

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

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم
في العلوم الاقتصادية

الموضوع:

إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر
- دراسة قياسية -

إشراف:
أ.د/ بلعزوز بن علي

إعداد الطالب:
ترقومحمد

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ البشير عبد الكريم
مقررا	جامعة الشلف	أستاذ	أ.د/ بلعزوز بن علي
ممتحنا	جامعة الجزائر 3	أستاذ	أ.د/ مجيطة مسعود
ممتحنا	جامعة المدية	أستاذ	أ.د/ خليل عبد القادر
ممتحنا	جامعة خميس مليانة	أستاذ محاضر (أ)	د/ بن عناية جلول
ممتحنا	جامعة الشلف	أستاذ محاضر (أ)	د/ بربري محمد أمين

السنة الجامعية: 2015 - 2016

كلمة شكر

نحمد الله تعالى على توفيقه و نتقدم بالشكر الجزيل والامتنان والتقدير إلى الأستاذ الدكتور بلعزوز بن علي الذي تفضل بقبوله الإشراف على هذه الأطروحة، والذي نرى فيه صورة مجسمة للخير والفضل، ومثالا طيبا للبذل والعطاء، والذي غمرنا بفائض علمه وتوجيهاته القيمة التي كان لها أثر طيب في إخراج هذه المذكرة على صورتها النهائية.

كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة وذلك لقبولهم مناقشة هذه الأطروحة وإفادتهم لنا بأرائهم وتوجيهاتهم القيمة التي سيكون لها أثر جلي في المستقبل إن شاء الله.

شكر خاص وخالص إلى الصديق الأستاذ مجاهد سعيد الذي كان الدور الفعال في التدقيق اللغوي لهذه الأطروحة والصديق منصور بختاش يونس على ما قدمه لنا من مساعدة .

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والامتنان إلى كل الطاقمين الإداري والبيداغوجي بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف الذين كانوا سندا لنا في المسار التعليمي ولو بكلمة طيبة وأخص بالذكر موظفي المكتبات الذين سحروا لنا مجهوداتهم في سبيل اقتناء الكتب ودعم البحث؛ داعين الله عز وجل أن يوفق الجميع إلى ما يحبه ويرضاه.

الباحث: ترقو محمد

إهداء

إلى أمي..... ثم أمي..... ثم أمي.

إلى أبي.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى زوجتي التي كانت دائما سندا لي في إتمام هذا البحث.

إلى إبنني محمد أيوب

إلى الأهل والأقارب كل باسمه وعزه،

كبيرا وصغيرا.

إلى من تقاسمت معهم حلو الحياة ومُرّها

والذين أعتزُّ بصحبتهم.

إلى من جمعني بهم مشعل العلم

الذي سيبقى منيرا بنورهم، أساتذة وطلبة.

الباحث: ترقو محمد

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	كلمة شكر. الإهداء. فهرس المحتويات. قائمة الأشكال والجداول.
أ-ي	مقدمة
الفصل الأول: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وآليات إدارتها	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار الفكري والمفاهيمي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
03	المطلب الأول: أهمية حركة رأس المال في الفكر الاقتصادي الدولي
07	المطلب الثاني: أهمية حركة رأس المال على المستوى الدولي
07	أولاً: تقديم وتحليل النموذج
10	ثانياً: التوازن في حالة عدم حركة رأس المال
12	ثالثاً: التوازن في حالة حرية حركة رأس المال
14	المطلب الثالث: مفاهيم حول تدفقات رأس المال الأجنبي
14	أولاً: مفهوم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
15	ثانياً: أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
16	ثالثاً: خصائص تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
17	رابعاً: أسباب الحركة الدولية لرؤوس الأموال الأجنبية
22	المطلب الرابع: آثار تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
22	أولاً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والنمو
24	ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، الاستهلاك، الادخار والاستثمار
24	ثالثاً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والتضخم
25	رابعاً: حجج التخصيص والسلوك الاقتصادي الكلي
25	خامساً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، الاحتياطات، الحساب الجاري
28	المبحث الثاني: عناصر وآليات إدارة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
28	المطلب الأول: الاستثمارات الأجنبية وتحويلات المهاجرين
28	أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر
32	ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر
35	ثالثاً: تحويلات المهاجرين
37	المطلب الثاني: تدفقات المديونية والتغير في احتياطات الصرف
37	أولاً: المنح والمساعدات الرسمية

41	ثانيا: القروض الخارجية
44	ثالثا: التغير في احتياطات الصرف
46	المطلب الثالث: دوافع ومبررات إدارة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
46	أولا: أهداف إدارة تدفقات رأس المال
47	ثانيا: إجراءات إدارة تدفقات رأس المال
49	ثالثا: أسباب إدارة رؤوس الأموال
49	رابعا: منهجية قياس القيود على رأس المال
51	خامسا: الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
57	المطلب الرابع: سياسات التحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
57	أولا: سياسة التعقيم
63	ثانيا: سياسة سعر الصرف المرن
65	ثالثا: سياسات أخرى للتحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية
68	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: نظرية سعر الصرف والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية	
70	تمهيد
71	المبحث الأول: مفاهيم نظرية لأنظمة الصرف الدولية
71	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف الأجنبي
71	أولا: مفهوم سعر الصرف
72	ثانيا: أنواع سعر الصرف
74	ثالثا: وظائف سعر الصرف
74	رابعا: المحددات الأساسية لسعر الصرف
77	خامسا: سياسات سعر الصرف
77	المطلب الثاني: تقييم أنظمة الصرف الدولية ومتطلبات الانتقال إلى أنظمة التعويم
78	أولا: مفاهيم حول نظام الصرف
80	ثانيا: الأسباب الأساسية للانتقال إلى أنظمة التعويم
81	ثالثا: الآليات المتبعة في عملية الانتقال إلى أنظمة التعويم
84	المطلب الثالث: المقاربات والمحددات النظرية لاختيار نظام الصرف
84	أولا: مقاربات اختيار نظام الصرف الأمثل
85	ثانيا: المحددات النظرية لاختيار نظام الصرف
89	المطلب الرابع: المحددات التجريبية لاختيار نظام الصرف
89	أولا: محددات اختيار نظام الصرف عند Eichengreen
91	ثانيا: محددات اختيار نظام الصرف عند Edwards

91	ثالثا: الدراسات التجريبية لمحددات اختيار نظام الصرف
94	المبحث الثاني: اختيار أنظمة الصرف وفق التصنيفات الواقعية والرسمية
94	المطلب الأول: أهمية سعر الصرف في ظل تطور النظام النقدي الدولي
94	أولاً: سعر الصرف في العصور الوسطى
94	ثانياً: سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب
97	ثالثاً: سعر الصرف في ظل نظام بريتون وودز
99	رابعاً: التعويم ومستقبل أنظمة الصرف الدولية
101	المطلب الثاني: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف في ظل إصلاح صندوق النقد الدولي
101	أولاً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف قبل سنة 1999
103	ثانياً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف منذ سنة 1999
104	ثالثاً: متطلبات إصلاح النظام النقدي الدولي
106	المطلب الثالث: التصنيفات الواقعية لأنظمة الصرف الدولية
106	أولاً: تصنيف <i>Friedman</i> لأنظمة الصرف
107	ثانياً: تصنيف <i>Latter</i> لأنظمة الصرف (1996)
108	ثالثاً: تصنيف <i>Ghosh</i> لأنظمة الصرف (1997)
108	رابعاً: تصنيف <i>Frankel</i> لأنظمة الصرف (1999)
109	خامساً: تصنيف <i>Bubula and Otker-Robe</i> لأنظمة الصرف (2003)
110	سادساً: تصنيف <i>Levy-Yeyati and Sturzenegger</i> لأنظمة الصرف (2002)
111	سابعاً: تصنيف <i>Reinhart and Rogoff</i> لأنظمة الصرف (2002)
112	ثامناً: تصنيف <i>Shambaugh</i> لأنظمة الصرف (2003)
113	المطلب الرابع: تطورات اختيار أنظمة الصرف الدولية
113	أولاً: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف قبل سنة 1999
114	ثانياً: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف بعد سنة 1999
116	ثالثاً: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف فترة الأزمة المالية العالمية 2008 وما بعدها
120	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية واختيار نظام الصرف في الدول النامية	
122	تمهيد
123	المبحث الأول: استراتيجيات تحرير تدفقات رأس المال وآليات اختيار نظام الصرف الأمثل
123	المطلب الأول: التحرير المالي والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال
123	أولاً: مفهوم التحرير المالي
124	ثانياً: خصائص التحرير المالي
124	ثالثاً: أسباب عملية التحرير المالي

125	رابعا: شروط التحرير المالي
126	خامسا: تعريف تحرير حساب رأس المال
127	سادسا: متطلبات تحرير حساب رأس المال
128	سابعا: إجراءات السرعة والتسلسل واستراتيجيات تحرير حساب رأس المال
130	المطلب الثاني: اختبارات سلوك قدرة تدفقات رؤوس الأموال على الحركة الدولية
130	أولا: طرق اختبار قدرة رؤوس الأموال على الحركة الدولية
135	ثانيا: الحوادث التفسيرية لسلوك حركة رؤوس الأموال الأجنبية
138	المطلب الثالث: نماذج تحديد سعر الصرف التوازني في إطار اختيار نظام الصرف الأمثل
138	أولا: نموذج تحديد سعر الصرف التوازني في ظل السعر المرن
138	ثانيا: نموذج تحديد سعر الصرف التوازني في ظل السعر الجامد
139	ثالثا: نموذج الحركة غير النامة لرأس المال
139	رابعا: النموذج النقدي لضغوط سوق الصرف
140	خامسا: نموذج توازن الحفظ
141	سادسا: نموذج تحديد معدل التضخم
141	سابعا: النموذج النقدي للحساب الجاري
142	ثامنا: نموذج إحلال العملة
142	المطلب الرابع: آليات اختيار نظام الصرف الأمثل باستخدام معضلة "تنبيت-تعويم"
142	أولا: إشكالية اختيار نظام الصرف الأمثل
143	ثانيا: شروط اختيار نظام الصرف الأمثل
144	ثالثا: نظام الصرف الأمثل في نموذج "Mundell-Fleming"
145	رابعا: تقديم وتحليل نموذج اختيار نظام الصرف الأمثل
149	المبحث الثاني: علاقة حركة رؤوس الأموال باختيار أنظمة الصرف في الدول النامية
149	المطلب الأول: العلاقة النظرية بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال
149	أولا: المزج بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال
151	ثانيا: مؤشرات تطبيق الثلاثية المستحيلة
153	ثالثا: فعالية تطبيق الثلاثية المستحيلة
155	المطلب الثاني: التسلسل في اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في الدول النامية
156	أولا: التجربة الماليزية
157	ثانيا: التجربة المكسيكية
159	ثالثا: التجربة الإندونيسية
159	رابعا: التجربة التايلندية

160	خامسا: التجربة البرازيلية
161	المطلب الثالث: تحليل هيكل تدفقات رأس المال واختبار قدرتها على الحركة في الدول النامية
161	أولا: تحليل هيكل تدفقات رأس المال في الدول النامية
166	ثانيا: تحليل هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية
166	ثالثا: قدرة رأس المال على الحركة في الدول النامية
168	المطلب الرابع: علاقة حركة رأس المال باختيار أنظمة الصرف في الدول النامية
178	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: اختيار نظام الصرف الأمثل وإمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر	
180	تمهيد
181	المبحث الأول: اختيار نظام الصرف في الجزائر
181	المطلب الأول: مراحل تطور نظام الصرف في الجزائر
181	أولا: نظام الصرف الثابت 1962-1986
183	ثانيا: التحول إلى نظام صرف وسيط 1986-1994
184	ثالثا: نظام التعويم المدار بعد سنة 1994
186	رابعا: تطور نظام الصرف في الجزائر والأداء الاقتصادي
187	المطلب الثاني: محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر
188	أولا: تقديم وتحليل متغيرات النموذج
191	ثانيا: معالجة السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج
192	ثالثا: تقدير وتحليل النماذج
196	المطلب الثالث: تحديد المستوى التوازني لسعر الصرف في الجزائر
196	أولا: تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام النماذج النقدية
199	ثانيا: قياس الاختلالات بين سعري الصرف الرسمي والتوازني
200	المطلب الرابع: اختبار نظام الصرف الواقعي والمستوى الأمثل للاحتياطات في الجزائر
201	أولا: اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر
203	ثانيا: نظام الصرف والمستوى الأمثل للاحتياطات
208	المبحث الثاني: علاقة اختيار نظام الصرف الأمثل بتحرير حركة رأس المال في الجزائر
208	المطلب الأول: تحليل تدفقات رأس المال إلى الجزائر
208	أولا: تحليل الاستثمار الأجنبي المباشر
211	ثانيا: تحليل تحويلات المهاجرين
211	ثالثا: تحليل الديون الخارجية
213	رابعا: تحليل المساعدات والمعونات الرسمية
214	خامسا: تحليل احتياطات الصرف

215	المطلب الثاني: اختبار قدرة رأس المال على الحركة في الجزائر
215	أولاً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "فلدشتاين وهوريوكا"
216	ثانياً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "أولر"
218	ثالثاً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "إدوارد و خان"
220	المطلب الثالث: علاقة نظام الصرف بتدفقات رأس المال
220	أولاً: تطور متغيرات الثلاثية المستحيلة في الجزائر
221	ثانياً: علاقة نظام الصرف بتدفقات رأس المال
224	ثالثاً: علاقة نظام الصرف برصيد حساب رأس المال
227	المطلب الرابع: اختيار نظام الصرف الأمثل وتحرير رأس المال باستخدام معضلة "تشييت - تعويم"
227	أولاً: مراحل إيجاد الحل الأمثل
228	ثانياً: الحل الأمثل
228	ثالثاً: محاكاة الحل الأمثل على حالة الجزائر
231	رابعاً: المزج الأمثل بين درجة التحرير واختيار نظام الصرف الأمثل
233	خلاصة الفصل
240 - 235	خاتمة
	قائمة المراجع
	الملاحق

قائمة الأشكال والجداول

أولا: قائمة الأشكال:

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	حدود إمكانية الإنتاج المحلي	الشكل رقم 1-1
09	حدود إمكانية الإنتاج الأجنبي	الشكل رقم 2-1
10	الأسعار النسبية لإنتاج السلعة X وعوائد رأس المال.	الشكل رقم 3-1
11	الأسعار النسبية لإنتاج السلعة X وعوائد رأس المال.	الشكل رقم 4-1
12	منحنى العرض النسبي لرأس المال.	الشكل رقم 5-1
13	التوازن في حالة حركة رأس المال.	الشكل رقم 6-1
75	أهم محددات سعر الصرف	الشكل رقم 1-2
76	طبيعة العلاقات بين النظريات المحددة لسعر الصرف	الشكل رقم 2-2
84	الانتقال من أنظمة التثبيت إلى نظام التعويم الحر	الشكل رقم 3-2
95	ميكانيزمات التعديل في ظل قاعدة الذهب	الشكل رقم 4-2
97	المستويات الثلاثة لنظام بريتون وودز	الشكل رقم 5-2
100	الأنظمة المستقبلية لسعر الصرف في ظل تطور النظام النقدي الدولي	الشكل رقم 6-2
126	مختلف روابط تحرير حساب رأس المال والتحرير المالي	الشكل رقم 1-3
151	رسم توضيحي لعناصر الثلاثية المستحيلة	الشكل رقم 2-3
154	مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول الصناعية، دول الاقتصاديات الصاعدة، الدول النامية خلال الفترة 1970-2006	الشكل رقم 3-3
166	هيكل تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية خلال الفترة 1971-2012	الشكل رقم 4-3
169	مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013	الشكل رقم 5-3
174	قيمة الحد العشوائي ϵ خلال الفترة 1971-2013	الشكل رقم 6-3
176	مدى تركيز الدول النامية على هدفين من بين الأهداف الثلاثة للثلاثية المستحيلة خلال الفترة 1971-2013	الشكل رقم 7-3
205	الاحتياطات الفائضة بعد تغطية 3 أشهر من قيمة الواردات	الشكل رقم 1-4
205	الاحتياطات (الفائضة/الناقصة) بعد تغطية 40% من قيمة الديون الخارجية	الشكل رقم 2-4
206	الاحتياطات الفائضة بعد تغطية 10% من قيمة الكتلة النقدية	الشكل رقم 3-4
210	تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 4-4
211	تطور تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 5-4
212	تطور إجمالي رصيد الدين الخارجي في الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 6-4
214	تطور تدفقات المساعدات والمعونات الرسمية إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 7-4
215	تطور إجمالي احتياطات الصرف الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 8-4
217	نتائج تقدير معادلة "أولر" باستخدام المستوى العام للأسعار	الشكل رقم 9-4

218	نتائج تقدير معادلة "أولر" باستخدام معدل التضخم	الشكل رقم 10-4
219	تطور المعامل α لـ "إدوارد و خان" باستخدام أسعار الفائدة الاسمية	الشكل رقم 11-4
220	تطور المعامل α لـ "إدوارد و خان" باستخدام أسعار الفائدة الحقيقية	الشكل رقم 12-4
221	تطور مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الجزائر خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 13-4
230	تطور سعري الصرف الاسمي والحقيقي التوازيين خلال الفترة 1995-2013	الشكل رقم 14-4

ثانيا: قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
16	خصائص التدفقات المالية المختلفة.	الجدول رقم 1-1
19	برامج الاستقرار المركزة على سعر الصرف	الجدول رقم 2-1
20	برامج الاستقرار المركزة على المجمعات النقدية	الجدول رقم 3-1
23	عرض لبعض الدراسات حول تأثير تحرير حساب رأس المال على النمو.	الجدول رقم 4-1
26	الآثار الفعلية لتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في عينة من الدول النامية.	الجدول رقم 5-1
30	المقارنة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر	الجدول رقم 6-1
31	مجالات المؤشر المركب للمخاطر القطرية	الجدول رقم 7-1
41	أهم التغيرات في تاريخ المعونات والمنح الأجنبية.	الجدول رقم 8-1
48	الأهداف، الإجراءات السعريّة، الإجراءات الكمية لتدفقات رؤوس الأموال.	الجدول رقم: 9-1
48	أهداف إدارة حركة رؤوس الأموال في مجموعة من الدول النامية.	الجدول رقم: 10-1
50	وصف عام لمؤشرات تقييم تدفقات رؤوس الأموال.	الجدول رقم 11-1
55	تطور سياسة الرقابة على رأس المال في مجموعة من الدول خلال سنوات التسعينات (1990-2001)	الجدول رقم 12-1
61	الدراسات التجريبية لمعامل التعقيم في مجموعة من الدول.	الجدول رقم 13-1
89	أهمية العوامل الهيكلية في اختيار نظام الصرف.	الجدول رقم 1-2
90	أهمية العوامل الخارجية في اختيار نظام الصرف.	الجدول رقم 2-2
92	الدراسات التجريبية لاختيار نظام الصرف.	الجدول رقم 3-2
106	تركيبة أنظمة الصرف عند <i>Friedman</i>	الجدول رقم 4-2
107	تصنيف أنظمة الصرف عند 'Latter' سنة 1996.	الجدول رقم 5-2
108	تصنيف أنظمة الصرف لـ <i>Ghosh</i> سنة 1997.	الجدول رقم 6-2
109	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Frankel</i> سنة 1999.	الجدول رقم 7-2
110	تصنيف <i>Bubula</i> و <i>Ötoker-Robe</i> لأنظمة الصرف سنة 2003.	الجدول رقم 8-2
111	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Levy-Yeyati</i> و <i>Sturzenegger</i> سنة 2002.	الجدول رقم 9-2
112	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Reinhart and Rogoff</i> سنة 2002.	الجدول رقم 10-2

112	تصنيف أنظمة الصرف عند <i>Shambaugh</i> سنة 2003.	الجدول رقم 2-11
113	تطور عدد الدول المتبعة لأنظمة الصرف خلال الفترة 1974-1998	الجدول رقم 2-12
115	تطور عدد الدول المتبعة لترتيبات الصرف خلال الفترة 2001-2007.	الجدول رقم 2-13
116	ترتيبات الصرف وفق التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود أسعار الصرف (<i>AREAER</i>)	الجدول رقم 2-14
117	ترتيبات الصرف خلال الفترة 2008-2014 (كنسبة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي)	الجدول رقم 2-15
129	نسبة حوادث تدفقات رأس المال في حالة التدرج في التحرير والتحرير الكامل.	الجدول رقم 3-1
130	المدة المستغرقة بالأشهر في عملية التحرير حسب الأقاليم.	الجدول رقم 3-2
130	المدة المستغرقة بالأشهر في عملية التحرير حسب القطاعات.	الجدول رقم 3-3
132	نتائج بعض الدراسات لاختبار قدرة رؤوس الأموال الدولية على الحركة.	الجدول رقم 3-4
136	حوادث تدفقات رأس المال خلال الفترة 1980-2009	الجدول رقم 3-5
137	حوادث تدفقات صافي رأس المال الخاص خلال الفترة 1989- بعد سنة 2008.	الجدول رقم 3-6
144	نظام الصرف الأمثل من وجهة نظر " <i>Mundell-Fleming</i> "	الجدول رقم 3-7
167	الخصائص الوصفية لمعدل الاستثمار ومعدل الادخار في الدول النامية	الجدول رقم 3-8
167	نتائج دراسة الاستقرارية لمعدل الادخار ومعدل الاستثمار	الجدول رقم 3-9
168	نتائج اختبار "فلدشتاين وهوريوكا" لقدرة رأس المال على الحركة في الدول النامية	الجدول رقم 3-10
170	معدلات النمو السنوية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013	الجدول رقم 3-11
170	الخصائص الوصفية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013	الجدول رقم 3-12
171	نتائج دراسة الاستقرارية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة	الجدول رقم 3-13
172	نتائج تقدير نموذج ترجيح مؤشرات الثلاثية المستحيلة باستثناء فترات الأزمات العالمية.	الجدول رقم 3-14
173	نتائج تقدير نموذج ترجيح مؤشرات الثلاثية المستحيلة خلال فترات الأزمات العالمية.	الجدول رقم 3-15
174	مدى اهتمام الدول النامية بتحقيق أهداف الثلاثية المستحيلة	الجدول رقم 3-16
176	نتائج اختبار السببية بين استقرار سعر الصرف وتحرير حساب رأس المال.	الجدول رقم 3-17
177	نتائج اختبار أثر تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف.	الجدول رقم 3-18
183	الأوزان الترجيحية للعملة المكونة للسلة المرجعية.	الجدول رقم 4-1
187	المؤشرات الاقتصادية في الجزائر	الجدول رقم 4-2
191	الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول رقم 4-3

191	دراسة استقرارية متغيرات الدراسة	الجدول رقم 4-4
192	علاقات التعدد الخطي بين متغيرات الدراسة	الجدول رقم 5-4
195	نتائج تقدير نماذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر	الجدول رقم 6-4
198	نتائج تقدير نماذج سعر الصرف التوازني	الجدول رقم 7-4
200	معايير المقارنة بين سعري الصرف الرسمي والتوازني	الجدول رقم 8-4
201	خصائص أنظمة الصرف وفق الاختبار الواقعي	الجدول رقم 9-4
202	طبيعة تباين سعر الصرف خلال ثلاثيات فترة التعويم المدار	الجدول رقم 10-4
203	نماذج تحديد نظام الصرف الواقعي في الجزائر	الجدول رقم 11-4
207	الاحتياطات الفائضة باستخدام التحليل متعدد العوامل	الجدول رقم 12-4
217	متوسط معدل الإحلال النقدي في الجزائر	الجدول رقم 13-4
218	متوسط معدل الإحلال النقدي في الجزائر	الجدول رقم 14-4
229	مؤشرات التنافسية في الجزائر 2012-2013	الجدول رقم 15-4
231	نظام الصرف الأمثل في الجزائر	الجدول رقم 16-4
232	حساسية نظام الصرف الأمثل للتغير في مؤشرات النموذج	الجدول رقم 17-4

مقدمة

يُمثّل رأس المال أحد عوامل الإنتاج الرئيسية الذي يمكن من خلاله استثمار الموارد الاقتصادية المختلفة، ولما كانت الأموال موزعة بصورة متفاوتة بين البلدان فإن عملية تخفيض هذا التفاوت هي من مهمات 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، فمن أجل النهوض بمستويات التنمية في الدول النامية زاد اعتماد هذه الأخيرة على مصادر التمويل الخارجية (الأجنبية) والتي تمثلت في المنح والإعانات، قروض واستثمارات أجنبية كما اتجه العديد من هذه الدول إلى انتهاج سياسات متكاملة للإصلاح الاقتصادي بغرض الاندماج في الاقتصاد العالمي والتحكم في حجم التدفقات الرأسمالية وفي هيكلها تجنباً للأزمات، وفي 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 آثار إيجابية عدة تتمثل أساساً في رفع معدلات النمو الاقتصادي ورفع القدرات الإنتاجية وزيادة معدلات التشغيل وإدخال التقنيات المتقدمة.

لقد تغير هيكل التدفق الدولي لرؤوس الأموال من خلال نوعية رؤوس الأموال وتوزعها الجغرافي، فقد شهدت سنوات الثمانينيات وبداية التسعينيات من القرن العشرين تطوراً كبيراً في هذا المجال ويعود ذلك إلى المحاولات التي سعت إلى إنعاش النظام المالي الدولي واستحداث الوسائل والتقنيات المالية البديلة لتخفيف الأزمات وحماية النظام المالي الدولي من الانهيار، كما أدت التدفقات المتزايدة لرؤوس الأموال بين مختلف دول العالم إلى إحداث تقارب في معدلات العائد بين الدول كما ازدادت فرص الإقراض والاقتراض في إطار التمويل الدولي، فأصبحت الدول التي تمر بأوقات صعبة قادرة على الاقتراض في حين تسدد ديونها في أوقات الازدهار، غير أن هذه المنافع من تزايد تدفقات رؤوس الأموال يقابلها تكاليف تتمثل أساساً في مخاطر الصرف الأجنبي، إذ أضحت أسعار الصرف شديدة التقلب وازدادت درجة مخاطر الصرف في بشكل أكبر من معدل زيادة التجارة الخارجية والاستثمار مما أظهر أهمية إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف في إطار نظام الصرف المتبع في البلد.

يعتبر نمو المعاملات المالية الدولية وزيادة تدفقات رؤوس الأموال بين الدول من أهم إفرزات العولمة المالية في أواخر القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين، إذ لجأت العديد من الدول النامية إلى إلغاء القيود على معاملات حساب رأس المال محاولة منها الاستفادة من فرص التمويل التي توفرها الزيادة في التدفقات الرأسمالية، فرغم المخاطر والمخاوف المرتبطة بإجراء تحرير حساب رأس المال إلا أنه أصبح خياراً أكثر أهمية من تقييد حركة رؤوس الأموال بالنسبة للعديد من الدول النامية، وهناك العديد من الشواهد حول بقاء الدول تكييف إجراءات التقييد محاولة منها تجنب مخاطر الزيادة المفرطة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

إن إجراء تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تستتبعه مزايا عدة، غير أن التجارب الحديثة تؤكد مخاطر التحرير، وهذا ما يطرح إشكالية إستراتيجية تحرير هذه التدفقات وتسلسل إجراءات التحرير إضافة إلى توقيت كل إجراء، فما يلاحظ على البلدان النامية من ضعف هيكلي في اقتصادياتها يمكن أن يشكل خطراً في حد ذاته، إذ يواجه أي بلد يسعى لتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تحديات تتعلق بتقوية وهيكله مؤسساته المالية قصد ضمان القدرة على العمل في ظل نظام تحكمه قوى السوق وتقرير كيفية وضع الأهداف وآلية تحقيقها تحت قيد المحافظة على استقرار الاقتصاد الوطني في ظروف أكثر حرية وانفتاحاً.

إن توجهه أي بلد إلى تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يتطلب إعادة النظر في الآلية التي تتحدد على أساسها قيمة العملة الوطنية في إطار نظام الصرف المتبع، ومن خلال ذلك يتم اختيار نظام صرف أمثل يتماشى ومتطلبات التحرير وذلك من خلال دراسة التناسق بين الإجراءين وانعكاس كلاهما على الاقتصاد الوطني، ليتم وضع تسلسل حول أي الإجراءين أسبق من جهة ومدة تطبيق كل إجراء من جهة أخرى، فتحير تدفقات رؤوس الأموال في ظل أنظمة التثبيت له من المخاطر ما يفرض على البلد التوجه إلى نظم أكثر مرونة، خاصة إذا كانت عملة البلد غير مقومة بقيمتها الحقيقية وهذا ما ينجر عنه حركة مفرطة لرؤوس الأموال أمام ضعف اقتصاد بلد نامي غير قادر على مواجهة انعكاسات ومستتبعات ذلك.

إن إشكالية اختيار نظام الصرف تعتبر من أقدم الأسئلة التي نوقشت في مجال الاقتصاد الدولي، من خلال مساهمات كل من (Mundell (1961، (Mckinnon (1963، (Kenen (1969، (Crockett et Nsouli (1977)، (Dreyer (1978)، (Heller (1977, 1978)، (Holden (1979)، (Melvin (1985)، (Wickham (1985)، (Honkapohja et Pikkariainen (1992)، لكن هذا السؤال تجدد في السنوات الأخيرة حول نمط نظام الصرف الأمثل وظهرت بذلك أعمال جديدة حول الموضوع، إذ يرى (Schor (1997 أن الدول لا بد أن تتقيد بأحد الركنين إما نظام الصرف الثابت أو نظام الصرف الموعوم وهي نفس أفكار (Eichengreen) سنة 1994، وتوالى الكتابات حول هذا الطرح كأعمال (Edwards (1993, 1996, 2001، (Williamson (2000، (Rogoff و (Obstfeld (1995)، (Reinhardt and Rogoff, 2002)، (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002)، (Bailliu and Murray (2003)، فبالرغم من أهمية اختيار نظام الصرف الأمثل لجميع الاقتصاديات إلا أن الاقتصاديات النامية يكسوها اختيار نظام الصرف أهمية خاصة لما تتميز به من بيئة نقدية ومالية دولية غير مستقرة، إضافة إلى التقلبات الشديدة في تدفقات رؤوس الأموال وبالتالي ضرورة الاختيار الأمثل للقاعدة النقدية التي على أساسها تتحدد قيمة العملة الوطنية بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

لقد كشفت السنوات الأخيرة شعوراً عاماً بعدم الرضا عن التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف، وأصبح اختيار نظام سعر الصرف من أقدم الأسئلة في الاقتصاد النقدي الدولي والتي عادت إلى النقاش بجدة في الوقت الحالي خاصة بعد توالي أزمات العملة، 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 والآجال الزمنية التي ينتقل على أساسها، وبالتالي تغير هيكل حركة رؤوس الأموال الدولية مع الزمن نتيجة للتغيرات الدولية الحاصلة.

تعتبر الجزائر دولة نامية تسعى للانفتاح وإعطاء حركة رؤوس الأموال طابعاً أكثر حرية مع تقييم الدينار الجزائري بقيمته التوازنية في ظل نظام صرف يفرض متطلبات حماية الاقتصاد الوطني وتحقيق الأهداف الموضوعية، وذلك من خلال تشكيل توليفة مثلى حول إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار أمثل لنظام الصرف تتحدد على ضوءه قيمة العملة الوطنية.

- أهمية الموضوع: يعتبر تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية جوهر عملية التحرير المالي نظراً لما يشتمله من تحرير مختلف معاملات حساب رأس المال، والمبادرة في هذا الإجراء تكتنفه مجموعة من المخاطر ما لم يتم التنبؤ الدقيق بانعكاسات الإجراء، وبالنظر إلى العديد من التجارب الدولية فيما يتعلق بتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية نجد أن معظمها له صلة وثيقة بإشكالية اختيار نظام الصرف، فمشكلة تسلسل إجرائي تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتعويم سعر الصرف تحدته العديد من الدول، فنظراً للتجارب الناجحة للدول النامية في عملية التحرير في ظل نظام فعال تتحدد على أساسه قيمة العملة الوطنية وانعكاساته الإيجابية على الاقتصاد الوطني، ونظراً لوجود الجزائر ضمن منظومة الدول النامية والتي تسعى إلى الاستفادة من التجارب الدولية أصبح من المطلوب اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي وتحديد المستوى التوازني لسعر الصرف إضافة إلى اختبار قدرة رأس المال على الحركة ومدى علاقته باختيار نظام الصرف وضرورة إيجاد توافق أمثل لإجرائي تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية واختيار نظام الصرف الأمثل.

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

- إبراز التطور التاريخي والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية ومكانة الدول النامية فيها إضافة إلى مستقبل هذه الأنظمة في الدول النامية في ظل التحولات الدولية.
- التعرف على آليات وتقنيات تحديد سعر الصرف من خلال نماذج اقتصادية وقياسية من وجهات النظر المختلفة لمجموعة من الاقتصاديين، واسقاطها على سعر صرف الدينار الجزائري.

- توضيح الأشكال الأساسية للتدفقات الرأسمالية بين الدول وآليات إدارتها إضافة إلى الآثار الاقتصادية الناتجة عنها واختبار قدرتها على الحركة الدولية.
- تحليل دوافع ومتطلبات تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وعلاقتها باختيار نظام الصرف وانعكاساتها من خلال عرض تجارب عينة الدول النامية وتقدير نماذج قياسية.
- عرض تطور نظام الصرف في الجزائر واختبار طبيعة تصنيفه الواقعي وتحديد المستوى التوازني للدينار الجزائري في إطار تحديد نظام الصرف الأمثل.
- اختبار قدرة رأس المال على الحركة باتجاه الجزائر ومدى علاقته باختيار نظام الصرف الأمثل وإيجاد توافق أمثل لإجراءي تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وطبيعة نظام الصرف الأمثل.
- **الإشكالية الرئيسية:** إن معالجة موضوع البحث حول إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل إشكالية اختيار نظام الصرف يتطلب الإجابة عن إشكالية تتمحور حول السؤال الرئيسي التالي:

♦ ما مدى إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل متطلبات اختيار نظام الصرف

الأمثل في الجزائر؟

- **الأسئلة الفرعية:** إن الإجابة المنهجية عن الإشكالية الرئيسية يدفعنا إلى بلورتها إلى أسئلة فرعية على النحو التالي:

- ما هي اتجاهات وآليات إدارة عناصر تدفقات رأس المال في ظل متطلبات التوجه لتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية؟.
- فيما تمثل دوافع ومتطلبات التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية في الدول النامية؟.
- ما هي محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر وما مدى التوافق بين الإعلان الرسمي لنظام الصرف مع التطبيق الواقعي له؟
- ما مدى انحراف سعر صرف الدينار الجزائري المعلن عن مستواه التوازني؟
- هل يمكن تحديد توليفة مثلى لتحرير تدفقات رأس المال الأجنبي في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر؟

- **الفرضيات:** للإجابة على هذه الأسئلة وُضعت مجموعة من الفرضيات هي كالتالي:

- يُعتبر تعديل الدول النامية لأنظمة صرفها ضرورة حتمية مساندة لإصلاحات النظام النقدي الدولي.
- يُعتبر التغيير التدريجي لهيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تدرجاً لتحرير حساب رأس المال.
- وقوع العديد من الدول النامية في أزمات عملة بسبب غياب قاعدة أساسية للتثبيت يتم على أساسها الانتقال إلى أنظمة التعويم مما أدى بالدول الأخرى إلى البقاء والاحتفاظ بأنظمة التثبيت.
- تُرجح المتغيرات الحقيقية على المتغيرات النقدية في المساهمة في تحديد نظام الصرف في الجزائر.

- نظام الصرف المعلن (التعويم المدار) لا يتوافق مع التطبيق الفعلي له نظراً للتدخلات الكبيرة للحفاظ على قيمة العملة والتراكم المفرط لاحتياجات الصرف.

- هناك انحرافات ضعيفة لسعر صرف الدينار الجزائري من مستواه التوازني نظراً لضعف حجم تأثير المتغيرات الخارجية على قيمة العملة.

- تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بدرجة أكبر إجراء فعال يسبق إعطاء الدينار الجزائري مرونة أكبر.

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

• **الحدود الموضوعية:** في ظل تزامن إجراءات تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية واختيار نظام الصرف مع متطلبات العولمة المالية نظراً للاهتمام الدولي المستمر بقضايا الموضوع والتي أسفرت عنها التحولات الاقتصادية العالمية، ومع بقاء الطرح المستمر لإشكالية التسلسل الأمثل لإجراءي تحرير تدفقات رأس المال وتعويم سعر الصرف، ارتأينا اختيار أحسن تسلسل من الممكن أن ينطبق على حالة الجزائر من خلال الاستعانة بأدوات القياس الاقتصادي، من خلال اختبار إمكانية تحرير تدفقات رأس المال الأجنبي في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر.

• **الحدود الزمنية:** نظراً لاحتواء الدراسة على مجموعة من الاختبارات تختلف من حيث العينة والآليات وبما أن الأمر يتعلق بأنظمة الصرف وتحرير تدفقات رأس المال واختلاف تبنيتها من طرف الدول سوف يتم اتباع حدود مختلفة على أساس متطلبات الدراسة وذلك كما يلي:

- بالنسبة لحالة الدول النامية فسوف يتم إجراء الدراسة خلال الفترة 1971-2013 نظراً لبداية انهيار نظام بريتون وودز وبداية التوجه إلى التعويم من جهة وتوفر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية في حدود سنة 2013 من جهة أخرى، كما سيتم إضافة سنة 2014 إلى الفترة السابقة في جانب تحليل أنظمة الصرف في الدول النامية وذلك لحداثة البيانات المتعلقة بالموضوع وتوفر تقارير صندوق النقد الدولي المعتمدة في ذلك.

- ستغطي الدراسة التطبيقية على الجزائر من جانب تقدير النماذج الفترة 1995-2013 نظراً لبداية تبني نظام التعويم المدار في الجزائر، إضافة إلى تحليل تطور نظام الصرف في الجزائر منذ سنة 1878 بالتركيز على فترة ما بعد الاستقلال.

• **الحدود المكانية:** سيتم إسقاط الدراسة على الدول النامية من خلال عرض تجارب تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية كجوهر عمليات التحرير المالي واختيار نظام الصرف، وذلك قصد الاستفادة من

التجارب الناجحة في هذا المجال، في حين سيتم تركيز الدراسة في الجانب التطبيقي على الجزائر من خلال تطور نظام الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

- منهج الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات المذكورة وتحقيق أهداف الدراسة، سيتم استخدام المنهج الاستنباطي والاستقرائي، ففيما يتعلق بالمنهج الاستنباطي من خلال أداتي الوصف والتحليل، سنقوم بوصف وتحليل مختلف المفاهيم المتعلقة بأنظمة سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتحرير حساب رأس المال، بالإضافة إلى تحليل تطورها في الدول النامية مع التركيز على حالة الجزائر، بينما سيتم استخدام المنهج الاستقرائي من خلال تطبيق مجموعة من أدوات القياس الاقتصادي بهدف تحديد سعر الصرف التوازني، واختبار العلاقة بين تحرير تدفقات رأس المال الأجنبي واختبار طبيعة نظام الصرف الأمثل في الجزائر.

- الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسات التي قامت بتحليل العلاقة بين تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية واختيار نظام الصرف ومعظم هذه الدراسات عبارة عن أوراق عمل استخدمت الكثير منها أدوات القياس الاقتصادي لاختبار علاقة اختيار نظام الصرف بتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، ومن بين هذه الدراسات قمنا باختيار الدراسات ذات الصلة بموضوع البحث تمثلت في الأبحاث التالية:

- دراسة 'Sebastian EDWARDS': هي عبارة عن ورقة عمل قدمت ضمن أعمال المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية 'national bureau of economic research'، جامعة 'Cambridge'، أكتوبر 2001 تحت عنوان:

'Exchange rate regimes, capital flows and crisis prevention'

توصّل من خلالها الباحث إلى أن الأزمات المالية في عقد التسعينات كانت بسبب التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف في ظل عدم التحكم في سياسة سعر الصرف، كما أن أنظمة الصرف المدارة غير مستقرة في ظل تحرير تدفقات رأس المال، أما فيما يتعلق بمتطلبات تخفيض الوقوع في الأزمات المالية فيكون من خلال التزام الدول بركن معين لنظام الصرف، إما تعويم حر أو نظام ثابت تماما، وانتهى إلى أن أنظمة التعويم هي الأنظمة ذات الفعالية بالرغم من التوجه المبكر إليها من قبل الدول وهذا ما أوقعها في الأزمة، أما فيما يتعلق بالتحكم في تدفقات رأس المال بالرغم من أن الدراسات أثبتت أن التحكم في تدفقات رأس المال يخفض من احتمال الوقوع في الأزمات المالية وأن إستراتيجية التحكم كانت مفيدة بالنسبة لـ "الشيلي" إلا أنه كان مبالغ فيه كثيرا، مما خلص إلى ضرورة تحرير تدفقات رؤوس الأموال.

- دراسة 'Indrani CHAKRABORTY': هي عبارة عن ورقة عمل قدمت ضمن أعمال مركز تطوير الدراسات 'Centre for development studies'، تدرس تجربة الهند في العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي وتحرير حساب رأس المال باستخدام شعاع الانحدار الذاتي 'Autoregression Vector'، نشرت في سبتمبر 2003، تحت عنوان:

'Liberalization of capital inflows and the real exchange rate in India : a VAR analysis'

تم اختبار آثار توليد صدمات في تدفقات رأس المال إلى الهند على تقلبات سعر الصرف الحقيقي الهندي، حيث انطلق الباحث من فرضية التأثير المباشر لصددمات رأس المال على سعر الصرف الحقيقي من خلال تجارب الدول الآسيوية خلال أزمة 1997 ودول أمريكا اللاتينية خلال أزمتها المالية، كذلك تطرقت الورقة إلى دور السياستين النقدية والمالية في إدارة تأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سعر الصرف الحقيقي، وخلص الباحث إلى أن انخفاض سعر الصرف الحقيقي ناتج عن تغير تدفقات رأس المال بانحراف معياري واحد، إضافة إلى التأثير الدائم والديناميكي للصددمات المولدة بتدفقات رأس المال على سعر الصرف الحقيقي، كما انتهت الدراسة إلى فعالية السياسة النقدية في التأثير على تقلبات سعر الصرف الحقيقي الناتجة عن تحرير تدفقات رأس المال إلى الهند وعدم فعالية السياسة المالية في ذلك، مما يتطلب الأمر السيطرة على أدوات السياسة النقدية لتحقيق الأهداف طويلة المدى تجنباً لأي آثار غير مرغوبة في ظل تحرير تدفقات رأس المال.

- دراسة 'Luiz Fernando DE PAULA': هي عبارة عن ورقة بحثية قدمت في مركز البرازيل للدراسات سنة 2007 تدرس تجارب أربع دول (البرازيل، روسيا، الهند والصين) حول علاقة تحرير حساب رأس المال واختيار نظام الصرف وكان عنوان الورقة كالتالي:

'Financial liberalization, exchange rate regime and economic performance in BRICs countries'

فيما يتعلق بالهند، الصين وروسيا، فإنها تدير أنظمة صرفها مع تقييد حساب رأس المال، بالنسبة لتجربتي الهند والصين فإنها تسير وفق إدارة تدريجية وحذرة لحساب رأس المال هذا ما أدى إلى استقرار سعر الصرف، فيما يتعلق بتجربة روسيا فإن عملية الانتقال غير المنظمة لتحرير حساب رأس المال أدت إلى نشوب أزمة 1998، أما بعد الأزمة فإن هناك أداء أفضل للسياسات الاقتصادية الكلية في إطار نظام صرف أكثر مرونة، وأسعار فائدة متناقصة تحت سياق التحرير التدريجي لحساب رأس المال، أما البرازيل فقد انتهجت سياسة سعر صرف أقل تدخلاً، وأكثر انفتاحاً لحساب رأس المال الأمر الذي أدى إلى عدم استقرار سعر الصرف، وارتفاع أسعار الفائدة، وخلصت الورقة البحثية إلى مجموعة من العوامل من شأنها التدرج الأمثل لتبني نظام صرف أكثر مرونة والتوجه لتحرير حساب رأس المال في ظل التصدي للصددمات الخارجية وتمثلت هذه العوامل في ما يلي:

- تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون عملية تدريجية وحذرة.
- ضرورة تطبيق توليفة مثلى من السياسات الاقتصادية تتناسب مع الأهداف العامة للنظام الاقتصادي للدولة.
- الفائض في الحساب الجاري يؤدي إلى العجز في حساب رأس المال وهذا ما يجعل الاقتصاد ممول برؤوس أموال أجنبية، مما يُضعف السيطرة والتحكم فيها، ويتطلب ذلك تحقيق التوازن في الحساب الجاري لتجنب التدفق غير المرغوب في رأس المال الأجنبي.

- تراكم احتياطات الصرف يسمح بالحفاظ على استقرارية سعر الصرف بحيث يسمح للسلطات النقدية بالتأثير على مستوى معين لسعر الصرف وتجنب التخفيض المتتالي لقيمة العملة.

- إدارة سعر الصرف يكون في إطار الخصائص الاقتصادية للدولة، وبالتالي يكون هدف الدولة تحقيق سعر صرف حقيقي تنافسي ومستقر كهدف من أهداف السياسات الاقتصادية الكلية في سبيل التوجه إلى تحقيق النمو والتوظيف.

- دراسة *'Mohamed Sami BEN ALI'*: هي عبارة عن مقالة منشورة في مجلة العالم الثالث *Revue Tiers Monde*، بتاريخ أكتوبر-ديسمبر 2006 وعنوانت المقالة بـ:

'Libéralisation du compte capital et choix d'un régime de change, quelle portée pour la flexibilité en Tunisie ?'

درس الباحث درجة التنسيق والتسلسل في اختيار نظام الصرف الأمثل وتحرير حساب رأس المال في تونس، واستهل الباحث المقالة بانعكاسات تبني تونس لسياسات الإصلاح الاقتصادي بداية من سنة 1986، وتوصل إلى أن هذه الإصلاحات مكنت تونس من التحرير الجزئي لحساب رأس المال بداية من 1993، إضافة إلى إعطاء الدينار أكثر مرونة في سبيل التوجه إلى نظام صرف أمثل يحقق التوازن الاقتصادي، واستخدم نظرية الألعاب في اختيار نظام الصرف الأمثل وذلك من خلال التفاعلات الاستراتيجية الموجودة بين السلطات النقدية والمؤسسات المحلية، بحيث تسعى السلطات النقدية إلى اختيار نظام الصرف الذي أساسه يتحقق الاستقرار الاقتصادي، في حين تحتاج المؤسسات المحلية إلى نظام صرف يحافظ على القدرة التنافسية لها دون تحمل خسائر ناتجة عن المنافسة الخارجية ومعدل التضخم، وخلص الباحث في الأخير من خلال نتائج المحاكاة إلى أن تحرير حساب رأس المال في تونس يكون إجراء فعال عندما يتوافق مع نظام الصرف المعوم.

- دراسة *'Mitsuhiro FUKAO'*: هي عبارة مقالة ألفت في مؤتمر حول "تحرير حساب رأس المال في الصين، منظور دولي" *China's capital account liberalisation: international perspectives*، سنة 2003 تحت عنوان:

'Capital account liberalisation: the Japanese experience and implications for China'

درس من خلالها الباحث التجربة اليابانية في تحرير حساب رأس المال وتحرير سعر الصرف وإسقاطها على الصين، من خلال تحديد التشابهات والاختلافات بين اليابان في فترة نموها المرتفع والصين في بداية الألفية الجديدة، حيث أبقّت اليابان على النمو الاقتصادي المرتفع وعولمت شركات العمل والمؤسسات المالية بسرعة، وتوصل إلى اختلاف البيئات الاقتصادية بين اليابان في فترة السبعينات والثمانينات والصين في نهاية التسعينات وبداية الألفية الجديدة، إضافة إلى أن مشكلة اليابان في تلك الفترة كانت في الاستثمارات المملوكة وهو أكثر حدة مما هي عليه الصين اليوم، هذا ما جعل البلدان الآسيوية ترتكب أخطاءً في الانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المعوم وجعل السياسة النقدية أكثر استقلالية ما نشب عنه أزمة 1997، الأمر الذي جعل الصين تربط عملتها بالدولار وتطبق سياسة نقدية متشددة، أما بالنسبة للتضخم فتعدّل التضخم في

الصين في هذه الفترة أسهل مما كانت عليه اليابان في تلك الفترة، وحلل الباحث تسلسل التحرير وتفاعله مع كل من الرقابة على الصرف، ميزان المدفوعات وتقلبات أسعار الصرف، وتوصل أيضا إلى ضرورة تبني الصين كإقتصاد كبير لسياسة نقدية مستقلة والتخلي عن نظام الثبیت، وتوجه الصين إلى نظام التعويم لابد من تطوير وتنشيط سوق السندات الحكومية استنادا إلى تجربة اليابان، تقليل أهمية سوق الأسهم المالية، تفعيل المؤسسات المالية كشركات التأمين والصناديق التعاونية، إضافة إلى الإدارة المثلى لمخاطر الصرف.

- دراسة 'Léonce NDIKUMANA': هي عبارة عن ورقة عمل مقدمة في معهد بحوث السياسات الاقتصادية، جامعة Massachusetts Amherst سنة 2003، تحت عنوان:

'Capital Flows, Capital Account Regimes, and Foreign Exchange Rate Regimes in Africa'

تفحص الباحث في هذه الورقة البحثية تدفقات رأس المال، تحرير حساب رأس المال وأنظمة الصرف في الدول الإفريقية خلال عقدي الثمانينات والتسعينات، وتوصل من خلالها الباحث إلى انخفاض الإقراض إلى الدول الإفريقية وانخفاض حصة تدفقات رأس المال الخاص من إجمالي التدفقات، هذا الأخير الذي تتحكم في انخفاض حجمه عوامل عدة كضعف الإقتصاد الكلي لهذه الدول، نظم مالية متخلفة، الخطر العالي في البلد، وعدم استقرار أسعار الصرف، إضافة إلى أن الإصلاحات الاقتصادية لم تعمل على تخفيف القيود على تدفقات رأس المال الأجنبي لتوفير التمويل، فمتابعة العديد من البلدان الإفريقية لسلسلة الإصلاحات في سبيل تحرير تدفقات رؤوس الأموال وتحرير سعر الصرف لم يقابل بنمو اقتصادي ولا باستقرار في الأسعار وأداء تجاري غير مناسب، وذلك لغياب عاملي السرعة والتسلسل لتجنب التأثيرات الممكنة الناتجة عن الانفتاح، كما أن تبني سياسة الانفتاح لا بد أن تكون من خلال مصداقية السياسات الاقتصادية الكلية بحيث أن الإصلاحات لن تؤدي إلى جذب رأس المال الأجنبي فحسب وإنما تعمل كذلك على تفعيل الاستثمار المحلي، كما أن هناك سمة ارتفاع في نسبة هروب رأس المال من الدول الإفريقية إلى الخارج وبالتالي ضرورة تحسين الشروط الاقتصادية داخل البلد لتحفيز رأس المال على الاستثمار، ومن النتائج الختامية لهذه الورقة أن تقديم التحفيز للاستثمار وإصلاح الأنظمة السياسية والقانونية لتحسين المسؤولية ومصداقية السياسات الاقتصادية كلها عوامل رئيسية في جذب رأس المال الأجنبي إلى البلدان الإفريقية.

- **تقسيمات البحث:** قصد الإمام بكل جوانب الموضوع، تم تقسيم هذا البحث إلى الفصول التالية:

* **الفصل الأول:** يهدف هذا الفصل إلى الطرح والتأصيل الفكري والنظري لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حيث سيتم التطرق في البحث الأول إلى الإطار الفكري والمفاهيمي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، من خلال تأصيل أهمية حركة رأس المال في الفكر الاقتصادي الدولي وتحليل نموذج المكاسب والخسائر لحركة رأس المال على المستوى الدولي إضافة إلى التعريف بالمفاهيم الأساسية لتدفقات رأس المال الأجنبي، وخصص البحث لتحليل عناصر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وآليات إدارتها من خلال التطرق إلى المفاهيم النظرية للاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة، المنح والمساعدات الرسمية والقروض

الخارجية، إضافة إلى تدفقات تحويلات المهاجرين والتغير في احتياطات الصرف، مع طرح أهم الآليات المستخدمة في إدارة التدفقات الرأسمالية مع دوافع وإجراءات تطبيق هذه الآليات.

*** الفصل الثاني:** يهدف هذا الفصل إلى الطرح النظري لسعر الصرف ومكانته في ظل مراحل تطور النظام النقدي الدولي ودوافع ومتطلبات التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولي، إذ سيتم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي لسعر الصرف وأنظمة الصرف من خلال طرح مفاهيم عامة حول سعر الصرف الأجنبي وإبراز مكانته في النظام النقدي الدولي إضافة إلى أنظمة الصرف الدولية ومتطلبات وآليات الانتقال من أنظمة التثبيت إلى أنظمة التعويم، وخصص المبحث الثاني للتصنيفات الواقعية والتصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف الدولية ومتطلبات إصلاح النظام النقدي الدولي مع تحليل أهم التطورات في مجال اختيار أنظمة الصرف في دول العالم.

*** الفصل الثالث:** يهدف هذا الفصل إلى الطرح النظري للعلاقة بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال، إضافة إلى اختبار هذه العلاقة في الدول النامية، حيث سيتم التطرق في المبحث الأول إلى سياسة التحرير المالي والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى طرح اختبارات قدرة رأس المال على الحركة ونماذج اختيار نظام الصرف الأمثل، وخصص المبحث الثاني لتحليل العلاقة النظرية بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في إطار الثلاثية المستحيلة واختبارها في الدول النامية إضافة إلى اختبار قدرة رأس المال على الحركة إلى هذه الدول.

*** الفصل الرابع:** يهدف هذا الفصل إلى اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر مع تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام مجموعة من النماذج النقدية، إضافة إلى اختبار قدرة رأس المال على الحركة ودراسة طبيعة العلاقة بين تدفقات رأس المال وطبيعة نظام الصرف المتبع وذلك بالتطرق في المبحث الأول إلى اختيار نظام الصرف في الجزائر من خلال تحليل مراحل تطور نظام الصرف واختبار محدداته، إضافة إلى اختبار نظام الصرف الواقعي وتحديد المستوى للدينار الجزائري، وخصص المبحث الثاني لتحليل العلاقة بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في الجزائر من خلال تحليل تطور عناصر تدفق رأس المال واختبار قدرتها على التنقل إلى الجزائر، إضافة إلى تقدير العلاقة بين الإجراءين باستخدام نموذج قياسي من جهة وتطبيق نموذج معضلة "تثبيت-تعويم" من جهة أخرى.

الفصل الأول
تدفقات رؤوس الأموال
الأجنبية وآليات إدارتها

الفصل الأول

تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وآليات إدارتها

تمهيد:

تعتبر تدفقات رؤوس الأموال أحد أهم ركائز تحفيز النمو الاقتصادي واستدامته، ولأجل ذلك تسعى العديد من الدول بغض النظر عن مراحل النمو التي مرت بها إلى وضع استراتيجيات متكاملة لجذب رأس المال الأجنبي بمختلف أشكاله وتشجيع الصادرات ومساندة المنتج الوطني للولوج إلى الأسواق الدولية.

لقد تعدد النظريات والنماذج والمقاربات التي حاولت تفسير أسباب حركة رأس المال على المستوى الدولي ونتائج هذه الحركة، ولقد أخذ هذا الموضوع قسطاً ولو قليلاً في أبحاث الاقتصاديين عبر المدارس الاقتصادية ضمن نظريات التجارة الدولية أو تحليل العلاقات الاقتصادية الدولية، بدايةً بالاقتصاديين الكلاسيك وصولاً إلى النظريات والنماذج الحديثة لتحليل حركة رأس المال على المستوى الدولي.

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.

تخلق التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية آثاراً غير مرغوبة مما يتطلب القيام بأحد أساليب إدارة هذه التدفقات من خلال أسلوب الرقابة أو آليات أخرى تركز على تنظيم حركة التدفقات الرأسمالية كالتعقيم والسياسة المالية ومعدل الاحتياطي الإجباري.

يهدف هذا الفصل إلى الطرح والتأصيل الفكري والنظري لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وذلك من خلال المباحث التالية:

- **المبحث الأول** سيتم التطرق من خلاله إلى الإطار الفكري والمفاهيمي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، من خلال تأصيل أهمية حركة رأس المال في الفكر الاقتصادي الدولي وتحليل نموذج المكاسب والخسائر لحركة رأس المال على المستوى الدولي إضافة إلى التعريف بالمفاهيم الأساسية لتدفقات رأس المال الأجنبي.

- **المبحث الثاني** خصص لتحليل عناصر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وآليات إدارتها من خلال التطرق إلى المفاهيم النظرية للاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة)، المنح والمساعدات الرسمية والقروض الخارجية، إضافة إلى تدفقات تحويلات المهاجرين والتغير في احتياطات الصرف، مع طرح أهم الآليات المستخدمة في إدارة التدفقات الرأسمالية مع دوافع وإجراءات تطبيق هذه الآليات.

المبحث الأول: الإطار الفكري والمفاهيمي لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

يُعنى بحركة رأس المال على المستوى الدولي انتقال هذا الأخير وتوظيفه في الخارج، ويكون هدف ذلك بالدرجة الأولى تعظيمه، وعند توظيف المستثمر لرأس ماله في الخارج فإنه يقوم بعملية استثمار أجنبي، إذ أصبحت حركة رأس المال على المستوى الدولي (تصدير واستيراد رأس المال أو التدفقات المالية عبر الحدود) في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين شكل من أهم أشكال العلاقات الاقتصادية الدولية وذلك بسبب حجم هذه الحركة، نطاقها ونتائجها وتأثيراتها على الاقتصاد العالمي.

المطلب الأول: أهمية حركة رأس المال في الفكر الاقتصادي الدولي.

اهتم الاقتصاديون عبر المدارس الاقتصادية بدراسة وتحليل رأس المال وأهمية تراكمه من جهة وحركته الدولية من جهة أخرى، إذ لم يهتم الاقتصاديون الكلاسيك سوى بأهمية تراكم رأس المال في الاقتصاد لتحقيق التنمية الاقتصادية، في حين ركزت المدارس الحديثة على أهمية التبادل الدولي لرأس المال في تحفيز النمو الاقتصادي.

لم يهتم "أدام سميث" بمسائل تصدير واستيراد رأس المال، وإنما طرح فكرة التراكم الرأسمالي¹ الذي اعتبره شرطاً أساسياً لتحقيق التنمية الاقتصادية، حيث تتوقف هذه الأخيرة على قدرة الأفراد على الادخار وبالتالي على الاستثمار، ونظراً لأن سلوك الأفراد يسير في نفس اتجاه السلوك وفق القانون الطبيعي (حسب سميث) فإن تزايد حجم التراكم الرأسمالي ستتوقف على حجم الجزء المدخر من الدخل، وبالتالي فإن معدل الاستثمار يتوقف على معدل الادخار، أما مصدر الادخار فيتمثل في جزء من عائدات استثمار رأس المال وجزء من عائدات إيجار الأراضي، ويعتقد سميث أن تحقيق الربح المستقبلي هو الدافع للاستثمار وأن هذا التوقع يعتمد على حجم الربح الذي يحققه الاستثمار الحالي.²

يؤكد "أدام سميث" أن نمو الإنتاج ومستويات المعيشة يعتمدان على الاستثمار وتراكم رأس المال، وأن الاستثمار يعتمد على الادخار الذي ينجم عن الأرباح المتولدة من النشاط الزراعي والصناعي وتخصيص العمل.³

اهتم "ديفيد ريكاردو" بفكرة تراكم رأس المال، حيث يعتمد هذا الأخير على الدخل الصافي للمجتمع، وهو الفائض من الناتج الكلي بعد دفع أجور العمالة، ويتوقف حجم الفائض حسب "ريكاردو" على العناصر التالية:⁴

¹ يقصد به الإضافة إلى رأسمال المجتمع، أي الاستثمار بشقيه: المادي والذي ستمثل في الآلات والمعدات...، البشري والذي يتمثل في زيادة المعارف العلمية والتكنولوجية.

² محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد، "النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص: 61.

³ مدحت القرشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، دار وائل للنشر، الطبعة 1، 2007، ص: 56.

⁴ محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد، "النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 64-66.

- **نسبة الربح:** تعادل نسبة الربح خارج قسمة الأرباح على الأجور، فإذا كانت النسبة أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن هناك إمكانية للتراكم الرأسمالي.
- **زيادة الأجور:** تلعب الأجور دوراً حيوياً في توزيع الدخل بين العمل ورأس المال، حيث أن انخفاض أسعار سلعة ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب عليها، مما يتطلب إنتاج أكثر وعمالة أكثر، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع الأجور وبالتالي انخفاض الأرباح وهذا ما يؤدي في الأخير إلى انخفاض القدرة على تراكم رأس المال.
- **ربح الصناعات الأخرى:** حسب "ريكاردو" فإن انخفاض الأرباح في قطاع الزراعة مثلاً يؤدي في الدورة التالية إلى ارتفاع أسعار سلعة تستخدم في قطاع الصناعة، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج في قطاع الصناعة وبالتالي انخفاض الأرباح في قطاع الصناعة وهذا ما يؤدي إلى انخفاض التراكم الرأسمالي.
- **الضرائب:** يعتبر ريكاردو أن تحصيل الضرائب يؤدي إلى تحويل جزء من الدخل من الأفراد للحكومة وهذا ما يؤدي إلى خفض الاستهلاك وبالتالي زيادة الجزء المخصص للتراكم الرأسمالي.
- **المدخرات:** يعتبر "ريكاردو" الادخار الحر¹ أحد أهم وأفضل مصادر التراكم الرأسمالي، خاصة عندما يكون بسبب زيادة الأرباح.
- **تحرير التجارة:** التجارة الحرة تساعد على زيادة التراكم الرأسمالي، حيث أن استيراد سلعة بأسعار منخفضة يؤدي إلى زيادة الأرباح وبالتالي إتاحة فرصة أكبر للتراكم الرأسمالي.
- **استقرار النمو:** يعتقد "ريكاردو" أن الربح يميل إلى الانخفاض في المدى الطويل، واستقراره بعد ذلك عند هذا المستوى، فعندما يزداد تراكم رأس المال بزيادة الأرباح نجد أن الإنتاج الكلي يزداد وترتفع أجور العمال، وهذا ما يؤدي إلى تزايد عدد السكان نظراً لتحسن مستوى المعيشة، وبالتالي يرتفع الطلب على السلع مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، ويستمر الوضع إلى أن تصل الإنتاجية الحدية إلى حد أجور الكفاف للعمال وبالتالي تنعدم الأرباح ونصل إلى مرحلة الاستقرار حيث يتوقف تراكم رأس المال.
- يؤكد "ديفيد ريكاردو" أن الربح والرياح يشكلان الإيراد الصافي الذي يغير عملية التكوين الرأسمالي، والنمو لا يتحقق إلا إذا استخدم الإيراد الصافي لتوسيع عملية التكوين الرأسمالي.²
- يعتبر "جون ستيوارت ميل" أول من بدأ دراسة حركة رأس المال على المستوى الدولي حيث عالج مسألتين أساسيتين: تتعلق الأولى بتأثير تصدير رأس المال على التجارة الدولية واستنتاج أن البلد المصدر لرأس المال يساهم في توسيع تجارته الخارجية، أما بالنسبة للمسألة الثانية والتي تتعلق بعلاقة حركة رأس المال على المستوى الدولي بمعدل الربح ومعدل تراكم رأس المال، فقد أشار "ميل" إلى أن رأس المال ينتقل بين البلدان بسبب الفارق في معدل الربح، الذي يميل إلى الانخفاض في البلدان الغنية برأس المال.

¹ هو الادخار غير المرتبط بزيادة تحصيل الضرائب.

² مدحت القريشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

لقد صاغ " إيلي هكشر" الفكرة التي تقول بأن أسعار عوامل الإنتاج (رأس المال، العمل...) على المستوى الدولي تميل إلى التعادل عند القيام بالتبادل الدولي، حيث أن حركة عوامل الإنتاج تتفاوت قيمها وتوفرها النسبي من بلد إلى آخر.

طور " برتيل أولين" هذه الفكرة وبين بأن حركة عوامل الإنتاج على المستوى الدولي تعود إلى اختلاف الطلب عليها بحيث تنتقل من البلد الذي تكون فيه الإنتاجية الحدية متدنية، إلى البلد الذي تكون فيه الإنتاجية الحدية مرتفعة، وأكد على أن الإنتاجية الحدية لرأس المال يحددها سعر الفائدة الذي تنظم مستوياته المختلفة حركة رأس المال.¹

يرى " روبرت مالتوس" أن الطلب الفعال يجب أن ينمو بالتناسب مع إمكانيات الإنتاج إذا أُريدَ الحفاظ على مستوى الربحية، وركز على عدم التوازن بين المدخرات والاستثمار المخطط للرأسماليين والذي يمكن أن يقلل الطلب على السلع، وفي حالة زيادة حجم المدخرات لدى ملاك الأراضي عن حاجة الرأسماليين للاقتراض يقترح "مالتوس" حينها فرض ضرائب على ملاك الأراضي كمصدر للتمويل.²

وضع " راغنار نوركسه" نماذج نظرية مختلفة لحركة رأس المال على المستوى الدولي، رابطا فيما بين الإنتاج والتجارة الخارجية والعرض والطلب على رأس المال داخل البلد، وتصديره واستيراده.

أكمل " كارل إيفرسن" صياغة نظرية تصدير رأس المال بالفرضية التي تنص على أن للأنواع المختلفة من رأس المال "حركية حدية على المستوى الدولي" بسبب تكلفة تحويل رأس المال بالدرجة الأولى، وهذا ما يفسر حقيقة أن البلد نفسه يمكن أن يسارك بأن واحد في نشاط تصدير رأس المال واستيراده.

صاغ "إيفرسن" العلاقة بين تصدير رأس المال وحركة الأسعار العالمية واستخلص أن القيود على استيراد رأس المال الأجنبي تدفع الدول المصدرة للمواد الأولية إلى زيادة صادراتها منها تعويض النقص في العملات الأجنبية، غير أن ذلك يؤدي إلى انخفاض الأسعار العالمية للمواد الأولية مما يقود إلى تراجع قدرتها على جذب رأس المال.

أشار " ليون فالراس" أن الخلل في الميزان التجاري ينبغي أن تعوضه حركة رأس المال، ففي حالة العجز في الميزان التجاري ينبغي استيراد رأس المال، أما في حالة الفائض يتطلب تصدير رأس المال وقد أيد هذه الفكرة الاقتصادي "الفريد مارشال".³

¹ محمد دياب، "التجارة الدولية في عصر العولمة"، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010، ص: 244-247.

² مدحت القرشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، مرجع سبق ذكره، ص: 59-60.

³ محمد دياب، "التجارة الدولية في عصر العولمة"، مرجع سبق ذكره، ص: 247-249.

يركز "كارل ماركس" على مفهوم فائض القيمة¹، ومع تزايد معدل الكثافة الرأسمالية لتكنولوجيا الإنتاج فإن حصة رأس المال الثابت تزداد وينخفض معها معدل الربح، وتنبأ بأنه مع حدوث التراكم الرأسمالي سوف يتم ارتفاع الأجور وانخفاض الأرباح وهذا يدفع إلى أهمية إحلال رأس المال محل العمل.²

انطلق "جون مينارد كيتز" في نظرياته من أن حركة رأس المال على المستوى الدولي بحد ذاتها تنبع من عدم التوازن في ميزان المدفوعات في مختلف الدول، وأكد "كيتز" أن تصدير رأس المال من البلد يتم عندما يفوق تصدير السلع في تلك الدولة استيرادها، أما عندما يكون خلل في هذه القاعدة يتوجب على الدولة التدخل، وخلافاً للنيوكلاسيكيين اعتبر "كيتز" أن تصدير رأس المال يمكن في بعض الظروف أن يكون مفيداً للشركة أكثر من الاقتصاد الوطني عموماً.

استخدم "فريتس ماكلوب" نموذجاً اقتصادياً رياضياً يظهر فيه تأثير تصدير رأس المال واستيراده على ديناميكية الدخل الوطني، ليبيّن أنه في البلد المصدر لرأس المال يمكن لصادرات السلع التي يحفزها تصدير رأس المال أن تعوض النقص في الدخل الوطني الناجم عن انخفاض الاستثمارات الوطنية المحتملة.³

ميز "جوزيف شومبيتر" بين نوعين من الاستثمار، الاستثمار التلقائي الذي يتحدد بعوامل مستقلة عن النشاط الاقتصادي، والاستثمار التابع الذي يعتبر دالة لحجم النشاط الاقتصادي، وأكد على أن الاستثمار التابع يتحدد بالربح والفائدة وحجم رأس المال.⁴

أكد الاقتصاديان "روي هارود - إيفسي دومار" في نموذجهما حول النمو الاقتصادي أن كل اقتصاد ينبغي أن يحتفظ بنسبة من دخله الوطني لاستبدال القيمة المستهلكة من السلع الرأسمالية (المباني، المعدات...)، فلكي يتحقق النمو يكون من الضروري تقديم إضافات استثمارية صافية جديدة من رأس المال، وركزا على فكرة معامل (رأس المال \ الناتج)، حيث تم استنتاج معادلة "هارود-دومار" المشهورة في نظرية النمو:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \frac{S}{Y}$$

حيث أن معدل النمو الاقتصادي يكون مرتبطاً بمعدل الادخار الوطني (معامل رأس المال \ الناتج)⁵.

طرح "جيمس توبين" فرضية تنويع المحفظة، بحيث أن سلوك المستثمر تحدده رغبته بتنويع محفظته من الأوراق المالية (بما في ذلك امتلاك الأوراق المالية الأجنبية)، الأمر الذي يزيد الربح ودرجة المخاطرة والسيولة، وقد طور "تشارلز كيندلبرغر" هذه الفكرة مضيفاً فرضيته القائلة بأنه في مختلف البلدان تتسم أسواق رأس المال المختلفة بالتباين في تفضيل السيولة، ولذا من الممكن قيام تبادل نشيط لرؤوس الأموال بين هذه البلدان.

¹ الفرق بين كمية إنتاج العامل والحد الأدنى لأجر العامل.

² مدحت القريشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

³ محمد دياب، "التجارة الدولية في عصر العولمة"، مرجع سبق ذكره، ص: 249.

⁴ مدحت القريشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

⁵ ميشيل تودارو، ترجمة: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود، "التنمية الاقتصادية"، دار المريخ للنشر، 2006، ص: 126-127.

دعا " ميلتون فريدمان" إلى القيام بتحرير النشاط الاقتصادي الداخلي والخارجي إلى أقصى حد ممكن، ويستند في ذلك إلى النظرية الكمية للنقد إذ يعتبر أن دخول رأس المال إلى بلد معين أو خروجه منه إنما هو ناجم عن النقص أو الفائض في النقد في هذا البلد، وعن عدم التوازن في سوقه النقدي، إذ يقدم النقديون توصية رئيسية تدعو إلى عدم التدخل في المدفوعات الدولية للبلد عندما تكون كمية النقد المتداول أكبر مما يجب، عندئذ تم التخلص من الكمية الفائضة من خلال تحويل الأموال إلى الخارج سواء لتوسيع استيراد السلع والخدمات أو للاستثمار في الخارج.¹

المطلب الثاني: أهمية حركة رأس المال على المستوى الدولي.

تلعب عوامل الإنتاج دوراً هاماً في تحديد مكاسب التجارة الدولية، فإذا كان لعوامل الإنتاج القدرة على التنقل دولياً، فبالإضافة إلى المكاسب المطلقة يمكن للمكاسب النسبية أن تحدد نمط التجارة بين الدول، حيث استخدم النموذج بلدين لاستخلاص تأثير حركة رأس المال على توزيع الدخل في البلدين. هناك العديد من الدراسات² التي قامت بتحليل حركة التجارة ورأس المال الدوليين، ومكاسب وخسائر كل دولة وبصفة خاصة يتعلق هذا التحليل بنموذج Jones لسنتي 1980 و 1994 الذي اعتمد على النموذج الريكاردوي.

أولاً: تقديم وتحليل النموذج: يفترض النموذج وجود قطاعين X و Y ، القطاع X يتطلب رأسمالاً إضافة إلى العمل، في حين أن القطاع Y يتطلب عمالاً فقط³، نضع L يدل على عرض العمل المحلي حيث:

$$a_{LX}X + a_{LY}Y \leq L \dots \dots \dots (1)$$

حيث a_{Lj} عدد وحدات العمل المستخدمة في إنتاج وحدة واحدة من السلع، ($j = X, Y$)، X و Y يمثلان مخرجات القطاعين X و Y محلياً.

إذا كان رأس المال غير قابل للحركة بين الدول يضاف شرط آخر:

$$a_{KX}X \leq K \dots \dots \dots (2)$$

حيث a_{KX} عدد وحدات رأس المال المستخدمة في إنتاج وحدة واحدة من السلعة X ، و K تمثل عدد وحدات رأس المال المتوفرة محلياً، حيث أن الطلب على رأس المال يجب أن يكون أقل من أو يساوي عرض رأس المال محلياً.

$$K < \frac{a_{KX}}{a_{LX}}L \equiv K_M \dots \dots \dots (3)$$

¹ محمد دياب، "التجارة الدولية في عصر العولمة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 251.

² Mundell (1957), Purvis (1972), Uekawa (1972), Jones and Ruffin (1975), Markusen (1983), Jones and Dei (1983), Ohyama (1989), Suzuki (1989), Neary (1995).

³ يفترض النموذج أن رأس المال له نفس درجة المفاضلة مع العمل، والعمل الماهر له نفس درجة المفاضلة مع العمل غير الماهر، وإنتاج السلعة X يتطلب عمالاً ماهراً نسبياً مقارنة بإنتاج Y .

حيث أن كمية رأس المال العظمى المستخدمة محليا، وهذا الشرط دلالة على أن رأس المال هو المحدد الرئيسي للكمية المنتجة من X ، وبنفس الطريقة يمكن اشتقاق سوق رأس المال وسوق العمل الأجنبي¹.

$$a_{LX}^* X^* + a_{LY}^* Y^* \leq L^* \dots\dots\dots(4)$$

$$a_{KX}^* X^* \leq K^* \dots\dots\dots(5)$$

بافتراض أن كمية رأس المال المستخدمة أجنبيا أقل من القدرة القصوى لكمية رأس المال المتوفرة أجنبيا ويمكن كتابة هذا الشرط كما يلي:

$$K^* < \frac{a_{KX}^*}{a_{LX}^*} L^* \equiv K_M^* \dots\dots\dots(6)$$

من خلال هذه الشروط لاستخدام العمل ورأس المال المحلي والأجنبي يمكن تصور كمية الإنتاج الممكنة لكل بلد، حيث يوضح الشكل رقم 1-1 الإنتاج الممكن محليا² حيث أن الإنتاج الأقصى لـ X يساوي K/a_{KX} ، كما يوضح الشكل رقم 2-1 الإنتاج الممكن أجنبيا، إذ أن قيد العمل المحلي يكون أكثر استواءً من قيد العمل الأجنبي، هذا يدل على أن الإنتاج المحلي يكون مفضل على الإنتاج الأجنبي إذا نظرنا إلى إنتاجية عنصر العمل.

$$\frac{a_{LX}^*}{a_{LY}^*} < \frac{a_{LX}^*}{a_{LY}^*} \dots\dots\dots(A1)$$

بافتراض أن الشرط السابق يؤخذ بعين الاعتبار في التحليل الموالي، وبالإضافة إلى قيد العمل، قيد رأس المال يحدد نمط الإنتاج، هذا يشير إلى أن إنتاجية عنصر العمل مطلقة، بالإضافة إلى أن معدل الإنتاجية النسبي لرأس المال يلعب دورا هاما في تراكيب الإنتاج، ومن خلال هذه المعطيات يمكن استخلاص نتيجتين هامتين، الأولى: هناك مكاسب محلية في إنتاج X بالنظر إلى معدل إنتاجية العمل، ومكاسب أجنبية بالنظر إلى معدل إنتاجية رأس المال، أما النتيجة الثانية: هناك مكاسب مطلقة من ناحية إنتاجية رأس المال محليا ومكاسب نسبية من ناحية إنتاجية عنصر العمل في إنتاج X ، وسيتم التركيز على الاستنتاج الأول، وبالتالي يمكن افتراض:

$$a_{KX}^* < a_{KX} \dots\dots\dots(A2)$$

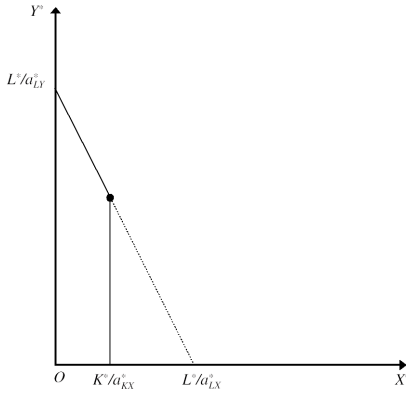
¹ الرمز (*) يدل على أن المتغيرات تتعلق بالبلد الأجنبي.

² تم رسم الأشكال البيانية من الشكل رقم 1-1 إلى الشكل رقم 6-1 بناء على المعطيات التالية:

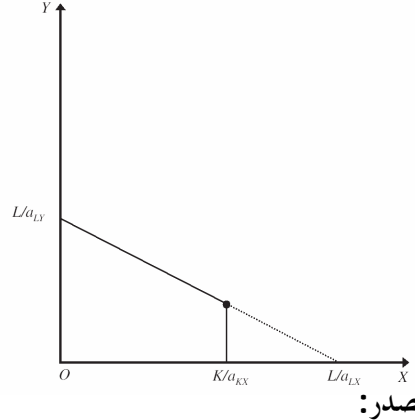
- بالنسبة للبلد المحلي: $L = 50, K = 30, a_{LX} = 5, a_{KX} = 5, a_{LY} = 10$

- بالنسبة للبلد الأجنبي: $L^* = 50, K^* = 5, a_{LX}^* = 10, a_{KX}^* = 2.5, a_{LY}^* = 5$

الشكل رقم 1-2: حدود إمكانية الإنتاج الأجنبي



الشكل رقم 1-1: حدود إمكانية الإنتاج المحلي



المصدر:

Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2006, P:126.

من خلال الشكل رقم 1-1 والشكل رقم 2-1 يلاحظ أن الحد الأقصى لإنتاج X أجنبياً أقل من الحد الأقصى لإنتاج X محلياً، هذا يشير ضمناً على أن البلد المحلي يتوفر على كمية أكبر من رأس المال مقارنة بالبلد الأجنبي، وكتيجة هي أن البلد المحلي له القدرة العظمى في إنتاج X بالرغم من أنه لا يملك الأفضلية المطلقة في توفر عنصر رأس المال لإنتاج X .

إذا كانت الأسواق تتميز بالمنافسة التامة، يجب توفر الشروط التالية التي تحقق التوازن:

$$p_X \leq wa_{LX} + ra_{KX} \dots\dots\dots(7)$$

$$p_Y \leq wa_{LY} \dots\dots\dots(8)$$

حيث: p_j سعر السلعة j مع $j = (X, Y)$ ، w معدل الأجر، r عائد رأس المال.

كلتا السلعتين تنتج عند التوازن، أي عندما تكون الشروط التنافسية (7) و(8) مساواة، وبالتالي يمكن

اشتقاق المعادلة التالية:

$$\frac{p_X}{p_Y} = \frac{a_{LX}}{a_{LY}} + a_{KX} \frac{r}{p_Y} \dots\dots\dots(AH)$$

إن التكلفة النسبية لإنتاج السلعة X تنقسم إلى قسمين: الأول يمثل الإنتاجية النسبية للعمل، أما الثاني فيمثل تكلفة رأس المال المستخدم في إنتاج السلعة Y ، هذا يشير إلى الإنتاجية المطلقة لرأس المال، إضافة إلى أن الإنتاجية النسبية لعنصر العمل تلعب دوراً مهماً في تحديد تكاليف الإنتاج.

وبنفس الطريقة يمكن أن نشق الشروط التنافسية للبلد الأجنبي:

$$p_X \leq w^* a_{LX}^* + r^* a_{KX}^* \dots\dots\dots(9)$$

$$p_Y \leq w^* a_{LY}^* \dots\dots\dots(10)$$

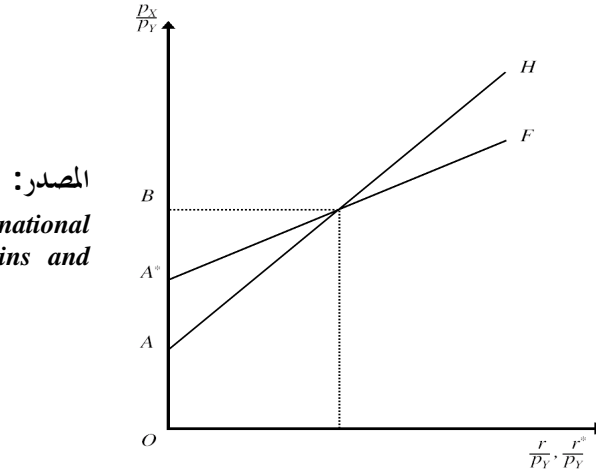
إذا تم الإنتاج عند التوازن تكون معادلة التوازن كما يلي:

$$\frac{p_X}{p_Y} = \frac{a_{LX}^*}{a_{LY}^*} + a_{KX}^* \frac{r^*}{p_Y} \dots\dots\dots(A^*F)$$

يبين الشكل رقم 3-1 الشرطين (AH) و (A^*F) وهما موضحان في معلم، والسعر النسبي للسلعة X بدلالة عوائد رأس المال.

إن انحدار كل خط محدد بالإنتاجية المطلقة لرأس المال، أما نقطة الالتقاء مع المحور العمودي تتحدد بالمعدل النسبي لإنتاجية العمل، بمعنى آخر: $OA = a_{LX} / a_{LY}$ و $OA^* = a_{LX}^* / a_{LY}^*$

الشكل رقم 3-1: الأسعار النسبية لإنتاج السلعة X وعوائد رأس المال.



المصدر:

Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit, P:128.

بافتراض أن البلد المحلي له معدل نسبي أعلى لإنتاجية العمل لـ X ، أما البلد الأجنبي له إنتاجية رأس المال مطلقة في إنتاج X .

تحت هذه الفرضية يمكن استخلاص أن (AH) له ميل أكبر من (A^*F) لكن (AH) يقطع المحور العمودي في قيمة أقل من (A^*F) ، مع أن هذين الخطين يتقاطعان في ربع الدائرة الأول، وبجمل كل من (AH) و (A^*F) أنيا من أجل p_X/p_Y نحصل على:

$$OB = \frac{a_{LX}}{a_{LY}} + \left[\frac{a_{KX}}{a_{KX} - a_{LY}^*} \right] \left[\frac{a_{LX}^*}{a_{LY}^*} - \frac{a_{LX}}{a_{LY}} \right] \dots \dots \dots (11)$$

يوضح الشكل رقم 3-1 أن البلد المحلي يملك عوائد أعلى لرأس المال من البلد الأجنبي عندما يكون p_X/p_Y أقل من OB ، هذا يدل على أن هذه المقارنة إضافة إلى المكاسب المطلقة تلعب دوراً هاماً في تحديد اتجاه حركة رأس المال.

أخيراً حلل النموذج تفضيلات المستهلكين، وبافتراض أن تفضيلات المستهلكين تمثل بدالة الإنتاج لـ

$$u = C_X^\alpha C_Y^{1-\alpha} \dots \dots \dots 0 < \alpha < 1$$

"كوب - دوغلاس":

حيث: C_j يمثل الكميات المستهلكة من السلعة j حيث $j = (X, Y)$.¹

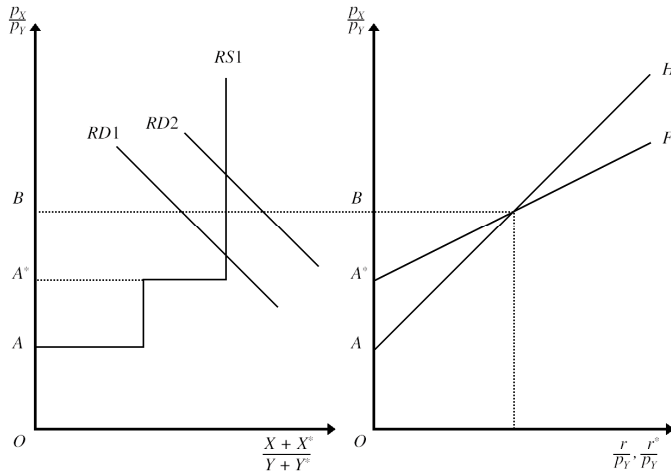
ثانياً: التوازن في حالة عدم حركة رأس المال: في هذه المرحلة نعتبر أن هناك حرية لحركة السلع وفي نفس الوقت تقييد لحركة رأس المال، ولتحقيق التوازن التجاري، لا بد من توضيح منحنيات الطلب النسبي

¹ Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 2006, PP:124-128.

ومنحنيات العرض النسبي، ففي الشكل رقم 4-1 RS_1 منحنى العرض النسبي للعالم عندما يكون p_X/p_Y أصغر من $OA = a_{LX}/a_{LY}$ ، فكل بلد يتخصص في إنتاج السلعة Y .
في حالة ارتفاع p_X/p_Y يبدأ البلد المحلي في إنتاج السلعة X نظراً لأفضليته النسبية لعنصر العمل أي إذا كان: $OA < a_{LX}/a_{LY} < OA^*$ ينتج البلد المحلي كلتا السلعتين X و Y ، في حين يبقى البلد الأجنبي متخصص في إنتاج Y فقط.

إن الزيادات في p_X/p_Y التي تجعل البلد الأجنبي ينتج السلع X هي عندما يكون $p_X/p_Y > OA^*$ ، وبالتالي يصبح كلا البلدين ينتجان السلعتين X و Y على خلاف نموذج "ريكاردو" إذ لا تتخصص دولاً في إنتاج X ، وهذا بسبب أن شرط رأس المال مقيد في كلا البلدين قبل امتصاص كل مكونات عنصر العمل في القطاع X .

الشكل رقم 4-1: الأسعار النسبية لإنتاج السلعة X وعوائد رأس المال.



المصدر:

Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit., P:129.

إذا اتجهنا إلى الطلب النسبي، تعطي دالة المنفعة في المعادلة رقم (12) الطلب النسبي للسلعة X في العالم

مثلاً كما يلي:

$$\frac{C_X + C_X^*}{C_Y + C_Y^*} = \left(\frac{\alpha}{1-\alpha} \right) \left(\frac{p_Y}{p_X} \right) \dots \dots \dots (12)$$

سيتم التركيز على حالة البلدان التي لا تتخصص بشكل تام في الإنتاج، إذ أن هناك نوعين من التوازنات: الأول يفترض أن حصة الإنفاق على السلعة X صغيرة وبالتالي منحنى الطلب النسبي للعالم معطى وموضح بـ RD_1 في الشكل رقم 4-1 ويكون التوازن التجاري التام عند تقاطع RD_1 مع RS_1 حيث تنتج الدول كلتا السلعتين، حيث أن عرض رأس المال يكون في البلد المحلي أكبر من البلد الأجنبي وهذا دلالة على أن رأس المال يتدفق إلى داخل البلد المحلي عند التحرير التام لحركة رأس المال، أما التوازن الثاني فيفترض أن حصة الإنفاق على السلعة X كبيرة وبالتالي منحنى الطلب النسبي للعالم معطى وموضح بـ RD_2 في الشكل

رقم 1-4، وبالمقارنة مع الحالة السابقة يلاحظ أن تدفق رأس المال سيكون من البلد المحلي إلى البلد الأجنبي عند الحركة التامة لرأس المال.¹

ثالثاً: التوازن في حالة حرية حركة رأس المال: يتم اعتبار حرية حركة كل من رأس المال والسلع والخدمات بين الدول، ويعتمد اتجاه حركة رأس المال على حجم الطلب النسبي.

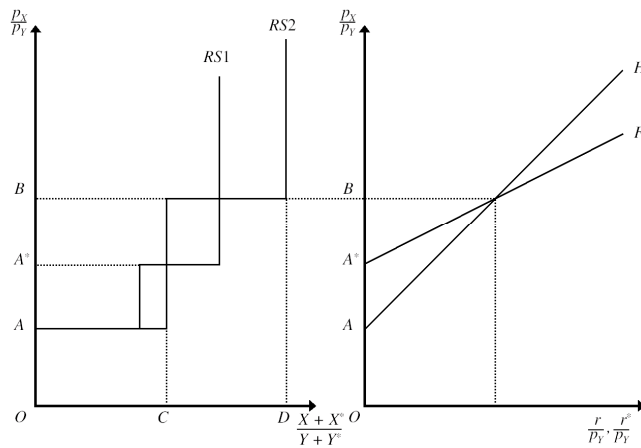
في البداية سيتم اعتبار أن حركة رأس المال سوف تؤثر على شكل منحنى العرض النسبي في الشكل رقم 1-5 حيث يعتمد اتجاه حركة رأس المال على السعر النسبي للسلعة X ، فإذا كان p_X/p_Y أقل من OB تكون عوائد رأس المال محلياً أعلى وبالتالي يتم جذب رأس المال من الخارج، كل رأس المال ينتقل إلى البلد المحلي بما أن له القدرة الكافية على الانتقال² وبالتالي يكون العرض النسبي للسلعة X في العالم كما يلي:

$$OC = \frac{(K + K^*)/a_{KX}}{L/a_{LY} - a_{LX} (K + K^*)/a_{KX} a_{LY} + L^*/a_{LY}^*} \dots \dots \dots (14)$$

إن إنتاج السلعة X يتمركز في البلد المحلي وبالتالي على البلد الأجنبي أن يتخصص في إنتاج السلعة Y ، من جهة أخرى إذا كان السعر النسبي كبيراً بما فيه الكفاية فإن اتجاه تدفق رأس المال يكون معكوساً عندما يكون p_X/p_Y أكبر من OB ويتدفق رأس المال إلى البلد الأجنبي، وما دام أن تدفق رأس المال لا يتمتع بالقدرة الكافية فإن جزء من رأس المال يبقى في البلد المحلي³، وبالتالي يكون منحنى العرض النسبي للسلعة X كما يلي:

$$OD = \frac{(K + K^* - a_{KX}^* L^*/a_{LX}^*)/a_{KX} + L^*/a_{LX}^*}{L/a_{LY} - a_{LX} (K + K^* - a_{KX}^* L^*/a_{LX}^*)/a_{KX} a_{LY}} \dots \dots \dots (15)$$

إن البلد الأجنبي يتجه إلى التخصص في إنتاج السلعة Y ، أما البلد المحلي فينتج كلتا السلعتين X و Y .
الشكل رقم 1-5: منحنى العرض النسبي لرأس المال.



المصدر:

Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit., P:131.

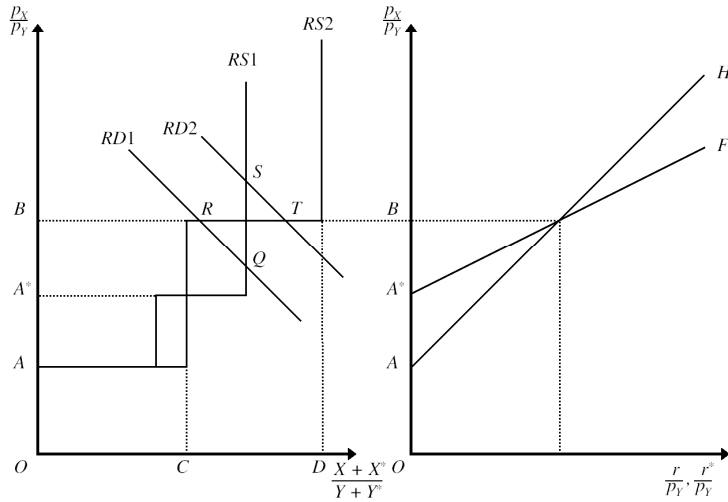
¹ Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit, PP:129-130.

² $K + K^* < K_M$

³ $K + K^* > K_M$

في الحالة الأخيرة عندما يتساوى السعر النسبي p_X/p_Y مع OB يصبح لكلا البلدين نفس عوائد رأس المال وبالتالي يصبح منحنى العرض النسبي أفقياً عند OB مع التخصص غير التام لكلا البلدين في إنتاج إحدى السلعتين، فعندما يكون الناتج النسبي للسلعة X يساوي OC في الشكل رقم 1-5 فكل رأس المال يتوطن في البلد المحلي، أما البلد الأجنبي فينتج السلعة Y فقط وبالتالي يتحرك رأس المال باتجاه الداخل، وما إن يزداد الناتج النسبي للسلعة X يزداد تخصص البلد الأجنبي في إنتاج السلعة X عند النقطة D في الشكل رقم 1-5.

الشكل رقم 1-6: التوازن في حالة حركة رأس المال.



المصدر:

Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit., P:132.

يوضح الشكل رقم 1-6 التوازن في حالة حرية حركة رأس المال، فإذا كان منحنى الطلب النسبي ممثلاً بـ RD_1 فعندما تتبادل الدولتين السلع فقط فإن منحنى العرض موضح بـ RS_1 وسيكون التوازن عند النقطة Q ، عند التوازن تكون عوائد رأس المال في البلد المحلي مرتفعة مقارنة بالبلد الأجنبي وبما أن هناك حرية لحركة رأس المال فإن البلد المحلي يستورد رأس المال من البلد الأجنبي فينتقل منحنى العرض النسبي إلى RS_2 ويصبح التوازن عند النقطة R ، ويتضح أنه بسبب حرية حركة رأس المال تم ارتفاع السعر النسبي للسلعة X الذي أدى إلى ارتفاع عوائد رأس المال في كلا البلدين.

بافتراض أن منحنى الطلب النسبي معطى بـ RD_2 وقبل حرية حركة رأس المال فإن التوازن كان عند النقطة S وبارتفاع عوائد رأس المال في الخارج مقارنة بالبلد المحلي مع قابلية حركة رأس المال فإن البلد الأجنبي يستورد رأس المال من البلد المحلي وينتقل منحنى العرض إلى RS_2 ويكون التوازن عند النقطة T .¹ إضافة إلى ذلك تؤدي حرية حركة رأس المال إلى انخفاض السعر النسبي للسلعة X الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عوائد رأس المال في البلد.²

¹ Morihiro Yomogida, *International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?*, op.cit, PP:130-132.

² تم كذلك الاستعانة في تحليل النموذج على: علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص ص: 249-254.

المطلب الثالث: مفاهيم حول تدفقات رأس المال الأجنبي.

تسجل مختلف المعاملات بين الدول في ميزان مدفوعات الدولة، فحسب كل من (Krugman و Obstfeld سنة 1991، و Rogoff و Obstfeld سنة 1996) هناك نوعان أساسيان من المبادلات الدولية، تتعلق الأولى بحركة السلع والخدمات (تصدير واستيراد) تسجل في الحساب الجاري، وتهتم الثانية بمشتريات ومبيعات مختلف الأصول والثروات وتسجل في حساب رأس المال، فرصيد حساب رأس المال يبين الفرق في صادرات وواردات أصول الدولة، إذ أن الدولة تحصل على مداخيل من خلال تصدير السلع والخدمات وتقوم بمدفوعات من خلال عملية استيراد السلع والخدمات وبالتالي فهي تحصل ثروة من الخارج وتدفع ثروة إلى الخارج وفي حالة توازن حساب رأس المال يكون الفرق مساوياً للصفر.¹

أولاً: مفهوم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: 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

تخضع المبادلات الرأسمالية الدولية لمجموعة من الإجراءات والشروط ويظهر غموض يتعلق ببعض المصطلحات المستخدمة في تعريف حركة رؤوس الأموال الدولية، فالمصطلحات المستخدمة من قبل مختلف المؤسسات الدولية وكذا الكتابات الاقتصادية تقسم حركة رأس المال إلى: "التدفق" والمقصود به أن يكون مشتريات غير المقيمين من الأصول المحلية أقل من مبيعاتهم لهذه الأصول، "التسرب" والمقصود به أن يكون مشتريات المقيمين من الأصول الأجنبية أقل من مبيعاتهم لهذه الأصول، وبالتالي يمكن القول أن التسرب هو عبارة عن تدفق عكسي لرأس المال، والفرق بين التدفق والتسرب ينتج عنه التدفق الصافي.⁴ يضاف إلى ذلك مصطلح "صافي تدفقات رأس المال" والذي يشير إلى أن حركة رؤوس الأموال الداخلة إلى البلد أكبر من حركة رؤوس الأموال الخارجة من البلد، ويكون هناك تدفقاً صافياً لرأس المال إذا كان الفرق موجباً، أما

¹ Bambang Sayaka, *Implications of capital account liberalization on capital flows*, Indonesian center for agricultural socio-economic research and development ministry of agriculture department, 2005, P:01.

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

³ هزاع مفلح: "التمويل الدولي" منشورات جامعة حلب، 2007، ص: 22.

⁴ Philip Turner, *Financial globalisation and emerging market capital flows*, BIS Papers No 44 under title (Financial globalisation and emerging market capital flows), Bank for International Settlements publications, Basel, Switzerland, 2008. P:02.

مصطلح "صافي التحويلات" يشير إلى أن التدفق الصافي لرأس المال أقل من مدفوعات الدولة إلى الخارج، هذه الأخيرة تضم مدفوعات الديون، تحويلات الأرباح، قدرة الدولة على تمويل احتياجات المبادلات التجارية.¹ يعرف البنك الدولي صافي تدفقات رؤوس الأموال على أنها: "صافي التدفقات من القروض التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة واحدة مطروحاً منه التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي والاستثمار في محافظ الأسهم".²

ثانياً: أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: إن أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية يمكن تقسيمها إلى مجموعتين، فحسب هذا التصنيف يقسم "Krugman Paul, Obstfeld Maurice" تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى خمسة (5) أقسام مرتبة من تدفقات المديونية إلى التدفقات الخاصة، فالتمويل بالسندات والتمويل البنكي والتمويل الرسمي هي من أشكال تدفقات المديونية، فالمدن يدفع القيمة الأصلية للقروض مضافاً إليها الفوائد، أما الاستثمارات الأجنبية المباشرة وشراء المحافظ المالية هي من أشكال رؤوس الأموال الخاصة لأن للأحزاب الحق في الحصول على مردودية هذه الاستثمارات والمشاركة في تسييرها.³ يمكن تصنيف رؤوس الأموال الأجنبية من حيث اتجاه رأس المال إلى: رأسمال أحادي الجانب حيث أن البلد المتلقي لهذا النوع من رأس المال لا يترتب عليه أي التزام مالي كالتعويضات والمنح والمساعدات والهبات، أما النوع الثاني فيمثل الاستثمارات الدولية حيث أن البلد المتلقي للاستثمار يكون ملزماً بتسديد الالتزام المالي من خلال تسديد أصل الاستثمار والفوائد المترتبة عنه.

من حيث الجهة المشاركة في حركة رأس المال يمكن التمييز بين رؤوس الأموال الحكومية حيث يكون رأس المال قد ضمن حداً أدنى لمشاركة الحكومة في حركته، أما رؤوس الأموال الخاصة فلا علاقة للحكومة بحركته ويكون من خلال التعاملات بين الخواص.⁴

يمكن التمييز بين رأس المال النقدي ورأس المال العيني حيث أن هذه المقابلة بين نوعي رأس المال المتدفق دولياً إنما تعكس مرحلتين يمر بها هذا التدفق، الأولى هي مرحلة التدفق الآني 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. كذلك يمكن التمييز بين رأس المال الإنتاجي ورأس المال النقدي (التسليفي) حيث أن رأس المال الإنتاجي هو عبارة عن التدفقات الرأسمالية التي تبحث عن فرص استثمارية مواتية كالأستثمارات الأجنبية المباشرة وغير

¹Yilmaz Akyüz, Andrew Cornford, *Capital Flows To Developing Countries And Thereform Of The International Financial System*, United Nations Conference on Trade and Development, Geneva, No. 143, November 1999, P:09.

² أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث حصر التنمية، ص:4.

³ Paul Krugman, Maurice Obstfeld: "*Economie Internationale*", De Boeck Université, 3eme édition, 2001., P:770

⁴ وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، ط1، 2001، ص ص:23-

المباشرة، أما رأس المال النقدي (التسليفي) فيتمثل في القروض الخارجية التي يحصل عليها البلد من المصادر الخارجية.¹

أما من حيث المدة الزمنية يمكن التمييز بين رؤوس الأموال طويلة الأجل ورؤوس الأموال قصيرة الأجل، والمعيار النسبي لهذا التمييز هو أنه إذا تم استثمار رأس المال لمدة لا تتجاوز سنة يعتبر رأس المال قصير الأجل، كذلك يعتبر رأس المال قصير الأجل رأسمال نقدي (سائل) كأصول والتزامات القطاع المصرفي تجاه الخارج، على عكس رؤوس الأموال طويلة الأجل التي تتجاوز مدة استثمارها السنة وتعتبر رؤوس أموال غير نقدية.²

ثالثاً: خصائص تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: تتميز التدفقات الرأسمالية بخصائص معينة حيث أن كل شكل من أشكال التدفقات الرأسمالية يتميز بدرجة معينة من هذه الخصائص والجدول رقم 1-1 يوضح درجة تميز كل شكل من أشكال التدفقات الرأسمالية الأجنبية بهذه الخصائص.

الجدول رقم 1-1: خصائص التدفقات الرأسمالية المختلفة.

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

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

يمكن تحليل الخصائص الموضحة في الجدول فيما يلي:³

- تمييز القروض بتكلفة أكبر مقارنة بالاستثمارات الأجنبية.

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي" دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999، ص ص: 268-269.

² وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 25-27.

³ أحمد طلفاح، "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

- تكون القروض الأجنبية ذات مشروطة خاصة في توجيه هذه القروض والعوائد المتحققة منها.
- تقاسم المخاطر والتي تتمثل في المخاطر التجارية، مخاطر أسعار الفائدة، ومخاطر سعر الصرف.
- يتميز الاستثمار الأجنبي المباشر بمشاركة أكبر للملكية الفكرية الأجنبية مقارنة بالقروض وغيرها من التدفقات الرأسمالية.
- تتميز التدفقات الرأسمالية الخاصة بإمكانية التراجع على عكس التدفقات الرأسمالية الرسمية التي ليس بالإمكان التراجع عنها.
- بالنسبة للتأثير على الاستثمار المحلي التي تتمثل في درجة مساهمة التدفقات الرأسمالية الأجنبية في تفعيل الاستثمار المحلي، وهذا في حالة توجيه القروض إلى القطاعات الاستثمارية وتبني الاستثمارات المشتركة مع الطرف الأجنبي.

رابعا: أسباب الحركة الدولية لرؤوس الأموال الأجنبية: هناك العديد من الأسباب والعوامل تسببها التغيرات الدولية تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال بين الدول، وهذه الأسباب قد تكون ناتجة عن التغيرات الاقتصادية في البلد المحلي وبالتالي تعتبر جاذبة للاستثمار، وقد تكون ناتجة عن التغيرات الاقتصادية في البلد الأجنبي وبالتالي دافعة للاستثمار من البلد المحلي إلى البلد الأجنبي، ومن أهم هذه العوامل والأسباب:

1- الإنتاجية والفقر: في ورقة بحثية أقيمت في اجتماعات الجمعية الاقتصادية الأمريكية سنة 1990، جادل *Robert Lucas* فكرة انتقال رأس المال من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة، واستخلص من نتائج دراسته أن رأس المال لا يتدفق من الدول الغنية إلى الدول الفقيرة بل العكس (وهو ما يسمى بمعضلة لوكا)، وبرر فكرته بأن الدول الغنية تتفوق على الدول الفقيرة في معدلات العائد الحقيقية، إضافة إلى أن الدول الفقيرة خلال الحرب العالمية الثانية كانت عبارة عن مستعمرات للبلدان الغنية وبالتالي فهي تخضع لقوانينها وتشريعاتها، إضافة إلى عمليات التكوين الرأسمالي التي تُفضّل في الدول الغنية أكثر من الدول الفقيرة، وبالتالي انتقال رأس المال من البلدان الفقيرة إلى البلدان الغنية.¹

يرى كل من *Alfaro* و *Kalemli-Ozcan* و *Volosovych* سنة 2008 أن رأس المال ينتقل من البلدان الغنية إلى البلدان الفقيرة (عكس معضلة لوكا)، ففي عينة كبيرة من الدول المتقدمة والدول النامية لوحظ ارتباط سلبي قوي بين رأس المال والنتائج المحلي الإجمالي للفرد خلال العقود الثلاثة الماضية (1970-2008) خاصة الفترة 1970-2000، وتم تفسير هذه النتائج على أساس النوعية المؤسساتية التي تتوفر في البلدان النامية، والتي يتم على أساسها تحقيق إنتاجية كبيرة في المدى البعيد، حيث ينتقل رأس المال إلى الدول ذات الإنتاجية المرتفعة، إضافة إلى ذلك لوحظ أن البلدان الفقيرة تتلقى كل أنواع المساعدات والديون من الدول الغنية وهذا من شأنه أن يدعم فكرة انتقال رأس المال باتجاه الدول النامية، وفي دراسة أخرى لـ *Kraay* و *Dollar* سنة

¹ *Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, Serial Default And The "Paradox" Of Rich To Poor Capital Flows, Working Paper 10296, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, February 2004, P:07.*

2006 لعينة مكونة من 90 دولة (متقدمة ونامية) خلال الفترة 1980-2004 لوحظ أن هناك علاقة عكسية (سلبية) بين الناتج المحلي الفردي ورأس المال وعلاقة طردية (إيجابية) بين النمو الاقتصادي ورأس المال.¹ كما 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.²

2- جاذبية الاستثمار: بمقارنة الدول المتقدمة بالدول النامية يلاحظ أن الدول النامية تتميز بتكاليف أولية للاستثمار أعلى من الدول المتقدمة، إضافة إلى ضعف المؤسسات والأسواق المالية وارتفاع المخاطر السيادية وانخفاض كفاءة ومهارة العمال وكثرة العراقيل، وهذه العوامل لا تشجع الاستثمار في هذه الدول³، إضافة إلى ارتفاع درجة التقدم التكنولوجي، وذلك للدور الذي تلعبه شبكات الاتصال ونقل المعلومات التي يتيحها التقدم التقني الهائل الذي نشهده اليوم في ربط الأسواق المالية.⁴

3- المضاربة والتنويع: عند توقع تغيرات في القيمة الدولية للعملة الوطنية لأحد البلدان لأسباب اقتصادية وغير اقتصادية مباشرة، يقوم المضاربون بتحويل أموالهم لعملة البلد التي يتوقعون ارتفاع قيمتها.⁵ كما يعتبر التنويع أحد أهم المحددات التي تقود المستثمرين إلى توزيع رؤوس أموالهم في دول مختلفة وفي قطاعات وأصول مختلفة، حيث الرغبة في الأمان، التحوط والمشاركة في المخاطر تؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال، فتوفر هذه المحددات في الدول المتقدمة بالإضافة إلى كفاءة أسواقها المالية يؤدي إلى تدفق رأس المال باتجاهها رغم وجود محددات أكثر أهمية تتوفر في الدول النامية.⁶

4- برامج الاستقرار: على عكس دول جنوب شرق آسيا فإن دول أمريكا اللاتينية تميزت بمعدلات مرتفعة للتضخم، والتوجه إلى تحرير الاقتصاد مع ضرورة التدخل بأكثر شدة باستخدام أدوات السياستين النقدية والمالية، وعلى هذا الأساس اتخذت العديد من الدول مجموعة من برامج الاستقرار خاصة مع نهاية عقد الثمانينات وبداية عقد التسعينات من القرن العشرين، الهدف منها التخفيض من معدلات التضخم بهدف زيادة ثقة المستثمرين الأجانب، حيث ركزت برامج الاستقرار هذه على عنصرين هما: سعر الصرف والنقود:⁷ يوضح الجدول رقم 1-2 مجموعة من برامج الاستقرار المطبقة من طرف دول أمريكا اللاتينية والتي ركزت على استقرار سعر الصرف كقناة للتحكم في معدلات التضخم.

¹ Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, Vadym Volosovych, *Sovereigns, Upstream Capital Flows And Global Imbalances*, Working Paper 17396, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, September 2011, P:33.

² فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص:156.

³ Uri Dadush, Bennett Stancil, *Should Capital Flow to Poor Countries?*, Policy Outlook, July 2011, PP:09-11.

⁴ عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص:165.

⁵ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مجلة المصري، العدد 35، مارس 2005، ص:2.

⁶ Uri Dadush, Bennett Stancil, *Should Capital Flow to Poor Countries?*, op.cit, P:11.

⁷ Asma FATTOUM, *Monnaie, Finance et Economie Internationale*, Thèse de doctorat en sciences économiques, spécialité microéconomie appliqué, Université Luis Lumière Lyon2, France, Janvier 2005, P:82

الجدول رقم 1-2: برامج الاستقرار المركزة على سعر الصرف

الأساس النقدي		معدل التضخم ¹		نظام الصرف				تاريخ بداية ونهاية البرنامج	البرنامج
قيمة النقود	الاحتياطات	نهاية البرنامج	بداية البرنامج ²	صندوق الإصدار	ضمن هامش	ثابت	الربط الزاحف		
في فيفري 1983 تم تخفيض قيمة العملة بـ 55%	ضباغ (فقدان) حوالي 65% من الاحتياطات	3.7%	52.1%	-	-	-	فيفري 1978 - جوان 1979	فيفري 1978 - جوان 1982 ³	Tablita الشيلي
في أبريل 1982 تم تخفيض قيمة العملة بـ 410%	انخفضت بـ 71%	81.6%	169.9%	-	-	-	ديسمبر 1978 - فيفري 1981	ديسمبر 1978 - فيفري 1981	Tablita الأرجنتين
معدل التضخم ارتفع بأكثر من 10% في الشهر الواحد	في سبتمبر 1987 انخفضت بـ 58%	76.2%	1128.9%	-	-	جوان 198 - مارس 1986	مارس 1986 - سبتمبر 1986 ⁴	جوان 1985 - سبتمبر 1986 ⁴	Austral الأرجنتين
معدل التضخم الشهري في ديسمبر 1987 وصل إلى 21%	في مارس 1987 انخفضت بـ 75%	76.2%	286%	-	-	فيفري 1986 - نوفمبر 1986	فيفري 1986 - نوفمبر 1986	فيفري 1986 - نوفمبر 1986	Cruzado البرازيل
انخفاض البيزو بـ 100% في أربعة أشهر بداية من ديسمبر 1994	بين فيفري 1994 وجانفي 1995 انخفضت بـ 85%	9.7%	159%	-	نوفمبر 1991 - ديسمبر 1994	ديسمبر 1987 - ديسمبر 1988 ⁶	ديسمبر 1988 - نوفمبر 1991 ⁵	ديسمبر 1987 - ديسمبر 1994 ⁵	المكسيك 1987
-	انخفضت بـ 52% بين ماي 1994 ومارس 1995	0.3%	297%	بداية من أبريل 1991 مع تعادل بالدولار الأمريكي				أفريل 1991 - ماي 1996 ⁷	Convertibilité الأرجنتين

المصدر:

Asma FATTOUM, *Monnaie, Finance et Economie Internationale*, thèse de doctorat en sciences économiques spécialité microéconomie appliqué, université luis lumière lyon2, France, janvier 2005, PP:84-85.

من خلال قراءة الجدول يمكن استخلاص النتائج التالية:

- الانخفاض السريع لمعدل التضخم يفسر فعالية التحكم في مستويات الأسعار.

¹ معدل التضخم خلال 12 شهر بالنسبة المثوية.

² معدل التضخم خلال 12 شهر بالنسبة المثوية وبرنامج الاستقرار قيد التطبيق.

³ البرنامج تم إنشاؤه في ماي 1982.

⁴ البرنامج تم إنشاؤه في جوان 1986.

⁵ البرنامج تم إنشاؤه في سبتمبر 1994.

⁶ تم تثبيت سعر الصرف ثم إتباعه بمجموعة من التعديلات لتقييمه بصفة واقعية خلال الفترة ديسمبر 1987 - فيفري 1988.

⁷ البرنامج تم إنشاؤه في ماي 1996.

- الانخفاض الحقيقي في قيمة العملة المحلية.

إضافة إلى البرامج التي ركزت على سعر الصرف كأداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، ركزت برامج أخرى على التحكم في معدل التضخم من خلال استهداف المجمعات النقدية كأساس لاستقرار معدل التضخم، فالدول التي تتميز بمعدلات تضخم مرتفعة في أغلب فتراتها عرفت تطبيق برامج الاستقرار المركزة على المجمعات النقدية أكثر من توجهها إلى برامج الاستقرار المركزة على سعر الصرف والجدول رقم 1-3 يوضح بعض برامج الاستقرار التي ركزت على المجمعات النقدية في بعض دول أمريكا اللاتينية.

الجدول رقم 1-3: برامج الاستقرار المركزة على المجمعات النقدية

البرنامج	تاريخ بداية ونهاية البرنامج	السياسة النقدية	سعر الصرف	معدل التضخم قبل بداية البرنامج	معدل التضخم عند نهاية البرنامج
الشييلي 1975	أفريل 1975-ديسمبر 1977	التحكم في المجمعات النقدية	تعديل سعر الصرف على أساس معدل التضخم في السنة الماضية	394.3%	63.4%
ONEX الأرجنتين	ديسمبر 1989-فيفري 1991	-	نظام صرف معوم	4923.3%	287.3%
COLLOR البرازيل	مارس 1990-جانفي 1991	تعديلات على السياسة النقدية	التأثير على سعر الصرف غير فعال	5747.3%	1119.5%

المصدر:

Asma FATTOUM, Monnaie, Finance et Economie Internationale, op.cit, P:89.

5- الادخارات العالية والأرباح المتوقعة: تعتبر معدلات الادخار من بين أهم المحددات المحفزة للاستثمار وتدفق رأس المال إلى داخل الدولة، حيث أن معدلات الادخار في الدول النامية أعلى من الدول المتقدمة وهذا بالنظر إلى السلوك الاستهلاكي للدول المتقدمة، حيث توفر هذه الأخيرة 20% من الناتج المحلي الإجمالي كادخار خلال الفترة 2000-2007 بينما توفر الدول النامية نسبة 28% من الناتج المحلي الإجمالي كادخار خلال نفس الفترة، وتتجاوز النسبة في بعض الدول وخاصة الآسيوية منها، فهذه المدخرات تشير ضمناً إلى توفر فرص الاستثمار في الدولة، ففي الصين مثلاً تمثل المدخرات حوالي 45% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2000-2007 وبالتالي تعتبر الصين من بين أهم الدول المستورة لرأس المال، من جهة أخرى تمثل الادخارات في الولايات المتحدة الأمريكية 14% من الناتج المحلي الإجمالي في حين متطلبات الاستثمار المحلي تمثل من 20% إلى 21% فنسب الادخار العالية تشجع على الاستثمار وبالتالي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدولة.¹

6- سعر الفائدة الدولي: إن حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الدولية والركود الاقتصادي في العالم الخارجي يصاحبه انخفاض في فرص الربح، حيث أكدت الدراسة التي أجراها كل من "Reinhardt, Guillermo" 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، إضافة إلى ذلك قام "Fernandez Arias" بتحليل أسباب

¹ Uri Dadush, Bennett Stancil, Should Capital Flow to Poor Countries?, op.cit, P:11.

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، كما كانت نتائج دراسة "Jeffry Frankel, Andrew Rose" 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

7- النشاط الاقتصادي الدولي: تتمثل هذه العوامل أساساً في سياسات الإصلاح التي تقوم بها الدول وشتى أساليب التحرير والانفتاح الاقتصادي ومن أهم هذه العوامل:²

- 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.

8- 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.

9- علاوة مخاطر العملة والجمود المؤسسي: 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.

¹ شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 35-36.

² باري إيشينجرين، مايكل موسى: "صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998، ص 16-17.

يظهر الجمود المؤسسي من خلال مطالبة بعض الدول بنوكها التجارية باستثمار بعض أموالها في الاقتصاد المحلي،¹ من خلال انتهاج سياسات تؤدي إلى زيادة معدل العائد على الاستثمار المحلي (الخصومات الضريبية، مبادلة الديون بأصول رأسمالية وغيرها...)².

المطلب الرابع: آثار تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية.

يعتبر تحرير حساب رأس المال قراراً من حكومات الدول للانتقال من نظام تقييد حركة رؤوس الأموال أين تكون رؤوس الأموال غير قادرة على الحركة دخولا وخروجاً إلى نظام حرية حركة رؤوس الأموال، وهناك وجهات نظر مختلفة حول فعالية تحرير تدفقات رؤوس الأموال خاصة في الدول النامية.

وجهة النظر الأولى تركز على النموذج النيوكلاسيكي المبتكر من طرف الاقتصادي Solow سنة 1956 حيث أن تحرير حساب رأس المال يؤدي إلى كفاءة التخصيص الدولي لمصادر التمويل، من خلال تدفقات رؤوس الأموال من الدول المتقدمة ذات الفائض في رأس المال إلى الدول النامية ذات العجز في رأس المال. فحسب كل من Fischer سنتي 1998 و Obstfeld سنة 1998، Rogoff سنة 1999، Summers سنة 2000 يؤدي تدفق رأس المال إلى الدول النامية إلى انخفاض تكلفته مما يؤدي إلى الزيادة في الاستثمار والنمو اللذان يرفعان مستويات المعيشة.

إن وجهة النظر المعاكسة من طرف Dani Rodrik في مقالته سنة 1998 بعنوان "من يحتاج إلى قابلية حساب رأس المال للتحويل"، استنتج من خلالها أن منافع تحرير حساب رأس المال في الدول النامية غير واضحة في حين تكاليف التحرير تتضح بشكل جلي على اقتصاديات الدول.³

أولاً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والنمو: في 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.⁴

وفي دراسة لـ Eichengreen سنة 2001 استنتج إلى أن هناك تأثيراً لتحرير حساب رأس المال على النمو، ومراجعة مجموعة من الدراسات (Sløk, Ricci, Klein, Edison سنة 2004) خلصت إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لتحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي، وفي مسحهم الشامل للبحث في مجال العولمة

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

² شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 35.

³ Peter Blair Henry, *Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation*, Journal of Economic Literature, Vol. XLV, December 2007, PP:1-2.

⁴ إسوار براساد، راغورام راجان، أرفيند سوبرامانيان: "مفارقة رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007، ص: 17.

المالية (Kose ،Wei ،Rogoff ،Prasad سنة 2003 إضافة إلى Edison وآخرين سنة 2004) استخلصوا من خلالها أن هناك علاقة إيجابية قوية بين التكامل المالي الدولي والنمو الاقتصادي.¹

الجدول رقم 1-4 يعرض مجموعة من الدراسات التطبيقية لاختبار مدى وطبيعة تأثير تحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي في الدول قيد الدراسة.

الجدول رقم 1-4: عرض لبعض الدراسات حول تأثير تحرير حساب رأس المال على النمو.

الدراسة	الدول	مقاييس التحرير	المتغير التابع وطريقة التقدير	الأثر على النمو الاقتصادي
Quinn 1997	58	ΔQuinn بين 1988 و 1958	نمو الدخل الفردي بين 1960-1989، بيانات مقطعية، طريقة المربعات الصغرى	- معنوية Quinn في رفع نمو الدخل الفردي
Klein & Olivei 2000	67	حصة التدفقات	نمو الدخل الفردي بين 1976-1995، التغير في العمق المالي بدلالة حصة التدفقات، نمو الدخل الفردي بدلالة العمق المالي.	- التأثير الكبير لحصة التدفقات على العمق المالي. - التأثير الكبير للعمق المالي على النمو الاقتصادي.
Edwards 2001	62-55	ΔQuinn في 1988 بين ΔQuinn 1988-1973	نمو الدخل الفردي 1980-1989	- معنوية مستوى Quinn في رفع النمو الاقتصادي. - عند الناتج المحلي المنخفض، يؤدي الانفتاح إلى انخفاض النمو الاقتصادي
Arteta, Eichengreen. & Wyplosz, 2001	59-51	Quinn في بداية الفترة أو Quinn في نهاية الفترة	نمو الدخل الفردي 1973-1981، 1987-1982، 1988-1992 طريقة المربعات الصغرى	- معنوية Quinn في التأثير على النمو الاقتصادي.
Bekaert, Harvey & Lundblad 2001	30 دولة ناشئة	التواريخ الرسمية لتحرير الأسواق المالية	معدلات نمو الدخل الفردي 1981-1997	- يساهم تحرير الأسواق المالية في التأثير على نمو الدخل خاصة بعد الفترة القصيرة التي تلي التحرير
O'Donnell 2001	94	حصة التدفقات أو حجم التدفقات	معدلات نمو الدخل الفردي 1971-1994	- لا تأثير لحصة التدفقات ولا المزج بين حصة التدفقات والعمق المالي، التأثير الموقت لحجم التدفقات
Chanda 2001	57 دولة غير منظمة إلى OECD	حصة التدفقات	معدلات نمو الدخل الفردي 1975-1995	- معنوية حصة التدفقات في زيادة النمو في الدول المختلفة عرقياً، وانخفاضه في الدول المتجانسة عرقياً
Grilli & Milesi-Ferretti 1995	61	حصة التدفقات	معدلات نمو الدخل الفردي 1971-1994	- عدم معنوية تأثير حصة التدفقات على نمو الدخل الفردي
Rodrik 1998	حوالي 100	حصة التدفقات	معدلات نمو الدخل الفردي 1975-1995 طريقة المربعات الصغرى	- عدم معنوية تأثير حصة التدفقات على نمو الدخل الفردي
Kraay 1998	117، 94، 64	حصة التدفقات، حجم التدفقات، Quinn	معدلات نمو الدخل الفردي 1975-1995 طريقة المربعات الصغرى، 64 (حصة التدفقات)، 94 (حصة التدفقات)، 117 (Quinn)	- لا يوجد تأثير لكل من حصة التدفقات أو Quinn على النمو، معامل حجم التدفقات معنوي وموجب.

المصدر:

Hali J. Edison, Michael W. Klein, Luca Ricci, Torsten Sloek, *Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis*, Working Paper 9100, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, August 2002, P:35.

¹ Peter Blair Henry, *Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation*, op.cit, P:2.

ثانياً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، الاستهلاك، الادخار والاستثمار: يتم تمهيد الاستهلاك من قبل المستهلكين من خلال تخطيط استهلاكهم لأكثر من فترة وتمكّنهم من توزيع الموارد بين الفترات، إضافة إلى الاقتراض وقت الشدة والإقراض وقت الرفاه، فضلاً عن الدور الذي تلعبه الأسواق المالية وتدفقاتها على استهلاك الأفراد ورفاهيتهم.

تمثل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عاملاً مهماً للادخار 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

كما يُمكن التحرير من اتخاذ القرارات المناسبة من طرف المقيمين في الدولة من خلال زيادة فرصهم في اتخاذ قرارات الاستثمار والاستهلاك استناداً إلى أسعار الفائدة العالمية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية، إضافة إلى تحسين مستويات الادخار والاستثمار، كما يسمح بالحفاظ على القيمة الحقيقية لأصولهم المالية من خلال اللجوء إلى الأسواق العالمية لتنويع المحافظ.²

يُمكن التحرير من حرية الخواص في استثمار أموالهم في أي مكان، حيث أن تقييد رأس المال يمنعهم من تنويع محافظهم الاستثمارية، بالمقابل يوفر التحرير سهولة تخفيض مخاطر الاستثمار.³

ثالثاً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والتضخم: إن القناة الأساسية التي يؤثر من خلالها تحرير حساب رأس المال على التضخم تتم من خلال تأثيره على الطلب على النقود، كما ترفع عملية التحرير من ثقة المستثمرين من جهة وسهولة تبادل العملات من جهة أخرى.

وفي دراسة لـ *Grilli* وآخرون سنة 1991 توصل من خلالها إلى أن الدول ذات بنوك مركزية أقل استقلالية تلجأ إلى استخدام أدوات للتحكم في رأس المال، إضافة إلى وجود تأثير سلبي لاستقلالية البنك المركزي والتضخم، واستنتج إلى أن التحكم في تدفقات رأس المال يؤدي إلى مستويات أعلى للتضخم.

وفي دراسة أخرى لكل من *Milesi-Ferretti* و *Grilli* سنة 1995 استهدفت 61 دولة نامية ومتقدمة خلصت إلى أن القيود على حساب رأس المال لها ارتباط مع معدل التضخم المرتفع ومعدلات فائدة حقيقية منخفضة، كما خلص *Yuen* و *Razin* سنة 1995 من خلال دراستهما إلى أن منحني "Phillips" يكون أكثر انحداراً في حالة تقييد رأس المال بسبب انخفاض مرونة الطلب على النقود وغياب تأثير سعر الصرف الحقيقي، وبالتالي يصبح على صانعي السياسة الاقتصادية في الدول المنغلقة ضرورة اللجوء إلى الصدمات التضخمية الأعلى للتقليص من حدة البطالة.

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص 26-27.

² *Narendra Jadhav, Capital Account Liberalization: The Indian Experience, Department of Economic Analysis and Policy Reserve Bank of India, P:6.*

³ *Christopher L. Gilbert, Gregor Irwin, David Vines, International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries, paper has been prepared for an ODI Seminar, "Capital Account Liberalisation: The Developing Country Perspective", Overseas Development Institute, London, 21st June 2000, P:3.*

وفي دراسة لـ *McLeod, Gruben* سنة 2002 استخدم من خلالها بيانات مقطعية لتقدير العلاقة بين انفتاح حساب رأس المال والتضخم واستنتج أن تحرير رأس المال يؤدي إلى تخفيض معدلات التضخم، ونفس النتيجة توصل إليها كل من *Wei و Tytell* سنة 2004.¹

رابعاً: أثر التخصيص والسلوك الاقتصادي الكلي: من خلال تحقيق كفاءة عالية في استخدام رأس المال الدولي حسب *Cooper* سنة 1998، إضافة إلى أن تحرير حساب رأس المال يخفض من الفروق في أسعار الفائدة بين الدول وبذلك تنخفض تكلفة رأس المال بين الدول وبالتالي يصبح الاستثمار أكثر كفاءة، وهي نفس النتائج المتوصل إليها من خلال تحرير التجارة الدولية.

كما يؤدي التحرير إلى عملية التوفيق بين أسواق رأس المال والسياسات الاقتصادية الكلية الملائمة حسب *Dornbusch* سنة 1998، لأن الأسواق المالية تفرض إمكانية تدفق رأس المال في المستقبل سواء إلى الخارج أو إلى الداخل حيث تعمل السياسات الاقتصادية على تلافي الآثار السلبية لهذه التدفقات.²

خامساً: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، الاحتياطات، الحساب الجاري: ترتبط تدفقات رؤوس الأموال الداخلة بتراكم احتياطات البنك المركزي وزيادة العجز في الحساب الجاري، بينما تدفقات رؤوس الأموال الخارجة تتوافق مع انخفاض أو خسارة الاحتياطات مع الفائض في الحساب الجاري، وفي هذه الحالة تقع المهمة على السياسة الاقتصادية الكلية لاتخاذ القرار حول طبيعة التعديل أين يلعب نظام الصرف دوراً أساسياً في عملية التعديل.

في ظل نظام الصرف الثابت يتطلب سوق الصرف ضرورة تدخل السلطات النقدية للحفاظ على قيمة العملة من الصدمات على حساب رأس المال، وبالتالي تتراكم الاحتياطات في مرحلة مبكرة من حدوث تدفقات رأس المال إلى الداخل في ظل احتمال زيادة العجز في الحساب الجاري.

في الحالة المعاكسة وفي ظل نظام صرف مرن حيث لا يمكن للسلطات النقدية التدخل في سوق الصرف، بحيث أن أي صدمة لتدفقات رؤوس الأموال سوف تؤدي إلى تغير الاحتياطات من جهة والتغير في رصيد الحساب الجاري من جهة أخرى، فإذا اتخذت السلطات قراراً بعدم التدخل باستخدام الاحتياطات، فإن التدفقات المرتفعة لرأس المال سيكون لها آثاراً خاصة في المدى القصيرة، حيث أن تدفقات رأس المال سوف تؤدي إلى زيادة تراكم الاحتياطات وبالتالي زيادة مستوى السيولة المحلية، هذه الأخيرة سوف تؤدي بأسعار الفائدة إلى الانخفاض والتوسع في القروض البنكية، وبمرور الوقت سيؤدي ذلك إلى ازدهار الناتج من خلال

¹ *Abhijit Sen Gupta, Does Capital Account Openness Lower Inflation?, Working Paper No. 191, Indian Council For Research On International Economic Relations, January 2007, P:3.*

² *Christopher L. Gilbert, Gregor Irwin, David Vines, International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries, paper has been prepared for an ODI Seminar, "Capital Account Liberalisation: The Developing Country Perspective", Overseas Development Institute, London, 21st June 2000, P:3.*

الزيادة في الاستهلاك والاستثمار المحليين والذي يُعدّل الحساب الجاري من جديد (تخفيض العجز أو زيادة الفائض)، مما يؤدي إلى انخفاض تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

في سنة 1990 جاءت تراكمات احتياطات الصرف التي كانت قليلة نسبياً مرتبطة بصافي تدفقات رؤوس الأموال وبالتالي لم يكن هناك تأثيرٌ على رصيد الحساب الجاري، في السنوات الموالية انخفضت نسبة الاحتياطات إلى تدفقات رؤوس الأموال إلى 50% سنة 1991، 40% سنة 1992، وإلى حوالي 30% سنة 1993، والنتيجة من ذلك أن تدفقات رأس المال جاءت مصحوبة بزيادة العجز في الحساب الجاري، وفي سنة 1994 انخفضت الاحتياطات بالرغم من استمرار رؤوس الأموال في التدفق، هذا الانخفاض الحاد في التدفقات كان سببه المشاكل الاقتصادية في مجموعة من الدول كالمكسيك، فزويلا، فبينما كانت نسبة الاحتياطات إلى تدفقات رؤوس الأموال في الدولتين تمثل 75% خلال الفترة 1991-1992 انخفضت إلى 40% خلال الفترة 1993-1994.¹

الجدول رقم 1-5: الآثار الفعلية لتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في عينة من الدول النامية.

الدولة	كفاءة تخصيص الاستثمار	التنمية المالية	التأثير على سعر الفائدة	الأزمات المالية	الوضع النقدي
هونغ كونغ	-	نمو الكتلة النقدية M_3 بنسبة 27% سنوياً كمتوسط بين 1981 و1986.	-	بين سنتي 1982 و1986 فشل تسعة (9) مؤسسات إيداع وفشل تجربة ثمانية (8) بنوك	وضع مجلس العملة منذ 1982
إندونيسيا	- تخفيف الشروط الاقتصادية على الودائع. - نمو الاستثمار الخاص نسبة إلى الاستثمار العمومي بين 1985-1989 - كفاءة استخدام القروض بالشركات الكبرى بعد التحرير. - الفشل المالي للشركات الصغرى بعد الإصلاحات.	نمو النسبة M_3/GDP من 16% سنة 1983 إلى 39% سنة 1993.	بعد سنة 1983، معدلات فائدة سالبة، تثبيت معدلات الفائدة في البنوك العمومية بعد المعدلات في البنوك الخاصة حتى سنة 1990.	صافي القروض العمومية تمثل 25% من إجمالي القروض سنة 1993 وانخفاضها إلى 12% سنة 1995.	- أزلت الإصلاحات أدوات السيطرة على اعتمادات البنك المركزي بدون طرح بدائل آنية. - التركيز على عمليات السوق المفتوحة ارتفع سنة 1990.
ماليزيا	-	نمو النسبة M_2/GDP من 42% سنة 1979 إلى 85% سنة 1995.	إيجابية معدل الفائدة الحقيقي منذ 1974، ارتفاع معدل الفائدة خلال الفترة 1985-1986.	الأزمة خلال الفترة 1985-1988، تقدير صافي القروض العمومية بـ 30% من إجمالي القروض سنة 1988.	تحسن كبير في سوق السندات الحكومية بعد التحرير سنة 1986.

¹ Michael Gavin, Ricardo Hausmann, Leonardo Leiderman, *The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues*, Working Paper 310, Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist, Washington, October 1995, PP:8-9.

الجدول رقم 1-5: (تابع)

تحسن كبير بالتوافق مع تحرير العمليات في السوق الثانوي.	-	تحديد معدل الفائدة على أساس معدل الفائدة الدولي سنة 1970.	نمو النسبة M_2/GDP بسرعة خلال الفترة 1978-1995 من 58% إلى 83%.	-	سغا فورة
-	ظهور الاحتمال لعدة مرات في مؤسسات الإيداع سنة 1995.	إداعات البنوك ومعدلات الاقتراض ارتفعت سنة 1989، وانخفاض معدلات الاقتراض خلال الفترة 1991-1992.	ارتفاع النسبة M_2/GDP إلى 230% بداية 1985.	-	تاوان
آليات غير مباشرة للسياسة النقدية بداية من سنة 1975.	الأزمة 1981-1987	ارتفاع معدلات الفائدة على القروض بمدة سنة 1975، كما أن معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع موجبة بعد سنة 1977.	نمو النسبة M_2/GDP من 9% سنة 1974 إلى 34% سنوات التسعينات.	-	الشيبي
-	15% من القروض غير مؤداة خلال الفترة 1985-1996، إضافة إلى إفلاس البنوك المحلية.	-	بقاء النسبة M_2/GDP في حدود 17% و 20% بين 1980 و 1995.	-	كرومينا
-	ارتفاع مستوى صافي القروض العمومية خلال الفترة 1983-1990، وإفلاس أهم بنكين في الدولة خلال نفس الفترة.	-	تضاعف النسبة M_2/GDP منذ 1991، وصلت إلى 22% سنة 1996.	-	البيتر

المصدر:

John Williamson, Molly Mahar, *A Survey of financial liberalization, essays in international finance, N 211, November 1998, PP:40-43.*

إن دراسة الآثار الاقتصادية لتحرير تدفقات رؤوس الأموال قد تختلف نتائجها الواقعية في مجموعة من الدول النامية عن النتائج المتوقعة من خلال الطرح النظري الاقتصادي ومن خلال استعراض تجربة مجموعة من الدول في الجدول رقم 1-5 أظهرت النتائج آثاراً إيجابية في بعض الحالات وآثاراً سلبية في حالات أخرى وتم استخدام خمسة (5) معايير لاستقصاء طبيعة التأثير، كفاءة تخصيص الاستثمار، التنمية المالية، التأثير على سعر الفائدة، الأزمات المالية، الوضع النقدي.

المبحث الثاني: عناصر وآليات إدارة تدفقات رؤوس الأموال 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، فتركيز الدول ليس على مصدر التمويل ونوعه بل في الكيفية التي يتم على أساسها تخصيصه واستخدامه، فاستراتيجيات الاستقطاب والتخصيص الأمثل هي التي تؤدي إلى مقدرة الدولة على سداد أعباء هذا التمويل، فهناك من الدول ما يركز على التدفقات الخاصة بينما تركز دولاً أخرى على تدفقات المديونية، فالتمويل الخارجي يصبح تويلاً سهلاً مهماً بلغت الأعباء والالتزامات الخارجية التي تترتب عنه إذا ما تم تخصيصه في إنتاج السلع القابلة للتصدير واستخدامه بكفاءة عالية.

المطلب الأول: الاستثمارات الأجنبية وتحويلات المهاجرين.

يشكل كل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر مصدرين هامين من مصادر التمويل، غير أنهما يختلفان في حجم التدفق نظراً لاختلاف خصائص كل منهما، كما تعتبر تحويلات المهاجرين من بين أهم تدفقات رؤوس الأموال بين الدول في الزمن الحديث نظراً للحرية الكبيرة التي شهدتها تنقلات الأشخاص بين الدول والتي ينجم عنها حركة الأموال من بلد الاستقبال إلى البلد الأصلي.

أولاً: الاستثمار الأجنبي المباشر: يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر الاستثمار الدولي الأكثر تدفقاً، نظراً للخصائص والأهداف ودرجة المخاطر التي لا تتوفر في الاستثمار الأجنبي غير المباشر والتي سيتم تحليلها من خلال العناصر الآتية:

1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر: يُعرّف الاستثمار الأجنبي دولياً وفقاً للدليل إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات الصادر عن صندوق النقد الدولي منذ سنة 1993، على أنه ذلك النوع من الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم (المستثمر المباشر) في اقتصاد ما على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة (مؤسسة الاستثمار المباشر) في اقتصاد آخر، وتنطوي المصلحة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، إضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة.¹

يُعرّف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه حصة ثابتة للمستثمر المقيم في اقتصاد ما في مشروع مُقام في اقتصاد آخر، ووفقاً للمعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي يكون الاستثمار مباشراً حين يمتلك المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من أسهم رأس مال إحدى المؤسسات ومن عدد الأصوات فيها، بحيث تكون هذه الحصة كافية لإعطاء المستثمر رأياً في إدارة المؤسسة.²

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار واتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار، الكويت، 2012-2013، ص: 20.

² أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية ومصر)"، الدار الجامعية، 2004-2005، ص: 19.

ومن الناحية الإحصائية، تشمل معاملات رأسمال الاستثمار الأجنبي المباشر تلك المعاملات التي تؤدي إلى إنشاء (رقم إيجابي للتدفقات) أو إلغاء (رقم سلبى للتدفقات) استثمارات، والمعاملات التي تؤدي إلى الحفاظ على استثمارية الاستثمارات أو إلى توسيع نطاقها أو تصفيتها، ففي حالة قيام طرف غير مقيم ليس له حقوق ملكية سابقة في مؤسسة مقيمة قائمة بشراء نسبة 10% فأكثر من ملكية المؤسسة أو القوة التصويتية بها، فإن القيمة السوقية لحيازات حقوق الملكية المشتراة علاوة على أي رأسمال إضافي مستثمر تسجل استثماراً مباشراً.¹

2- مؤسسات الاستثمار الأجنبي المباشر: تعرف مؤسسة الاستثمار المباشر بأنها مؤسسة مساهمة أو غير مساهمة يملك فيها المستثمر المباشر المقيم في اقتصاد آخر نسبة 10% أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية (في حالة المؤسسة المساهمة) أو ما يعادل ذلك (في حالة المؤسسة غير المساهمة) وتشمل مؤسسات الاستثمار ثلاثة أنواع هي:

يتمثل النوع الأول في المؤسسات التابعة أو المنتسبة، حيث يمتلك المستثمر غير المقيم أكثر من 50% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية، ويحتفظ بحق تشكيل أو تغيير أعضاء مجلس إدارة مؤسسة الاستثمار الأجنبي المباشر.

يتمثل النوع الثاني المؤسسات الزميلة، حيث يمتلك المستثمر غير المقيم أكثر من 10% إلى 50% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية لمؤسسة الاستثمار المباشر.

بالنسبة للفروع التي تمثل النوع الثالث فهي مؤسسات غير مساهمة مملوكة بالكامل أو بالشراكة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من طرف ثالث غير مقيم.²

3- أوجه الاختلاف بين الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر: يشكل كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر مصدرين هامين من مصادر التمويل، غير أنهما يختلفان في حجم التدفق نظراً لاختلاف خصائص كل منهما، والجدول رقم 1-4 يوضح أوجه الاختلاف بين شكلي الاستثمار الأجنبي.

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

² المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2009، ص: 54.

الجدول رقم 1-6: 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 تحويلًا دوليًا لرأس المال .	♦ يتضمن تحويلًا دوليًا 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- الأهداف الأساسية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر: تتعدد الكتابات حول أهداف جذب

الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك حسب متطلبات الدولة وحاجياتها ودافعها على جذب الاستثمار، ويمكن

حصر بعض الأهداف والمبررات التي تستخدمها الدول للمنافسة على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر:¹

- القيام بدور بارز في عملية التنمية واستدامتها عبر تمويل المشاريع الاستثمارية وتوفير فرص العمل.
- يمثل قوة دفع للاقتصاد المحلي من أجل تحسين قدرته على النمو وعلى التفاعل مع الاقتصاد العالمي والمشاركة بكفاءة في العملية الإنتاجية الدولية.

- يعتبر من أهم الدعائم لحركة واستدامة الاندماج والتكامل والتبادل التجاري بين دول العالم.
- يساهم بشكل مباشر في نقل التقنية المتقدمة والمهارات الفنية وأساليب الإدارة الحديثة، وتطوير البنية التحتية والنفوذ إلى شبكات التسويق الدولية.

- يعوض نقص الموارد المالية المحلية وضعف الادخار ويساهم في سد الاحتياجات من العملة الأجنبية وسد العجز في ميزان المدفوعات.

5- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر: ينطوي الاستثمار الأجنبي المباشر على التملك الجزئي أو المطلق

للطرف الأجنبي لمشروع الاستثمار سواء كان مشروعاً للتسويق أو البيع أو التصنيع أو الإنتاج أو أي نوع آخر

من النشاط الإنتاجي أو الخدمي، ويأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر الأشكال التالية:²

- أ- **الاستثمار المشترك:** يرى *Kolde* أن الاستثمار المشترك هو أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه أو يشارك فيه طرفان (شخصان معنويان) أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال بل تمتد أيضاً إلى الإدارة والخبرة وبراءات الاختراع والعلامات التجارية.

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، "ضمان الاستثمار" تطلق مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار، لقياس جاذبية دول المنطقة والعالم للاستثمار، السنة 31، العدد الفصلي الأول (يناير-مارس) 2013، ص: 08.

² عبد السلام أبو قحف، أساسيات إدارة الأعمال الدولية، الأصول العلمية والأدلة التطبيقية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط 2، 2003، ص: 306-316.

هو اتفاق طويل الأجل بين طرفين استثماريين أحدهما وطني (قد يكون شخصية معنوية تابعة للقطاع العام أو الخاص) والآخر أجنبي لممارسة نشاط إنتاجي داخل دولة الطرف المضيف من خلال شراء حصة في شركة وطنية قائمة يؤدي إلى تحويل هذه الشركة إلى شركة استثمار مشترك، بحيث أنه ليس من الضروري أن يقدم الطرفان حصة في رأس المال، أي بإمكانهما تقديم الخبرة أو العمل أو التكنولوجيا.

ب- الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر الأجنبي: تمثل هذه المشروعات أكثر أنواع الاستثمارات الأجنبية تفضيلاً لدى الشركات متعددة الجنسيات، وتتمثل في قيام هذه الشركات بإنشاء فروع للإنتاج أو التسويق أو أي نوع آخر من أنواع النشاط الإنتاجي أو الخدمي بالدولة المضيفة.

ج- مشروعات أو عمليات التجميع: هذه المشروعات قد تأخذ اتفاقية بين الطرفين (أجنبي ومحلي، عام أو خاص) يتم بموجبها قيام الطرف الأول بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين (سيارة مثلاً) لتجميعها لتصبح منتجاً نهائياً.

6- مؤشرات تحليل الاستثمار الأجنبي المباشر: هناك مؤشرات عدة تحدد الاستثمار الأجنبي المباشر، ونذكر من أهم هذه المؤشرات:

أ- المؤشر المركب للمخاطر القطرية: يصدر هذا المؤشر شهرياً عن مجموعة (PRS) من خلال الدليل الوطني للمخاطر القطرية (ICRG) منذ سنة 1980 لغرض قياس المخاطر المتعلقة بالاستثمار، ويغطي 18 دولة عربية من أصل 140 دولة يشملها المؤشر، ويشمل المؤشر ثلاثة مؤشرات فرعية هي: مؤشر تقييم المخاطر السياسية، مؤشر تقييم المخاطر الاقتصادية، مؤشر تقييم المخاطر المالية، إذ تنخفض درجة المخاطر كلما ارتفع المؤشر، ويقسم إلى خمس مجموعات حسب درجة المخاطر كما في الجدول التالي:

الجدول رقم 1-7: مجالات المؤشر المركب للمخاطر القطرية

التوصيف (درجة المخاطر)	درجة المؤشر (نقطة مئوية)
درجة مخاطر منخفضة جداً	100-80
درجة مخاطر منخفضة	79.9-70
درجة مخاطر معتدلة	69.9-60
درجة مخاطر مرتفعة	45.9-50
درجة مخاطر مرتفعة جداً	49.9-0

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2010، ص:156.

ب- مؤشر "الأنستيتيوشنال انفستور" للتقييم القطري: ويصدر عن مجلة الأنستيتيوشنال انفستور من سنة 1998 بمعدل مرتين في السنة (مارس وسبتمبر)، ويتم حساب المؤشر المكون من 100 نقطة مئوية بالاستناد إلى مسح استقصائية تستهدف كبار رجال الاقتصاد والمحليلين في البنوك العالمية والشركات المالية الكبرى، ويغطي المؤشر 178 دولة من ضمنها 20 دولة عربية.

ج- مؤشر وكالة "دان أند برادستريت" للمخاطر القطرية: يقيس المؤشر المخاطر القطرية المترتبة بعمليات التبادل التجاري الدولي ويضم المؤشر تقييماً لـ 132 دولة من ضمنها 17 دولة عربية.

د- مؤشر "الكوفاس" للمخاطر القطرية: يقيس المؤشر مخاطر قدرة الدول على السداد ويعكس مخاطر عدم السداد قصيرة الأجل للشركات العاملة في هذه الدول، ويبرز مدى تأثير الالتزامات المالية للشركات بأداء الاقتصاد الكلي وبالأوضاع السياسية المحلية وبيئة أداء الأعمال والسجل التاريخي لنحو 50 مليون شركة حول العالم في الوفاء بالتزاماتها المالية في تواريخ الاستحقاق، وتصنف الدول إلى مجموعتين رئيسيتين، مجموعة الدرجة الاستثمارية (A) والتي تتفرع بدورها إلى أربعة فروع من A_1 إلى A_4 ، ومجموعة درجة المضاربة ويشار إليها بالحروف (B, C, D) ويغطي المؤشر 165 دولة من ضمنها 19 دولة عربية.¹

هـ- مؤشر الأداء والإمكانات: يقيس هذا المؤشر مدى نجاح الجهود التي تبذلها الدولة من أجل استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتنبع أهمية هذا المؤشر في كونه صادراً عن الأبحاث.²

و- المؤشر المركب لمكونات السياسات الاقتصادية لمناخ الاستثمار³: يقيس هذا المؤشر درجة التحسن أو التراجع في مناخ الاستثمار، ويقاس كذلك البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة للاستثمار والجاذبة له من خلال التعبير عن ذلك بنقاط يباينها على النحو التالي:

أقل من 1 نقطة	من 1 إلى 2 نقطة	من 2 إلى 3 نقطة
يشير إلى عدم تحسن في مناخ الاستثمار.	يشير إلى تحسن في مناخ الاستثمار.	يشير إلى تحسن كبير في الاستثمار.

ز- 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 معوقاً لفرص الاستثمار، أو محفزة وجاذبة له.

ح- مؤشر الحرية الاقتصادية: يقيس هذا المؤشر درجة هيمنة القطاع العام على أوجه النشاط الاقتصادي وتأثيره على درجة الحرية الاقتصادية.⁴

ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يمثل الاستثمار الأجنبي غير المباشر الجزء الثاني من أشكال الاستثمارات الدولية، بحيث لا يكون المستثمر مالكا لجزء أو كل مشروع الاستثمار، كما أنه لا يتحكم في إدارته وتنظيمه.

1- تعريف 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

¹ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار واثمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2010، ص ص: 156-158.

² مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية "UNCTAD"

³ هذا المؤشر صادر عن المنظمة العربية لضمان الاستثمار لقياس أداء الاقتصاديات العربية.

⁴ محمد مسعود خليفة النعيل، خالد علي أحمد كاجيحي: "الاستثمار الأجنبي في ليبيا بين عوامل الجذب والطرْد"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006، ص ص: 10-11.

الاستثمارات المهارات والخبرات الفنية والتكنولوجية الحديثة المرافقة لرأس المال كما هو الحال في الاستثمار الأجنبي المباشر.¹

يعرف على أنه استثمار المحفظة أي الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق شراء السندات الخاصة وأسهم الحصص أو سندات الدين أو سندات الدولة من الأسواق المالية، أي هو تملك الأفراد والهيئات والشركات على بعض الأوراق دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري ويعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر استثماراً قصير الأجل مقارنة بالاستثمار المباشر.²

2- أشكال الاستثمار الأجنبي غير المباشر: يأخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر الأشكال التالية:

أ- **الاستثمار المحفطي:** يمكن تصنيف الأدوات التي يتم بواسطتها الاستثمار بالمحفظة إلى مجموعتين: أدوات مساهمة في رأس المال، وأدوات للاقتراض:³

بالنسبة لأدوات الاستثمار في رأس المال تأخذ الأشكال التالية:

- تشمل 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).

- إضافة إلى الصناديق القطرية تعتبر إيصالات الإيداع الأمريكية أدوات قابلة للتداول، وذات أساس ساهمي تصدرها شركات غير أمريكية، ويتجر فيها بشكل عام في أسواق الأوراق المالية الأمريكية.

- إيصالات الإيداع العالمية مماثلة لإيصالات الإيداع الأمريكية، إلا أنه يمكن إصدارها في نفس الوقت في أسواق الأوراق المالية في كافة أنحاء العالم.

- شراء المستثمرين الأجانب للأسهم والذي يُعتبر تدبيراً يتسم بأهمية متزايدة في جذب رؤوس الأموال من الخارج حيثما تسمح به حكومات البلدان النامية.

أما بالنسبة لأدوات الاقتراض فتشمل 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 أدوات 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"، دار الفكر الجامعي، 2007، ص:56.

² عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001، ص:13.

³ مسعود أحمد، سودارشان غوبتو: "الاستثمار بالحافطة وتدفعه إلى البلدان النامية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1، 1993، ص:11.

ب- الاستثمار في مجالات التصنيع والإنتاج: تأخذ الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في مجالات التصنيع والإنتاج الأشكال التالية:¹

- التراخيص والتي هي عبارة عن اتفاق أو عقد بمقتضاه تقوم شركة أجنبية بالتصريح لمستثمر وطني أو أكثر (عام أو خاص) بالدولة المضيفة باستخدام براءة الاختراع أو الخبرة الفنية ونتائج البحث الإدارية والهندسية... مقابل عائد مادي معين.

- مشروعات تسليم المفتاح هي عبارة عن عقد أو اتفاق بين الطرفين الأجنبي والوطني، يقوم الأول بإقامة المشروع الاستثماري والإشراف عليه حتى بداية التشغيل، وما إن يصل المشروع إلى مرحلة التشغيل يتم تسليمه إلى الطرف الوطني.

- عقود التصنيع هي عبارة عن اتفاقيات مبرمة بين الشركة الأجنبية والشركة الوطنية (عامة أو خاصة) بالدولة المضيفة يتم بمقتضاها قيام الطرف الثاني نيابة عن الطرف الأول بتصنيع وإنتاج سلعة معينة، وتكون هذه الاتفاقيات طويلة الأجل ويتحكم الطرف الأجنبي في إدارة عمليات وأنشطة المشروع.

- عقود الإدارة هي عبارة عن اتفاقيات أو مجموعة من الترتيبات والإجراءات القانونية يتم بمقتضاها قيام الشركة الأجنبية بإدارة كل (أو جزء من) العمليات والأنشطة الوظيفية الخاصة بمشروع استثماري معين في الدولة المضيفة مقابل عائد مادي معين أو مقابل المشاركة في أرباح الشركة.

ج- الاستثمار في مجالات التسويق والتصدير: سيتم التطرق إلى أهم شكلين من أشكال الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في مجالات التسويق والتصدير:²

- عقد الوكالة هو عبارة عن اتفاقية بين طرفين يتم بموجبها قيام أحد الأطراف (الأصيل) بتوظيف الطرف الثاني (الوكيل) لبيع أو تسهيل إبرام اتفاقيات بيع سلع ومنتجات الطرف الأول لطرف ثالث هو المستهلك النهائي أو الصناعي.

- الموزع هو عبارة عن عميل يقوم بالشراء المباشر من المصدر وذلك بغرض إعادة البيع لحسابه الخاص وقد تقوم الشركة المعنية (المصدر) بتقديم امتياز لموزع ما لخدمة سوق معين.

3- 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:³

¹ عبد السلام أبو قحف، أساسيات إدارة الأعمال الدولية، الأصول العلمية والأدلة التطبيقية، مرجع سبق ذكره، ص: 320-327.

² نفس المرجع السابق، ص: 329-335.

³ ستيفن كلاستر، سودراشان غويتو: "هل تستطيع البلدان النامية الحفاظ على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 3، سبتمبر 1994، ص: 65.

- 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، وغياب 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).

ثالثاً: تحويلات المهاجرين: هناك اتفاق من جانب المؤسسات المالية الدولية المعنية برصد إحصاءات تحويلات المهاجرين على أنها تمثل مكوناً من التحويلات الرأسمالية، والتي تعتبر جزءاً من الحساب الرأسمالي، ويتم الاعتماد في تجميع هذه البيانات على البنك المركزي أو المكاتب الإحصائية الرسمية في الدولة.¹

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

يتكون دخل المهاجر من عناصر مختلفة هي:³

- 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 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 صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، 2006، ص:175.

³ 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- أشكال تحويلات المهاجرين: تبقى تحويلات المهاجرين من المفاهيم المهمة وذلك بسبب تنوع

أشكالها والقنوات المستعملة، فهناك قنوات مهيكلية وأخرى غير مرئية، وتتكون من شكلين أساسيين:¹

يتكون الشكل الأول من القنوات الرسمية والمسجلة في ميزان المدفوعات، في حين أن الشكل الثاني لا

يظهر ضمن الإحصائيات الرسمية ويضم عمليات مختلفة:

- السيولة المالية التي يدخرها المهاجر معه أثناء العودة لقضاء العطلة في بلده، أو تلك التي يرسلها عن طريق بعض الأشخاص، تسلك هذه التحويلات قنوات غير مهيكلية في اتجاه بلدان الأصل، هذه القنوات غالباً ما تتشكل عبر الروابط العائلية والتجارية، وتزود أسواق الصرف الموازي بالعملة الصعبة.

- المقاصة بين المواطنين وهو ميكانيزم يقتضي أن يسدد المهاجر في بلد الاستقبال لحساب مواطن مشتريات أو فواتير، وفي المقابل يزود المواطن رصيد حساب المهاجر في البلد الأصلي أو حساب أسرته بالعملة الوطنية.

- التحويلات العينية وهي الممتلكات المادية التي يدخلها المهاجر إلى البلد الأصلي ويتعلق الأمر خاصة بالأثاث وأدوات التجهيز المنزلي والآلات الالكترونية...، وتخصص هذه المنتجات إما للاستهلاك المباشر أو للبيع غير المنظم.

3- أسباب تزايد الاهتمام بتحويلات المهاجرين: تعزى الزيادة الملحوظة في تحويلات العاملين إلى عدة

عوامل من بينها:²

- تزايد عدد العمالة المهاجرة في العالم، وبشكل خاص فيما بين الدول النامية وما ترتب عنه من زيادة في دخولهم.

- انخفاض تكلفة 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 غسيل الأموال.

4- العوامل المؤثرة في تحويلات المهاجرين: يمكن إرجاع العوامل المؤثرة في التحويلات إلى ثلاثة عوامل

رئيسية:³

أ- العوامل المؤسسية: ويعلق الأمر بما يلي:

- إحداث وتحسين مؤسسات مهمتها تقوية العلاقات بين المهاجرين وبلدهم الأصلي.

¹ محمد الخشاني، محمد بن سعيد: "التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المشرق العربي الأربعة: سوريا، لبنان، الأردن ومصر"، مرجع سبق ذكره، ص:5.

² صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، مرجع سبق ذكره، ص:174.

³ محمد الخشاني، محمد بن سعيد: "التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المشرق العربي الأربعة: سوريا، لبنان، الأردن ومصر"، مرجع سبق ذكره، ص:6-7.

- إنشاء هياكل لتشجيع الاستثمار والمقاولة من طرف المهاجرين.
- إحداث برامج لتعبئة الكفاءات العاملة بالخارج.
- ب- العوامل الشخصية للمهاجر:** تشكل الهجرة مشروعاً اقتصادياً هدفه الحصول على أكبر قدر من الادخار، إذ أن قدرة المهاجر على الادخار ونزوحه إلى تحويله إلى بلده الأصلي يختلف حسب نماذج المهاجرين وهنا تلعب العوامل التالية دورها في تحديد ذلك:
- سلوك الأجيال الأولى يختلف عن سلوك الأجيال الحديثة، فبعد أن كانت إقامتها مؤقتة أصبحت تقرر البقاء في بلدان الإقامة.
- طبيعة العمل الذي يقوم به المهاجر ودخله، ونسبة الأجر الحقيقي والامتيازات التي يتمتع بها.
- عدد الأشخاص الذين يعيلهم المهاجر.
- ظروف العيش في بلد الإقامة ونسبة اندماج المهاجر وتبنيه لنموذج الاستهلاك السائد.
- قرار العودة وتوقيته يحدد حدة الميل إلى الادخار والتحويل.
- ج- العوامل الاقتصادية:** هذه العوامل تركز أساساً على المناخ الاقتصادي العام، وخاصة ظروف الاستثمار ومدى انتشار شركات التحويل وشبكات البنوك، نوعية وجودة الخدمات التي تقدمها مؤسسات التحويل وتكاليف التحويل.

المطلب الثاني: تدفقات المديونية والتغير في احتياطات الصرف.

تعتبر المعونات المقدمة من طرف الدول الصناعية المتقدمة والهيئات الدولية الذي يطلق عليها مساعدات التنمية الرسمية من أهم مصادر التمويل للدول النامية ذات الدخل المنخفض ويرجع ذلك إلى عدم قدرة هذه الدول على تحمل أعباء القروض الخارجية التي تعتبر مكلفة مقارنة بالمنح والمساعدات الرسمية، كما أن التغير السنوي في رصيد احتياطات الصرف يدرج ضمن حركة رؤوس الأموال الدولية من منظور صندوق النقد الدولي حيث أن هذه الحركة تنتج عن الحركة العكسية للمعاملات التجارية بين الدول.

أولاً: المنح والمساعدات الرسمية: لقد لعبت المعونات دوراً هاماً في مساعدة الدول النامية من خلال إسهامها في توفير قدر من حاجاتها من الغذاء وتوفير بعض الخدمات الأساسية كالتعليم والصحة والمواصلات والكهرباء وغيرها وإدخال أساليب الزراعة والإدارة الملائمة، وكذلك فإن المعونات كثيراً ما ترتبط بالمعونة الفنية ونظم الإدارة الحديثة.

1- تعريف المنح والمساعدات الرسمية: تعرف المنح والمساعدات الرسمية على أنها: "الموارد الاقتصادية التي تنتقل من الدول المتقدمة والمؤسسات إلى الدول النامية".

ونظراً للانتقادات التي واجهها واضعو هذا التعريف تم إضافة ثلاثة شروط أساسية إلى التعريف

السابق:

- ألا يكون هدف الدول المانحة تحقيق مكاسب تجارية من وراء معوناتها.

- يجب أن تحمل نوعاً من الامتيازات، أي أن تعطى بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة على القروض، أو فترة سماح أطول، أو فترة استرداد أطول من فترة استرداد القروض.
- أن تكون من مصادر رسمية.¹

تُعرّف على أنها "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) للدول النامية".² يُعرّف تقرير الأمم المتحدة لسنة 2008 المنح والمساعدات الرسمية على أنها: الأموال التي تضم المنح والقروض الموجهة إلى الدول النامية والتي تحقق الشروط التالية:³

- أن يقوم بها القطاع الرسمي في الدول المانحة.
- أن الهدف الرئيسي منها تحقيق التنمية الاقتصادية وزيادة الرفاهية في الدول الحاصلة عليها.
- أن تكون بشروط مالية ميسرة حيث يكون فيها عنصر المنحة 25% على الأقل.

تتضمن المنح والمساعدات الرسمية كافة المنح النقدية والعينية والقروض الميسرة الرسمية ذات الطابع الاقتصادي، والتي تنطوي على تحويل الموارد من الدول المتقدمة (والدول النفطية) إلى الدول الأقل نمواً بهدف تحقيق التنمية وتعديل الهياكل الاقتصادية والاجتماعية فيها.⁴

2- أشكال المنح والمساعدات الرسمية: وفقاً للتعريف السابقة تأخذ المنح والمساعدات الرسمية صوراً وأشكالاً مختلفة يمكن استعراضها فيما يلي:

- أ- من حيث المشروطة:** تنقسم إلى:⁵
- **المنح والمساعدات غير المشروطة:** وهي المنح والمساعدات التي تقدم للدول النامية دون شروط معينة مصاحبة لها.
- **المنح والمساعدات المشروطة:** وهي المنح والمساعدات المصحوبة بمطالب وشروط للدول والهيئات المانحة من الدول المستفيدة من هذه المنح والمساعدات، ويتعين على الدول المستفيدة الالتزام بها، كما يحق للمانحين ممارسة بعض أساليب الرقابة لضمان تنفيذها والعمل بها.

¹ زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الرسمية في التطوير التنظيمي، دراسات مجلة النهضة، المجلد الثالث عشر، العدد الثاني، أبريل 2012، ص ص: 40-41.

² محمد مصطفى أبو مصطفى، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية، دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة 1999-2008، رسالة للحصول على درجة الماجستير، في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009، ص: 69.

³ UNITED NATIONS, *South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership, Economic Development in Africa Report 2010, UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, Geneva2010, P:49.*

⁴ يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، ط2، بدون سنة نشر، ص: 9.

⁵ زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الرسمية في التطوير التنظيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

- ب- **من حيث المصدر:** يمكن أن تأخذ المنح والمساعدات الرسمية أكثر من شكل من حيث عدد الأطراف الذين يقومون بتقديم المساعدة أو المنحة ويتم تقسيمها إلى:¹
- **منح ومساعدات ثنائية:** وتتمثل في المساعدات التي تقدمها دولة لدولة أخرى بمستويات ونسب متفاوتة وبموجب اتفاقية ثنائية.
- **منح ومساعدات متعددة الأطراف:** تتمثل في المساعدات التي تقدمها بعض المؤسسات متعددة الأطراف سواء إقليمية أو عالمية بحيث تقوم بتقديم مساعدات وقروض ميسرة للدول النامية، ومن بين هذه المؤسسات، البنك الدولي، الصندوق الدولي للتنمية الزراعية، البنك الإقليمية للتنمية كصندوق النقد العربي.
- ج- **من حيث الطبيعة:** تنقسم المنح والمساعدات الرسمية إلى منح لا ترد، وقروض بشروط ميسرة، إضافة إلى معونات نقدية وأخرى عينية وإلى معونات عامة أو قطاعية وأخرى مخصصة لمشروعات محددة ومعونات مباشرة وغير مباشرة وذلك على النحو التالي:²
- **المنح:** وهي عبارة عن التحويلات النقدية والعينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية أو سياسية أو إنسانية وهي تحويلات لا ترد.
- **القروض الميسرة:** وهي القروض التي تحكمها قواعد وشروط تختلف عن مثيلاتها السائدة في الأسواق المالية الدولية، سواء من ناحية أسعار الفائدة التي تقل عن المعدلات العادية، أو من ناحية مدة السداد أو فترات السماح التي تكون عادة أطول نسبياً.
- **المعونات النقدية:** الأصل أن تتمثل المعونات الأجنبية في صور تحويل اعتمادات نقدية تخصصها الدول المانحة، وتضعها تحت تصرف الدول المستفيدة بشروط معينة وهي الصور التقليدية، وهي في العادة تكون بعملة الدول المانحة، أو بعملات أخرى على وجه الاستثناء.
- **المعونات العينية:** قد تتخذ صوراً عينية مختلفة لعل أهمها السلع الغذائية كالمعونات السلعية التي يقررها القانون الأمريكي لسنة 1954 للتنمية الزراعية والتجارية والمنظم لتقديم السلع الغذائية للدول النامية.
- **المعونات الفنية:** وهي تُكَمَّلُ كلا من المعونات النقدية والمعونات العينية، وتتمثل في تقديم الخبرات الفنية المتخصصة وإقامة مراكز التدريب والتي لا تتوفر في الدول المستفيدة من المعونات لضمان ارتفاع كفاءة استخدام الاعتمادات المالية والمعدات الحديثة التي تتضمنها برامج المعونات الأجنبية.
- **معونات البرامج أو القطاعات:** وهي المعونات (المنح والقروض الميسرة) التي تقدم إلى دول معينة بهدف مساعدتها على زيادة معدلات النمو الاقتصادي فيها دون تحديد مشروعات معينة بذاتها بحيث تتولى

¹ محمد مصطفى أبو مصطفى، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية، دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة 1999-2008، مرجع سبق ذكره، ص:72.

² يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص:9-15.

الدول المستفيدة وضع أسس توجيه هذه المعونات إلى المشروعات الإنمائية وفقاً لأولويات هذه الخطط والبرامج، وقد تشترط الدول التي تقدم هذه المعونات على الدول المستفيدة تخصيصها لقطاعات معينة دون غيرها.

- **معونات المشروعات المحددة:** وهي المعونات التي تقوم من أجل المساعدة في تنفيذ مشروع معين، ولذلك فهي تعد أضيق نطاقاً من معونات البرامج أو القطاعات، وتفضل عادة الدول المانحة للمنح والقروض الميسرة مثل هذا النوع الذي يرتبط بمشروع معين دون غيره، بحيث يسهل عليها تحقيق رقابة فعالة على استخدامات الموارد المحولة (المعونات).

- **معونات مباشرة وغير مباشرة:** تتضمن المعونات المباشرة الصور العادية المنظورة للمعونات الأجنبية من منح وقروض ميسرة، والتي تتمثل في تحويلات الموارد النقدية والعينية من الدول المانحة لها إلى الدول المستفيدة منها، أما المعونات غير المباشرة فهي التي تأخذ صوراً غير تقليدية وإن كانت تؤدي إلى نتائج لا تقل أهميتها من الناحية الاقتصادية على نتائج المعونات التقليدية المباشرة، من ذلك منح التعريفات الجمركية التفضيلية أو الإعفاءات التي تقدمها الدول المتقدمة لبعض صادرات الدول النامية، على نحو يسمح للأخيرة بتخفيض تكاليف أسعار منتجاتها في أسواق الدول المتقدمة وتحقيق هوامش ربحية أعلى.

د- **من حيث الانتظام:** تنقسم إلى:

- **منح ومساعدات منتظمة:** وهي التي يتم إقرارها وتقديمها بصورة منتظمة ودورية.

- **منح ومساعدات غير منتظمة:** وهي التي تحكمها عوامل اقتصادية وسياسية، وتوافق عليها الدولتين المانحة والمتلقية، وتوجه عادة لسد بعض الاحتياجات التمويلية الحادة والطارئة.

3- أساليب تقديم المنح والمساعدات الرسمية: تقدم الدول والمؤسسات المانحة المساعدات بثلاثة أساليب هي كالآتي:

أ- **منح المساعدات 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 حادة 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 وتقييم لمختلف سياسات التنمية للدول المستفيدة من المساعدات.

¹ زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الرسمية في التطوير التنظيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

² نواز عبد الرحمن الهبي، منجد عبد اللطيف الخشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ص: 258-259.

4- أهم التغييرات في تاريخ المنح والمساعدات الأجنبية: مازالت المعونات والمنح الرسمية تقدم في العديد من الصور والأشكال إلى الدول النامية فمنها المعونات المالية إما في صورة منح أو قروض ميسرة، وهناك المعونات الفنية، ومعونات الغذاء والمعونات الإنسانية والمعونات التي تُقدّم في شكل دعم مباشر لموازنات الدول، بالإضافة إلى معونات المشروعات ومعونات البرامج والقطاعات وغيرها من التصنيفات المختلفة،¹ ولعل التطرق إلى تاريخ المعونات والمنح الرسمية يجعلنا نستخلص التطور الذي شهدته هذه الأخيرة سواء في صورها الحديثة، أو آثارها على التنمية الشاملة في الدول النامية، فمن خلال الجدول رقم 1-8 يمكن توضيح التغييرات التاريخية التي شهدتها المنح والمساعدات الرسمية:

الجدول رقم 1-8: أهم التغييرات في تاريخ المعونات والمنح الأجنبية.

الفترة	المؤسسات المهمة	إيديولوجية المانحين	مواطن تركز المانحين	أنواع المعونات
الأربعينات	خطة مارشال ومنظمات الأمم المتحدة.	التخطيط	إعادة الإعمار	خطة مارشال كانت بالأساس معونة برنامج
الخمسينات	الولايات المتحدة ثم انضم إليها الاتحاد السوفياتي	ضد الشيوعية ولكن مع وجود دور بارز للدولة	تنمية المجتمع	معونات الغذاء والمشروعات
الستينات	تأسس الهيئات الثنائية	مماثل للخمسينات مع دعم دور الدولة في القطاعات الإنتاجية	القطاعات الإنتاجية والبنى التحتية	الهيئات الثنائية تقدم المعونات الفنية ودعم الموازنات
السبعينات	التوسع في الهيئات متعددة الأطراف وخاصة البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وهيئات التمويل العربية	استمرار دعم أنشطة الدولة في القطاعات الإنتاجية ومقابلة الاحتياجات الأساسية	الفقر من خلال التركيز على الزراعة والاحتياجات الأساسية (القطاعات الاجتماعية)	انخفاض معونات الغذاء وبداية دعم الاستيراد
الثمانينات	ظهور المنظمات غير الحكومية منذ منتصف الثمانينات	التكيف المبني على السوق وانحسار دور الدولة	الإصلاح الاقتصادي على مستوى الاقتصاد الكلي	برامج المعونات المالية وإسقاط الديون
التسعينات	تحول دول أوروبا الشرقية ودول الاتحاد السوفياتي سابقا إلى دول متلقية للمعونات بدلا من دول مانحة، وظهور مؤسسات مسؤولة عن المعونات إلى هذه الدول	الرجوع مرة أخرى إلى وجود دور للدولة مع نهاية عقد الثمانينات	الفقر ثم الحوكمة (ترجع أهمية البيئة)	التحول نحو دعم القطاعات مع نهاية عقد التسعينات

المصدر: ليلي مصطفى البرادعي، "الاتجاهات الحديثة في إدارة معونات التنمية الرسمية مع بداية الألفية الجديدة"، مؤتمر المعونات والمنح الدولية وأثرها على التنمية الشاملة في الوطن العربي، القاهرة، مارس 2007، ص: 23.

ثانيا: القروض الخارجية: تتوجه الدولة إلى الاقتراض الخارجي نتيجة التوسع في الأنشطة التي تقوم بها الدولة ومؤسساتها في مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والأمنية والصحية، وغيرها... والذي يؤدي إلى ظهور خلل في التوازن بين موارد الدولة المحلية وحاجاتها إلى الإنفاق، ومن أجل القيام بهذا التعديل تقوم الدولة بالاقتراض الخارجي من مصادر مختلفة أجنبية.

¹ ليلي مصطفى البرادعي، "الاتجاهات الحديثة في إدارة معونات التنمية الرسمية مع بداية الألفية الجديدة"، مؤتمر المعونات والمنح الدولية وأثرها على التنمية الشاملة في الوطن العربي، القاهرة، مارس 2007، ص: 14.

1- مفهوم القروض الخارجية: 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
إجمالي الدين الخارجي هو المقدار القائم من الخصوم الجارية الفعلية وليس الاحتمالية على المقيمين في اقتصاد معين، في زمن معين لغير المقيمين والتي تقتضي أداء مدفوعات من المدين لتسديد المبلغ الأصلي و/أو الفائدة عند نقطة أو نقاط زمنية في المستقبل.²

يعرف البنك الدولي الدين الخارجي بأنه: "الدين الذي تبلغ مدة استحقاقه الأصلية أو المحددة أكثر من سنة واحدة، وهو مستوجب لأفراد أو لهيئات من غير المقيمين ويسدد بعملات أجنبية أو بسلع وخدمات".³
2- أسباب التوجه إلى الاقتراض الخارجي: هناك العديد من الأسباب والمتغيرات التي تفسر ضرورة اللجوء إلى الاقتراض الخارجي منها:

- ضعف القدرة التفاوضية حول القروض الممنوحة والشروط المتعلقة بفترات السداد وأسعار الفوائد وما يرافق ذلك من انخفاض في عنصر المنحة في تلك القروض.
- معاناة معظم الدول النامية من ضعف شديد في القطاع الصناعي والتركيز على قطاعات اقتصادية أخرى أقل إنتاجية.
- عدم توجيه القروض الممنوحة نحو القطاعات والمشاريع الإنتاجية والتي تتميز بارتفاع العوائد.
- انتشار ظاهرة هروب رأس المال إلى الخارج.⁴
- عدم كفاية المدخرات المحلية من أجل تمويل المشروعات التنموية للدولة.
- الرغبة في علاج الاختلال في ميزان المدفوعات باستخدام القروض الخارجية للحصول على الحاجات من العملات الأجنبية.⁵

¹ نزيه عبد المقصود ميروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، مرجع سبق ذكره، ص:2.

² صندوق النقد الدولي، إحصاءات الدين الخارجي، مرشد لمعديها ومستخدميها، 2003، ص:7.

³ فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية، حالة بعض الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص:4.

⁴ سامر علي عبد الهادي، الآثار الاقتصادية للمديونية الخارجية، حالة الأردن 1990-2011، المؤتمر العلمي الدولي التاسع: الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، قسم الاقتصاد، جامعة الزرقاء، الأردن، ص:3.

⁵ محمد مصطفى أبو مصطفى، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية، دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة 1999-2008، مرجع سبق ذكره، ص:52.

3- تصنيف القروض الخارجية: وفقاً لصندوق النقد الدولي هناك نوعين من الاقتراض الخارجي، الصنف الأول يمثل اقتراض طويل المدى إما أن يكون اقتراض عام مضمون أو اقتراض خاص غير مضمون، أما الصنف الثاني فيمثل اقتراض قصير المدى، ويمكن عرضها فيما يلي:¹

أ- اقتراض خارجي قصير المدى: يشمل الدين الذي تكون مدته سنة فأقل وهذا ما يميزه عن الدين طويل المدى، وهذا النوع من الدين لا يمنح امتيازاً بين الدين العام والدين الخاص من حيث الضمان.

ب- اقتراض خارجي طويل المدى: هو الدين الذي تتجاوز مدة استحقاقه أكثر من سنة ويُقدّم من طرف المقيمين إلى غير المقيمين وواجب دفعه بالعملة الأجنبية، سلع أو خدمات ويتكون من جزأين:

- **اقتراض خارجي خاص غير مضمون:** يمثل الالتزامات الخارجية طويلة المدى للمدينين الخواص غير مضمونة التسديد من طرف القطاع العام.

- **اقتراض خارجي عام مضمون:** يمثل الالتزامات الخارجية طويلة المدى للمدينين العموميين كالحكومة، الجماعات المحلية، الوكالات العمومية، وكل القطاعات العمومية، إضافة إلى إقتراضات الخواص مضمونة الدفع من قبل القطاع العام ويشمل:

❖ **اقتراض خارجي عام مضمون للدائنين الخواص:** يمثل القروض التي تربط الدائنين الخواص والمقترضين المحليين، اقتراض من البنوك والمؤسسات المالية الخاصة، إتمادات خاصة يستفيد منها المنتجون والمصدرون وموردو السلع، وقروض بنكية مغطاة من طرف وكالات تأمين الصادرات.

❖ **اقتراض خارجي عام مضمون للدائنين الرسميين:** تتضمن القروض الثنائية بين حكومتين أو وكالاتهم، وقروض متعددة الأطراف سواء كانت دولية كقروض البنك الدولي أو إقليمية كقروض بنك التنمية الإقليمية.

❖ **اقتراض خارجي عام مضمون ذو امتيازات:** تشمل القروض الثنائية أو متعددة الأطراف التي يزيد فيها عنصر المنحة عن 25%، كالقروض المقدمة من طرف بنك التنمية الإقليمية الرئيسية، كبنك التنمية الإفريقي، بنك التنمية الآسيوي، وبعض قروض البنك الدولي.

❖ **استخدامات قروض صندوق النقد الدولي:** استخدام قروض صندوق النقد الدولي تصنف منفصلة عن القروض السابقة، وتمثل رسوم الأعضاء على صندوق النقد الدولي ما عدا تلك المسحوبة على الشريحة الاحتياطية للدولة.

¹ Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, Vadym Volosovych, *Sovereigns, Upstream Capital Flows And Global Imbalances*, Working Paper 17396, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, September 2011, PP:7-9.

- إجمالي الاقتراض الخارجي للدائنين الخواص: ويشمل الدين الخارجي الخاص غير المضمون، إضافة إلى الدين الخارجي الخاص المضمون من طرف القطاع العام، أي أن هذا الصنف يشمل جزء فقط من الدين الخارجي العام المضمون.

4- متطلبات القدرة على الإقتراض الخارجي: إن قدرة أي دولة على الاقتراض من الخارج ترتبط بالعديد من العوامل منها:¹

- ♦ البيئة الخارجية التي تواجهها الدول في أسواق التجارة والتمويل الدولي.
- ♦ 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.

5- تحليل سبب تفاقم مشكلة المديونية: إذا كان F_n صافي تدفق رأس المال ويعبر عنه كمعدل زيادة في إجمالي الدين الخارجي، D تمثل مجموع الديون الخارجية المتراكمة.

إذا 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

$$BT = d \cdot D - r \cdot D = (d - r)D \quad \text{الرئيسي } BT^2 \text{ كما يلي:}$$

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 .

ثالثاً: التغيير في احتياطات الصرف: تمثل احتياطات الصرف الأصول الخارجية الموجودة تحت سيطرة السلطات النقدية، وتستخدم في الأساس لتمويل عجز ميزان المدفوعات من خلال استخدامها كأداة للتدخل في أسواق الصرف للتأثير على قيمة العملة المحلية، كما تستخدم لأغراض أخرى كإبقاء الثقة على قيمة العملة وعلى النشاط الاقتصادي للدولة إضافة إلى استخدامها كضمان للاقتراض الأجنبي للدولة.³

¹ فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص ص: 215-225.

² يعرف التحويل الرئيسي بأنه "صافي التدفق من النقد الأجنبي للداخل والخارج والمرتبط بالاقتراض الخارجي لهذه الدولة، ويقاس بالفرق بين صافي تدفق رأس المال للداخل ومدفوعات الفائدة على الديون القائمة".

³ International Monetary Fund, *International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template*, 2001, P:3 .

1- مفهوم احتياطات الصرف: تعرف احتياطات الصرف بشكل واسع على أن كل أصول السلطات النقدية القابلة للاستعمال سواء بشكل مباشر أو قابلية التحويل على أصول أخرى في ظل نسبة معينة للتبادل مع وجود عجز في ميزان مدفوعات الدولة.¹

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.²

2- عناصر الاحتياطات الدولية: إن المفهوم الواسع للاحتياطات الدولية أصبح يشمل في عالمنا المعاصر البنود التالية:³

- رصيد الدولة من الذهب الموجود لدى البنك المركزي، ويتعين أن يكون الذهب في حيازة السلطات النقدية في صورة ذهب نقدي للتأكيد على إتاحتها دائماً للبيع والتسليم في أسواق الذهب العالمية حتى يمكن اعتباره جزءاً من احتياطات النقد الأجنبي الرسمية.

- الاحتياطات الرسمية من العملات الأجنبية القوية، كالدولار والجنيه الإسترليني 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 ووضعية 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 جزءاً من احتياطات العملة الأجنبية.

3- المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف: تعمل احتياطات الصرف على تحسين ميزان مدفوعات الدولة، وإعطاء ثقة أكبر للعملة الوطنية وللمستثمرين الأجانب، وللحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي هناك العديد

¹ Jocelyn Horne, Daehoon Nahm, *International Reserves and Liquidity: A Reassessment, Working Paper, The financial support of the Australian Research Council, Macquarie University, Australia, P:9.*

² رمزي زكي: "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، دار الكتب المصرية، 1994 ص:73.

³ زايري بلقاسم: "إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008، ص:11.

من الاقتراحات لتحديد المستوى الأمثل لاحتياطات الصرف حيث أن هذا المستوى يحقق عوائد وأهداف الدولة دون تحمل تكاليف كبيرة، ومن بين الاقتراحات المحددة للمستوى الأمثل للاحتياطات:¹

- يجب أن تغطي الاحتياطات ثلاثة (3) أشهر من الواردات.
- أو تمثل الاحتياطات 40% من الديون الخارجية للدولة.
- أو تمثل الاحتياطات 10% من كمية النقود (الكتلة النقدية M2) في الدولة.
- أو يحسب المستوى الأمثل على أساس نموذج *Heller* والذي اقترحه سنة 1966.²

لقد واجهت العديد من الدول خاصة النامية منها موجات كبيرة من تدفقات رؤوس الأموال الداخلة، إلا أن إشكالية إدارة هذه التدفقات أصبحت موضوع روتيني للمناقشة والتنظير والتطبيق، بين صندوق النقد الدولي والسلطات النقدية في الدول المعنية.

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.

المطلب الثالث: دوافع ومبررات إدارة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

- استنادا إلى المسح الإحصائي الذي أجري من طرف صندوق النقد الدولي عام 1995 لوحظ أن 129 بلد من أصل 182 يقيد مبادلات رأس المال بينه وبين الدول الأخرى، حيث أن أكثر من 50 بلد من هذه الدول عدلت هذه القيود، حيث أن أساليب التقييد هذه تتركز في الدول النامية أكثر من الدول المتقدمة بدليل أن 126 دولة نامية من أصل 158 تقيد رأس المال وذلك خلال نفس سنة المسح الإحصائي، أي أن 3 دول متقدمة فقط من أصل 24 دولة تقوم بتقييد رأس المال هي اليونان، النرويج وتركيا، وتعتبر الصين في هذه الفترة من بين أهم الدول النامية المعارضة لتحرير حركة رأس المال إذ تقدر نسبة الادخار المحلي 40%، إضافة إلى اعتمادها على الاستثمار الأجنبي المباشر طويل المدى، وهذه من بين القيود غير المباشرة لحركة رأس المال.³

أولا: أهداف إدارة تدفقات رأس المال: هناك عدة أشكال يمكن من خلالها تصنيف الأهداف الأساسية لتقييد رأس المال، حيث أن أساليب تقييد تدفقات رأس المال تستخدم لتحقيق أربعة أهداف رئيسية تتمثل في المحافظة على الاستقرار المالي، تشجيع وتمويل الاستثمارات المحلية، المحافظة على استقرار أسعار الصرف، أهداف سياسية للمحافظة على الاستقرار السياسي للبلد:⁴

¹ Shihong Zeng, *Study on Chinese foreign exchange reserves*, Working Paper, Journal of Applied Finance & Banking, vol.2, no1, Economics Management School, Beijing University of Technology, Beijing, China, February 2012, P: 31.

² Heller H. Robert, *Optimal international reserves*, The Economic Journal, 76(302), (1966), PP: 296-311.

³ Bambang Sayaka, *implications of capital account liberalization On capital flows*, Indonesian Center for Agricultural Socio-Economic Research and Development, 2005, P:03.

⁴ Gerald Epstein, *Should Financial Flows Be Regulated? Yes*, Working Paper No. 77, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July 2009, PP:08-09.

1- تحقيق الاستقرار المالي: إن أساليب إدارة تدفقات رأس المال من الممكن أن تؤدي إلى تحقيق

الاستقرار المالي من خلال التحكم في تقلبات قيمة العملة وعدم هروب رأس المال إلى الخارج، إضافة إلى تقوية النظام المالي وتجنب عدوى الأزمات المالية ومن بين أهم المخاطر التي تهدد الاستقرار المالي ما يلي:

- خطر تقلبات العملة يعبر عن ذلك الارتفاع أو الانخفاض المفاجئ لقيمة العملة المحلية بدرجة كبيرة خلال فترة زمنية قصيرة.

- خطر هروب المستثمرين يعبر عن إمكانية قيام حملة الأصول المحلية إلى بيع حصصهم بشكل جماعي في آن واحد.

- خطر هروب المستثمرين المحليين يعبر عن إمكانية قيام المستثمرين المحليين إلى تقليص حجم استثماراتهم وبالتالي تخفيض حجم اللجوء إلى الاقتراض من المؤسسات المالية المحلية.

- خطر ضعف وليونة النظام المالي والذي يعبر عن عدم قدرة الأنظمة المالية على مواجهة الصدمات المالية والحقيقية.

- خطر عدوى الأزمات والذي يعبر عن انتقال حالة اللاإستقرار المالي أو الاقتصادي بصفة عامة من بلد آخر إلى البلد المحلي من خلال قنوات حركة رأس المال.

2- تشجيع وتمويل الاستثمارات المرغوبة: إن إدارة تدفقات رأس المال يمكن أن تؤثر على المحفظة

الاستثمارية الكلية للاقتصاد المحلي وآليات تمويله، خصوصا تلك التي تتميز بفعالية السيطرة على حركة رأس المال، وبالتالي توجيه رأس المال إلى أشكال مرغوبة من الاستثمارات، تتمثل أهم هذه الأشكال في الاستثمارات التي تؤدي إلى خلق فرص عمل، تحسين مستويات المعيشة ورفع مستوى الدخل الفردي، وتساهم في نقل التكنولوجيا والتقنيات الحديثة إلى البلد المحلي.

3- تحسين السياسات الاقتصادية والاجتماعية: إن إدارة تدفقات رؤوس الأموال تؤدي إلى تخفيض

مخاطر تقلبات قيمة العملة وبالتالي جعل العملة في وضع تنافسي ومستقر، كما أنها تسمح للحكومة المحلية بتطبيق سياسة اقتصادية كلية فعالة كتحفيز النمو واستهداف التضخم، وذلك من خلال التحكم في هروب رأس المال إلى الخارج، إضافة إلى السياسة الاجتماعية من خلال جعل تدفق الاستثمارات كشرط أساسي لتدفقات المعونات إلى البلد المحلي.

4- أهداف سياسة للمحافظة على الاستقرار السياسي: من الممكن أن تؤدي إدارة تدفقات رؤوس

الأموال إلى تخفيض إمكانية المضاربين الممثلين الخارجيين في ممارسة النفوذ في اتخاذ القرارات المحلية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال استخدام تهديدات سحب رؤوس الأموال من الداخل وخلق الأزمات.

ثانيا: إجراءات إدارة تدفقات رأس المال: يميز Gerald Epstein بين أهداف إجراءات التحكم في

حركة رؤوس الأموال الداخلة وأهداف إجراءات التحكم في حركة رؤوس الأموال الخارجة، وآليات تطبيق كل إجراء على نوع من التدفقات إضافة إلى اختلاف تأثير كل إجراء على نوع التدفق (إلى الداخل، إلى

الخارج) والجدول رقم 1-9 يميز بين أهداف وإجراءات التحكم في تدفقات رؤوس الأموال الداخلة ورؤوس الأموال الخارجة.

الجدول رقم: 1-9: الأهداف، الإجراءات السعرية، الإجراءات الكمية لتدفقات رؤوس الأموال.

نوع التدفق	الهدف	الإجراءات السعرية	الإجراءات الكمية
حركة رؤوس الأموال إلى الداخل	<ul style="list-style-type: none"> المحافظة على قيمة العملة بشكل حقيقي و تنافسي. تقوية ونضج الأنظمة المالية المحلية. تعديل هيكل التدفقات الداخلة والعمل على استقطاب التدفقات المطلوبة. وضع حدود للملكية الأجنبية للمحافظة على الاقتصاد المحلي. 	<ul style="list-style-type: none"> ضريبة "توبين" (ضريبة على المعاملات المالية). توفير متطلبات احتياطية على تدفقات رأس المال. ضرائب أخرى للتحكم في دخول رأس المال. 	<ul style="list-style-type: none"> حدود كمية على الملكية الأجنبية للأصول المحلية. حدود كمية على الاقتراض من الخارج.
حركة رؤوس الأموال إلى الخارج	<ul style="list-style-type: none"> تخفيض هروب رأس المال باستخدام أدوات الحماية (الضرائب). الإبقاء على استقرار أسعار الصرف. المحافظة على الادخارات لتمويل الاستثمارات. وضع آليات لتخصيص الائتمان المحلي بالشكل الذي يؤدي إلى تنمية الاستثمارات ذات الأهداف الاجتماعية. تحسين وتفعيل أدوات السياسة النقدية بالشكل الذي يؤدي إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة (تخفيض التضخم، تحفيز النمو...) 	<ul style="list-style-type: none"> ضريبة "توبين" (ضريبة على المعاملات المالية). استخدام سعر الصرف المتعدد. 	<ul style="list-style-type: none"> الرقابة على الصرف. قيود على شراء الأصول الأجنبية من قبل المخبين، إلا بمقابل شراء الأصول المحلية من قبل الأجانب. وضع حدود على قابلية تحويل الأموال.

Gerald Epstein, *Should Financial Flows Be Regulated? Yes, Op. Cit, P:06.*

المصدر:

لقد استخدمت الدول النامية العديد من إجراءات إدارة حركة رأس المال لتحقيق أهداف متعددة منها ما يتحقق على المدى القريب وأكثرها في المدى البعيد، من خلال الجدول رقم 1-10 وباستثناء ماليزيا يلاحظ أن الحالات الأخرى لإدارة حركة رأس المال يمكن أن تُنجز لتحقيق أهداف مهمة خلال فترة زمنية قصيرة، في حين تختلف حالي الصين وسنغافورة عن الباقي حيث استخدم البلدان أساليب عملية لإدارة حركة رؤوس الأموال خلال عقد من الزمن في خدمة أهداف سياسية هامة.

الجدول رقم: 1-10: أهداف إدارة حركة رؤوس الأموال في مجموعة من الدول النامية.

البلد	أهداف إدارة حركة رأس المال
الشيلي	المحافظة على استقرار التدفقات الرأسمالية الداخلة لمدة أطول، إدارة أسعار الصرف للحفاظ على تنافسية الصادرات، حماية الاقتصاد من اللاإستقرار المالي.
كولومبيا	نفس الأهداف مع الشيلي
التايوان	الترويج للتصنيع، إدارة أسعار الصرف للحفاظ على تنافسية الصادرات، الحفاظ على الاستقرار المالي وعزل الاقتصاد من عدوى الأزمات المالية الأجنبية.

الجدول رقم: 1-10: (تابع)

سنغافورة	عدم التدخل لدعم قيمة العملة المحلية والقيام بتثبيت سعر الصرف، الحفاظ على تنافسية الصادرات، عزل الاقتصاد من عدوى الأزمات المالية الأجنبية.
ماليزيا	الإبقاء على السيادة الاقتصادية والسياسية، إعادة تنمية وهيكل الاقتصاد، الحفاظ على الاستقرار المالي وعزل الاقتصاد من عدوى الأزمات المالية الأجنبية.
الهند	دعم سياسة التصنيع، تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي، عزل الاقتصاد المحلي من عدوى الأزمات، تنمية الادخار المحلي وتوفير الاحتياطات من النقد الأجنبي، الحفاظ على استقرار أسعار الصرف.
الصين	دعم سياسة التصنيع، عزل الاقتصاد المحلي من عدوى الأزمات المالية، تحرير حساب رأس المال بشكل تدريجي، المحافظة على السيادة السياسية، تنمية الادخار المحلي وتوفير الاحتياطات من النقد الأجنبي، الإبقاء على استقرار أسعار الصرف في المستويات التنافسية.

المصدر: بالاعتماد على كل من:

- Gerald Epstein, *Should Financial Flows Be Regulated? Yes, Op.Cit, PP:11-12.*

- تشاندر إسكهار، السياسات المالية، مذكرات توجيهية في السياسات، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، الأمم المتحدة، نيويورك، جوان 2007، ص:42-44.

ثالثاً: أسباب إدارة رؤوس الأموال: إن تقييد تدفقات رأس المال له عدة إيجابيات أهمها: الاستفادة من الكفاءة الناتجة عن التخصص الدولي، إضافة إلى توفير الأموال لتمويل الاستثمارات المحلية، ومن بين الأسباب التي تؤدي بحكومات الدول إلى تقييد رأس المال يحددها Bambang Sayaka في أربعة أسباب (حُجج) رئيسية:¹

- تفادي أزمات ميزان المدفوعات وعدم استقرار أسعار الصرف الناتج عن التدفق المفاجئ والكبير لرأس المال في المدى القصير.

- تخصيص الادخار المحلي لتمويل الاستثمار المحلي والسيطرة على الملكية الأجنبية لعوامل الإنتاج المحلية.

- ضمان قدرة السلطات المحلية على التحكم في المؤشرات المالية والنقدية المحلية.

- تقييد رأس المال يجنب عرقلة الاستقرار والإصلاحات الاقتصادية وهذا ما أثبتته Mathieson and Rojas - Suarez سنة 1992.

رابعاً: منهجية قياس القيود على رأس المال: يستند المنهج التقليدي في قياس القيود على رأس المال إلى التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود أسعار الصرف (AREAER)²، والذي يوفر معلومات على مختلف أنواع القيود، وقد وضعت أبحاث سابقة تقديرات كمية للأسس النظرية الواردة في التقرير عن طريق استخدام مقياس ثنائي (دراسة Grilli and Milesi-Ferretti سنة 1995)، وهناك مناهج أكثر تطوراً تستخدم مقاييس أدق للقيود ولكنها لا زالت في جوهرها تلخص المعلومات الواردة في التقرير (دراسة Chinn and Ito سنة 2006، دراسة Edwards سنة 2005، دراسة Mody and Murshid سنة 2005، دراسة Miniane سنة 2004، دراسة Quinn سنة 2003)، ومن خلال إجراء مجموعة من التنقيحات

¹ Bambang Sayaka, *implications of capital account liberalization On capital flows, Indonesian Center for Agricultural Socio-Economic Research and Development, 2005, P:02.*

² AREAER: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions

أصبح التقرير يميز بين القيود على التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة منذ عام 1995¹ والجدول رقم 11-1 يوضح مختلف مؤشرات القيود على رأس المال والدول التي غطتها فترة الدراسة.

الجدول رقم 11-1: وصف عام لمؤشرات تقييد تدفقات رؤوس الأموال.

الدول	السنوات	المدى	معلومات وصفية	المصدر	الاسم
من 117 دولة خلال الفترة 1976-1995 إلى 137 دولة خلال الفترة 1986-1995	1967-1995 تتغير حسب تاريخ الدراسة	0: عدم وجود قيود 1: وجود قيود	يبني على أساس (وجود/عدم وجود) قيود وقواعد على رأس المال و(قدرة/عدم قدرة) تنقل رؤوس الأموال بين الحدود	IMF AREAER	IMF صندوق النقد الدولي
من 117 دولة خلال الفترة 1976-1995 إلى 137 دولة خلال الفترة 1986-1995	1967-1995 تتغير حسب تاريخ الدراسة	0: عدم وجود قيود 1: وجود قيود	يستخدم صندوق النقد الدولي نسبة عدد السنوات التي تم فيها وضع قيود على رأس المال إلى عدد السنوات التي حلت من هذه القيود.	IMF AREAER	IMF Share مساهمة صندوق النقد الدولي
63 دولة من بينها 20 دولة متقدمة و43 دولة نامية	العينة الكاملة: 1958، 1973، 1982 و1988	كبر قيمة المؤشر تدل على كثرة التقييد وقلّة الانفتاح وهو محصور بين 0 و4 بإضافة 0.5 نقطة من 0 إلى 4	يبني على أساس الأسس النظرية الواردة في AREAER حول القيود على رأس المال	Quinn (1997)	Quinn
63 دولة من بينها 20 دولة متقدمة و43 دولة نامية	يبني على أساس السنوات المذكورة	على أساس مدى تدفقات رأس المال التالي: 1- 1988-1982 إلى 2 2- 1988-1973 إلى 2	الفروق في مؤشر Quinn	Quinn (1997)	ΔQuinn
21 دولة من دول مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية OECD	1986، 1988، 1990، 1993، 1995	0: عدم وجود قيود 1: وجود قيود	نسبة 11 صنف من الأصناف الخالية من القيود على رأس المال، متوسط السنوات التي تميزت بالقيود	إجراءات تحرير حركة رأس المال	OECD- Share مساهمة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية
15 سوق مالي ناشئ	الفترة 1990-1996	0: عدم وجود قيود 1: وجود قيود معتدلة 2: وجود قيود صارمة	قياس كثافة القيود على حساب رأس المال	Montiel and Reinhart (1999)	MR

¹ صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:113.

الجدول رقم 1-11: (تابع)

11 سوق مالي ناشئ	بداية من ماي 1986 إلى ديسمبر 1991	تبنى على أساس المتغيرات الصماء (1/0)	تواريخ تحرير أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة	Levine and Zervos (1998) and Henry (2000)	Levine/Zervos and Henry
95 دولة، 43 دولة لها تجربة في عملية التحرير المالي (25) دولة ناشئة و18 دولة من دول (OECD)	الفترة 1980-1997	تبنى على أساس المتغيرات الصماء (1/0)	تواريخ تحرير أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة والدول الصناعية	Bekaert Harvey & Lundblad, 2001	BHL
29 سوق مالي ناشئ	الفترة 1988-2000	يبني على أساس مؤشر بين 0 و1	نسبة المؤسسات المالية القابلة للاستثمار إلى إجمالي المؤسسات المالية الدولية	Edison and Warnock (2001)	EW
إجمالي الدول التي توفرت فيها الإحصائيات	-	يبني على أساس نسبة تدفقات رأس المال من الناتج المحلي الإجمالي	يقاس على أساس تدفق رأس المال الحالي	Kraay (1998)	Capflows
70 دولة (مزيج بين الدول المتقدمة والدول النامية)	الفترة 1970-1998	يبني على أساس نسبة تراكم رأس المال من الناتج المحلي الإجمالي	يقاس على أساس تراكم رأس المال الإجمالي المتدفق	Lane and Milesi-Ferretti (2001)	CapStocks

المصدر:

Hali Edison, Michael Klein, Luca Ricci, Torsten Sloek, *capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis*, op.cit, P:30.

خامساً: الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: يستند تطبيق سياسة الرقابة على مبررات

وأسباب تناولتها الدراسات التجريبية، فهناك من الدول ما انتهج سياسة الرقابة العلاجية بعد التأثيرات السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، ودولاً أخرى انتهجت سياسة الرقابة الوقائية قبل حدوث التأثيرات السلبية لتدفقات رؤوس الأموال، كما يلجأ المؤيدون لتطبيق سياسة الرقابة إلى تحليل المكاسب والتكاليف للحكم على النطاق الأمثل للتطبيق في التوجه إلى الانفتاح المالي الدولي.

1- مبررات وأسباب انتهاج سياسة الرقابة على رأس المال: لقد استند فرض الرقابة على رؤوس الأموال بواسطة معظم البلدان إلى المبررات التالية:

- 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.¹

¹ دونالد ماثيوس، ليليانا روجاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 4، ديسمبر 1992، ص: 41.

- إمكانية معالجة المشاكل المرتبطة بالثلاثية المستحيلة.
- في حالة الأزمة يصبح من الصعوبة التحكم في حركة التمويل الدولي في ظل التحرير وبالتالي تنتهج الدول سياسة الرقابة على رأس المال لتقليص من حدة التأثير السلبي لهذه التدفقات.
- تُحدث حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل حالة من اللاتوازن الاقتصادي من خلال خلق بعض الآثار التضخمية وبالتالي اللجوء إلى سياسة الرقابة للتخفيف من حدة هذا التأثير.
- اتخاذ سياسات نقدية مستقلة في ظل نظام الصرف الثابت يتطلب سياسة الرقابة على حركة رؤوس الأموال.¹

- تفادي أزمات ميزان المدفوعات والتقلبات غير المستقرة في أسعار الصرف الناتجة عن الإفراط في تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.²

2- سياسيات الرقابة على رأس المال: تستند سياسة الرقابة على رأس المال على فكرتين أساسيتين: تعتمد الفكرة الأولى على معالجة التأثيرات الناتجة عن الحركة الكبيرة لرأس المال من خلال المتغيرات المرتبطة بهذه الحركة وتدعى بالرقابة العلاجية، أما الفكرة الثانية فتتمثل في تجنب الأسباب المؤدية إلى التأثيرات السلبية لحركة رؤوس الأموال الأجنبية وتسمى بالرقابة الوقائية.

أ- الرقابة العلاجية: يعتمد هذا النوع من الرقابة على حصر التغيرات المرتبطة بحركة رؤوس الأموال، ويستخدم هذا النوع من الرقابة في ثلاث حالات هي: تقلبات أسعار الصرف، الثلاثية المستحيلة، صعوبة التحكم في التدفقات:³

- **تقلبات أسعار الصرف:** يرى كل من (Frankel & Froot, 1990) أن ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية أصبح من بين المحددات الأساسية لتقلبات أسعار الصرف، والتي تعتبر من بين الأولويات الأساسية لسلوك الأعوان الاقتصاديين، إضافة إلى ذلك يرى (Tornell, 1990) أن استخدام ضريبة تويين كأداة للرقابة على رأس المال له تأثيرات اقتصادية على المستوى الجزئي حيث أن هذه التقلبات تخلق حالة من عدم التأكد وبالتالي صعوبة التنبؤ بالميل الحدي للتجارة الدولية أو للاستثمار الإنتاجي، أما من وجهة نظر الاقتصاد الكلي فيرى (Williamson, 1998) أن التغير في سعر الصرف له علاقة عكسية مع الاتجاه العام لقيم سعر الصرف وهذا ما يؤدي إلى اختلال ميزان المدفوعات والتوجه إلى ضغط الحماية.

- **الثلاثية المستحيلة:** أهم دراسة للثلاثية المستحيلة تم التطرق إليها من طرف الاقتصادي robert Mundell في بداية سنوات السبعينات ومفادها أنه لا يمكن لأي دولة في آن واحد تطبيق نظام الصرف الثابت، التحرير المالي، واستقلالية السياسة النقدية، فالتحول إلى نظام الصرف المرن يحمل العديد من المخاطر خاصة في

¹ Asma FATTOUM, *Monnaie, Finance et Economie Internationale*, op.cit, P:124.

² Bambang Sayaka, *implications of capital account liberalization On capital flows*, op.cit,P:02.

³ Jean-Pierre Allégret, *Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ?*, Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement, Lyon, 11 novembre 1998, PP:79-82.

ظل التحرير المالي، كما أن الأبحاث المتعلقة باستقلالية السياسة النقدية أثبتت أن الاستقلالية تتوافق مع ضرورة الرقابة على رؤوس الأموال، سواء رؤوس الأموال الداخلة (تجربة الشيلي)، أو رؤوس الأموال الخارجة (تجربة ماليزيا).

- **صعوبة التحكم في التدفقات:** أدى الازدهار الذي شهدته تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول الناشئة في بداية التسعينات من القرن العشرين إلى طرح أهمية مشكلة إدارة الاقتصاد الكلي، حيث أن هذه التدفقات الكبيرة أدت إلى ازدهار الاستهلاك (دول أمريكا اللاتينية)، أو ازدهار الاستثمار (دول جنوب شرق آسيا)، هذا الازدهار في كل من السلوك الاستهلاكي أو السلوك الاستثماري أدى كذلك إلى الازدهار في الطلب على القروض في مجموعة من الدول الناشئة خاصة بعد توجهها إلى سياسات التحرير المالي، فعلى سبيل المثال بلغت نسبة القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي في المكسيك 21% خلال الفترة 1990-1994، يفوقها بـ 2.6% في الشيلي وفي نفس الفترة، كما بلغت النسبة 35.5% في تايلند خلال الفترة 1990-1995، ونسبة 29.3% في الفلبين خلال الفترة 1990-1996، هذا التوجه إلى الاقتراض أدى إلى خلق آثار تضخمية من خلال قناتين: تمثلت الأولى في الطلب الكلي، أما الثانية فتمثلت في التوسع في المعروض النقدي.

وللتحكم في هذه الآثار الناتجة أساسا عن الحركة الكبيرة لرأس المال قامت العديد من الدول إلى انتهاج سياستين هما:

- رفع أسعار الفائدة للتخفيف من الآثار التضخمية.

- التمهّل في تخفيض سعر الصرف الحقيقي لخلق التنافسية في الاقتصاد.

ب- الرقابة الوقائية: إن التكامل المالي الدولي يؤدي إلى التغيير في عمق النظام المالي الدولي، هذا التحول لا يطرح المشاكل الجديدة التي يمكن أن تتعرض لها السلطات النقدية التي تبحث عن المكاسب من هذا التكامل:¹

- **البحث عن التمويل الدولي:** شهدت سنوات التسعينات من القرن العشرين نقطة تحول فيما يتعلق بالتمويل الدولي، إذ أن هذا الأخير كان يركز أساسا على المساعدات الدولية والقروض البنكية الدولية بعد عام 1945، والذي كانت تتحكم فيه عوامل من بينها قوة التفاوض وتناظر المعلومات، وما يميز التمويل في سنوات التسعينات عن الفترة الماضية نقطتين أساسيتين:

- عملية التكامل المالي الدولي غيرت سلوك المستثمرين، حيث أصبح هؤلاء يفاضلون بين مكاسب التنوع في محافظهم المالية وتكاليف الحصول على المعلومات الخاصة بالدول المستضيفة للاستثمار، وبصفة أدق المقارنة بين المكاسب المتحققة من اكتساب معلومات خاصة بالاستثمار والتباين في المحفظة الاستثمارية، فالتدفقات الكبيرة في رؤوس الأموال أدت إلى تخفيض عوائد الاستثمارات لهؤلاء المستثمرين.

¹ Jean-Pierre Allégret, *Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ?*, op.cit, PP:85-86.

- أزمات السيولة وصعوبات تعديلها أدى إلى تغيير سياق واتجاه التمويل الدولي، فعلى سبيل المثال أزمة المديونية في أوت 1982 وما حملته من تغيرات في بيئة التمويل الدولي وزعزعة الأنظمة البنكية الدولية، ففي كلتا الحالتين كان من المفروض انتهاج سياسة وقائية للرقابة للحد من تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الداخلة.

- **دور العوامل الخارجية في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية:** لقد لعبت العوامل الخارجية دوراً هاماً في التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال إلى الدول النامية، فالتأثيرات السلبية لهذه التدفقات دليل على عدم إحكام السيطرة عليها وعدم الدقة في تطبيق أدوات الرقابة من قبل سلطات هذه الدول، وفي دراستين لكل من Calvo سنة 1993 و Leiderman و Reinhart سنة 1995 أثبتوا من خلالهما أن 50% من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا خلال الفترة 1988-1991 فسّرت بالعوامل الخارجية المؤثرة في هذه التدفقات وبالتالي كان من المفترض التحكم الوقائي في هذه العوامل الخارجية لتجنب التأثيرات السلبية للحركة المفاجئة لتدفقات رؤوس الأموال إلى هذه الدول.

3- محددات الرقابة على رأس المال: تقوم الدول بتقييد العمليات المتعلقة بحساب رأس المال حماية من المخاطر التي تخلقها تدفقات رؤوس الأموال الدولية، فالرقابة على رؤوس الأموال تعتبر أكثر أهمية خاصة في ظل نظام 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 دولاً أخرى تطبق تقييداً على رؤوس الأموال غير المستقرة، بينما تسمح برؤوس الأموال المستقرة كاستثمارات الأجنبية المباشرة.¹

لقد أخذت مناقشة سياسة الرقابة على رأس المال القسط الكبير من دراسات الاقتصاديين في ظل الاهتمام بمكاسب الانفتاح المالي (تحفيز النمو، ازدهار الاستهلاك، نقل التكنولوجيا)، دون النظر إلى الخسائر المتوقعة والتي من الممكن أن تؤدي إلى أزمة تمويل دولي أو التضحية بخسارة استقلالية السياسة النقدية في الدولة.

إن الدرجة المثالية للرقابة على رأس المال تتم بتحليل المكاسب والتكاليف، وبالتالي تلجأ الدول إلى انتهاج سياسة الرقابة في ظل مجموعة من المحددات:

- نوع الرقابة قيد التنفيذ (قيود كمية، ضرائب....) والأفق الزمني المتوقع للتطبيق.
- درجة التفاعل بين تدفقات رأس المال إلى البلد وباقي السياسات الاقتصادية الكلية للبلد (خصوصاً السياسات المتعلقة بالنظام المالي) ودرجة التطوير المؤسساتي.

¹ M. Ayhan Kose et Eswar Prasad : "La libéralisation du compte de capital", Finances & Développement, volume41, N°:03, Septembre 2004, P:50.

- درجة الالتزام والمصدقية والحزم من طرف السلطات في عملية التطبيق.¹

4- تجارب الرقابة على رأس المال: استخدمت العديد من الدول خلال سنوات التسعينات من القرن العشرين سياسة الرقابة على رأس المال بالرغم من التوجه الدولي إلى الانفتاح المالي، حيث يوضح الجدول رقم 1-12 حوادث تطبيق سياسات الرقابة على رأس المال مقسمة إلى رقابة علاجية طبقت أثناء التدفقات ورقابة وقائية طبقت قبل بداية التدفقات، إضافة إلى تجربة ثلاث دول طبقت سياسة التحرير التدريجي لحساب رأس المال (التخلي التدريجي عن الرقابة على رأس المال).

الجدول رقم 1-12: تطور سياسة الرقابة على رأس المال في مجموعة من الدول خلال سنوات التسعينات (1990-2001)

الخصائص	أهداف السياسة المعلنة	الدول	آثار الرقابة على رأس المال
رقابة غير مباشرة، مركزة وتدرجية (الرقابة على الأسواق).	- الحد من مسببات عدم استقرار تدفقات رأس المال قصير الأجل. - تغيير هيكل تدفقات رأس المال إلى تركيبة أكثر استقراراً وتبادلي التدفقات الفجائية التي تكشف بضعف النظام المالي. - المحافظة على استقلالية السياسة النقدية.	- البرازيل (1993-1997) - الشيلي (1991-1998) - كولومبيا (1993-1998) - ماليزيا (1994) - تايلند (1995-1997)	- تم إنجاز بعض الأهداف الأولية إلا أنه لم تتمكن أي دولة من تحقيق كل الأهداف الموضوعية. - كل الدول كانت قادرة على إبقاء الفرق بين سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي. - التخفيض في قيمة العملة كان ملحوظاً في كل الدول مع اختلاف التأثير على الحسابات الجارية لهذه الدول. - دولتا ماليزيا وتايلند فقط كانتا قادرتين على تخفيض تدفقات رأس المال. - كل الدول كان من المفترض أن تلجأ إلى سياسة التعقيم. - تشير الدلائل إلى أن كل من الشيلي وكولومبيا كانتا قادرتين على تخفيض تدفقات رأس المال قصيرة الأجل، مع وضع نظام مستقر بين الأسواق المالية المحلية والأسواق المالية الدولية. - الرقابة الكبيرة على رأس المال في البرازيل لم تكن مؤثرة وفعالة.
رقابة واسعة الانتشار، رقابة إدارية غير مباشرة.	- تخفيض ضعف النظام المالي من خلال فرض رقابة شاملة وطويلة الأجل على صفقات التمويل الدولي.	- الصين (منذ 1990) - الهند (منذ 1990)	- الرقابة على رأس المال أدت إلى تعرض دول جنوب شرق آسيا إلى الأزمة، وتغيير تركيبة تدفقات رأس المال إلى تدفقات رأس المال طويل الأجل. - العوامل التي أدت إلى النتائج السابقة هي: -- قوة الوضع المالي للدول الأجنبية. -- كبر حجم الأسواق المحلية. -- العلاقات التجارية والروابط المالية الضعيفة مع بقية العالم. -- ضعف التنمية المالية (انخفاض الوساطة المالية بين البنوك). -- نظام التعويم (الهند). -- الإدارة الجيدة لسياسة الرقابة على رأس المال.

¹ Jorge Desormeaux, Karol Fernández and Pablo García, *Financial implications of capital outflows in Chile: 1998-2008*, Bank for International Settlements Papers No 44, "Financial globalisation and emerging market capital flows", International Monetary Fund, December 2008, P:123.

الجدول رقم 1-12: (تابع)

رقابة ورقابية	رقابة إدارية غير مباشرة، التركيز على التدفقات الخارجة،	الحد من تدفقات رأس المال الخارجة أثناء أزمات العملة والأزمات البنكية. - التشجيع على المرونة وتقليص الانكماش في السياسة النقدية.	- ماليزيا (1998- 2001) - إسبانيا (1992) - تايلند (1997- 1998)	- الرقابة على رأس المال من المطلوب أن تكون إجراءً عابراً ومؤقتاً في ظل الإصلاحات المطبقة (ماليزيا)، وعدم استخدام هذه الرقابة كبديل للإصلاحات. - إن الحافز في تجنب الرقابة على رأس المال هو المكاسب المرتفعة والمستقرة، أو استخدام الرقابة بدرجة أقل (تايلند)، حيث أظهرت التجارب أن الرقابة لم تكن بالفعالية المطلوبة.
رقابة ورقابية	رقابة واسعة الانتشار، رقابة إدارية غير مباشرة.	- فرض قيود على العملة وعلى صفقات حساب رأس المال.	- رومانيا (1996- 1997) - روسيا (1998- 2001) - فنزويلا (1994- 1996)	- أدت الرقابة إلى تخفيف الضغوط على الحساب الجاري إلا أنها لم تحم من المسببات الأساسية لاختلال التوازن فيه. - أدت الرقابة إلى تخفيض فرص الوصول إلى الأسواق المالية الدولية وهذا ما أضر بعض الدول (رومانيا، فنزويلا) إلى إزالة هذه القيود.
التحرير التدريجي لحساب رأس المال	-	- تقليص الرقابة على رأس المال في إشارة إلى تطبيق الإصلاحات الهيكلية وتصحيح اختلالات التوازن الاقتصادي المحلي. - تخفيف الشروط المناسبة لتدفقات رأس المال.	- الأرجنتين (1991) - كينيا (1991- 1995) - البيرو (1990- 1991)	- زيادة حجم الاستثمار الأجنبي في كل من الأرجنتين والبيرو، في حين أنه لم يكن هناك تأثير في كينيا. أدى تطبيق الإصلاحات المكتملة في الوقت المناسب في كل من الأرجنتين والبيرو إلى منع الكساد. - ضعف الاقتصاد الكلي المحلي وعدم تطبيق السياسات المالية اللازمة أدى إلى إبراز نقاط ضعف النظام المالي المحلي (كينيا).

المصدر:

Jorge Desormeaux, Karol Fernández and Pablo García, *Financial implications of capital outflows in Chile: 1998-2008*, OP.CIT, P:124.

تميزت تجارب الدول في تطبيق إجراءات سياسة الرقابة¹ والتي كانت محصورة في ثلاثة أساليب أساسية:²

- فرض ضريبة على التدفقات الداخلة (البرازيل، الشيلي، كولومبيا، وبدرجة أقل تايلند).
- قيود كمية (جمهورية التشيك وماليزيا).

¹ من أهم الدراسات في هذا المجال: دراسة صندوق النقد الدولي fmi (2000)، دراسة Reinhart و Smith (1998)، دراسة Eichengreen (1998).

- أما الدراسات التي تطرقت إلى وصف استراتيجيات الرقابة في الدول الناشئة أهمها: دراسة Agosin و Ffrench-Davis (1997)، دراسة Le-Fort و Budnevich (1996).

- وفيما يتعلق بالشيلي وكولومبيا: دراسة Cardoso و Goldfajn (1997)، دراسة Garcia (1999).

- أما الدراسات المتعلقة بالبرازيل: دراسة Gregorio و Cowan (1998)، دراسة Larrain و Laban (1998)، دراسة Laurens و Cardoso (1998)، دراسة Nadal-De Simone و Sorsa (1999).

- أما الدراسة المتعلقة بالشيلي: دراسة Schmidt-Hebbel و Gallego, Hernandez (1999).

- والدراسة التي درست تجربة ماليزيا هي دراسة صندوق النقد الدولي (1999).

² Jean-Pierre Allégret, *Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ?*, op.cit, PP:90-91.

- إجراءات تحذيرية (إندونيسيا، الفلبين وتايلند).

إن العديد من الدراسات ناقشت العلاقة بين حجم تدفقات رأس المال والقيود المفروضة عليه لاستخلاص مدى فعالية الرقابة على رأس المال، واستخلصت الدراسات أن الرقابة على رأس المال هو إجراء مؤقت لامتنع التأثيرات السلبية لتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

حاولت إسبانيا استخدام سياسة الرقابة على رأس المال لحماية اقتصادها من عراقيل النظام النقدي الأوروبي في سبتمبر 1992، إلا أنها قامت بتخفيض قيمة البيزيتا الإسبانية في نوفمبر من نفس السنة.

أما الرقابة على رأس المال في كل من كولومبيا (1993-1998) والبرازيل (1993-1997) لم يمنع من الانخفاض المستمر لقيمة عملة البلدين.¹

أما في تركيا وفي ديسمبر 2010 وللمساهمة في تطوير الشركات التركية تم تخفيض نسبة الضريبة على المعاملات بين الشركات التركية والخارج على أساس عدد سنوات النمو حيث كانت نسبة التخفيض بـ 7% للشركات ذات فترة نمو بين (1-3) سنوات، و3% للشركات ذات فترة نمو بين (3-5) سنوات، و0% للشركات ذات فترة نمو أكثر من 5 سنوات.

في جنوب إفريقيا تم السماح للبنوك بالاستثمار في الخارج في حدود 25% من حجم سيولة البنك وكان ذلك في مارس 2010.²

المطلب الرابع: سياسات التحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية

تُظهر الدراسات الحديثة أن سياسات التحكم في تدفقات رؤوس الأموال كانت بصورة عامة فعالة، وذلك للحد من حرية التحويل في كل 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.

أولاً: سياسة التعقيم: تتدخل السلطات النقدية باستخدام سياسة التعقيم للحفاظ على الاستقرار النسبي لسعر الصرف والذي بدوره يحد من الآثار السلبية للتدفقات الفجائية لرؤوس الأموال الأجنبية، وتعتمد سياسة التعقيم على زيادة متطلبات الاحتياطات للتصدي لأي آثار سلبية قد تتركها تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل.

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 الرأسمالية، وفي تلك البلدان اتخذ التعقيم شكل الزيادة في متطلبات الاحتياطي وعمليات السوق المفتوح، ومع دوام التدفقات عمدت غالبية

¹ Hali J. Edison, Michael W. Klein, Luca Ricci, Torsten Sloek, *Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis*, Working Paper 9100, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, August 2002, P:19.

² Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth, *Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets*, op.cit, P:32.

الحكومات إلى التقليل من اعتمادها على التعقيم، وقد حدث هذا بصفة عامة عندما أصبحت تكاليف التعقيم أكبر من المكاسب التي يمكن أن تحققها السياسة.¹

1- مفهوم 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 يحد من تأثير البلد عند مواجهة انعكاس التدفقات الرأسمالية.²

يعرف التعقيم على أنه ذلك التدخل من طرف السلطات النقدية للحفاظ على الاستقرار النسبي لسعر الصرف، من خلال شراء العملات الأجنبية الموجودة داخل الاقتصاد الوطني وإضافتها للاحتياطات الرسمية، وتنتج هذه التدخلات بناءً على تخوف السلطات النقدية من أن زيادة تدفقات رأس المال تُحدث زيادة في الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع قيمتها وهذا ما ينتج عنه آثار تضخمية وبالتالي ضعف تنافسية المنتج المحلي في الأسواق الخارجية.³

2- قياس درجة التعقيم: هناك العديد من الطرق التي تقاس بها درجة التعقيم والتي تعتمد أساساً على مؤشرات السياسة النقدية والاحتياطات الرسمية:

أ- الطريقة الأولى: 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. يمكن قياس درجة التعقيم أيضاً من خلال نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى القاعدة النقدية R/M ، حيث أن ارتفاع R/M يدل على وجود سياسة تعقيم نشطة.⁴

ب- الطريقة الثانية: إن الفائض (العجز) في ميزان المدفوعات يؤدي إلى الزيادة (النقص) في الاحتياطات الصافية المحلية للبنك المركزي وهذا ما ينتج عن الزيادة (النقص) في الاحتياطات النقدية إذا كانت هذه الأخيرة غير مرتبطة بالمؤشرات الأخرى للبنك المركزي، فإذا قام البنك المركزي بشراء (بيع) سندات حكومية أو تقديم قروض فهذا يؤدي إلى زيادة أصوله المحلية الصافية إذا لم يقابل بنقصان في صافي الأصول الأجنبية وهذا ما يؤدي إلى الزيادة (النقص) في الاحتياطات النقدية والذي يعبر عنه بالمعادلة الرياضية التالية:

$$RM_t = NFA_t + NCG_t + CDMB_t + CPS_t + OIN_t \dots \dots \dots (1)$$

¹ سوزان سكدالر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد، مارس 1994، ص 21-22.

² سوزان سكدالر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

³ Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, Association of Banks in Jordan, Amman – Jordan, June 2008, P:03.

⁴ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 52-53.

حيث: RM_t : الاحتياطات النقدية.

NFA_t : صافي الأصول الأجنبية.

NCG_t : الطلب على الأصول الصافية للحكومة.

$CDMB_t$: الطلب على الودائع النقدية للبنوك.

CPS_t : طلب القطاع الخاص.

OIN_t : أصول صافية أخرى.

إن التغير في المتغيرات في الجانب الأيمن من المعادلة يؤثر مباشرة على الاحتياطات النقدية وبالتالي يمكن كتابة المعادلة (1) كالتالي:

$$\Delta RM_t = \Delta NFA_t + \Delta NCG_t + \Delta CDMB_t + \Delta CPS_t + \Delta OIN_t \dots \dots \dots (2)$$

لتحديد تأثير المؤشرات على الجانب الأيمن من المعادلة (2) يتم قسمة طرفي المعادلة على الاحتياطات

النقدية للفترة السابقة RM_{t-1} (متأخرة بفترة زمنية واحدة)، لتصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$\frac{\Delta RM_t}{RM_{t-1}} = \frac{\Delta NFA_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta NCG_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CDMB_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CPS_t}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta OIN_t}{RM_{t-1}} \dots \dots \dots (3)$$

يمثل الجانب الأيسر من المعادلة معدل نمو الاحتياطي النقدي بينما يمثل الجانب الأيسر مساهمة الأصول

المختلفة في معدل الاحتياطي النقدي، المعادلة (3) يمكن كتابتها على الشكل التالي:

$$\frac{\Delta RM_t}{RM_{t-1}} = \frac{\Delta NFA_t}{RM_{t-1}} \cdot \frac{NFA_{t-1}}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta NCG_t}{RM_{t-1}} \cdot \frac{NCG_{t-1}}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CDMB_t}{RM_{t-1}} \cdot \frac{CDMB_{t-1}}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta CPS_t}{RM_{t-1}} \cdot \frac{CPS_{t-1}}{RM_{t-1}} + \frac{\Delta OIN_t}{RM_{t-1}} \cdot \frac{OIN_{t-1}}{RM_{t-1}} \dots \dots \dots (4)$$

هذه المعادلة تشير إلى أن معدل نمو الاحتياطي النقدي يساوي ترجيح مجموع معدلات نمو أصول

البنك المركزي المختلفة.¹

ج- الطريقة الثالثة: يستند معامل التعقيم في هذه الطريقة إلى المعامل β في معادلة الانحدار التالية:

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t} \cdot \Delta NFA_{i,t,m} + \varepsilon_{i,t,m}$$

حيث: $\Delta NDA_{i,t,m}$: التغير الشهري في صافي الأصول المحلية لدى البنك المركزي في البلد i في الشهر m في

السنة t , $\Delta NFA_{i,t,m}$: التغير الشهري في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي في البلد i في الشهر m

في السنة t .

يقيس هذا المؤشر جهد البنك المركزي من أجل تعقيم أثر زيادة الاحتياطات على القاعدة النقدية

وذلك عن طريق تخفيض رصيد الأصول المحلية.

- عندما يكون $\beta \leq -1$ فإن ذلك يدل على التعقيم النقدي الكامل.

- عندما يكون $\beta = 0$ فإن ذلك يدل على عدم وجود تعقيم.

¹ Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, op.cit, P:05.

- عندما يكون $\beta > -1$ فإن ذلك يدل على إفراط في التعقيم.¹

د- **الطريقة الرابعة:** تعتمد هذه الطريقة على دالة رد فعل السياسة النقدية والتي تعطى بالعلاقة التالية:

$$\Delta D = f_0 + f_1 \Delta R_t + f_2 (\hat{P} - \hat{P}^*)_{t-1} + f_3 (Y - Y^*)_{t-1} + f_4 t + \sum_{i=5}^8 f_i DUM + \varepsilon_t$$

حيث: D : الطلب على الاحتياطي النقدي.

R : الاحتياطات الأجنبية.

P : المستوى العام للأسعار المحلية.

P^* : المستوى العام للأسعار الأجنبية.

Y : الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

Y^* : الناتج الأجنبي الإجمالي الحقيقي.

DUM : متغيرة صماء ربع سنوية.

الهدف من إدراج الفرق في المستوى العام للأسعار المحلي والأجنبي والفرق في الناتج الإجمالي المحلي والأجنبي هو أن متخذي القرار لن تتوفر لديهم البيانات حول قيم المتغيرات في الربع الأخير وبالتالي يستخدمون بيانات الربع الذي قبله $t-1$ ، واستخلاص تأثير هذه المتغيرات على معدل النمو النقدي.²

هـ- **الطريقة الخامسة:** تعتمد هذه الطريقة على تقدير مؤشر يعكس جهد البنك المركزي من أجل منع تسبب زيادة القاعدة النقدية في توسيع عرض النقود، يصبح هذا المؤشر هو المعامل δ في معادلة الانحدار التالية:

$$\Delta M 2_{i,t} = \alpha_{i,t} + \delta_{i,t} \cdot \Delta NFA_{i,t} + v_{i,t}$$

حيث $\Delta M 2_{i,t}$: هو التغير في عرض النقود لدى البنك المركزي في البلد i في السنة t ، $\Delta NFA_{i,t}$: التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى البنك المركزي في البلد i في السنة t .

- عندما يكون $\delta = 1$ فإن ذلك يدل على عدم وجود تعقيم.

- عندما يكون $\delta = 0$ فإن ذلك يدل على التعقيم النقدي الكامل.³

و- **الطريقة السادسة:** تعتمد هذه الطريقة على دالة رد فعل البنك المركزي وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\Delta DA_t = Z_t - a(CA_t + K_t) \dots \dots \dots (1)$$

هذه الصيغة تشير إلى تعقيم التأثيرات النقدية لميزان المدفوعات بالتغير في الأصول المحلية للبنك المركزي.

¹ صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:130.

² Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, op.cit, P:07.

³ Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose, *Capital Inflows: Macroeconomic, Implications and Policy Responses*, IMF Working Paper 09/40, International Monetary Fund, Asia and Pacific Department and Research Department, March 2009, P:18.

حيث DA : تمثل الأصول المحلية للبنك المركزي.
 Z : تمثل شعاع المتغيرات المؤثرة على السياسة النقدية (الاحتياطات الأجنبية، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، رصيد الموازنة العامة للدولة، سعر الصرف).
 a : درجة التعقيم.

CA : رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات.
 K : صافي التغير في الأصول الأجنبية ويشار إليها عادة بالتغير في الاحتياطات الدولية.
 لقياس رد فعل البنك المركزي يمكن كتابة:

$$MP = DA + BA \dots \dots \dots (2)$$

حيث: MP : يدل على التغير في السياسة النقدية.
 DA : التغير في مستوى الأصول المحلية.
 BA : مستوى القاعدة النقدية المعدلة بالتغير في مستوى الاحتياطات.
 بدمج المعادلتين (1) و (2) يمكن استخلاص دالة رد فعل البنك المركزي كما يلي:

$$\Delta MP_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta FA_t + \alpha_2 \Delta Y_t + \alpha_3 \Delta e_t + \alpha_4 DEF_t + \alpha_5 DEY_t + u_t (3)$$

حيث أن المتغيرات المضافة والواردة في هذه المعادلة تمثل مكونات الشعاع Z في المعادلة (1) السابقة.¹

3- دراسات تجريبية حول معامل التعقيم: الجدول رقم 1-13 يلخص مجموعة من الدراسات التجريبية التي أجريت على مجموعة من الدول خلال فترات زمنية مختلفة باستخدام طرق مختلفة، منها ما اعتمد على طريقة المربعات الصغرى العادية وبعضها تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة، كما استخدمت دراسات أخرى نماذج أشعة الانحدار الذاتي والتكامل المشترك، إضافة إلى نماذج المعادلات الآتية.

الجدول رقم 1-13: الدراسات التجريبية لمعامل التعقيم في مجموعة من الدول.

معامل التعقيم	الفترة	الدول	الباحث
0.96-	1992-1980	ألمانيا	<i>Brissimis et al. (2002)</i>
من 0.92- إلى 0.97-	2005-1999	الصين	<i>Ouyang et al. (2007)</i>
من 0.6- إلى 0.7-	1994-1980	كوريا	<i>Kim (1995)</i>
من 0.9- إلى 0.96-	1989-1975	إسبانيا	<i>Pérez Campanero (1990)</i>
0.11-	1996-1993	النشيك	<i>Christensen (2004)</i>
1.002-	1997-1992	المجر	<i>Siklos (2001)</i>
0.81-	2005-2001	صربيا	<i>Palić (2005)</i>
0.54-	1993-1990	تركيا	<i>Emir et al. (2000)</i>
0.88-	1999-1995	تركيا	

¹ Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, op.cit, PP:07-08.

الجدول رقم 1-13: (تابع)

0.37-	1997-1989	تركيا	<i>Celasun et al. (1999)</i>
من 0.82- إلى 0.91-	1997-1990	تركيا	<i>Altinkemer (1998)</i>
0.5-	2006-2001	باكستان	<i>Waheed (2007)</i>
0.72-	2001-1982	باكستان	<i>Qayyum and Khan (2003)</i>
من 0.7- إلى 0.8-	2003-2000	باكستان	<i>Jan et al. (2005)</i>
0.59-	2001-1991	الأرجنتين	<i>Hanke (2002)</i>
0.06-	2002-1997	البوسنة والمهرسك	
0.76-	2002-1998	بلغاريا	
0.44-	2002-1992	إستونيا	
0.73-	2002-1994	هونغ كونغ	
0.73-	2002-1994	ليتوانيا	
1.11-	1997-1990	كوريا	<i>Cavoli and Rajan (2005)</i>

المصدر:

Igor Ljubaj, Ana Martinis, Marko Mrkalj, *Capital Inflows and Efficiency of Sterilisation – Estimation Sterilisation and Offset Coefficients*, Working Paper 24, Croatian National Bank, Zagreb, Croatia, April 2010, P:23.

4- التجارب الدولية لسياسة التعقيم: طُبِّقَت سياسة التعقيم في العديد من الدول خاصة النامية منها، واختلقت أشكال تطبيق هذه السياسة من دولة إلى أخرى، إضافة إلى اختلاف درجة التدخل والنتائج المترتبة عن عملية التعقيم ومدى تحقق النتائج المطلوبة من قبل السلطات النقدية.

أ- تجربة التعقيم في الأردن: نجح البنك المركزي الأردني في تعقيم تدفقات رأس المال الداخل إلى الأردن، حيث بلغت درجة التعقيم 81% خلال الفترة 1993-2008، كما أدت عملية التعقيم إلى نتائج إيجابية من خلال التحكم في معدلات نمو التضخم والسيولة النقدية، إضافة إلى تخفيض الارتفاع السريع في سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار الأردني والذي لم يتجاوز 10%، علاوة على ذلك تم تخفيض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمار إضافة إلى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي.¹

ب- تجربة التعقيم في ماليزيا: أدت الزيادة في التدفقات الرأسمالية الناتجة عن الفائض في حساب رأس المال إلى تراكم الاحتياطات الدولية وزيادة السيولة في النظام البنكي على مدار سنة 2007، وهذا ما أدى إلى ظهور سيولة محلية كبيرة انتقلت من 50.9 مليار إلى 298.6 مليار، وهذا ما شكل تحدياً كبيراً للبنك الوطني الماليزي من خلال امتصاص السيولة الفائضة لمنع تصعيد الآثار التضخمية، ومن خلال تطبيق سياسة التعقيم تم امتصاص ما نسبته 41.3% من السيولة الفائضة بنهاية ديسمبر 2007.²

¹ Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, op.cit, P:35.

² Ooi Sang Kuang, *Capital flows and financial assets in emerging markets: determinants, consequences and challenges for central banks: the Malaysian experience*, Bank for International Settlements, Papers No 44, (Financial globalisation and emerging market capital flows), Monetary and Economic Department, Basel, Switzerland, December 2008, P:334.

ثانياً: 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.¹

تحدد خصائص سياسة سعر الصرف استناداً إلى مؤشر ضغوط أسواق الصرف وهو مزيج من الحركات في سعر الصرف وفي الاحتياطات الدولية، ومؤشر المقاومة والذي يحصل عليه كنتاج قسمة التغيرات في الاحتياطات على مؤشر ضغوط أسواق الصرف والذي تتراوح قيمته بين الصفر والواحد الصحيح.²

1- مؤشر ضغوط أسواق الصرف: بالرغم من أن العديد من الدراسات تقدم الطرق الكمية لقياس ضغوط أسواق صرف العملات الأجنبية إلا أن معظمها مشتق من النموذج المقترح من طرف *Girton and Roper (1977)* حيث أن الفائض أو العجز في عرض العملات يمكن أن يقابل بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بأخذ بعين الاعتبار احتياطات الصرف، وبالتالي فإن تدفقات رؤوس الأموال سوف تنشط التبادل في سوق العملات وهذا يمكن التحكم فيه من خلال مجموعة من السياسات.³

يعرف مؤشر ضغوط أسواق الصرف بأنه المتوسط المرجح للتغير في سعر الصرف الاسمي مقارنة بالبلد المرجعي في السنة t والتغير في الاحتياطات الأجنبية في السنة t ، والأوزان الترجيحية⁴ هي مقلوب الانحرافات المعيارية لهذين العنصرين، وذلك من أجل التأكد من عدم هيمنة أي منهما على المؤشر كما يلي:⁵

$$EMP_{i,t} = \frac{1}{\sigma_{\Delta\%er_{i,t}}} \Delta\%er_{i,t} + \frac{1}{\sigma_{\Delta\%res_{i,t}}} \Delta\%res_{i,t}$$

حيث: $EMP_{i,t}$: مؤشر ضغوط أسواق الصرف.

$\Delta\%er_{i,t}$: النسبة المئوية للتغير من سنة إلى أخرى في سعر الصرف الثنائي لعملة البلد i مقابل عملة

$$\Delta\%er_{i,t} = \frac{er_{i,t} - er_{i,t-1}}{er_{i,t-1}}$$

البلد المرجعي⁶، ويحسب كما يلي:

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 57-59.

² صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

³ Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose, *Capital Inflows: Macroeconomic, Implications and Policy Responses*, op.cit, P:14.

⁴ تستخدم دراسة *Weymark* سنة 1995 أوزاناً ترجيحية تتسق مع النموذج، وعلى وجه الخصوص أوزاناً ترجيحية تستند إلى تقدير مرونة الطلب على النقود إزاء التغير في أسعار الفائدة، وتستخدم دراسة *Van Poeck and Van Hooydonk Pentecost* سنة 2001 تحليل العناصر الأساسية للحصول على الأوزان الترجيحية.

⁵ صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 129-130.

⁶ تم تحديدها على أساس دراسة *Levy-Yeyati and Sturzenegger* سنة 2005.

$\Delta\%res_{i,t}$: التغير في صافي الأصول الأجنبي لدى البنك المركزي في البلد i في السنة t بعد تعديله

$$\Delta\%res_{i,t} = \frac{res_{i,t} - res_{i,t-1}}{res_{i,t-1}}$$

بالقاعدة النقدية في السنة $t-1$ ، ويحسب كما يلي:

الانحرافان المعياريان للمتغيرين $\Delta\%res_{i,t}$ و $\Delta\%er_{i,t}$ في السنة t : $\sigma_{\Delta\%res_{i,t}}$ ، $\sigma_{\Delta\%er_{i,t}}$

2- مؤشر المقاومة: يتم استخدام مؤشر ضغوط أسواق الصرف لحساب مؤشر المقاومة والذي هو عبارة

عن الجزء الأول من علاقة مؤشر ضغوط أسواق الصرف وهو $\frac{\Delta\%er_{i,t}}{\sigma_{\Delta\%er_{i,t}}}$ مقسوما على المؤشر نفسه $EMP_{i,t}$ ،

والنسبة مطروحة من الواحد، كما يلي:

$$RI_{i,t} = 1 - \left[\left(\frac{\Delta\%er_{i,t}}{\sigma_{\Delta\%er_{i,t}}} / EMP_{i,t} \right) \right] = \left[\left(\frac{\Delta\%res_{i,t}}{\sigma_{\Delta\%res_{i,t}}} / EMP_{i,t} \right) \right]$$

حيث $RI_{i,t}$: مؤشر المقاومة.

بما أن هذا المؤشر يمكن أن يأخذ أي قيمة يمكن تحديده بمجال¹، فعندما يكون المؤشر مساويا لـ "0"

فيعني ذلك وجود مقاومة ضعيفة لضغوط لسعر الصرف وبالتالي يسمح لسعر الصرف التحرك بمرونة، أما إذا

كانت قيمته مساوية لـ "1" فإن ذلك يدل على قوة مقاومة ضغوط أسواق الصرف وبالتالي عدم السماح

لسعر الصرف بالتحرك في أي اتجاه، أما القيم المحصورة بين "0" و"1" تدل على مقاومة عادية لضغوط سوق

الصرف وبالتالي يمكن التدخل بشكل جزئي في سوق الصرف.²

3- بعض التجارب الدولية لإدارة سعر الصرف: لقد لجأت إسبانيا والشيلى 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 الشيلى والمكسيك إلى درجة أكبر من المرونة وإن كانت محدودة.³

ارتفعت قيمة العملة في كل من البرازيل، كوريا وتايلند مما أجبر هذه الدول على تبني سياسة سعر

صرف أكثر مرونة لهدف حل إشكالية عدم توافق السياسات الاقتصادية وهو ما نتج عنه امتصاص التدفقات

الرأسمالية.⁴

¹ إذا كانت قيمة المؤشر سالبة أو مساوية للصفر يعطى له قيمة محددة "0"، أما إذا كان بين "0" و"0.25" يعطى له القيمة "0.2"، أما إذا كان بين

"0.25" و"0.5" يعطى له القيمة "0.4"، أما إذا كان بين "0.5" و"0.75" يعطى له القيمة "0.6"، أما إذا كان بين "0.75" و"1" يعطى له القيمة

"0.8"، أما إذا كان يساوي الواحد أو قيما أكبر من الواحد يأخذ المؤشر قيمة محددة هي "1".

² Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose, *Capital Inflows: Macroeconomic, Implications and Policy Responses*, op.cit, PP:15-16.

³ سوزان سكدالر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مرجع سبق ذكره، ص:22.

⁴ Dubravko Mihaljek, *The financial stability implications of increased capital flows for emerging market economies*, Bank for International Settlements Working Paper N:44 "Financial globalisation and emerging market capital flows", Monetary and Economic Department, Basel, Switzerland, December 2008, P:32.

ثالثاً: سياسات أخرى للتحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية: هناك سياسات أخرى يمكن

استخدامها للتأثير على التدفقات الرأسمالية من بينها:¹

1- 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.

2- الإدارة الجيدة للديون قصيرة الأجل بالعملة الأجنبية: حيث بينت الأزمات الأخيرة أن ارتفاع نسبة الديون الخارجية قصيرة المدى إلى الاحتياطي الأجنبي تعتبر مؤشراً على الهشاشة المالية للاقتصاد واحتمال نشوب أزمات.

3- سياسة الرقابة والتحوط للنظام البنكي: وذلك من خلال دعم الرقابة التحوطية والمراقبة المستمرة للوضع المالي للبنوك، وبالأخص متابعة الالتزامات الخارجية بالعملة الأجنبية والتأكد من أن تقلبات أسعار الصرف لا تؤثر على الوضع المالي للاقتصاد.

4- 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 بالعملة الأجنبية. إن التنبؤ بمستقبل رأس المال العالمي لا بد أن يرتبط باتجاهات العرض والطلب على الادخارات العالمية، فجانب 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 بآفات 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 والنامية على حد سواء من خلال الاتفاق على القيام بمجموعة من الإصلاحات بما يكفل 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 سميّت بـ "ضريبة توبين" وهناك دافعان لهذا المقترح:²

- 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.

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص: 71-75.

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

5- سياسة 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، غير 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.¹

تُعتبر تجربة دولة الشيلي من أهم تجارب الدول المطبقة لهذه السياسة حيث أدت متطلبات الاحتياطي الإجباري إلى قيام البنك المركزي الشيلي إلى عملية انتقاء تدفقات رؤوس الأموال خلال الفترة 1991-1998 من خلال فرض ضريبة على هذه التدفقات، والتي كانت تهدف إلى:

- تفادي انخفاض قيمة العملة المحلية.

- تحسين استقلالية السياسة النقدية.

- تخفيض الضعف المالي الذي أدى إلى زيادة الدين الخارجي.

تم اقتراح تخفيض الفروق في أسعار الفائدة، وتحديد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وذلك لعزل الاقتصاد عن الصدمات الخارجية.

يرى *Baghwati* (1998) أن عملية التحكم في رأس المال تؤدي إلى الحد من عدوى الأزمات والصدمات المالية، علاوة على ذلك يستدل *Edwards* (1998) بأن عملية التحكم في رأس المال في الشيلي كانت مطبقة كذلك في أواخر السبعينات وبداية الثمانينات إلى أن الدولة لم تسلم من حدة الصدمات والأزمات الخارجية، في حين أكدت العديد من الدراسات التجريبية أن الاحتياطي الإجباري المطبق في الشيلي كان له تأثيراً سلبياً على التمويل المحلي، إضافة إلى التمييز في عملية التمويل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تكن قادرة على الدخول إلى التمويل طويل الأجل لارتفاع التكاليف، ويشير *Cowan and De Gregorio* (2006) أن الاحتياطي الإجباري كان له بعض التأثير السلبي على رأس المال الأجنبي من خلال الوساطة الضعيفة للبنوك المحلية.²

6- السياسة المالية: إن الدور الذي تلعبه السياسة المالية في مواجهة التدفقات الرأسمالية الكبيرة يمثلها التغيير في نمو النفقات الحكومية الحقيقية غير مدفوعة الفوائد، ورغم أنه من الممكن النظر في تدابير أخرى في إطار السياسة المالية، كإيرادات الحكومة أو رصيد الموازنة العامة للدولة، فإن هذه المتغيرات مرتبطة بدرجة أوثق بالتغيرات الدورية في الاقتصاد المعني.³

¹ أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص:70.

² *Jorge Desormeaux, Karol Fernández and Pablo García, Financial implications of capital outflows in Chile: 1998-2008, op.cit, P:125.*

³ صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص:116.

يرى كل *Vegh و Reinhart و Kaminsky* سنة 2004 أن استخدام متغيرات أخرى كنسبة الناتج المحلي الإجمالي يمكن أن يعطي نتائج مضللة نظراً لانعكاس أثر الناتج على أثر السياسة الضريبية، كما يؤكد كل من *Perotti و Gavin (1997)*، *Braun (2001)*، *Dixon (2003)*، *Lane (2003)*، و *Calderon و Schmidt و Hebbel (2003)* استخدام معدل نمو الإنفاق الحكومي، ولتدعيم هذا المؤشر يتم حساب كذلك إنحراف الإنفاق الحكومي الحقيقي عن الاتجاه العام.¹

إن تطبيق السياسة المالية للتحكم في عدم استقرار تدفقات رؤوس الأموال يدفع الحكومة إلى تطبيق خطوتين أساسيتين:

- تتمثل الخطوة الأولى في التخلص من عبء الدين الخارجي من خلال استخدام فائض الموازنة العامة إضافة إلى الإيرادات الناتجة عن خصخصة المشاريع المملوكة للدولة.
- أما الخطوة الثانية فتتمثل في تخفيض الإنفاق الاستهلاكي والإنفاق الاستثماري من أجل التخلص من تبعية الدولة للاقتراضات الخارجية، وحماية النشاطات الأساسية المولدة للدخل الذي يحفز النمو الاقتصادي طويل الأجل.²

¹ Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose, *Capital Inflows: Macroeconomic, Implications and Policy Responses*, op.cit, P:20.

² Miranda Goeltom, *Capital flows in Indonesia: challenges and policy responses*, Bank for International Settlements Papers No 44, "Financial globalisation and emerging market capital flows", International Monetary Fund, December 2008, P:280.

خلاصة الفصل:

تعتبر حركة رؤوس الأموال الدولية تياراً عكسياً لحركة السلع والخدمات بين الدول وما يتبعها من تبادل للنقود، وانتقال رؤوس الأموال وتبادل العملات يتطلب تسوية الحسابات المالية الناتجة عنها سواء بين المؤسسات أو بين الدول، وبما أن الحسابات الجارية تقيد المعاملات الحقيقية بين أطراف التبادل فإن حساب رأس المال يسجل من خلاله مختلف حركات أنواع رأس المال بأشكالها المختلفة، كالاستثمارات، القروض والمنح والمساعدات.

أثار الارتفاع الكبير في تدفقات رؤوس الأموال بين الدول جدلاً كبيراً بين الاقتصاديين حول ما إذا كانت ظاهرة مؤقتة نتجت بسبب تغير العوامل الدورية في الاقتصاد الدولي، أم هي نتيجة لتغيرات هيكلية طويلة الأجل، فقسمت الدراسات الحديثة الأسباب المؤدية إلى حركة رؤوس الأموال بين الدول إلى قسمين، يتعلق القسم الأول بالعوامل والحوافز الداخلية والتي تؤدي إلى جذب رأس المال إلى داخل الدولة المستضيفة كبرامج استقرار الأسعار، سياسات تؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار، تخفيضات في التعريفات الجمركية... في حين يركز القسم الثاني على العوامل والأسباب الخارجية التي تؤدي إلى دفع رؤوس الأموال من الدولة المضيفة، كحدوث انخفاض في أسعار الفائدة الدولية، ركود اقتصادي في العالم الخارجي يصاحبه انخفاض في فرص الربح إضافة إلى وجود فرص للتنويع الاستثماري.

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، حيث أن 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، فبالإضافة إلى سياسة الرقابة أثبتت سياستي التعقيم وسعر الصرف فعاليتها في التحكم في التدفقات الفجائية لرأس المال فضلاً عن السياسات الإستراتيجية المستخدمة في ذلك كسياسات التحرير التدريجي وإدارة الديون الخارجية.

الفصل الثاني

نظرية سعر الصرف
والتوجه الحديث لأنظمة
الصرف الدولية

الفصل الثاني

نظرية سعر الصرف والتوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية

تمهيد:

تعتبر سياسة سعر الصرف إحدى السياسات النقدية واسعة النطاق في الدول النامية والتي ينبغي استخدامها بمرونة وفعالية من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية، حيث تبنت بعض الدول فكرة تثبيت أسعار الصرف في إطار برامج إصلاح، واعتبرت دولاً أخرى نظام التعويم نظاماً مناسباً لتحقيق المكاسب خاصة إذا تحققت ظروف الاستقرار المالي والنقدي نظراً للتعديلات التلقائية التي تحقق التوازن في ظل نظام التعويم.

لقد أخذ سعر الصرف مكانة هامة في مسار تطور النظام النقدي الدولي، فرغم مراحل التثبيت التي شهدتها سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب وبشكل أقل في ظل نظام بريتون وودز إلا أن موجة التعويم التي كانت نتاج لانهيار نظام "دولار-ذهب" كانت التوجه الحديث لأنظمة الصرف في دول العالم خاصة النامية منها، فضلاً عن احتفاظ دولاً أخرى بأنواع أنظمة التثبيت.

تُمثّل قضية اختيار نظام الصرف أهم الأسئلة الكلاسيكية الهامة في مجال الاقتصادي النقدي الدولي، حيث أن الانتقال غير المنظم للدول من أنظمة التثبيت باتجاه أنظمة أكثر مرونة عصف بمعظمها إلى أزمات وهذا ما خلق فوضى نقدية واضطرابات تضخمية ومضاربات بحكم أن عملية الانتقال تكون وفق استراتيجيات وآليات تتعلق بالمحافظة على الاستقرار المالي والنقدي للدولة.

أدت حرية اختيار نظام الصرف إلى وضع الخبراء الاقتصاديين لمجموعة من التصنيفات لأنظمة الصرف حيث تتموقع الدول في أحد فئاتها وفق درجة المرونة التي تتمتع بها عملة البلد عُرفت بالتصنيفات الواقعية (الطبيعية) نظراً لتميزها بالمرونة في الاختيار، وبمقابل ذلك يضع صندوق النقد الدولي تصنيفات رسمية منذ انهيار نظام بريتون وودز وما قبله أشهرها تصنيف 1999 الذي لم يشهد تعديلات كبيرة مقارنة بالتصنيفات الحالية لأنظمة الصرف.

يهدف هذا الفصل إلى الطرح النظري لسعر الصرف ومكانته في ظل مراحل تطور النظام النقدي الدولي ودوافع ومتطلبات التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولي من خلال المباحث التالية:

- **المبحث الأول** سيتم التطرق من خلاله إلى الإطار المفاهيمي لسعر الصرف وأنظمة الصرف من خلال طرح مفاهيم عامة حول سعر الصرف الأجنبي وإبراز مكانته في النظام النقدي الدولي إضافة إلى أنظمة الصرف الدولية ومتطلبات وآليات الانتقال من أنظمة التثبيت إلى أنظمة التعويم.
- **المبحث الثاني** خصص للتصنيفات الواقعية والتصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف الدولية ومتطلبات إصلاح النظام النقدي الدولي مع تحليل أهم التطورات في مجال اختيار أنظمة الصرف في دول العالم.

المبحث الأول: مفاهيم نظرية لأنظمة الصرف الدولية

يعتبر سعر الصرف 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 وتقويم 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.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول سعر الصرف الأجنبي.

تمثل العملة النقدية وسيلة تداول بنص القانون، كما تعتبر وحدة قياس في الدولة التي تقوم باستخدامها ونظراً للروابط المتشابكة بين الدول سواء في العلاقات المالية والنقدية أو العلاقات التجارية يتعين على الأفراد والشركات التعامل بالعملة المحلية وما يقابلها من عملات أجنبية باعتبارها مخزونا للقيمة والتي يتم التعبير من خلالها عن حجم المعاملات الاقتصادية بين القطاعات المختلفة في الدول المختلفة، وهو ما يصطلح عليه بسعر الصرف الأجنبي.

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.¹

كما يمكن تعريفه بأنه ثمن عملة دولة ما مقومة في شكل عملة دولة أخرى²، ويقصد به نسبة أو

سعر مبادلة عملة ما بعملة أخرى، وهكذا تُعدُّ إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر

النقدي لها.³

تعتمد الكيفية التي يتحدد بها سعر الصرف على نظام المدفوعات المتبع في البلد حيث يمكن التمييز بين

نوعين من التسعير، إذ يُعرّف سعر الصرف وفقاً لطريقة التسعير غير المباشر (غير الأكيد) على أنه سعر الوحدة

من عملة معينة في شكل وحدات من العملة الوطنية، فإذا كنا في بلد ما (الجزائر مثلاً) فسعر الصرف بالتسعيرة

غير المباشرة هو 1 دولار يعادل 79,3684 دينار جزائري سنة 2013.⁴

أما التسعير المباشر (الأكيد) فيعرف سعر الصرف على أساسه على أنه سعر الوحدة الواحدة من

العملة الوطنية مقوماً في شكل وحدات من العملة الأجنبية، ففي المثال السابق سعر الصرف بالتسعيرة المباشرة

هو أن 1 دينار جزائري يعادل حوالي 0,0126 دولار أمريكي.⁵

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

² زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005، ص: 44.

³ عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص: 147.

⁴ استناداً إلى إحصائيات البنك الدولي 2014.

⁵ زينب حسين عوض الله: "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية، 1998، ص: 80.

ثانياً: أنواع سعر الصرف: يمكن النظر إلى سعر الصرف وفق الصيغ والأشكال التالية:

1- سعر الصرف الاسمي: يمثل سعر العملة الجاري الذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من سلع وخدمات ما بين البلدين، ويتغير هذا السعر يومياً وتسمى هذه التغيرات بالتدهور والتحسين.¹

2- سعر الصرف الحقيقي: يعتبر مقياس للأسعار النسبية للإنتاج الوطني بدلالة الإنتاج الأجنبي، ويعطى

$$e_r = e_n \frac{P}{P^*}$$

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 المعني²، كما 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

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

3- سعر الصرف الفعلي: لقياس قوة أو ضعف العملة المحلية النسبي عندما يكون هناك العديد من الشركاء التجاريين لا بد من تكوين مؤشر يشمل وزناً لكل عملة تبعاً 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).⁴

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

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.

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 هزاع مفلح: «التحويل الدولي» منشورات جامعة حلب، 2007، ص: 275-276.

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

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

حيث: X_i : صادرات الدولة i .

M_i : واردات الدولة i

n : عدد الدول.

X_{Total} : الصادرات الإجمالية

M_{Total} : الواردات الإجمالية.

$$e_{ef} = \sum eI_i w_i \quad \text{ويكون سعر الصرف الفعلي } e_{ef} \text{ كالتالي:}^1$$

كما يمكن التمييز بين سعر الصرف الفعلي للصادرات وسعر الصرف الفعلي للواردات:²

فسعر الصرف الفعلي للصادرات يُعرّف على أنه عدد الوحدات من العملة المحلية الممكن الحصول عليها لقاء ما تبلغ قيمته دولاراً واحداً 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.

أما سعر الصرف الفعلي للواردات فيعرف على أنه عدد الوحدات من العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولاراً واحداً من الواردات على أن تؤخذ في الاعتبار التعريفات الجمركية والرسوم الإضافية والفائدة على ودائع الاستيراد وغيرها من التدابير التي تؤثر في سعر الواردات.

4- سعر الصرف الفعلي الحقيقي: يُعتبر سعر الصرف الفعلي سعراً اسمياً بحكم أنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن أجل أن يكون هذا المؤشر أكثر دلالة على تنافسية البلد تُجاه الخارج، لابد أن يخضع إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، ويمكن التعبير عن سعر الصرف الفعلي الحقيقي $e_{ef.r}$ من خلال العلاقة التالية:³

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

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

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

1 هزاع مفلح: «التمويل الدولي» نفس المرجع السابق، ص: 276.

2 محمود حميدات: «مدخل للتجليل النقدي» ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص: 76-77.

3 قادي عبد المجيد: «المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 106-

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.

$IRER_{pr}$: 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:¹

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.

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.

رابعا: المحددات الأساسية لسعر الصرف: يلخص *David Eiteman* في الشكل رقم 1-2 مجموعة من

المتغيرات المحددة لسعر الصرف، حيث تم تقسيمها إلى ثلاث مجموعات:

- تركز الأولى على شروط التكافؤ والتي تمثل المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بين اقتصاد البلد المحلي

والاقتصاد الخارجي.

- تمثل المجموعة الثانية العناصر المتعلقة بميزان المدفوعات (تدفقات الاستثمارات ومستويات الاحتياطات)،

إضافة إلى طبيعة نظام الصرف المتبع.

- أما المجموعة الثالثة فتشمل باقي متغيرات الاقتصاد الكلي (كمعدلات النمو الاقتصادي، السيولة

النقدية...) وشروط الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي (ميكانيزمات الرقابة وإدارة المخاطر واستقرار السياسة

الاجتماعية).

¹ عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي"، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

الشكل رقم 2-1: أهم محددات سعر الصرف



المصدر:

Eiteman David et Autres, *Gestion et Finance Internationales*, Pearson Education, Edition 10, 2004, P :106.

ومن بين أهم النظريات المحددة لسعر الصرف ما يلي:

1- تعادل القوة الشرائية: تقوم النظرية على تساوي سعر الصرف بين عملتين لدولتين مختلفتين عندما تتساوى قوتهما الشرائية، حيث أن سعر الصرف بين عملة دولتين يساوي نسبة مستوى سعر سلة ثابتة من السلع والخدمات في الدولتين، فعند ارتفاع الأسعار في إحدى الدولتين (تضخم) فإن قيمة عملتها سوف تنخفض للعودة إلى تعادل القوة الشرائية.¹

2- 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.²

¹ دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2011، ص:39.

² قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص:120.

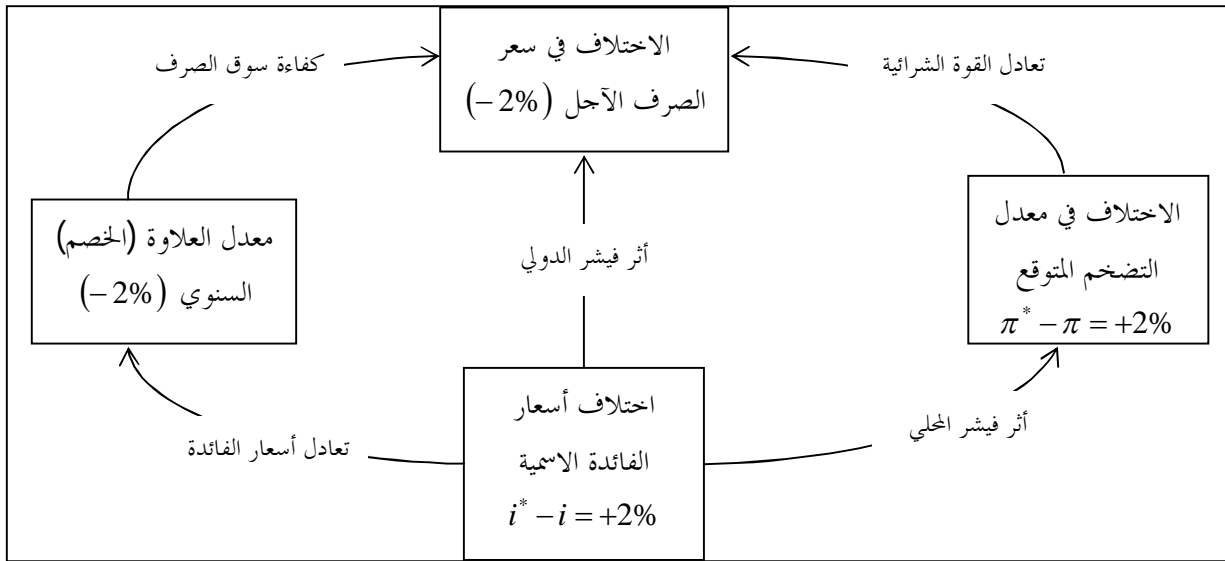
3- أثر 'فيشر' المحلي: تنص قاعدة 'فيشر' على أن معدل الفائدة متساوٍ في كل الدول بسبب قيام المضاربين بعمليات المراجحة، والفرق في مستويات الفائدة الاسمية بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يساوي الفرق بين مستوى التضخم المتوقع بين البلدين.¹

4- أثر 'فيشر' الدولي: يبين أثر فيشر الدولي أن سعر الصرف يجب أن يتغير بنسبة معينة معادلة إلى التباين في معدل الفائدة في الاتجاه المعاكس، وأظهرت هذه النظرية أن العملات النقدية القوية تستفيد من علاوة مخاطر أسعار الصرف، وأن التغيرات في أسعار الصرف المنتظرة كانت أكثر ارتفاعاً من التباين في معدل الفائدة.²

5- كفاءة سوق الصرف: تنص هذه النظرية على أن السوق الكفؤة هي السوق التي تعكس الأسعار فيها جميع البيانات المتاحة وبالتالي الفروق في سعر الصرف الآجل يعكس معدلات الخصم (أو العلاوة) التي يحققها المتعاملون في السوق.

يمكن التمييز بين أهم النظريات المحددة لسعر الصرف السابقة الذكر في الشكل رقم 2-2 الذي يبين أهم المتغيرات المحددة لكل نظرية.

الشكل رقم 2-2: طبيعة العلاقات بين النظريات المحددة لسعر الصرف



المصدر:

Peyrard Josette: "Gestion Financiere Internationale", Vuibert, edition:5,1999, P:79.

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

² سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية، نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص:164-166.

خامساً: سياسات سعر الصرف: لتطبيق سياسة سعر الصرف وتحقيق أهدافها ينبغي استعمال مجموعة من الأدوات والوسائل أهمها:

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

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 الصرف الموعوم 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 اعتُبر الفرنك الفرنسي أضعف من المارك الألماني عمَدَ بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الألمانية، إلا أن التكلفة المرتفعة للقرض تهدد النمو.

4- الرقابة على الصرف: تقتضي سياسة الرقابة على الصرف بإخضاع مشتريات أو مبيعات العملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمنع خروج رؤوس الأموال وخاصة الخروج المضاربي.¹

5- وضع 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.²

المطلب الثاني: تقييم أنظمة الصرف الدولية ومتطلبات الانتقال إلى أنظمة التعويم

يعكس نظام الصرف استراتيجية الدولة في تحديد سعر صرفها والتحكم فيه مقابل عملات الدول الأخرى، وعلى هذا الأساس يعتبر اختيار نظام الصرف من أهم السياسات الاقتصادية للدولة والذي يتوافق مع خططها الاقتصادية، كما تختلف الدول في اختيار نظام صرف معين استناداً إلى درجة مرونة كل نظام (أنظمة

¹ فدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص: 134-136.

² سميرة إبراهيم أيوب: "صندوق النقد الدولي و قضية الإصلاح الاقتصادي والمالي، دراسة تحليلية تقييمية"، مطبعة سامي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2000، ص: 80.

التثبيت ذات المرونة المنعدمة والضعيفة، أنظمة التعويم ذات درجة مرونة مرتفعة، وبين النوعين أنظمة وسيطة ذات مرونة متوسطة ومتفاوتة حسب طبيعة النظام).

أولاً: مفاهيم حول نظام الصرف: يعرف نظام الصرف على أنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، وبالتالي تحديد سلوك سعر الصرف، وهناك اختلافات متعددة لأنظمة الصرف تشكلت أساساً من نظامين: نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المرن.¹

1- نظام الصرف الثابت: من الناحية التاريخية نجد أن هذا النظام استُخدم لفترة طويلة في المعاملات التجارية الدولية، متمثلاً في قاعدة الذهب عبر مراحل تطورها المختلفة² وصولاً إلى التثبيت لعملة رئيسية كالدولار أو الفرنك، أو التثبيت إلى سلة من العملات كسلة حقوق السحب الخاصة.

فنظام الصرف الثابت يستوجب تفضيل التوازن الخارجي على الاستقرار الداخلي، فالدولة التي ترى أن قيمة عملتها قد انخفضت دافعةً تيار الذهب إلى الخارج فإنها تقوم باتباع سياسة مالية انكماشية بُغية تشجيع الصادرات وتقليل الواردات لزيادة الطلب على عملتها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة وبالتالي اقترابها من السعر الرسمي لها، كما يتم توظيف أدوات السياسة النقدية المختلفة من خلال تقليص الائتمان في البنوك التجارية ورفع أسعار الفائدة.³

يتبع هذا النوع من الأنظمة العديد من الدول النامية ذات الروابط الضعيفة مع الأسواق العالمية، إضافة إلى انخفاض التنوع في الإنتاج والتصدير وارتفاع معدلات التضخم، مع ضعف الأسواق المالية المحلية وعدم مصداقية السياسة النقدية للدولة.⁴

هناك مجموعة من المزايا والفوائد التي يتحلى بها نظام الصرف الثابت ويمكن إجمالها بما يأتي:

- يساعد على التكامل النقدي بسبب الاختلافات الطفيفة في شروط التكافؤ، كما يُسهّل من تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.⁵
- استقرار قيمة العملة وزيادة مصداقيتها.⁶

¹ Amina Lahrière-Revil, *Les régimes de change, L'économie mondiale, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999, P:1.*

² مرحلة الذهب الكامل، مرحلة السبائك الذهبية.

³ عبد الحسين الخليل عبد الحسين، *سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية*، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص ص: 84-85.

⁴ Fahrettin Yagci, *Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries, Africa Region Working Paper Series No.16, April 2001, P:5.*

⁵ Mondher Chérif: *"Les taux de change"*, Revue banque édition, 2002, P:87.

⁶ Jian-Guang Shen, *China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations, Bank of Finland Institute for Economies in Transition BOFIT, Helsinki, , No 17, 2001, P:9.*

- توفير ركيزة للأسعار وبالتالي تخفيض التوقعات التضخمية.¹
 - إلى جانب هذه المزايا هناك مجموعة من المآخذ على استخدام نظام الصرف الثابت هي:
 - يحتاج هذا النظام إلى احتياطات كبيرة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي لشراء العملة المحلية للمحافظة على قيمتها.²
 - 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.³
 - فقدان السلطات النقدية لإحدى أدوات السياسة النقدية (سياسة سعر الصرف) التي يمكن استخدامها لمعالجة الاختلال في الموازين الخارجية.⁴
- 2- أنظمة الصرف الوسيطة:** تتميز هذه الأنظمة بالمرونة المحدودة وتراوح بين نظام التعويم المدار (أعلى درجة لمرونة سعر الصرف في ظل الأنظمة الوسيطة) ونظام الهوامش الزاحفة (أقل درجة للمرونة في ظل الأنظمة الوسيطة) وتتغير درجة مرونة سعر الصرف حسب النظام المتبع.
- يتبع هذه الأنظمة العديد من الاقتصاديات الناشئة إضافة إلى دول نامية أخرى، والتي تتميز بقطاع مالي أقوى نسبياً إضافة إلى الاستقرار في أداء السياسات الاقتصادية الكلية.
- من بين مزايا هذه الأنظمة ما يلي:
- تسمح المرونة المحدودة بالامتصاص الجزئي للصدمات.
 - تسمح مصداقية النظام المتبع بإمكانية بقاء الاستقرار والمنافسة في اقتصاد البلد.
 - انخفاض احتمال وقوع أزمات العملة في الأنظمة الوسيطة ذات الهوامش الواسعة.
- يؤخذ على هذه الأنظمة مجموعة من المساوئ هي:⁵
- قلة الشفافية، لأن التدخل في ظل هذه الأنظمة لا يستند إلى معيار معين (حيث لا يمنع التدخل في نظام التعويم المدار كما هو الحال في نظام التعويم الحر، كما أن التدخل في نظام الهوامش الزاحفة قد يفتقد إلى درجة التدخل)، وبالتالي ترتفع درجة عدم التأكد وانخفاض مصداقية النظام المتبع.
 - الحاجة إلى احتياطات دولية كبيرة للتدخل للمحافظة على استقرار قيمة العملة.

¹ 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.

² عبد الحسين الجليل عبد الحسين: سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 84-85.

³ ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، مرجع سبق ذكره، ص: 355.

⁴ هنري توفيق عزام: العملات العربية، أسعار صرف ثابتة أم مرنة؟، اتحاد المصارف العربية، أوت، 2003، ص: 61.

⁵ Fahrettin Yagci, *Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries*, op.cit, P:4.

3- نظام الصرف الموعوم: في ظل هذا النظام يتم السماح لسعر الصرف بالتحرك وفقاً لقوى العرض والطلب على العملة المحلية كأبي سلعة أخرى، وبالتالي تتحدد قيمة العملة عند تساوي الطلب على العملة والمعروض منها.

يتبع هذا النظام الدول الصناعية الكبرى والمتوسطة كما يظهر في بعض الاقتصاديات التي تتميز بالانغلاق في مجال التجارة الدولية مع وجود تكامل مالي كلي مع الأسواق المالية العالمية، مع تنوع الإنتاج والتجارة إضافة إلى عمق وتوسع القطاع المالي.¹

إن المنافع المتحققة من نظام الصرف المرن جعلت منه نظام مرغوباً فيه ومن أهم مزاياه:

- توجيه السياسة النقدية المحلية إلى تعديل سعر الصرف للتعامل مع الصدمات.²
 - استقلالية السياسة النقدية (التعديل العكسي للتوازن الداخلي).
 - التوازن الآلي لميزان المدفوعات (إعادة التوازن الخارجي).
 - انخفاض إمكانية وقوع أزمات العملة.
 - انخفاض حدة المضاربة على العملة.
 - احتياطات العملات الأجنبية ليست ضرورية في عملية التدخل.³
- وقد وُجّهت بعض المآخذ لأنظمة الصرف المرنة منها:
- إمكانية التدخل المفرط من قبل السلطات النقدية لتعديل قيمة العملة بالشكل الذي يتعارض مع أهداف السياسات الاقتصادية الأخرى.
 - إلغاء الدور الفعلي للذهب في ظل هذه الأنظمة واعتباره مخزن للقيمة فقط.⁴
 - خطر العملة والتقلبات المفرطة وإمكانية الانحراف في سعر الصرف بسبب عدم تماثل المعلومات في سوق العملات.⁵

ثانياً: الأسباب الأساسية للانتقال إلى أنظمة التعويم: يُرجع الكثير من الاقتصاديين دواعي التوجه إلى أنظمة التعويم إلى العوامل الرئيسية التالية:⁶

¹ Fahrettin Yagci, *Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries*, op.cit, P:4.

² Jian-Guang Shen, *China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations*, op.cit, P:9.

³ Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, PANOECOMICUS, 2006, P:321.

⁴ عبد الحسين الجليل عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص:96.

⁵ Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, op.cit, P:321.

⁶ بيتر كويرك، هرنان كورتيس-دوغلاس، تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 30، العدد 2، جوان 1993، ص:28-29.

1- عدم كفاية الاحتياطات: عدم توفر المستوى الكافي من الاحتياطات يؤدي إلى عدم استطاعة الدول الدفاع عن سعر صرفها في ظل نظام الصرف الثابت أو الزاحف، وهو ما أبرزته أسواق الصرف الأجنبي، حيث تحتاج الدول إلى موارد مالية واحتياطات كبيرة للمحافظة على ثبات قيمة العملة.

2- الحاجة إلى المعلومات: من الصعب بالنسبة لأي بلد وضع سعر صرف توازني مستدام في ظل أنظمة الصرف الثابتة، خاصة في حالة ما إذا كان البلد يتطلع إلى إصلاحات هيكلية واسعة، وهذا ما يتطلب توفر معلومات مسبقة عن اتجاه السياسات الحكومية في مراحل مسبقة.

3- الافتقار إلى الاستقرار على الصعيد الكلي: ظهر هذا الافتقار في معظم الدول التي اختارت أنظمة التعويم وذلك لارتفاع معدلات التضخم في المراحل الأولى للإصلاح، وفي ظل هذا الوضع أصبحت هناك عقبات أمام التصحيح خاصة في مواجهة أسعار الصرف في الأسواق الموازية في ظل نظام الصرف الثابت.

4- الاعتبارات السياسية: هناك اتصال بين اختيار نظام لسعر الصرف والاعتبارات السياسية، حيث أنه في معظم الحالات كانت البلدان تنتقل إلى أنظمة التعويم بسبب العسر المالي الشديد حيث تبين أن هناك أسباباً سياسية تدعو إلى ترك قوى السوق مسؤولة عن تحديد سعر الصرف.

ثالثاً: الآليات المتبعة في عملية الانتقال إلى أنظمة التعويم: إن عملية الانتقال إلى أنظمة الصرف المرنة تحكمها جملة من العوامل منها:¹

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

- السرعة التي ينبغي الانتقال بها من التثبيت إلى المرونة.

- ترتيب الأولويات من خلال الخروج من نظام التثبيت أو تحرير حساب رأس المال أولاً.

1- تطوير سوق الصرف الأجنبي: يتطلب تطبيق نظام الصرف المرن وجود سوق صرف أجنبي على درجة كافية من السيولة والكفاءة تسمح باستجابة سعر الصرف لقوى السوق، ويعمل على تخفيض عدد موجات التقلب المفرط والانحرافات عن سعر الصرف التوازني والمدة التي تستغرقها هذه الموجات والانحرافات حتى تتحقق عملية "اكتشاف السعر".

تتميز أسواق الصرف في العديد من الدول النامية بالضعف وعدم الكفاءة وهو ما يرجع جزئياً إلى كثرة القواعد المنظمة للنقد الأجنبي كالقيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، والقيود الاحترازية

¹ سيم كاراكاداج، روبا دوتا غوبتا، جيلدا فيرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004، ص: 20.

الصارمة على مراكز التعامل بالعملات الأجنبية، وشروط تسليم حسيطة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي، إضافة إلى تداول النقد الأجنبي بين البنوك مما يجد من فرص اكتشاف السعر المناسب للعملة.¹

لتفعيل دور أسواق الصرف لا بد من توفر الشروط التالية:²

- تخفيض دور البنك المركزي في صناعة السوق بما في ذلك عرض أسعار البيع والشراء.
- زيادة المعلومات في السوق عن مصادر واستخدامات النقد الأجنبي وعن اتجاهات ميزان المدفوعات.
- التخلص تدريجياً من اللوائح التي تخنق السوق كاشتراط تسليم متحصلات النقد الأجنبي إلى البنك المركزي، الضرائب والرسوم الإضافية المفروضة على معاملات النقد الأجنبي، القيود على عمليات التداول فيما بين البنوك.
- توحيد وتبسيط التشريعات الخاصة بالنقد الأجنبي وتجنب التغييرات المخصصة لحالات معينة ومتكررة، وضرورة اتسام لوائح النقد الأجنبي بالسهولة والبساطة والشفافية وانخفاض التكلفة.
- تسهيل وتطوير أدوات للاحتياط من المخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة بمجرد بلوغ المؤسسات المالية قدرة كافية لإدارة المخاطر.

2- تدخل البنك المركزي: في ظل أنظمة التثبيت تستند عادة العمليات الرسمية لشراء وبيع النقد الأجنبي بهدف سد فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين إلى قواعد محددة، (كتحديد توقيت التدخل ودرجة التدخل مسبقاً)، وفي المقابل نجد أنه في ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي إما على أساس اختياري أو استثنائي مع بقاء السلطات النقدية قادرة على التدخل لتهدئة اضطراب الأسواق، توفير النقد الأجنبي، مراكمة الاحتياطات، وبالتالي أي حكومة تتحرك نحو مرونة سعر الصرف لا بد لها من صياغة سياسات تُعنى بأهداف التدخل وتوقيته ومقداره.³

3- رصد وإدارة مخاطر سعر الصرف: أظهرت أزمات عقد التسعينات كيفية إثارة الإدارة الضعيفة لسيولة النقد الأجنبي لأزمة عملة، إضافة إلى إمكانية تحول اقتراض النقد الأجنبي غير المغطى من جانب قطاع الشركات إلى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة.

إن إجراء تحليل شامل وإدارة شاملة لمخاطر سعر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد خطوة رئيسية في قيام البلدان بالتخطيط للتحويل المنتظم من التثبيت إلى التعويم، كما أن مخاطر الصرف موجودة أيضاً في نظام ربط سعر الصرف بعملة أخرى، إلا أن تنظيم وإدارة المخاطر يصبح أكثر إلحاحاً في الأنظمة المرنة حيث تتقلب أسعار الصرف يومياً، وتنطوي إدارة المؤسسات المالية لمخاطر سعر الصرف على إنشاء نظم معلومات

¹ روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص: 2-6.

² سيم كاراكاداج، روبا دوتا غوبتا، جيلدا فرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

³ روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

لرقابة مصادر المخاطر، وتصميم معادلات تستند إلى أسس محاسبية، وأساليب تقنية تحليلية لقياس المخاطر مستقبلاً ووضع سياسات وإجراءات داخلية لمواجهة هذه المخاطر.¹

4- اعتماد ركيزة اسمية بديلة: يجب على البلد الذي يتخلى عن نظام التثبيت أن يستبدله بركيزة اسمية بديلة وإعادة تصميم إطار سياسته النقدية حول هذه الركيزة الجديدة، فبينما تطبق بعض البنوك المركزية أنظمة الصرف المرنة دون ركيزة اسمية رسمية (منطقة اليورو، سنغافورة، سويسرا والولايات المتحدة الأمريكية) نجد أن هذه الدول تتمتع بدرجة كبيرة من المصدقية التي قد تعجز البلدان النامية عن اكتسابها بسرعة، خاصة إذا كانت تعتمد على ركيزة جامدة لسعر الصرف قبل التحرك نحو مرونة سعر الصرف أو إذا كانت تتميز بمعدلات تضخم مرتفعة.

ومع صعوبة إنشاء ركيزة اسمية بديلة ذات مصداقية لجأت العديد من الدول إلى التخلي ببطء عن ركيزة سعر الصرف باعتمادها نطاق تقلب زاحف كنظام وسيط إلى حين التحرك نحو ركيزة اسمية أخرى.²

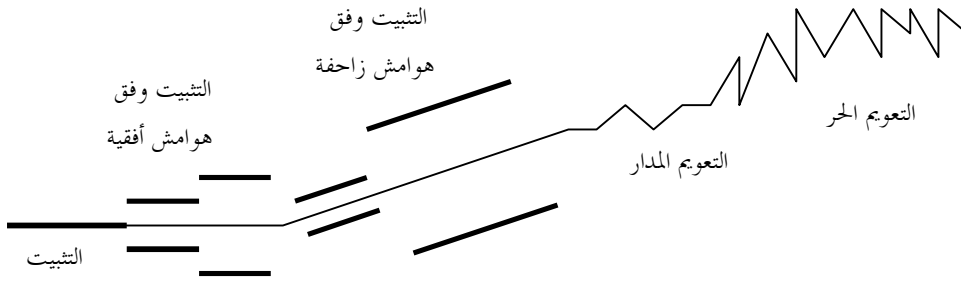
5- توقيت تحرير حساب رأس المال: يتعين على البلدان أن توازن بين ما إذا كان ينبغي لها أن تحرر حساب رأس المال قبل التحول إلى درجة أكبر من مرونة سعر الصرف أم بعده، وتلقي تجارب الأسواق الناشئة خلال عقد التسعينات من القرن العشرين الضوء على المخاطر المصاحبة لفتح حساب رأس المال قبل الأخذ بسعر الصرف المرن، وقد اضطرت دولاً كثيرة إلى التخلي عن ربط عملتها بعد التحول المفاجئ في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال في حسابات رأس المال المفتوحة، (المكسيك 1994، تايلند 1997، البرازيل 1999)، وقد اضطرت دولاً أخرى واجهت تدفقات ضخمة إلى الداخل وضغوطاً على أسعار الصرف المرتبطة بعملات أخرى السماح بمرونة سعر الصرف لتجنب زيادة التضخم في الاقتصاد (الشيلي وبولندا خلال التسعينات).

6- السرعة والتسلسل: يتعين على البلدان أن تحدد مدى السرعة التي يكون بها التحول إلى مرونة سعر الصرف، ويقتضي التدرج اتباع خطوات متوقعة النتائج نحو التعويم، كالتحول من التثبيت مقابل عملة واحدة إلى التثبيت مقابل سلة من العملات، وبعد ذلك إلى نطاق لتقلب أسعار الصرف مع زيادة متابعة في مدى النطاق، وعلى النقيض من ذلك يتضمن النهج السريع خطوات وسيطية أقل من التحول البطيء.

¹ سيم كاراكاداج، روبا دوتا غوبتا، جيلدا فرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مرجع سبق ذكره، ص:22.

² روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، مرجع سبق ذكره، ص:11.

الشكل رقم 2-3: الانتقال من أنظمة التثبيت إلى نظام التعويم الحر



المصدر:

Philippe D. Karam, *Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations*, Arab Monetary Fund Abu Dhabi, December 2001, P:95.

إن استراتيجية التحول السريع تُوفّر مزايا مهمة بشرط أن تتوفر الدعائم المؤسسية لإدارة سعر الصرف المعوم، فالنهج السريع يمكن أن يكون مؤشراً على الالتزام بمرونة سعر صرف يحظى بمصداقية أكثر من النهج التدريجي.¹

المطلب الثالث: المقاربات والمحددات النظرية لاختيار نظام الصرف.

تباينت وجهات النظر في الدراسات التي تطرقت لنظام الصرف الأمثل في الدول النامية، إذ خلصت بعض الدراسات إلى ضرورة اتباع الدول النامية لأحد أساليب أنظمة الصرف القطبية (الربط الجامد أو التعويم الحر)، في حين اتجه البعض الآخر من الدراسات إلى تشجيع الدول النامية على اتباع أساليب أكثر مرونة مبررة ذلك بالظروف الاقتصادية للدولة، بحيث يعكس اختيار نظام الصرف الخصائص الاقتصادية للدولة والسياسات الاقتصادية المطبقة إضافة إلى محددات أخرى تسعى من خلالها إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

أولاً: مقاربات اختيار نظام الصرف الأمثل: تركز دراسات الأدب الاقتصادي في اختيار نظام الصرف على ثلاث وجهات نظر أساسية، تتمثل الأولى في نظرية المنطقة النقدية المثلى، في حين تركز الثانية على نظرية التكامل المالي وبشكل كبير على إشكالية التوازن في ظل الثلاثية المستحيلة، أما وجهة النظر الثالثة تتمثل في السياسة الاقتصادية وتهديتها.

1- نظرية المنطقة النقدية المثلى: يعرف Frankel (1999) المنطقة النقدية المثلى بأنها: "إقليم يتميز بمعيار الأمثلية من حيث عملة نقدية واحدة وسياسة نقدية موحدة".

استخدم هذا المفهوم كمعيار لتأسيس الاتحاد النقدي بأسعار صرف جامدة (ثابتة بشدة) بين الأعضاء وسياسة نقدية مشتركة، شكّلت معايير المنطقة النقدية المثلى من قبل كل من Mundell سنة 1961، McKinnon سنة 1963 و Kenen سنة 1969 لأي منطقة تتضمن تماثل الصدمات، درجة الانفتاح، درجة تنقل العمالة، والقدرة على التحويلات المالية... حيث تزداد فوائد أسعار الصرف الثابتة من خلال درجة التكامل.

¹ سيم كاراكاداج، روبا دوتا غوبتا، جيلدا فرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مرجع سبق ذكره، ص:22.

تشير وجهات النظر الحديثة (Rose و Frankel سنة 2002) إلى أن معايير المنطقة النقدية المثلى تعمل كغاية ودعامة إلا أن الانضمام إلى اتحاد العملة من خلال زيادة التجارة والتكامل يزيد من درجة الارتباط بالصددمات.¹

2- مقارنة التكامل النقدي والمالي: تستند هذه المقاربة في اختيار نظام الصرف على تطور العولمة المالية في إطار ما يعرف بالثلاثية المستحيلة (حركة رأس المال، السياسة النقدية، نظام الصرف الثابت)، ويرى Fischer (2001) أن ارتفاع درجة التكامل المالي يؤدي إلى زيادة تكاليف الدفاع عن أنظمة الصرف الوسيطة، ويرى تيار آخر من هذه المقاربة مدى دور وملاءمة العملة المرجعية في اختيار نظام الصرف ويقترح بأن الدول ذات الانفتاح المالي الكبير تتجه إلى تطبيق أنظمة التعويم، بينما الدول التي تتميز بـ "دولة الاقتصاد" تتجه إلى تثبيت أسعار صرفها لتجنب الاضطرابات الحادة في قيمة العملة وأثرها على التوازنات.²

3- مقارنة السياسية الاقتصادية والاستقرار الاقتصادي الكلي: تحاول الدول قدر الإمكان المواءمة بين السياسات الاقتصادية المتبعة للوصول إلى الاستقرار الداخلي والخارجي، وفي إطار العلاقة بين السياستين المالية والنقدية وسياسة سعر الصرف، حيث أن أنظمة الصرف الثابتة تعمل على توليد الثقة في السياسات الاقتصادية، الأمر الذي ينعكس على تحفيز الاستثمارات نتيجة تقليل مخاطر عدم التأكد، وما يؤخذ على هذه الأنظمة أنها تلجأ إلى زيادة الأساليب التي تحمي المنتجات المحلية مما يعني تشويه الأسعار داخل الاقتصاد إضافة إلى الابتعاد عن التوزيع الأمثل للموارد بين القطاعات نتيجة تحول عناصر الإنتاج إلى الصناعات ذات الحماية وبالتالي ارتفاع أسعارها في الأسواق العالمية.³

ثانياً: المحددات النظرية لاختيار نظام الصرف: تبرز أدبيات النظرية الاقتصادية مجموعة من المحددات من شأنها تحديد درجة مرونة سعر الصرف واختيار نظام الصرف الأمثل حيث تتمثل أهم هذه المحددات في الآتي:

1- الانفتاح التجاري: يقاس الانفتاح التجاري بنسبة حجم التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعبر هذا المؤشر عن تكامل الدولة في الأسواق العالمية للسلع والخدمات، فدرجة الانفتاح التجاري في الفكر الاقتصادي لها تأثير مباشر على تعديل الصدمات الخارجية.

¹ Michael Bordo, *Exchange Rate Regime Choice In Historical Perspective*, Working Paper 9654, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, April 2003, P:8..

² César Calderón, Klaus Schmidt-Hebbel, *Choosing An Exchange Rate Regime*, Central Bank of Chile Working Papers N° 494, Octobre 2008, P:3.

³ مقداد عبد الجبار حامد قادوس، اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني (1978-1997)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، ص:95.

ففي ظل نظام الصرف الثابت وثبات الأسعار يصبح من الصعب على اقتصاد مغلق تعديل العجز التجاري، وبالتالي لا بد من درجة نسبية للانفتاح، وعلى هذا الأساس نجد أن الاقتصاديات المغلقة تجارياً تسعى إلى اتباع أنظمة الصرف المرنة أكثر من الاقتصاديات المفتوحة.¹

2- حجم الاقتصاد: إن الاقتصاديات ذات الحجم الصغير والتي تنتج سلعا محدودة ومتجانسة تميل في الغالب إلى سياسة اقتصادية أكثر انغلاقاً وبالتالي فهي تلجأ إلى استخدام أنظمة الصرف الثابتة، وفي المقابل فإن الدول ذات الاقتصاديات الكبيرة والتي تنتج سلعا متنوعة يكون من الأنسب لها اتباع أنظمة الصرف المرنة.² إضافة إلى ذلك فإن البلد ذو الحجم الاقتصادي الصغير يكون آخذاً للسعر من الأسواق العالمية، وبالتالي يحتاج إلى سعر صرف مستقر لعدم قدرته على التأثير على الأسعار العالمية لتعديل الاختلالات في تجارته الخارجية، إضافة إلى ضعف قدرته على الدخول والتأثير على أسواق العملات الأجنبية وبالتالي يتطلب اتباع أنظمة صرف ثابتة على عكس الاقتصاديات ذات الحجم الكبير، ويتم قياس حجم الاقتصاد باللوغاريتم النسيبي للنتائج المحلي الإجمالي.³

3- التمرکز الجغرافي للتجارة والتركيز السلعي: إذا كان اقتصاد ما يميل نحو التمرکز الجغرافي للتجارة إلى الاقتصاديات ذات الحجم الكبير، فإنه من الضروري تحديد قيمة العملة استناداً إلى عملة هذا الاقتصاد، وبالتالي تميل الدول إلى أنظمة الصرف الثابتة على عكس الدول ذات التنوع الجغرافي للتجارة.⁴ إضافة إلى ذلك فإنه كلما امتلك اقتصاد ما هيكل صادرات متنوع كان من الأنسب اتباع أنظمة الصرف المرنة لأن التنوع السلعي في صادراته يحول دون تعرض هذه الأخيرة إلى التقلبات الكبيرة في سعر الصرف، أما إذا كان البلد يتميز بتركز سلعي في صادراته فإنه من الأنسب اتباع أنظمة الصرف الثابتة، من أجل المحافظة على نمط معين من إيراداته من عملية التصدير تفادياً للتقلب نتيجة التقلبات في سعر الصرف المرن.⁵

ففي حالة المكسيك قبل تعويم البيزو، شكلت حجم التجارة المكسيكية مع الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب أربعة أخماس الحجم الإجمالي للتجارة المكسيكية وهذا ما يفسر ارتباط البيزو المكسيكي بعملة الشريك التجاري الأكبر (الدولار)، كذلك ما هو عليه الحال بالنسبة للعديد من الدول الإفريقية ودول جنوب

¹ Guo Lujian, *Capital Account Liberalization And Choice Of Exchange Rate Regimes: The Case Of China*, A Thesis Submitted For The Degree Of Master Of Social Science Department Of Economics, National University Of Singapore, 2003, P:52.

² مقداد عبد الجبار حامد قادوس، اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني (1978-1997)، مرجع سبق ذكره، ص:88.

³ Guo Lujian, *Capital Account Liberalization And Choice Of Exchange Rate Regimes: The Case Of China*, op.cit, P:51.

⁴ Kaouthar HAMMEDI, *Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales : théories et essai d'investigation empirique*, Mémoire pour l'obtention du diplôme de master, Gestion des organisations (option Finance), Essai en finance internationale, Université de La Manouba, Juin 2004, P:11.

⁵ مقداد عبد الجبار حامد قادوس، اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني (1978-1997)، مرجع سبق ذكره، ص:89.

شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية المتعاملة مع الأقطاب الكبيرة كالولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، والمنطقة الأوروبية، إذ يبقى ربط عملة البلد إلى عملة الشريك التجاري عرضة لتقلبات عملة هذا الأخير.

لقياس التنوع التجاري للبلد يتم جمع حجم التجارة الكلي السنوي للشريك التجاري الأكبر وللشريك التجاري ذو المرتبة العاشرة، وتعطى درجة التنوع التجاري في الصيغة الموالية:¹

$$DIV_i = \frac{TP_{i1} - TP_{i10}}{TT_i}$$

حيث: DIV_i درجة التنوع التجاري للبلد i .

TP_{i1} حجم تجارة البلد i مع الشريك التجاري الأكبر (ذو الترتيب الأول).

TP_{i10} حجم تجارة البلد i مع الشريك التجاري العاشر (ذو الترتيب العاشر).

TT_i إجمالي حجم التجارة للبلد i .

تكون درجة التنوع التجاري محصورة بين "0" و"1".

4- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي: من خلال تطبيق معايير أنظمة الصرف الواقعية التي تستند على تغيرات أسعار الصرف وتغيرات الاحتياطات الدولية، تشير التجارب إلى أن معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يقدر بـ 2.2% في ظل أنظمة الصرف المرنة بمقابل 1.6% في ظل أنظمة الصرف الثابتة، وتُستثنى من هذه النتائج الدول المتقدمة نظرا لضعف الاهتمام فيها لعلاقة اختيار نظام الصرف بالنمو الاقتصادي بشكل عام.²

5- التضخم المرتبط بالخارج: 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 معدلا شديدا الارتفاع يفرض اعتماد سعر صرف ثابت، الأمر الذي يضيف انضباطا على السياسة المعتمدة، ويوفر مصداقية إضافية لبرامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي.³

6- الانفتاح المالي: في حالة ارتفاع حركة رأس المال يكون من الصعب على اقتصاد البلد الدفاع عن قيمة ثابتة للعملة أو عن مناطق مستهدفة وبالتالي يتطلب اتباع أنظمة صرف أكثر مرونة، حيث يرى كل Obstfeld و Rogoff (1998) أنه من غير الممكن لأي اقتصاد اتباع نظام صرف ثابت آنيا مع انفتاح حركة رأس المال وذلك لضرورة اتباع السلطات النقدية لسياسة نقدية موجهة لتحقيق الأهداف الداخلية للاقتصاد.⁴

¹ Guo Lujian, *Capital Account Liberalization And Choice Of Exchange Rate Regimes: The Case Of China*, op.cit, PP:53-54.

² Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, PANOECONOMICUS, 2006, P:322.

³ ماجدة فنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، الموسوعة العربية للمعرفة من أجل تنمية مستدامة، المجلد الرابع، البعد الاقتصادي، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007، ص:361.

⁴ Laelitia Ripoll, *Choix de regime de change: quelles nouvelles?*, LAMETA, Université de Montpellier I, 2001, PP:7-8.

7- طبيعة الصدمات: يتعرض اقتصاد البلد إلى نوعين من الصدمات، يتمثل النوع الأول في الصدمات الاسمية حيث أنه كلما اتسع نطاق الصدمات الاسمية المحلية ارتفع الإقبال على نظام الصرف الثابت لتثبيت التوقعات التضخمية، أما إذا اتسع نطاق الصدمات الاسمية الأجنبية ازداد الإقبال على نظام الصرف المرن بحيث يتأمن عزل الأسعار المحلية عن الصدمات الاسمية الخارجية، بينما يمثل النوع الثاني الصدمات الحقيقية، فبمقدار ما يكون الاقتصاد أكثر تعرضاً للصدمات الحقيقية سواء الأجنبية أو المحلية، يكون نظام الصرف المرن أكثر نفعا لعزل الناتج والأسعار المحلية عن الصدمات الخارجية.¹

8- مستوى الاحتياطات الدولية: في ظل أنظمة الصرف الثابتة تتدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف دفاعاً عن تعادل قيمة العملة باستخدام عمليات البيع والشراء للعملات، وفي حالة عدم تحقق شرط التعادل تلجأ السلطات النقدية إلى تطبيق سياسات تعديل قيمة العملة، وعلى هذا الأساس نجد أن اتباع الدول لأنظمة التثبيت يتطلب مستويات عالية من الاحتياطات الدولية.²

9- مرونة الأجور ونظام تثبيت الأسعار: كلما كان هناك جمود في الأجور كلما دعت الضرورة إلى اتباع أسعار صرف أكثر مرونة لامتناع الصدمات الخارجية، إضافة إلى أن ثبات الأسعار يؤدي إلى اللاإستقرار في الاستهلاك في ظل نظام الصرف المرن.³

10- التضخم المحلي: أثبت التجارب أن استهداف التضخم في ظل نظام الصرف المرن خلصت إلى نتائج جيدة حيث يبقى معدل التضخم تحت السيطرة في ظل بيئة اقتصادية مستقرة مقارنة باتباع نظام الصرف الثابت، كما أن استهداف التضخم ليس استراتيجية لإزالة التضخم بالرغم من استخدام الدول سعر الصرف الثابت كمرساة اسمية للاستهداف.⁴

11- التهديدات: من المعايير المستخدمة في اختيار نظام الصرف تلك التي تفاضل بين مكاسب التكامل ومكاسب الاستقلالية النقدية استناداً إلى مفهوم المرساة الاسمية، ففي بيئة تتميز بالتضخم المرتفع كما كان عليه الحال خلال الفترة 1970-1980 في العديد من الدول اتجهت هذه الأخيرة إلى ربط عملاتها بعملات الدول ذات التضخم المنخفض دون النظر إلى ميكانيزمات التوقعات التضخمية.

هذا الدليل كان مستنداً إلى النظرية المطورة من طرف كل من Gordon و Barro سنة 1983 والتي تناقض حالة بنك مركزي يطبق سياسة نقدية اختيارية لتوليد تضخم مفاجئ بهدف تقليص معدلات البطالة، وتم توضيح بأن التوقعات العقلانية سوف تؤدي إلى التضخم المرتفع دون التغيير في معدلات البطالة، لأن النتائج

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

² Naziha FAKHRI, *Les relations inter-pays: Quel impact pour le choix d'un régime de change*, Working Paper, CERESUR, Université de La Réunion, P:15.

³ Laelitia Ripoll, *Choix de regime de change: quelles nouvelles?*, Référence déjà cité, P:7.

⁴ Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, PANOECOMICUS, 2006, P:322.

التضخمية ستساهم في زيادة طلب العمال على الأجور، وبالتالي السبيل الوحيد لمنع هذا السلوك المتناقض هو تأسيس آلية قابلة للتطبيق والالتزام أو قاعدة نقدية.¹

المطلب الرابع: المحددات التجريبية لاختيار نظام الصرف.

إن سعر الصرف في ظل نظام الصرف الأمثل يتحدد بمجموعة من المعايير، إذا أظهرت نتائج الدراسات التجريبية أن نظام الصرف الأمثل يختلف باختلاف الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، كما أن مستوى التطور الاقتصادي ومستويات الاحتياطات الدولية ومعدلات التضخم وسياسات الانفتاح المالي والتجاري وغيرها هي معايير يجب أن تؤخذ في الحسبان عند اختيار البديل الأمثل لنظام الصرف.

أولاً: محددات اختيار نظام الصرف عند Eichengreen: استخدم Eichengreen مجموعة من المحددات الرئيسية لاختيار نظام الصرف تتمثل في: معدل التضخم، مستوى الاحتياطات الدولية وحركة رأس المال، مستوى حركة العمالة، تنوع الإنتاج والتصدير، مرونة واستمرارية السياسة المالية، مستوى التجارة والتكامل السياسي، التناظر وطبيعة الصدمات، إضافة إلى متغيرات غير اقتصادية، كما قسم Eichengreen المتغيرات السابقة إلى مجموعتين رئيسيتين: تتمثل الأولى في المتغيرات الهيكلية في حين تمثل الثانية المتغيرات الخارجية، وحدد طبيعة نظام الصرف الذي يتم اختياره بأخذ بعين الاعتبار سلوك المتغيرات السابقة.²

1- أهمية العوامل الهيكلية في اختيار نظام الصرف: يوضح الجدول رقم 2-1 العلاقة بين العوامل الهيكلية وطبيعة نظام الصرف.

الجدول رقم 2-1: أهمية العوامل الهيكلية في اختيار نظام الصرف.

الربط الجامد		التكافؤ		المنطقة المستهدفة		التعويم		المتغيرات الهيكلية	
اتحاد نقدي	مجلس العملة	الثابت	الزاحف	ضيقة	واسعة	المسير	الحر		
لا	لا	لا	نعم	لا	نعم	نعم	نعم	-مرتفع	التضخم
نعم	نعم	نعم	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	-منخفض	
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-مرتفعة	الاحتياطات
نعم	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	نعم	-منخفضة	
نعم	نعم	لا	لا	لا	نعم	نعم	نعم	-مرتفعة	حركة رأس المال
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-منخفضة	
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-مرتفعة	حركة العمالة
لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	نعم	نعم	-منخفضة	
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-مرتفع	تنوع الإنتاج والتصدير
لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	-منخفض	

المصدر: Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, op.cit, P:327.

¹ Michael Bordo, *Exchange Rate Regime Choice In Historical Perspective*, op.cit, PP:8-9.

² Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, op.cit, P:326.

يلاحظ من خلال الجدول أن للعوامل الهيكلية تأثيراً كبيراً على قرار اختيار نظام الصرف من وجهة نظر Eichengreen وذلك من خلال الاعتبارات التالية:

- في حالة التضخم المرتفع يتم اختيار نظام الصرف الموعوم أو استهداف منطقة واسعة لسعر الصرف وتفادي أنظمة التثبيت خاصة الربط الجامد، أما في حالة انخفاض معدلات التضخم تصبح مختلف الأنظمة أصحح عدا نظام الربط الزاحف.
- في حالة ارتفاع مستوى الاحتياطات يكون أمام اقتصاد البلد كل بدائل الاختيار، أما في حالة انخفاض مستويات الاحتياطات يتم اختيار نظام الصرف الموعوم أو استهداف منطقة واسعة لسعر الصرف أو الدخول في إطار اتحاد نقدي وتفادي أنظمة التثبيت لتجنب متطلبات الدفاع عن قيمة العملة.
- في حالة الحركة الكبيرة لرأس المال تتفادي الدول أنظمة التثبيت اللين والمناطق المستهدفة الضيقة، أما في حالة انخفاض قدرة رؤوس الأموال على الحركة تصبح كل بدائل نظام الصرف ممكنة.
- في حالة حركة العمالة المرتفعة تتخذ الدول خيار أنظمة التعويم أو خيار المناطق المستهدفة، أما في حالة انخفاض قدرة العمالة على الحركة تصبح كل بدائل نظام الصرف ممكنة.
- إذا كان الجهاز الإنتاجي والهيكل التصديري متنوع تصبح كل بدائل نظام الصرف ممكنة، أما في حالة انخفاض التنوع تلجأ الدول إلى أنظمة التعويم.

2- أهمية العوامل الخارجية في اختيار نظام الصرف: يوضح الجدول رقم 2-2 العلاقة بين العوامل الخارجية وطبيعة نظام الصرف.

الجدول رقم 2-2: أهمية العوامل الخارجية في اختيار نظام الصرف.

الربط الجامد		التكافؤ		المنطقة المستهدفة		التعويم		المتغيرات الهيكلية	
اتحاد نقدي	مجلس العملة	الثابت	الزاحف	ضيقة	واسعة	المسير	الحر		
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	لا	-مرتفع	التكامل
لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	-منخفض	التجاري
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-متناظرة	تناظر
لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	نعم	-غير متناظرة	الصددمات
لا	لا	لا	لا	لا	لا	نعم	نعم	-حقيقية	طبيعة
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	لا	-اسمية	الصددمات
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	لا	لا	-مرتفع	التكامل
لا	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	-منخفض	السياسي

Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, op.cit, P:330

المصدر:

من خلال الجدول يمكن استخلاص مجموعة من النتائج أهمها:

- انخفاض درجة التكامل التجاري تجعل الدول تلجأ إلى اختيار أحد أنظمة التعويم، أما اتباع أنظمة التثبيت فتكون في حالة ارتفاع درجة التكامل التجاري.
 - في حالة تناظر المعلومات حول الصدمات تصبح كل بدائل نظام الصرف ممكنة، أما في الحالة العكسية تتفادي الدول خيارات أنظمة التثبيت والمناطق المستهدفة الضيقة.
 - إذا كانت طبيعة الصدمات حقيقية يكون خيار أنظمة التعويم أفضلًا، أما في حالة الصدمات الاسمية تلجأ الدول إلى باقي الاختيارات (مناطق مستهدفة، أنظمة التثبيت، الربط الجامد).
 - إذا كانت الدولة في إطار تكامل سياسي بدرجة كبيرة تتفادي أنظمة التعويم وتستند إلى متطلبات التكامل، أما في الحالة العكسية تتجنب الدولة خيار الاتحاد النقدي تفادياً للصدمات والتقلبات.
- ثانياً: محددات اختيار نظام الصرف عند Edwards:** طبقت الدراسة سنة 1999 واستهدفت 49 دولة نامية ومتوسطة الدخل خلال الفترة 1980-1992، لتحليل أسباب تبني بعض الدول أنظمة التثبيت في حين اتباع دول أخرى لأنظمة أكثر مرونة.

تم اختبار 12 متغير اقتصادي وسياسي باستخدام نماذج "Probit" من بينها: الاستقرار السياسي، معدل النمو الاقتصادي، دوران الحكم، نصيب الفرد من الدخل الوطني... حيث تركز الدراسة على المحددات السياسية أكثر من الاقتصادية، كما يؤخذ على الدراسة أساليب تقدير بعض المتغيرات السياسية. توصل إلى أن أنظمة التثبيت أكثر تهديداً للدول من أنظمة التعويم، نظراً لتحمل السلطات النقدية لتكاليف تخفيض قيمة العملة في ظل أنظمة التثبيت، إضافة إلى اتباع الدول التي تتميز بأنظمة سياسية أقل استقراراً لأنظمة صرف أكثر مرونة.¹

ثالثاً: الدراسات التجريبية لمحددات اختيار نظام الصرف: حللت العديد من الدراسات التجريبية محددات اختيار نظام الصرف باستخدام المقاطع العرضية، ومن بين أولى الدراسات دراسة Heller سنة 1978 التي اختبرت محددات اختيار نظام الصرف من منتصف السبعينات بعد موجة التعويم مباشرة وسقوط نظام بريتون وودز، وتالت بعدها الدراسات التجريبية: Dreyer سنة 1978، Holden و Suss سنة 1979، Melvin سنة 1985، Bosco سنة 1987، Savvides سنة 1990، Cuddington و Otoo سنتي 1990-1991، Rizzo سنة 1998 و Poirson سنة 2001.

بعض الدراسات: Collins سنة 1996، Edwards سنتي 1996 و 1999، Frieden، Ghezzi و Stein سنة 2001، استخدمت بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لدراسة محددات اختيار نظام الصرف، حيث أن أغلب الدراسات توصلت إلى أن خصائص البلد خاصة الاستقرار الاقتصادي هي أهم محددات اختيار نظام الصرف.

¹ Guo Lujian, *Capital Account Liberalization And Choice Of Exchange Rate Regimes: The Case Of China*, op.cit, PP:48-49.

الصفحة الآخر من الدراسات حاول دراسة محددات اختيار نظام الصرف على المدى البعيد كدراسة Berger, Sturm و de Haan سنة 2000، إضافة إلى دراسات تجريبية أخرى ناقشت تغيير نظام الصرف كدراسة Masson سنة 2001، Klein و Marion سنة 1997، Duttagupta و Ötke-Robe سنة 2003.¹

الجدول رقم 2-3 يلخص مضمون مجموعة من الدراسات التجريبية من خلال توضيح أهم المحددات ذات المعنوية في تحديد اختيار نظام الصرف في عينة الدول قيد الدراسة خلال الفترة الزمنية.

الجدول رقم 2-3: الدراسات التجريبية لاختيار نظام الصرف.

الباحث	سنة الدراسة	عينة الدراسة	فترة الدراسة	النتائج
Heller	1978	86 دولة	سنة 1976	الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (+)، فروقات التضخم (+)، التمرکز الجغرافي للتجارة (-)، التكامل المالي الدولي (+)
Dreyer	1978	88 دولة نامية	سنة 1976	الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (+)، التمرکز الجغرافي للتجارة (-)، تنوع الإنتاج (-)
Holden, Suss و	1979	76 دولة	1974-1975	الانفتاح (-)، تطور الاقتصاد (+)، فروقات التضخم (+)، حركة رأس المال (-)، التمرکز الجغرافي للتجارة (-)
Melvin	1985	64 دولة	1976-1978	الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (+)، فروقات التضخم (+)، التمرکز الجغرافي للتجارة (-)، الصدمات النقدية (-)، صدمات الأسعار الأجنبية (+)
Savvides	1990	39 دولة نامية	1976-1984	الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (+)، حركة رأس المال (-)، التمرکز الجغرافي للتجارة (+)، تقلبات سعر الصرف الحقيقي (+)، تنوع الإنتاج (-)
Cuddington و Otoo	1990، 1991	66 دولة	1980، 1983، 1986	الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (+)، فروقات التضخم (+)، الصدمات النقدية (-)، صدمات الأسعار الأجنبية (+)
Honkapohja و Pikkarainen	1994	125 دولة	1991	الانفتاح (-)، تطور الاقتصاد (-)، حجم الاقتصاد (+)، التكامل المالي الدولي (-)، تقلبات التبادل الدولي (+)
Collins	1996	24 دولة من أمريكا اللاتينية والكاريبي	1978-1992	الانفتاح (+)، تطور الاقتصاد (-)، حجم الاقتصاد (+)، النمو الاقتصادي السلي (-)، التضخم (+)، الحساب الجاري (-)
Edwards	1996	63 دولة	1980-1992	تطور الاقتصاد (+)، النمو الاقتصادي (+)، التضخم (+)، الاحتياطات (-)، الرقابة على رأس المال (-)، التغير في نمو الصادرات (+)، التغيرات الخارجية (-)، تقلبات سعر الصرف الحقيقي (+)، النمو في القروض المحلية (+)، اللاستقرار السياسي (+)، عدد الأحزاب في التحالف (+)، التحالف الحكومي (-)

¹ Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper 229, International Monetary Fund, Washington, 2004, P:17.

الجدول رقم 2-3: (تابع)

تطور الاقتصاد (-)، النمو الاقتصادي (+)، التضخم (+)، الاحتياطات (-)، التغير في نمو الصادرات (+)، التغيرات الخارجية (-)، تقلبات سعر الصرف الحقيقي (+)، النمو في القروض المحلية (+)، اللإستقرار السياسي (+)، عدد الأحزاب في التحالف (+)، التحالف الحكومي (-)	-1980 1992	49 دولة نامية ومتوسطة الدخل	1999	Edwards
الانفتاح (+)، تطور الاقتصاد (-+)، حجم الاقتصاد (+)، التمرکز الجغرافي للتجارة (-)، التضخم (+)، الاحتياطات (-+)، تقلبات التبادل الدولي (+)، الحساب الجاري (-+)، الديون الخارجية (+)	-1977 1995	123 دولة	1998	Rizzo
الانفتاح (-)، التضخم (-)، الاحتياطات (+)، الرقابة على رأس المال (+)، تقلبات التبادل الدولي (+)، اللإستقرار السياسي (-)، استقلالية البنك المركزي (+)	-1960 1994	26 دولة من أمريكا اللاتينية	2000	Friedenk Ghezzi Stein,
الانفتاح (+)، النمو الاقتصادي (+)، الاحتياطات (+)، الديون الخارجية (+)، اللإستقرار السياسي (+)، استقلالية البنك المركزي (+)	-1980 1994	65 دولة نامية	2000	Berger Sturm De Haan,
الانفتاح (-)، تطور الاقتصاد (-+)، حجم الاقتصاد (+)، التمرکز الجغرافي للتجارة (+)، النمو الاقتصادي السلي (-)، التضخم (+)، الاحتياطات (-)، الرقابة على رأس المال (-)، تقلبات التبادل الدولي (+)، تنوع الإنتاج (+)، اللإستقرار السياسي (+)	-1990 1998	93 دولة	2001	Poirson

المصدر:

Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper 229, International Monetary Fund, Washington, 2004, PP:18-19.

المبحث الثاني: اختيار أنظمة الصرف وفق التصنيفات الواقعية والرسمية.

إن الكثير من الدول ترفض تعويم أسعار الصرف خوفاً من التقلب المفرط، وهو أحد دواعي القلق الرئيسية للدول التي تتعرض ميزانيتها لمخاطر أسعار الصرف حيث ترتفع مخاطر التمويل الفوري لآثار رفع سعر الصرف إلى التضخم والتي تتناقض قدراتها على ضبط التوقعات التضخمية، كما تعاني الدول النامية من إشكالية تحقيق خروج منتظم من ربط العملة إلى نظام التعويم نظراً لما يتطلبه ذلك من إعداد مسبق وتوقيت جيد وإطار قوي للسياسة الاقتصادية، إذ يثبت الواقع أن العديد من تجارب الانتقال حركتها الأزمات.¹

المطلب الأول: أهمية سعر الصرف في ظل تطور النظام النقدي الدولي.

لعب سعر الصرف مكانة هامة في المبادلات الدولية في العصور الوسطى، وظهرت مكائده جلياً في الاقتصاد الحديث بداية من نظام قاعدة الذهب وبتتبع تطور الأنظمة النقدية الرئيسية التي عرفها العالم يمكن حصرها في أربع مراحل: من قاعدة الذهب إلى بريتون وودز مروراً بالتعويم وصولاً إلى التدخل التعاوني والتقسيم الحديث لأنظمة الصرف.

أولاً: سعر الصرف في العصور الوسطى: تناول الفكر الاقتصادي موضوع الصرف الأجنبي في العصور الوسطى برز من خلال عدة مراحل يمكن تمييزها كالتالي:²

- ظهر جلياً في كتابات القرنين الرابع عشر والخامس عشر من خلال الربط بين سعر الصرف (السعر العادل) وفكرة السوق باعتبارها تعكس حكم المجتمع بأكمله.
- أدى تطور زيادة تداول الذهب والفضة في القرنين السادس عشر والسابع عشر إلى قيام كُتَّاب هذه الفترة بإلقاء الضوء على العلاقة بين كمية النقود وسعر الصرف.
- تميز القرن الثامن عشر بمحاولة معرفة العلاقة بين الأسعار وأسعار الصرف، بشكل يحلل أكثر ما جاءت به نظرية تعادل القوة الشرائية.
- تناول كُتَّاب القرن التاسع عشر تحليل العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الصرف، إضافة إلى تعدد الكتابات التي عنيت بأثر التغير في الأسعار على التوازن الخارجي.

ثانياً: سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب: أدت ضرورة تسهيل المبادلات بين المقيمين في مختلف دول العالم إلى ضرورة تبني نظاماً دولياً يعمل على توحيد القواعد التي تحكم المبادلات النقدية الدولية وحركة رؤوس الأموال، وتبلورت البداية بنشأة نظام للصرف يعمل على مرجعية الذهب في تحديد القيمة.

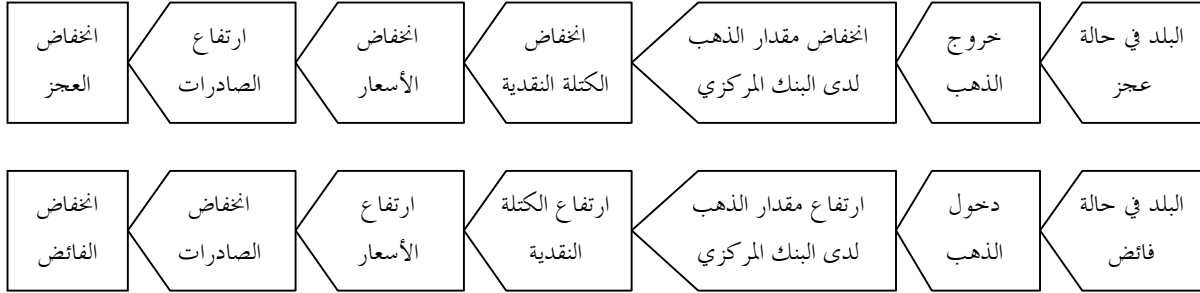
1- آلية تحديد سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب: يمثل نظام قاعدة الذهب أحسن مثال لنظام الصرف الثابت، حيث اتبع هذا النظام أهم الاقتصاديات الكبرى في العالم خلال الفترة 1870-1914، حيث أن

¹ سيم كاراكاداج، روبا دوتا غوبتا، جيلدا فرنانديز، شوجو إيشي، من الشبث إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مرجع سبق ذكره، ص:20.

² جهاد شريف صبري، مدى ملاءمة أنظمة الصرف لزيادة القدرة التصديرية في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 2005، ص ص:17-19.

كل دولة تُحدد قيمة عملتها بوزن معين من الذهب، وبالتالي تكون أسعار صرف العملات في هذا النظام معرفة بالذهب.

الشكل رقم 2-4: ميكانيزمات التعديل في ظل قاعدة الذهب



المصدر:

Emmanuel Nyahoho, *Finances internationales : théorie, politique et pratique*, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2e éd, 2002, P:358.

في حالة العجز التجاري تحافظ الدول على خروج الذهب وتنخفض 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 تحريك أسعار صرف العملات.¹

2- قاعدة الصرف-الذهب: عند انتهاء الحرب العالمية الأولى كانت هناك حاجة إلى نظام نقدي دولي جديد، هذا النظام تم اعتماده بداية من سنة 1922، حيث أنه لم يُمكن من تجنب إنشاء التكتلات النقدية التي حالت دون وحدة النظام المذكور وألحقت الضرر بآلية عمله، وكانت مراحل إنشاء نظام الصرف-الذهب وصولاً إلى فشله كالتالي:²

أ- اعتماد قاعدة الصرف-الذهب: أوصى المشاركون في مؤتمر "جنوة" سنة 1922 بإقامة نظام نقدي دولي جديد يتضمن الخصائص التالية:

- البلدان التي تمتلك احتياطات كافية من الذهب تعتمد نظام القاعدة الذهبية، لكن قابلية تحويل النقود إلى ذهب تكون جزئية ومقابل سبائك ذهبية فقط.
- البلدان التي تُعتبر احتياطاتها من الذهب غير كافية باستطاعتها أن تُكوّن احتياطات صرف بالذهب وبالعملات الصعبة الأساسية التي تكون بدورها قابلة للتحويل إلى ذهب وعرف هذا النظام بقاعدة الصرف-الذهب.

ب- تشكل التكتلات النقدية: أهم التكتلات النقدية التي ظهرت خلال تلك الفترة:

- تشكيل بريطانيا مع شركائها التجاريين الأساسيين منطقة الجنيه الإسترليني الذين قاموا بتخفيض قيمة عملاتهم بمعدلٍ موازٍ لتخفيض قيمة الجنيه، وهذه المنطقة يُثبت داخلها الصرف على وجه دقيق.

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

² وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني، ط1، 2001، ص:385-395.

- تكوين تكتل الذهب سنة 1933 الذي يشكله كل من فرنسا، بلجيكا، هولندا، سويسرا، بولونيا، حيث التزمت هذه الدول بالحفاظ على سعر تكافؤ نقدها المحدد بالنسبة للذهب.

- خلال الفترة 1925-1929 ارتفعت تدفقات رؤوس الأموال من الولايات المتحدة الأمريكية إلى ألمانيا مما سمح لهذه الأخيرة بتوسع اقتصادي سريع، واعتمادها على مبدأ مراقبة الصرف سنة 1931، من أجل منع انتقال رؤوس الأموال إلى الخارج وهذه السياسة أصبحت ركيزة أساسية لنظام الاكتفاء الذاتي الاقتصادي في المبادلات.

ج- فشل قاعدة الصرف - الذهب وإجراءات "روزفلت": قام الرئيس الأمريكي "روزفلت" بإطلاق سلسلة من الإصلاحات الداخلية، فبعد أن فصل قيمة الدولار عن الذهب سنة 1933 عاد وجدد العمل بنظام القاعدة الذهبية سنة 1934 محددًا معدل تكافؤ جديد للدولار، إذ تبيّن سعر أونصة الذهب عند 34.92 دولار، أي ما يمثل تخفيضًا بنسبة 40%.

بعد انحلال تكتل الذهب سنة 1936 تم التخطيط للعودة إلى قاعدة الصرف - الذهب، إلا أن النطاق الدولي بقي مُجزئاً بسبب استمرار منطقة الإسترليني إلى جانب تكتل الاكتفاء الذاتي، إضافة إلى انتقال تدفقات هامة من رؤوس الأموال من أوروبا باتجاه الولايات المتحدة الأمريكية، كما تميزت فترة ما بين الحربين باجتذاب الذهب باتجاه الولايات المتحدة الأمريكية مما تسبب في عدة اختلالات جديدة.

3- أسباب فشل قاعدة الذهب: بحلول عام 1936 كانت جميع الدول خارج نطاق قاعدة الذهب لينهار النظام انهاراً تاماً، وترجع أهم أسباب الانهيار إلى العوامل التالية:¹

- اعتبر نظام قاعدة الذهب نظاماً جامداً وقيداً صارماً يوضع على حرية السلطات النقدية في تحديد كمية النقود المصدرة.

- عدم تقييم بعض العملات تقييماً صحيحاً حيث أن العودة إلى نظام الذهب أدى إلى خلل في هيكل أسعار الصرف، بعض الدول تبيّن أسعار صرفها عند مستواها السابق قبل الحرب، ودول أخرى قامت بتخفيض سعر صرفها عند مستواها السابق قبل الحرب.

- خروج 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.

- التسابق بين الدول في فرض تعريفات جمركية عالية والذي نتج عنه عدم العودة إلى التصحيح التلقائي لميزان المدفوعات، وبذلك تكون قد ضربت خاصية أساسية من خواص نظام الذهب.

- اتجاه بعض البنوك المركزية إلى اكتناز الذهب حيث نتج عن ذلك تراكم الذهب في بعض البلدان وخروج دول أخرى عن نظام الذهب بعدما خسرت احتياطياتها منه.

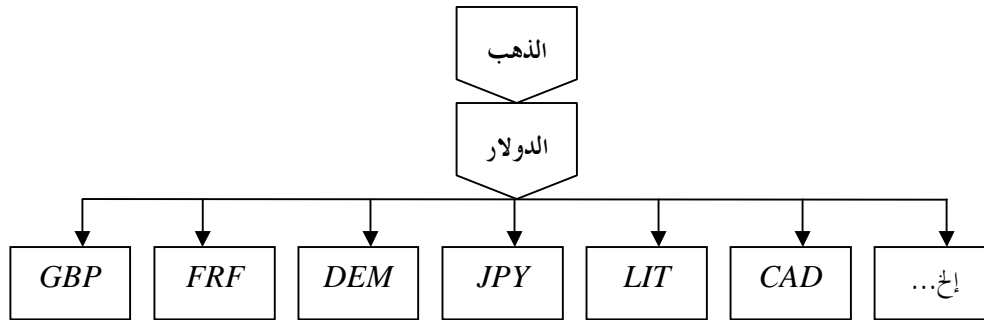
¹ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، 2009، ص ص: 24-27.

ثالثاً: سعر الصرف في ظل نظام بريتون وودز: بعد انهيار نظام قاعدة الذهب بمختلف أشكالها تم الشروع في إعداد الخطط الضرورية بداية من سنة 1942 لإعادة صياغة نظام نقدي دولي جديد، وأثناء انعقاد مؤتمر بريتون وودز سنة 1944 بمشاركة 44 بلد تم اعتماد نظام نقدي جديد أطلق عليه نظام "بريتون وودز".

1- آلية عمل نظام بريتون وودز: لقد حدد المؤتمر نظاماً للصرف بالقواعد الأساسية التالية:¹

- يلعب الدولار الأمريكي وبمساواة مع الذهب دور مقياس للقيمة، فتختار كل دولة قيمة اسمية لعملتها مقومة بالدولار الأمريكي كما يوضحه الشكل رقم 2-5.
- إلزام الولايات المتحدة الأمريكية بقابلية تحويل الدولارات إلى ذهب بناءً على سعر التعادل المعلن بين الدولار والذهب وبواقع 35 دولار لأونصة الذهب.
- أن لا تنحرف أسعار السوق للعملة أعلى أو أقل عن سعر صرفها الثابت بالنسبة للدولار $\pm 1\%$.
- أن يقدم صندوق النقد الدولي للدول الأعضاء قروضاً بالعملة الأجنبية لتمويل العجز في موازين المدفوعات.

الشكل رقم 2-5: المستويات الثلاثة لنظام بريتون وودز



المصدر:

Michel Burda, Charles Wyploz: *Macroéconomie, une perspective européenne*, deboeck, edition.3,2003, P:519.

2- مراحل تطور نظام بريتون وودز: مر نظام بريتون وودز بمرحلتين أساسيتين:

- أ- **مرحلة البحث عن الدولار 1945-1958:** تميزت الفترة 1945-1950 بندرة الدولار واحتفاظ البنوك المركزية بالجنية الإسترليني كنقد احتياطي أساسي، أما الفترة 1950-1958 فقد عرفت استخدام الدولار كنقد دولي من جهة واعتماده كاحتياطي نقدي من جهة أخرى.
- ب- **مرحلة فائض الدولار 1958-1971:** لقد لاحظت البنوك المركزية التي اكتتزت الدولار خلال الفترة 1950-1958 أن نسبته في احتياطياتها أصبحت ترتفع أكثر فأكثر مقابل انخفاض نسبي للذهب النقدي في الاحتياطيات، هذا ما دفعها إلى تحويل جزء من احتياطياتها من الدولار إلى ذهب، وأمام هذا الفائض في الدولار

¹ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 28-29.

الذي أدى إلى رفع سعر الذهب إلى حدود 40 دولار للأونصة سنة 1960، قبل أن يعود إلى سعر 35 دولار للأونصة سنة 1968.

3- انهيار نظام بريتون وودز: مع عدم نجاح السياسات الاقتصادية الأمريكية في كبح جموح التضخم والحد من عجز الميزان التجاري أعلن الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون في 16 أوت 1971 مجموعة من الإجراءات الاقتصادية الهامة والتي استهدفت تحقيق التوازن في الداخل والخارج، ومن الإجراءات المتعلقة بسعر الصرف ما يلي:¹

- الوقف المؤقت لتحويل الدولار إلى ذهب أو سندات لصالح الخزنة والبنوك المركزية الخارجية، إلا في حدود مبالغ معينة وفي ظروف تخدم الاستقرار النقدي ومصالح الولايات المتحدة الأمريكية، وبداية مشاورات تستهدف تغيير معدلات التحويل بين الدولار والعملات الأخرى.

- الضغط على الدول المنافسة لرفع قيمة عملاتها ومن ثم حماية الدولار.

في 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.²

4- الأسباب الرئيسية لانهيار نظام بريتون وودز: واجه نظام بريتون وودز خلال فترة تطبيقه العديد من المشاكل أدت إلى حدوث مجموعة من الاختلالات التي عجلت بانتهائه وتمثلت أهم هذه المشاكل في ما يلي:³

- تُعتبر المشكلة الأولى مشكلة السيولة، فبما أن الذهب كان يشكل الاحتياطي الدولي الرئيسي في ظل هذا النظام، ظهر تخوف من أن معدل النمو السنوي لعرض الذهب الذي يتراوح بين 1% و 1.5% لا يزداد بسرعة مقارنة بمعدل نمو حجم التجارة الدولية السنوي الذي قارب 7%.

- المشكلة الثانية كانت مشكلة ثقة، حيث أن كمية الدولارات التي احتفظت بها البنوك المركزية الأجنبية بدأت تتفوق على حجم كمية الذهب لدى الولايات المتحدة، وعدم كفاية الدولارات في تغطية الذهب في حالة التحويل، ونتيجة لذلك انخفضت الثقة في الدولار كاحتياطي رئيسي.

¹ محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص ص: 130-131.

² موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات، دار المريخ للنشر، 2007، ص: 404.

³ هزاع مفلح: التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، 2007، ص ص: 78-79.

- المشكلة الثالثة كانت مشكلة التسوية، إذ تشير هذه المشكلة إلى أن بعض الدول عانت من فائض أو عجز مستمر في موازين مدفوعاتها في ظل عدم وجود آلية تسوية فعالة لأن القوى الديناميكية في النظام لم تعالج هذه الاختلالات.

رابعاً: التعويم ومستقبل أنظمة الصرف الدولية: قامت الولايات المتحدة الأمريكية بإجراء تخفيض ثاني للدولار بنسبة 10% بالنسبة لوحدة حقوق السحب الخاصة وأصبح سعر أونصة الذهب 42.22 دولاراً بعد أن كان 38 دولاراً، وأدى ذلك إلى تقهقر الدولار، وعندئذ قررت ست (6) دول في السوق الأوروبية المشتركة¹ في مارس 1973 تعويم عملاتها إزاء الدولار والين الياباني² على أن تقوم بتثبيت أسعار صرفها فيما بينها من خلال نظام الثعبان الأوروبي، وقيام بريطانيا وإيطاليا بتعويم عملاتها بشكل مستقل³.

في اتفاق التعديل الثاني لصندوق النقد الدولي بجمايكا سنة 1976 صادق الصندوق على تعويم العملات المختلفة وأعطى للدول الحرية في اتباع أي من الأنظمة في تحديد سعر صرف عملتها ونصت اتفاقية "جمايكا" على ما يلي:⁴

- انتهاء التزام الدول بربط عملاتها بالذهب وهو ما يعني رسمياً انتهاء دور الذهب وإلغاء السعر الرسمي له، ونزع الصفة النقدية عنه، ومعاملته كأى سلعة يتحدد سعرها على أساس العرض والطلب.
- الموافقة على إقرار نظام أسعار الصرف المعومة مع السماح للدول بالتدخل لمنع التدهور الكبير لقيمة عملاتها، مع التزام كل دولة بإبلاغ الصندوق بنظام الصرف الجديد المتبع.
- إلزام الدول بتزويد الصندوق بالمعلومات والبيانات الضرورية واللازمة لقيام الصندوق بمهام الإشراف والرقابة على سياسات سعر الصرف المطبقة.

أدى النمو النقدي السريع في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنة 1985 إلى انخفاض جزئي في قيمة الدولار، مما أدى إلى إعلان الممثلون الرسميون لمجموعة الدول الخمس (G5)⁵ بتاريخ 22 جويلية 1985 في فندق "بلازا" في نيويورك إلى إمكانية التدخل في سوق الصرف في سبيل تخفيض قيمة الدولار وفي اليوم التالي انخفضت قيمة الدولار بشكل حاد واستمر الانخفاض سنة 1986 وبداية سنة 1987.⁶

¹ الدول هي: ألمانيا، هولندا، فرنسا، الدنمارك، بلجيكا، لكسمبورغ.

² حيث أن الين الياباني أصبح عملة قوية بحلول سنوات السبعينات من القرن العشرين، إذ نما الناتج المحلي الإجمالي الياباني بمعدلات حقيقية تتراوح من 10% إلى 13% سنوياً، وفي نفس الوقت حققت اليابان فوائضاً تجارية مرتفعة.

³ فاطمة عبد الله أحمد، الإصلاح النقدي وتأثيره على أسعار الصرف في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في فلسفة الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 2006، ص: 14.

⁴ فاطمة عبد الله أحمد، الإصلاح النقدي وتأثيره على أسعار الصرف في مصر، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

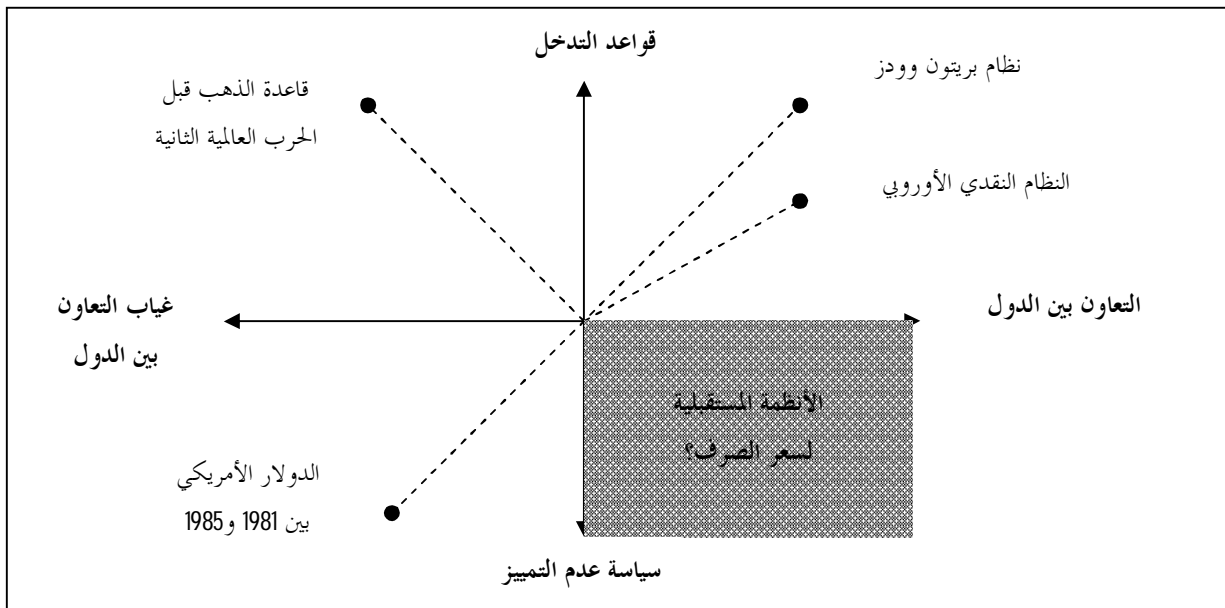
⁵ مجموعة الدول الخمسة (G5) هي: الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، فرنسا، ألمانيا واليابان.

⁶ وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية، مرجع سبق ذكره ص: 469.

أدى استمرار انخفاض الدولار حتى سنة 1987 إلى تخوف الأوروبيين على تنافسية صناعاتهم التصديرية، وأصبحت عملية تعديل العجز في الميزان التجاري الأمريكي صعبة، وحاول صانعو سياسات مجموعة الدول الخمس بالإضافة إلى كندا في لقاءهم بـ "اللوفر" بباريس سنة 1987 الوصول إلى سعر صرف تعاوني، واتفقوا على تأمين استقرار سعر الصرف حول مستواه آنذاك، كما تأكدت في "اللوفر" فكرة إدارة سعر الصرف التي أطلق عليها البعض بـ "التعويم غير النظيف".¹

في ظل تميز قاعدة الذهب بقوة التدخل في نظام النقد الدولي وتميز هذا النظام بالجمود وعدم المرونة وغياب التعاون بين الدول، أصبح نظام بريتون وودز أكثر صلاحية كنظام نقدي دولي، بالرغم من حفاظه على صفة الجمود نسبياً إلا أنه ساهم في خلق تعاون بين الدول، وفي ظل توجه الدول إلى حرية تحديد أنظمة صرفها أصبحت أنظمة الصرف تتميز بالتعاون بين الدول بالإضافة إلى قلة تدخلها في أسواق الصرف نظراً لاعتمادها أنظمة التعويم.

الشكل رقم 2-6: الأنظمة المستقبلية لسعر الصرف في ظل تطور النظام النقدي الدولي



المصدر:

Eiteman David et Autres, *Gestion et Finance Internationales*, référence déjà citée, P:45

¹ هزاع مفلح: التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 88-90.

المطلب الثاني: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف في ظل إصلاح صندوق النقد الدولي

إن الأنظمة الحالية للصرف قد أنشأت تدريجياً منذ أن فصلت الولايات المتحدة الأمريكية علاقة الدولار بالذهب وهناك عدة خصائص واضحة لهذا النظام على الرغم من استمرار التغيير والتكيف فيه وهي:¹

- الابتعاد عن وجهة النظر القائلة بأن "أسعار الصرف يجب أن تُثبَّت لفترة طويلة من الزمن"، حيث انخفضت رغبة الدول في العودة السريعة إلى أنظمة الصرف الثابتة في منتصف السبعينات، وأصبحت أسعار الصرف تتغير يوماً بعد يوم وأن قوى السوق في العموم هي التي تحدد التوجهات الأساسية للارتفاع والانخفاض.
- إن البنوك المركزية لا تتردد عن التدخل لتعديل التحركات غير المرغوبة في سعر الصرف على الرغم من أن هناك تدخلات قوية من قبل البنك المركزي في سوق العملة تتعارض مع اتجاهات غير ملائمة للسياسات الاقتصادية، إضافة إلى وجود عدد قليل من الدول المثبَّتة بدقة لسعر الصرف وكثرة الدول ذات أنظمة الصرف الهجينة أو ما يعرف بالأنظمة الوسيطة.
- الإلغاء الفعلي لدور الذهب، حيث بدأ هذا الاتجاه في مطلع السبعينات حيث لم يصبح للذهب أي مكانة ضرورية في النظام النقدي الدولي، وأصبحت له أسواق حرة للتعامل على اعتقاد أن الذهب مخزن جيد للقيمة.
- هناك تشكيلة واسعة من ترتيبات الصرف تتبعها مختلف الدول بما يتلاءم مع أوضاعها الاقتصادية المحلية والدولية أكثر مما كان مقرراً في نظام بريتون وودز، وأضحى دور صندوق النقد الدولي في ظل هذه الخيارات المتعددة لأعضائه دوراً إشرافياً على التزام الأعضاء لتأمين ترتيبات صرف منظمة وتعزيز الاستقرار في أسعار الصرف.

أولاً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف قبل سنة 1999: تعتمد التصنيفات الرسمية لصندوق النقد الدولي على بيانات نظام الصرف المعلن من قبل السلطات النقدية للبلد إضافة إلى سلوك التغيير في سعر الصرف الرسمي.

تستند مختلف اختيارات نظام الصرف على الصفة القانونية للاختيار اعتماداً على التصنيفات الواردة في تقارير صندوق النقد الدولي والتي على أساسها يتم الإعلان عن نظام الصرف المتبع من طرف البلد وعُرفت هذه التصنيفات بالقانونية أو الرسمية (*jure*).

1- تصنيف 1950-1973: يتم تحديد سعر الصرف على أساس فئتين:²

- أسعار صرف اسمية ثابتة.
 - أسعار صرف فعلية ثابتة، وهذا النظام هو السائد في معظم المبادلات.
- 2- تصنيف 1974:** عدّل هذا التصنيف بعدم الحاجة إلى وجود قيمة اسمية وينقسم إلى:

¹ عبد الحسين الحليل عبد الحسين: سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 95-96.

² Sfia Mohamed Daly : *Le choix du régime de change pour les économies émergentes*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA, 2007, P:9.

- إبقاء سعر الصرف ضمن فارق ضئيل مقارنة بكل من: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، مجموعة عملات، ومتوسط أسعار صرف الشركاء التجاريين الرئيسيين.

- عدم إبقاء سعر الصرف ضمن فوارق ضعيفة نسبياً.

3- تصنيف 1975-1978: يتحدد سعر الصرف على أساس طريقتين:

- إبقاء سعر الصرف ضمن فارق ضئيل مقارنة بكل من: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، الدولار الأسترالي، الرند جنوب الإفريقي، البيزيتا الإسباني (تحت ترتيبات التدخل المتبادلة)، أو سلة من العملات.

- عدم إبقاء سعر الصرف ضمن فوارق ضعيفة.¹

4- تصنيف 1979-1982: يتحدد سعر الصرف على أساس:

- إبقاء سعر الصرف ضمن فارق ضئيل مقارنة بكل من: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، الدولار الأسترالي، الإسكودو البرتغالي، الرند جنوب الإفريقي، البيزيتا الإسباني (تحت ترتيبات التدخل المتبادلة)، أو سلة من العملات ومجموعة من المؤشرات.

- عدم إبقاء سعر الصرف ضمن فوارق ضعيفة.

5- تصنيف 1983-1996: يتحدد سعر الصرف على أساس:

- الربط مقابل: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، عملات أخرى أو مقابل سلة من العملات.

- مرونة محدودة تتعلق بـ: عملة واحدة، ترتيبات تعاونية.

- ترتيبات أكثر مرونة: تتعدل طبقاً لمجموعة المؤشرات، إضافة إلى أنواع أخرى للتعويم المدار.

- التعويم الحر.²

6- تصنيف 1997-1998: يحتوي التصنيف على الأنظمة التالية:³

- ثابت مقابل عملة واحدة أو سلة من العملات.

- مرونة محدودة.

- تعويم مدار.

- تعويم حر.

¹ Lassana Yougbare, *Effets macroéconomiques des régimes de change : Essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel*, Thèse Pour Le Doctorat De Sciences Economiques, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand I, 03 Avril 2009, P:33.

² Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, Working Paper 8963, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2002, P:8.

³ Lassana Yougbare, *Effets macroéconomiques des régimes de change : Essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel*, référence déjà cité, P:33.

ثانياً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف منذ سنة 1999: يعرض صندوق النقد الدولي تقريراً سنوياً بعنوان: "Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions" يفصل من خلاله عدد الدول المتبعة لأنظمة الصرف استناداً إلى تصنيف 1999، إضافةً إلى مختلف التحولات التي شهدتها الدول في ظل هذه الأنظمة، وفيما يأتي تقديماً مفصلاً لمحتويات هذه الأنظمة:¹

1- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة: تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة.

2- مجلس العملة: هو نظام نقدي يقوم على أساس التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية.

3- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت: تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع إعطائها أوزاناً ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية، وفي هذا الحالة يكون السعر المركزي قابلاً للإلغاء والسماح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $(\pm 1\%)$ حول سعر الصرف المركزي، أو بقاء القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة ثلاثة (3) أشهر على الأقل.

4- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية: تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن $(\pm 1\%)$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والقيمة الدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%.

5- أنظمة الربط الزاحف: تُعدّل قيمة العملة وفقاً لهذا الترتيب تعديلاً دورياً طفيفاً بمعدل ثابت استجابة للتغيرات في مؤشرات مختارة كالفرق في معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة.

6- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة: تظل قيمة العملة في هذا الترتيب ضمن هامش تقلب لا تقل عن $(\pm 1\%)$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والقيمة الدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%، مع تعديل السعر المركزي أو هامش التقلب دورياً بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة.

7- التعويم المدار: تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفاً لهذا التأثير، ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات،

¹ روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومعنى، وبأي سرعة؟، مرجع سبق ذكره، ص 2-4.

ومستوى الاحتياطات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يمكن أن تكون التعديلات تلقائية، وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام بشكل مباشر أو غير مباشر.

8- التعميم الحر: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي بشكل استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف تخفيضاً محدوداً في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديداً لمستوى معين له.

ثالثاً: متطلبات إصلاح النظام النقدي الدولي: منذ تأسيس صندوق النقد الدولي وحتى سنة 1973 ظل نظام النقد الدولي مرتكزاً على سعر التعادل، وعند انهيار نظام بريتون وودز نتيجة تزايد الضغوط التمويلية واختلال التوازنات الخارجية تحركت دول العالم إلى أنظمة التعميم، ويفيد هذا النظام إلى عدم وجود وحدة حساب أو وحدة إسناد للنظام ككل، وهو الدور الذي كان يقوم به الذهب سابقاً، ومع هذا فإن كل بلد على حدا حر في تثبيت عملته قياسياً أو إلى أي عملة أو سلة عملات أخرى.¹

تُعدُّ الفوضى النقدية والمالية سمة السياق الدولي اعتباراً من سنة 1973 بتعميم العملات ونهاية نظام بريتون وودز، ويُعدُّ غياب نظام نقدي دولي مصدراً للأزمات المتكررة على المستوى الدولي كأزمة المكسيك 1994-1995، أزمة جنوب شرق آسيا 1997، أزمة روسيا 1998 وأزمة البرازيل 1999.²

1- أسباب إصلاح النظام النقدي الدولي: هناك العديد من الأسباب التي تعجل بضرورة إصلاح النظام النقدي الحالي وتبني نظام نقدي دولي جديد أهمها:³

- تمثل النقود عنصر قوة حيث أن الدول القوية تستطيع إدارة شؤون النقد وبالتالي ينظر للنظام النقدي الدولي على أنه أداة ودالة لهيكل علاقات الدول القوية.
- سيطرة الولايات المتحدة على صندوق النقد الدولي الذي تأسس في بريتون وودز سنة 1944 يعكس الظروف التاريخية حيث أن الدول الضعيفة ليس لها قراراً في ظل هذا النظام.
- التنافس الدولي الذي لعبه الدولار باعتباره المصدر الرئيسي للسيولة الدولية ووظيفته باعتباره مخزناً عالمياً مستقراً للقيمة في ظل العجز المستمر لميزان المدفوعات الأمريكي.
- اختفاء الأسس النظرية التي قام عليها نظام بريتون وودز وانهيار أهداف صندوق النقد الدولي التي تأسس من أجلها.

¹ فتحي محمد إبراهيم، سعر الصرف المعوم واستقرار الاقتصاد الكلي، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العدد 482، السنة 97، أبريل 2006، ص:262.

² 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:256.

³ فاطمة عبد الله أحمد، الإصلاح النقدي وتأثيره على أسعار الصرف في مصر، مرجع سبق ذكره، ص:28-30.

- التفاقم الكبير في عجز موازين مدفوعات الدول النامية وانهايار احتياطاتها الدولية وتدهور أسعار صرفها وأزمات ديونها الخارجية فضلا عن مستويات المعيشة لشعوبها.
- تسجيل صندوق النقد الدولي للمواقف والسياسات التي تتخذها الدول العشر الكبرى والموافقة عليها، إضافة إلى التدخلات الكبيرة في قضايا الدول النامية.

2- أهم أهداف النظام النقدي الدولي الجديد: من بين الأهداف التي من المفترض أن يهتم النظام النقدي الدولي الجديد بتحقيقها ما يلي:¹

- الهدف الأول: أن يعمل النظام النقدي الدولي على تحقيق الاستقرار النقدي العالمي والمحافظة على مستويات مقبولة للتوظيف والنمو، وكبح السياسات والميول التضخمية والانكماشية التي تسود الاقتصاد العالمي.
- الهدف الثاني: أن يعمل النظام النقدي الجديد على دعم عملية التنمية العالمية، وبشكل خاص في الدول الفقيرة التي يشكل سكانها نسبة كبيرة من سكان المعمورة.

3- سمات النظام النقدي الدولي الجديد: عند تحديد سمات النظام النقدي الدولي الجديد يراعى أربعة عناصر أساسية هي:²

- حرية الإدارة والرقابة، حيث أنه من المتعذر إهمال تأثير القوى الاقتصادية للدول القوية المتقدمة، إلا أنه يجب مراعاة مصالح الدول المنظمة إلى هذا النظام.
- توافر صفة العالمية، بمعنى مشاركة كافة دول العالم في إدارة الترتيبات المؤسسية للنظام، خاصة في ظل عملية تدويل التجارة والمدفوعات.
- إصدار عملة دولية جديدة مقبولة للوفاء بالمعاملات الدولية.
- خلق درجة من الآلية في تحويل الموارد من خلال الاحتياطات التي سيستند إليها الصندوق.

4- آليات عمل النظام النقدي الدولي الجديد: يتطلب من النظام النقدي الدولي الجديد العمل وفق الآليات التالية:³

- تبني مقاييس محددة ذات شفافية.
- تحرير أسواق رأس المال.
- إصلاح القطاع المالي.

¹ رمزي زكي، التاريخ النقد للتخلف دراسة في أثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، منشورات سلسلة عالم المعرفة، رقم 118، أكتوبر 1987، ص:304.

² رمزي زكي، التاريخ النقد للتخلف دراسة في أثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، نفس المرجع السابق، ص:304.

³ فاطمة عبد الله أحمد، الإصلاح النقدي وتأثيره على أسعار الصرف في مصر، مرجع سبق ذكره، ص:36-37.

- تنمية دور القطاع الخاص.

- تدعيم السياسات الاجتماعية للدول الأكثر فقراً.

المطلب الثالث: التصنيفات الواقعية لأنظمة الصرف الدولية.

من الناحية العملية هناك العديد من الدول تلجأ إلى عمليات التدخل في سوق الصرف لتعديل قيمة العملة رغم إعلانها باتباع أنظمة التعويم، السبب الذي أدى بالاقتصاديين إلى إجراء دراسات استشرافية استنبطت من خلالها تصنيفات تختلف في بعض الأحيان عن التصنيفات الرسمية عُرفت ما يسمى بالتصنيفات الواقعية أو الطبيعية (facto).

أولاً: تصنيف Friedman لأنظمة الصرف: يعتبر "ميلتون فريدمان" من بين أوائل الاقتصاديين الذي دعوا إلى أنظمة التعويم سنة 1953، وتوقع فريدمان أن الاختيار الأمثل لنظام الصرف سوف يشهد حدة في النقاش في المستقبل، وبرر مساندته للأنظمة المرنة على أنه في حالة الأسعار الجامدة تسمح أسعار الصرف المرنة بعزل الاقتصاد عن الصدمات الخارجية من خلال التعديل السريع للأسعار النسبية.¹ ويدعم فريدمان قراره بانتقاده لنظام "بريتون وودز" القائم على أساس أسعار الصرف الثابتة من خلال اللإستقرار الذي شهدته أسعار الصرف الحقيقية في ظل التجارة الحرة، إضافة إلى عدم القدرة على التعديلات الهيكلية للأسعار في ظل الارتباط مع العالم الخارجي، وعدم فعالية حساسية أسعار الصرف المرنة في ظل هذا النظام.²

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.

الجدول رقم 2-4: 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.

بوجود سعر الصرف المرن يمكن للبنك المركزي أن يضع سياسة نقدية معينة إلا أنه لا يملك سياسة سعر الصرف، إذ سيكون سعر الصرف وفقاً للأسلوب التلقائي، أما بوجود سعر الصرف الثابت فسيكون هناك احتمالان: إما أن يقوم مجلس العملة بتحديد سعر الصرف (إلا أنه سوف لن يكون لدى البنك المركزي

¹ Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, *Segmented Asset Markets And Optimal Exchange Rate Regimes*, Working Paper 13154, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2007, P:1.

² Laelitia Ripoll, *Choix de regime de change: quelles nouvelles?*, LAMETA, Université de Montpellier I, 2001, P:4.

سياسة نقدية حيث سيكون عرض النقد تلقائياً)، أو أن يتم اتباع نظام "دولة" الاقتصاد واستخدام عملة أجنبية كعملة خاصة به، وبموجب نظام الصرف الثابت سوف يتم تحديد القاعدة النقدية للدولة من قبل ميزان المدفوعات والذي سوف يتحرك بمطابقة تتم حسب مستوى الطلب مع تغيرات تطراً على الاحتياطات من العملات الأجنبية، وبوجود هذين النظامين وآليتي سعر الصرف فسوف لن يكون هناك تعارض بين السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف.¹

ثانياً: تصنيف Latter لأنظمة الصرف (1996): وضع 'Latter' وصفاً عاماً لمختلف أنظمة الصرف في مقالة نشرها سنة 1996 بعنوان "اختيار نظام الصرف" *The Choice of Exchange Rate Regime*، عرض فيها ثمانية أصناف لأنظمة الصرف تتراوح بين التعميم الحر إلى العملة الموحدة، إضافة إلى متطلبات وخصائص كل نظام، مع إمكانية تطبيق كل نظام من عدم ذلك، كما ركز 'Latter' في تحليله لأصناف أنظمة الصرف على طبيعية وقدرة تدخل البنك المركزي في سوق الصرف إذ يتراوح تدخله من عدم التدخل وإعطاء حرية كاملة لقوى السوق مروراً بالتدخل بمستويات ضعيفة لتعديل قيمة العملة والسيطرة على سعر الصرف، انتهاءً عند تدخل البنك المركزي بتثبيت قيمة العملة بمعدلات ثابتة أو التثبيت عن طريق مجلس النقد أو اتباع عملة موحدة في إطار اتحاد نقدي، والجدول الموالي يوضح بالتفصيل تصنيف 'Latter' لأنظمة الصرف.

الجدول رقم 2-5: تصنيف أنظمة الصرف عند 'Latter' سنة 1996.

النظام	الوصف	الملاحظات
التعميم 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.
التعميم 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 المعلنة مقابل الدولار، وقد شاع استخدام هذا النظام في الفترة 1945-1972.

¹ ستيف إتش هانكي: "سياسات أسعار الصرف العالمية"، إصدارات مصباح الحرية، 2007، ص ص: 2-3.

الجدول رقم 2-5: (تابع)

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 (معيّار الذهب)	النقود الأساسية التي يجب تغطيتها بالكامل بالعملة الأجنبية عند معدل ثابت.	نظام آلي وصارم ويضمن تحول 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.

ثالثاً: تصنيف Ghosh لأنظمة الصرف (1997): في دراسة حول الأداء الاقتصادي الكلي لمختلف أنظمة الصرف استخدم 'Ghosh' تصنيف يركز على الإعلانات الرسمية للسلطات النقدية وملاحظة سلوك سعر الصرف، ويؤكد 'Ghosh' بأنه بالإضافة إلى أن التصنيفات الواقعية فائدة في اكتشاف السلوك الفعلي لسعر الصرف، فإنها لا تسمح بتمييز السلوك المستقر لسعر الصرف الناتج عن غياب الصدمات، والناتج عن الأداء الجيد للاقتصاد الكلي أو الناتج عن الثقة في أسواق الصرف.

طبق 'Ghosh' الدراسة على عينة شملت 140 دولة خلال الفترة 1960-1990، ودرس الاختلافات البسيطة بين أنظمة التثبيت وأنظمة التعويم، وقام بدمج تصنيفات صندوق النقد الدولي مع التحليل الإحصائي لسلوك سعر الصرف ومستويات التغير للتمييز بين الأنماط المختلفة لأنظمة الصرف، وخلص تصنيف 'Ghosh' إلى 25 صنف لأنظمة الصرف ثم قام بتقليص هذه الأصناف استناداً إلى الاختلافات البسيطة الموجودة بينها، وميز في الأخير تسعة (9) ترتيبات أساسية.¹

الجدول رقم 2-6: تصنيف أنظمة الصرف لـ Ghosh سنة 1997.

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

المصدر:

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

رابعاً: تصنيف Frankel لأنظمة الصرف (1999): يضع التصنيف تسعة (9) ترتيبات لأنظمة الصرف، فعلى أساس درجة التثبيت نجد: ترتيب أسعار الصرف الثابتة بحق كما كان عليه الحال في منطقة

¹ Sfia Mohamed Daly : "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", Munich Personal RePEc Archive, MPRA, 2007, PP:11-12.

الفرنك، مجلس العملة أين تحتفظ السلطات النقدية بمستوى عالي من الاحتياطات مقابل القاعدة النقدية حيث أن العرض النقدي يتوسع ويتقلص بناءً على وضعية ميزان المدفوعات، وبالتالي ليس هناك دور للسياسة المالية الاختيارية، أما في حالة ترتيب اتحادات العملة يمكن لمجموعة من الدول تبني عملة واحدة.

وفيما يتعلق بالترتيبات الوسيطة نجد: الربط القابل للتعديل أين يمكن للدولة إعادة تعديل الربط بشكل دوري، الربط الزاحف في حالة ما إذا كان الربط يعدل بانتظام من خلال مجموعة من التخفيضات، الربط مقابل سلة من العملات بحيث يكون سعر الصرف ثابتاً مقابل أوزان سلة العملات الأجنبية، وأخيراً ترتيب الهوامش والمناطق المستهدفة حيث أن سعر الصرف يستهدف قيم معلنة سواء على الأطراف (هوامش) أو في المركز (مناطق).

تقسم ترتيبات التعويم إلى قسمين: التعويم الحر أين تُمنع السلطات النقدية من التدخل في سوق الصرف وبالتالي يتحدد سعر الصرف وفقاً لقوى السوق، التعويم المدار (المسير) حيث يمكن للسلطات التدخل في سوق الصرف لهدف معين يتعلق بقيمة العملة.¹

الجدول رقم 2-7: تصنيف أنظمة الصرف عند Frankel سنة 1999.

ترتيبات التثبيت	الترتيبات الوسيطة	ترتيبات التعويم
- اتحادات العملة	- الربط القابل للتعديل	- التعويم المدار
- مجالس العملة	- الربط الجامد	- التعويم الحر
- أسعار الصرف الثابتة بحق	- الربط بسلة من العملات	
	- هوامش أو مناطق مستهدفة	

المصدر:

Michael Bordo, *Exchange Rate Regime Choice In Historical Perspective*, Working Paper 9654, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, April 2003, P:5.

خامساً: تصنيف Bubula and Otker-Robe لأنظمة الصرف (2003): إنطلاقاً من تصنيف يقترح

من التصنيف الذي يتبناه صندوق النقد الدولي منذ 1999، يعرض Bubula و Otker-Robe سنة 2003 تراجع كبير لأنظمة الوسيطة، حيث تبقى هذه الأنظمة أكثر أهمية، وتوصل الباحثان إلى أن هناك تطور كبير في الانتقال إلى التثبيت الجامد أو إلى التعويم خاصة في الدول المتقدمة والاقتصاديات الصاعدة، كلا المجموعتين من الدول اتجهت إلى التكامل المالي الدولي على مسار سنوات التسعينات، ففيما يتعلق بالدول المتقدمة كان الانتقال إلى اليورو كعملة موحدة سنة 1999 دليل على الربط الجامد للعملة.

كما خلصت نتائج الدراسة إلى أن التراجع في الأنظمة الوسيطة لم يكن منظماً، حيث كان هناك إنزلاقاً إلى الداخل لهذه الأنظمة سواء اتجاه الأنظمة ذات الهوامش الزاحفة (من 2.7% سنة 1990 إلى 8.3% سنة 2001)، أو اتجاه نظام التعويم المدار (من 7.3% سنة 1990 إلى 22.2% سنة 2001).²

¹ Michael D. Bordo, Josef Christl, Christian Just, Harold James, *Exchange Rate Regimes Past, Present and Future*, Working Paper 92, Oesterreichische National bank, November 3, 2004, PP:3-4.

² Jean Pierre Allégret: *Les régimes de change dans les payés émergents*, Vuibert, 2005, P:20.

استهدفت دراسة *Otker-Robe* و *Bubula* عدد 190 دولة عضو في صندوق النقد الدولي خلال الفترة 1990-2002 بيانات سنوية وأخرى شهرية تتعلق بسعر الصرف والاحتياطات وأهداف السلطات النقدية.¹

الجدول رقم 2-8: تصنيف *Bubula* و *Otker-Robe* لأنظمة الصرف سنة 2003.

الصف 1	الصف 2	الصف 3	الصف 4
- الدولار	- الربط الثابت مقابل عملة واحدة.	- الربط الزاحف إلى الأمام.	- تعويم أكثر إدارة (موجه).
- اتحاد العملة	- الربط الثابت مقابل سلة من العملات.	- الربط الزاحف إلى الخلف.	- نظم تعويم أخرى.
- مجلس العملة	- الربط مع الهوامش	- الهوامش الزاحفة إلى الأمام.	- تعويم حر.

المصدر:

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, P:49.

سادسا: تصنيف *Levy-Yeyati and Sturzenegger* لأنظمة الصرف (2002): يقترح *Levy-Yeyati*

و *Sturzenegger* تحليلاً إحصائياً شاملاً لأنظمة الصرف في كل دول العالم يستند إلى التقلب في سعر الصرف والتقلب في الاحتياطات الرسمية، للتمييز بين الربط الزاحف والتعويم غير النظيف، واستخدم الباحثان ثلاثة مقاييس لذلك: متوسط نسبة التغير الشهري المطلقة في سعر الصرف σ_e والانحراف المعياري لنسبة التغير الشهر في سعر الصرف $\sigma_{\Delta e}$ ، كما يعتمد التصنيف على مقياس التغير في الاحتياطات الرسمية كنسبة من القاعدة النقدية للشهر السابق σ_r ، واستهدفت الدراسة 153 دولة خلال الفترة 1974-2000.²

نظراً لصعوبة قياس الاحتياطات ووجود اختلافات في العادة بين التغير في الاحتياطات وطبيعة التدخلات في سوق الصرف، تم حساب المقياس الثالث للتصنيف والمتمثل في التقلب في الاحتياطات الرسمية ثم إجراء تعديل على الاحتياطات لكي تُعبّر قدر الإمكان عن طبيعة التدخل في سوق العملات، ثم طرح الإيداعات الحكومية لدى البنك المركزي من الأصول الصافية الأجنبية له، تصبح الاحتياطات الصافية R_t بالدولار كالتالي:

$$R_t = \frac{FA_t - FL_t - GD_t}{e_t}$$

حيث: FA الأصول الأجنبية.

FL الالتزامات الأجنبية.

GD الإيداعات الحكومية.

e قيمة الدولار مقابل العملة المحلية.

حيث تم أخذ كل المؤشرات بما فيها سعر الصرف خلال نهاية الفترة وبالتالي يتم حساب مؤشر التدخل في سوق الصرف r_t وفق الصيغة التالية:

¹ *Chaker Aloui et Haïthem Sassi, Régime De Change Et Croissance Economique : Une Investigation Empirique, Economie internationale, CAIRN, 2005/4 no 104, P:106.*

² *Virginie Coudert, Marc Dubert, Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ?, CEPII Working Paper No 2003-05, May 2004, P:11.*

$$r_t = \frac{R_t - R_{t-1}}{MB_{t-1}} = \frac{\Delta R}{MB_{t-1}} \cdot e_{t-1}$$

حيث: MB القاعدة النقدية

مقياس التقلب يعبر عن متوسط التغير الشهري المطلق لـ r . بمعنى آخر متوسط التغير الشهري المطلق في صافي الاحتياطات الدولية بالدولار نسبة إلى القاعدة النقدية في الشهر السابق مقاسة بالدولار.¹ يفترض الباحثان أن أنظمة الربط تتحدد بالتقلبات المنخفضة لسعر الصرف (المستوى و التغير) وتقلبات عالية في الاحتياطات الرسمية، كما تتحدد أنظمة التعويم بأسعار صرف شديدة التقلب (المستوى والتغير) واحتياطات رسمية مستقرة، وتم استخدام التحليل العنقودي لتمييز خمسة (5) أصناف رئيسية لأنظمة الصرف.²

الجدول رقم 2-9: تصنيف أنظمة الصرف عند *Sturzenegger و Levy-Yeyati* سنة 2002.

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, 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.

سابعاً: تصنيف Reinhart and Rogoff لأنظمة الصرف (2002): يعالج *Rogoff و Reinhart*

مشكلة تعدد أسعار الصرف ويستخدم معلومات من سوق الصرف غير الرسمي (الموازي) لتمييز ترتيبات أسعار الصرف، ويعتبر الباحثان أن السوق الموازي يعتبر مُهماً إن لم يكن من بين أحسن مؤشرات السياسة النقدية، ويضع الباحثان أربعة عشر (14) ترتيباً تتراوح ما بين أنظمة الربط (الأصناف من 1 إلى 3)، الأنظمة الوسيطة (الأصناف من 4 إلى 11)، وأنظمة التعويم بالإضافة إلى صنف آخر يضيفه *Rogoff و Reinhart* يتمثل في السقوط الحر.³

¹ *Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger: A de facto Classification of Exchange Rate Regimes A Methodological Note*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, 2002, PP:6-7.

² *Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?*, Working Paper 17318, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge October 2011, P:5.

³ *Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?*, op.cit, PP:4-5.

الجدول رقم 2-10: تصنيف أنظمة الصرف عند *Reinhart and Rogoff* سنة 2002.

ترتيبات الربط	الترتيبات الوسيطة	ترتيبات التعويم
- اتحادات العملة - تثبيت معلن أو ترتيب مجلس العملة - هامش معلن أقل من أو يساوي (+/-2%)	- الربط الطبيعي (الواقعي) - الربط الزاحف المعلن - هامش زاحف معلن أقل من أو يساوي (+/-2%) - الربط الزاحف الطبيعي (الواقعي) - هامش زاحف طبيعي (واقعي) أقل من أو يساوي (+/-2%) - هامش زاحف معلن أكبر من أو يساوي (+/-2%) - هامش زاحف طبيعي (واقعي) أقل من أو يساوي (+/-5%) - هامش انتقالي أقل من أو يساوي (+/-2%) تتعلق التخفيض والرفع مع مرور الوقت	- التعويم المدار - التعويم الحر

المصدر:

Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, *How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?*, Working Paper 17318, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge October 2011, P:6.

تقع الأصناف الأربعة عشر (14) تحت خمسة (5) أصناف رئيسية هي: نظام ثابت، مرونة محدودة، التعويم المسير، التعويم الحر، السقوط الحر.¹

ثامنا: تصنيف Shambaugh لأنظمة الصرف (2003): يعتبر هذا التصنيف أقل شهرة من التصنيفات الأخرى بحكم أنه يُوسِّط بين تصنيفي *Reinhart and Rogoff* و *Levy-Yeyati and Sturzenegger* فمن الناحية الأولى فهو يركز على سلوك سعر الصرف فقط كما هو الحال في تصنيف (*RR*)، ومن ناحية أخرى يستخدم في تحليله سعر الصرف الرسمي كما هو عليه الحال في تصنيف (*LYS*)، كما أنه يركز على بقاء سعر الصرف في هوامش محددة.²

الجدول رقم 2-11: تصنيف أنظمة الصرف عند *Shambaugh* سنة 2003.

النظام	الوصف
التثبيت إلى عملة واحدة، أو سلة من العملات	قيمة التغير في سعر الصرف تساوي 0%، أو العودة إلى التغير بمقدار 0% في فترة تقدر بـ 11 شهر من أصل 12 شهر.
مرونة محدودة	إقامة هوامش في حدود 1%.
تعويم مدار	إقامة هوامش في حدود 2%.
تعويم حر	غير ثابت

المصدر:

Alberto Alesina Alexander Wagner, *Choosing (And Reneging On) Exchange Rate Regimes*, Working Paper 9809, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2003, P:8.

¹ Sfia Mohamed Daly : *Le choix du régime de change pour les économies émergentes*, référence déjà cité, P:16.

² Alberto Alesina Alexander Wagner, *Choosing (And Reneging On) Exchange Rate Regimes*, Working Paper 9809, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2003, P:7.

المطلب الرابع: تطورات اختيار أنظمة الصرف الدولية

إن التقلبات في ترتيبات أسعار الصرف في العالم في فترة ما بعد نظام بريتون وودز أصبحت حادة بصورة أكبر مما كانت عليه في فترة قبل انهيار النظام حيث كانت ترتيبات الصرف ثابتة، إضافة إلى استخدامها لمعالجة الاختلال الزمن والهيكل في ميزان المدفوعات، أما في الفترة الحديثة أصبح سعر الصرف يستخدم كأداة رئيسية سواء بصفة منفردة أو في إطار حزمة من السياسات الاقتصادية لمعالجة الاختلالات المالية والهيكلية ومواجهة الصدمات الداخلية والخارجية وتحقيق معدلات نمو مستدامة ومواجهة التضخم والوصول إلى مستوى معين من الاستقرار السعري وتوازن ميزان المدفوعات مع زيادة القدرة التنافسية للدولة، إضافة إلى تحسين مستوى الأداء الاقتصادي سواء من ناحية الإنتاج أو التشغيل.¹

أولاً: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف قبل سنة 1999: توالى التغييرات في اختيار أنظمة الصرف في معظم دول العالم منذ بداية السبعينات، حيث تخلت دولاً عن أنظمة التثبيت لعملة واحدة اتجاه التثبيت لمجموعة عملات أو اختيار نظام الصرف المرن مع تعديل سعر الصرف بشكل مستمر.

الجدول رقم 2-12: تطور عدد الدول المتبعة لأنظمة الصرف خلال الفترة 1974-1998

نظام الصرف		السنة												
		1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
أنظمة التثبيت	الربط بعملة واحدة	99	73	68	87	73	61	58	56	56	54	51	49	51
	الربط بمجموعة عملات	22	27	29	26	30	27	32	32	34	35	35	40	40
	المجموع	121	100	97	113	103	88	90	88	90	89	86	89	91
نظام الصرف المرن		19	27	31	17	24	29	28	32	35	36	39	38	29
المجموع الكلي		140	127	128	130	127	117	118	120	125	125	125	127	120
		1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	
		57	58	51	44	42	44	43	45	44	44	46	47	
		35	36	42	41	39	34	30	25	22	22	20	18	
		92	94	93	85	81	78	73	70	66	66	66	65	
		58	56	59	64	75	83	102	108	114	125	115	117	
		150	150	152	149	156	161	175	178	180	191	181	182	

المصدر: عبد الحسين الجليل عبد الحسين: سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص:100، استناداً إلى:

-IMF Exchange Rate Arrangement (1974-1999)

-IMF International Financial Statistics (1974-1999)

بدأت الدول في التخلي عن تثبيت عملاتها مقابل عملة واحدة بشكل سريع بعد سنة 1974، حيث وصل عدد الدول المثبتة لعملة واحدة إلى 47 دولة سنة 1998 بعد 99 دولة كانت تتبع النظام سنة 1974،

¹ حسن الحاج محمد صديق، العودة إلى أسعار الصرف الثابتة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 16، 1999، ص:45.

ووصولها إلى حدود 42 دولة سنة 1991 كحد أدنى، وما يلاحظ من ذلك أن الدول أصبحت تفضل إما التثبيت إلى مجموعة عملات أو أنظمة الصرف المرنة إذ ارتفعت الدول المثبتة لمجموعة عملات من نسبة 15.71% سنة 1974 إلى 27.63% سنة 1989، مقابل ارتفاع نسبة الدول المعومة لسعر الصرف من 13.57% سنة 1974 إلى 38.82% سنة 1989.

شهدت سنوات التسعينات موجة التوجه إلى التعويم نظراً إلى أن ما نسبته 8.23% من إجمالي دول العالم تتجه إلى أنظمة التعويم سنوياً (بمتوسط 8 دول كل سنة) في ظل التخلي عن أنظمة التثبيت سواء بالنسبة لعملة واحدة (51 دولة سنة 1989 إلى 47 دولة سنة 1998) أو التثبيت بالنسبة لمجموعة عملات (من 42 دولة سنة 1989 (27.63%) إلى 18 دولة سنة 1998 (9.89%).

لُقبت هذه المرحلة بمرحلة "تجويف الوسط" الذي كانت بدايته نحو سنة 1990، أين تسارعت التدفقات الرأسمالية في كل أنحاء العالم استجابة إلى إجراءات إلغاء الرقابة على حساب رأس المال واستحداث أسواق مالية جديدة، غير أن هذه التدفقات توقفت بشكل مفاجئ في ظل العجز المتزايد في الحسابات الجارية لبعض الدول، والذي أدى إلى انخفاض الطلب على عملاتها المحلية (خاصة في دول أوروبا الغربية 1992 وجنوب شرق آسيا وأواخر التسعينات من القرن العشرين)، حيث أن مجموعة من الدول استنفدت احتياطياتها الدولية في عملية التدخل للدفاع عن عملاتها الثابتة، واضطرت إلى تخفيض قيمة عملاتها، وانتقلت في معظم الحالات إلى سعر صرف يتسم بدرجة أكبر من المرونة إزاء التدفقات أو إلى نظام التعويم الذي يلغي الحاجة إلى الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف.¹

بشكل عام عرفت الفترة 1974-1998 اتجاهاً عاماً للانتقال من أنظمة التثبيت إلى أنظمة التعويم حيث كان معدل النمو السنوي للدول المتبعة لأنظمة التثبيت (-2.34%) في ظل ارتفاع عدد الدول المتبعة لأنظمة التعويم بمتوسط سنوي (10.61%)² نظراً للمزايا التي يتمتع بها نظام الصرف المرن من حيث حرية استخدام السياسات الاقتصادية الملائمة لأوضاعها الداخلية بعيداً عن القيود والمؤثرات الخارجية وترك ميزان المدفوعات يتعدل تلقائياً وفق تحركات سعر الصرف الحر.

ثانياً: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف بعد سنة 1999: خلال الفترة 2001-2007 سيطرت ثلاثة ترتيبات على اختيارات أنظمة الصرف في دول العالم، ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت (الربط بعملة واحدة، الربط بسلة عملات) والتي ارتكزت بصفة أساسية في كل من الشرق الأوسط وإفريقيا جنوب الصحراء وعدداً من الدول الآسيوية، التعويم المدار، التعويم الحر، إضافة إلى أن ترتيبات الربط المرن تركزت في أوروبا، الاقتصاديات الصغيرة.

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

² مع الأخذ بعين الاعتبار نمو عدد الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بـ 1.29% سنوياً خلال الفترة 1974-1998.

شهد عدد الدول المتبعة لترتيبات الربط الجامد زيادة ضعيفة، حيث انضمت تيمور الشرقية إلى هذه الفئة سنة 2002، إضافة إلى الجبل الأسود سنة 2007، كما أن هناك انخفاضاً ملحوظاً في عدد الدول المتبعة لأنظمة التعويم، 20 دولة انتقلت من الربط المرن إلى أنظمة التعويم خلال السنوات الخمس التي سبقت سنة 2007 في حين أن 28 دولة تخلت عن التعويم واتجهت إلى ترتيبات الربط المرن.

ارتفعت حصة الدول المتبعة لنظام التعويم المدار إلى 58% بالنسبة لأنظمة التعويم في أبريل 2007، بعدما بلغت الحصة 46% سنة 2001، ويعود هذا التطور إلى أنه خلال هذه الفترة انتقلت 14 دولة من نظام التعويم الحر باتجاه نظام التعويم المدار.

ارتفعت عدد الدول المتبعة لترتيبات الربط التقليدية من 55 دولة سنة 2001 إلى 70 دولة سنة 2007 بعد الانخفاض الذي شهدته الفترات السابقة، وهذا يعود إلى تحلي عدداً من الدول أنظمة التعويم والعودة إلى الربط التقليدي بعملة واحدة أو بسلة عملات، فبالنسبة للربط بعملة واحدة يُعدُّ الدولار العملة الرئيسية المستخدمة في الربط إضافة إلى اليورو، أما بالنسبة للربط بسلة عملات استخدمته مجموعة من الدول بحجة فوائده في تثبيت سعر الصرف الفعلي الاسمي، كما تخلت عنه مجموعة من الدول نظراً للهيمنة المتزايدة للعملة الرئيسية.

الجدول رقم 2-13: تطور عدد الدول المتبعة لترتيبات الصرف خلال الفترة 2001-2007.

2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	أنظمة الصرف
23	22	22	22	22	22	21	الربط الجامد
10	9	9	9	9	9	8	- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
13	13	13	13	13	13	13	- مجالس العملة
82	83	76	72	72	73	72	الربط المرن
70	73	63	63	60	60	55	- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت
63	68	58	55	52	50	45	- الربط بعملة واحدة
7	5	5	8	8	10	10	- الربط بسلة عملات
12	10	13	9	12	13	17	أنظمة وسيطية
5	5	5	4	4	5	6	- الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية
6	5	8	5	5	5	6	- الربط الزاحف
1	-	-	-	3	3	5	- الربط ضمن نطاقات تقلب زاحفة
83	82	89	93	93	92	93	التعويم
48	45	51	49	46	45	43	- التعويم المدار
35	37	38	44	47	47	50	- التعويم الحر (التام)

المصدر:

Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls, Prepared by Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, November 27, 2007, P:11.

أصبح 12 بلداً يتبع الأنظمة الوسيطة سنة 2007 بعدما كان العدد 17 دولة سنة 2001، فخلال هذه الفترة انتقلت 10 دول من الأنظمة الوسيطة إلى أنظمة التعويم بينما انتقلت 5 دول أخرى إلى ترتيبات الربط

التقليدي، كما تبنت 10 دول الأنظمة الوسيطة خلال نفس الفترة: 6 دول منها تخلت عن الأنظمة الثابتة، 4 دول تخلت عن التعويم، ودولتان كانت في إطار الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي.¹ في مارس 2008 كان لدى 48 بلداً ربطاً صارماً للعملة، ولدى 60 بلداً ربطاً رخواً، ولدى 79 بلداً أسعار صرف معومة حيث تميزت المرحلة الموالية للتسعينات بتوقف "تجويف الوسط" سنة 2001 وشهدت الفترة تحولات أكثر تنظيماً في اختيارات الدول لأنظمة الصرف، حيث قامت بعض الدول بإدارة سعر الصرف بدلا من التعويم المستقل، في حين أصبحت دول أخرى ترغب في الربط الجامد لعملائها بحكم أنها لا تقدر على مواجهة تقلبات الحادة الناتجة عن التعويم، إضافة إلى أن التغيرات في سعر الصرف يمكن أن تُحدث تأثيرات خطيرة على الميزانيات العمومية والتضخم والنمو للدول.²

ثالثا: اتجاهات اختيار أنظمة الصرف فترة الأزمة المالية العالمية 2008 وما بعدها: يقدم التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود أسعار الصرف (AREAER) معلومات مفصلة عن ترتيبات الصرف في الدول الأعضاء، ترتيبات رسمية ورتيبات واقعية تصنف من خلالها الدول في نطاق عشر (10) فئات موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 2-14: ترتيبات الصرف وفق التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود أسعار الصرف

(AREAER)

النوع	الفئة
الربط الجامد	- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة، - ترتيبات مجالس العملة.
الربط المرن	- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت، - ترتيبات مستقرة، - الربط الزاحف، - الربط ضمن نطاقات تقلب زاحفة، - الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية.
أنظمة التعويم	- التعويم المدار، - التعويم الحر (النام)
باقي الدول	- أنواع أخرى من الترتيبات المسيرة (المدارة)

المصدر:

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014, P:1.

هذا التصنيف³ مستند إلى معلومات الترتيبات الواقعية المتبعة من طرف الدول الأعضاء وتم تحليلها ومناقشتها من طرف خبراء الصندوق، حيث أنه من الممكن أن تكون اختلافات بين الترتيب المتبع والترتيب المعلن رسمياً.⁴

¹ *Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls, Prepared by Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, November 27, 2007, PP:7-14.*

² مارك ستون وآخرون: "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟"، مرجع سبق ذكره، ص:43.

³ هذه المنهجية في التصنيف أصبحت مطبقة فعليا بداية من فبراير 2009، وذلك من خلال محاولة تزويد التصنيفات السابقة باتساق عام ووضع تصنيفات موضوعية للدول وتحسين الشفافية والرقابة الثنائية ومتعددة الأطراف من طرف صندوق النقد الدولي.

⁴ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014, P:1.*

الجدول رقم 2-15: ترتيبات الصرف خلال الفترة 2008-2014 (كنسبة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي)

2014	2013	2012	⁴ 2011	³ 2010	2009	² 2008	أنظمة الصرف
13.1	13.1	13.2	13.2	13.2	12.2	12.2	الربط الجامد
6.8	6.8	6.5	6.8	6.3	5.3	5.3	- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
6.3	6.3	6.3	6.3	6.9	6.9	6.9	- مجالس العملة
43.5	42.9	39.5	34.2	39.7	34.6	39.9	الربط المرن
23	23.6	22.6	22.6	23.3	22.3	22.3	- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت
11	9.9	8.4	12.1	12.7	6.9	12.8	- ترتيبات مستقرة
1	1	1.6	1.6	1.6	2.7	2.7	- الربط الزاحف
7.9	7.9	6.3	6.3	1.1	0.5	1.1	- الربط ضمن نطاقات تقلب زاحفة
0.5	0.5	0.5	0.5	1.1	2.1	1.1	- الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية
34	34	34.7	34.7	36	42	39.9	التعويم
18.8	18.3	18.4	18.9	20.1	24.5	20.2	- التعويم المدار
15.2	15.7	16.3	15.8	15.9	17.6	19.7	- التعويم الحر (التام)
9.4	9.9	12.6	8.9	11.1	11.2	8	أنواع أخرى من الترتيبات المسيرة (المدارة)

المصدر:

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014, P:1.

لم تشهد ترتيبات الصرف في دول العالم تغيرات واضحة خلال الفترة 2008-2014 حيث يلاحظ عودة مجموعة من الدول إلى أنظمة الربط المرن على حساب أنظمة التعويم حيث انخفضت نسبة الدول المتبعة لأنظمة التعويم من 39.9% سنة 2008 إلى 34% سنة 2014 وصولاً إلى نسبة 42% كأعلى نسبة خلال الفترة سنة 2009 في ظل التوجه إلى أنظمة الربط المرن حيث ارتفعت نسبة الدول المتبعة لترتيبات هذا النظام من 39.9% سنة 2008 إلى 43.5% سنة 2014، وفيما يتعلق بأنظمة الربط الجامد فقد شهدت استقراراً في النسبة في حدود (12.2%-13.2%)، إضافة إلى اتباع نسبة معتبرة من الدول (8%-12.6%) أنواعاً أخرى من الترتيبات المسيرة خلال الفترة 2008-2014.

يمكن طرح أهم التغيرات في ترتيبات الصرف التي شهدتها سنة 2013 فيما يلي:⁵

- بالنسبة للترتيبات المسيرة الأخرى كان هناك انخفاضاً طفيفاً في عدد الدول، حيث وصل عدد الدول في هذه الفئة إلى حده الأدنى منذ سنة 2011، حيث أن هذه الترتيبات ميزت الفترة التي شهدت تقلبات في

¹ يتضمن 188 دولة و3 أقاليم (أروبا وسانت مارتن (هولندا)، هونغ كونغ (الصين))

² صنفت وفق تصنيف صندوق النقد الدولي 2009 بشكل رجعي حيث لم يتضمن التصنيف كل من: كوسوفو، توفالو، جنوب السودان التي أصبحت أعضاء في صندوق النقد الدولي في: 29 جوان 2009، 24 جوان 2010، 18 أفريل 2012 على التوالي.

³ لم يتضمن التصنيف كل من: توفالو، جنوب السودان.

⁴ لم يتضمن التصنيف جنوب السودان.

⁵ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014, PP:4-5.

الأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، وانضمت ستة (6) دول إلى هذه الفئة هي: كمبوديا (انتقلت من الترتيبات المستقرة)، كوستاريكا (انتقلت من الترتيبات المستقرة)، جمهورية التشيك (انتقلت من التعويم الحر)، غامبيا (انتقلت من التعويم المدار)، باكستان (انتقلت من التعويم المدار)، رواندا (انتقلت من الربط ضمن نطاقات قلب)، إضافة إلى أن سبع (7) دول تخلت عن هذه الفئة: مالاوي والبارغواي (انتقلت إلى التعويم المدار)، بنغلادش، بورندي وغينيا (انتقلت إلى الترتيبات المستقرة)، بيلاروسيا، سويسرا (انتقلت إلى الربط ضمن نطاقات قلب).

- بالنسبة لترتيبات الربط الجامد لم تشهد تغييرات نظراً إلى أنه في ظل هذه الترتيبات يتم المحافظة على استقرار سياسة سعر الصرف ما لم تكن هناك تغييرات هيكلية كبيرة تُجبر على التغيير.
- أدت الضغوط على عملات الاقتصاديات الناشئة كنتيجة لعدم ثبات تدفقات رأس المال إلى تزايد إدارة سعر الصرف منذ سنة 2008، حيث أن بعض الدول التي استخدمت الربط المرن سابقاً توقفت في استخدامه خلال الفترة أبريل 2011 وأفريل 2012، إلى أن عدد الدول المتبعة لهذه الترتيبات ارتفع بين أبريل 2013 وأفريل 2014 ليصل إلى حده الأعلى منذ سنة 2008،
- انخفض عدد الدول التي تتبع ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت إلى 44 دولة وذلك بانتقال دول واحدة (لاتفيا) من هذه الترتيبات إلى تبني اليورو في 1 جانفي 2014 وبالتالي يصبح قيمة عملتها معومة، وتعد لاتفيا العضو الثامن عشر (18) في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي.
- ارتفع عدد الدول التي تتبع الترتيبات المستقرة من 19 إلى 21 دولة، حيث أن هناك 12 تغييراً في هذه الفئة بين أبريل 2013 وأفريل 2014 وأغلب هذه التغييرات تضمنت الربط المرن، حيث انتقلت سريلانكا إلى الترتيبات المستقرة متخليّة عن التعويم المدار عكس جورجيا التي سلكت الاتجاه العكسي، ست دول أخرى انضمت إلى هذه الفئة: ثلاثة منها (مصر، كازاخستان، سنغافورة) تخلت عن الربط ضمن نطاقات قلب، والثلاث دول الباقية (بنغلادش، بورندي، غينيا) انتقلت من الترتيبات المسيرة الأخرى، مع عودة كوستاريكا وجورجيا إلى الترتيبات المسيرة الأخرى والتعويم على التوالي، كما انتقلت كل من لاوس، كمبوديا، أوكرانيا إلى الربط ضمن نطاقات قلب، الترتيبات المسيرة الأخرى، التعويم المدار على التوالي.
- بقي عدد الدول المتبعة للربط شبه الزاحف عند 15 دولة مع انضمام 5 دول وتخلي 5 دول عن هذه الفئة، حيث أن هذا الترتيب عرف تزايداً منذ سنة 2008، دولة واحدة (سيشل) أبقى على هذا الترتيب بشكل مؤقت مع العودة إلى نظامها السابق (التعويم المدار)، أربع (4) دول انضمت هي الأخرى إلى هذه الفئة: لاوس (الترتيبات المستقرة)، أرمينيا وغواتيمالا (التعويم المدار)، سويسرا (ترتيبات مدارة أخرى)، إضافة إلى تخلي خمس (5) دول عن الربط شبه الزاحف: كازاخستان وسنغافورة (انتقلت إلى الترتيبات المستقرة)، رواندا (الترتيبات المدارة الأخرى)، مع دولتي مصر وإندونيسيا المذكورتين سابقاً.

- تعتبر دولة تونغا الدولة الوحيدة التي تتبع هذه الفئة، إضافة إلى وجود دولتين تعلنان اتباع هذه الفئة إلى أن الترتيب الواقعي لكل منهما يختلف عن ذلك: الترتيبات المستقرة بالنسبة للمالديف والترتيبات المدارة الأخرى بالنسبة لسوريا.
- بالنسبة للتعويم المدار ارتفع عدد الدول إلى 36 دولة (إضافة دولة واحدة) حيث انتقلت سبع (7) إلى هذه الفئة كما تخلت ست (6) دول عنها هي: أرمينيا، غواتيمالا، سريلانكا، السيشل (مؤقتاً)، غامبيا وباكستان (انتقلت إلى الترتيبات المدارة الأخرى)، أما بالنسبة للتعويم الحر شهد ثلاثة تغيرات مع انخفاض عدد الدول بدولة واحدة حيث بلغ عدد الدول المتبعة لهذا النظام 39 دولة إلى غاية أبريل 2014 .

خلاصة الفصل:

لقد مر اختيار نظام الصرف عبر مجموعة من المحطات تختلف في آلية تحديد سعر الصرف وفق قاعدة نقدية معينة، ففي فترة العصور الوسطى ارتبط مفهوم سعر الصرف بالسعر العادل وكمية النقود، إضافة إلى التغير في الأسعار وفق نظرية تعادل القوة الشرائية، أما في ظل قاعدة الذهب ارتبط سعر الصرف بوزن معين من المعدن، ونظراً لجمود هذه الآلية تم تعديلها وفق نظام بريتون وودز ليصبح الدولار وسيطاً بين عملات الدول والذهب، وأمام وجود اختلالات في سعر صرف الدولار وموازين المدفوعات الخارجية ظهرت الفوضى النقدية باختيار نظام بريتون وودز وتوجه الدول إلى أشكال مختلفة من التعويم.

يعتمد اختيار نظام الصرف على مجموعة من المحددات فبالرغم من تركيز العديد من الدول على قاعدة أساسية لاختيار نظام الصرف يُجمع الاقتصاديون على أنه لا يوجد نظام صرف صالح لكل الدول وفي كل الأوقات، وأن اختيار نظام الصرف يعتمد على ظروف اقتصاد البلد (حجم الاقتصاد، الانفتاح التجاري والمالي، التضخم، النمو الاقتصادي، الصدمات...). والأهداف السياسية للبلد، حيث أن القرار النهائي للاختيار يعتمد على الأوزان النسبية التي أعطيت لهذه العوامل، وتستند هذه الأوزان على اتجاه العلاقة بين المحددات والمعايير ودرجة مرونة سعر الصرف.

تستند الدول في اختيار نظام الصرف على التصنيفات الرسمية لصندوق النقد الدولي اعتماداً على التصنيف الأخير له سنة 1999 غير أن هذه التصنيفات قد لا تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد، فاختلاف طبيعة نظام الصرف المعلن عن واقع تحديد السلطات النقدية لسعر الصرف أدى إلى وضع مناهج لاختبار التصنيف الواقعي لنظام الصرف الذي يعتمد على سلوك سعر الصرف من جهة وسلوك الاحتياطات الدولية من جهة أخرى وهذا ما فسر الاختلاف بين التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف والتصنيفات الواقعية لها.

حدثت العديد من التغيرات في اختيار أنظمة الصرف في معظم دول العالم منذ بداية السبعينات، حيث تخلت دولٌ عن أنظمة التثبيت لعملة واحدة اتجاه التثبيت لمجموعة عملات أو اختيار نظام الصرف المرن مع تعديل سعر الصرف بشكل مستمر، كما شهدت سنوات التسعينات موجة التوجه إلى التعويم (بمتوسط 8 دول كل سنة) في ظل التخلي عن أنظمة التثبيت سواء بالنسبة لعملة واحدة أو التثبيت بالنسبة لمجموعة عملات، ورغم هذا التحول شهدت الفترة 1999-2014 عودة العديد من الدول إلى أنظمة الصرف الثابتة خاصة بعد الأزمات التي شهدتها دول العالم خاصة النامية منها (أزمة دول جنوب شرق آسيا، أزمات دول أمريكا، الأزمة المالية العالمية 2008).

الفصل الثالث

تحرير تدفقات رؤوس الأموال
الأجنبية واختيار نظام
الصرف في الدول النامية

الفصل الثالث

تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية واختيار نظام الصرف في الدول النامية

تمهيد:

إن التحرير المالي الذي حدث في الدول النامية في الثمانينات وبداية التسعينات من القرن العشرين كان جزءاً من التحرك العام نحو إعطاء آلية السوق دوراً كبيراً في عملية التنمية، ويعتبر التحرير المالي رد فعل لعدة عوامل متعلقة بالتمويل الدولي، تكاليف التمويل، الفساد المتعلق باستخدام رؤوس الأموال، اللاكفاءة في استخدام رؤوس الأموال الأجنبية، إضافة إلى ذلك شهدت هذه الفترة رغبة كبيرة للمواطنين (مستثمرين ومدخرين) في توفير رأس المال بتكاليف أقل ومكاسب أكبر مما دفع بالعديد من الدول إلى قمع آليات تقييد تنقل رأس المال على المستوى الدولي.

تعدد طرق اختبار قدرة رؤوس الأموال على الحركة الدولية وفقاً لمنهجية وتركيز كل منها من خلال الدراسات العديدة التي قام بها مجموعة من الاقتصاديين، ومن أهم الاختبارات التي تفسر بشكل واقعي قدرة رؤوس الأموال على الحركة الدولية اختبار *Horioka* و *Feldstien* الذي يدرس العلاقة بين الاستثمار والادخار، إضافة إلى الاختبار المقترح من طرف *Maurice Obstfeld* اعتماداً على معادلة "Euler"، بالإضافة إلى اختبار "Edwards" و "Khan" واختبار حجم التدفقات الرأسمالية، هذه الحركة فسرها الاقتصاديون بحوادث الأمواج من خلال أربع حالات، الاندفاعات، التوقفات، الطيران، التخفيضات.

تعتبر عملية اختيار نظام الصرف من أهم المشكلات التي تعاني منها الدول وبالخصوص الدول النامية نظراً لارتباطها بالعديد من المتغيرات أهمها حركة رأس المال من وإلى البلد، وبالتالي توجب على هذه الدول البحث عن التوليفة المناسبة بين نظام الصرف المتبع والمتغيرات الأخرى وهو ما اصطُح عليه بنظام الصرف الأمثل، حيث يرى البعض هذا الأخير أنه عبارة عن نظام الصرف الناتج عن قيمة سعر الصرف التوازني في حين يرى آخرون أنه عبارة عن النظام الذي يعظم مكاسب السلطات النقدية من جهة والخواص (المؤسسات والأفراد...) من جهة أخرى والذي اصطُح عليه بمعضلة "تثبيت-تعويم".

يهدف هذا الفصل إلى الطرح النظري للعلاقة بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال، إضافة إلى اختبار هذه العلاقة في الدول النامية وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول سيتم التطرق إلى سياسة التحرير المالي والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى طرح اختبارات قدرة رأس المال على الحركة ونماذج اختيار نظام الصرف الأمثل.
- المبحث الثاني خصص لتحليل العلاقة النظرية بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في إطار الثلاثية المستحيلة واختبارها في الدول النامية إضافة إلى اختبار قدرة رأس المال على الحركة إلى هذه الدول.

المبحث الأول: استراتيجيات تحرير تدفقات رأس المال وآليات اختيار نظام الصرف الأمثل

يعتبر تحرير حساب رأس المال أحد العناصر الثلاثة لعملية التحرير المالي، وفي ظل سعي الدول إلى إلغاء القيود على حركة رأس المال تطلب الأمر تبني نظام صرف يحمي اقتصاد البلد من التدفقات الكبيرة لرأس المال، وتشير الكتابات إلى أنه لا يوجد نظام صرف أمثل صالح لكل الدول وإنما يتميز كل بلد بنظام صرف خاص به، إضافة إلى إمكانية تبني نظام صرف في ظل سعر صرف توازني.

المطلب الأول: التحرير المالي والتوجه إلى تحرير حساب رأس المال.

إن مصطلح التحرير المالي يستخدم لوصف منظومة الإجراءات التشريعية والتنظيمية لتخفيف وتقليص القيود الإدارية المرتبطة بأنشطة الوحدات العاملة في القطاع المصرفي والمالي، والتحرير المالي يزيد من مساحة حركة الوحدات المالية والمصرفية الساعية إلى تطوير عملياتها ومنتجاتها بما يواكب رغبات واحتياجات المدخرين والمستثمرين.

أولاً: مفهوم التحرير المالي: يتضمن التحرير المالي إلغاء مختلف أشكال التدخل الحكومي في الأسواق المالية، وترك السوق لتحديد الطالبين للأموال وتقرير الأسعار، وبمعنى أدق: التحرير المالي هو عملية إزالة عناصر القمع أو الكبح المالي.¹

فالتحرير المالي يشمل إلغاء القيود المنظمة لحساب رأس المال (القطاع المالي الخارجي)، القطاع المالي المحلي، والأسواق المالية والتي يعتبرها *Kaminsky* و *Schmukler* منفصلة عن القطاع المالي المحلي²، فحسب *Kaminsky* و *Schmukler* (2003) يركز التحرير المالي على مجموعة من العناصر الأساسية:³

- 1- **القطاع المالي المحلي:** حتى يكون القطاع المالي المحلي محرراً كلياً يجب توفر شرطين أساسيين:
 - غياب الرقابة على سعر الفائدة سواء المدين أو الدائن.
 - غياب الرقابة على القروض والسماح بالإيداعات بالعملات الصعبة.

- 2- **حساب رأس المال:** تحرير حساب رأس المال يقود إلى إجراء تعديلات على كل من: عمليات الاستدانة من الخارج من طرف المؤسسات المالية وغير المالية، تعدد أسواق الصرف، والرقابة على تدفقات رأس المال، ويكون حساب رأس المال تام التحرير إذا كانت هناك حرية تامة من طرف البنوك والمؤسسات للتعامل بالقروض مع الخارج، أما القيد الموضوع على الاحتياطات فيجب أن لا تتجاوز الاحتياطات في الغالب 10% من الإيداعات.

¹ Alex Cobham, *Capital Account Liberalisation and Poverty*, paper commissioned by Bretton Woods Project and Oxfam for the Capital Account Liberalisation and Poverty meeting held at Queen Elizabeth House, Oxford University on 12th January 2001, P:15.

² Philip Arestis, Asena Caner, *Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence*, Working Paper No. 411, The Levy Economics Institute Working Paper, New York, 2004, PP:

³ Mahdjouba Zaiter Lahimer, *L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les payées en développement*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris Dauphine, France, Octobre 2011, PP:43-44.

3- الأسواق المالية: يكون السوق المالي محرراً بالكامل إذا تم السماح للمستثمرين الأجانب بامتلاك أصول محلية بدون قيود، المشاركة في رأس المال، قسائم الأرباح، ومعدلات الفائدة تكون كذلك محررة.

ثانياً: خصائص التحرير المالي: يحدد *Williamson, Mahar* (1998) ملخصاً لخصائص التحرير المالي في ستة (6) أبعاد أساسية:¹

- إلغاء الرقابة على عملية تخصيص الإقراض والاقتراض.
- إعادة تنظيم أسعار الفائدة.
- إدخال عملية التحرير على القطاع البنكي وبصفة عامة على الصناعة المالية.
- استقلالية القطاع البنكي.
- حوصصة البنوك.
- تحرير التدفقات الدولية.

ثالثاً: أسباب عملية التحرير المالي: هناك ثلاثة (3) عوامل أساسية كانت حافزاً للتوجه نحو التحرير المالي تتمثل في: نتائج الفقر المالي، ارتفاع التكاليف، وضغوطات العولمة:²

1- نتائج الفقر المالي: إن التخصيص المحدود وغير الكفاء للمصادر المالية يبطئ النمو الاقتصادي، حيث أعاقت أسعار الفائدة المنخفضة سلوك نمو الودائع المصرفية (ما حدث في ثمانينات القرن العشرين)، فسوء تخصيص القروض الداخلية وندرة القروض الخارجية أدى إلى التوجه إلى القطاعات غير المنتجة وبالتالي الاستعمال غير العقلاني لرأس المال، وتركز الإعانات المالية على الاعتمادات الموجهة خاصة في فترات التضخم المرتفع أين فاقت قيمة الإعانات المالية قيمة الإيداعات المحدودة.

2- ارتفاع التكاليف: تحملت البنوك في فترة الثمانينات نفقات الدولة ونفقات التنمية إضافة إلى مصاريف إعادة جدولة الديون، وانخفضت القدرة على تسديد الديون بسبب توجيه القروض إلى القطاعات غير المنتجة وبالتالي الارتفاع الدوري لتكاليف الاقتراض الخارجي.

3- ضغوطات العولمة: لقد اتضحت أهمية القمع المالي في ظل النمو المتزايد للتجارة، تنقل العمالة والهجرة بالإضافة إلى تحسن وسائل الوصول إلى الأسواق الدولية كمظاهر للعولمة، أدى ذلك إلى إلغاء الأسواق المالية لكل القيود التي تؤدي إلى تقييد حركة رأس المال.

¹ Mahdjouba Zaiter Lahimer, *L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement*, op.cit, P:45.

² *Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong?*, Chapter 7, Economic Growth In The 1990s, PP:208-209.

رابعا: شروط التحرير المالي: من خلال مناقشة التجربة الهندية في عملية التحرير من طرف كل من

Xie Yuelan و Wang Yungui اقترحا مجموعة من الشروط والنصائح المبدئية في عملية التحرير تتمثل في:¹

- متطلبات تقوية الإشراف على عملية التحرير.
- تحرير رأس المال بالكامل ليس شرطاً وحيداً لاقتصاديات الدول الناشئة لجذب رأس المال إليها.
- ضرورة الاحتفاظ بنوع من التقييد لرأس المال في حالة الظروف الطارئة والخاصة.
- إدارة تدفقات رأس المال إلى الداخل في الدول الناشئة أسهل من إدارة تدفقات رأس المال إلى الخارج (هروب رأس المال).

- ضرورة الحذر من الأخطار المحتملة لعملية التحرير على مختلف التوازنات.

ظهرت مدرسة التحرير من خلال أعمال McKinnon و Shaw سنة 1973 حيث انطلق الباحثان من عملية الضغط المالي والتي تم اعتبارها مجموعة من القيود تطرح أمام حكومات الدول فيما يتعلق بحركة رأس المال، تتمثل هذه الشروط فيما يلي:²

1- تثبيت سعر الفائدة الاسمي عند مستوى أقل من مستوى التوازن: حيث يؤدي هذا الميكانيزم

إلى تخفيض الادخار وكذلك الاستثمار إلى مستوى أقل من المستوى الأمثل، كما أن تثبيت سعر الفائدة مع معدل تضخم مرتفع سيؤدي إلى سعر فائدة حقيقي سالب، وبالتالي تأثيرات سلبية على النمو:

- خروج رؤوس الأموال المحلية الباحثة عن المردودية المرتفعة.
- هيمنة التمويل الذاتي بسبب هروب رؤوس الأموال المحلية.
- تقسيمات القروض البنكية.

2- تشكيل احتياطات إجبارية مهمة لدى البنك المركزي: ويكون من خلال تخصيص جزء من

إجمالي الودائع وعدم تحويلها إلى قروض دون الإضرار بالقدرة على الاستثمار، مثال ذلك قيام البنك المركزي الكولومبي سنة 1972 بتخصيص نسبة 31% من الودائع كاحتياطات إجبارية، وبالتالي إمكانية تقديم النسبة المتبقية (69%) عبارة عن قروض.

لقد تلقت مدرسة التحرير المالي العديد من الانتقادات من بينها:

- أثر الدخل يعالج سلوك الادخار وبالتالي تم الأخذ في الاعتبار أثر الإعانات.
- دور الاحتياطات الإجبارية وضرورة تدخل الدولة في بعض الحالات.
- إمكانية عدم تمام المعلومات في أسواق النقد وعدم كفاءة النظام البنكي يؤدي إلى تحرير مالي غير فعال.
- الدور الذي يلعبه الاقتصاد الموازي.

¹ Wang Yungui, Xie Yuelan, *Initial conditions for capital account opening*, Bank for International Settlements Papers No 15, "China's capital account liberalisation: international perspectives", International Monetary Fund, April 2003, P:7.

² Mahdjouba Zaiter Lahimer, *L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les payées en développement*, op.cit, PP:46-48..

- المقاربة الكيترية تقرر أن الاستثمار غير مستقل عن الادخار عند الطلب الفعال.

خامسا: تعريف تحرير حساب رأس المال: المقصود بتحرير حساب رأس المال إلغاء الحظر على معاملات

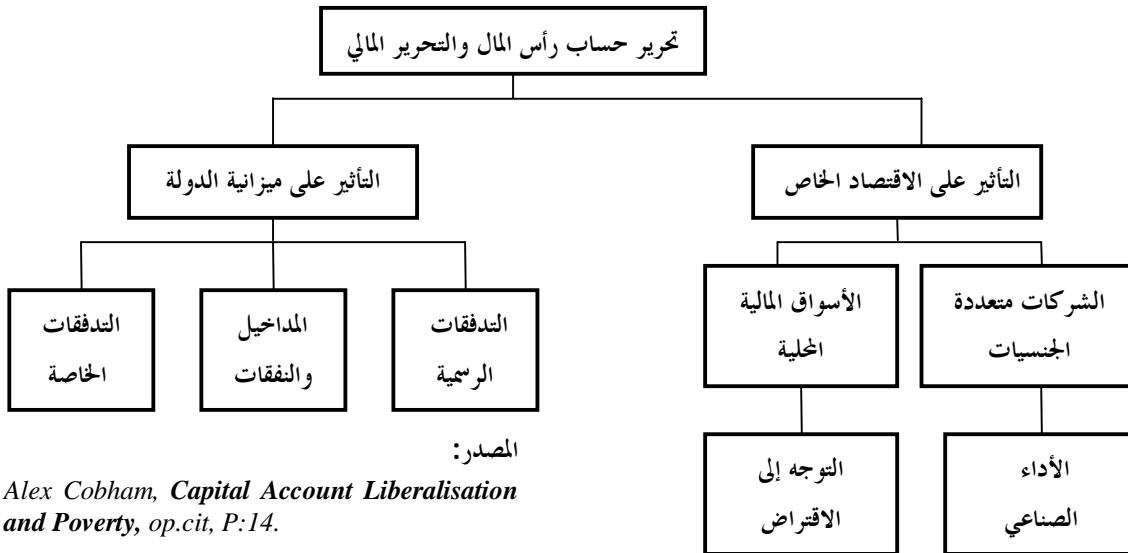
حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال، مثل الديون والأسهم، الاستثمار الأجنبي المباشر والثروات، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال يرتبط كذلك بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المتعلقة بهذه المعاملات.¹

يمثل تحرير حساب رأس المال عملية إزالة مختلف القيود المتعلقة بصفقات حركة رؤوس الأموال بين المواطنين المحليين والأجانب، ويشمل تحرير حساب رأس المال تحرير رؤوس الأموال باتجاهيها (الداخلة والخارجة).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 كاستثمارات الأجنبية المباشرة والقروض طويلة الأجل، أو تكون على شكل تدفقات قصيرة الأجل.³

من خلال ما سبق يمكن اعتبار أن تحرير حساب رأس المال هو جزء من عملية التحرير المالي حيث أن هناك علاقات وروابط بين الإجراءين من خلال السياسات المطبقة وتأثيرها على الاقتصاد المحلي، ويوضح الشكل رقم 1-3 مختلف الروابط المتعلقة بتحرير حساب رأس المال والتحرير المالي وكل من سياسة الموازنة العامة للحكومة وسياسة حوصصة الاقتصاد.

الشكل رقم 1-3: مختلف روابط تحرير حساب رأس المال والتحرير المالي



المصدر:

Alex Cobham, *Capital Account Liberalisation and Poverty*, op.cit, P:14.

¹ شذا جمال خطيب، صغفق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص:31-32.

² Alex Cobham, *Capital Account Liberalisation and Poverty*, op.cit, P:15.

³ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص:1.

سادساً: متطلبات تحرير حساب رأس المال: تشير التجارب الدولية إلى 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:¹

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 الأرصد 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.

4- تجنب فرض الضرائب الطارئة 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 الأرصد إلى الخارج.

5- إزالة القيود التي تحد من مرونة الأسعار والأجور: حيث انعكس التفاوت في أسعار الأصول على العمالة والناتج والثروة في الاقتصاديات التي تمنع تعديل الأجور والأسعار وأسعار الفائدة، ويمكن أن يلعب إلغاء أو تقليص الإجراءات دوراً مهماً 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:²

- 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.

¹ دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

² يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 5-6.

سابعاً: إجراءات السرعة والتسلسل واستراتيجيات تحرير حساب رأس المال: لزيادة فائدة تحرير حساب رأس المال إلى أقصى حد، وفي نفس الوقت تقليل المخاطر إلى أقصى حد، يجب التفكير جيداً في السرعة والتسلسل في عملية التحرير، ويمكن تحديد ثلاث (3) إستراتيجيات لعملية تحرير حساب رأس المال حيث أن مزايا وتكاليف ومخاطر كل من هذه الاستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد إلى آخر تبعاً لظروف كل منها ولأهدافها الاقتصادية، فرغم أن بعض القواعد بشأن تسلسل تحرير حساب رأس المال هي قواعد مغرية بسبب بساطتها إلا أن تطبيقها عملياً 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، وتمثل هذه الاستراتيجيات فيما يلي:¹

- إن وجهة النظر التقليدية للتسلسل تؤكد أهمية تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وطبقاً 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 عاملاً مساعداً 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.

- يلخص الجدول رقم 1-12 الحوادث المفاجئة لتدفقات رأس المال في حالة التحرير التدريجي من جهة والتحرير الكامل من جهة أخرى في مجموعة من أقاليم العالم شملت تحرير حساب رأس المال، تحرير القطاع المالي المحلي، تحرير الأسواق المالية والذي يمكن من خلاله استخلاص النتائج التالية:
- التحرير الجزئي لحساب رأس المال كان فعالاً في أوروبا ومجموعة السبعة على عكس التحرير الكامل الذي ظهرت فعاليته في كل من آسيا وأمريكا اللاتينية.
- تحرير الأسواق المالية في كل من آسيا، أوروبا ومجموعة السبعة شهد النسبة الأكبر من حوادث تدفقات رأس المال وهو القطاع الذي شكلاً خطراً على هذه الأقاليم في عملية التحرير، بينما يعتبر تحرير القطاع المالي المحلي في أمريكا اللاتينية وآسيا القطاع الذي شكلاً أكبر عدد لحوادث تدفقات رأس المال.

¹ باري جونستون: "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال" مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998، ص: 23.

الجدول رقم 3-1: نسبة حوادث تدفقات رأس المال في حالة التدرج في التحرير والتحرير الكامل.

الأقاليم	تحرير حساب رأس المال		تحرير القطاع المالي المحلي		تحرير الأسواق المالية	
	التحرير الجزئي	التحرير الكامل	التحرير الجزئي	التحرير الكامل	التحرير الجزئي	التحرير الكامل
آسيا	33	0	33	55	33	45
أوروبا	0	13	25	25	75	62
مجموعة السبعة (G7)	0	20	0	0	100	80
أمريكا اللاتينية	25	15	28	77	17	8

المصدر:

Graciela L. Kaminsky, Sergio L. Schmukler, *Short-run pain, Long-run gain: The effects of financial liberalization*, Working Paper 9787, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2003, P:30.

تعتمد استراتيجيات تحرير حساب رأس المال على تجارب الدولة وبيئتها الاقتصادية والاجتماعية، ومن

أهمها:¹

- 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 على غير المقيمين، إلغاء رقابة النقد الأجنبي على الاستثمار الأجنبي المباشر، السماح لشركات التأمين 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.
- من خلال الجدول رقم 3-2 يلاحظ أن دول آسيا تعتبر الدول ذات المدة الأطول في عملية التحرير المالي التدريجي. بمتوسط 108 شهر تليها دول مجموعة السبعة بـ 61 شهر، في حين تُعتبر دول أمريكا اللاتينية نموذجاً للدول التي استخدمت السرعة في عملية التحرير بـ 38 شهر، وبالنظر إلى عملية التسلسل في التحرير نجد أن الدول التي اتخذت حساب رأس المال كبداية لعملية التحرير استغرقت أطول مدة للوصول إلى التحرير الكامل بـ 107 شهر، في حين أن الدول التي بدأت عملية التحرير المالي بتحرير الأسواق المالية كأولوية استغرقت أقل مدة بـ 47 شهر، حيث يمكن استخلاص أن الدول التي قامت بتحرير حساب رأس المال أولاً واجهت العديد من المشاكل مما تطلب إصلاحات أكثر وبالتالي مدة أطول وتقع دول جنوب شرق آسيا ضمن منظومة هذه الدول، على عكس تحرير الأسواق المالية والقطاع المالي المحلي.

¹ يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص: 8-9.

الجدول رقم 3-2: المدة المستغرقة بالأشهر في عملية التحرير حسب الأقاليم.

الاقليم	عدد الأشهر بين بداية تحرير القطاع الأول ونهاية تحرير القطاع الثالث
آسيا	108
أوروبا	55
مجموعة السبعة (G7)	61
أمريكا اللاتينية	38
كل الأقاليم	66

المصدر:

Graciela L. Kaminsky, Sergio L. Schmukler, *Short-run pain, Long-run gain: The effects of financial liberalization*, op.cit,P:30.

الجدول رقم 3-3: المدة المستغرقة بالأشهر في عملية التحرير حسب القطاعات.

القطاع الأول المحرر	عدد الأشهر بين بداية تحرير القطاع الأول ونهاية تحرير القطاع الثالث
حساب رأس المال	107
القطاع المالي المحلي	58
الأسواق المالية	47

المصدر:

Graciela L. Kaminsky, Sergio L. Schmukler, *Short-run pain, Long-run gain: The effects of financial liberalization*, op.cit,P:30.

المطلب الثاني: اختبارات سلوك قدرة تدفقات رؤوس الأموال على الحركة الدولية.

تعتمد طرق اختبار قدرة رؤوس الأموال الأجنبية على الحركة على مؤشرات باستخدام أساليب القياس الاقتصادي كالتقدير والتنبؤ قصد تفسير سلوك هذه التدفقات، كما تصنف الظواهر التي تخلقها هذه الأخيرة إلى أربعة حالات تتمثل في: الاندفاعات، التوقفات، الطيران والتخفيضات.

أولاً: طرق اختبار قدرة رؤوس الأموال على الحركة الدولية: يركز الدراسات على درجة الارتباط بين معدل الادخار المحلي ومعدل الاستثمار المحلي، في حين ركزت دراسات أخرى على مبدأ إحلال العملة والطلب على الأصول المحلية والأجنبية إضافة إلى الاعتماد على حجم التدفقات وأسعار الفائدة كمعيار للحكم على الحركة الدولية لرؤوس الأموال، ومن بين الاختبارات التي تُمدُّنا بنماذج تقيس درجة تحرير تدفقات رؤوس الأموال لاقتصاد ما ومدى اندماجه في الاقتصاد العالمي ما يلي:

1- اختبار Horioka وFeldstien: تعد الدراسة التي قام بها "فلدشتاين وهوريوكا" سنة 1980 والتي نتج عنها ما يسمى بـ "معضلة فلدشتاين وهوريوكا" من أهم الدراسات التي ناقشت العلاقة بين الاستثمار والادخار، حيث حفزت الدراسة وما توصلت إليه من نتائج غير متوقعة العديد من الدراسات التطبيقية التي أُجريت على عينات مختلفة من الدول سواء على شكل دراسات مقطعية أو تجميعية.

قام "سارنو وتايلور" سنة 1998 بتطبيق اختبار التكامل المشترك على بيانات المملكة المتحدة ولم يتمكنوا من إيجاد أي علاقة في المدى الطويل بين الاستثمار والادخار.

استخدم "دي فيتا و بوت" سنة 2002 نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع $ARDL$ ووجد أن الاستثمار والادخار في الولايات المتحدة متكاملان، وهي النتيجة التي تدعم فكرة "فلدشتاين وهوريوكا". قام "ميلر" سنة 1988 بتطبيق التكامل المشترك على بيانات الولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1947-1987 ووجد أن الاستثمار والادخار متكاملان خلال فترة نظام الصرف الثابت، ولكنهما غير متكاملان خلال فترة نظام الصرف المرن وهذا دليل على أن تزايد حركة رأس المال تساهم في خلق علاقة توازنية طويلة الأجل بين الادخار والاستثمار.¹

تشير درجة التكامل المالي إلى درجة انفتاح اقتصاد ما ويظهر ذلك في الواقع من خلال مجموعة من النتائج، فإذا كان اقتصاد بلد ما ذو انفتاح مالي كبير فإن ذلك يدل على أن تراكم رأس المال لا يقتصر على المصدر المحلي فقط (الادخار المحلي) وإنما يعتمد كذلك على رؤوس الأموال الأجنبية، فالعلاقة بين الادخار والاستثمار دُرست من طرف "فلدشتاين و هوريوكا" سنة 1980، ثم أعيدت من طرف فلدشتاين سنة 1983، فلدشتاين وباكشيتا سنة 1991،² ويمكن اختبار فرضية القدرة التامة لرأس المال طويل الأجل على التنقل من خلال الصيغة التالية:

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

حيث يعبر $\left(\frac{I}{Y}\right)_i$ عن معدل الاستثمار الوطني في الدولة i ، ويشير $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ 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 صفرًا (الدولة الصغيرة)، أو بقيمة تقل كثيراً عن الواحد (الدولة الكبيرة). في كلتا الحالتين تؤدي الزيادة في الادخار المحلي إلى خروج رأس المال، وبطرح المقدار $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ من طرفي المعادلة ثم إعادة ترتيبها نحصل على:³

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

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.

¹ محمد عبد الله الجراح، "معضلة فلدشتاين - هوريوكا وحركة رأس المال، حالة تطبيقية على دول مجلس التعاون الخليج"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 26، العدد 1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012، ص ص: 284-285.

² João Sousa Andrade, *La thèse de Feldstein-Horioka: une mesure de la mobilité internationale du capital*, *Panoeconomicus*, 2007, P:55.

³ $\left(\frac{I}{Y}\right)_i - \left(\frac{S}{Y}\right)_i = \alpha + \beta \left(\frac{S}{Y}\right)_i - \left(\frac{S}{Y}\right)_i + U_i \Rightarrow \left(\frac{I - S}{Y}\right)_i = \alpha + \left(\frac{S}{Y}\right)_i (\beta - 1) + U_i$

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:

$$\left(\frac{I}{Y}\right) = 0.035_{(0.018)} + 0.89_{(0.074)} \left(\frac{S}{Y}\right)$$

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

يوضح الجدول رقم 3-4 مجموعة من الدراسات التي قامت باختبار معضلة *Horioka* و *Feldstien* حيث ركزت معظمها على دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال فترات مختلفة، وخلصت إلى نتائج متباينة وهذا ما يوضحه قيمة المعامل β .

الجدول رقم 3-4: نتائج بعض الدراسات لاختبار قدرة رؤوس الأموال الدولية على الحركة.

أهم النتائج	القيمة المقدرة للمعامل β	المنهجية	الدولة	فترة الدراسة	سنة الدراسة	الباحث
قدرة رأس المال على الحركة منخفضة جداً	من 0.85 إلى 0.95	بيانات مقطعية	16 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	1974-1960	1980	<i>Feldstein and Horioka</i>
قدرة رأس المال على الحركة منخفضة جداً	0.84 0.87 0.81	بيانات مقطعية	23 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	1986-1960 1974-1960 1986-1975	1991	<i>Tesar</i>
قدرة رأس المال على الحركة في المدى البعيد وتكامل الأسواق المالية الدولية	0.32	بيانات زمنية مقطعية	12 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	الربع الأول من سنة 1980 - الربع الرابع من سنة 2000	2001	<i>Coakley et al</i>
تزايد قدرة رؤوس الأموال على الحركة في ظل تكامل الأسواق المالية الدولية	0.34 0.50 0.21 0.22 0.18	بيانات زمنية مقطعية، أشعة الانحدار	24 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	1999-1970 1979-1970 1989-1980 1999-1990 1999-1980	2004	<i>Giannone and Lenza</i>
عدم وجود تجانس قوي في درجة حركة رؤوس الأموال الدولية	0.71 0.704 0.526	تمهيد (مسح) البيانات الزمنية المقطعية	24 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	2000-1960	2009	<i>Fouquau et al</i>

¹ سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني: "النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر، 2007، ص: 603-606.

تابع الجدول رقم 3-4

تم إضافة رأس المال البشري إلا أن النتائج لم تختلف عن نتائج <i>Feldstein</i> و <i>Horioka</i> سنة 1980	0.572 0.611 0.702 0.372 0.261	المربعات الصغرى المعممة	25 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	2002-1986 1990-1986 1995-1991 2000-1996 2002-1997	2007	<i>Katsimi and Moutos</i>
وجود تكامل مشترك	من 0.51 إلى 0.103	المربعات الصغرى المعدلة بالكامل	12 دولة من دول الاتحاد الأوروبي	2002-1960	2007	<i>Di Iorio and Fachin</i>
سلاسل معدلات الادخار والاستثمار مستقرة ولا يوجد أي علاقة بينها في المدى الطويل	-	طريقة المربعات الصغرى الديناميكية <i>Bai-</i> (<i>Perron</i>)	الولايات المتحدة الأمريكية	الربع الأول من سنة 1947 - الربع الأول من سنة 2007	2008	<i>Grier et al</i>

المصدر:

Bhaskara Rao, Artur Tamazian, Saten Kumar, Systems GMM Estimates of the Feldstein-Horioka Puzzle for the OECD Countries and Tests for Structural Breaks, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), May 2009, PP:05-06.

2- اختبار "Euler": اقترح *Maurice Obstfeld* اختبار يعتمد على العلاقة بين الادخار والاستثمار المحليين، كأداة لتفسير التكامل المالي بين الدول ويعتمد في ذلك على معادلة "أولر" الذي يميز السلوك الأمثل للاستهلاك، وذلك من خلال الاختلاف بين المعدلات الحدية للإحلال بين الوحدات الحالية والمستقبلية من العملة المحلية المعطاة بالرمز n ، وتصاغ معادلة "أولر" على الشكل التالي:

$$n_t = \left(\frac{C_t}{C_{t+1}} \right)^a \left(\frac{P_t}{P_{t+1}} \right) - \left(\frac{C_t^*}{C_{t+1}^*} \right)^a \left(\frac{S_t P_t^*}{S_{t+1} P_{t+1}^*} \right)$$

حيث: C_t ، C_{t+1} الاستهلاك الحقيقي للفرد المحلي في الفترتين t و $t+1$

C_t^* ، C_{t+1}^* الاستهلاك الحقيقي للفرد الأجنبي في الفترتين t و $t+1$

P_t ، P_{t+1} المستوى العام للأسعار المحلية في الفترتين t و $t+1$

P_t^* ، P_{t+1}^* المستوى العام للأسعار الأجنبية في الفترتين t و $t+1$

S_t ، S_{t+1} الادخار الحقيقي للفرد المحلي في الفترتين t و $t+1$

n_t معدل الإحلال النقدي.

وعند تساوي المعدلات الحدية للإحلال المتوقعة تصبح: $E_t n_t = 0$

بمعنى أنه إذا تساوت منفعة الوحدة النقدية المنفقة من طرف المحليين على الأصول المالية المحلية والأجنبية فإن القيمة المتوقعة لمعدل الإحلال النقدي تكون مساوية للصفر وبالتالي تكون رؤوس الأموال الأجنبية تتمتع بدرجة عالية من القدرة على الحركة.¹

3- اختبار "Edwards" و "Khan": يُعدُّ نموذج "إدوارد-خان" لقياس درجة حرية تدفقات رؤوس الأموال من أكثر النماذج ملائمة للدول النامية إذ أنه يختص بحالة الدول شبه المنفتحة مالياً وفيها تتحدد أسعار الفائدة بالتأثر بكل من العوامل الخارجية والمحلية، وطبقاً للنموذج يتم احتساب درجة التحرر للتدفقات α والتي تتراوح قيمتها بين الصفر "0" والواحد "1"، فإذا كان $\alpha = 0$ فإن ذلك يدل على أن العوامل الخارجية لا تمارس أي دور في تحديد سعر الفائدة المحلية ولا يكون ذلك إلا إذا كان حساب رأس المال مغلق تماماً، أما إذا كان $\alpha = 1$ فإن ذلك معناه أن سعر الفائدة المحلي مساوياً تماماً للقيمة التعادلية لسعر الفائدة غير المغطاة وذلك دلالة على الحرية التامة لتتنقل رؤوس الأموال الدولية، وقد اعتمد النموذج في حساب قيمة α على المعادلة التالية:²

$$i = \alpha i^* + (1 - \alpha) i^l \dots \dots \dots 0 < \alpha < 1$$

حيث: i سعر الفائدة المحلي التوازني.

i^* سعر الفائدة الدولي.

i^l سعر فائدة افتراضي إذا كان الاقتصاد مغلق تماماً.

4- اختبار حجم التدفقات الرأسمالية: يرى العديد من الاقتصاديين أن الدول الصناعية الكبرى هي القادرة على زيادة قدرة حركة رؤوس الأموال الدولية، ويبررون ذلك بإجمالي التدفقات المالية الكبيرة بين هذه الدول ومن بين الدراسات التي اهتمت بهذه الفكرة، دراسة *Golub* سنة 1990، إضافة إلى دراسة *Feldstein* سنة 1983، *Howard* و *Caprio* سنة 1984، دراسة *Obstfeld* سنة 1986، دراسة *Penati* و *Dooley* سنة 1984، إلا أن اتخاذ حجم تدفقات رؤوس الأموال كدليل على حركة رؤوس الأموال هو مؤشر ناقص، إذ يرون أن التدفق المالي يكون مساوياً للصفر في حالة الاكتفاء المالي وبالتالي لا يوجد تأثير لتدفقات رؤوس الأموال في هذه الحالة إضافة إلى أن تساوي أسعار الأصول المالية سوف يؤدي إلى انخفاض حوافز انتقال رؤوس الأموال.³

¹ Peter Montiel, *Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates*, The World Bank Economic Review, Vol. 8, No. 3 1994, PP:320-321.

² وليد محمد محمود الوكيل، "فاعلية السياسات النقدية في ظل تحريي التدفقات الرأسمالية الدولية، دراسة مقارنة بين الدول النامية بالتطبيق على الاقتصاد المصري"، رسالة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2003، ص:25.

³ Peter Montiel, *Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates*, op.cit, P:314.

وقد أرجعت هذه الدراسات اتخاذ حجم التدفقات الرأسمالية فيما بين الدول كدليل على درجة الانفتاح المالي إلى عاملين:¹

- بالنسبة للأسواق تامة التحرر تتميز معاملاتها المالية بعدم التمرکز في سوق معين ومن ثم فإن عمليات الإقراض والاقتراض التي يقوم بها المقيمون المحليون غالباً ما تتم عبر الحدود الدولية، ويعد هذا العامل هو محور الارتكاز في دراسة Golub سنة 1990 لتحديد معايير تنقل رؤوس الأموال بين الدول الصناعية.
- في حالة حدوث أي تغير في أسعار الفائدة العالمية فلا بد أن يلقي صدى في السوق الداخلي بتعديل أسعار الفائدة المحلية كإجراء لوقاية توازن محفظة الاستثمارات وهو ما يتطلب حدوث تدفقات رأسمالية كبيرة، فإذا حدث تغير في معدلات الفائدة العالمية ولكي تستطيع دولة ما اتباع نظام الصرف الثابت أن تحافظ على التوازن النقدي المحلي فلا بد من تغير أسعار الفائدة المحلية حتى تسمح التدفقات الرأسمالية الدولية بالدخول إليها وعدم تأثر الطلب على النقود، وذلك في حالة عدم تدخل السلطة النقدية المحلية بصورة مباشرة لعزل آثار التغير في أسعار الفائدة العالمية على الطلب على النقود المحلية.

ثانياً: الحوادث التفسيرية لسلوك حركة رؤوس الأموال الأجنبية: واجهت العديد من الدول موجات تدفقات رؤوس الأموال في ثمانينات وتسعينات القرن العشرين، إذ زادت درجة عدم استقرار تدفقات رأس المال إلى درجة أكبر خاصة الانخفاض الذي عرفته في أواخر سنة 2001، رغم الاندفاع الكبير لتدفق رأس المال في منتصف سنة 2000، وتقلصت تدفقات رأس المال خلال الأزمة الاقتصادية العالمية 2008-2009، لتعود إلى الوضع الطبيعي سنة 2010.

- إن سلوك تدفقات رأس المال يمكن تفسيرها بأربعة حوادث رئيسية، اندفاع *surge*، توقف *stop*، طيران *flight*، وتخفيض *retrenchment*.
- حادثة إندفاع *surge*: تنشأ عندما تكون هناك زيادة حادة في تدفقات رأس المال إلى الداخل.
 - حادثة توقف *stop*: تنشأ عندما يكون هناك نقصان حاد في تدفقات رأس المال إلى الداخل.
 - حادثة طيران *flight*²: تنشأ عندما تكون هناك زيادة حادة في تدفقات رأس المال إلى الخارج.
 - حادثة تخفيض *retrenchment*: تنشأ عندما يكون هناك نقصان حاد في تدفقات رأس المال إلى الخارج.
- الحدثين "الاندفاع والتوقف" يُتحكّم فيهما من قبل المستثمرين الأجانب، في حين أن الحادثين "الطيران والتخفيض" يُتحكّم فيهما من قبل المستثمرين المحليين.

¹ وليد محمد محمود الوكيل، "فاعلية السياسات النقدية في ظل تحريي التدفقات الرأسمالية الدولية، دراسة مقارنة بين الدول النامية بالتطبيق على الاقتصاد المصري"، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

² الحادثة "طيران" تسمى في بعض الدراسات بـ: البداية أو التنويع المفاجئ، كما في دراسة: Cowan وآخرين سنة 2008.

في دراسة قام بها *Kristin Forbes* و *Francis Warnock* استخدمنا من خلالها البيانات الفصلية لـ 58 دولة ضمت الدول النامية والدول المتقدمة حيث اختلفت من حيث سنوات بداية توفر البيانات، إذ أن 30 دولة كانت بداية الدراسة فيها سنة 1980، 37 دولة سنة 1990 والعينة كلها 58 دولة سنة 2000.¹

الجدول رقم 3-5: حوادث تدفقات رأس المال خلال الفترة 1980-2009

حادثة تخفيض		حادثة طيران		حادثة توقف		حادثة إندفاع		الحادثة	الدولة
تاريخ نهاية الحادثة	تاريخ بداية الحادثة	تاريخ نهاية الحادثة	تاريخ بداية الحادثة	تاريخ نهاية الحادثة	تاريخ بداية الحادثة	تاريخ نهاية الحادثة	تاريخ بداية الحادثة		
1993-2 ر	1992-4 ر	-	-	-	-	-	-	سيولة	الأرجنتين
1989-1 ر	1988-3 ر	1990-1 ر	1989-3 ر	1990-3 ر	1989-2 ر	1992-3 ر	1990-4 ر	دين	
1999-2 ر	1998-3 ر	1992-3 ر	1991-2 ر	1995-1 ر	1994-4 ر	2003-4 ر	2003-1 ر		
2009-4 ر	2009-2 ر	2003-1 ر	2002-4 ر	1999-3 ر	1998-4 ر				
		2008-3 ر	2006-3 ر	2002-2 ر	2000-4 ر	2008-2 ر			
				2009-3 ر	2008-2 ر				
1997-3 ر	1997-2 ر	2008-1 ر	2007-2 ر	2002-1 ر	2001-2 ر	2006-3 ر	2005-4 ر	سيولة	الشيلي
2000-4 ر	2000-2 ر			2007-2 ر	2007-1 ر				
2009-3 ر	2008-3 ر	1999-4 ر	1998-2 ر	2009-3 ر	2009-1 ر	2008-3 ر	2007-4 ر	دين	
		2006-4 ر	2006-1 ر						
1998-3 ر	1997-2 ر	2003-2 ر	2002-3 ر	1998-3 ر	1997-4 ر	-	-	سيولة	إندونيسيا
2007-1 ر	2006-3 ر	2005-1 ر	2004-1 ر	2007-1 ر	2006-4 ر				
		2006-2 ر	2005-3 ر	2009-3 ر	2009-1 ر				
2003-4 ر	2003-3 ر	1994-3 ر	1993-3 ر	1993-3 ر	1993-2 ر	1991-2 ر	1990-3 ر	دين	
						1996-3 ر	1995-2 ر		
						2006-1 ر	2005-4 ر		
2005-3 ر	2005-1 ر	-	-	-	-	-	-	سيولة	كوريا
1999-1 ر	1997-3 ر	1995-4 ر	1994-2 ر	1998-3 ر	1997-2 ر	1995-4 ر	1994-3 ر	دين	
2009-3 ر	2008-3 ر	2003-3 ر	2002-4 ر	2009-2 ر	2008-1 ر				
		2007-4 ر	2006-1 ر						
1991-4 ر	1991-3 ر	2002-2 ر	2001-3 ر	-	-	-	-	سيولة	المكسيك
1993-1 ر	1992-2 ر	1988-2 ر	1987-3 ر	1995-4 ر	1994-4 ر	1991-2 ر	1989-2 ر	دين	
1997-4 ر	1997-3 ر	1990-4 ر	1990-1 ر	2009-3 ر	2008-4 ر	2008-2 ر	2007-3 ر		
2009-3 ر	2008-4 ر	1994-1 ر	1993-2 ر						
1988-4 ر	1986-4 ر	-	-	2009-3 ر	2008-3 ر	-	-	سيولة	تايلند
2009-3 ر	2008-1 ر								
1991-4 ر	1991-2 ر	1990-2 ر	1989-3 ر	1992-4 ر	1992-1 ر	1990-3 ر	1987-4 ر	دين	
1995-1 ر	1994-4 ر	1994-2 ر	1993-2 ر	1998-2 ر	1996-3 ر	1996-1 ر	1995-2 ر		
1997-2 ر	1996-3 ر	2006-1 ر	2005-1 ر	2007-4 ر	2007-1 ر	2006-1 ر	2004-3 ر		

المصدر:

Kristin Forbes, Francis Warnock, Debt- And Equity-Led Capital Flow Episodes, Working Paper 18329, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, August 2012, PP:20-25.

¹ *Kristin Forbes, Francis Warnock, Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, And Retrenchment, Working Paper 17351, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, August 2011, PP:01-09.*

خلصت الدراسة إلى أنه خلال الفترة 1980-2000 تم تمييز 167 حادثة إندفاع، 221 حادثة توقف، 196 حادثة طيران و 214 حادثة تخفيض، حيث تم تقسيم حوادث رأس المال إلى تدفقات سيولة وتدفقات ديون، والجدول رقم 3-5 يوضح تواريخ بداية ونهاية حوادث رأس المال في بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2009.

وفي دراسة أخرى أجراها *Mahmood Pradhan* ومجموعة من الباحثين في مجموعة من دول جنوب شرق آسيا حول حوادث رأس المال الخاص، حيث تم تمييز موجتين رئيسيتين لتدفقات رأس المال الخاص إلى جنوب شرق آسيا، حيث أن الموجة الأولى امتدت من بداية التسعينات إلى ظهور الأزمة الآسيوية 1997-1998، أما الموجة الثانية بدأت سنة 2000 وانتهت بالأزمة الاقتصادية العالمية 2008¹، وعند النظر إلى طبيعة وتكوين تلك التدفقات الداخلة في الموجتين نجد أنهما تكشفان عن فروق مهمة، حيث أن الموجة الثانية (2000-2008) تتميز عن موجة التسعينات في كون أن هناك تطوراً كبيراً في مراكز الأسواق الناشئة، إضافة إلى التصاعد الكبير في تراكم الاحتياطات الأجنبية، والزيادة الهائلة في التدفقات الرأسمالية الخاصة مصحوبة بزيادة التدفقات الخارجة، مع التوجه الدولي نحو زيادة التنوع في محافظ الاستثمارات الدولية²، ومن بين النتائج التي خلصت إليها الدراسة إلى أنه حوالي 58 حادثة رأسمال حدثت خلال فترة الدراسة تراوحت ما بين 34.48% منها خلال الفترة 1989-1998، و 44.83% خلال الفترة 1999-2008، أما النسبة الباقية 20.69% فكانت خلال فترة قصيرة بعد سنة 2008³.

الجدول رقم 3-6: حوادث تدفقات صافي رأس المال الخاص خلال الفترة 1989- بعد سنة 2008.

الدول	دول آسيا الناشئة	الدول العضوة في كتل الآسيان (5)	الاقتصاديات الصناعية الحديثة ⁴	الصين	الهند	المجموع
العدد الإجمالي للحوادث	29	10	13	3	3	58
1998-1989	10	5	3	1	1	20
2008-1999	13	5	6	1	1	26
بعد 2008	6	0	4	1	1	12

المصدر:

Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth, Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets, Asia and Pacific Department, International Monetary Fund, April 2011, P:37.

¹ *Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth, Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets, Asia and Pacific Department, International Monetary Fund, April 2011, P:07.*

² صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، تقرير نصف سنوي يصدر عن صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2007، ص ص: 107-108.

³ امتدت إلى بداية سنة 2011، تاريخ نشر الدراسة في أبريل 2011.

⁴ هونغ كونغ، كوريا الجنوبية، سنغافورة، التايوان.

المطلب الثالث: نماذج تحديد سعر الصرف التوازني في إطار اختيار نظام الصرف الأمثل

ظهر هدف الوصول إلى سعر صرف توازني مع نهاية العشرينات وبداية الثلاثينات من القرن العشرين (1929-1932) وما أعقبها من أزمة في الدول الصناعية بعد الحرب العالمية الثانية، حيث يعتبر هدف الوصول إلى سعر صرف توازني من أهم أهداف السياسات الاقتصادية الكلية نظراً للتأثير الكبير لها على مستوى النشاط الاقتصادي، التوازن الاقتصادي، الكفاءة الاقتصادية، عدالة توزيع الدخل، استقرار المستوى العام للأسعار والنمو الاقتصادي.

أولاً: نموذج تحديد سعر الصرف التوازني في ظل السعر المرن: تقوم نماذج تحديد سعر الصرف التوازني في ظل مرونة الأسعار على إسهامات كل من (جونسون 1979)، (فرانكل 1976)، (كور 1976)، (بيلسون 1976)، (موسا 1976-1979) وما طرأ على هذه الأفكار من تطوير وتعديل حيث تهدف هذه النماذج إلى تفسير وبيان كيفية تأثير التغيرات النقدية على سعر الصرف سواء كان هذا التأثير مباشراً أو غير مباشر.

تعتمد المعادلة الأساسية في نموذج (Frankel-Bilson)¹ على دالة الطلب على النقود التي تعطى على الشكل التالي:

$$\begin{cases} m = p + \phi y - \lambda i \\ m^* = p^* + \phi y^* - \lambda i^* \end{cases}$$

حيث: m^* , m لوغاريتم كل من عرض النقود المحلي وعرض النقود الأجنبي.

p^* , p لوغاريتم كل من المستوى العام للأسعار المحلي والمستوى العام للأسعار الأجنبي.

y^* , y لوغاريتم كل من الدخل الحقيقي المحلي والدخل الحقيقي الأجنبي.

i^* , i لوغاريتم كل من سعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي.

يخلص النموذج النقدي للأسعار المرنة على أن سعر الصرف التوازني يتحدد وفق الصيغة التالية:²

$$e = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(i - i^*)$$

يمكن كتابة النموذج من الناحية القياسية كالتالي:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1(m - m^*) + \beta_2(y - y^*) + \beta_3(i - i^*) + \mu_t$$

ثانياً: نموذج تحديد سعر الصرف التوازني في ظل السعر الجامد: يفترض نموذج (Dornbusch-

Frankel) تحقق فرضية تعادل القوة الشرائية في المدى البعيد وتحقق شرط تكافؤ أسعار الفائدة غير المغطاة، إضافة إلى اعتماده على دالة الطلب على النقود.

¹ تم تحليل النموذج في المقال التالي:

Dornbusch, R. (1976a) *Exchange rate expectations and monetary policy*, *Journal of International Economics*, 6, 232-244.

² نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، 2006، ص ص: 236-249، ص: 370.

تقوم فكرة النموذج على أن الانحراف في سعر الصرف عن مستواه التوازني يمثل الفرق في أسعار الفائدة الحقيقية، فإذا سببت السياسة النقدية المحلية فجوة في أسعار الفائدة الاسمية وتجاوزها مستوياتها التوازنية، إذ تتسبب تدفقات رؤوس الأموال الداخلة آتيا في ارتفاع سعر الصرف عن مستواه التوازني.

يخلص النموذج إلى أن سعر الصرف التوازني يتحدد وفق المحددات التالية:¹

$$e = (m - m^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(\pi - \pi^*) - \frac{1}{\theta}(i - \pi) - (i^* - \pi^*)$$

حيث: π^* , π معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم الأجنبي.

من الناحية القياسية يمكن كتابة النموذج على النحو التالي:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1(m - m^*)_t + \beta_2(y - y^*)_t + \beta_3(i - i^*)_t + \beta_4(\pi - \pi^*)_t + \mu_t$$

ثالثا: نموذج الحركة غير التامة لرأس المال: طور *Driskell* سنة 1981² نموذج *Dornbusch* مع إمكانية الحركة غير التامة لرأس المال، حيث أن الطلب على تدفقات رأس المال (الأصول الأجنبية) يرتبط بعلاقة خطية مع العائد المتوقع، إضافة إلى فرضية أن تدفقات رأس المال تكون مساوية إلى تدفقات التجارة ويكون لسوق الصرف الأجنبي دوراً في هذا التوازن.

تعطى الصيغة النهائية لسعر الصرف التوازني في نموذج *Driskell* على النحو التالي:³

$$e_t = \beta_0 + \beta_1 e_{t-1} + \beta_2 (m - m^*)_t + \beta_3 (m - m^*)_{t-1} + \beta_4 (p - p^*)_{t-1} + \beta_5 (y - y^*)_t + \beta_6 (y - y^*)_{t-1} + \mu_t$$

رابعا: النموذج النقدي لضغوط سوق الصرف: قدم *Roper* و *Girton* سنة 1977⁴ نموذجهما المعروف بنموذج "ضغوط أسواق الصرف"، ويشير هذا النموذج إلى أن الضغوط على الحسابات الخارجية في ظل نظام الصرف الثابت يتم استيعابه عادة عن طريق تغيرات الاحتياطات الدولية للدولة محل الدراسة، بينما يتم استيعاب ضغط سوق الصرف في ظل نظام المرونة الكاملة لأسعار الصرف عن طريق تغيرات سعر الصرف.

في ظل نظام التعويم المدار يتم استيعاب الضغط على سعر الصرف جزئياً عن طريق تغيرات الاحتياطات الدولية، ويتم استيعاب الجزء المتبقي عن طريق تغيرات سعر الصرف ذاته، ومن ثم أصبح النموذج أنسب النماذج تطبيقاً على الفترات التي يكون فيها نظام الصرف مُداراً.

¹ Jeffrey Frankel, *Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination*, MIT press, Cambridge, 1993, PP:89-91..

² تم تحليل النموذج في المقال التالي:

Driskell, R.A. (1981) Exchange rate economics: An empirical investigation, Journal of Political Economy, 89, 357-371.

³ *Imad A. Moosa, Razzaque H. Bhatti., The theory and empirics of exchange rates, World Scientific Publishing London, 2010, P:195.*

⁴ تم تحليل النموذج في المقال التالي:

Girton, L. and Roper, D. (1977) A monetary model of exchange market pressure applied to the postwar canadian experience, American Economic Review, 67, 537-548.

تتلخص الصيغة النهائية لسعر الصرف التوازني وفقا لنموذج *Roper* و *Girton* في الآتي:¹

$$\nabla e = \alpha_0 + (1 - \theta_1) \frac{\nabla D}{M} - \frac{\nabla R}{M} + (1 - \theta_2) \nabla m^* + \beta \nabla y - \beta^* \nabla y^* - \lambda \nabla i + \lambda^* \nabla i^*$$

$$\nabla e = \alpha_0 + \alpha_1 (\pi^* - \pi) + \alpha_2 \frac{\nabla D}{M} - \alpha_3 \nabla m^* + \mu \quad \text{أو}$$

حيث: D الائتمان المحلي.

R صافي الأصول الأجنبية.

خامسا: نموذج توازن المحفظة: تعود الجذور الأولى لنموذج توازن المحفظة لكتابات كل من: *McKinnon* و *Oates* سنة 1966، *McKinnon* سنة 1969، وتم طرح مدخل توازن المحفظة لأسعار الصرف المرنة بالنسبة لحالة دولة صغيرة من طرف: *Black* سنة 1973، *Kouri* سنة 1976، *Branson* سنة 1977، *Girton* و *Henderson* سنة 1977.

يرى *Dornbusch* (1980) أن سعر الصرف كنقطة تقاطع بين العرض والطلب على الأصول المالية يعتبر أهم المداخل النقدية لتحديد سعر الصرف التوازني، غير أن نموذج توازن المحفظة يختلف عن النموذج النقدي الأساسي في النقاط التالية:

- يتحدد سعر الصرف في النموذج النقدي بتفاعل قوى العرض والطلب على النقود في حين يتحدد سعر الصرف في نموذج توازن المحفظة بتفاعل قوى العرض والطلب على الأصول المالية.
- يفترض النموذج النقدي إمكانية الإحلال بين السندات المحلية والأجنبية عكس نموذج توازن المحفظة الذي يفترض عدم إمكانية ذلك.
- يقرر النموذج النقدي أن تغير الثروة لا يؤثر على سعر الصرف على عكس نموذج توازن المحفظة الذي يؤكد أن تغير رصيد الميزان الجاري يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة بين دول العالم وبالتالي يؤثر على سعر الصرف.

يتحدد سعر الصرف التوازني في نموذج توازن المحفظة وفق الصيغة التالية:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1 (m - m^*)_t + \beta_2 (y - y^*)_t + \beta_3 (i - i^*)_t + \beta_4 (\pi - \pi^*)_t + \beta_5 (B - F) + \mu_t$$

حيث: B رصيد السندات المحلية.

F رصيد السندات الأجنبية.²

¹ نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص: 276-285، ص: 371.

² نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، نفس المرجع السابق، ص: 313-345، ص: 372.

سادسا: نموذج تحديد معدل التضخم: طور *Buiter* و *Miller* سنة 1981¹ نموذج *Dornbusch* في ظل السعر الجامد ولكن بتحليل مغاير، حيث دمج في النموذج نسبة تضخم محددة تستخدم في تحليل الآثار الدينامكية لاكتشاف الموارد الطبيعية على الناتج وسعر الصرف، هذا التحليل أعطى نتائج إيجابية من خلال تجربة المملكة المتحدة باكتشاف النفط في بحر الشمال خلال فترة السبعينات من القرن العشرين. ينطلق *Miller* و *Buiter* في نموذجهما من شرط توازن سوق النقد إضافة إلى تحقق فرضية التوقعات العقلانية التي تعطى بالصيغة التالية:

$$\nabla e_{t+1} = (i - i^*)$$

حيث أن التغير الحالي في سعر الصرف يُظهر تغيراته المتوقعة، إضافة إلى أن معدل التضخم يظهر في حالة تحقق ناتج الاستخدام التام مع وجود فائض في الطلب.

في النموذج النقدي للسعر الجامد يتساوى سعر الصرف الحالي مع سعر الصرف في المدى البعيد، وهذه الفرضية غير محققة في نموذج *Miller* و *Buiter* إذ يعتبران أنه في حالة وجود معدل تضخم محدد يساوي معدل النمو في العرض النقدي فإن سعر الصرف التوازني الحالي يختلف عن سعر الصرف التوازني في المدى البعيد، وتعطى صيغة سعر الصرف التوازني كالتالي:

$$e = m + \left(\frac{1}{\beta} - \phi \right) y + \left(\frac{\alpha}{\beta} + \lambda \right) i + \lambda \dot{m}$$

حيث: \dot{m} تعبر عن معدل نمو العرض النقدي وهو معدل التضخم المحدد.²

سابعا: النموذج النقدي للحساب الجاري: يعتبر *Hooper* و *Morton* سنة 1982³ أن إهمال التجارة الخارجية يُخلُّ بالتوازن الحقيقي لسعر الصرف، حيث أن الحساب الجاري لا يؤثر بشكل مباشر على سعر الصرف غير أن هناك إمكانية لوجود تأثير غير مباشر من خلال التأثير على توقعات أسعار الصرف. يعتبر *Hooper* و *Morton* نموذج سعر الصرف التوازني الحقيقي الذي يتحدد على أساس التوازن النقدي وتوازن المحفظة، حيث أن النموذج يدرس التأثير قصير الأجل لكل من الحساب الجاري والإحلال غير التام للأصول.

في الواقع نموذج *Hooper* و *Morton* هو امتداد لنموذج (*Dornbusch-Frankel*) الذي يسمح بالتغير الكبير والثابت في سعر الصرف الحقيقي، إضافة إلى تعديل الصدمات في المدى الطويل في حالة وقوع سعر الصرف الحقيقي في مستواه التوازني، وبالتالي فإن نموذج *Hooper* و *Morton* يعتبر أن سعر الصرف

¹ تم تحليل النموذج في المقال التالي:

Buiter, W.H. and Miller, M.H. (1981) Monetary policy and international competitiveness: The problems of adjustment, Oxford Economic Papers, 33, 143-175.

² *Imad A. Moosa, Razaque H. Bhatti., The theory and empirics of exchange rates, op.cit, PP:203-204.*

³ تم تحليل النموذج في المقال التالي:

Hooper, P. and Morton, J. (1982) Fluctuations in the dollar: A model of nominal and real exchange rate determination, Journal of International Money and Finance, 1, 39-56.

الحقيقي يكون في مستواه التوازني إذا كان الحساب الجاري في حالة توازن وإن أي فائض في الحساب الجاري سيتعدل بواسطة سعر الصرف الحقيقي، وتعطى الصيغة النهائية لسعر الصرف التوازني في نموذج *Hooper* و *Morton* كالتالي:¹

$$e = (m - m^*) - \alpha(y - y^*) + \gamma(i - i^*) + \delta(\pi - \pi^*) + \phi(\sum ca - \sum ca^*)$$

ويكتب النموذج قياسياً كما يلي:

$$e_t = \beta_0 + \beta_1(m - m^*)_t + \beta_2(y - y^*)_t + \beta_3(i - i^*)_t + \beta_4(\pi - \pi^*)_t + \beta_5(ca - ca^*)_t + \mu_t$$

ثامنا: نموذج إحلال العملة: يهدف نموذج إحلال العملة إلى توضيح كيفية تأثير الإحلال بين الأرصدة النقدية من العملة المحلية والعملة الأجنبية في محافظ الأصول (الخاصة، الرسمية) على تحديد سعر الصرف، بحيث أنه كلما ارتفعت درجة الإحلال بين العملة المحلية والعملات الأجنبية ارتفعت درجة تقلب سعر الصرف استجابة للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية الأساسية.

ووفقاً لهذا الاعتبار يتم توسيع النموذج النقدي الأساسي بإضافة متغير إحلال العملة عند تحديد سعر الصرف، ويؤثر متغير إحلال العملة تأثيراً أعظمياً على سعر الصرف في حالة حدوث تغير في توقعات نمو المتغيرات النقدية مستقبلاً.

يعطى سعر الصرف التوازني وفقاً لنموذج إحلال العملة بصيغتين هما كالتالي:²

$$\nabla e = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + \alpha_3(\nabla m - \nabla m^*) + 2\alpha_4 \nabla e + \mu$$

أو

$$e = \alpha_0 + \alpha_1(m - m^*) + \alpha_2(y - y^*) + (\alpha_3 + \alpha_4)(\nabla m - \nabla m^*) + \mu$$

المطلب الرابع: آليات اختيار نظام الصرف الأمثل باستخدام معضلة "تثبيت تعويم".

تعمل السلطات النقدية في ظل اللاتأكد والغموض على اختيار أحسن نظام صرف، أو بالأحرى نظام صرف "أمثل"، وعلاوة على ذلك يدرك المنظرون الاقتصاديون أهمية مفهوم نظام الصرف الأمثل وضرورة الوصول إليه، حيث يعتبرون هذا المفهوم بأنه: "هدف مبهم لدراسة يتراوح بين القبول (الاستحسان) والرفض (الإهمال)".

أولاً: إشكالية اختيار نظام الصرف الأمثل: إن معيار الأمثلية في اختيار نظام الصرف هو معيار نسبي فلا يوجد ترتيب من ترتيبات أنظمة الصرف يعمل على إبطال جميع الآثار غير المرغوبة على الاقتصاد الوطني، فنظام الصرف الأمثل يأخذ بعين الاعتبار جميع المعايير المناسبة مع محاولة التسوية قدر المستطاع بين جميع الأهداف التي يسعى لتحقيقها الاقتصاد الوطني، وإن الاعتبارات المؤثرة على اختيار نظام الصرف قد تتغير

¹ Imad A. Moosa, Razaque H. Bhatti., *The theory and empirics of exchange rates*, op.cit, PP:196-201.

² نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، مرجع سبق ذكره، ص 346-356، ص: 372.

بمرور الوقت، ويرى "دافيد بروتون" أنه ليست هناك وصفة واحدة جاهزة لسياسات سعر الصرف بل يتعين تقديم المشورة على نحو يلائم أولويات السياسة الاقتصادية والواقع المعاش للبلد المعني.¹

بعض الاقتصاديين أمثال: *Frankel* (1999)، *Patterson*، *Avila* و *Sienkiewics* (2000) رفضوا فكرة وجود نظام صرف أمثل، ومن جهة أخرى بعض المنظرون أمثال *Edwards* (1996)، *Mundell* (2000)، *Fischer* (2000) يعترفون بوجود نظام صرف أمثل لكن وصفه وتمييزه بدقة غير ممكن.

إن المحاولات النادرة للتعبير عن هذا المفهوم خلصت إلى آراء ونتائج متباعدة، ففي هذا الإطار يفترض *Frankel* (1999) عدم وجود نظام صرف أمثل مطلق لكل الدول وفي كل الأزمنة، ولكن: هل يوجد على الأقل نظام صرف أمثل لكل بلد؟.

فئة أخرى من المنظرين أمثال: *Williamson* (1985، 1994)، *Browski* (1998)، *Joly* (1998)، *Prigent* و *Cadiou* (1998) يعتبرون أن نظام الصرف الأمثل ما هو إلا تعبير عن سعر الصرف الحقيقي التوازني الذي يضمن عدم الانحراف في سعر الصرف الحقيقي عن القيمة التوازنية²، ويشير إلى ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة مقارنة بسعر الصرف الحقيقي التوازني.

يعتبر كل من *Perrier* (1998)، *Razgallah* (2000)، *Dupuy* (2000)، *Aglietta* (2001)، *Sinzogan* (2002) أن نظام الصرف الأمثل هو الذي يسمح بضمان مستوى أعظم من التهديدات للسلطات النقدية.

من جهة أخرى يفترض *Coté* (1994)، *Rizzo* (1998)، *Bailliu*، *Lafrance* و *Perrault* (2000) أن نظام الصرف الأمثل يسمح بأمثلية الأداء الاقتصادي للدول: كالتضخم، التنافسية، التجارة، الاستثمار وخاصة النمو الاقتصادي.

من خلال هذه المفاهيم والدلائل لنظام الصرف الأمثل نجد أنه من غير الممكن وجود نظام صرف أمثل واحد صالح لكل الدول، إذ يرتبط هذا الأخير بأهداف السياسات الاقتصادية إضافة إلى الخصائص الاقتصادية الهيكلية، السياسية والاجتماعية للبلد.³

ثانياً: شروط اختيار نظام الصرف الأمثل: ليس هناك مبررات واضحة تدعو إلى تقييد حرية اختيار بلد ما لنظام صرف معين، كما أن قرار اختيار نظام صرف أمثل في بلد ما يجب أن تتحقق في بدايته مجموعة من الشروط:

¹ مقداد عبد الجبار حامد قادوس، اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني (1978-1997)، مرجع سبق ذكره، ص: 99-100.

² الانحراف يعبر عن التغير أو الفرق النسبي لسعر الصرف الحقيقي عن قيمته المرجعية المتمثلة في سعر الصرف الحقيقي التوازني، وبحسب الانحراف

$$\text{كالنالي: } MES = \frac{TCREQ - TCR}{TCREQ}$$

³ *El Hammas Hanéne et Salem Slah, Choix d'un régime de change optimal et croissance économique- cas de la Tunisie, communication au colloque international organiser par AISPE, " the theory and practice of economic policy : tradition and change ", 15-17 june 2006 Italy, PP:4-5.*

- ضرورة وجود توافق بين نظام الصرف الذي يتم اختياره وبين السياسات النقدية والمالية التي تتغير طبقاً للنظام المختار، وعليه فاستمرارية أنظمة الصرف الثابتة تتطلب كميات كبيرة من الاحتياطات، كما أن اتباع الأنظمة الوسيطة تستدعي تدخلاً كبيراً في مجال إدارة حساب رأس المال.
- يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار القواعد الاحترازية لإدارة مخاطر الاقتصاد الكلي في أنظمة الصرف المختلفة.¹
- ففي ظل أمثلية نظام التثبيت مثلاً يجب أن تتوفر الشروط التالية:²
- تنفيذ البلد لمعظم معاملاته التجارية باستخدام العملات التي تتميز بالاستقرار.
- قلة التدخل في السوق المالي.
- قوة الرابطة بين اقتصاد البلد ونظامه المالي مع عملة البلد الشريك.
- تطبيق سياسة مالية مرنة وفعالة.
- مرونة سوق العمل.
- توفر كمية كافية من الاحتياطات الدولية.

ثالثاً: نظام الصرف الأمثل في نموذج "Mundell-Fleming": بديهياً، تسمح أسعار الصرف المرنة بتعديل الصدمات النقدية بدون أية تكلفة من خلال تعديل القيمة الحقيقية للأرصدة الاسمية الحالية للأموال، على عكس ذلك وفي ظل أسعار الصرف الثابتة يمنع انقسام السوق الأفراد من استعادة توازن القيمة الحقيقية لأرصدهم عن طرق أسواق رأس المال نظراً لثبات أسعار الصرف، وهذا ما يؤثر على طبيعية استهلاكهم. تحت الصدمات الحقيقية تسمح أسعار الصرف الثابتة بتغيير القدرة الشرائية عبر الأزمنة وهذا ما يؤدي إلى تمهيد الاستهلاك، أما في ظل أسعار الصرف المرنة يُجبر الأفراد على استهلاك ما لديهم حالياً لتفادي انخفاض القيمة، وبالتالي نظام الصرف الأمثل لا يعتمد فقط على طبيعة الصدمات (حقيقية أو نقدية) وإنما يتضمن أيضاً طبيعة التشوهات (سوق السلع وسوق رأس المال). يمكن تلخيص هذه الفكرة في شكل مصفوفة كالتالي:

الجدول رقم 3-7: نظام الصرف الأمثل من وجهة نظر "Mundell-Fleming"

الاختلالات في سوق رأس المال	الاختلالات في سوق السلع	
ثابت	مرن	الصدمات الحقيقية
مرن	ثابت	الصدمات النقدية

المصدر:

Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, *Optimal exchange rate regimes: Turning Mundell-Fleming's dictum on its head*, Working Paper 12684, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, November 2006, P:3.

¹ محمد الفينيش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات رقم 17، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، 2000، ص:54.

² Kaouther HAMMEDI, *Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales : théories et essai d'investigation empirique*, référence déjà cité, P:14.

فنظام الصرف الأمثل يصبح دراسة تجريبية تعتمد على نوع الصدمة التي يتعرض لها اقتصاد البلد إضافة إلى التشوهات النسبية الموجودة في سوق السلع وسوق رأس المال.¹

رابعا: تقديم وتحليل نموذج اختيار نظام الصرف الأمثل: يُظهر هدف استقرار الأسعار في الشركات المحلية معضلة (تعويم - تثبيت) نظام الصرف، إذ أن السلع غير القابلة للتبادل هي إحدى الوسائل التي تسعى من خلالها الشركات المحلية إلى تعديل أسعار الصرف.

إن فكرة زيادة سعر الصرف الاسمي وبمعنى آخر (تخفيض قيمة العملة) من قبل السلطات النقدية تدفع بالشركات المحلية إلى زيادة أسعار السلع غير القابلة للتبادل، وهذا يُعتبر من بين أهم الاستراتيجيات كثيرة الاستعمال في الدول النامية، من خلال التصرف بسلوك معاكس لهدف من أهداف سياسات الاقتصاد الكلي المتمثل في هدف استقرار الأسعار.

إن تصرف الشركات المحلية من جهة والسلطات النقدية من جهة أخرى يمكن التعبير عنه في شكل لعبة، حيث أن كل لاعب (الشركات المحلية أو السلطات النقدية) يعلم بأن مكسبه لا يعتمد فقط على قراره الخاص وإنما يرتبط أيضا بقرار اللاعب الآخر، وبالتالي استخدام أسلوب نظرية الألعاب في هذا التحليل مبرر في الواقع حيث أن الشركات المحلية أو السلطات النقدية يمكن أن يتخذا قرارات تؤثر على مكاسب بعضهما وبالتالي يصبح هدفهما الوصول إلى التوازن الذي يرضي كلاهما.

قُدِّم تحليل نظام الصرف ورفاهية الدولة من طرف *Aizenman* سنة 1994، *Miller* و *Chin* سنة 1995، إضافة إلى *Engel* و *Devereux* سنة 2000، أما من الناحية الرياضية فيدل مصطلح "الخيار الأمثل" على مدخل دالة الهدف: حالة التندنية إذا كانت تتعلق بالخسارة والتكاليف (دالة الخسارة أو الضياع)، حالة التعظيم إذا كانت تتعلق بالمكاسب (دالة المكسب).

النموذج المستخدم مقترح من طرف *Agénor* (1991-1994)، وطبق في مجموعة من الدراسات²، والنموذج يناسب اقتصاداً صغيراً مفتوحاً ينتج سلعا قابلة للتبادل وأخرى غير قابلة للتبادل، حيث تتفاعل داخله وحدات اقتصادية في شكل لعبة تحقيق الأمثلية وكل لاعب يسعى إلى تعظيم مكاسبه.³

¹ Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, *Optimal exchange rate regimes: Turning Mundell-Fleming's dictum on its head*, Working Paper 12684, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, November 2006, PP:3-4.

² أهم هذه الدراسات:

- دراسة *Ben Ali* سنة 2006 بالتطبيق على التجربة التونسية بعنوان:

"Capital account liberalization and exchange rate regime choice, what a scope for flexibility in Tunisia?".

- دراسة *Zhang* سنة 2001 بالتطبيق على التجربة الصينية بعنوان:

"Choosing an exchange rate regime during economic transition: the case of China"

³ Elhadj Ezzahid, Brahim Maouhoub, *Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility: Scenarios for the Moroccan Case*, Discussion Paper No. 2014-18, Kiel Institute for the World Economy, April 16, 2014, PP:5-6.

دالة الخسارة بالنسبة للسلطات النقدية تتحدد من خلال الانحراف في سعر الصرف الحقيقي ومعدل التضخم المستهدف، وهذه الدالة تعطى بالعلاقة التالية:

$$Z^g = -\alpha_1[(\ln E + \ln P_E - \ln P_N) - \ln \alpha_2] + \frac{1}{2}\alpha_3(\ln P - \ln \alpha_4)^2 \dots\dots\dots(1)$$

حيث: $\alpha_1, \alpha_3 > 0$

Z^g : دالة الخسارة للسلطات النقدية معطاة باللوغاريتم.

E : سعر الصرف الاسمي.

α_1, α_3 : معاملان يشيران إلى طبيعة وقوة العلاقة للإنتاجية وللتضخم من طرف السلطات النقدية في إطار المفاضلة بينهما.

P : تعبر عن المستوى العام للأسعار.

P_E : مستوى أسعار السلع القابلة للتبادل.

P_N : مستوى أسعار السلع غير القابلة للتبادل.

α_2 : تعبر عن المستوى المستهدف لسعر الصرف الحقيقي (سعر الصرف التوازني).

α_4 : تعبر عن المستوى المستهدف للمستوى العام للأسعار.

إن دالة الخسارة بالنسبة للسلطات النقدية تتعلق بعاملين أساسيين¹:

- إنحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني، حيث أن الإشارة السالبة تدل على أن التخفيض في سعر الصرف الفعلي الحقيقي يؤثر سلباً على رفاهية السلطات النقدية، بمعنى أن إنحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني يسبب خسارة للسلطات النقدية من ناحية التنافسية الخارجية.

- إنحراف المستوى العام للأسعار عن مستواه التوازني يسبب خسارة للسلطات النقدية من ارتفاع معدلات التضخم، ويمكن التعبير عن المستوى العام للأسعار بالمعادلة التالية:

$$\ln P = \alpha_5 \ln P_N + (1 - \alpha_5)(\ln E + \ln P_E) \dots\dots\dots(2)$$

حيث: $0 < \alpha_5 < 1$

$(1 - \alpha_5)$ مقياس لدرجة الانفتاح الاقتصادي.

في حالة الاقتصاد الصغير عادة ما يكون "أخذاً للسعر" بمعنى أن أسعار السلع القابلة للتبادل تتحدد في الأسواق العالمية، واستناداً إلى *Gro* و *Adams* (1986) فإن أسعار السلع غير القابلة للتبادل تتحدد كما يلي:

$$\ln P_N = \alpha_6[(\ln E + \ln P_E - \ln P_N)] - \ln \alpha_2 + \alpha_7 \ln \alpha_8 \dots\dots\dots(3)$$

حيث: $\alpha_6, \alpha_7 > 0$

¹ BEN ALI Mohamed Sami, *Capital account liberalization and exchange rate Regime choice, what scope for flexibility in Tunisia?*, William Davidson Institute Working Paper Number 815, The William Davidson Institute At The University Of Michigan, March 2006, PP:7-12.

α_6 مرونة أسعار السلع غير القابلة للتبادل للتغير في سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني.

α_7 مرونة أسعار السلع غير القابلة للتبادل للتغير في النمو النقدي المحلي.

α_8 مقياس للنمو النقدي المحلي.

أسعار السلع غير القابلة للتبادل معرفة في هذه المعادلة بشرطين:

- النمو النقدي المحلي.

- انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستواه التوازني.

الشرط الأول يعبر على أن الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي يدل على ارتفاع (الميل إلى المرونة α_6)

في أسعار السلع غير القابلة للتبادل، بمعنى أن الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي يحفز على زيادة التصدير وبالتالي تحويل الموارد من قطاع السلع غير القابلة للتبادل إلى قطاع السلع القابلة للتبادل.

يؤدي انخفاض إنتاج وعرض السلع غير القابلة للتبادل إلى ارتفاع أسعارها، وبالعكس، ارتفاع سعر

الصرف الحقيقي له تأثيرات على أسعار السلع غير القابلة للتبادل.

يُعبّر الشرط الثاني عن تأثير (زيادة أو نقصان) النمو النقدي على أسعار السلع غير القابلة للتبادل (الميل

إلى المرونة α_7).

ضمن إطار هذا النموذج فإن اختيار نظام الصرف يتحدد من خلال اللعبة بين السلطات النقدية

والأعوان الاقتصاديون للقطاع الخاص الممثل بالمؤسسات التي تسعى إلى تقليل الخسائر وحماية مواقعها ضمن

اللعبة، ويعطى سلوك المؤسسات بدالة الخسارة التالية:

$$Z^e = \frac{1}{2} \{ \ln P_N - \alpha_6 [(\ln E + \ln P_E - \ln P_N) - \ln \alpha_2] - \alpha_7 \ln \alpha_9 \}^2 \dots\dots\dots (4)$$

المعادلتين (1) و(4) تعرف على التوالي سلوك السلطات النقدية والمؤسسات، حيث أن كلا السلوكين يمثلان

في شكل لعبة غير تعاونية لـ (ناش)، إذ أن كل طرف يسعى إلى تقليل دالة خسارته.

إن أداة السلطات النقدية في اللعبة هي سعر الصرف الاسمي، بينما تمثل أسعار السلع غير القابلة للتبادل

أداة المؤسسات.

لاشتقاق اختيار نظام الصرف، نعتبر النموذج المعرف في الجزء السابق:¹

$$Z^s = -\alpha_1 [(\ln E + \ln P_E - \ln P_N) - \ln \alpha_2] + \frac{1}{2} \alpha_3 (\ln P - \ln \alpha_4)^2$$

ننتقل إلى تعديل المتغيرات ونعبر عنها بنسب التغير أو الميل بدلا من المستويات كما يلي:

$$\alpha_{12} = \ln \alpha_4 \quad p_E = \ln P_E \quad p_N = \ln P_N \quad \alpha_{11} = \ln \alpha_2 \quad \alpha_{10} = \ln \alpha_8 \quad e = \ln E$$

بعد تعديل هذه المتغيرات يصبح المستوى العام للأسعار يتحدد بـ:

$$\ln P = \alpha_5 p_N + (1 - \alpha_5)e \dots\dots\dots (5)$$

¹ BEN ALI Mohamed Sami, *Capital account liberalization and exchange rate Regime choice, what scope for flexibility in Tunisia?*, op.cit, PP:12-13.

للتبسيط يفترض النموذج التغيير في الأسعار الدولية ($p_E = 0$) ونشتق دالة الخسارة للسلطات النقدية في إطار نظام صرف مرن (معوم):

$$Z_f^g = -\alpha_1(e - p_N - \alpha_{11}) + \frac{1}{2}\alpha_3[\alpha_5 p_N + (1 - \alpha_5)e - \alpha_{12}]^2 \dots (6)$$

تصبح دالة الخسارة للمؤسسات في ظل نظام صرف معوم كما يلي:

$$Z_f^e = \frac{1}{2}[p_N - \alpha_6(e - p_N - \alpha_{11}) - \alpha_7\alpha_{10}]^2 \dots (7)$$

الأمر الثاني الذي يتم التطرق إليه هو دوال رد فعل الطرفين حيث توضح المعادلتين (8) و(9) دالتي رد فعل السلطات النقدية والمؤسسات على التوالي:

$$R_g : \bar{e} = \frac{(\alpha_1 - \alpha_3\alpha_5 p_N + \alpha_3\alpha_5^2 p_N + \alpha_3\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_{12}\alpha_5)}{(\alpha_3 - 2\alpha_3\alpha_5 + \alpha_3\alpha_5^2)} \dots (8)$$

$$R_e : \bar{p}_N = \frac{(\alpha_6 e - \alpha_6\alpha_{11} + \alpha_7\alpha_{10})}{(1 + \alpha_6)} \dots (9)$$

الحل الآبي للمعادلتين (8) و(9) وييجاد توازن ناش ينتج نسبة التخفيض ومعدل التضخم.

$$\bar{e} = \frac{(\alpha_1 - \alpha_1\alpha_6 + \alpha_3\alpha_6 - \alpha_3\alpha_{11}\alpha_5^2 - \alpha_3\alpha_8 + \alpha_3\alpha_5^2 + \alpha_3\alpha_{12} + \alpha_3\alpha_6\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_5 - \alpha_3\alpha_5\alpha_6)}{\alpha_3(\alpha_5\alpha_6 + 1 + \alpha_6 - 2\alpha_5 + \alpha_5^2)} \dots (10)$$

$$\bar{p}_N = \frac{(\alpha_1\alpha_6 + \alpha_3\alpha_6\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_5\alpha_6\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_6\alpha_{11} + 2\alpha_3\alpha_5\alpha_6\alpha_{11} - \alpha_3\alpha_5^2\alpha_6\alpha_{11})}{\alpha_3(1 - 2\alpha_5 + \alpha_5^2 - \alpha_3\alpha_5 + \alpha_3)} + \frac{(\alpha_3\alpha_7\alpha_8 - 2\alpha_3\alpha_5\alpha_7\alpha_8 + \alpha_3\alpha_5^2\alpha_7\alpha_8)}{\alpha_3(1 - 2\alpha_5 + \alpha_5^2 - \alpha_3\alpha_5 + \alpha_3)} \dots (11)$$

باستبدال هذه القيم في المعادلة (6) نحدد دالة الخسارة للسلطات النقدية تحت نظام صرف مرن.

$$\bar{Z}_f^g = -\alpha_1 \left[\frac{\alpha_1 + \alpha_3\alpha_5\alpha_7\alpha_8 + \alpha_3\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_5\alpha_{12} - \alpha_3\alpha_7\alpha_8 - \alpha_3\alpha_{11} + 2\alpha_3\alpha_5\alpha_{11} - \alpha_3\alpha_5^2\alpha_{11}}{\alpha_3(1 - 2\alpha_5 + \alpha_5^2 - \alpha_6\alpha_5 + \alpha_6)} \right]$$

$$+ \frac{1}{2}\alpha_3 \left[\frac{\alpha_1}{\alpha_3(1 - \alpha_5)} \right]^2 \dots (12)$$

لكي يتم تحديد دالة الرفاهية للسلطات النقدية في إطار نظام صرف ثابت نستخدم المنهج المقارن، ففي الواقع وفي إطار نظام صرف ثابت، تعلن السلطات النقدية وتبقي على ثبات سعر الصرف ($e = 0$) أي لا يوجد أي تعديل في سعر الصرف).

في هذه الحالة وطبقا للمعادلة رقم (9) يمكن التعبير عن سلوك المؤسسات في إطار نظام صرف ثابت

$$\bar{p}_N = \frac{(-\alpha_5\alpha_{11} + \alpha_7\alpha_8)}{(1 + \alpha_5)} \dots (13) \quad \text{كما يلي:}$$

إضافة إلى ذلك فإن دالة خسارة السلطات النقدية في إطار نظام صرف ثابت يعبر عنها كما يلي:

$$\bar{Z}_x^g = -\alpha_1 \left[\frac{(\alpha_6\alpha_{11} - \alpha_7\alpha_8)}{(1 + \alpha_6)} - \alpha_{11} \right] + \frac{1}{2}\alpha_3 \left[\alpha_5 \frac{(-\alpha_6\alpha_{11} + \alpha_7\alpha_8)}{(1 + \alpha_6)} \alpha_{12} \right]^2 \dots (14)$$

المبحث الثاني: علاقة حركة رؤوس الأموال باختيار أنظمة الصرف في الدول النامية

تعتبر عملية اختيار الميزج الأمثل لاختيار نظام الصرف ودرجة تحرير حساب رأس المال من أهم المشاكل التي تعاني منها الدول النامية، فنظرياً سيؤدي اتباع بلد ما لنظام صرف ثابت إلى إمكانية انخفاض تدفقات رأس المال، إضافة إلى ذلك تمثل درجة الاستقلالية النقدية النقطة الموالية المكملة لتوليفة الثلاثية المستحيلة وبالتالي يتوجب على أي بلد المزج بين السياسات الثلاث أو اتباع سياستين والتضحية بالسياسة الثالثة، وهذا ما سيتم اختباره وتحليله في المبحث التالي.

المطلب الأول: العلاقة النظرية بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال.

هناك علاقة متبادلة بين تغيرات أسعار الصرف وتدفقات رأس المال، فالارتفاع في سعر الفائدة يؤدي إلى جذب تدفقات رأس المال إلى داخل الدولة مما يزيد من عرض النقد الأجنبي نسبة إلى النقد المحلي، وبالتالي تزداد القيمة الحقيقية للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، وبهذا فإن تدفقات رأس المال هي من يؤثر على سعر الصرف بواسطة عرض النقود.

هناك تحليلاً معاكساً يؤكد بأن تغيرات أسعار الصرف المفرطة تخلق مخاطرًا مرتفعة تدفع بمالك رؤوس الأموال إلى تجنب الاستثمار في الدول التي تعاني من تغيرات مفرطة في أسعار صرف عملاتها، وهنا ستتأثر تدفقات رأس المال وكذلك سعر الفائدة بتغيرات أسعار الصرف، حيث أن هذه الأخيرة تؤثر في عرض النقد الحقيقي وهذا سينعكس مباشرة على أسعار الفائدة.¹

أولاً: المزج بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال: في ظل أنظمة الصرف الثابتة بمختلف أشكالها (التثبيت الجزئي أو التام) فإن تدفقات رأس المال لا تؤثر بشكل كبير على قيمة العملة، إذ تتدخل الدول للسيطرة على تغيرات أسعار الصرف تجنباً لحدوث تغيرات واسعة في قيمة العملة المحلية، وهذا سيزيد من المخاطر التي تؤدي إلى انخفاض تدفق رأس المال.

في ظل هذه العلاقة المعقدة والمشعبة فإن دولاً مثل كوريا الجنوبية، إندونيسيا وماليزيا وغيرها من دول جنوب شرق آسيا ركزت اهتماماتها في جذب تدفقات رأس المال على سعر الصرف عبر تقييد تغيراته لإعطاء قدر من الأمان لتوجيه رؤوس الأموال إليها، في حين استخدمت أسعار الفائدة بوصفها أداة مساعدة لتخفيض حجم تغيرات سعر الصرف، وبذلك أصبح سعر الصرف أداة رئيسية لجذب تدفقات رأس المال إلى هذه الدول في حين أصبح سعر الفائدة أداة ثانوية، أما بعد أزمة العملات التي شهدتها دول شرق آسيا سنة 1997 فإن دولاً مثل تايلند وإندونيسيا توجهت لاعتماد نظام التعويم المدار إلا أنها عادت نحو نظام الصرف الثابت من خلال الربط مقابل الدولار²، وأثير جدل واسع من قبل العديد من الاقتصاديين أمثال (إكي ياما سنة 2000)

¹ قدم هذا التحليل كل من: Sarath، Prema- Chandra، Rajapatirana، Athukorala في مقال بعنوان:

Capital inflows & the real exchange rate: A comparative Study of Asia & Latin America

² قدم هذا التحليل كل من: Ramkische، Rajan، Cavoli في ديسمبر 2005 في مقال بعنوان:

The Capital in Flows problem in selected Asian economics in the 1990s

و(كاواي سنة 2000) و(ماكينون سنة 2000) في أن أنظمة التعويم في دول شرق آسيا لم تكن معومة أساساً¹ حيث أن هذه الدول لم تبتعد عن ربط عملاتها بالدولار حتى بعد أزمة العملات سنة 1997.²

إن حركة رأس المال في إطار الإقراض والاقتراض الدولي يتطلب سياسة اقتصادية متكاملة إلا أن صناعات السياسة الاقتصادية في البلد يواجهون معضلة في الاختيار بين عنصر من العناصر الثلاثة للثلاثية المستحيلة وهي:

- الحرية التامة لحركة رأس المال.
- نظام الصرف الثابت.
- سياسة نقدية مستقلة لتحقيق الأهداف المحلية.

ففي حالة التقييد التام لحركة رأس المال (استثناء العنصر الأول) فبالإمكان تفضيل سعر الصرف الثابت مع سياسة نقدية مستقلة، أما في حالة سعر الصرف الموعوم (استثناء العنصر الثاني) فإن من مصلحة الدولة تحرير حركة رأس المال مع سياسة نقدية مستقلة، مع أن السياسة النقدية تكون ذات فعالية ضعيفة في حالة تثبيت سعر الصرف مع حرية حركة رؤوس الأموال (استثناء العنصر الثالث)، حيث أن التدخل يكون بهدف إعادة التكافؤ في التبادل في ظل تدفق رأس المال والذي يكون بالتوازي مع السياسة النقدية الموجهة لتحقيق الأهداف المحلية ومن ضمنها التأثير على أسعار الفائدة المحلية.³

يطرح *Joshua Aizenman* منظوراً آخرًا معاكساً للثلاثية المستحيلة حيث يعتبر أن الثلاثية المستحيلة ما هي إلا امتداد لنموذج *Mundell-Fleming* حيث أن البلد يمكنه تحقيق اثنان من بين ثلاثة أهداف والتي يعبر عنها أضلاع المثلث (استقرار سعر الصرف، الاستقلال النقدي، الانفتاح المالي)، وهذا في ظل ثلاث اختيارات لا يمكن تطبيقها في آن واحد وهي تعبر عن رؤوس المثلث (تقييد رأس المال، تعويم سعر الصرف، ضعف الاستقلالية النقدية).⁴

تميزت الدول النامية في أواخر الثمانينات بتقييد رأس المال وهذا يتوافق مع ضعف استقلالية السياسة النقدية ونظام الصرف الثابت وبالتالي يصبح هدف الدولة تحقيق الاستقرار في سعر الصرف في ظل الخيارين المذكورين وبالتالي يستحيل على هذه الدول تطبيق نظام الصرف الموعوم.

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من بين الدول التي تتميز بتطبيق نظام الصرف الموعوم مع السعي لتحقيق أهداف الاستقلالية التامة للسياسة النقدية وحرية حركة رأس المال، فإذا كان الهدف هو تحقيق حرية

¹ هذا من وجهة نظر *Fukuda* في مقال له سنة 2004 تحت عنوان:

Post – Crisis Exchange Rate Regime in East Asia

² سعدون حسين فرحان، محددات تدفقات رأس المال الخاص في عدد من دول شرق آسيا: بالتركيز على سعر الصرف، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 97، المجلد 32، 2010، ص ص: 13-14.

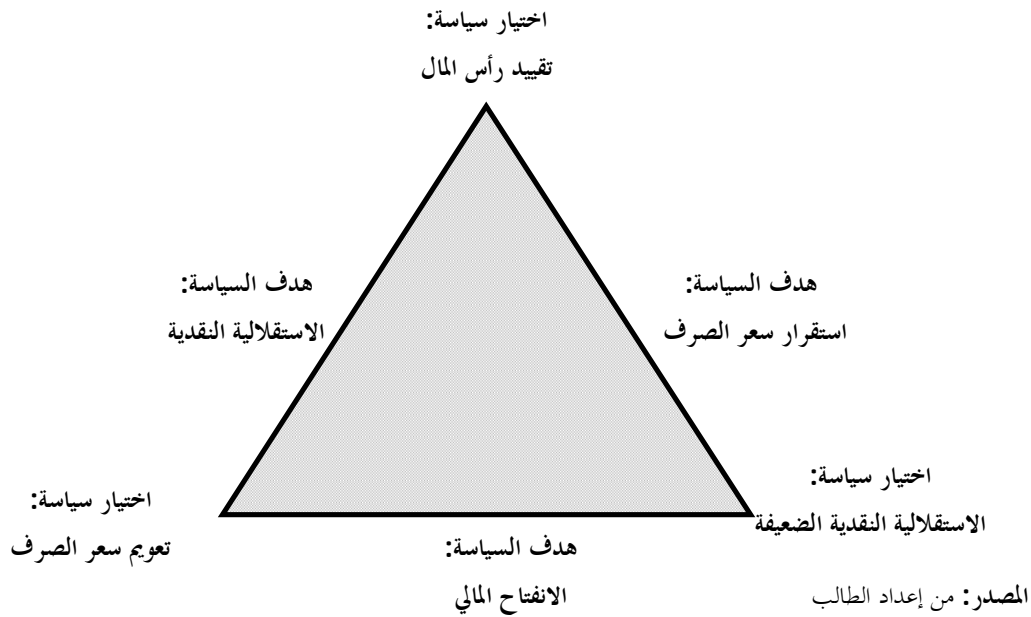
³ *Philippe D. Karam, Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations, Op. Cit, P:57.*

⁴ *Joshua Aizenman, The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization, University of California, and National Bureau Of Economic Research (NBER), USA, May 2010, P:3.*

تامة لحركة رأس المال فسيكون ذلك على حساب استقلالية السياسة النقدية وبالتالي على الدولة اختيار سياسة التقييد النقدي، أما إذا كان الهدف هو الاستقلال النقدي التام فسيكون ذلك على حساب حرية حركة رأس المال وبالتالي على الدول اختيار سياسة تقييد حركة رأس المال.

في حالة التخلي عن هدف الاستقلالية النقدية والذي يتوافق مع استقرار سعر الصرف (أحد ترتيبات نظام الصرف الثابت) والانفتاح المالي، وتعتبر دول منطقة اليورو مثلاً على هذه الحالة إضافة إلى حالة الأرجنتين أثناء فترة تسعينات القرن العشرين.

الشكل رقم 3-2: رسم توضيحي لعناصر الثلاثية المستحيلة



كشفت أزمة العملات في دول شرق آسيا استحالة الجمع بين نظام الصرف الثابت والانفتاح على سوق رأس المال الدولي وأضحت فكرة الثلاثية المستحيلة (المثلث الصعب) نظرية بحتة في حين يؤكد الواقع أن هدف استقرار سعر الصرف والانفتاح على رأس المال الأجنبي هما هدفان متضادان وليس هناك إمكانية لتحقيقهما معا كما يرى مؤيدو نظرية الثلاثية المستحيلة.¹

ثانياً: مؤشرات تطبيق الثلاثية المستحيلة: يتم تطبيق سياسات الثلاثية المستحيلة بدرجات متفاوتة مما يتطلب آلية لقياس كل منها ونظراً لنقص المقاييس المتعلقة باستقلالية السياسة النقدية، استقرار سعر الصرف وانفتاح حساب رأس المال اقترح *Aizenman* و *Chinn* و *Ito* طرقاً لقياس هذه المؤشرات نحللها فيما يلي:

1- مؤشر استقلالية السياسة النقدية (MI): تقاس استقلالية السياسة النقدية بالارتباط السنوي لأسعار الفائدة الشهرية للبلد المعني والبلد الذي يمثل القاعدة الأساسية²، ويأخذ المؤشر القيمة من 0 إلى 1

¹ سعدون حسين فرحان، محددات تدفقات رأس المال الخاص في عدد من دول شرق آسيا: بالتركيز على سعر الصرف، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

² يتم اختيار بلد القاعدة استناداً إلى الارتباط الوثيق بينه وبين البلد المحلي من الجانب الاقتصادي والمالي والتجاري ...

حيث تدل القيمة الأعلى للمؤشر على الاستقلالية الكبيرة للسياسة النقدية في البلد، ويعطى مؤشر استقلالية السياسة النقدية بالعلاقة التالية¹:

$$MI = 1 - \frac{\text{corr}(i_i, i_j) - (-1)}{1 - (-1)}$$

حيث: i_i يشير إلى سعر الفائدة في البلد المحلي.

i_j يشير إلى سعر الفائدة في البلد الذي يمثل القاعدة الأساسية².

2- مؤشر استقرار سعر الصرف (ERS): لقياس استقرار سعر الصرف يتم استخدام الانحرافات المعيارية السنوية لأسعار الصرف الشهرية للبلد المحلي والبلد الذي يمثل القاعدة الأساسية، ويأخذ المؤشر القيمة من 0 إلى 1 حيث أن القيمة الأعلى للمؤشر تدل على الحركة المستقرة لسعر صرف العملة المحلية ويعطى المؤشر بالعلاقة التالية³:

$$ERS = \frac{1}{1 + \frac{\text{stdev}(\text{exch_rate})}{|d \log E_t / dt| + 0.01}}$$

حيث يعبر $|d \log E_t / dt|$ عن القيمة المطلقة للانخفاض السنوي في سعر الصرف بحيث يتم استخدام سعر الصرف لشهر ديسمبر من كل سنة.

3- مؤشر الانفتاح المالي (KAOPEN): هناك صعوبة في قياس مقدار تقييد حساب رأس المال بالرغم من وجود العديد من الظواهر لتفسير ذلك، وهناك مؤشر لانفتاح حساب رأس المال (KAOPEN) المطور من طرف *Chinn and Ito* سنتي 2006 و 2008⁴.

يستند مؤشر *KAOPEN* على أربعة متغيرات وهمية معلنه في التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي لترتيبات أسعار الصرف وقيود الصرف، هذه المعلومات تعبر عن مدى وطبيعة القيود على الحسابات الخارجية، حيث تتمثل هذه المتغيرات فيما يلي:

k_1 : يشير إلى وجود أو عدم وجود أسعار صرف متعددة.

k_2 : يشير إلى وجود أو عدم وجود قيود على الحساب الجاري.

k_3 : يشير إلى وجود أو عدم وجود قيود على حساب رأس المال.

k_4 : يشير إلى متطلبات استلام عوائد عملية التصدير.

¹ يقدم *Aizenman* صيغة مختصرة للمؤشر: $MI = 1 - 0.05[\text{corr}(i_i, i_j) - (-1)]$

² أنظر الملحق رقم 01.

³ يقدم *Aizenman* صيغة أخرى للمؤشر: $ERS = 0.01/[0.01 + \text{stdev}(\nabla(\log(\text{exch_rate})))]$

⁴ *Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, The "Impossible Trinity" Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing, October 2009, PP:6-8.*

تركز هذه المؤشرات على الانفتاح بدلا من عمليات التقييد فكلما اقتربت قيم المؤشرات من الواحد الصحيح "1" دل ذلك على عدم وجود قيود، علاوة ذلك يتم استخدام متوسط المؤشر k_3 لفترة خمس سنوات لقياس القيود على رأس المال (الفترة t إضافة إلى أربع فترات سابقة، ويحسب المؤشر $Sharek_{3,t}$ كما يلي:

$$Sharek_{3,t} = \frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5}$$

يتم بناء مؤشر الانفتاح $KAOPEN_t$ من خلال المؤشرات $k_{1,t}$ ، $k_{2,t}$ ، $Sharek_{3,t}$ ، $k_{4,t}$ ، حيث أن هذا المؤشر يعطي قيمة مرتفعة تقترب من الواحد "1" في حالة الدول ذات الانفتاح المالي الكبير، على العكس في حالة انخفاض قيمة المؤشر واقتربها من الصفر "0".

تم دمج المؤشرات $k_{1,t}$ ، $k_{2,t}$ ، $k_{4,t}$ مع مؤشر قياس القيود على رأس المال k_3 نظرا لأن الدول يمكنها استخدام أساليب أخرى للتقييد تتمثل أساساً في: استخدام أسعار الصرف المتعددة وهذا ما يعبر عنه المؤشر $k_{1,t}$ ، أو استخدام القيود على المبادلات التجارية والتحويلات أحادية الاتجاه وهذا ما يعبر عنه المؤشر $k_{2,t}$ ، أو تعقيد إجراءات تحصيل عوائد عملية التصدير وهذا ما يعبر عنه المؤشر $k_{4,t}$ ، وبالتالي يعتبر المؤشر $Sharek_{3,t}$ مؤشر أكثر دلالة على التقييد أو التحرير المالي مقارنة بالمؤشر k_3 الذي يقيس القيود على حساب رأس المال دون الأخذ بعين الاعتبار أساليب التقييد الثلاثة المذكورة.¹

ثالثاً: فعالية تطبيق الثلاثية المستحيلة: في دراسة تجريبية لـ *Joshua Aizenman* أجريت في ماي 2010 بالتطبيق على 50 دولة (منها 32 دولة نامية) يختبر من خلالها تغير أنماط الثلاثية المستحيلة خلال الفترة 1970-2008 توصل من خلالها إلى النتائج الأساسية التالية:²

- عقب انهيار نظام بريتون وودز انخفضت درجة الاستقرار في أسعار الصرف في الدول الصناعية في بداية الثمانينات، إضافة إلى تعجيلها في عملية الانفتاح المالي في بداية التسعينات وظهور استقرار في أسعار الصرف مع نهاية التسعينات مما نتج عنه الاتحاد النقدي لمنطقة اليورو الذي يتوافق مع تنبؤات الثلاثية المستحيلة مع اتجاه درجة الاستقلالية النقدية إلى الانخفاض خاصة منذ بداية التسعينات.
- بمقارنة الدول النامية ودول الأسواق الصاعدة نجد أن هذه الأخيرة تميزت بالتوجه إلى أنظمة الصرف المرنة إضافة إلى ارتفاع درجة الانفتاح المالي مع انخفاض استقلالية السياسة النقدية نسبياً مقارنة بالدول النامية، كما يلاحظ من خلال الشكل التقارب في المؤشرات الثلاث بالنسبة للأسواق الصاعدة على عكس الدول النامية مما يدل على التوفيق بين استقرار سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية وحرية حركة رأس المال في الأسواق الصاعدة على عكس الدول النامية وخاصة الدول الصناعية.

¹ Hiro Ito, *Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization* Department of Economics, Cramer Hall 241, 1721 SW Broadway, Portland State University, Portland, June 20, 2005, PP:21-22.

² Joshua Aizenman, *The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization*, op.cit, PP:6-7.

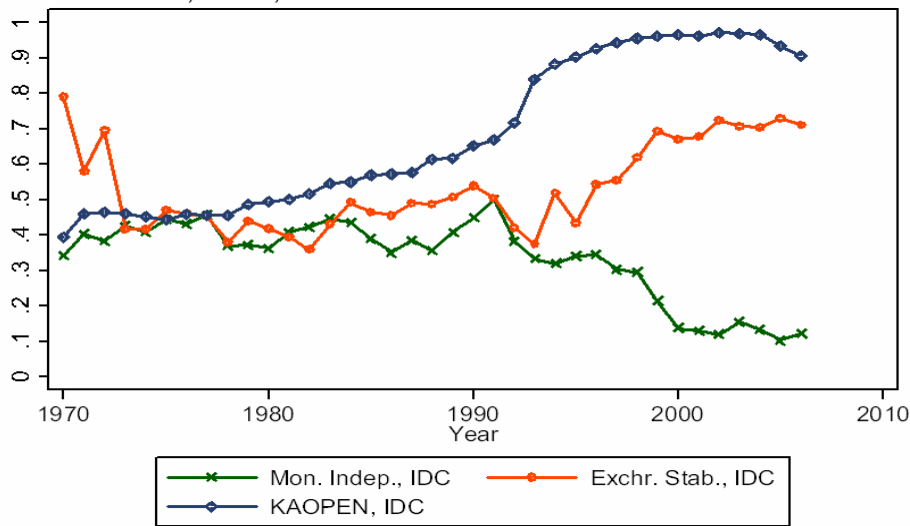
- أدت أزمة الديون الخارجية إلى محاولة الدول النامية إلى اتباع ترتيبات الصرف المرنة نظراً لتكاليف سعر الصرف الثابت، إضافة إلى درجة مرتفعة لاستقلالية السياسة النقدية مع تقييد حركة رأس المال خاصة في بداية الثمانينات.

- خلال سنوات الألفية الجديدة ارتفعت درجة الانفتاح المالي في الدول الصناعية مع اتجاه تصاعدي في استقرار أسعار الصرف وسياسة نقدية ضعيفة الاستقلالية، في حين تميزت مؤشرات الأسواق الصاعدة بالتذبذب، إضافة إلى الاتجاه التصاعدي لاستقرار أسعار الصرف في الدول النامية مع شبه ثبات في درجة الانفتاح المالي.

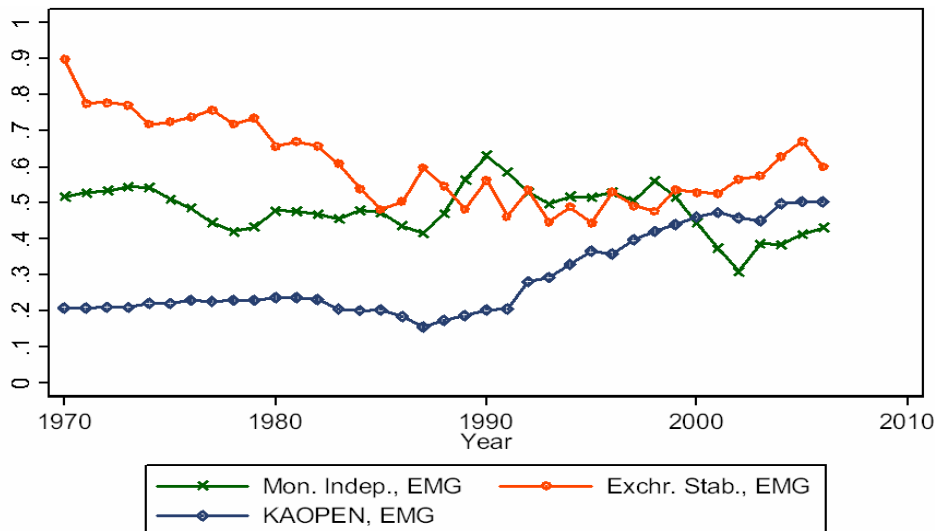
الشكل رقم 3-3: مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول الصناعية، دول الاقتصاديات الصاعدة، الدول النامية خلال

الفترة 1970-2006

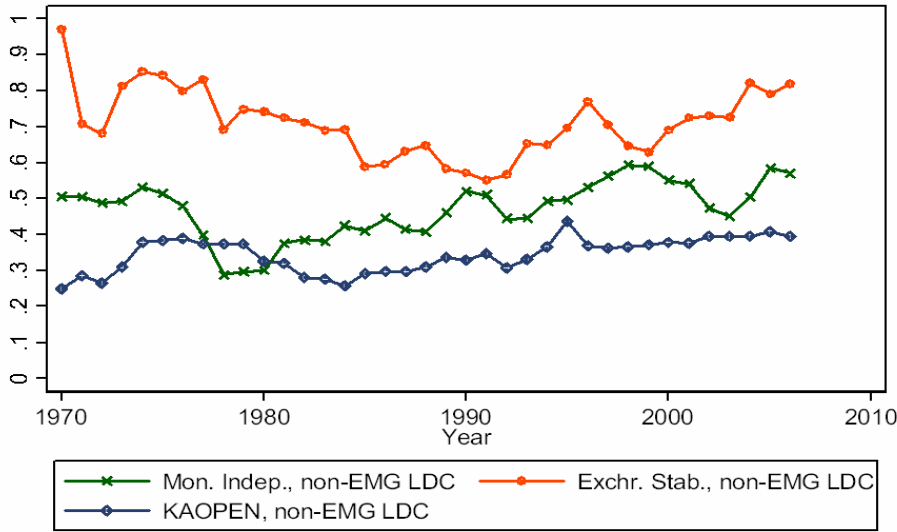
الدول الصناعية



دول الاقتصاديات الصاعدة



الدول النامية



المصدر:

Joshua Aizenman, *The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization*, University of California, and National Bureau Of Economic Research (NBER), USA, May 2010, P:18.

المطلب الثاني: التسلسل في اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في الدول النامية

إن اعتماد نظام الصرف المرن قبل تحرير حساب رأس المال يسمح للبلد باستيعاب صدمات حساب رأس المال بقدر أقل من الضرر على الاقتصاد الحقيقي مقارنة بنظام الصرف الثابت، وفي المقابل قد يسهم تحرير حساب رأس المال أولاً في تعديل الصدمات المؤقتة في الحساب الجاري، وتوسيع نطاق الأدوات المتاحة لإدارة المخاطر، وزيادة تعميق سوق النقد الأجنبي، وبالتالي قد يستدعي تعويم سعر الصرف قبل تحرير حساب رأس المال تدخل البنك المركزي لتعديل الصدمات المؤقتة التي يواجهها الحساب الجاري والحد من التقلبات المفرطة في سعر الصرف الحقيقي.

تسهم تجارب اقتصاديات الأسواق الناشئة على مدار عقد التسعينات من القرن العشرين في تسليط الضوء على مخاطر فتح حساب رأس المال قبل اعتماد المرونة في سعر الصرف، وقد اضطرت بلدان عديدة إلى التخلي عن أنظمة الربط إثر حدوث تحول مفاجئ في التدفقات الرأسمالية في ظل الحسابات الرأسمالية المفتوحة (مثل المكسيك في نهاية سنة 1994، تايلند في جويلية 1997، والبرازيل في بداية عام 1999).

واجهت بلدان أخرى زيادة هائلة في التدفقات الوافدة وضغوطاً تصاعدياً على الأسعار المربوطة واضطرت إلى إفساح المجال أمام مرونة سعر الصرف لتلافي حدوث صدمة في النشاط الاقتصادي (مثل: الشيلي وبولندا خلال التسعينات)، وبالتالي فإن فتح حساب رأس المال قبل استحداث مرونة في سعر الصرف قد يعرض السيولة المحلية للخطر، ويخلق اختلالات في الاقتصاد الكلي، ويؤدي إلى حدوث موجات مفاجئة من المضاربة، وقد قامت أوغندا بتأجيل تحرير حساب رأس مالها إلى بعد استكمال التحول إلى نظام التعويم، ونجحت

نيوزيلندا في التحول إلى نظام التعويم وتحرير حساب رأس المال على نحو متزامن، وسارت عملية تحرير حساب رأس المال في الشيلي جنباً إلى جنب وبشكل تدريجي مع التحول نحو تعويم سعر الصرف.¹ يشير عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن العشرين إلى حجم الضغوط في الدول النامية التي أدت إلى الانفتاح على تدفق رأس المال الخارجي²، والذي أدى بدوره إلى التكامل السريع للتجارة والتمويل الدولي، وهناك العديد من اقتصاديات الدول الناشئة التي أبقى على حسابات رأسمالها حرة خلال الثمانينات حتى منتصف التسعينات (مثل ماليزيا، إندونيسيا وتايلند) ما أدى إلى حدوث تدفقات رأسمالية ضخمة خاصة في التسعينات، الأمر الذي أدى بحكومات الدول إلى استخدام التعقيم كسياسة رد أولي ثم الإبقاء على مستوى أسعار فائدة مرتفع، وبالنظر إلى تجارب العديد من الدول يظهر الاستعداد الناقص قبل عملية التحرير وعدم الإلمام الكلي بشروط تعزيز القطاع المالي سواء المحلي أو الخارجي وضعف سياسة تقوية الأسواق المالية وفي هذا السياق تظهر دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا ضمن منظومة هذه الدول التي انتهت إلى أزمات أدت إلى عملية إعادة النظر في شروط ومتطلبات تحرير حساب رأس المال.

أولاً: التجربة الماليزية: كانت ماليزيا عبارة عن اقتصاد مفتوح في ظل فرض سيطرة مؤقتة على رأس المال مع إزالتها تدريجياً حتى سنة 1994، حدث التراجع الكبير في عملية التحرير سنة 1997 لتفادي انخفاض قيمة العملة المحلية، إذ كانت السياسة الأولى للتحكم في التدفقات الكبيرة لرأس المال التدخل في سوق تبادل العملات، وتعقيم الفائض من السيولة المحلية كسياسة ثانية.

إن عملية التعقيم أبقى على أسعار الفائدة المحلية مرتفعة ما أتبعه تدفقات رأسمالية أجنبية كبيرة ولجأت السلطات النقدية إلى تقديم العديد من إجراءات التحكم التي صممت خصيصاً لتقليص رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ومن بين الإجراءات المتخذة:

- منع المقيمين الماليزيين من بيع السندات إلى غير المقيمين في سوق العملة الماليزي.
- منع البنوك المحلية من العمل في المقايضات غير التجارية وإبرام الصفقات مع غير المقيمين.
- تحديد سقف على الأعباء الصافية للبنوك التجارية ما عدا تلك المتعلقة بالتجارة وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والهدف من ذلك تخفيض اقتراض البنوك الأجنبية الموجه إلى الأعمال غير التجارية وتكوين المحافظ.

كان رد فعل السوق على هذه الإجراءات سلبياً، ما أدى إلى انخفاض قيمة العملة، حيث أن السيطرة المؤقتة التي كانت مطبقة قبل سنة 1994 ارتفعت بعد الأزمة الآسيوية 1997 بعد الكميات الكبيرة لرأس المال

¹ روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، سلسلة قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص: 17-18.

² أنظر الملحق رقم 02.

الأجنبي المتدفق، حيث قامت السلطات بتحديد عدد المبادلات ووضع إجراءات أكثر تحكماً في رأس المال في سبتمبر 1998 لإعادة قيمة العملة إلى الوضع التوازني وتقليص رأس المال قصير الأجل:

- غلق كل القنوات التي تؤدي إلى تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج وفرض قيود على انتقالات رأس المال من قبل المقيمين.

- السيطرة كانت مدعومة بمجموعة من الإجراءات (منع تجارة الأصول المقومة بالعملة المحلية، تعديل قوانين الشركات لتحديد دفعات الأرباح).

- استبدال نظام التعويم المدار بنظام التثبيت إلى الدولار الأمريكي، وهذا ما أدى إلى الاستقرار النقدي والمالي ودعم النشاط الاقتصادي، والتعجيل بالشروع في إصلاحات مالية متعلقة بالشركات والأنظمة المصرفية سنة 1998.

تعكس التجربة الماليزية التأثير المحتمل للسيطرة على تدفقات رأس المال خاصة قصير الأجل، عندما يكون مصحوباً بخطوات عقلانية وسياسة نقدية ملائمة.¹

يُستخلص من التجربة الماليزية أن تقلبات سعر الصرف في ظل نظام التعويم المدار كانت سبباً في تعطيل تحرير تدفقات رأس المال إلى ماليزيا ما أجبر السلطات الماليزية إلى العودة إلى تقييد حركة رأس المال إضافة إلى التحول إلى تثبيت العملة مقابل الدولار الأمريكي.

ثانياً: التجربة المكسيكية: شرعت المكسيك في تحرير حساب رأس المال بداية من نهاية سنوات

الثمانينات إلى بداية التسعينات من القرن العشرين كجزء من البرنامج الشامل للإصلاح والاستقرار الاقتصادي، ففي سنة 1989 أزلت السلطات المكسيكية القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر وتم السماح للأجانب بشراء الأسهم في سوق الأسهم المكسيكي إضافة إلى السماح للشركات المكسيكية بالتعامل بالأسهم في الأسواق الخارجية في نهاية 1990، وإمكانية شراء غير المقيمين للسندات الحكومية سنة 1993، مع تطبيق إجراءات إضافية سعياً لتدويل الأسواق المالية المكسيكية والاستثمار الأجنبي المباشر.

بالرغم من أن برامج الإصلاح الاقتصادية كانت مدعومة من طرف صندوق النقد الدولي إلا أن إجراءات تحرير حساب رأس المال كانت مبادرة من طرف السلطات المكسيكية في إطار العلاقات الأمريكية الشمالية في إنشاء منطقة تجارية حرة²، في الوقت الذي قامت فيه المكسيك بالتحرير الكلي لحساب رأس المال بحدود سنة 1989، من خلال جهود المكسيك في تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر الذي لاقى دعماً كبيراً من المجلس التنفيذي لصندوق النقد الدولي، من ناحية أخرى خلقت عملية التحرير نقاط ضعف محتملة من خلال خصخصة البنوك في الوقت غير المناسب (1991-1992)، ومن جهة عكسية لم تتلقى المكسيك تقييماً

¹ Mohua Roy, Rekha Misra, Sangita Misra, *Review of Cross-Country Experience in Capital Account Liberalisation*, Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol. 27, No. 1 and 2, Summer and Monsoon 2006, PP:16-17.

² تتمثل في اتفاقية الناftا التي تضم كل من: الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمكسيك والتي بدأت سنة 1990.

لإستراتيجية تحرير حساب رأس المال من طرف صندوق النقد الدولي رغم دعمه لها، وتلقت المكسيك تدفقا رأسمالياً كبيراً¹ خلال الفترة 1989-1993، كما شهدت الفترة عجز الحساب الجاري الممول بتدفق رأس المال قصير الأجل والزيادة السريعة في القروض الخارجية واقترح خبراء الصندوق ضرورة تغيير التمويل الخارجي من خلال التوجه إلى الاستثمار الأجنبي المباشر بدلا من الاقتراض الخارجي.²

عرف نظام الصرف في المكسيك ستة مراحل أساسية تمثلت الفترة الأولى في تثبيت سعر الصرف بين أبريل 1954 وأوت 1976 وهذا بعد الاستقرار الذي عرفه البيزو المكسيكي³ قبل سنة 1954، أما المرحلة الثانية (سبتمبر 1976-أوت 1982)⁴ فعرفت انتقال المكسيك إلى نظام التعويم المدار بسبب الاختلالات التي عرفها كل من الحساب الجاري وحساب رأس المال وتم التوصل إلى أن البنك المركزي المكسيكي لا يتدخل بالضرورة في سوق الصرف لدعم البيزو وإنما تدخله يكون في إطار منع التقلبات الحادة له.

عرفت المرحلة الثالثة (6 أوت 1982 - 31 أوت 1982) استخدام المكسيك لنظام صرف متعدد نظراً لعدم استقرار الاقتصاد المكسيكي من خلال الاعتماد على سعر صرف ثنائي أحدهما عام يستخدم في مختلف المبادلات والثاني تفضيلي بحيث لا يوجد اختلاف شاسع بينهما⁵، لتليها المرحلة الرابعة التي عرفت سيطرة على سعر الصرف (1 سبتمبر 1982-19 ديسمبر 1982) بتخفيض كل من سعر الصرف التفضيلي إلى 50 بيزو لكل دولار وسعر الصرف العام إلى 70 بيزو لكل دولار، وعرفت المرحلة الخامسة نظام صرف متحكم فيه (20 ديسمبر 1982-4 أوت 1985) من خلال تثبيت سعر الصرف مع حدوث العديد من التخفيضات خلال هذه الفترة، وتميزت الفترة (5 أوت 1985-10 نوفمبر 1991) كمرحلة سادسة بتطبيق المكسيك لنظام التعويم المدار.

خلال الفترة (11 نوفمبر 1991-21 ديسمبر 1994) وحدت السلطات المكسيكية أسعار الصرف وتم تطبيق نظام صرف يتحدد وفق هوامش تخفيض مدارة وذلك بتخفيض سعر الصرف يومياً⁶ من أجل الوصول إلى سعر صرف مستهدف، وشهدت سنة 1994 أحداثاً سياسية في المكسيك مست بشكل كبير الاقتصاد

¹ هذا في ظل تعبير الخبراء في صندوق النقد الدولي عن رضاهم بشأن التقدم في الانجاز بشأن خصخصة البنوك التجارية وتقوية النظام المالي المحلي، إضافة إلى المناقشة المحدود بين السلطات المكسيكية والصندوق النقد الدولي حول آلية إدارة الاندفاع الكبير في هذه التدفقات.

² *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Evaluation Report, 2005, P:26.*

³ قبل سنة 1954 كان البيزو المكسيكي مثبت مقابل الدولار بمقدار 8.65 بيزو لكل دولار، وتم تخفيضه في 19 أبريل 1954 ليثبت عند قيمة 12.5 بيزو لكل دولار.

⁴ شهدت هذه الفترة انخفاض قيمة البيزو من 20.5 بيزو لكل دولار إلى 48.79 بيزو لكل دولار في نهاية الفترة.

⁵ ثبت سعر الصرف التفضيلي عند 49.13 بيزو لكل دولار في حين أن سعر الصرف العام كان مثبت عند 49.29 بيزو لكل دولار قبل 19 أوت 1982 وعند 49.49 بيزو لكل دولار بعد 19 أوت 1982.

⁶ هذا التخفيض يكون بقيمة 40 سنت يومياً عدا يومي السبت والأحد أين يكون مقدار التخفيض بـ 20 سنت.

المكسيكي إضافة إلى نتائج الأزمة المكسيكية مما أدى ذلك إلى انخفاض حاد في البيزو ليتم الإعلان عن تعويم البيزو المكسيكي يوم 19 ديسمبر 1994.¹

ما يُستخلص من التجربة المكسيكية أن تحرير تدفقات رأس المال بحدود سنة 1989 سبقت تعويم سعر صرف البيزو المكسيكي التي أُعلن عنها أواخر سنة 1994، وبالتالي تعويم البيزو كان مرحلة من المراحل الأخيرة لتحرير الكلي في المكسيك.

ثالثاً: التجربة الإندونيسية: تم إزالة التحكم في تدفقات رأس المال في إندونيسيا في نهاية الثمانينات، وتعتبر هذه التجربة من أهم تجارب تحرير حساب رأس المال قبل تحرير الحساب الجاري في البلد، كما بقيت السلطات في إندونيسيا محتفظة ببعض أدوات التحكم في بعض معاملات حساب رأس المال على مدار سنوات التسعينات من القرن العشرين، حيث كانت فترة الإصلاحات فترة قصيرة من أواخر الثمانينات إلى منتصف التسعينات، الأمر الذي تطلب تطوير القطاع المالي والأسواق المالية المحلية الذي يعتبر من أهم أسباب الأزمة سنة 1997، حيث طبقت السلطات الإندونيسية سياسات الرقابة للسيطرة على التدفقات الرأسمالية الكبيرة واستدعى ذلك تقديم برنامج من طرف صندوق النقد الدولي يتضمن تعويم قيمة العملة لتجنب الأخطار المرتقبة لتدفقات رأس المال قصيرة الأجل.²

بداية من سنة 2012 إلى غاية منتصف سنة 2013 تم تخفيض درجة تثبيت الروبية الإندونيسية مقابل الدولار مما أدى إلى ظهور عجز في الحساب الجاري، واستخدمت السلطات النقدية مجموعة من الأدوات الكمية والنوعية للتدخل في سبيل دفع سعر الصرف إلى المرونة بدلاً من التثبيت الجامد، ومنذ 19 أوت 2013 أصبح سعر الصرف في إندونيسيا يتحرك بحرية وتبنت الدولة نظام التعويم بدلاً من ترتيب التثبيت شبه الزاحف.³

يُستخلص من التجربة الإندونيسية أن السلطات النقدية في البلد شرعت في تحرير حساب رأس المال قبل الحساب الجاري مع تطبيق مجموعة من أدوات الرقابة للتحكم في التدفقات الفجائية لرأس المال ثم اللجوء إلى تحرير سعر الصرف كإجراء يلي تحرير حساب رأس المال.

رابعاً: التجربة التايلندية: واجهت تايلند العديد من الانخفاضات المتتالية لسعر الصرف من نهاية الثمانينات إلى غاية الأزمة الآسيوية سنة 1997، حيث اتبعت نظام صرف ثابت بتثبيت سعر الصرف في تايلند عند 25 باهت لكل دولار خلال الفترة 1987-1996 مع التعجيل في تحرير حساب رأس المال قبل الأزمة حيث شرعت السلطات النقدية في تحرير حساب رأس المال في أواخر الثمانينات.⁴

¹ Bank of México, *Exchange Rate Regimes in Mexico since 1954*, September 2009, PP:3-9.

² The IMF's *Approach to Capital Account Liberalization*, Evaluation Report, 2005, P:14.

³ *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014*, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014, P:10.

⁴ Juthathip Jongwanich, *Exchange Rate Regimes, Capital Account Opening and Real Exchange Rates: Evidence from Thailand*, Division of Economics, Research School of Pacific and Asian Studies, The Australian National University, P:3.

رفعت تايلند القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر في بداية السبعينات من خلال بداية الترويج لها سنة 1977، وكان الهدف من تقييد تدفقات الاستثمارات إلى البلد تشجيع الصناعات لإحلال الواردات، وتم التحرير التام للاستثمار الأجنبي المباشر في منتصف الثمانينات كإستراتيجية لتطوير التصنيع والتصدير¹ حيث ارتفعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تايلند من 0.4 مليار دولار سنة 1987 إلى 2.4 مليار دولار سنة 1990.

أما الاستثمار المحفظي فقد وضعت تايلند برنامجاً لتحريره خلال الفترة 1985-1997 من خلال السماح للأجانب بالاستثمار في السندات المالية التايلندية بإنشاء صندوق بانكوك وتايلند للاستثمار سنتي 1985 و1986، إضافة إلى تأسيس أكثر من عشرة (10) صناديق أخرى للاستثمار خلال الفترة 1987-1990، وتم السماح للأجانب بامتلاك نسبة 49% من أسهم الشركات التايلندية.² يُستفاد من التجربة التايلندية أن السلطات في تايلند عجلت بتحرير تدفقات رأس المال الأجنبي (خاصة الاستثمار الأجنبية) مع تبني نظام صرف ثابت، ثم التوجه إلى تعويم سعر الصرف كمرحلة ثانية.

خامساً: التجربة البرازيلية: عرف الاقتصاد البرازيلي منذ بداية الثمانينات نمواً منخفضاً، حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في المتوسط خلال الفترة 1981-2006 نسبة 2.2% مقارنة بنموه بمعدل 7.1% خلال الفترة 1947-1980 حيث كانت البرازيل تعتمد على الصناعات لإحلال الواردات، ويعود النمو المنخفض خاصة خلال الفترة 1990-2006 إلى التضخم المرتفع والعجز في ميزان المدفوعات إضافة إلى الارتفاع الكبير الذي شهدته أسعار الفائدة الحقيقية³ واستقرار الاستثمار عند مستوى منخفض.

منذ بداية التسعينات طبقت البرازيل استراتيجيات مختلفة للسياسات الاقتصادية، فخلال الفترة 1990-1994 اعتمدت البرازيل نظام صرف يعتمد على الربط الزاحف عند مستوى سعر صرف حقيقي منخفض، إضافة إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية ما أدى إلى فائض في الميزان التجاري وزيادة تدفقات رأس المال مع ارتفاع كبير في معدل التضخم، أما خلال الفترة (جويلية 1994-جانفي 1999) تم اعتماد نظام تثبيت سعر الصرف بهوامش زاحفة نتج عنه ارتفاع العجز في الميزان التجاري وزيادة تدفقات رأس المال، كما قام البنك المركزي البرازيلي برفع أسعار الفائدة كرد على صدمات تدفقات رأس المال الأجنبي، مما أشّر بوجود أزمة اقتصادية في البرازيل استناداً إلى مؤشرات الأزمات السابقة (المكسيك، روسيا، دول جنوب شرق آسيا).

¹ في سنة 1991 تم السماح للأجانب بامتلاك حصة 100% من الشركات المحلية، إضافة إلى الاستفادة مع العديد من الحوافز أبرزها التخفيضات والإعفاءات الضريبية.

² Yung Chul Park, Kee- Hong Bae, *Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia*, PECC Finance Forum Conference. *Financial Stability in Emerging Economies: Steps Forward for Bankers and Financial Authorities*. FONDAD, Amsterdam, Netherlands, August 11-13, 2002, PP:44-46.

³ بلغ معدل النمو الاقتصادي 2.1% خلال الفترة 1990-2006، واستمر التضخم المرتفع حتى جوان 1994، إضافة إلى استمرار العجز في ميزان المدفوعات حتى سنة 2002، وبلغت أسعار الفائدة الحقيقية في المتوسط بحدود 11% خلال الفترة 1999-2006.

بعد الأزمة البرازيلية في جانفي 1999 اعتمد البرازيل سياسة اقتصادية جديدة تعتمد على نظام صرف موعوم، سياسة استهداف التضخم وتوليد فائض في الموازنة العامة¹، مما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة مقارنة بالفترة 1995-1998، وأسعار صرف متقلبة، إضافة إلى التحسن في ميزان المدفوعات خاصة بعد سنة 2002 من خلال زيادة الفائض في الميزان التجاري، ونتيجة لهذه الأوضاع تم المبادرة إلى التحرير التام لحساب رأس المال مما انعكس سلباً على تقلبات سعر الصرف الاسمي، حيث أدت التدفقات الخارجة إلى انخفاض سعر الصرف مما أثر على سياسة استهداف التضخم² مما أجبر البنك المركزي البرازيلي على رفع أسعار الفائدة.³

ما يلاحظ من التجربة البرازيلية على أن هناك اتجاه متزايد لتحرير حساب رأس المال في البرازيل منذ بداية الثمانينات، إضافة إلى تعويم سعر الصرف قبل التحرير التام لحساب رأس المال ومن خلال تحليل الآثار السلبية للإجراءين إلا أن الخبراء الاقتصاديين في البرازيل يُجمعون على أن عملية التحرير كانت من المفترض أن تكون بتشكيلة متكاملة من الإصلاحات الاقتصادية يأتي في مقدمتها الموافقة على استقلالية البنك المركزي.

المطلب الثالث: تحليل هيكل تدفقات رأس المال واختبار قدرتها على الحركة في الدول النامية

تسعى الدول النامية إلى جذب رؤوس الأموال في شكل استثمارات مع تخفيض تدفقات المديونية، فعلى الرغم من نجاح العديد من الدول خلال فترات التحرير بجذب الاستثمارات المنتجة إلا أن دولاً لا تزال تعتمد على القروض الخارجية والمساعدات الإنمائية الرسمية أو الخاصة في عملية تمويل التنمية. سيتم في هذا المطلب تحليل تطور مختلف أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية إضافة إلى اختبار مدى قدرة رؤوس الأموال على الحركة الدولية في الدول النامية.

أولاً: تحليل هيكل تدفقات رأس المال في الدول النامية: تجذب الدول النامية مصادر التمويل من وجهات مختلفة، حيث أن هذه المصادر يمكن أن تكون عبارة عن استثمارات باحثة عن العائد أو عبارة عن تدفقات مديونية هدفها تمويل التنمية والتي تتكون من القروض الخارجية أو المنح والمساعدات الإنمائية الرسمية، كما أن هناك مصادر تمويل أخرى تكون ناتجة عن النشاط الحقيقي للدولة مع الخارج تنعكس في صورة التغيير السنوي في احتياطات الصرف، إضافة إلى تحويلات المهاجرين التي تعبر عن انتقال الأموال بين الحدود من أطراف غير مقيمة إلى أطراف أخرى مقيمة محلياً.

من أهم السمات التي تميزت بها الدول النامية فيما يتعلق بتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها ما يلي:⁴

¹ ارتفع الفائض في الموازنة العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من 0% سنة 1998 إلى 3.2% سنة 2002، 4.4% سنة 2003، 5% سنة 2005.

² معدل التضخم المستهدف حدد بنسب: 4% سنة 2001، 3.5% سنة 2002 و3.5% (ثم غير إلى 8.5%) سنة 2003 مع هوامش تقلب $\pm 2\%$.

³ Luiz Fernando de Paula, *Financial liberalisation, exchange rate regime and economic performance in BRICs countries*, Área da ANPEC: 6 – Economia Internacional, Centre for Brazilian Studies, PP:4-6.

⁴ عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 277-278.

- الانخفاض الكبير الذي عرفه التمويل المصرفي التجاري الدولي في هذه الدول، فخلال الفترة 1981-1991 انخفضت حصة الإقراض المصرفي في التمويل الخارجي طويل الأجل للدول النامية من 46.1% إلى 17.4%، والذي يعتبر سبباً في وقوع أزمة المديونية الخارجية لهذه الدول.
- بروز تطور وارتفاع رصيد الديون القائمة والتراكمات الرأسمالية إلى الخارج للعديد من الدول النامية التي حُصيت بتدفقات رأسمالية ضخمة.
- اعتبار الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر حيوي في تدفقات رؤوس الأموال للدول النامية، وأصبح البديل الأساسي للإقراض الخاص، وبالتالي القوة الدافعة للاندمج المالي الدولي بزيادة الشركات متعددة الجنسيات.
- التزايد المحسوس في معدلات نمو مصادر التمويل الجديدة المتمثلة في المحافظ الاستثمارية والسندات بالرغم من بقاء قيمها محدودة نسبياً.
- انخفاض الأهمية النسبية للمساعدات الإنمائية الرسمية خلال عقد السبعينات حين احتل الإقراض المصرفي الدولي موقع الصدارة في التدفقات.

1- تحليل تطور الاستثمار الأجنبي المباشر: يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الدول النامية خاصة خلال سنوات التسعينات وبداية القرن 21، وحسب قاعدة بيانات البنك الدولي فالاستثمار الأجنبي المباشر يُعبر عن صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10% أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر، وهو عبارة عن مجموع رأسمال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير الأجل، كما هو مبين في ميزان المدفوعات، وتوضح سلسلة صافي التدفقات (صافي تدفقات الاستثمارات الجديدة مخصوماً منها الاستثمارات التي يتم سحبها) في البلد المعني من المستثمرين الأجانب.

عرفت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تطورات هامة من حيث حجم التدفق أو من حيث معدل نموه، حيث انتقل حجم التدفق من 36.05 مليار دولار خلال فترة السبعينات إلى 167.90 مليار دولار خلال فترة الثمانينات بمعدل نمو سنوي بلغ 27.97% حيث شهد المعدل انخفاضاً إلى 23.90% خلال فترة التسعينات أين ارتفعت التدفقات من 1044.10 مليار دولار خلال هذه الفترة إلى 5799.24 مليار دولار خلال سنوات الألفية الجديدة التي شهدت معدل نمو سنوي منخفض عن سابقه وصل إلى 13%، وبالتالي يمكن القول أن فترتي الثمانينات والتسعينات عرفت أعلى معدلات نمو لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية نظراً لموجات التحرير المالي التي شهدتها هذه الدول خلال هذه الفترات.

بتفحص حصة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية من إجمالي التدفقات نجد ضآلة الحصة خلال فترة السبعينات (16.27%) والتي تضاعفت إلى حدود 32.63% خلال الألفية الجديدة حيث وصلت إلى 50.95% سنة 2013، كما حققت الدول النامية الاستقرار في معدل النمو السنوي لهذه الحصة

خلال الفترة 1971-1999 بحدود 18% إلى 19% إلا أن نمو الحصة عرف معدلاً سالباً (-15.96%) خلال الألفية الجديدة.

2- تحليل تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر: تتضمن الاستثمارات في محافظ أسهم رأس المال (غير المباشرة) صافي تدفقات الأوراق المالية الخاصة بأسهم رأس المال بخلاف الاستثمارات التي سجلت على أنها استثمارات مباشرة، وتشتمل على الأسهم والأرصدة وشهادات الإيداع (سواء الأمريكية أو العالمية)، والمشتريات المباشرة للأسهم في البورصات المحلية من قبل المستثمرين الأجانب.

تعتبر الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة من عناصر تدفقات رأس المال ذات التقلب الشديد في الدول النامية، فرغم أن حصة الدول النامية بلغت حدود 3.01% خلال فترة السبعينات إلى أنها تضاعفت بأكثر من أربعة مرات (12.69%) خلال الألفية الجديدة مروراً بنسبة 11.28% خلال الثمانينات و10.30% خلال فترة التسعينات، فبالرغم من أن حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لم يتجاوز المليار خلال فترة السبعينات إلا أنه وصل إلى 234.98 مليار دولار خلال فترة التسعينات (5.89 مليار دولار خلال الثمانينات) و897.15 مليار دولار خلال سنوات القرن 21.

سجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر تدفقات سالبة خلال ثلاث سنوات عرفت من خلالها أزمات مالية أو اقتصادية، ففي سنة 1986 انخفض حجم التدفقات من 0.6096 مليار دولار إلى -0.0498 مليار دولار بسبب الأزمة البترولية، كذلك سنة 1998 التي شهدت انخفاض التدفقات من 24.1412 مليار دولار سنة 1997 إلى -2.9022 مليار دولار سنة 1998 بسبب الأزمة الآسيوية، أما في سنة 2008 التي عرفت انخفاضاً كبيراً في حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر من 131.8018 مليار دولار سنة 2007 إلى -59.1165 مليار دولار سنة 2008 بمعدل انخفاض بلغ -144.85%.

3- تحليل تطور القروض الخارجية: يمثل إجمالي الدين الخارجي مبلغ الديون المستحقة لغير المقيمين والقابلة للسداد بالعملة الصعبة أو من خلال سلع أو خدمات، وهو عبارة أيضاً عن مبلغ الدين العام والمضمون من قبل الحكومة، والدين الخاص طويل الأجل غير المضمون، واستخدام ائتمان صندوق النقد الدولي، والدين قصير الأجل يشمل كافة الديون التي يبلغ أجل استحقاقها الأصلي عاماً واحداً أو أقل، والفوائد المتأخرة على الديون طويلة الأجل، أما التغير الإجمالي فيظهر الفرق في رصيد الدين بين سنتين متتاليتين.

أدى الاعتماد الكبير للدول النامية على القروض الخارجية خلال سنوات السبعينات إلى ظهور أزمة المديونية العالمية سنة 1982 حيث أن معدل نمو إجمالي الديون الخارجية للدول النامية بلغ 23.48% وهو معدل مرتفع إذا ما قورن بالفترات الموالية بالرغم من انخفاض معدل نمو الاقتراض السنوي (11.28%)، حيث حصلت الدول النامية على 363.06 مليار دولار خلال فترة السبعينات، لينخفض معدل نمو الديون إلى 10.92% خلال فترة الثمانينات رغم اقتراضها الواسع بما يقدر بـ 645.09 مليار دولار خلال هذه الفترة، حيث أن متوسط نمو الاقتراض الخارجي السنوي خلال هذه الفترة بلغ 80.25% وهي فترة أزمة المديونية العالمية.

خلال فترة التسعينات ارتفعت ديون الدول النامية إلى 1785.03 مليار دولار سنة 1999 بعد توسيع اقتراضها الخارجي بـ 776.56 مليار دولار خلال هذه الفترة رغم انخفاض معدل نمو إجمالي الديون إلى 5.92% وانخفاض معدل نمو الاقتراض الخارجي السنوي إلى 12.42%، أما خلال فترة الألفية الجديدة اقتضت الدول النامية ما قيمته 1885.84 مليار دولار لتصل ديونها الإجمالية إلى حوالي 29926.73 مليار دولار، فرغم الانخفاض الطفيف الذي عرفه معدل نمو إجمالي الديون (5.87%) مقارنة بسنوات التسعينات إلا أن معدل نمو الاقتراض الخارجي السنوي انخفض إلى حدود النصف ووصل إلى 7.89% خلال الفترة المذكورة.

4- تحليل تطور المساعدات الإنمائية الرسمية: يشتمل صافي المساعدات الإنمائية الرسمية على مدفوعات القروض بشروط ميسرة (غير شاملة مدفوعات سداد الأصل)، والمنح المقدمة من مؤسسات رسمية في أعضاء لجنة المساعدات الإنمائية، ومن مؤسسات متعددة الأطراف، ومن بلدان غير أعضاء في اللجنة من أجل تحفيز التنمية الاقتصادية والرفاهية في بلدان ومناطق في قائمة اللجنة لتلقي هذه المساعدات، إضافة إلى ذلك تشمل قروضا لا يقل فيها عنصر المنحة عن 25% (محسوبا بسعر خصم قدره 10%).

يشير صافي المعونة الرسمية إلى تدفقات المعونات (غير شاملة مدفوعات سداد الدين) من المانحين الرسميين إلى بلدان ومناطق¹ حيث يتم تقديم المعونة الرسمية وفق شروط وأحكام مماثلة لتلك الخاصة بصافي المساعدة الإنمائية الرسمية، ففي سنة 2005 تم إلغاء الجزء الثاني من قائمة لجنة المساعدات الإنمائية، وانتهت عملية جمع البيانات عن المعونة الرسمية وتدفقات الموارد الأخرى إلى البلدان المدرجة بالجزء الثاني من القائمة ببيانات سنة 2004.

اعتمدت الدول النامية خلال فترة السبعينات بشكل كبير على المساعدات الإنمائية والمعونات الرسمية وهذا ما يفسره معدل النمو السنوي لها بـ 20.53% حيث حصلت الدول النامية على ما قيمته 481.49 مليار دولار كمساعدات ومعونات خلال هذه الفترة، غير أن الاعتماد السنوي على هذه الأخيرة انخفض إلى معدل 5.86% خلال فترة الثمانينات حيث حصلت على قيمة 862.11 مليار دولار (86.21 مليار دولار كمتوسط السنة) وهذا بسبب توجه الدول النامية إلى سياسات الاقتراض الخارجي والاستثمارات الأجنبية.

خلال فترة التسعينات سجلت المساعدات الإنمائية والمعونات الرسمية اتجاهاً سالباً (-2.89%) حيث حصلت الدول النامية على ما قيمته 1164.87 مليار دولار لترتفع القيمة إلى 2570.18 مليار دولار خلال سنوات الألفية الجديدة بمتوسط سنوي 214.18 ملياراً دولاراً ومعدلاً نمواً سنوياً قُدِّرَ بـ 9.84% وهذا ما يفسر عودة الدول النامية إلى مصادر التمويل ذات أدنى تكلفة في ظل تخفيض اعتمادها على القروض الخارجية ذات خدمات دين مرتفعة.

¹ البلدان الأكثر تقدماً في وسط أوروبا وشرقها، وبلدان الاتحاد السوفيتي سابقاً، وبعض البلدان والمناطق النامية التي حققت نسبة من التقدم.

5- تحليل تطور الاحتياطات الدولية: يُمثل التغيير في صافي الاحتياطات التغيير الصافي في حيازات الاحتياطات الدولية للبلد والناتج عن معاملات الحسابات الجارية، والرأسمالية والمالية، ويشمل ذلك التغيير حيازات الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، أصول النقد الأجنبي، وضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي والاستحقاقات الأخرى على غير المقيمين التي تعتبر متاحة للسلطة المركزية، كما يستبعد هذا المقياس الالتزامات المكونة لاحتياطات السلطات الأجنبية والبنود المقابلة للتغيرات في التقييم وبنود التمويل الاستثنائي. تطورت احتياطات الصرف في الدول النامية بمعدلات مرتفعة خاصة خلال فترات السبعينات بمعدل سنوي 31.29% أين سجل مجموع الاحتياطات خلال هذه الفترة 1087.56 مليار دولار والسبب في ذلك يعود إلى حاجة الدول النامية إلى الاحتياطات دفاعاً عن قيمة العملات الثابتة وفقاً لأنظمة الصرف التي تبنتها الدول النامية عقب انهيار نظام بريتون وودز، لينخفض المعدل خلال فترة الثمانينات إلى حدود 2.89%. مجموع 1982.03 مليار دولار خلال الفترة وهذا بسبب موجة التعويم التي عرفتها الدول النامية وانخفاض حاجتها إلى احتياطات كبيرة.

خلال فترة التسعينات نمت الاحتياطات بمعدل 13.05% وسجلت قيمة 6247.42 مليار دولار خلال كل الفترة (624.74 مليار دولار كمتوسط سنوي) وهي قيمة ضعيفة مقارنة بفترة الألفية الجديدة، حيث تضاعفت الاحتياطات بـ 7.42 مرة مقارنة بفترة التسعينات إذ بلغت قيمة الاحتياطات 46329.3 مليار دولار (3860.81 مليار دولار كمتوسط الفترة) بمعدل نمو سنوي بلغ 19.43%.

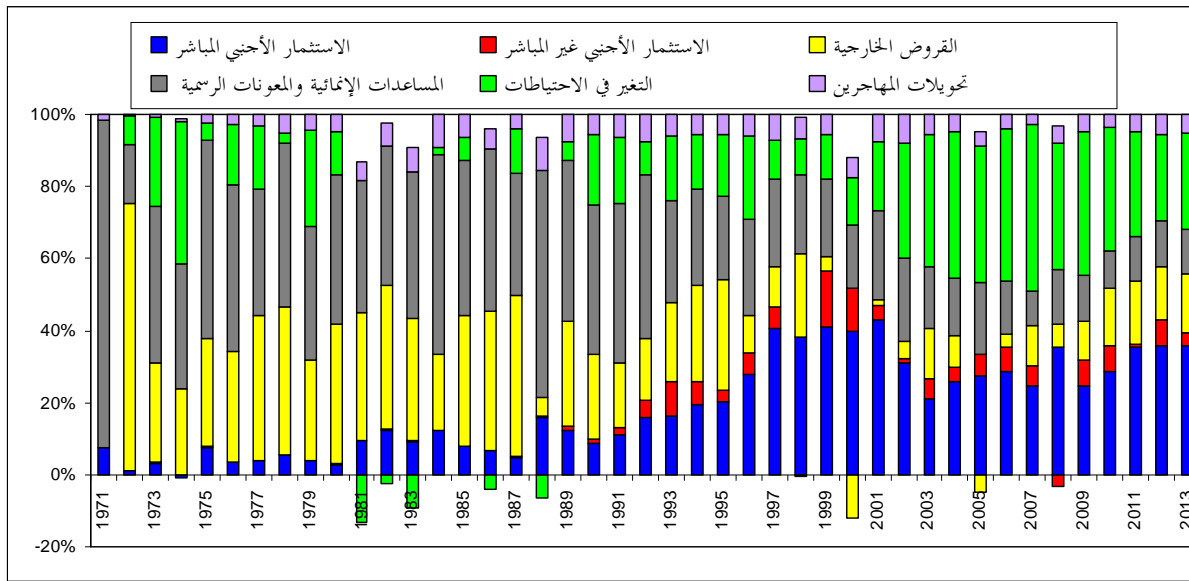
6- تحليل تطور تحويلات المهاجرين: تشمل تحويلات العاملين، وتعويضات الموظفين على التحويلات الجارية للعمال المهاجرين، وأجور العمال غير المقيمين ومرتباهم، وتُصنف تحويلات المهاجرين على أنها التحويلات الخاصة الجارية التي يرسلها العمال المهاجرون المقيمون في البلد المضيف لأكثر من سنة (دون النظر إلى حالة الهجرة) إلى متلقيهم في بلدانهم الأصل، أما تعويضات الموظفين فهي مداخل المهاجرين الذين مضى على تواجدهم في البلد المضيف أقل من سنة.

أصبحت تحويلات المهاجرين من أهم مصادر التمويل التي أصبحت تعتمد عليها الدول النامية في عملية التمويل الخارجي فرغم أن قيمتها لم تتجاوز 28 مليار دولار خلال فترة السبعينات إلا أنها تضاعفت بأكثر من 4 مرات خلال فترة الثمانينات (119.79 مليار دولار) وبلغ معدل نموها السنوي 6.65%.

خلال فترة التسعينات حققت الدول النامية 251.12 مليار دولار كتحويلات للمهاجرين وتعويضات للموظفين بمعدل نمو سنوي 5.71%، وما يلاحظ أن القيمة وصلت إلى 879.98 مليار دولار خلال الفترة 2000-2013. بمعدل نمو سنوي بلغ أكثر من معدل نموها خلال فترة التسعينات (12.37%) وهذا بسبب فتح الحدود وتسهيل عمليات انتقال الأموال عبر القنوات الرسمية.

ثانياً: تحليل هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الدول النامية: من خلال تحليل هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية نجد أن إجمالي التدفقات نمت بمعدل نمو سنوي بلغ 11.73% خلال الفترة 1971-2013 إضافة إلى انخفاض اعتماد الدول على تدفقات المديونية (انخفاض حصة القروض الخارجية من 34% خلال الفترة 1971-1989 إلى 12.19% خلال الفترة 1990-2013) والمساعدات الإنمائية والمعونات الرسمية حيث انخفضت حصتها من إجمالي التدفقات من 46.53% خلال الفترة 1971-1989 إلى 22.16% خلال الفترة 1990-2013.

الشكل رقم 3-4: هيكل تدفقات رؤوس الأموال إلى الدول النامية خلال الفترة 1971-2012



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على بيانات البنك الدولي.

من جهة أخرى عرفت الدول النامية توجهاً نحو الاستثمارات الأجنبية، فبالنسبة للاستثمار الأجنبي المباشر عرف ارتفاعاً في حصته من 7.22% خلال الفترة 1971-1989 إلى 28.96% خلال الفترة 1990-2013، أما بالنسبة لحصة الاستثمار الأجنبي غير المباشر فارتفعت من 0.21% إلى 5.2% خلال الفترتين المذكورتين.

وفي ظل الارتفاع الطفيف في حصة تحويلات المهاجرين (من 4.88% خلال الفترة 1971-1989 إلى 5.61% خلال الفترة 1990-2013) شهدت حصة التغير في احتياطات الصرف ارتفاعاً ملحوظاً من خلال المقارنة بين الفترتين المذكورتين إذ تطورت الحصة من 7.16% خلال الفترة الأولى إلى 25.85% خلال الفترة الثانية.

ثالثاً: قدرة رأس المال على الحركة في الدول النامية: يشير مقياسي التزعة المركزية (الوسط الحسابي، الوسيط) الفرق الكبير بين معدل الاستثمار (2.75% و0.73%) ومعدل الادخار (13.01% و11.69%) وهذا ما يفسر السلوك الادخاري للفرد في الدولة النامية وعدم توجيه الأموال إلى الاستثمار، هذا

ما يبرر انخفاض العائد على الاستثمار عن المستوى المطلوب من قبل المستثمرين، وهذا من شأنه أن يعطي نتيجة مبدئية حول عدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول النامية¹.

يفسر الانحراف المعياري التشتت الكبير الذي يسلكه معدل الادخار في الدول النامية ($SY \pm 14.28$)، ومعدل الاستثمار ($IY \pm 7.90$) وهذا يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين الأجانب على توقع معدلات العائد على الاستثمار، وبالتالي عدم توجيه الاستثمارات إلى هذه الدول نظراً للمخاطر المرتفعة وهذا يُعدُّ تبريراً آخرًا حول عدم قدرة رؤوس الأموال على الحركة في الدول النامية.

الجدول رقم 3-8: الخصائص الوصفية لمعدل الاستثمار ومعدل الادخار في الدول النامية

	IY?	SY?
Mean	2.752069	13.01716
Median	0.735505	11.69586
Maximum	200.6903	137.4846
Minimum	-55.89124	-156.8073
Std. Dev.	7.908227	14.28861
Skewness	10.39395	0.665790
Kurtosis	180.5349	9.528333
Jarque-Bera	6597835.	9166.997
Probability	0.000000	0.000000
Sum	13639.25	64513.03
Sum Sq. Dev.	309886.0	1011635.
Observations	5074	5074
Cross sections	118	118

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

خلصت نتائج دراسة الاستقرارية إلى أن سلسلتي معدل الادخار ومعدل الاستثمار مستقرة عند المستوى والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 3-9: نتائج دراسة الاستقرارية لمعدل الادخار ومعدل الاستثمار

IY?			SY?			المؤشر
1	2	3	1	2	3	النموذج
-8.18 (0.00)	-1.16 (0.12)	-8.18 (0.00)	-4.61 (0.00)	-6.80 (0.00)	-4.35 (0.00)	Levin, Lin & Chu t*
-	-	4.81 (1.00)	-	-	-3.08 (0.00)	Breitung t-stat
-	-6.36 (0.00)	-13.66 (0.00)	-	-9.52 (0.00)	-6.37 (0.00)	LM, Pesaran and Shin W-stat
657.15 (0.00)	672.61 (0.00)	829.30 (0.00)	397.64 (0.00)	490.62 (0.00)	386.52 (0.00)	ADF - Fisher Chi-square
747.86 (0.00)	740.37 (0.00)	861.54 (0.00)	404.50 (0.00)	530.26 (0.00)	398.39 (0.00)	PP - Fisher Chi-square
I(0)			I(0)			القرار
.....) تدل على احتمال الإحصائية المستخدمة في الاختبار						

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

من خلال تقدير النموذج الإجمالي ونماذج الأثر الثابت ونماذج الأثر العشوائي لأثر تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف حصلنا على النتائج التالية:

¹ أنظر الملحق رقم 03.

الجدول رقم 3-10: نتائج اختبار "فلدشتاين وهوريوكا" لقدرة رأس المال على الحركة في الدول النامية¹

IY					المتغير التابع:
نموذج الأثر العشوائي للسنوات	نموذج الأثر العشوائي للدول	نموذج الأثر الثابت للسنوات	نموذج الأثر الثابت للدول	النموذج التجميعي	النماذج
2.4754 (10.0130)***	1.9046 (5.4029)***	2.4512 (38.4511)***	1.8727 (12.4315)***	2.1192 (13.9983)***	C
0.0212 (2.6675)***	0.0651 (7.7212)***	0.0231 (4.4047)***	0.0675 (7.8369)***	0.0486 (6.2058)***	SY
0.0014	0.0118	0.1145	0.2182	0.0077	R ²
7.0522	59.6064	15.1298	11.4442	38.5131	F
1.0212	1.0651	1.0231	1.0675	1.0486	β
45.5217	1.8709	12.2933	11.1341	الإحصائية	اختبار الأثر ²
0.0000	0.1714	0.0000	0.0000	الاحتمال	

***، **، * : معنوي عند 1%، 5% و 10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews7

- معلمات النموذج معنوية إحصائياً وهو ما تثبته إحصائية ستودنت (احتمالها أقل من 0.01) في كل النماذج.

- معامل التحديد يبين القوة التفسيرية الضعيفة لمعدل الادخار في التأثير على معدل الاستثمار.
- إحصائية فيشر تثبت المعنوية الكلية لمعلمات النموذج (احتمالها أقل من 0.01) في كل النماذج.
- قيمة المعامل β تقترب من الواحد "1" وهذا يدل على عدم قدرة رؤوس الأموال على الحركة في الدول النامية وفقاً لفرضيات (فلدشتاين وهوريوكا).

- إحصائية فيشر (الأثر) تثبت وجود أثر ثابت فردي للأفراد (الدول)³ وللزمن (السنوات)⁴ لأن احتمالها أقل من 0.05. بمعنى أن الأثر الثابت يختلف من دولة إلى أخرى ويختلف من سنة إلى أخرى.
- إحصائية LM تثبت وجود أثر عشوائي للزمن (السنوات)⁵ لأن احتمالها أقل من 0.05 وعدم وجود أثر عشوائي للأفراد (الدول)⁶ لأن احتمالها أكبر من 0.05. بمعنى أن الأثر العشوائي يختلف من سنة إلى أخرى ولا يختلف من دولة إلى أخرى.

المطلب الرابع: علاقة حركة رأس المال باختيار أنظمة الصرف في الدول النامية.

يهدف تحليل الثلاثية المستحيلة إلى تتبع وتوجيه السياسات الاقتصادية الثلاث على مستوى الاقتصاد الكلي الدولي، وبالتالي تزويد الدول بطبيعة السياسات الاقتصادية المتبعة في ظل الترابط بين عناصر الثلاثية

¹ أنظر الملحق رقم 05.

² أنظر الملحق رقم 06.

³ هذا الأثر موضح في الملحق رقم 07.

⁴ هذا الأثر موضح في الملحق رقم 08.

⁵ هذا الأثر موضح في الملحق رقم 10.

⁶ هذا الأثر موضح في الملحق رقم 09.

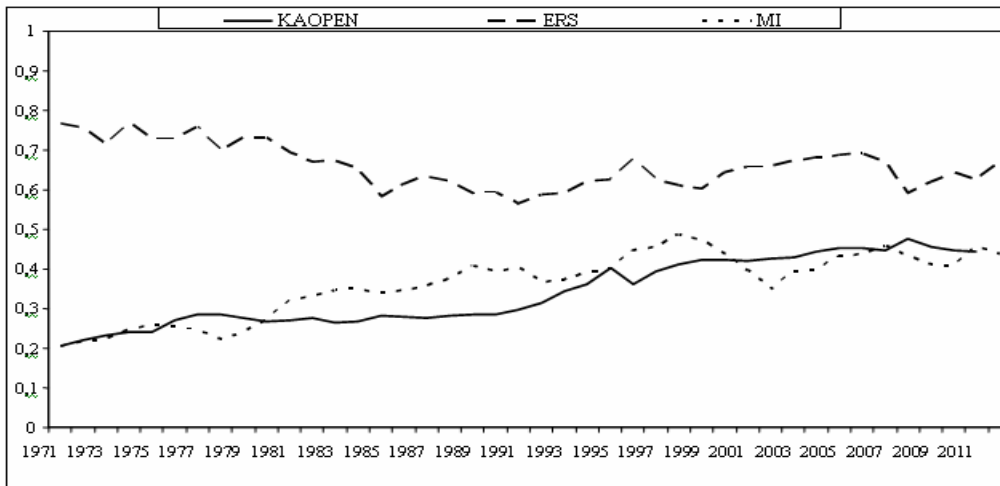
المستحيلة، فالتركيز على أحد هذه السياسات (تحرير حساب رأس المال مثلاً) يحدث في ظل استقرار منخفض لسعر الصرف واستقلال نقدي ضعيف وبالتالي تعديل سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية¹.

لاختبار الترجيح بين عناصر الثلاثية المستحيلة استخدام *Menzie Chinn, Joshua Aizenman* و *Hiro Ito* الشكل الخطي بحيث أن مجموع درجات المتغيرات الثلاث مضروبة في معاملاتها يساوي الواحد الصحيح "1" وفق النموذج التالي:

$$1 = a.MI_{i,t} + b.ERS_{i,t} + c.KAOPEN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

عرفت عناصر الثلاثية المستحيلة اختلافات في السلوك خلال الفترة 1971-2013 نظراً لاختلاف طبيعة أهداف السياسات الاقتصادية في الدول النامية خلال فترة الدراسة، حيث شهدت سياسة تحرير حساب رأس المال اتجاهاً تصاعدياً من خلال تطور مؤشر (*KAOPEN*) بمعدل سنوي قدره بـ 2.02%، وهو نفس السلوك الذي سلكته سياسة الاستقلالية النقدية في الدول النامية حيث تطور مؤشر الاستقلالية النقدية (*MI*) بمعدل سنوي قدره 2.07% وهذا دلالة على توجه سياسات الدول النامية نحو تحرير حساب رأس المال من جهة والاستقلال النقدي من جهة أخرى رغم التركيز الطفيف على الاستقلال النقدي مقارنة بتحرير حساب رأس المال، وعلى عكس ذلك تميزت الدول النامية في هذه الفترة بتقلبات عدة تتعلق بسياسة سعر الصرف باختلاف الفترات حيث عرف مؤشر استقرار سعر الصرف (*ERS*) انخفاض في اتجاهه العام بمعدل سنوي -0.22%، وهذا يدل على تضحية الدول النامية بسياسة استقرار سعر الصرف في سبيل تحقيق درجة مقبولة من الانفتاح في حساب رأس المال ودرجة عالية من الاستقلالية النقدية.

الشكل رقم 3-5: مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013



المصدر: من إعداد الطالب

¹ عند التركيز على إحدى سياسات الثلاثية المستحيلة يتطلب الأمر إما تخفيض السياسة الثانية دول تعديل السياسة الثالثة أو تعديل كلا السياستين الثانية والثالثة معاً، فالتركيز على انفتاح حساب رأس المال بدرجة كبيرة يتطلب إما تخفيض استقرار سعر الصرف بدرجة كبيرة جداً دون التركيز على الاستقلال النقدي، أو تعديل سياسة سعر الصرف والاستقلالية النقدية باتجاه التخفيض بشكل يتناسب مع تحقيق الهدف الأول (تحرير حساب رأس المال) بدرجة كبيرة.

- بتحليل مؤشرات الثلاثية المستحيلة خلال فترات جزئية من الفترة الكلية 1971-2013 والموضحة في الجدول رقم 3-11 والتي يمكن من خلالها استخلاص النتائج التالية:
- الفترة 1971-1980: اتجاه الدول النامية إلى الاستقلالية النقدية وتحرير حساب رأس المال مع استقرار سعر الصرف.
 - الفترة 1981-1990: انخفاض توجه الدول النامية إلى تحرير حساب رأس المال والتوجه إلى التركيز على الاستقلالية النقدية بدرجة كبيرة (3.93% سنويا) وذلك في ظل استقرار سعر الصرف.
 - الفترة 1991-2000: توجه الدول النامية إلى تحرير حساب رأس المال مع انخفاض استقرار سعر الصرف والتراجع في التركيز على الاستقلالية النقدية بدرجة كبيرة مقارنة بالفترة السابقة.
 - الفترة 2001-2013: شهدت هذه الفترة توازن في التوفيق بين السياسات الثلاث من خلال التقارب في تطور المؤشرات مع التوجه إلى استقرار سعر الصرف بالدرجة الأولى وتحرير حساب رأس المال كاختيار ثاني وتحقيق الاستقلالية النقدية كخيار ثالث.

الجدول رقم 3-11: معدلات النمو السنوية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013

المؤشرات الفتريات	مؤشر تحرير حساب رأس المال KAOPEN	مؤشر استقرار سعر الصرف ERS	مؤشر الاستقلالية النقدية MI
1980-1971	3,05	-0,37	3,28
1990-1981	0,69	-2,00	3,93
2000-1991	4,18	0,92	1,25
2013-2001	0,44	0,45	0,31

المصدر: من إعداد الطالب

من خلال إجراء الدراسة على 118 دولة نامية خلال الفترة 1971-2013 بـ 5074 مشاهدة وباستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية تميزت السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة الثلاث بالخصائص التالية:

- يشير مقياسي النزعة المركزية (الوسط الحسابي، الوسيط) إلى ارتفاع تقلبات سعر الصرف¹ وهذا ما يتناسب مع التوجه إلى أنظمة الصرف المرنة، إضافة إلى درجة متوسطة للاستقلالية النقدية، وانخفاض في مؤشر انفتاح حساب رأس المال.
- يشير مقياس التشتت (الانحراف المعياري) إلى التقلبات التي عرفها كل من مؤشر استقرار سعر الصرف ومؤشر تحرير حساب رأس المال مقارنة بمؤشر الاستقلالية النقدية.

¹ بحيث أن ارتفاع قيمة مؤشر استقرار سعر الصرف يدل على انخفاض استقرار سعر الصرف وارتفاع درجة تذبذب أسعار الصرف في الدول المثلة لعينة الدراسة.

الجدول رقم 3-12: الخصائص الوصفية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة في الدول النامية خلال الفترة 1971-2013

	<i>MI?</i>	<i>ERS?</i>	<i>KAOPEN?</i>
<i>Mean</i>	0.359191	0.654337	0.324337
<i>Median</i>	0.421122	0.690900	0.161549
<i>Maximum</i>	0.967908	1.000000	1.000000
<i>Minimum</i>	0.000000	0.000000	0.000000
<i>Std. Dev.</i>	0.240869	0.349019	0.339270
<i>Skewness</i>	-0.300175	-0.352789	0.981890
<i>Kurtosis</i>	1.945938	1.614875	2.583463
<i>Jarque-Bera</i>	303.8580	498.9890	832.1812
<i>Probability</i>	0.000000	0.000000	0.000000
<i>Sum</i>	1780.151	3242.895	1607.415
<i>Sum Sq. Dev.</i>	287.4777	603.5903	570.3414
<i>Observations</i>	5074	5074	5074
<i>Cross sections</i>	118	118	118

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

بعد اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة اتضح أنها مستقرة عند المستوى والنتائج التالية

تبين ذلك:

الجدول رقم 3-13: نتائج دراسة الاستقرارية لمؤشرات الثلاثية المستحيلة

<i>MI?</i>			<i>ERS?</i>			<i>KAOPEN?</i>			المؤشر
1	2	3	1	2	3	1	2	3	النموذج
-5.55 (0.00)	-9.31 (0.00)	-11.33 (0.00)	0.21 (0.58)	-13.03 (0.00)	-16.64 (0.00)	-10.81 (0.00)	1.80 (0.96)	10.02 (1.00)	<i>Levin, Lin & Chu t*</i>
-	-	-6.49 (0.00)	-	-	-12.41 (0.00)	-	-	20.86 (1.00)	<i>Breitung t-stat</i>
-	-12.15 (0.00)	-10.13 (0.00)	-	-15.88 (0.00)	-17.66 (0.00)	-	-4.62 (0.00)	1.27 (0.90)	<i>LM, Pesaran and Shin W-stat</i>
206.07 (0.80)	580.30 (0.00)	502.69 (0.00)	-326.53 (0.00)	678.40 (0.00)	707.26 (0.00)	372.12 (0.00)	353.67 (0.00)	295.82 (0.00)	<i>ADF - Fisher Chi-square</i>
200.13 (0.87)	459.45 (0.00)	319.05 (0.00)	337.16 (0.00)	709.10 (0.00)	984.11 (0.00)	375.73 (0.00)	347.37 (0.00)	287.28 (0.00)	<i>PP - Fisher Chi-square</i>
<i>I(0)</i>			<i>I(0)</i>			<i>I(0)</i>			القرار

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

تم تقدير نموذج ترجيح مؤشرات سياسات الثلاثية المستحيلة المقترح سابقاً (الفترة الكلية إضافة إلى الفترات الجزئية)، حيث تم تجنب الفترات التي تميزت بظهور أهم الأزمات المالية والاقتصادية التي مست مختلف دول العالم في عملية التقدير في المرحلة الأولى ثم تقدير النموذج في فترات الأزمات المتمثلة فيما يلي:

- الفترة 1971-1972: انهيار نظام بريتون وودز.
 - الفترة 1981-1983: أزمة المديونية العالمية.
 - الفترة 1996-1999: أزمة دول جنوب شرق آسيا.
 - الفترة 2007-2009: أزمة الرهون العقارية العالمية.
- ومن خلال عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم 3-14: نتائج تقدير نموذج ترجيح مؤشرات الثلاثية المستحيلة باستثناء فترات الأزمات العالمية.¹

الفترة	الفترة	الفترة	الفترة	كل الفترة	الفترات
2013-2010	2006-2000	1995-1984	1980-1974	2013-1971	المتغيرات
0.1828 (3.993)**	0.3696 (14.7200)**	0.1785 (5.6527)**	0.1547 (3.4097)**	0.2236 (15.0378)**	<i>KAOPEN ?</i>
0.6611 (17.1806)**	0.5887 (25.5675)**	0.6743 (31.6328)**	0.9047 (34.5573)**	0.7362 (70.3516)**	<i>ERS ?</i>
0.9773 (16.2205)**	0.9086 (25.6049)**	1.0828 (33.6027)**	0.5974 (11.1350)**	0.8823 (50.7488)**	<i>MI ?</i>
472	826	1416	826	5074	عدد المشاهدات
(...) قيمة إحصائية ستودنت "t"					
*** ، ** و * : معنوي عند 1% ، 5% و 10% على التوالي.					

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

- خلال الفترة الكلية 1971-2013 يلاحظ مدى ترجيح الدول النامية للاستقلالية النقدية بدرجة 0.8823 واستقرار سعر الصرف بدرجة 0.7362 في ظل ضعف تحرير حساب رأس المال بدرجة 0.2236 وهذا يدل على تفضيل الدول النامية للاستقلالية السياسية النقدية المحلية واتباع أحد ترتيبات أنظمة الصرف الثابتة دون المخاطرة الكبيرة في عملية تحرير حساب رأس المال.

- الفترة 1974-1980 هي فترة موالية لانهيار نظام بريتون وودز والتوجه إلى التعويم، ففي ظل انتقال معظم الدول المتقدمة إلى أحد أنظمة الصرف المرنة بقيت الدول النامية تحتفظ بنظام الصرف الثابت لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف وهو ما يفسره معامل الترجيح (0.9047) وهذا في ظل التقييد الكبير لحساب رأس المال نظراً للقيمة الضعيفة لمعامل الترجيح (0.1547) إضافة إلى تحقيق مستوى كافي من الاستقلالية النقدية.

- الفترة 1984-1995: هي فترة موالية لأزمة المديونية العالمية حيث اتجهت معظم الدول النامية إلى المحافظة على استقلاليتها النقدية من خلال التركيز الكبير عليها، والذي وصل معاملها إلى 1.0828، إضافة إلى ما شهدته الفترة من توجه العديد من هذه الدول إلى أحد ترتيبات الصرف المرنة وهو ما يفسره انخفاض

¹ أنظر الملحقين 12 و13.

معامل ترجيح استقرار سعر الصرف من 0.9147 في الفترة 1974-1980 إلى 0.6743، مع التوجه إلى درجة أعلى من تحرير حساب رأس المال مقارنة بالفترة السابقة (ارتفع معامل الترجيح من 0.1547 إلى 0.1785).

- الفترة 2000-2006: هي فترة موائية لموجات التحرير المالي في الدول النامية والتي حركتها الأزمات (أزمة دول جنوب شرق آسيا، الأزمة الروسية، الأزمة البرازيلية، الأزمة الأرجنتينية...) وهو ما يفسره الارتفاع الكبير لمعامل ترجيح تحرير حساب رأس المال (0.3696) مقارنة بالفترة السابقة وهذا على حساب الاستقلالية النقدية (انخفاض المعامل إلى 0.9086)، إضافة إلى التوجه إلى أنظمة الصرف المرنة التي كانت في أغلبها بالتوازي مع تحرير حساب رأس المال.

- الفترة 2010-2013: هي فترة موائية للأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري) والتي تعتبر من أهم الأزمات العالمية تأثيراً بعد أزمة 1929، وهذا ما يفسر التحول الكبير للدول النامية في التركيز على الأهداف الاقتصادية للثلاثية المستحيلة من خلال العودة إلى تقييد حركة رأس المال كخيار أول (انخفاض معامل الترجيح بنسبة حوالي 50% من 0.3696 إلى 0.1828)، وتحقيق الاستقرار في سعر الصرف كخيار ثاني (ارتفاع معامل الترجيح إلى 0.6611) إضافة إلى الاستقلالية النقدية كخيار ثالث (بجانب ارتفاع معامل الترجيح إلى 0.9773).

الجدول رقم 3-15: نتائج تقدير نموذج ترجيح مؤشرات الثلاثية المستحيلة خلال فترات الأزمات العالمية.¹

الفترة	الفترة	الفترة	الفترة	الفتريات المتغيرات
2009-2007	1999-1996	1983-1981	1973-1971	
0.2833 (6.8148)***	0.1567 (3.8398)***	0.2103 (3.3136)***	0.0847 (1.1176)	KAOPEN ?
0.6266 (17.4065)***	0.5743 (18.2575)***	0.7540 (18.7442)***	0.9917 (26.0547)***	ERS ?
0.8970 (15.9306)***	1.0634 (22.1025)***	0.8870 (12.4862)***	0.4837 (6.2553)***	MI ?
354	472	354	354	عدد المشاهدات
(...) قيمة إحصائية ستودنت "t" *** ، ** و * : معنوي عند 1% ، 5% و 10% على التوالي.				

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

خلال فترات الأزمات يعتبر تحرير حساب رأس المال الهدف الأقل تركيزاً من طرف الدول النامية وهو ما تفسره القيمة الضعيفة لمعامل الترجيح خاصة خلال فترة انهيار نظام بريتون وودز²، وهذا بالمقارنة مع الهدفين الآخرين للثلاثية المستحيلة، حيث انخفض ترجيح الدول النامية على هدف استقرار سعر الصرف³ بعد نظام بريتون وودز الذي يجبر الدول على ربط عملاتها بالدولار مع ربط الدولار بقيمة معينة مقابل الذهب وهذا ما تفسره القيمة الكبيرة لمعامل الترجيح (0.9917)، وفي ظل هذا الانخفاض تميزت الدول النامية بالتركيز

¹ أنظر الملحق رقم 14.

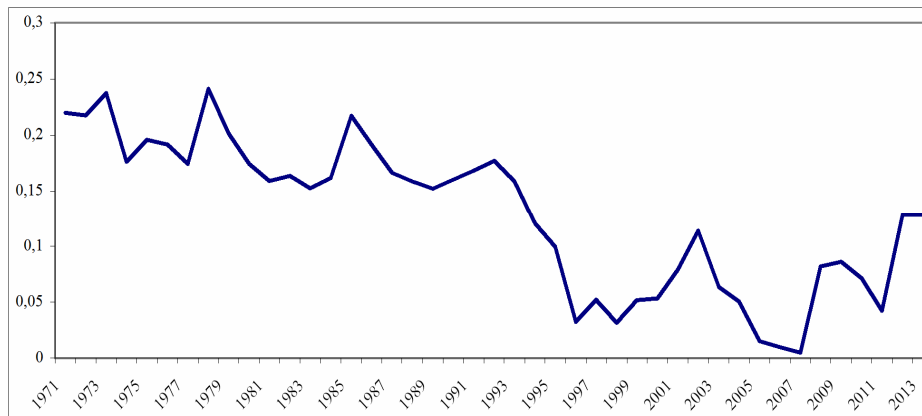
² بلغ متوسط معامل ترجيح تحرير حساب رأس المال خلال الفترات الأربع قيمة: 0.1837.

³ بلغ متوسط معامل ترجيح استقرار سعر الصرف خلال الفترات الأربع قيمة: 0.6616.

الكبير على الاستقلالية النقدية¹ بعد هذه الفترة خاصة خلال فترة الأزمة الآسيوية وهذا ما يبرر توجه الدول النامية إلى الاستقلالية النقدية المحلية واستقرار سعر الصرف مع التحفظ في التحرير الكبير لحساب رأس المال سواء خلال فترات الأزمات أو ما بعدها.

لمعرفة مدى توجه الدول النامية إلى المزج بين عناصر الثلاثية المستحيلة الممثل بالعلاقة $\hat{a}.MI_{i,t} + \hat{b}.ERS_{i,t} + \hat{c}.KAOPEN_{i,t}$ ، وبما أن مجموع هذه العلاقة مع الحد العشوائي ε هو قيمة ثابتة تقدر بالواحد الصحيح "1" فإن كل انخفاض في قيمة الحد العشوائي يدل على ارتفاع في قيمة العلاقة السابقة وبالتالي توجه الدول النامية إلى محاولة إيجاد التوليفة المناسبة لتحقيق أهداف الثلاثية المستحيلة.

الشكل رقم 3-6: قيمة الحد العشوائي ε خلال الفترة 1971-2013



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews7

الجدول رقم 3-16: مدى اهتمام الدول النامية بتحقيق أهداف الثلاثية المستحيلة

الفترة	قيمة الحد العشوائي ε	قيمة $\hat{a}.MI_{i,t} + \hat{b}.ERS_{i,t} + \hat{c}.KAOPEN_{i,t}$
1973-1971	0,2251	0,7749
1980-1974	0,1936	0,8064
1983-1981	0,1584	0,8416
1995-1984	0,1611	0,8389
1999-1996	0,0421	0,9579
2006-2000	0,0553	0,9447
2009-2007	0,0578	0,9422
2013-2010	0,0807	0,9193

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews7

بتحليل الاتجاه العام للحد العشوائي يلاحظ أنه خلال الفترة 2013-1971 بلغ متوسط قيمة الحد العشوائي 0.1288 وبالتالي هناك توجه كبير للدول النامية إلى محاولة المزج بين عناصر الثلاثية المستحيلة بدرجة 0.8712، كما يتجه اهتمام الدول النامية نحو تحقيق أهداف الثلاثية المستحيلة إلى الارتفاع خلال الفترة

¹ بلغ متوسط معامل ترجيح الاستقلالية النقدية خلال الفترات الأربع قيمة: 0.8327.

المذكورة (انخفاض الحد العشوائي بـ 0.0047 كمتوسط الفترة)، خاصة خلال فترة ما بعد 1996 مقارنة بالفترات التي سبقتها.

تسعى الدول إلى خلق التوليفة المثلى التي تتكون من هدفين من بين ثلاث أهداف للثلاثية المستحيلة حيث أن التحليل السابق يبين مدى اهتمام وتركيز الدول النامية قيد الدراسة على تحقيق الأهداف الثلاثة مجتمعة، وبما أن هناك استحالة لتحقيق هذه الأهداف معاً فإن صانعي قرار السياسة الاقتصادية للدولة يركز على هدفين والتضحية بالهدف الثالث ولتوضيح الهدفين الذين تركز عليهما الدول النامية يتم حساب المعايير التالية:

- المعيار $\hat{a}.MI_{i,t} + \hat{b}.ERS_{i,t}$ يوضح مدى تركيز الدول النامية على الاستقلالية النقدية واستقرار سعر الصرف.

- المعيار $\hat{a}.MI_{i,t} + \hat{c}.KAOPEN_{i,t}$ يوضح مدى تركيز الدول النامية على الاستقلالية النقدية وتحرير حساب رأس المال.

- المعيار $\hat{b}.ERS_{i,t} + \hat{c}.KAOPEN_{i,t}$ يوضح مدى تركيز الدول النامية على استقرار سعر الصرف وتحرير حساب رأس المال.

الشكل الموالي يوضح تطور المعايير الثلاث خلال الفترة 1971-2013 والذي يمكن من خلاله استخلاص النتائج التالية:

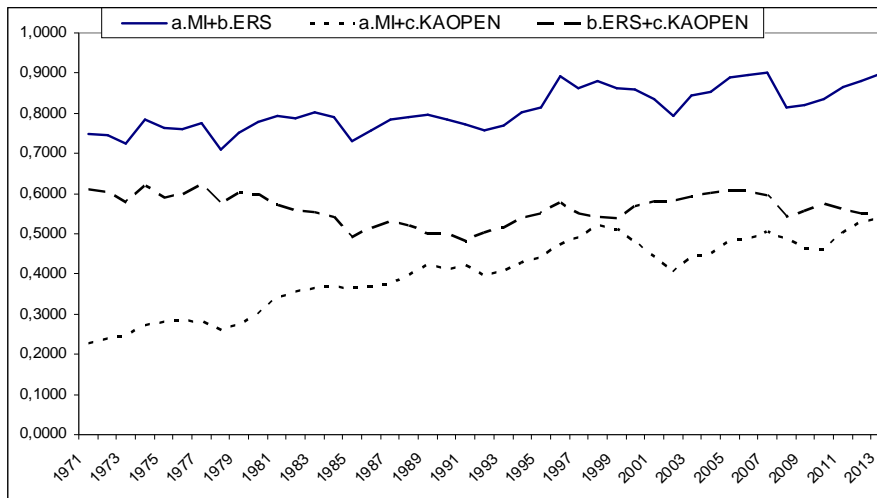
- تعتبر الثنائية (الاستقلالية النقدية، استقرار سعر الصرف) الأكثر تركيزاً من طرف الدول النامية وهذا يتحقق في ظل تقييد حساب رأس المال.

- يتطور التركيز على هذه الثنائية بمعدل نمو سنوي يقدر بـ 0.4751%، وهذا دلالة على سعي الدول النامية إلى تحقيق الاستقلالية النقدية مع تبني أنظمة صرف ذات مرونة ضعيفة.

- شهد التركيز على الثنائية (استقرار سعر الصرف، تحرير حساب رأس المال) تراجعاً خلال الفترة 1971-1990 بمعدل نمو سنوي قدر بـ (-0.9529%)، مع عودة الدول النامية إلى التركيز على هذه الثنائية خلال الفترة 1991-2013 بمعدل نمو سنوي 0.6077% وهذا ما يفسره توجه العديد من الدول النامية إلى تحرير حساب رأس المال خلال هذه الفترة بالموازاة مع عملية التدرج والتسلسل في التوجه إلى أنظمة التعويم.

- تعتبر الثنائية (الاستقلالية النقدية، تحرير حساب رأس المال) الأقل تركيزاً من طرف الدول النامية مقارنة بالثنائيات السابقة إلا أن هذه الثنائية شهدت تطوراً كبيراً خاصة في ظل موجة التحرير المالي التي شهدتها الدول النامية خلال سنوات التسعينات مع تحقيق مستويات أعلى من الاستقلالية النقدية حيث بلغ معدل نمو التركيز على هذه الثنائية 2.1349% خلال الفترة 1971-2013 وبمعدل 2.5748% خلال فترة التسعينات.

الشكل رقم 3-7: مدى تركيز الدول النامية على هدفين من بين الأهداف الثلاثة للثلاثية المستحيلة خلال الفترة 1971-2013



المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews7

لاختبار طبيعة العلاقة بين استقرار سعر الصرف (طبيعة نظام الصرف) وتحرير حساب رأس المال واتجاه التأثير يتم اختبار السببية لـ *ERS* و *KAOPEN* عند التأخيرات 1، 2 و 3 حيث تم التوصل إلى النتائج التالية:

الجدول رقم 3-17: نتائج اختبار السببية بين استقرار سعر الصرف وتحرير حساب رأس المال.¹

$P = 3$			$P = 2$			$P = 1$			الفرضية H_0
الاحتمال	الإحصائية F	عدد المشاهدات	الاحتمال	الإحصائية F	عدد المشاهدات	الاحتمال	الإحصائية F	عدد المشاهدات	
0.0026	4.7403	4602	0.0015	6.5333	4720	0.0002	13.5310	4838	<i>KAOPEN</i> لا يسبب <i>ERS</i>
0.9066	0.1851		0.6947	0.3642		0.6143	0.2540		<i>ERS</i> لا يسبب <i>KAOPEN</i>

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

يشير اختبار السببية لغرانجر أن مؤشر تحرير حساب رأس المال يسبب استقرار سعر الصرف عند درجات التأخير 1، 2 و 3 وبالتالي نعتبر *KAOPEN* هو المتغير المستقل و *ERS* هو المتغير التابع. من خلال تقدير النموذج التجميعي ونماذج الأثر الثابت ونماذج الأثر العشوائي لأثر تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف حصلنا على النتائج التالية:

¹ أنظر الملحق رقم 15.

الجدول رقم 3-18: نتائج اختبار أثر تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف.¹

ERS					المتغير التابع:
النماذج	النموذج التجميعي	نموذج الأثر الثابت للدول	نموذج الأثر الثابت للسنوات	نموذج الأثر العشوائي للدول	نموذج الأثر العشوائي للسنوات
C	0.6203 (90.9110)***	0.6510 (103.7120)***	0.6124 (88.6956)***	0.6492 (29.3731)***	0.6115 (66.7517)***
KAOPEN	0.1046 (7.1980)***	0.0101 (0.6487)	0.1292 (8.5898)***	0.0157 (1.0206)	0.1192 (8.0654)***
R ²	0.0103	0.4596	0.0370	0.0002	0.0129
F	51.8113	34.8753	4.4949	1.0410	64.8943
اختبار الأثر ²	الإحصائية	34.3814	3.3166	4.1490	12.9678
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.0417	0.0003

***، ** و * : معنوي عند 1%، 5% و 10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews7

- الثابت معنوي إحصائياً في النماذج الخمسة المقدرة.
- تغيير مؤشر تحرير حساب رأس المال بـ 1% يؤدي إلى تغيير مؤشر استقرار سعر الصرف (التوجه إلى أنظمة التثبيت) في نفس الاتجاه بـ 0.1046% كما أن المعامل معنوي إحصائياً في النموذج التجميعي، كما أن تغيير مؤشر تحرير حساب رأس المال بـ 1% في نموذج الأثر الثابت للسنوات يؤدي إلى تغيير مؤشر استقرار سعر الصرف في نفس الاتجاه بـ 0.1292% والمعامل معنوي إحصائياً، أما في نموذج الأثر العشوائي للسنوات فإن تغيير مؤشر تحرير حساب رأس المال بـ 1% يؤدي إلى تغيير مؤشر استقرار سعر الصرف في نفس الاتجاه بـ 0.1192% والمعامل معنوي إحصائياً.
- معامل مؤشر تحرير حساب رأس المال غير معنوي في نموذجي الأثر الثابت للأفراد والأثر العشوائي للأفراد.
- تأثير تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف ضعيف وهو ما يفسره معامل التحديد حيث تتراوح قيمته بين 1.03% و 3.70% في النماذج المقبولة إحصائياً.
- اختبار الأثر الثابت باستخدام إحصائية فيشر³ يثبت وجود أثر ثابت فردي للزمن (السنوات) لأن احتمالها أقل من 0.05. بمعنى أن الأثر يختلف من سنة إلى أخرى⁴.
- اختبار الأثر العشوائي باستخدام إحصائية LM¹ يثبت وجود أثر عشوائي للزمن (السنوات) لأن احتمالها أقل من 0.05. بمعنى أن الأثر العشوائي يختلف من سنة إلى أخرى².

¹ أنظر الملحق رقم 16.

² أنظر الملحق رقم 17.

³ تعطى إحصائية فيشر بالعلاقة التالية:

$$F(n-1, nT-n-K) = \frac{(R_{VMMC}^2 - R_{Groupé}^2)/(n-1)}{(1 - R_{VMMC}^2)/(nT-n-K)}$$

⁴ هذا الأثر موضح في الملحق رقم 18.

خلاصة الفصل:

إن الآثار الإيجابية التي تخلقها تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية وما آلت إليه التحولات الاقتصادية العالمية دفع العديد من هذه الدول إلى تبني سياسة الانفتاح الاقتصادي، فبالإضافة إلى التحرير التجاري، قامت هذه الدول بالتوجه إلى تحرير حساب رأس المال كجزء من التحرير المالي وذلك يجعل 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 إلى حد معين عدم فعالية آليات التحكم في التدفقات الرأسمالية، فرأس المال الأجنبي مصدر هام للتمويل إذا ما رافق ذلك كفاءة الاستخدام والتوجيه الاستراتيجي له.

يعتبر اختيار نظام الصرف الأمثل فكرة نسبية بحيث لا يمكن وجود نظام صرف أمثل صالح لكل الدول في ظل إمكانية تميز كل بلد بنظام صرف خاص به، كما يعتبر البعض نظام الصرف الأمثل تعبيراً عن سعر الصرف الحقيقي التوازني في حين يرجعه آخرون إلى ضرورة تحقق خاصية الأمثلية في المتغيرات الاقتصادية المحددة لنظام الصرف، إضافة إلى ذلك يرى الاقتصاديون أن نظام الصرف الأمثل هو النظام الذي يحدث من الصدمات الحقيقية والنقدية، وفي ظل أمثلية نظام الصرف يمكن لقيمة العملة أن تتحدد وفقاً لتوازن الصراع بين السلطات النقدية والخواص في معضلة "تثبيت - تعويم".

إن المزايا الاستثمارية التي تحوز عليها الدول النامية إضافة إلى حاجتها النسبية إلى التمويل يؤدي إلى فكرة القدرة التامة لحركة رؤوس الأموال بمختلف أنواعها إلى هذه الدول إلا أن النتائج أثبتت عكس ذلك من خلال اختبار "فلدشتاين وهوريوكا"، كما أن هذه الدول ترجح الثنائية (الاستقلالية النقدية واستقرار سعر الصرف) في ظل ضعف تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى ضعف العلاقة بين عملية تحرير حساب رأس المال واختيار نظام الصرف في الدول النامية.

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left(\frac{\sum_{i=1}^n (\sum_{t=1}^T e_{nt})^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{nt}^2} - 1 \right)^2$$

¹ تعطى إحصائية LM بالعلاقة التالية:

للتوسع أكثر في الاختبارين يتم الرجوع إلى:

- William Greene, *Econométrie*, traduction: Théophile Azomaho, Stéphanie monjon and Nguyen Van, Pearson Education, France, 5eme édition, 2005, P:277 et P:286.

² هذا الأثر موضح في الملحق رقم 21.

الفصل الرابع

اختيار نظام الصرف الأمثل

وإمكانية تحرير تدفقات

رؤوس الأموال الأجنبية في

الجزائر

الفصل الرابع

اختيار نظام الصرف الأمثل وإمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في الجزائر

تمهيد:

إن سعي الجزائر إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج يتطلب توفر العديد من الشروط التي تنعكس في صورة مؤشر لقدرة رأس المال على الحركة إلى الداخل، كما أن التخلص من أعباء الديون الخارجية والتراكم الكبير لاحتياطات الصرف هي عوامل تُعجّل بالحكم على عدم قدرة رأس المال على الحركة إلى الجزائر، إضافة إلى ضعف الاستثمارات الأجنبية بما فيها انعدام غير المباشرة منها.

اتبعت الجزائر منذ الاستقلال ترتيبات مختلفة لنظام الصرف بداية بالتثبيت إلى عملة واحدة مروراً بالربط بسلة من العملات وصولاً إلى الإعلان الرسمي عن اتباع نظام التعويم المدار، غير أن التقلبات الطفيفة للدينار في ظل هذا النظام يُرجّح فكرة وجود اختلاف بين الإعلان الرسمي لنظام الصرف مع التطبيق الفعلي له (نظام الصرف الواقعي) وهذا ما سينعكس على سلوك حركة رأس المال.

يُعتبر اختيار نظام الصرف الأمثل وإمكانية التحرير التدريجي لحركة رأس المال من أهم الإجراءات التي يتوجب على السلطات النقدية التركيز عليها، وذلك من خلال تقصّي المكاسب والخسائر الناتجة عن كل اختيار، مع ضرورة تحقيق التوليفة المثلى للإجرائين، إضافة إلى أن ارتفاع درجة الاستقلالية النقدية يُفسّر عدم التركيز على تحرير تدفقات رأس المال وإعطاء مرونة أكبر للدينار الجزائري.

يهدف هذا الفصل إلى اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر مع تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام مجموعة من النماذج النقدية، إضافة إلى اختبار قدرة رأس المال على الحركة ودراسة طبيعة العلاقة بين تدفقات رأس المال وطبيعة نظام الصرف المتبع وذلك من خلال المباحث التالية:

- **المبحث الأول** سيتم التطرق من خلاله إلى اختيار نظام الصرف في الجزائر من خلال تحليل مراحل تطور نظام الصرف واختبار محدداته، إضافة إلى اختبار نظام الصرف الواقعي وتحديد المستوى التوازني للدينار الجزائري.

- **المبحث الثاني** خُصّص لتحليل العلاقة بين اختيار نظام الصرف وتحرير تدفقات رأس المال في الجزائر من خلال تحليل تطور عناصر تدفق رأس المال واختبار قدرتها على التنقل إلى الجزائر، إضافة إلى تقدير العلاقة بين الإجرائين باستخدام نموذج قياسي من جهة وبتطبيق نموذج معضلة "تثبيت-تعويم" من جهة أخرى.

المبحث الأول: اختيار نظام الصرف في الجزائر

عرف الدينار الجزائري ثلاث مراحل أساسية منذ إنشائه سنة 1964، بداية بمرحلة التثبيت مروراً بمرحلة الإنزلاقات والتخفيضات الرسمية بعد أزمة البترول سنة 1986 وصولاً إلى تبني نظام التعويم المدار منذ سنة 1995، ورغم الإعلان الرسمي عن تبني هذا النظام إلا أن الدينار يشهد تدخلات عدة حفاظاً على قيمته التوازنية مما يطرح إشكالية مدى التوافق بين الإعلان الرسمي عن نظام التعويم المدار والتطبيق الواقعي له ومدى أخذ بعين الاعتبار المحددات الأساسية لاختيار نظام الصرف الذي تتحقق من خلاله التوازنات الحقيقية والنقدية في سبيل تحديد مستوى سعر صرف توازني.

المطلب الأول: مراحل تطور نظام الصرف في الجزائر.

عرف الاقتصاد الجزائري تطبيق أنظمة صرف بترتيبات مختلفة ارتبطت ارتباطاً وثيقاً بكل مرحلة من مراحل التنمية، بداية من نظام الصرف الثابت وصولاً إلى نظام الصرف المدار (المسيّر)، حيث تنامت إجراءات تخفيض رأس المال الأجنبي للتدفق إلى الجزائر في إطار كل نظام من الأنظمة المتبعة، فابتداءً 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 1995 إلى الآن.¹

أولاً: نظام الصرف الثابت 1962-1986: ربط الفرنك الجزائري بالفرنك الفرنسي منذ سنة 1878 إلى غاية نوفمبر 1942 أين تم تحويل ربط الفرنك إلى الدولار والجنيه الإسترليني، ليتم بعدها العودة إلى منطقة الفرنك وربط الفرنك الجزائري بالفرنك الفرنسي في 6 ديسمبر 1944 إلى غاية 1964.²

1- 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.

2- التثبيت بالنسبة إلى الفرنك الفرنسي 1964-1973: وفقاً للقانون 64-111 المؤرخ في 10 أفريل 1964 تم إعلان الدينار عملة وطنية للجزائر، وإلى غاية 1973 تم ربط الدينار الجزائري بالفرنك الفرنسي مقابل 0.18 غرام من الذهب (1 دينار جزائري = 1 فرنك فرنسي = 180 ملغ ذهب)، أما قيم العملات الأخرى

¹ أي سنة 2013 وهي الفترة التي تتحدد على أساسها حدود الدراسة.

² Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff: "The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", Previous Référence, PP:54.

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.

مقابل الدينار فيتم تحديدها على أساس التعادل في إطار نظام بريتون وودز (1 دولار أمريكي = 4.94 دينار جزائري خلال الفترة 1964-1970) قبل أن يتحول إلى 4.19 دينار لكل دولار سنة 1973.¹

3- التثبيت بالنسبة لسلة من العملات 1974-1986: تم تحديد قيمة الدينار خلال هذه الفترة على أساس سلة مكونة من أربعة عشر (14) عملة من ضمنها الدولار الأمريكي، حيث مُنحت لكل عملة ترجيحاً محددًا على أساس وزنها في المدفوعات الخارجية التي تظهر في ميزان المدفوعات، وعلى هذا الأساس يتم حساب سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة إلى العملات المسعرة من قبل البنك المركزي الجزائري حسب الطريقة التالية:²

- حساب التغيرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، حيث يُحسب التغير النسبي لكل عملة بالنسبة للدولار الأمريكي على أن تؤخذ القيمة الأكبر من بين قيم المتغيرين $\$/C_{in}$ أو $\$/C_{i0}$ كمقام لحساب التغير النسبي كالتالي:

$$\frac{(\$/C_{i0}) - (\$/C_{in})}{\$/C_{in}} \text{ أو } \frac{(\$/C_{i0}) - (\$/C_{in})}{\$/C_{i0}}$$

حيث: $\$$: الدولار الأمريكي.

C_i : كل عملة من العملات الثلاثة عشر التي تُكوّن سلة الدينار الجزائري.

$\$/C_{i0}$: سعر الدولار بالنسبة لكل عملة في سنة الأساس (1974).

$\$/C_{in}$: سعر الدولار بالنسبة لكل عملة يوم التسعير n .

- حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، من خلال التغيرات النسبية $\$/C_i$ مرجحة بالمعامل a_i الذي يمثل وزن كل عملة في السلة.

- حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري كما يلي:

$$\$/DZA_n = \$/DZA_0 [1 + (a_i \cdot \$/C_i)]$$

حيث: $\$/DZA_n$: سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري.

$\$/DZA_0$: سعر صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري في سنة الأساس (1974).

- يتم حساب أسعار صرف الدينار الجزائري بالنسبة للعملات الأخرى المُسعّرة من طرف البنك المركزي من خلال استخدام أسعار الصرف المتقاطعة.

¹ Koudache Lynda, *Les politiques de change et leurs effets sur l'économie, Cas de l'Algérie*, Mémoire de magistère en sciences économique, option: Monnaie-Finance-Banque, Université MAMMERI de Tizi-Ouzou, 2012, P:107.

² محمود حميدات، مدخل لتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط3، 2005، صص: 157-158.

الجدول رقم 4-1: الأوزان الترجيحية للعملات المكونة للسلة المرجعية.

العملة	الوزن الترجيحي
الدولار الأمريكي	40,15
الفرنك الفرنسي	29,2
المارك الألماني	11,5
الليرة الإيطالية	4
الجنيه الاسترليني	3,85
الفرنك البلجيكي	2,5
الفرنك السويسري	2,25
البيزطة الإسبانية	2
الفلوران الأيرلندي	1,5
الدولار الكندي	0,75
الكرونّة الدغارية	0,2
الكرونّة النورويجية	0,1
الشيلينق النمساوي	0,5
الكرونّة السويدية	1,5

المصدر: عبد العزيز مقراني، محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

ثانياً: التحول إلى نظام صرف وسيط 1986-1994: مع انخفاض أسعار البترول المسجلة ابتداء من سنة 1986 شهد الدينار الجزائري حركة سريعة من الانخفاضات إلى غاية سنة 1991، ففي هذه السنة فقد الدينار ثلاثة أرباع (3/4) قيمته مقارنة مع سلوكه خلال فترة استقرار أسعار البترول خلال فترة السبعينات حيث أصبح لا يساوي أكثر من 0.3 فرنك فرنسي.¹

1- الانزلاق التدريجي 1987-1992: يقصد بالانزلاق التدريجي تعديل سعر الصرف بتخفيض قيمة الدينار بصفة تدريجية ومنظمة واستمرت هذه المرحلة من نهاية 1987 إلى سبتمبر 1992 وقد تم تعديل سعر الصرف بغية إيصاله إلى مستوى توازن الطلب الوطني على السلع والخدمات الأجنبية مع المتاح من العملات الصعبة.² لم يعد الاستمرار في الاعتماد على نظام الصرف الثابت ممكناً من جراء عدم القدرة على امتصاص انعكاسات الصدمات الخارجية، حيث سلك التغيير أسلوبين، تَمَثَّلَ الأسلوب الأول في تعديل سعر صرف الدينار عبر عملية تدني (إنزلاق) تدريجي وسلس في السوق أو عبر عملية تخفيض مباشرة من طرف السلطات حيث انتقل سعر صرف الدينار مقابل الدولار من 5.9 نهاية 1988 إلى 7.6 سنة 1989 بواقع انخفاض قدر بـ 28.81%.

وبالتوازي مع هذا التعديل في سعر صرف الدينار، سلكت الجزائر إصلاحات في سياسة سعر الصرف كأسلوب ثاني، وكانت البداية سنة 1988 أين تم وضع نظام لتخصيص العملات الصعبة للبنوك التجارية الخمسة مع احترام أهداف ميزان المدفوعات والذي يعتبر نظاماً مخففاً مقارنة بنظام الصرف الثابت، وفي هذا الإطار تقوم البنوك بتخصيص كمية معينة من العملات الصعبة لفائدة مجموعة من المؤسسات الوطنية المسموح لها بالاستيراد، بينما يتعين على المؤسسات الأخرى الحصول على ترخيص من الدول للقيام بذلك، واعتباراً من سنة 1989 لم يعد يخضع إلى ترخيص من البنك المركزي سوى الواردات الممولة عن طريق قروض تتجاوز

¹ Bouziane BENTABET, M'hamed ZIAD, *Regimes De Change et Developpement : Une Analyse Quantitative, Working Paper, P:5.*

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط1، 2010، ص ص: 296-297.

مدتها 90 يوماً بينما يجب تسديد الواردات التي تقل قيمتها عن 2 مليون دولار إما بشكل فوري أو أن تكون مدتها تقل عن 90 يوماً.¹

2- التخفيض الرسمي الأول 1991: طبقت الجزائر سياسة التخفيض الصريح بعد أن اتخذ مجلس النقد والقرض نهاية سبتمبر 1991 قراراً بتخفيض الدينار الجزائري بنسبة 22% ليصل سعر صرفه إلى 22.5 دينار جزائري لكل دولار واحد، وقد تميز الدينار بالاستقرار حول هذه النسبة إلى غاية شهر مارس من سنة 1994، ولكن قبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي أُجري تعديل طفيف لم يتعد نسبة 10%.²

3- التخفيض الرسمي الثاني 1994: اتخذ مجلس النقد والقرض في 10/04/1994 قراراً بتخفيض الدينار بنسبة 40.17%، حيث أصبح سعر صرف الدينار 36 ديناراً مقابل كل دولار أمريكي، واستهدف قرار التخفيض الوصول إلى الأهداف التالية:³

- قابلية تحويل الدينار على المدى المتوسط؛
- ربط سياسة الصرف بحجم الواردات وذلك باختيار التوليفات المختلفة لسعر الصرف وإصلاح نظام تسعيرة الدينار اعتماداً على طريقة التثبيت؛
- اتخاذ عدة إجراءات بهدف دعم السعر الجاري للدينار والحد من التضخم وتعديل الكتلة النقدية وتطبيق أسعار فائدة ملائمة؛
- إعادة تكوين احتياطي الصرف بتنوع الصادرات خارج المحروقات وتحرير الواردات من السلع والخدمات والبحث عن تمويل متعدد الأطراف للدين الخارجي.

ثالثاً: نظام التعويم المدار بعد سنة 1994: نظراً للاختلالات التي شهدتها قيمة الدينار انتهج بنك الجزائر استراتيجية جديدة لتسعير الدينار وفق نظام معوم مُوجّه، إنطلاقاً من جلسات التثبيت وصولاً إلى إمكانية تحويل الدينار عن طريق سوق الصرف بين البنوك.

1- جلسات التثبيت: من خلال إصدار التعليم رقم: 61-94 لـ 28 سبتمبر 1994 التي أدرجت نظام التثبيت بهدف تحديد قيمة الدينار بالنسبة للعملة الصعبة الأجنبية عن طريق تخصيص رمز مناقصة للبنوك التجارية، حيث اعتمد هذا النظام على حصص أسبوعية ثم يومية منظمة ومرووسة من طرف بنك الجزائر.

- عند افتتاح كل حصة يعلن بنك الجزائر عن سعر صرف سقفي (يساوي دائماً سعر إقفال الحصة السابقة)، والمبالغ المعروضة تحدد بدلالة الأهداف المرتبطة بسعر الصرف المطلوب.

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديون المطبوعات الجامعية، ط1، الجزائر، 2013، ص: 394-396.

² بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، 2006، ص: 218.

³ لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مرجع سبق ذكره، ص: 298.

- يسجل ممثل بنك الجزائر كل أوامر الشراء ثم يقارنها بالمعروض من طرف بنك الجزائر، ففي حالة كون 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 من خلالها بنك الجزائر تعديل العرض وسعر الصرف المعروض لبيع العملات الأجنبية، من 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 1995.¹

2- سوق الصرف ما بين البنوك: في إطار تبني برنامج التعديل الهيكلي، وتأكيد أهمية سوق الصرف في تحديد سعر الصرف، أصدر بنك الجزائر في 1995/12/23 التعليم رقم 08-95 تتضمن إنشاء سوق صرف بين البنوك لبيع وشراء العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل الدينار الجزائري يومياً بشكل حر بين جميع البنوك التجارية. بما فيها البنك المركزي والمؤسسات المالية، وينقسم هذا السوق إلى سوق فورية وأخرى آجلة، وبدأ نشاطه رسمياً بتاريخ 1996/01/02 بحيث تتحدد أسعار الصرف وفق العرض والطلب، مع إمكانية قيام البنوك والمؤسسات المالية بما يلي:²

- بيع العملة الوطنية للبنوك غير المقيمة مقابل العملات الأجنبية القابلة للتحويل؛

- بيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل العملة الوطنية المودعة في حساب الدينارات المحولة؛

- بيع وشراء العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل عملات أجنبية أخرى قابلة للتحويل؛

- بيع وشراء بين المتدخلين في سوق الصرف البيئية للعملات القابلة للتحويل بحرية مقابل العملة الوطنية.

عرف سعر الصرف الفعلي الحقيقي ارتفاعاً بنسبة 20% بين سنتي 1995 و1998 في حين تراجع بنسبة 13% ما بين 1998 و2001، ويعود التحسن الحقيقي في قيمة الدينار إلى تراجع قيمة الدولار أمام اليورو، حيث قام البنك المركزي في النصف الثاني من سنة 2003 بإعادة سعر الصرف الفعلي الحقيقي إلى المستوى الذي كان سائداً في نهاية 2002 أين بلغ 79.683 ديناراً لكل دولار.³

رغم الإعلان عن اتباع نظام التعويم المدار إلا أن هناك تأثيراً كبيراً للبنك المركزي على سعر الصرف الاسمي من خلال التدخلات الكثيرة في سوق الصرف والتعديلات الدورية لسعر الصرف وهذا لاستهداف

¹ عبد العزيز مقراني، محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

² بربري محمد أمين، الاختيار لنظام الصرف الأمثل ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2010-2011، ص: 214-215.

³ لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مرجع سبق ذكره، ص: 299.

سعر الصرف الحقيقي، أما من الناحية العملية يقوم البنك المركزي بحجم كبير من تبادل العملات من خلال ثلاثة عوامل أساسية:

- تشكل صادرات المحروقات أكثر من 95% من إجمالي الصادرات.
- متحصلات صادرات المحروقات تُحوّل مباشرة إلى الدينار في البنك المركزي.
- حركة عناصر حساب رأس المال خاضعة لسيطرة صارمة.

ومن خلال وصول قابلية الدينار إلى التحويل للقيام بالمبادلات الدولية سنة 1997 أشارت السلطات أن السوق الموازية انكشفت نسبياً مقارنة بالفترة السابقة، حيث وصل الاختلاف بين السوق الرسمية والسوق الموازية إلى حوالي 25% في نهاية سنة 2003.¹

ما يلاحظ من تحليل تطور نظام الصرف في الجزائر التراجع الكبير الذي عرفته قيمة الدينار في مرحلة التحرير والذي يمكن إيعازه إلى أسباب داخلية وأخرى خارجية:²

- يعتبر غياب جدوى إدارة السياسات الاقتصادية المتبعة منذ السبعينات والمتجسدة في شكل شعارات للتنمية والتصنيع والتخطيط والتي تعتمد بقدر كبير على الإنفاق الاستثماري العام من أهم أسباب اختلال قيمة الدينار، إضافة إلى العجز المستمر للموازنة العامة بسبب الدعم المتزايد المخصص للأسعار نتيجة التضخم المتسارع.

- أما فيما يتعلق بالأسباب الخارجية فتتمثل أساساً في الاعتماد شبه الكلي على الإيرادات النفطية التي تتميز بالتقلب وعدم الاستقرار، مع ارتفاع المديونية ونسبة خدمة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي في ظل تراجع نمو احتياطات الصرف مما ولد ضغوطاً على قيمة الدينار، إضافة إلى تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج بفعل غياب الرقابة على الصرف مع انتهاج سياسة الاعتماد على الاستيراد إثر برنامج مكافحة ندرة السلع ما أدى إلى تآكل احتياطات الصرف الأجنبي.

رابعا: تطور نظام الصرف في الجزائر والأداء الاقتصادي: شهدت الفترة 1986-1994 اختلالات في أداء الاقتصادي الجزائري سواء على مستوى التوازن النقدي أو التوازن الحقيقي.

- نمو الناتج المحلي بمعدل 0.17% وهي نسبة ضعيفة مقارنة بالفترة 1995-2013 وفترة ما قبل 1986 التي شهدت معدل نمو 5.34%، وبمقارنة متوسط الناتج المحلي الإجمالي للفترتين نجد أن متوسط الناتج المحلي الإجمالي بلغ 104.81 مليار دولار خلال الفترة 1995-2013 مقابل 18.28 مليار دولار خلال فترة ما قبل 1986.

¹ Taline Koranchelian, *The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: Algeria's Experience*, Working Paper 05/135, International Monetary Fund, Middle East and Central Asia Department, July 2005, P:5.

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 299-300.

- بلغ معدل التضخم مستويات مرتفعة خلال الفترة 1986-1994. بمتوسط 17.65% مقارنة بالفترات الأخرى هذا ما أدى إلى أسعار فائدة حقيقية سالبة خلال هذه الفترة، بالرغم من ضعف هذه الأخيرة خلال الفترة 1995-2013 أين بلغت 0.73% والذي يمكن تبريره بانخفاض أسعار الفائدة الاسمية مقارنة بفترة ما بعد أزمة البترول 1986.

الجدول رقم 4-2: المؤشرات الاقتصادية في الجزائر

الفترة 2013-1995	الفترة 1994-1986	قبل سنة 1986	الفترة المؤشر
3,60	0,17	5,34	نمو إجمالي الناتج المحلي (%)
0,73	-1,13	-	نمو سعر الفائدة الحقيقي (%)
6,03	17,65	5,50	معدل التضخم (%)
25,47	2,14	18,26	نمو الاحتياطيات (%)
15,82	13,37	17,13	نمو الكتلة النقدية M2 (%)
14,00	-1,52	16,12	نمو الصادرات (%)
10,42	-2,64	15,48	نمو الواردات (%)
-6,58	6,09	24,80	نمو الديون الخارجية (%)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي

- بالنسبة لنمو الاحتياطيات فقد بلغ 25.47% خلال الفترة 1995-2013 من خلال تطورها من 4.16 مليار دولار سنة 1995 إلى 201.44 مليار دولار سنة 2013، كما عرفت الفترة 1986-1994 نمواً ضعيفاً للاحتياطيات نظراً لاستنزافها في معالجة مشكلة الديون الخارجية، هذه الأخيرة تطورت بمعدلات مرتفعة (24.8%) خلال فترة ما قبل 1986، كما شهدت معدلات نمو سالبة خلال الفترة 1995-2013 نظراً لانتهاج عدة أساليب لتسديد الديون من بينها الدفع المسبق للديون.

- لم يشهد نمو الكتلة النقدية اختلافاً كبيراً بين الفترات الثلاث من حيث النسبة إلا أن هناك اختلافاً كبيراً من حيث القيمة، 4322.27 مليار دينار خلال الفترة 1995-2013، 405.41 مليار دينار خلال الفترة 1986-1994 و60.81 مليار دينار خلال فترة ما قبل 1986، مما انعكس سلباً على معدلات التضخم.

- شهد قطاع التجارة الخارجية اختلالات كثيرة خلال الفترة 1986-1994 أين شهدت الصادرات والواردات معدلات نمو سالبة (-1.52% للصادرات و-2.64% للواردات) مقارنة بالفترة 1995-2013 التي شهدت انتعاشاً في الصادرات بمعدل 14% (بمتوسط 40.68 مليار دولار) إضافة إلى نمو الواردات بـ 10.42% (28.73 مليار دولار) مما حقق فائض في الميزان التجاري في متوسط الفترة.

المطلب الثاني: محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر

يتحكم في اختيار نظام الصرف مجموعة من المحددات تصنف إلى ثلاثة مقاربات تتمثل في المنطقة النقدية المثلى التي ظهرت في بداية الستينات من القرن العشرين، نظرية السياسة الاقتصادية ونظرية أزمات

العملة ، بحيث سيتم اختبار مدى مساهمة عوامل المقاربات الثلاثة في قرار اختيار طبيعة نظام الصرف في الجزائر.

أولاً: تقديم وتحليل متغيرات النموذج: يمكن تمثيل المتغير التابع باستخدام مؤشر استقرار سعر الصرف بحيث أنه كلما زادت قيمة المؤشر دل على اتجاه البلد إلى استخدام أحد ترتيبات التثبيت، كما تعرض متغيرات النموذج¹ المحددة لنظام الصرف لكل مقارنة على حدا كالاتي:²

1- متغيرات مقارنة المنطقة النقدية المثلى: انطلقت النظرية من خلال مساهمات كل من *Mundell* سنة 1961، *Mckinnon* سنة 1963 و *Kenen* سنة 1969 أين تم اقتراح المكاسب والخسائر من جراء اختيار نظام صرف معوم مقابل نظام صرف ثابت بأخذ بعين الاعتبار مدى التكامل بين الدول من خلال الاعتماد على المتغيرات الهيكلية المتمثلة في ما يلي:

أ- الانفتاح التجاري: ويحسب على أساس متوسط الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تطورت النسبة من 27.60% سنة 1995 إلى 31.71% سنة 2013 وبلغت ذروتها سنة 2008 بنسبة 38.34%، كما يلاحظ أن درجة الانفتاح التجاري بلغت في المتوسط 31.49% حيث شهدت سنوات التسعينات متوسط انفتاح تجاري قدره 25.67% مقابل 33.57% خلال فترة الألفية الجديدة، أما معدل نمو الانفتاح التجاري وصل إلى 1.75% بسبب الانخفاضين الذين شهدتهما الفترتين 1994-1995 و 2008-2009 من خلال الارتفاع الكبير في الواردات مع انخفاض الناتج المحلي الإجمالي.

ب- التمرکز التجاري: يمثل حصة الصادرات لأهم الشركاء التجاريين من إجمالي الصادرات، حيث تعتبر دول الاتحاد الأوروبي أهم شريك تجاري للجزائر من حيث التصدير أين تطورت صادرات الجزائر إلى الاتحاد الأوروبي من 7922.4 مليون دولار سنة 1996 (60% من إجمالي الصادرات) إلى 42773 مليون دولار سنة 2013 (64.89% من إجمالي الصادرات) وتضاعفت الصادرات 5.4 مرة خلال الفترة المذكورة، كما أن نسبة صادرات الجزائر إلى الاتحاد الأوروبي بلغت في المتوسط 57.93% بسبب انخفاض النسبة إلى 44.6% سنة 2007 و49.07% سنة 2010، وبما أن نسبة صادرات الجزائر إلى الاتحاد الأوروبي تعتبر النسبة الأكبر مقارنة بصادراتها الإجمالية إلى مختلف الأقاليم الأخرى فسيتم اعتمادها كمؤشر للتمرکز التجاري.

ج- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي: يقاس نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على أساس تعادل القدرة الشرائية، حيث تطور بنسب متزايدة من 1424.64 دولاراً للفرد سنة 1995 إلى 5360.7 دولاراً للفرد سنة 2013 بمعدل نمو سنوي بلغ 7.64%، كما عرف المؤشر انخفاضاً سنة 2008 إلى 3771.28 دولاراً للفرد مقارنة بسنة 2007 (4786.52 دولار للفرد) بمعدل انخفاض 21.21%.

¹ أنظر الملحق رقم 22.

² *Sfia M. Daly, The Choice of Exchange Rate Regimes in the MENA Countries: a Probit Analysis, William Davidson Institute Working Paper Number 899 October 2007, PP:3-6 and P:19.*

د- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (حجم الاقتصاد): يُعبّر عن الناتج المحلي الإجمالي الاسمي خالي من تأثيرات المستوى العام للأسعار وتم استخدام مكمش الناتج بأخذ سنة 2000 كسنة أساس، وعرف المؤشر مرحلتين أساسيتين، تمثلت المرحلة الأولى الفترة 1995-1999 وهي مرحلة الانخفاض حيث تناقص المؤشر بنسبة 9.12% (من 642.86 مليون دولار سنة 1995 إلى 516.27 مليون دولار سنة 1999)، أما المرحلة الثانية (2000-2013) فعرفت اتجاهًا متصاعدًا في قيمة الناتج المحلي الحقيقي بحيث تطور من 547.90 مليون دولار سنة 2000 إلى 1.03325 مليار دولار سنة 2013. بمعدل نمو سنوي 5.58%، عدا الانخفاض الكبير الذي شهدته سنة 2009 بنسبة 23.6%.

هـ- حركة رأس المال: يعبر عنها بالفرق بين التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي سيتم استخدام رصيد حساب رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث شهد رصيد حساب رأس المال قيمة سالبة في معظم فتراته (عدا الفترة 2008-2011) ليعود الرصيد إلى العجز خلال السنتين 2012-2013.

2- متغيرات مقارنة السياسة الاقتصادية: إن نظرية السياسة الاقتصادية لاختيار نظام الصرف مطورة من مفهوم "التضارب المترامن" الذي قدمه *Prescott* و *Kydland* سنة 1977 أين تظهر الحوافز لصناع السياسات الاقتصادية لاختيار تحقيق الأهداف قصيرة المدى كالنمو والتوظيف رغم النتائج السلبية غير المرغوبة في المدى الطويل كالتمسح المرتفع، وتتمثل متغيرات هذه المقاربة في ما يلي:

أ- الاحتياطات الدولية كنسبة من الواردات: تعبر النسبة عن مدى تغطية احتياطات الدولة لواردها، وعرفت النسبة اتجاهًا تصاعديًا خلال فترة الدراسة نظراً لنمو الاحتياطات بمعدل أكبر من نمو الواردات حيث تضاعفت النسبة 9.2 مرة إذ انتقلت من 0.34% سنة 1995 إلى 3.17% سنة 2013، كما أن معدل نمو الاحتياطات بلغ 25.47% في ظل بلوغ الواردات لمعدل نمو 10.42% وهذا ما أدى إلى نمو المؤشر بمسوى تصاعدي بمعدل سنوي بلغ 15.57%.

ب- فروق معدل التضخم بين البلد المحلي والولايات المتحدة الأمريكية: مر تطور فروق معدل التضخم بمرحلتين: تمثلت المرحلة الأولى في الفترة 1995-2000 أين شهدت الفروق اتجاهًا تنازليًا حادًا من 26.97% سنة 1995 إلى -3.04% سنة 2000 ويعود ذلك إلى انخفاض معدلات التضخم في الجزائر بنسبة 41.91% مع ارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بـ 8.92%، أما المرحلة الثانية عرفت تذبذب في قيم المؤشر حيث بلغ متوسط فروق معدلات التضخم خلال الفترة 2001-2013 نسبة 1.68%.

ج- رصيد الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: عرفت النسبة تقلبات تخللتها انخفاضات وارتفاعات فبالنسبة للانخفاضات فكانت خلال أربع فترات 1997-1998، 2000-2002، 2006-2009، 2011-2013. بمتوسط -64.84%، أما الفترات الباقية فشهدت ارتفاعات بلغت في أغلبها مستويات

كبيرة جدا بمتوسط 5233.64%، حيث بلغ معدل نمو الميزان التجاري وحده قيمة 197.29% خلال الفترة 1995-2013.

3- متغيرات مقارنة أزمات العملة: طبقا لهذه المقاربة التي توازي فرضية تحرير حساب رأس المال فإن خيارات نظام الصرف تكون إما من خلال المرونة المرتفعة أو معدلات ثابتة لقيمة العملة بحيث تفترض أن الأنظمة الوسيطة ليست عملية، واتباعها يُعرض الدول إلى أزمات العملة وبالتالي ضرورة التزام أحد القطبين بإزالة الترتيبات الوسيطة، وتمثل متغيرات هذه المقاربة في ما يلي:

أ- الديون الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: تطورت النسبة بـ -12.95% خلال الفترة 1995-2013 وتعود الإشارة السالبة لهذه النسبة إلى انخفاض الديون الخارجية في الجزائر على مدار هذه الفترة بنسبة -6.58%، كما أن النسبة انخفضت سنة 2013 بـ 31.8 مرة مقارنة بقيمتها سنة 1995.

ب- صافي الديون الخارجية كنسبة من الصادرات: يعبر المؤشر عن مدى تغطية صادرات الدولة بواسطة صافي ديونها، ويعبر صافي الدين عن الفرق السنوي لديون الدولة، وما يلاحظ على النسبة أنها شهدت قيمة سالبة في أغلب فتراتها حيث بلغ متوسط النسبة -67.75% نظراً لأن معدل انخفاض قيمة الديون أكبر من معدل نمو الصادرات في الاتجاه العكسي.

ج- الكتلة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: تمثل نسبة النقود وأشباه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تعبر الأولى عن مجموع العملة خارج البنوك، والودائع تحت الطلب بخلاف ودائع الحكومة المركزية، والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية للقطاعات المقيمة بخلاف الحكومة المركزية، وشهدت النسبة ارتفاعات قياسية، من 2.67% سنة 1994 إلى 146.48% سنة 2013، ويعود ذلك إلى نمو الكتلة النقدية في الجزائر بمعدل 15.82% في ظل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 3.59% خلال الفترة المذكورة.

يُضيف النموذج متغيرين آخرين: يتمثل المتغير الأول في متغيرة صماء تحدد وضعية الأمن في البلد حيث تأخذ القيمة "1" في حالة وجود الأمن (الفترة 2000-2013) وتأخذ القيمة "0" في حالة انعدام الأمن (الفترة 1995-1999)، أما المتغير الثاني فيتمثل في مؤشر الديمقراطية في البلد وتم الاعتماد على مؤشر التصويت والمساءلة لـ *Daniel Kaufmann*، *Aart Kraay* و *Massimo Mastruzzi* سنة 2010¹ الذي يقيس قدرة المواطنين على اختيار حكومتهم بالإضافة إلى حرية التعبير والجمعيات ودرجة تحرير أجهزة الإعلام، كما يأخذ المجال $[-2,5; +2,5]$ فكلما اقتربت القيمة من +2,5 كلما دل على ارتفاع الحق في التصويت وبالتالي ديمقراطية أكبر والعكس في حالة اقتراب القيمة من -2,5.

¹ تم طرح المؤشر بالإضافة إلى مؤشرات أخرى في المقال التالي:

Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2010). "The Worldwide Governance Indicators : A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues". World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.

ثانياً: معالجة السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج: تهدف معالجة السلاسل الزمنية إلى التحليل الوصفي لبيانات متغيرات الدراسة، إضافة إلى دراسة الاستقرارية للحصول على انحدار غير زائف.

1- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يلخص الجدول الموالي الخصائص الوصفية للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة حيث يعتبر المؤشر استقرار سعر الصرف ERS المتغير التابع.

الجدول رقم 3-4: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

	CAGDP	CMOB	DEM	DINF	EDGDP	ERS	GECON	MGDP	NEDEXP	OPEN	PCGDP	RESIMP	RGDP	SEC
Mean	9,28	-4,50	-1,08	3,61	0,54	0,35	57,93	75,04	-3,44	31,49	2979,37	2,12	755,57	0,73
Median	7,69	-2,90	-1,06	1,39	0,50	0,37	58,92	50,58	-0,71	31,71	2549,95	2,18	714,76	1,00
Maximum	24,71	1,83	-0,76	26,97	1,10	0,58	67,80	189,59	25,68	38,34	5360,70	3,42	1036,46	1,00
Minimum	-5,36	-23,45	-1,38	-3,04	0,18	0,17	44,60	2,67	-19,58	22,54	1424,64	0,34	516,26	0,00
Std. Dev.	8,78	6,40	0,17	6,94	0,24	0,11	6,70	66,58	10,61	4,28	1475,34	1,13	195,81	0,45
Skewness	0,16	-1,60	0,03	2,35	0,91	0,13	-0,28	0,40	0,59	-0,44	0,46	-0,26	0,25	-1,08
Kurtosis	1,99	5,17	1,93	8,15	3,52	2,24	1,88	1,60	4,27	2,28	1,66	1,52	1,45	2,15
Jarque-Bera	0,89	11,85	0,89	38,70	2,86	0,50	1,23	2,04	2,38	1,02	2,09	1,94	2,09	4,22
Probability	0,63	0,002	0,63	0,00	0,23	0,77	0,53	0,35	0,30	0,59	0,34	0,37	0,35	0,12
Sum	176,40	-85,52	-20,53	68,71	10,39	6,70	1100,76	1425,82	-65,37	598,36	56608,16	40,33	14355,97	14,00
Sum Sq. Dev.	1389,19	739,37	0,57	867,72	1,08	0,23	809,95	79805,30	2028,34	329,85	39179322	23,06	690184,3	3,68
Observations	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

2- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة: تعتمد دراسة الاستقرارية على مجموعة من الاختبارات أهمها: اختبار *Phillips-Perron*، اختبار *Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin* إضافة إلى اختبار *Augmented Dickey-Fuller*، حيث تبين دراسة الاستقرارية على مجموعة من المراحل بداية بتحديد درجة التأخير ثم إجراء الاختبار والتحقيق من عدم وجود كل من الاتجاه العام وجذر الوحدة، وفي حالة عدم تحقق خاصية الاستقرارية يتم إزالة أثر الاتجاه العام إذا كانت السلسلة من نوع *TS* أو إجراء الفروق إذا كانت السلسلة من نوع *DS*. من خلال اختبار استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-4: دراسة استقرارية متغيرات الدراسة

الدرجة الاستقرارية	الرمز	المتغير	الدرجة الاستقرارية	الرمز	المتغير
$I(1)$	MGDP	الكتلة النقدية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	$I(1)$	CAGDP	رصيد الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
$I(0)$	NEDEXP	صافي الديون الخارجية كنسبة من الصادرات	$I(0)$	CMOB	حركة رأس المال
$I(1)$	OPEN	الانفتاح التجاري	$I(0)$	DEM	مؤشر الديمقراطية
$I(1)$	PCGDP	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	$I(0)$	DINF	فروق معدل التضخم
$I(1)$	RESIMP	الاحتياطات الدولية كنسبة من الواردات	$I(1)$	EDGDP	الديون الخارجية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
$I(1)$	RGDP	الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (حجم الاقتصاد)	$I(0)$	ERS	مؤشر استقرار سعر الصرف (طبيعة نظام الصرف)
متغيرة صماء	SEC	وضعية الأمن	$I(1)$	GECON	التمركز التجاري

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

ثالثاً: تقدير وتحليل النماذج: لاختبار محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر تم اعتماد متغير استقرار سعر الصرف (ERS) كمتغير تابع للدلالة على طبيعة نظام الصرف، والذي يرتبط بعلاقة عكسية بمرونة سعر الصرف بحيث أنه كلما اقترب ERS من الواحد "1" دل ذلك على انخفاض درجة المرونة وبالتالي اتباع أحد ترتيبات نظام الصرف الثابت أما في حالة اقتراب ERS من الصفر "0" دل ذلك على ارتفاع مرونة سعر الصرف وبالتالي اتباع أحد ترتيبات نظام الصرف الموعوم، مع تقدير مجموعة من النماذج بحيث تختلف في طبيعة متغيراتها والنتائج موضحة في الجدول رقم 4-6.

1- تحليل النموذج 01: يوضح النموذج عدم وجود أي تأثير معنوي إحصائياً للمتغيرات المستقلة على نظام الصرف عدا متغير مؤشر استقرار سعر الصرف متأخر بفترة واحدة وهذا يدل على أن السلطات النقدية في الجزائر تحدد سعر الصرف في الفترة الحالية استناداً إلى قيمته في الفترة السابقة، كما أن النموذج يحتوي على مجموعة من المشاكل القياسية كمشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة K، إضافة إلى وجود تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة باستخدام اختبار Klein حيث أن معامل الارتباط المرجعي هو 0.5436.

الجدول رقم 4-5: علاقات التعدد الخطي بين متغيرات الدراسة

المتغير الأول	المتغير الثاني	معامل الارتباط	المتغير الأول	المتغير الثاني	معامل الارتباط
$d(CAGDP)$	$d(OPEN)$	0.6322	$d(GECON)$	$d(RESIMP)$	-0.5589
$d(CAGDP)$	$d(RGDP)$	0.6073	$d(MGDP)$	$d(RGDP)$	-0.5661
$CMOB$	SEC	0.7450	$d(MGDP)$	$d(PCGDP)$	-0.5767
DEM	SEC	0.7538	$d(PCGDP)$	$d(RGDP)$	0.9227

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

2- تحليل النموذج 02: يختبر النموذج مدى مساهمة متغيرات المنطقة النقدية المثلى دون متغيرات السياسة الاقتصادية وأزمات الصرف في اختيار نظام الصرف، حيث أثبتت النتائج عدم وجود أي تأثير معنوي إحصائياً، عدا وجود تأثير عكسي معنوي إحصائياً للحد العشوائي متأخر بفترتين على نظام الصرف، كما أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية، فعدم معنوية مقدرات النموذج يجعله غير صالح لاختبار محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر.

3- تحليل النموذج 03: تم إعادة تقدير النموذج 02 مع إقصاء المتغيرات السياسية، حيث أسفرت النتائج عن وجود تأثير عكسي معنوي إحصائياً عند مستوى 10% لكل من نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وصافي حركة رأس المال بحيث أنه كلما ارتفعت قيم المتغيرين بنسبة 1% يتجه نظام الصرف إلى التعويم بنسبة 0.0002% و0.0182% على التوالي وهذا متوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية، كما أن درجة تأثير هذه المتغيرات تقدر بـ 49.44% مع عدم وجود مشاكل قياسية في النموذج كمشكلة عدم تجانس التباين ومشكلة الارتباط الذاتي.

4- تحليل النموذج 04: يختبر النموذج مدى فعالية المزج بين كل متغيرات المنطقة النقدية المثلى ومتغيرات السياسات الاقتصادية في اختيار نظام الصرف، حيث تم الحصول على نتائج سلبية تتمثل بالدرجة الأولى عدم معنوية كل مقدرات النموذج سواء المعنوية الجزئية أو المعنوية الكلية إضافة إلى ضعف معامل التحديد المعدل، كما تم استخلاص التأثير الكبير للحد العشوائي متأخر بفترتين على طبيعة نظام الصرف بالاتجاه العكسي.

5- تحليل النموذج 05: يُعبّر هذا النموذج عن المزج الأمثل لمتغيرات النموذج مع إقصاء المتغيرات غير المعنوية إحصائياً والذي يمكن تحليله كالآتي:

- هناك تأثير طردي معنوي إحصائياً للانفتاح التجاري على اختيار نظام الصرف بحيث أنه كلما ارتفعت درجة الانفتاح التجاري بـ 1% كلما تم الاتجاه إلى ترتيبات التثبيت بنسبة 0.1361%، فرغم ضعف التأثير إلا أنه مخالف للنظرية الاقتصادية التي تنص على التوافق بين الانفتاح التجاري وتعويم سعر الصرف، والنتيجة تدل على جمود قيمة الدينار رغم احتمال توجه الجزائر إلى انفتاح تجاري أكبر.

- وجود تأثير معنوي طردي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على اختيار نظام الصرف كما أن هذا التأثير ضعيف جداً ويقدر بـ 0.0008% كلما تغير نصيب الفرد بـ 1%، بحيث أنه كلما نما الناتج المحلي الإجمالي بمعدل أكبر من النمو السكاني كلما تم الاتجاه أكثر إلى ترتيبات التثبيت.

- وجود تأثير عكسي معنوي إحصائياً للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي على اختيار نظام الصرف بحيث أنه كلما انخفض الناتج المحلي الحقيقي بـ 1% يتم الاتجاه إلى ترتيبات التثبيت بنسبة 0.0048% وهذا يفسر في نفس الوقت تأثير ارتفاع المستوى العام للأسعار بمعدل أكبر من نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كما أن هذا التأثير ضعيف من الناحية الإحصائية.

- وجود تأثير طردي معنوي إحصائياً لمدى تغطية الاحتياطات للواردات على نظام الصرف، بحيث أنه كلما ارتفعت نسبة التغطية كلما تم التوجه إلى أنظمة التثبيت وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية التي تنص على أن اتباع البلد لأحد ترتيبات التثبيت يتطلب توفر مستوى كبير من الاحتياطات، وبالتالي استقرار قيمة الدينار الجزائري عند مستويات متقاربة خلال الفترة الأخيرة يمكن إرجاعه إلى المستويات الكبيرة لاحتياطات الصرف.

- وجود تأثير عكسي معنوي إحصائياً لرصيد الحساب الجاري على طبيعة نظام الصرف، بحيث أنه كلما انخفض رصيد الحساب الجاري بـ 1% كلما تم التوجه إلى ترتيبات التثبيت بنسبة 0.0655%، وانخفاض رصيد الحساب الجاري يعود إلى العجز في الميزان التجاري يقابله انخفاض في التحويلات أحادية الجانب.

- وجود تأثير طردي معنوي إحصائياً لصافي الديون الخارجية على طبيعة نظام الصرف حيث أن انخفاض صافي الديون الخارجية بـ 1% يؤدي إلى التوجه إلى ترتيبات الصرف الثابت بـ 0.61% وبالتالي استقرار قيمة الدينار الجزائري عند مستويات محدودة يعود إلى انخفاض عبء الديون الخارجية التي عانت منها الجزائر من سبعينات القرن العشرين، إضافة إلى أن ارتفاع الديون الخارجية يتم تغطيتها بواسطة عملية الاستيراد من

الخارج نظراً للطلب المتزايد داخل الاقتصاد المحلي الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع عرض العملة المحلية وبالتالي توجيهها إلى الانخفاض، والعكس في حالة انخفاض الدين الخارجي الذي يتوافق مع حالة الجزائر.

- وجود تأثير عكسي معنوي إحصائياً للكتلة النقدية على اختيار نظام الصرف بحيث أن ارتفاع حجم الكتلة النقدية في الاقتصاد نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% سيؤدي إلى التوجه إلى مرونة أكبر لسعر الصرف بنسبة 0.0258% وهذا التأثير يمكن إرجاعه إلى حلقة الأسعار حيث أن التقلبات غير المرغوبة لسعر الصرف سببها تقلبات الطلب المحلي بسبب النمو المتزايد لحجم الكتلة النقدية المحلية.

- هناك تأثير عكسي معنوي إحصائياً لوضعية الأمن على نظام الصرف المتبع حيث أنه في حالة انخفاض مستوى الأمن والاستقرار يتم التوجه إلى نظام مستقر الذي يمثل أحد ترتيبات نظام التثبيت، أما في حالة ارتفاع مستوى الأمن والاستقرار يحفز الطلب والعرض المحليين وهذا ما يؤدي إلى انتعاش الاقتصاد الوطني محلياً وخارجياً من خلال عمليات التصدير والاستيراد، وبالتالي ضرورة تحقيق مرونة في سعر الصرف تجنباً لتكاليف التبادل وهذا الأمر يتحقق في ظل أحد ترتيبات التعويم، فزيادة مستوى الأمن في الجزائر بنسبة 1% يؤدي إلى التوجه إلى ترتيبات التعويم بنسبة 0.61%.

- وجود تأثير طردي معنوي إحصائياً لمستوى الديمقراطية في البلاد على اختيار نظام الصرف، حيث أن حق المؤسسات والخواص في الاختيار والتصويت بنسبة 1% سيؤدي إلى التوجه إلى أحد ترتيبات التثبيت بنسبة 1.1% وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالمتغيرات السابقة.

- مؤشر استقرار سعر الصرف في الفترة السابقة يؤثر سلباً على مؤشر استقرار سعر الصرف في الفترة الحالية إضافة إلى معنويته الإحصائية بحيث أنه كلما تم التوجه إلى أحد ترتيبات التثبيت في الفترة t-1 يتم العودة إلى التوجه إلى أحد ترتيبات التعويم في الفترة t وبنسبة 87.22% وهذا ما يؤكد مدى اعتماد تحديد سعر الصرف في الفترة الحالية على الفترة السابقة.

- التغير في المتغيرات المستقلة يفسر التغير في اختيار نظام الصرف بنسبة 44.58% وهي نسبة تأثير متوسطة أما النسبة الباقية فتعود إلى عوامل أخرى خارج النموذج.

- اختبار "فيشر" يثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج وبالتالي النموذج المقدر مقبول إحصائياً.
- اختبار "Durbin-Watson" يثبت استقلالية الأخطاء نظراً لوقوع قيمة الإحصائية (2.25) في مجال استقلالية الأخطاء، كما أن اختبار Breusch-Godfrey يبين وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة K نظراً لأن احتمال الإحصائية LM أقل من 0.05.

- البواقي عبارة عن تشويش أبيض لأن إحصائية LB المحسوبة (11.853) أقل من القيمة الجدولية لـ χ^2 إضافة إلى أن احتمالها أكبر من مستوى المعنوية 5%.

- اختبار Jarque-Bera يثبت اتباع بواقي النموذج التوزيع الطبيعي نظراً لأن احتمال إحصائية JB أكبر من مستوى المعنوية 5% (قيمة إحصائية JB أقل من القيمة الجدولية لـ χ^2)

- تقبل فرضية تجانس تباين الأخطاء نظراً لأن احتمال إحصائية ARCH أكبر من مستويات المعنوية 5%.

الجدول رقم 4-6: نتائج تقدير نماذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر¹

المتغيرات	النموذج (1)	النموذج (2)	النموذج (3)	النموذج (4)	النموذج (5)	الفئة
C	3.4379 (2.2168)	0.5333 (1.2051)	0.3568 (13.3895)***	0.4031 (0.5529)	1.8621 (6.1045)***	الثابت
$d(OPEN)$	0.2381 (2.2383)	-0.0118 (-0.6590)	-0.0096 (-0.6419)	-0.0211 (-0.3676)	0.1361 (5.8874)***	متغيرات المنطقة النقدية المثلى
$d(GECON)$	-0.0063 (-0.5547)	0.0024 (0.3650)	0.0037 (0.6377)	0.0032 (0.1983)	-	
$d(PCGDP)$	0.0011 (2.7971)	-0.0002 (-1.5388)	-0.0002 (-1.8696)*	-0.0001 (-0.7250)	0.0008 (3.8944)***	
$d(RGDP)$	-0.0064 (-2.3786)	0.0007 (0.7741)	0.0007 (0.3791)	0.0002 (0.1153)	-0.0048 (-4.0789)***	
$CMOB$	0.0415 (1.1965)	-0.0168 (-1.1540)	-0.0182 (-2.1190)*	0.0415 (1.1965)	-	
$d(RESIMP)$	2.8091 (2.3541)	-	-	0.0057 (0.0139)	1.7467 (5.1505)***	متغيرات السياسة الاقتصادية
$d(CAGDP)$	-0.0993 (-2.6006)	-	-	0.0017 (0.0843)	-0.0655 (-5.0115)***	الاقتصادية
$DINF$	0.0077 (0.3131)	-	-	-0.0098 (0.0037)	-	
$d(EDGDP)$	0.7188 (1.9710)	-	-	-	0.6099 (2.3445)*	متغيرات
$d(MGDP)$	-0.0367 (-2.8140)	-	-	-	-0.0258 (-4.7281)***	أزمات
$NEDEXP$	0.0044 (0.3449)	-	-	-	-	الصرف
SEC	-1.3622 (-1.9029)	-0.0983 (-0.5079)	-	-0.0354 (-0.0880)	-0.6182 (-6.0457)***	متغيرات
DEM	2.0115 (2.1669)	0.8331 (0.3082)	-	0.0015 (0.0037)	1.1086 (4.6287)***	سياسية
ERS_{t-1}	-0.9631 (-4.4393)**	-	-	-	-0.8722 (-4.2013)***	
ε_{t-2}	-	-0.9997 (-10.8407)***	-0.9996 (-9.1363)***	-0.9993 (-2.7980)**	-	
\bar{R}^2	0.2954	0.4170	0.4944	0.1545	0.4458	
F	1.4792	2.5203*	3.7712**	1.2825	7.4199**	
DW	2.5494	1.8092	1.8609	2.0483	2.2528	
$Q(LB)$	5.9917	15.861	13.444	13.029	11.853	
JB	0.7745	1.9479	2.7098	3.5245	0.1664	
BG	4.6771**	0.4745	0.5016	2.0475	7.856***	
$ARCH$	0.8362	0.6249	0.6738	0.6112	2.7847*	

***، **، * معنوي عند مستوى 1%، 5%، 10%.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

¹ أنظر الملاحق 24، 25، 26، 27 و28.

المطلب الثالث: تحديد المستوى التوازني لسعر الصرف في الجزائر

تستند بعض الدراسات في اختيار نظام الصرف الأمثل على تحديد المستوى التوازني لسعر الصرف باستخدام النماذج النقدية المقترحة من طرف الخبراء الاقتصاديين، والتي أثبتت فعاليتها في عينة الدول التي استهدفتها كل دراسة، حيث تعتمد هذه النماذج على المزج بين متغيرات الاقتصاد النقدي والاقتصاد الحقيقي، حيث تعكس قيمة سعر الصرف المقدرة مستوى التوازن الاقتصادي والنقدي للبلد.

أولاً: تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام النماذج النقدية: سيتم تقدير مجموعة من النماذج النقدية قصد تحديد المستوى التوازني لسعر الصرف إضافة إلى مقارنة هذا الأخير مع المستوى الرسمي المعلن من طرف السلطات النقدية، ومن خلال تقدير النماذج النقدية لسعر الصرف التوازني حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول رقم 4-7 إضافة إلى الاختبارات الإحصائية لكل نموذج.

1- تحليل النموذج النقدي للسعر المرن (FPM): تشير نتائج التقدير إلى أن معامل الكتلة النقدية موجب ومعنوي إحصائياً وفقاً لما يفترضه النموذج النقدي، إضافة إلى سلبية معلمي الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة ومعنويتهم الإحصائية عكس افتراضات النموذج النقدي وهذا يدل على تفوق الأثر النقدي على الأثر الحقيقي في تحديد سعر الصرف التوازني في الجزائر، حيث بلغ الأثر النقدي (0.4583).

المتغيرات الثلاث تحدد سعر الصرف التوازني بنسبة 91.99% وهي نسبة تأثير قوية أما النسبة الباقية تتمثل في عوامل أخرى من شأنها أن تكون معدلات التضخم.

ثبتت الاختبارات الإحصائية صلاحية النموذج نظراً لمعنوية إحصائية "فيشر" إضافة إلى استقلالية الأخطاء سواء من الدرجة "1" أو الدرجة "k"، كما يثبت اختبار *LB* التشويش الأبيض للبقايا وإتباعها للتوزيع الطبيعي (اختبار *JB*) إضافة إلى قبول فرضية تجانس تباين الأخطاء.

2- تحليل نموذج "دورنبوش وفرانكل" (DFM): يلاحظ من خلال نتائج التقدير أن إشارات معاملات النموذج تتوافق مع افتراضات النموذج النقدي للسعر الجامد لـ "دورنبوش وفرانكل" عدا إشارة معلمة التضخم أين كانت قيمتها موجبة عكس فرضيات النموذج، كما يلاحظ تفوق الأثر الحقيقي (0.4743) على الأثر النقدي (0.4325) في تحديد سعر الصرف التوازني، إضافة إلى عدم معنوية معلمي فروق أسعار الفائدة ومعدلات التضخم في تحديد سعر الصرف.

بلغت درجة تأثير المتغيرات المدرجة في النموذج نسبة 91.65% في تحديد سعر الصرف التوازني، إضافة إلى المعنوية الكلية لمعاملات النموذج، كما أن النموذج لا يحتوي على المشاكل القياسية وهذا من خلال نتائج التقدير المدرجة في الجدول.

3- تحليل نموذج ضغوط سوق الصرف (EMP): أبرزت نتائج تقدير نموذج ضغوط أسواق الصرف عن تحقق كل فرضيات النموذج وذلك من خلال إشارات معاملات النموذج، حيث تثبت الإشارة السالبة لمعلمة فروق معدل التضخم بالإضافة إلى معنويتها الإحصائية إلى علاقتها العكسية مع سعر الصرف، غير أن

هذا الأخير لا يتأثر بالمكون المحلي للقاعدة النقدية نظراً لعدم معنوية معلمته إحصائياً رغم إشارته السالبة التي تتوافق مع فرضيات النموذج، واتضح تغير سعر الصرف بـ 1.81% عند تغير معدل النمو النقدي بنسبة 1% في الاتجاه المعاكس.

بلغت درجة تأثير المتغيرات الثلاث نسبة 65.30% وهذا ما يبرر التأثير الواضح للمتغيرات الحقيقية على سعر الصرف التوازني نظراً لانخفاض قيمة معامل التحديد في ظل غياب هذه المتغيرات في النموذج الحالي مقارنة بالنماذج سابقة التقدير، كما أسفرت نتائج التقدير عن حلول النموذج من المشاكل القياسية نظراً لتشويش الأبيض للبقايا واستقلاليتها وتجانس تباينها، إضافة إلى إتباعها للتوزيع الطبيعي.

4- تحليل نموذج تحديد معدل التضخم (IRD): أثبتت نتائج تقدير النموذج إلى عدم معنوية كل معلماته إضافة إلى عدم قبول النموذج إحصائياً باستخدام اختبار فيشر مع ضعف معامل التحديد المصحح حيث بلغ 8.78%، كما أن النموذج يحتوي على العديد من المشاكل القياسية كعدم اتباع البقاي للتوزيع الطبيعي وعدم تجانس تباينها إضافة إلى وجود ارتباط ذاتي بينها.

5- تحليل نموذج الحركة غير التامة لرأس المال (IPIC): هذا النموذج مثله مثل النموذج السابق، حيث أنه ليس هناك معنوية إحصائية لمعلماته، عدا معنوية معلمة الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى 10%، رغم القيمة الكبيرة لمعامل التحديد المصحح (83.03%) وهذا ما يثبت التفوق الكبير للأثر الحقيقي في تحديد سعر الصرف التوازني في الجزائر، إضافة إلى أن النموذج يحتوي على مشكلة عدم تجانس التباين.

6- تحليل نموذج الحساب الجاري (CA): من خلال تقدير نموذج "هوبر-مورتون" اتضح التأثير المعنوي الايجابي للمعروض النقدي على سعر الصرف وفقاً لافتراضات النموذج والتأثير السالب المعنوي إحصائياً للناتج المحلي الإجمالي على سعر الصرف، إضافة إلى تفوق الأثر الحقيقي على الأثر النقدي، كما أسفر النموذج عن ضعف تأثير الفروق في أسعار الفائدة إضافة إلى العلاقة الموجبة بين سعر الصرف والتضخم عكس ما يفترضه نموذج الحساب الجاري.

من جهة أخرى هناك تأثير غير معنوي للحساب الجاري على سعر الصرف التوازني رغم أن إشارته موافقة لافتراضات النموذج، كما أن هذه المتغيرات تُفسر سعر الصرف التوازني بنسبة 91.02% وهي نسبة تأثير قوية، إضافة إلى المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج نظراً لأن احتمال إحصائية "فيشر" أقل من مستويات المعنوية الثلاث 1%، 5% و 10% كما أن النموذج لا يحتوي على المشاكل القياسية.

7- تحليل نموذج إحلال العملة (CS): شهد النموذج توافق في إشارات ومعنوية معلمات متغيراته المستقلة مع افتراضات النموذج عدا معلمة متغير الفروق في المعروض النقدي، إضافة إلى تفوق الأثر الحقيقي (0.51) على الأثر النقدي (0.46)، إضافة إلى أن هذه المتغيرات تفسر سعر الصرف التوازني بنسبة 87.87% وهي درجة تأثير قوية.

اختبار فيشر يثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج نظراً لأن احتمال إحصائية "فيشر" أقل من مستويات المعنوية الثلاث، إضافة إلى أن النموذج يحتوي على بعض المشاكل القياسية كعدم تجانس تباين الأخطاء وعدم إتباعها للتوزيع الطبيعي.

الجدول رقم 4-7: نتائج تقدير نماذج سعر الصرف التوازني (الملحق رقم 29)

CS	CA	IRD	EMP	IPIC	DFM	FPM	النموذج المتغيرات
2.2233 (7.0728)***	2.3623 (6.3037)***	3.4063 (1.5698)	4.4103 (90.2177)***	0.8369 (0.7431)	2.3807 (7.1328)***	2.2371 (9.4280)***	c الثابت
0.4662 (10.5327)***	0.4331 (7.7183)***	-	-	-0.0324 (-0.1007)	0.4325 (8.0228)***	0.4583 (13.4950)***	$(m - m^*)$
-0.5126 (-6.9672)***	-0.4784 (-5.5109)***	-	-	-0.3098 (-2.3734)*	-0.4743 (-6.1065)***	-0.5081 (-9.3115)***	$(y - y^*)$
-	-0.0019 (-1.5252)	-	-	-	-0.0019 (-1.5899)	-0.0024 (-2.7773)**	$(i - i^*)$
-	-0.0015 (-0.5973)	-	-0.0157 (-4.4975)***	-	-0.0016 (-0.6254)	-	$(\pi - \pi^*)$
-	-	-	-	0.7102 (1.5134)	-	-	e_{t-1}
-	-	-	-	0.0780 (0.4251)	-	-	$(m - m^*)_{t-1}$
-	-	-	-	0.0029 (0.9596)	-	-	$(p - p^*)_{t-1}$
-	-	-	-	0.2086 (0.9874)	-	-	$(y - y^*)_{t-1}$
-	-	-	0.0120 (0.0654)	-	-	-	$\frac{\nabla D}{M}$
-	-	-	-1.8379 (-2.7225)**	-	-	-	∇m^*
-	-	0.0419 (0.4115)	-	-	-	-	y
-	-	-0.0058 (-1.6163)	-	-	-	-	i
-	-	-0.00005 (-0.0114)	-	-	-	-	\ddot{m}
-	-8.9×10^{-20} (-0.1276)	-	-	-	-	-	$(ca - ca^*)$
-0.0076 (0.0422)	-	-	-	-	-	-	$(\nabla m - \nabla m^*)$
(44.48)***	(37.50)***	(1.577)	(12.29)***	(14.86)***	(50.41)***	(69.92)***	F
0.8787	0.9102	0.0878	0.6530	0.8303	0.9165	0.9199	\bar{R}^2
1.7291	1.6667	0.8039	1.4163	1.6597	1.6867	1.7059	DW
8.3134	10.216	21.064	8.9762	17.087	10.137	9.9859	LB
22.1280	1.5284	0.5540	0.7942	0.4291	1.1970	1.2246	JB
4.4525	5.2425	0.3453	0.9998	1.2693	4.6229	3.8361	BG
6.7272	0.4704	11.9371	9.7749	0.2958	12.7602	3.1292	Wh

***، **، * معنوي عند مستوى 1%، 5%، 10%.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews7

ثانياً: قياس الاختلافات بين سعري الصرف الرسمي والتوازي: لقياس الاختلافات بين سعر

الصرف الرسمي وسعر الصرف التوازي يتم استخدام مجموعة من المعايير الإحصائية تعتمد على درجة تباعد قيمة سعر الصرف التوازي عن قيمته الرسمية وتمثل هذه المعايير فيما يلي:

1- خط الانطباق: تعتمد هذه الطريقة على تمثل إحدائتي التغير في قيم سعر الصرف الرسمي وقيم سعر الصرف التوازي في معلم متعامد ومتجانس، ولكي تنطبق القيمتان (الرسمية والتوازنية) يجب أن تقع النقاط على منتصف الربع الأول، حيث يتم تصنيف الربعين الأول والثالث بخط موجب الميل يسمى بخط الانطباق.

إن النقاط التي تقع في الربعين الثاني والرابع فتثبت إشارات عكسية، وتسمى بمناطق التغير في الاتجاه، فإما أن هناك حالة انخفاض سعر الصرف الرسمي بمقابل ارتفاع سعر الصرف التوازي أو العكس.

2- متوسط القيم المطلقة لنسبة الخطأ (MAPE): تعطى صيغة المعيار كالتالي:

$$MAPE = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^n \left| \frac{TCH_t^E - TCH_t^O}{TCH_t^O} \right|$$

حيث: TCH_t^E : سعر الصرف التوازي. TCH_t^O : سعر الصرف الرسمي.

3- جذر متوسط مربع الخطأ (RMSE): تعطى صيغة المعيار كالتالي:

$$RMSE = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^E - TCH_t^O)^2}$$

4- الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ المعياري (NRMSE): هذا المعيار يحسن المعيار السابق حيث أنه

معطى في صورة نسبية، وتعطى علاقة المعيار كالتالي:

$$NRMSE = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^E - TCH_t^O)^2}}{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^O)^2}}$$

5- متباينة Theil الأولى (UI): بسط هذه المتباينة هو الجذر التربيعي لمتوسط مربع الخطأ ومقامها هو

مجموع $RMSE$ عندما تكون جميع القيم سعر الصرف الرسمي صفرية مع $RMSE$ عندما تكون جميع قيم سعر الصرف التوازي صفرية، وعليه تقع قيمة UI في المجال $[0.1]$.

في حالة انطباق القيم لجميع الفترات يكون $U_1 = 0$ وفي أسوأ الحالات يكون $U_1 = 0$ ، وتعطى صيغة

المتباينة كالتالي:

$$U_1 = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^E - TCH_t^O)^2}}{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^E)^2 + \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (TCH_t^O)^2}}$$

6- متباينة Theil الثانية (U2): تستعمل هذه المتباينة لاختبار أخطاء تغير الاتجاه وعلى خلاف متباينة Theil الأولى (U1) تصاغ هذه المتباينة بدلالة التغيرات وليس بدلالة المستويات كالتالي:

$$U_2 = \frac{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\Delta TCH_t^E - \Delta TCH_t^O)^2}}{\sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (\Delta TCH_t^O)^2}}$$

يلاحظ أن $U_2 = 0$ إذا كان $\Delta TCH_t^E = \Delta TCH_t^O$ لجميع الفترات.

بالإضافة إلى المعايير السابقة سيتم استخدام متوسط النمو السنوي والانحراف المعياري في مقارنة القيم الرسمية لسعر الصرف مع القيم التوازنية له، ونتائج حساب هذه المعايير مدرجة في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-8: معايير المقارنة بين سعري الصرف الرسمي والتوازي

CS	CA	IRD	EMP	IPIC	DFM	FPM	النموذج المعيار
0,0278	0,0278	0,0924	0,0582	0,0375	0,0301	0,0278	MAPE
3,0013	2,5366	7,8132	5,1661	3,0279	3,0048	2,5366	RMSE
0,0427	0,0361	0,1113	0,0736	0,0431	0,0428	0,0361	NRMSE
0,0214	0,0181	0,0560	0,0369	0,0216	0,0214	0,0181	UI
0,8880	0,7335	1,6681	1,4249	0,8473	0,8572	0,7335	U2
2,7680	2,7408	0,6640	2,9142	3,9311	2,5567	2,7408	معدل النمو السنوي
8,7882	8,8178	4,6479	7,5757	10,0783	8,2470	8,8178	الانحراف المعياري

المصدر: من إعداد الطالب

توضح المقاييس أعلاه مدى الاختلاف بين قيم سعر الصرف الرسمي المعلن وسعر الصرف التوازي المقدر من خلال النماذج النقدية، حيث تثبت مختلف المقاييس أنه ليس هناك اختلاف كبير بين قيم سعر الصرف الرسمي والتوازي حيث تقترب قيمة UI من الصفر، إضافة إلى ذلك الاختلاف الطفيف بين معدل النمو السنوي للسعرين إذ بلغ معدل نمو سعر الصرف الرسمي 3.0836% ما عدا في نموذج تحديد معدل التضخم الذي أسفر عن استقرار كبير لسعر الصرف التوازي بمعدل نمو سنوي بلغ 0.664%.

من جهة أخرى بلغ الانحراف المعياري لقيم سعر الصرف التوازي حدود 7.57 إلى 10.08 وهي قيم تقترب من قيمة الانحراف المعياري لسعر الصرف الرسمي (9.0639)، فرغم ذلك فالاختلاف بين السعرين لا يتم النظر بالدرجة الأولى إلى الاختلاف في قيمهما بل إلى تأثيرات هذه الفروق على حركة رأس المال إلى الجزائر.

المطلب الرابع: اختبار نظام الصرف الواقعي والمستوى الأمثل للاحتياطات في الجزائر.

تشير التجارب إلى أن اتباع البلد لأحد ترتيبات نظام الصرف الثابت يستدعي وجود مستوى كافي من الاحتياطات دفاعاً عن قيمة العملة، في حين أن التوجه إلى مرونة أكبر لسعر الصرف سوف يقلل عبء الاحتفاظ بالاحتياطات الدولية الكبيرة، فاحتفاظ الجزائر بالمستوى الكبير للاحتياطات الصرف يعطي فكرة

مبدئية حول طبيعة نظام الصرف الواقعي المتبع بالمقارنة مع نظام الصرف المعلن من قبل السلطات النقدية والمتمثل في نظام التعويم المدار.

أولاً: اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي في الجزائر: يركز التصنيف الواقعي على مجموعة من المعايير تستخدم كآليات لتمييز طبيعة ترتيب نظام الصرف الذي يتبعه البلد في الواقع، هذه المعايير مرتبة في شكل مراحل¹ تستند إلى بعضها البعض، بحيث يتم استخدام متغيرين أساسيين: سعر الصرف الاسمي (سنوي وثلاثي) واحتياطات الصرف، كما يتميز نظام التعويم الحر بالتقلب الشديد في سعر الصرف مع ضعف تدخل السلطات النقدية في مقابل الربط الجامد الذي يتميز بارتفاع درجة ثبات تقلبات سعر الصرف مع توفر احتياطات صرف كبيرة تستخدم في عمليات التدخل.

1- معايير التفرقة بين أنظمة الصرف وفق التصنيف الواقعي: يمكن تحديد معايير للتفرقة بين ترتيبات الصرف التالية:²

- التعويم الحر: ارتفاع التباين في سعر الصرف مع انخفاض التقلبات في احتياطات الصرف.
- التعويم المدار: ارتفاع التباين في سعر الصرف مع ارتفاع التقلبات في احتياطات الصرف.
- الربط الزاحف: اتجاه عام موجب لسعر الصرف السنوي (معامل الاتجاه العام أكبر من العتبة X_1 المعطاة وهذا لإهمال الاتجاهات الصغيرة التي ليست لها دلالة) مع انخفاض التقلبات في احتياطات الصرف.
- الربط الجامد: عدم وجود اتجاه عام في سعر الصرف السنوي أو معامل الاتجاه العام أصغر من العتبة X_1 ، مع تقلبات منخفضة لسعر الصرف الاسمي بدون اتجاه عام.

الجدول رقم 4-9: خصائص أنظمة الصرف وفق الاختبار الواقعي

طبيعة نظام الصرف	الاتجاه في سعر الصرف الاسمي*	التباين في سعر الصرف الاسمي خلال الثلاثيات (الاتجاه أكبر من 0)*	التباين في احتياطات الصرف
التعويم الحر	-	مرتفع	منخفض
التعويم المدار	-	مرتفع	مرتفع
الربط الجامد	القيمة المطلقة للاتجاه أقل من X_1	منخفض	-
الربط الزاحف	الاتجاه السنوي أكبر من X_1	منخفض	-
التخفيض	الاتجاه خلال الثلاثيات أكبر من X_2	-	-

* يتم استخدام سعر الصرف على أساس عدد الوحدات من العملة المحلية مقابل دولار واحد معطاة باللوغاريتم، X_1 و X_2 معطاة بقيم موجبة بحيث: $X_1 = 2\%$ و $X_2 = 6\%$.

المصدر:

Virginie Coudert, Marc Dubert, *Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ?*, op.cit, P:15.

¹ أنظر الملحق رقم 04.

² Virginie Coudert, Marc Dubert, *Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ?*, op.cit, P:15.

بالإضافة إلى الترتيبات السابقة يضاف صنف آخر (التخفيض) بحيث يكون ذو دلالة خاصة في ظل الترتيبات الثابتة.

2- مراحل اختبار نظام الصرف الواقعي: سوف يتم اختبار طبيعة نظام الصرف خلال فترة التعويم المدار باستخدام اختبار التصنيف الواقعي وذلك وفق المراحل التالية:

أ- الاتجاه العام السنوي لسعر الصرف: بعد تقدير نموذج لوغاريتم سعر الصرف السنوي بدلالة الاتجاه العام وذلك باعتماد سعر الصرف كدالة للزمن حصلنا على النتائج التالية:

$$TCH = 57.8217 + 1.0771 T$$

(16.2004)*** (3.7084)***

$$F = 13.7523(0.0017) \dots R^2 = 0.4472$$

كل من الثابت ومعامل الاتجاه العام معنويين إحصائياً عند مستوى معنوية 1% إضافة إلى أن قيمة معامل الاتجاه العام موجبة وبالتالي سيتم الانتقال إلى المرحلة الموالية المتمثلة في اختبار تباين سعر الصرف خلال الثلاثيات من كل سنة.

ب- اختبار تباين سعر الصرف خلال الثلاثيات: اعتماداً على بيانات سعر الصرف الرسمي لأربعة ثلاثيات من كل سنة تم حساب التباين والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-10: طبيعة تباين سعر الصرف خلال ثلاثيات فترة التعويم المدار

السنة	التباين	الانحراف المعياري	تباين (مرتفع H /منخفض L)
2013	0,0180	0,1340	L
2012	0,1108	0,3328	L
2011	0,0158	0,1256	L
2010	0,0122	0,1103	L
2009	0,0025	0,0505	L
2008	0,1779	0,4218	L
2007	0,0714	0,2671	L
2006	0,0103	0,1015	L
2005	0,0124	0,1113	L
2004	0,0106	0,1029	L
2003	0,0008	0,0275	L
2002	0,0016	0,0401	L
2001	0,0283	0,1682	L
2000	0,0439	0,2094	L
1999	1,0305	1,0151	H
1998	0,0773	0,2780	L
1997	0,0204	0,1427	L
1996	0,0204	0,1427	L
1995	1,7820	1,3349	H

المصدر: من إعداد الطالب

من خلال النتائج المتحصل عليها يلاحظ أن نظام الصرف في الجزائر هو إما أن يكون ربطاً جامداً أو ربطاً زاحفاً نظراً للتباين المنخفض لسعر الصرف عدا سنتي 1995 و 1999 بحيث أن هناك إمكانية لأن يكون عبارة عن تعويم مدار أو تعويم حر، بحيث تم الحكم ارتفاع وانخفاض التباين على أساس انحراف معياري واحد $(\mu \pm 1)$.

ج- الاتجاه العام السنوي خلال الثلاثيات: بهدف تحديد طبيعة نظام الصرف الواقعي تم تقدير نماذج الاتجاه العام خلال الثلاثيات والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 4-11: نماذج تحديد نظام الصرف الواقعي في الجزائر¹

السنة	الثابت	معامل الاتجاه العام	إحصائية F	معامل التحديد	طبيعة النظام
2013	***4.3505	*0.0094	*9.1353	0.8204	ربط جامد
2012	***4.2978	0.0210	3.9866	0.1839	ربط جامد
2011	***4.2734	0.0060	1.2168	0.3782	ربط جامد
2010	***4.2971	0.0049	0.09594	0.3242	ربط جامد
2009	***4.2827	0.0011	0.1559	0.0850	ربط جامد
2008	***4.1700	0.0011	0.0024	0.0012	ربط جامد
2007	***4.2906	***0.0205-	***112.69	0.9825	ربط زاحف
2006	***4.3048	**0.0077-	**48.9019	0.9607	ربط جامد
2005	***4.2735	**0.0082	**24.583	0.9248	ربط جامد
2004	***4.2620	0.0062	2.9986	0.5999	ربط جامد
2003	***4.3438	**0.002	**29.6954	0.9369	ربط جامد
2002	***4.3430	0.002	1.4083	0.4132	ربط جامد
2001	***4.3217	0.0098	2.7210	0.5764	ربط جامد
2000	***4.3464	0.0102-	1.3251	0.3985	ربط جامد
1999	***3.9981	***0.0785	***791.55	0.9975	تعويم مدار
1998	***4.0275	0.0181	4.8799	0.7093	ربط جامد
1997	***4.0282	**0.0108	**45.3836	0.9578	ربط جامد
1996	***3.9758	**0.0107	**32.5544	0.9421	ربط جامد
1995	***3.6125	*0.0980	*17.7790	0.8989	تعويم مدار

***، **، * معنوي عند مستوى 1%، 5%، 10%.

المصدر: من إعداد الطالب

أثبتت نتائج التقدير أن نظام الصرف الواقعي في الجزائر كان في معظمه ربط جامد، وذلك بنسبة 84.21% من إجمالي الفترة نظراً لأن معامل الاتجاه العام $X_1 < 2\%$ ، عدا ذلك شهدت الجزائر نظام الربط الزاحف سنة 2007 نظراً لأن معامل الاتجاه العام بالقيمة المطلقة $X_1 > 2\%$ ، إضافة إلى التعويم المدار خلال سنتي 1995 و1999 وذلك بعد اختبار التباين في احتياطات الصرف الذي قُدِّرَ بـ 1.19 و14.37 على التوالي، كما أن نظام الصرف الواقعي أقرب لأن يكون نظام تعويم حر سنة 1995 بالنظر إلى انخفاض قيمة تباين احتياطات الصرف خلال هذه السنة.

كما يلاحظ أن معامل الاتجاه العام خلال سنتي 1995 و1999 أكبر من 6% (9.80 و7.85 على التوالي) وهذا يدل على تخفيض قيمة العملة وفقاً للتصنيف الواقعي.

ثانياً: نظام الصرف والمستوى الأمثل للاحتياطات: في حالة تثبيت سعر الصرف يُعلن البنك المركزي عن سعر العملة المحلية مقابل عملة التثبيت، وتتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف من خلال عمليات شراء وبيع العملة المحلية لمقاومة الضغوط على أسعار الصرف، مما يؤثر مباشرة على احتياطي الصرف الأجنبي، (استنزاف احتياطي الصرف)².

¹ أنظر الملحق رقم 30.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008، ص: 185.

فمن المتوقع للبلد الذي ينتهج نظام الصرف الثابت وضع هدف الدفاع عن استقرار أسعار الصرف من ضمن أهدافه النقدية، وأن يكون طلبه على الاحتياطات أكبر من الدول التي تنتهج أنظمة صرف أخرى (أسعار الصرف المرنة).¹

أما في ظل نظام الصرف الموعوم فإن الحاجة لا تبدو ماسة للاحتياطات الدولية في ظل هذا النظام لأن الاختلافات في المدفوعات الدولية سيتكفل سعر الصرف بتصحيحها، حيث أكدت الدراسات التجريبية هذا الطرح أين توصل كل من *Khan و Heller* سنة 1978 إلى أن التحرك نحو ترتيبات صرف أكثر مرونة يقلل من الحاجة للاحتياطات الصرف ومن ثم تقليل الطلب من قبل الدول على الاحتفاظ بالاحتياطات خاصة في الدول الصناعية والدول النامية غير النفطية.²

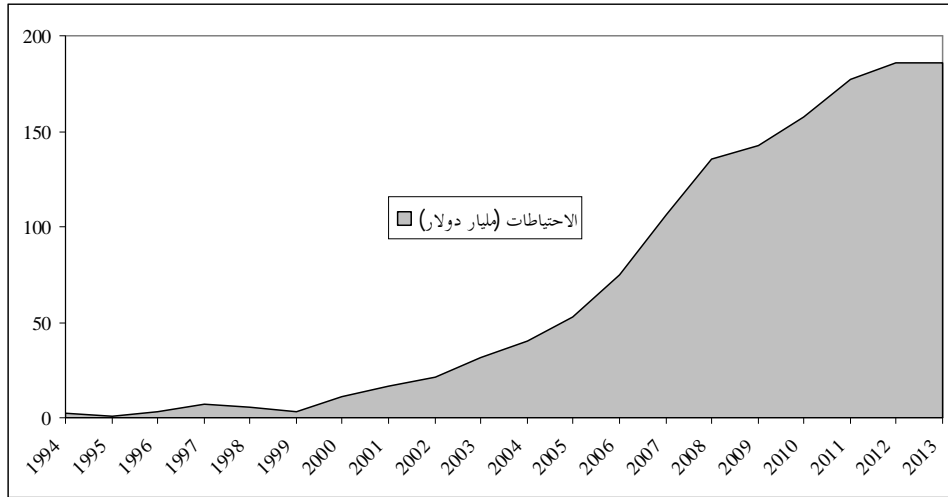
من خلال تقدير نظام الصرف الواقعي في الجزائر خلال الفترة 1995-2013 اتضح أنه أخذ في معظم فتراته نظام الربط الجامد مع وجود نظام الربط الزاحف سنة 2007 ونظام التعويم المدار سنتي 1995 و 1999 وبالتالي سوف يتم تحليل مدى الاحتفاظ بالاحتياطات كوسيلة للدفاع عن قيمة العملة باستخدام أربعة طرق كالتالي:

1- الاحتياطات كنسبة من الواردات: بحيث تغطي الاحتياطات ثلاثة (3) أشهر من الواردات، ويوضح الشكل رقم 1-4 الاحتياطات الفائضة بعد تغطية قيمة ثلاثة أشهر من الواردات، حيث نمت الاحتياطات الفائضة بمعدل نمو سنوي قدر بـ 40.23% كما تضاعفت بـ 90.83 مرة بين سنتي 1995 و 2013، وهذا الحجم الكبير من الاحتياطات يتنافى مع فرضية نظام الصرف الموعوم المعلن من طرف السلطات النقدية ويتوافق مع فرضية اتباع الجزائر لأحد ترتيبات التثبيت وهي النتيجة المتوصل إليها من خلال الاختبار الواقعي لنظام الصرف، إضافة إلى ذلك يلاحظ انخفاض قيمة الاحتياطات بنسبة 44.34% بين سنتي 1994 و 1995 وبنسبة 43.10% بين سنتي 1998 و 1999 حيث أن اتباع الجزائر للتعويم المدار أدى إلى انخفاض الاعتماد على الاحتياطات وهو ما يتوافق إلى حد ما مع فرضية انخفاض الحاجة إلى الاحتياطات في حالة اتجاه سعر الصرف إلى مرونة أكبر.

¹ محمد سيد عابد، التجارة الدولية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 374.

² عبد الحسين الجليل عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية مرجع سبق ذكره، ص: 113.

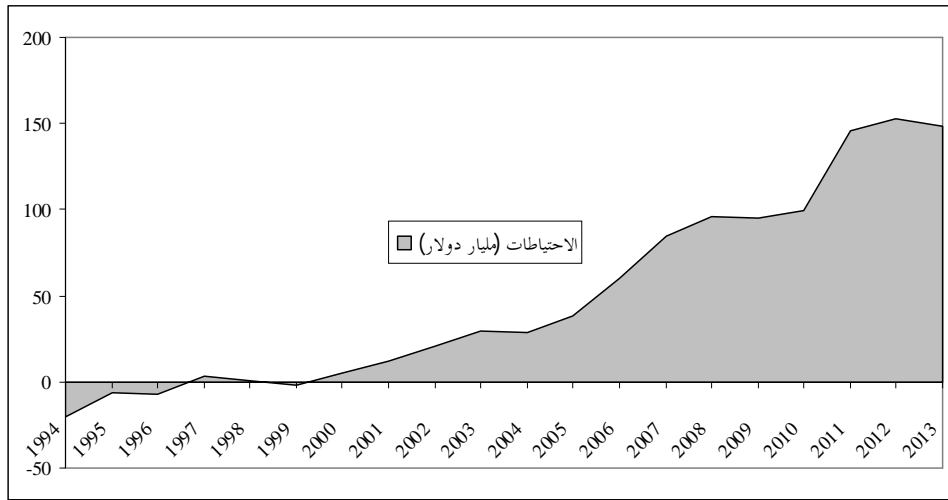
الشكل رقم 1-4: الاحتياطات الفائضة بعد تغطية 3 أشهر من قيمة الواردات



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي

2- الاحتياطات كنسبة من الديون الخارجية: بحيث تمثل الاحتياطات 40% من الديون الخارجية للدولة، وتحليل الشكل رقم 2-4 يلاحظ أن الجزائر عجزت في تغطية 40% من ديونها الخارجية باستخدام الاحتياطات خلال السنوات 1995، 1996 و1999 حيث بلغت نسبة العجز في المتوسط 4.92% أما خلال الفترة 2000-2013 يلاحظ نمو الاحتياطات الفائضة بشكل كبير بمعدل 35.73% وتضاعفت 31.76 مرة وهذا ما يبرر النتيجة السابقة من خلال اتباع الجزائر لأحد ترتيبات التثبيت المتمثل أساساً في الربط الجامد.

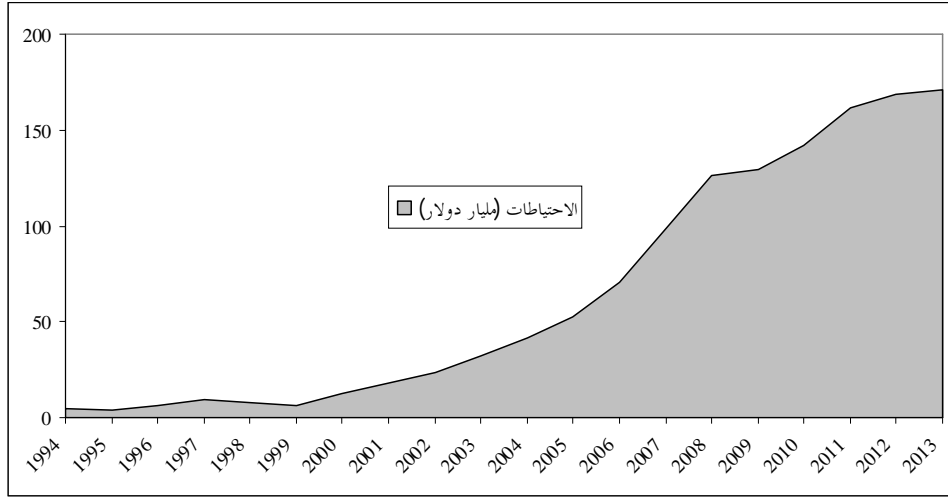
الشكل رقم 2-4: الاحتياطات (الفائضة/الناقصة) بعد تغطية 40% من قيمة الديون الخارجية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي

3- الاحتياطات كنسبة من الكتلة النقدية: بحيث تمثل الاحتياطات 10% من كمية النقود (الكتلة النقدية M2) في الدولة، ويلاحظ أن الاحتياطات غطت 10% من الكتلة النقدية مع وجود قيمة احتياطات فائضة موضحة في الشكل رقم 3-4 بحيث نمت هذه الأخيرة بمعدل نمو سنوي 40.23% وتضاعفت 90.83 مرة وهي قيمة مرتفعة جدا تثبت التحليل السابق، كما يلاحظ انخفاض الاحتياطات الفائضة بنسبة 13.65% بين

سنتي 1994 و1995 وبنسبة 26.42% بين سنتي 1998 و1999 وهو ما يدل على اتباع الجزائر لأحد أنظمة التعويم في هاتين السنتين وبالتالي فعالية التصنيف الواقعي في تحديد نظام الصرف في الجزائر. الشكل رقم 3-4: الاحتياطات الفائضة بعد تغطية 10% من قيمة الكتلة النقدية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي

4- المستوى الأمثل للاحتياطات باستخدام التحليل متعدد العوامل: يمكن حساب المستوى الأمثل للاحتياطات على أساس هذا التحليل من خلال تحديد هذا المستوى كدالة لـ: (نسبة الاحتياطات إلى الواردات)، (نسبة الاحتياطات إلى الديون الخارجية) و(نسبة الاحتياطات إلى الاستثمار الأجنبي المباشر) وذلك وفق العلاقة التالية:

$$OR = \alpha_1 M2 + \alpha_2 D + \alpha_3 FDI$$

حيث: OR : المستوى الأمثل للاحتياطات.

$M2$: الكتلة النقدية.

D : الديون الخارجية.

FDI : الاستثمار الأجنبي المباشر.

α_1 ، α_2 و α_3 : معاملات المتغيرات.

من خلال تقدير قيم المستوى الأمثل للاحتياطات بأخذ بعين الاعتبار المتغيرات يلاحظ الحجم الكبير لهذا المستوى بأخذ بعين الاعتبار تغطية الكتلة النقدية والذي بلغ كمتوسط الفترة 1995-2013 قيمة 45.50 مليار دولار، حيث تضاعف 275.6 مرة، يليه المستوى الأمثل للاحتياطات بأخذ بعين الاعتبار تغطية الواردات حيث بلغ كمتوسط الفترة قيمة 7.18 مليار دولار وتضاعف 5.26 مرة، إضافة إلى ضعف المستوى الأمثل للاحتياطات بأخذ بعين الاعتبار الاستثمار الأجنبي المباشر قيمة 0.03 مليار دولار كمتوسط الفترة 1995-2013.

الجدول رقم 4-12: الاحتياطات الفائضة باستخدام التحليل متعدد العوامل (الوحدة: مليار دولار)

السنوات	المستوى الأمثل للاحتياطات (الواردات)	المستوى الأمثل للاحتياطات (الكتلة النقدية)	المستوى الأمثل للاحتياطات (الاستثمار الأجنبي المباشر)	المستوى الأمثل للاحتياطات	الاحتياطات الفعلية	قيمة الاحتياطات الفائضة	النسبة الفائضة (%)
1995	2,77	0,45	0,00	3,22	4,16	0,95	29,41
1996	3,03	1,02	0,01	4,06	6,30	2,23	54,99
1997	2,81	2,15	0,01	4,97	9,67	4,70	94,61
1998	2,57	1,40	0,04	4,01	8,45	4,44	110,63
1999	2,71	0,74	0,01	3,46	6,15	2,68	77,51
2000	2,88	3,55	0,01	6,43	13,56	7,12	110,75
2001	2,92	5,18	0,06	8,17	19,63	11,46	140,29
2002	3,01	7,39	0,05	10,45	25,15	14,70	140,66
2003	3,64	12,28	0,01	15,93	35,45	19,53	122,61
2004	4,05	17,26	0,02	21,33	45,69	24,36	114,19
2005	5,47	27,04	0,02	32,54	59,17	26,63	81,85
2006	6,21	42,53	0,04	48,78	81,46	32,68	66,99
2007	6,41	65,24	0,02	71,68	114,97	43,30	60,40
2008	8,39	87,22	0,05	95,66	148,10	52,44	54,82
2009	12,27	104,06	0,05	116,38	155,11	38,73	33,28
2010	12,33	114,58	0,03	126,95	170,46	43,51	34,28
2011	12,66	120,12	0,03	132,81	191,37	58,55	44,09
2012	14,30	129,10	0,01	143,41	200,59	57,18	39,87
2013	14,87	123,15	0,01	138,04	201,44	63,40	45,93

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي

من خلال مزج العوامل الثلاثة تم تحديد المستوى الأمثل للاحتياطات وذلك وفق المعادلة السابقة والذي تراوح بين 3.22 مليار دولار سنة 1995 و138.04 مليار دولار سنة 2013، بمتوسط نمو سنوي 52.71% وهو معدل نمو كبير يتنافى مع إعلان اتباع نظام التعويم المدار ويتوافق مع التصنيف الواقعي من خلال اتباع نظام الربط الجامد، إضافة إلى انخفاض قيمة الاحتياطات الفائضة إلى 0.95 مليار دولار سنة 1995 ومن قيمة 4.44 مليار دولار سنة 1998 إلى 2.68 مليار دولار سنة 1999 وهو سلوك يتوافق مع التصنيف الواقعي لنظام الصرف في الجزائر الذي أسفر عن وجود تعويم مدار خلال السنتين المذكورتين. كما يمكن النظر إلى تطور النسبة الفائضة من الاحتياطات (بدلالة المستوى الأمثل) من انخفاضها بعد سنة 2004 حيث بلغت نسبتها 49.18% خلال الفترة 2005-2013 بعد أن قُدّرت بـ 95.27% خلال الفترة 1995-2013.

المبحث الثاني: علاقة اختيار نظام الصرف الأمثل بتحرير حركة رأس المال في الجزائر

أثبتت مختلف الدراسات العلاقة الطردية بين مرونة سعر الصرف ودرجة الانفتاح المالي، ففي ظل نظام الصرف الثابت فإن تدفقات رأس المال لا تؤثر بشكل كبير على قيمة العملة وفي هذه الحالة تسعى الدولة إلى تقييم رأس المال مع اتباع سياسة نقدية مستقلة، عكس اتباع نظام التعويم أين يتم التوجه إلى تحرير رأس المال مع ضعف فعالية السياسة النقدية، ومن خلال اتباع الجزائر لنظام التعويم المدار وفق الإعلان الرسمي سوف يتم اختبار مدى التوافق بين هذا الاختيار وقدرة حركة رأس المال.

المطلب الأول: تحليل تدفقات رأس المال إلى الجزائر.

في ظل استهداف الجزائر للاستثمارات المحلية التي تطلبت أموالاً ضخمة وفي ظل تفاقم المديونية لتمويل المشاريع وتصحيح الاختلالات تم اللجوء إلى رأس المال الأجنبي ممثلاً بالدرجة الأولى بالاستثمار الأجنبي المباشر لتمويل الاحتياجات المالية وهو ما تجسد في التعديلات المستمرة لقانون الاستثمار بهدف تحفيز تدفقات رأس المال وتنظيم حركته من وإلى الخارج.

أولاً: تحليل الاستثمار الأجنبي المباشر: يعتبر الاستثمار الأجنبي أهم عناصر رأس المال الأجنبي التي اعتمدها الجزائر خاصة خلال فترة الإصلاحات الهيكلية، وذلك من خلال الاهتمام بعوامل جذب الموارد المالية من الخارج فضلاً عن تأسيس وكالات محلية لدعم وتشجيع الاستثمار.

1- تطور الاهتمام بالاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر: مر قانون الاستثمار في الجزائر بمراحل يمكن إيجازها في ما يلي:

- استهدف القانون 63-277 لسنة 1963 الضمانات والامتيازات المعلنة للمستثمرين الأجانب مع إمكانية تأسيس شركات استثمار مختلطة (رأس مال محلي وأجنبي).¹
- تناول القانون 66-284 لسنة 1966 دور رأس المال في إطار التنمية الاقتصادية ومكانته وأشكاله والضمانات القانونية الخاصة به، حيث حدد الإطار الذي بموجبه يتدخل رأس المال الخاص في مختلف فروع النشاط الاقتصادي، من خلال احتفاظ الدولة بحق المبادرة لتحقيق الاستثمارات مع إمكانية مشاركة رأس المال الخاص الوطني أو الأجنبي عند الضرورة.²
- ركز القانون 82-11 لسنة 1982 على توجيه الاستثمار الخاص الوطني وأهدافه ومجالات تطبيقه إضافة إلى تنظيمه من خلال الالتزامات والضمانات والامتيازات والتسهيلات المقدمة، مع إمكانية إنشاء المستثمرين

¹ Lois n:63-277 du 26-07-1963 portant code des investissements, Journal officielle de la république Algérien 02-08-1963, PP:774-775.

² الأمر رقم 66-284 المؤرخ في 15 سبتمبر 1966 يتضمن قانون الاستثمارات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 80، 17-09-1966، ص: 1202.

الخواص لشركات فردية أو شركات تضامن بحيث لا تتجاوز قيمتها 10 مليون دج أو شركات ذات مسؤولية محدود أو ذات أسهم لا تتجاوز قيمتها 30 مليون دج طبقا لقانون التجارة.¹

- تم القانون 86-13 لسنة 1986 القانون 82-13 لسنة 1982 المتعلق بإنشاء شركات مختلطة، حيث تحوز جزء من رأسمالها مؤسسة أو عدة مؤسسات اشتراكية وطنية والتي يتم إنشاؤها في إطار المخطط الوطني للتنمية، كما تم السماح للمستثمر الأجنبي بالمشاركة في أجهزة التسيير واتخاذ القرار مع إمكانية الزيادة والنقصان في رأس المال وتخصيص النتائج، إضافة إلى طرح قائمة هامة من الإعفاءات والتخفيضات الضريبية مع وجود العديد من الامتيازات والحوافز للمستثمر الأجنبي.²

- وفقا لقوانين سنة 1988 تم إحلال المؤسسات ذات الطابع الاشتراكي بالمؤسسات العمومية، إضافة إلى إصدار مجموعة من القرارات تهدف إلى تحفيز الاستثمار، كما أن سنة 1988 تعتبر بداية فترة الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر.

- نصّ قانون 90-10 في مجال الاستثمار إمكانية القيام بشراكات واستثمارات مباشرة بين المقيمين وغير المقيمين، مع تقديم العديد من التسهيلات والضمانات قصد تحويل رأس المال بين المستثمر المحلي والأجنبي.

- ركز المرسوم التشريعي 93-12 لسنة 1993 على الامتيازات والتسهيلات والإعفاءات المتعلقة بالاستثمار أهمها تطبيق نسبة منخفضة من الرسوم الجمركية (3%) على السلع المستوردة التي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار، إضافة إلى المساواة بين الجزائريين والأجانب من حيث الحقوق والالتزامات المتعلقة بالاستثمار.³

- نصّ الأمر رقم 01-03 لسنة 2001 على حرية إنجاز الاستثمارات مع مراعاة التشريع والتنظيمات المتعلقة بالنشاطات المقننة وحماية البيئة، والاستفادة من المزايا التي يحددها المجلس الوطني للاستثمار (CNI)⁴، إضافة إلى إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI)⁵ التي تقوم بأنشطة مكملية للمجلس المتمثلة أساساً فيما يلي:⁶

- ضمان ترقية الاستثمارات وتطويرها ومتابعتها؛

- استقبال المستثمرين المقيمين وغير المقيمين وإعلامهم ومساعدتهم؛

¹ القانون رقم 82-11 المؤرخ في 21 أوت 1982 المتعلق بالاستثمار الاقتصادي الخاص الوطني، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 24-08-1982، ص ص: 1692-1698.

² القانون رقم 86-13 المؤرخ في 19 أوت 1986 المعدل المتمم للقانون 82-13 المتعلق بتأسيس الشركات المختلطة الاقتصادية وسيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 27-08-1986، ص ص: 1476-1481.

³ المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 5 أكتوبر 1993 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 64، 10-10-1993، ص ص: 3-10.

⁴ يرأس هذا المجلس رئيس الحكومة والذي يكلف باقتراح استراتيجيات تطوير الاستثمار وأولوياتها واقتراح التدابير التحفيزية لذلك مع العمل على حث وتشجيع استحداث مؤسسات مالية ملائمة لتمويل الاستثمار.

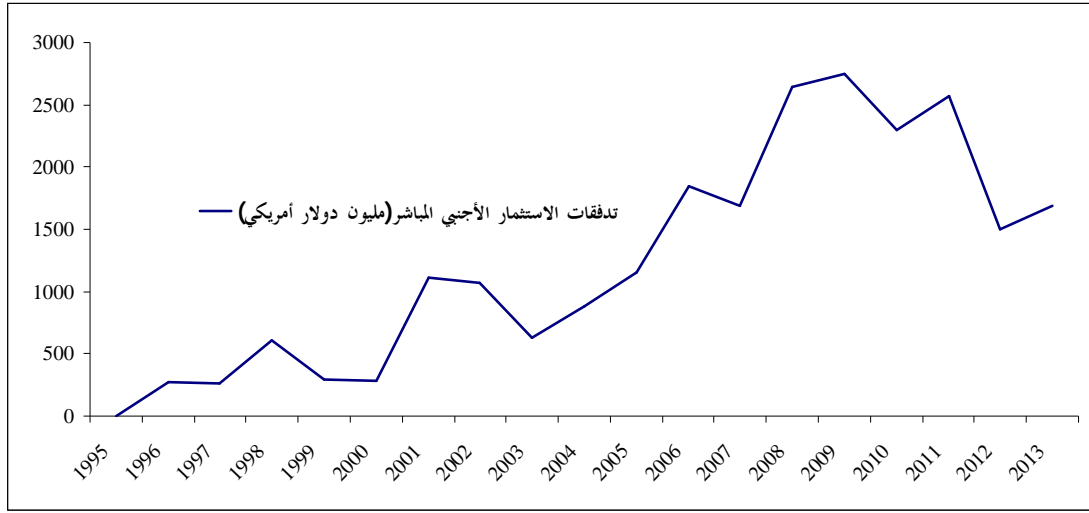
⁵ (Nationale de Développement d'Investissement Agence) مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي.

⁶ الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، 22-08-2001، ص ص: 4-9.

- تسهيل القيام بالشكليات التأسيسية للمؤسسات؛
- منح المزايا المرتبطة بالاستثمار في إطار الترتيب المعمول به؛
- تسيير صندوق دعم الاستثمار؛
- التأكد من احترام الالتزامات التي يتعهد بها المستثمرون.

2- تطور الاستثمار الأجنبي المباشر: شهد الاستثمار الأجنبي المباشر خلال فترة التعويم المدار نمواً تصاعدياً خلال الفترة 1995-2013 حيث انتقل من 0.01 مليون دولار سنة 1995 إلى 1689.28 مليون دولار سنة 2013 ، ورغم ذلك عرف الاستثمار الأجنبي المباشر ثلاثة انخفاضات هامة أولها انخفاض قياسي سنة 2012 بمعدل -71.37% (1500 مليون دولار سنة 2012 مقارنة بـ 1571.23 مليون دولار سنة 2011)، إضافة إلى انخفاض سنة 2003 بمعدل -68.06، وأخيراً انخفاض سنة 2010 بمعدل -19.44%.

الشكل رقم 4-4: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

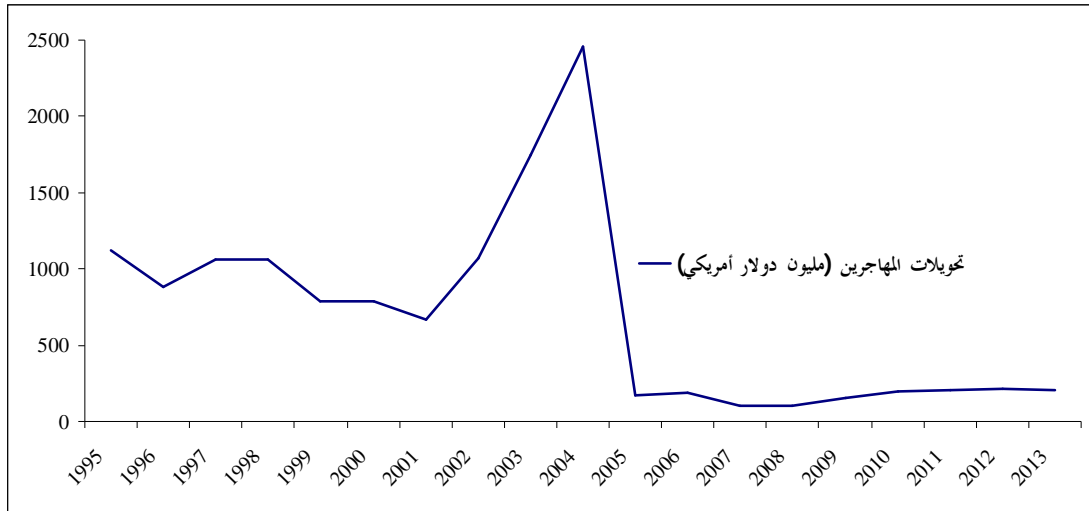
وبمقارنة القيم السابقة بمرحلة تثبيت سعر الصرف في الجزائر يلاحظ الفرق الواضح من خلال البيانات حيث بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر أعظم قيمة له سنة 1980 بقيمة 348.67 مليون دولار، إضافة إلى بلوغ متوسط التدفق 61.77 مليون دولار خلال فترة التثبيت مقارنة بـ 1238.28 مليون دولار خلال فترة التعويم المدار.

تعتبر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ضعيفة جداً إذا ما نسبت إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث لم يتجاوز النسبة 2.002% سُجِلت سنة 2009، وبلغ متوسط النسبة خلال فترة التعويم المدار قيمة 1.11% مقارنة بـ 0.34% خلال فترة التثبيت.

ثانياً: تحليل تحويلات المهاجرين: عرفت تحويلات المهاجرين في الجزائر أربعة مراحل أساسية:

- تميزت فترة ما قبل 1990 بالاستقرار في تدفق التحويلات. بمتوسط 338 مليون دولار وبمعدل نمو سنوي بلغ 1.51%، لترتفع القيمة سنة 1991 إلى 1290 مليون دولار لتتضاعف 3.66 مرة خلال سنة واحدة.
- خلال الفترة 1991-2001 انخفضت تحويلات المهاجرين بمعدل سنوي -4.92% حيث انتقلت القيمة من 1290 مليون دولار سنة 1991 إلى 670 مليون دولار سنة 2001.
- سجلت تحويلات المهاجرين خلال الفترة 2002-2004 نمواً قياسيماً حيث ارتفعت قيمة التحويلات من 670 مليون دولار سنة 2001 إلى 2460 مليون دولار سنة 2004 بمعدل نمو سنوي قدره بـ 54.61% لتتخفف القيمة بـ 14.47 مرة حيث وصلت إلى 170 مليون دولار سنة 2005.
- المرحلة الأخيرة (2005-2013) شهدت استقراراً من حيث تدفق التحويلات حيث بلغ متوسط التدفق خلال الفترة 170.66 مليون دولار بمعدل نمو سنوي -4.71%.

الشكل رقم 4-5: تطور تدفقات تحويلات المهاجرين إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

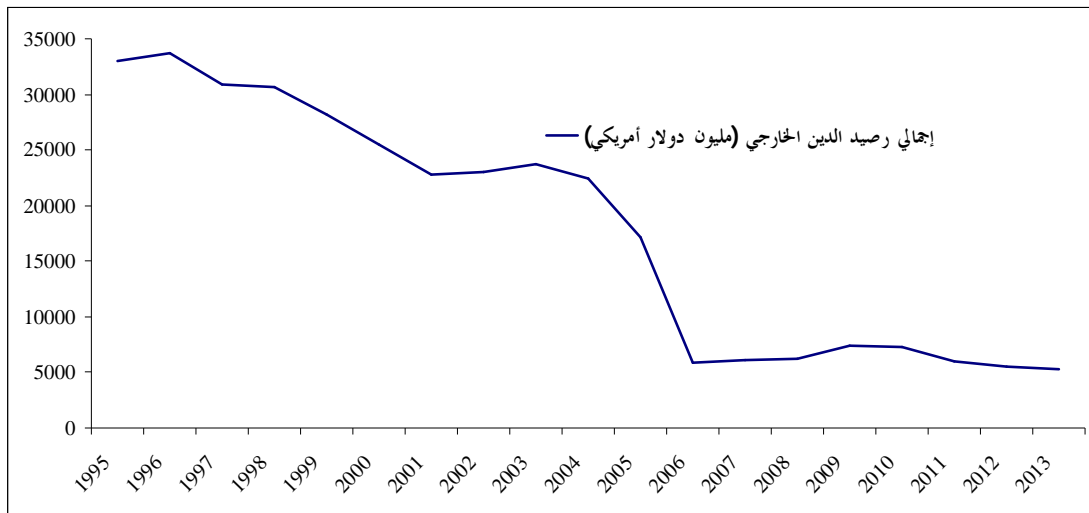
بلغت نسبة تحويلات المهاجرين إلى الناتج المحلي الإجمالي قيمةً ضعيفة (1.41%) حيث انخفض متوسط النسبة من 1.63% خلال فترة التثبيت إلى 1.14% خلال فترة التعويم المدار، أما نسبة تحويلات المهاجرين إلى الصادرات انخفضت هي الأخرى من 6.79% خلال فترة التثبيت إلى 3.58% خلال فترة التعويم المدار.

ثالثاً: تحليل الديون الخارجية: نظراً لتوجه الجزائر إلى تبني مخططات للتنمية وفي ظل انخفاض مصادر التمويل الداخلية تم اللجوء إلى سياسة الاقتراض الخارجي لسد الفجوات الناتجة عن المدخرات المحلية وحجم الاستثمارات المراد تنفيذها ما أدى إلى ارتفاع تصاعدي في حجم القروض من جهة وخدمات الدين من جهة أخرى.

1- تطور الديون الخارجية: عرفت المديونية الخارجية في الجزائر تزايداً ملحوظاً خلال فترة تثبيت سعر الصرف حيث انتقلت من 1260.81 مليون دولار سنة 1971 إلى 30241.91 مليون دولار سنة 1994 بمعدل

نمو سنوي 17.78%، كما يلاحظ أن معدل نمو الديون الخارجية بلغ 6.09% خلال الفترة 1986-1994 مقابل 24.8% خلال الفترة التي سبقت الأزمة البترولية، وهذا المعدل المرتفع يعود إلى تفاقم حدة المديونية خلال فترة السبعينات أين تضاعفت الديون الخارجية بـ 14.68 مرة بمعدل نمو سنوي 41.3% خلال الفترة 1971-1979، وهذا بسبب اللجوء المكثف إلى الاقتراض الخارجي. شهدت الديون الخارجية خلال فترة التعويم المدار مرحلتين أساسيتين، تمثلت الأولى في الفترة 1995-2006 حيث انتقلت قيمة الديون من 33051.93 مليون دولار سنة 1995 إلى 5910.8 مليون دولار سنة 2006 بمعدل انخفاض سنوي -9.72%، أما مرحلة 2007-2013 فقد شهدت استقرار كبير في قيمة الديون الخارجية حيث بلغت في المتوسط 6257.68 مليون دولار بمعدل نمو سنوي -1.21%.

الشكل رقم 4-6: تطور إجمالي رصيد الدين الخارجي في الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

عرفت السيولة المتاحة خارجياً للجزائر ممثلة بنسبة الاحتياطات الدولية إلى الديون الخارجية تحسناً خلال فترة التعويم المدار حيث تطور النسبة من 12.6% سنة 1995 إلى 3850.23% سنة 2013، وهذه النسبة المرتفعة خاصة بعد سنة 2006 تعود إلى الانخفاض الكبير في حجم الديون الخارجية من جهة وارتفاع أسعار المحروقات الذي نتج عنه نمواً كبيراً في الاحتياطات الدولية.

2- تطور خدمات الدين: عرفت خدمات الدين فقد هي الأخرى تزايداً خلال فترة التثبيت حيث تطورت من 69.11 مليون دولار سنة 1971 إلى 5116.62 مليون دولار سنة 1994 بمعدل نمو سنوي 24.48%، عكس فترة التعويم المدار التي شهدت انخفاضاً في خدمة الدين إلى حدود 532.29 مليون دولار سنة 2013، بمعدل نمو سنوي بلغ -0.52%، وهذا بسبب تحسن حصيللة العملة الصعبة من الصادرات بسبب ارتفاع أسعار المحروقات خلال فترة ما بعد 1998.

سجلت نسبة خدمات الدين إلى الصادرات مستويات قياسية خلال فترة التثبيت بمتوسط نسبة بلغ 176.49%، مسجلة نسبة 315.51% سنة 1994، أما خلال فترة التصحيح وما بعدها عرفت النسبة انخفاضاً

من 302.12% سنة 1995 إلى 7.51% سنة 2013، وهذا بسبب عملية الجدولة التي عرفتها فترة التصحيح وإعادة تشكيل الديون من خلال الاعتماد على الديون متوسطة وطويلة الأجل التي تعتبر تكلفتها أقل مقارنة بالديون قصيرة الأجل المتجددة باستمرار.

يمكن إرجاع أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم أزمة المديونية الخارجية في الجزائر إلى أسباب داخلية وأخرى خارجية والمتمثلة أساس فيما يلي:¹

- ضخامة الجهود الاستثمارية التي قامت بها الجزائر من خلال المخططات التنموية التي فاقت القدرة التمويلية المحلية وبالتالي ضرورة اللجوء إلى الاقتراض الخارجي.

- عدم التحكم في سياسة الاقتراض الخارجي حيث تجاوز التمويل الخارجي النسبة المحددة له في ظل الاتصال المباشر بين المؤسسات المحلية والسوق المالية الدولية.

- النمو الديموغرافي المرتفع الذي يسبب زيادة الحاجة إلى الغذاء والصحة والسكن.

- ضعف نتائج الاستثمار الوطني، حيث لم يحفز ذلك النمو الاقتصادي وقدرة البلد على التصدير.

- تدهور معدل التبادل التجاري من خلال انخفاض أسعار الصادرات وارتفاع أسعار الواردات.

- تقلبات أسعار الصرف الدولية التي تُسَعَّرُ بها الصادرات والواردات الجزائرية.

- الشروط الصعبة المفروضة على القروض الممنوحة.

رابعا: تحليل المساعدات والمعونات الرسمية: تميزت تدفقات المنح والمساعدات الرسمية إلى الجزائر

بالتذبذب طوال الفترة الممتدة من 1971 إلى 2013، فخلال فترة التثبيت لم تتجاوز المنح والمساعدات عتبة

184.72 مليون دولار بمعدل نمو سنوي بلغ 10.78% في حين بلغت هذه التدفقات قيمة 258.49 مليون دولار

بمعدل نمو سنوي متوسط تجاوز 4.58% خلال فترة التعويم المدار.

أما بالنسبة لنسبة المساعدات الرسمية إلى الناتج المحلي الإجمالي فقد بلغت مستويات ضعيفة (0.76%)

خلال فترة التثبيت و0.49% خلال فترة التعويم المدار)

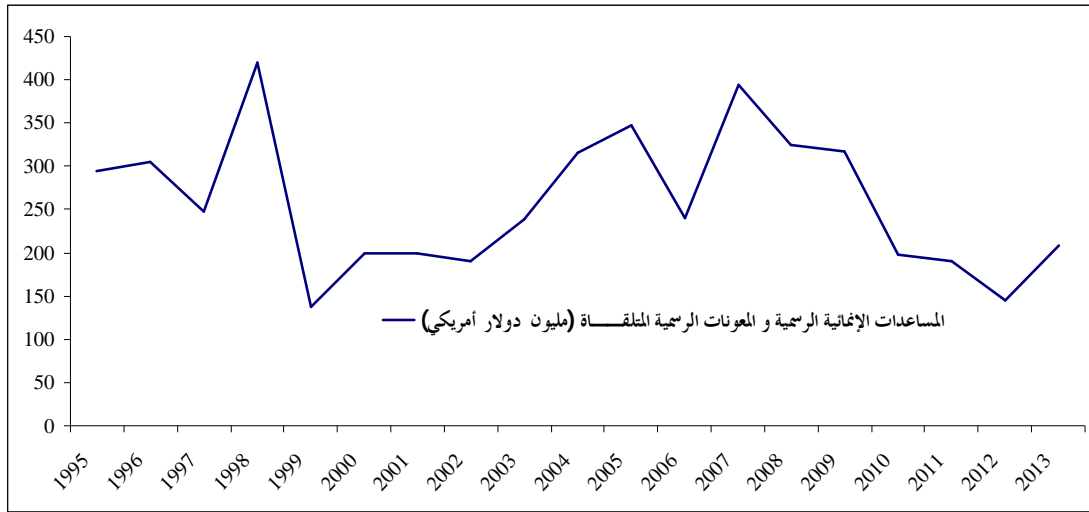
ركزت الجزائر على صافي تدفقات المعونة الثنائية من الجهات المانحة كأعضاء لجنة المساعدات الإنمائية²

التي تمثل صافي مدفوعات المساعدة الإنمائية الرسمية أو المعونة الرسمية المقدمة من أعضاء لجنة المساعدات الإنمائية.

¹ الهاشمي بوجعدار، أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبانيا وآثارها، مجلة جامعة منتوري بقسنطينة، العدد 12، 1999، ص: 98-104.

² البلدان الأعضاء في لجنة المساعدات الإنمائية هي أستراليا، النمسا بلجيكا، كندا، الدانمرك، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، أيرلندا، إيطاليا، اليابان، جمهورية كوريا، لكسمبورغ، هولندا، نيوزيلندا، النرويج، البرتغال، أسبانيا، السويد، سويسرا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، ومؤسسات الاتحاد الأوروبي.

الشكل رقم 4-7: تطور تدفقات المساعدات والمعونات الرسمية إلى الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

تتكون المساعدة الإئتمانية الرسمية من القروض المقدمة بشروط ميسرة (مع عنصر منحة لا يقل عن 25%، ويتم حسابها بنسبة خصم 10%) ومن المنح المقدمة لتشجيع التنمية والرفاهية الاقتصادية في البلدان والأقاليم المدرجة في قائمة لجنة المساعدات الإئتمانية الخاصة بمتلقي المساعدة الإئتمانية الرسمية.

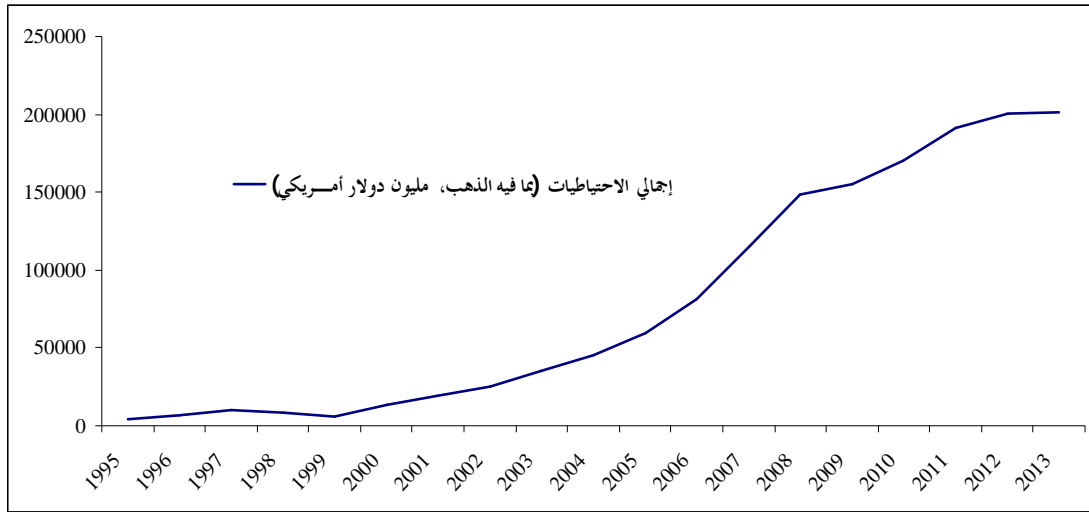
بلغ صافي تدفقات المعونة الثنائية من الجهات المانحة الأعضاء في لجنة المساعدات الإئتمانية مستويات كبيرة نسبة إلى إجمالي المساعدات الرسمية حيث تطورت بمعدل نمو سنوي بلغ 6.68% خلال فترة التثبيت مقارنة بـ 4.96% خلال فترة التعويم المدار، أما من حيث القيمة سجلت فترة التعويم المدار متوسط قيمة صافي تدفقات المعونة الثنائية 235.62 مليون دولار مقابل 136.42 مليون دولار خلال فترة التثبيت.

بلغت حصة صافي تدفقات المعونة الثنائية من الجهات المانحة الأعضاء في لجنة المساعدات الإئتمانية من إجمالي تدفقات المساعدات الرسمية 78.63% خلال فترة التثبيت وارتفعت الحصة إلى 89.79% خلال فترة التعويم المدار حيث تمثل الحصة الباقية مساعدات متعددة الأطراف وهذا ما يفسر توجه الجزائر إلى الاتفاقيات الثنائية خلال فترة التعويم المدار مقارنة بسياسة انتظار المساعدات متعددة الأطراف خلال فترة التثبيت وما يبرر ذلك تجاوز حصة صافي تدفقات المعونة الثنائية من الإجمالي نسبة 95% خلال فترة الإصلاحات الهيكلية.

خامسا: تحليل احتياطات الصرف: على عكس عناصر تدفقات رأس المال السابقة تطورت احتياطات الصرف في الجزائر بمستويات قياسية خاصة خلال الفترة التي أعقبت سنة 1999، حيث نمت احتياطات الصرف خلال هذه الفترة بمعدل 30.9% منتقلة من 6146.08 مليون دولار سنة 1999 إلى 201436.61 مليون دولار سنة 2013 حيث تضاعفت 32.77 مرة.

من أهم الأسباب المؤدية إلى الاتجاه التصاعدي للاحتياطات التحسن الكبير الذي عرفته أسعار المحروقات خلال هذه الفترة إضافة إلى الإدارة الجيدة للديون الخارجية من خلال الدفع المسبق للديون من جهة أو عمليات تحويل الديون إلى استثمارات أو إعفاء الديون مقابل استيراد سلع وخدمات.

الشكل رقم 4-8: تطور إجمالي احتياطات الصرف الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

بمقارنة سلوك الاحتياطات خلال أنظمة الصرف التي مرت بها الجزائر يلاحظ تضاعف الاحتياطات 48.37 مرة بمعدل نمو سنوي 25.47% خلال فترة التعويم المدار مقابل 8.96 مرة بمعدل نمو سنوي 16.7% خلال فترة التثبيت، إضافة إلى أن الاحتياطات شكلت ما نسبته 10.21% خلال فترة التثبيت مقابل نسبة 57.47% خلال فترة التعويم المدار، كما أن نسبة الاحتياطات إلى الواردات بلغت 34.92% خلال فترة التثبيت وهي نسبة ضعيفة مقارنة 212.31% خلال فترة التعويم المدار.

المطلب الثاني: اختبار قدرة رأس المال على الحركة في الجزائر

إن اختبار مدى تأثير اختيار نظام الصرف على إمكانية تحرير حركة رأس المال إلى الجزائر يتطلب اختبار قدرة رأس المال على الحركة أولاً وذلك من خلال استخدام مجموعة من النماذج تعتمد على العلاقة بين متغيرات اقتصادية كلية، فنموذج "فلدشتاين وهوريوكا" يقدر العلاقة بين معدلي الادخار والاستثمار المحليين، في حين يركز نموذج "أولر" على معدل الإحلال النقدي وعلاقته بالاستهلاك، أما نموذج "إدوارد و خان" فيعتمد على متغير سعر الفائدة.

أولاً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "Feldstien - Horioka": يعتمد نموذج "فلدشتاين وهوريوكا" على العلاقة بين معدل الادخار المحلي ومعدل الاستثمار المحلي، حيث أن تغير هذا الأخير بسبب تغير معدل الادخار المحلي بنفس النسبة دلالة على القدرة التامة لحركة رأس المال، أما في الحالة العكسية من خلال عدم معنوية معامل معدل الادخار المحلي أو قيمته تقترب من الصفر دلالة على الاتجاه إلى ضعف حركة رأس المال.

1- الخصائص الوصفية لتغيرات الدراسة: يعكس مقياسي التزعة المركزية لكل من معدل الادخار ومعدل الاستثمار مدى التباعد بين القيمتين خلال الفترة 1995-2013، حيث أن الفرد الجزائري يدخر ما

قيمته 44.87% مقابل استثماره 1.16% وهذا ما يثبت مدى ارتفاع التوجه إلى الادخار مقابل انخفاض توجيه الأموال إلى الاستثمار.

إضافة إلى ذلك سجل معدل الادخار انحراف معياري يقدر بـ 8.78 حول وسيط 44.51 وقيمة عظمية تقدر بـ 57.92 سجلت سنة 2008 وقيمة دنيا 29.42 سجلت سنة 1998، أما معدل الاستثمار فتشتت قيمه بانحراف معياري يقدر بـ 0.52 حول وسيط 1.17 وقيمة عظمية تقدر بـ 2.08 سجلت سنة 2001 وقيمة دنيا 0.45 سجلت سنة 1995.

2- تقدير وتحليل نموذج "فلدشتاين وهوريوكا": من خلال تقدير النموذج حصلنا على النتائج التالية:¹

$$\frac{I}{Y} = -0.0667 + 0.0274 \frac{S}{Y}$$

(-0.1145) (2.1530)**

$$R^2 = 0.2142 \dots \dots \dots DW = 1.7159$$

$$F = 4.6356(0.0459) \dots \dots LB = 10.627(0.561)$$

$$BG = 2.8094(0.2454) \dots \dots Wh = 3.4256(0.1804)$$

$$JB = 2.3722(0.3054)$$

- هناك علاقة طردية معنوية إحصائياً بين معدل الادخار ومعدل الاستثمار في الجزائر حيث أن تغير معدل الادخار بـ 1% يؤدي إلى تغير معدل الاستثمار بـ 0.0274%، كما أن التأثير يُقدر بـ 21.42% وهي نسبة ضعيفة.

- اختبار "فيشر" يثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج عند مستوى معنوية 5% لأن احتمالها أقل من 0.05، إضافة إلى أن اختبار *Durbin-Watson* يثبت عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (استقلالية الأخطاء) لأن إحصائية *DW* تقع في مجال استقلالية الأخطاء، كما أن اختبار *Breusch-Godfrey* يثبت عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة *K* لأن احتمال إحصائية *LM* يساوي 0.2454 وهو أكبر من 5% .

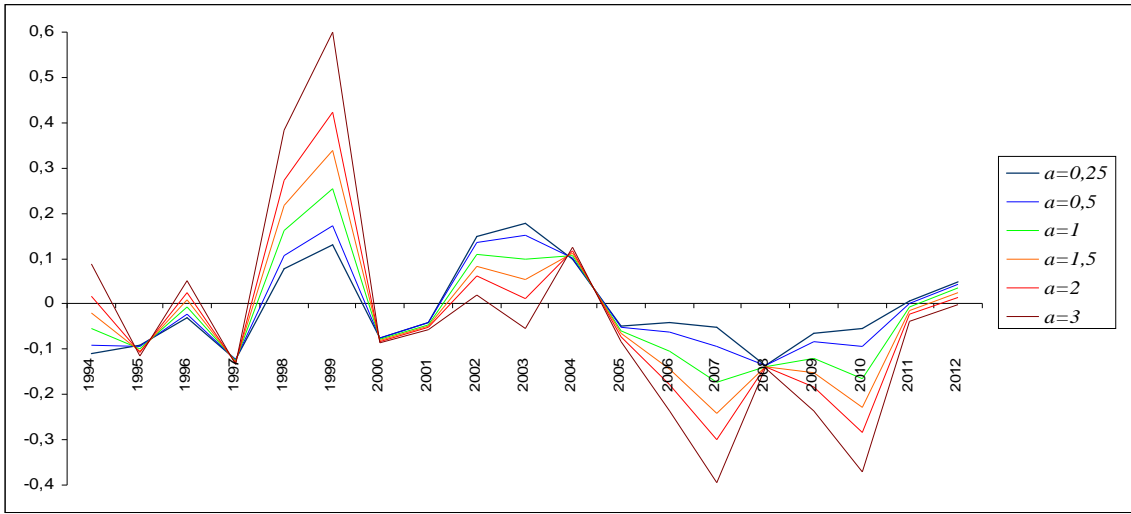
- الأخطاء عبارة عن تشويش أبيض (احتمال إحصائية *LB* أكبر 5%) كما أن هناك تجانس تباين الأخطاء من خلال اختبار "وايت"، إضافة إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي لأن احتمال إحصائية "جارك-بييرا" أكبر من 5%، وبالتالي النموذج مقبول من الناحية الإحصائية.

- يلاحظ أن قيمة المعامل β تقترب من الواحد الصحيح (1.0274) وهذا ما يدل على عدم قدرة رأس المال على الحركة في الجزائر وفقاً لفرضية فلدشتاين وهوريوكا.

ثانياً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "Euler": تعتمد معادلة "أولر" على السلوك الأمثل للاستهلاك وذلك من خلال الاختلاف بين المعدلات الحدية للإحلال النقدي بين فترة حالية وأخرى مستقبلية، ومن خلال تقدير معادلة أولر عند مستويات مختلفة من المرونة *a* حصلنا على النتائج التالية:

¹ أنظر الملحق رقم 31.

الشكل رقم 4-9: نتائج تقدير معادلة "أولر" باستخدام المستوى العام للأسعار



المصدر: من إعداد الطالب

يوضح الشكل أن قيمة معدل الإحلال النقدي تختلف عن الصفر "0" خلال سنوات فترة الدراسة وهذا ما يدل على عدم قدرة رأس المال على الحركة إلى الجزائر والجدول التالي يبين متوسط معدل الإحلال النقدي خلال فترة الدراسة، كما يلاحظ أنه كلما ارتفعت درجة مرونة الإحلال النقدي للاستهلاك كلما ابتعد متوسط معدل الإحلال النقدي عن الصفر وبالتالي انخفاض قدرة رأس المال على الحركة إلى الجزائر.

الجدول رقم 4-13: متوسط معدل الإحلال النقدي في الجزائر

درجة المرونة	$a=0,25$	$a=0,5$	$a=1$	$a=1,5$	$a=2$	$a=3$
متوسط معدل الإحلال النقدي	-0,0092	-0,0140	-0,0219	-0,0279	-0,0322	-0,0361

المصدر: من إعداد الطالب

إضافة إلى ذلك تم استخلاص الملاحظات التالية:

- كلما ازدادت مرونة الإحلال النقدي للاستهلاك كلما أدى ذلك إلى ارتفاع كبير في عدم قدرة رأس المال على الحركة نظراً لابتعاد قيمة معدل الإحلال النقدي عن الصفر بمستويات مرتفعة وهذا ما شهدته سنوات (1998، 1999، 2003، 2007 و2010).

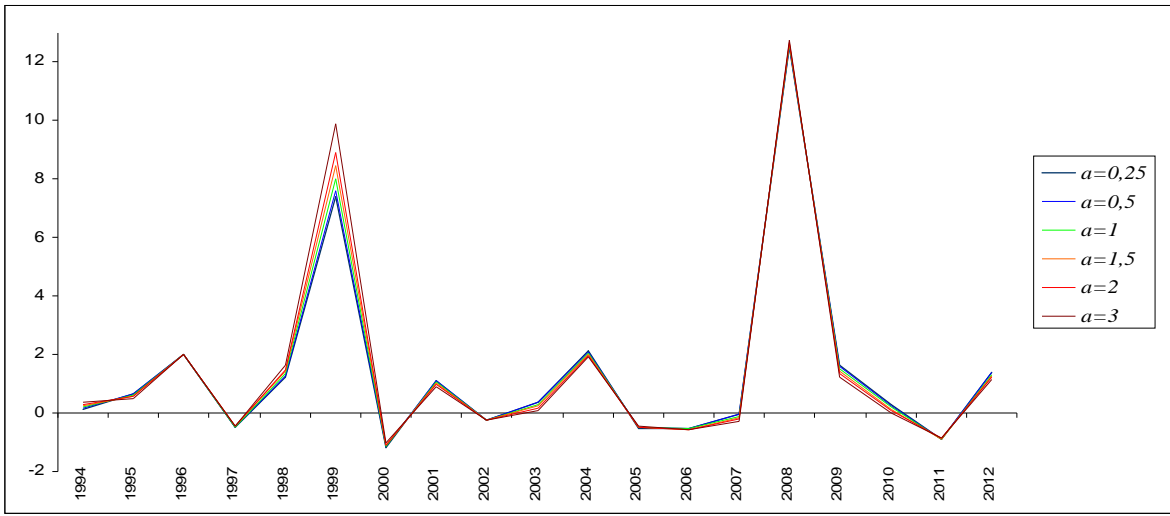
- كلما ازدادت مرونة الإحلال النقدي للاستهلاك كلما أدى ذلك إلى ارتفاع متوسط في عدم قدرة رأس المال على الحركة نظراً لابتعاد قيمة معدل الإحلال النقدي عن الصفر بمستويات متوسطة وهذا ما شهدته سنوات (2002، 2006 و2009).

- كلما ازدادت مرونة الإحلال النقدي للاستهلاك كلما أدى ذلك إلى ارتفاع منخفض في عدم قدرة رأس المال على الحركة نظراً لابتعاد قيمة معدل الإحلال النقدي عن الصفر بمستويات منخفضة وهذا ما شهدته سنوات (1996، 2005، 2011 و2012).

- كلما ازدادت مرونة الإحلال النقدي للاستهلاك كلما أدى ذلك إلى ثبات عدم قدرة رأس المال على الحركة نظراً لبقاء قيمة معدل الإحلال النقدي عند مستوى محدد وهذا ما شهدته سنوات (1995، 1997، 2000، 2001، 2004 و2008).

نظراً للنتيجة السلبية من خلال عدم قدرة رأس المال على الحركة إلى الجزائر تم إعادة تقدير معادلة "أولر" من خلال إجراء تعديل وذلك باستبدال المستوى العام للأسعار بمعدل التضخم والنتائج ملخصة في الشكل التالي:

الشكل رقم 4-10: نتائج تقدير معادلة "أولر" باستخدام معدل التضخم



المصدر: من إعداد الطالب

النتائج المحصل عليها من الشكل السابق من خلال استخدام المستوى العام للأسعار لا تختلف عن نتائج استخدام معدل التضخم، حيث يلاحظ اختلاف قيمة معدل الإحلال النقدي عن الصفر خاصة خلال السنتين 1999 و2008، أين شهدت سنة 1999 حساسية كبيرة لمعدل الإحلال النقدي لتغير الاستهلاك، إضافة إلى ذلك يلاحظ أن لبعض السنوات قدرة ضعيفة لحركة رأس المال نظراً لاقتراب قيمة معدل الإحلال النقدي من الصفر أبرزها سنوات 1997، 2002، 2003، 2005، 2007 و2010.

أما من الناحية الإجمالية يلاحظ من خلال الجدول الموالي انخفاض قدرة رأس المال على الحركة كلما ارتفعت درجة مرونة الإحلال النقدي للتغير في الاستهلاك.

الجدول رقم 4-14: متوسط معدل الإحلال النقدي في الجزائر

درجة المرونة	$a=0,25$	$a=0,5$	$a=1$	$a=1,5$	$a=2$	$a=3$
متوسط معدل الإحلال النقدي	1,4236	1,4274	1,4371	1,4496	1,4648	1,5031

المصدر: من إعداد الطالب

ثالثاً: قدرة رأس المال على الحركة باستخدام نموذج "Edward -Khan": يعتمد نموذج "إدوارد وخان" على سعر فائدة افتراضي تنعدم عند مستواه قدرة رأس المال على الحركة، إضافة إلى استخدام سعر

الفائدة الاسمي، ومن خلال تقدير علاقة تدفقات رأس المال بسعر الفائدة حصلنا على القيمة الافتراضية لهذا الأخير والذي تنعدم عنده تدفقات رأس المال والتي قدرت بـ 3.916221%.

تم تقدير نموذج "إدوارد وخان" اعتماداً على أسعار الفائدة الاسمية استناداً إلى سعر الفائدة الافتراضي، سعر الفائدة الاسمي المحلي وسعر الفائدة الاسمي الأجنبي:

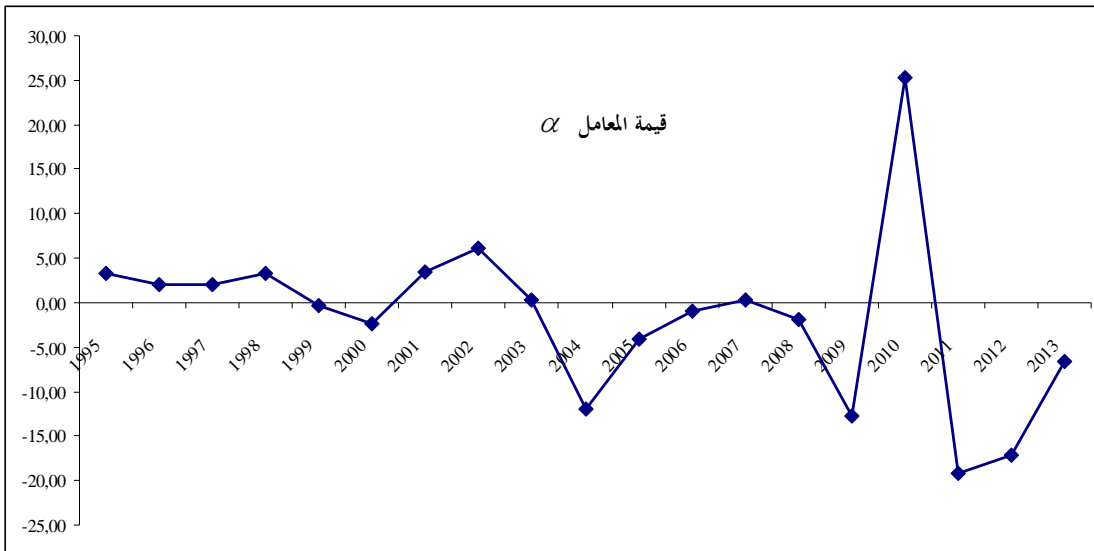
$$i = \alpha i^* + (1 - \alpha) i^l$$

$$\frac{i}{i^l} = \alpha \frac{i^*}{i^l} + (1 - \alpha) \quad : \text{بقسمة طرفي المعادلة على } i^l$$

$$\frac{i}{i^l} - 1 = \alpha \left(\frac{i^*}{i^l} - 1 \right) \Rightarrow \alpha = \left(\frac{i}{i^l} - 1 \right) / \left(\frac{i^*}{i^l} - 1 \right)$$

تم حساب قيمة المعامل α اعتماداً على العلاقة السابقة حصلنا على النتائج الموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم 4-11: تطور المعامل α لـ "إدوارد وخان" باستخدام أسعار الفائدة الاسمية



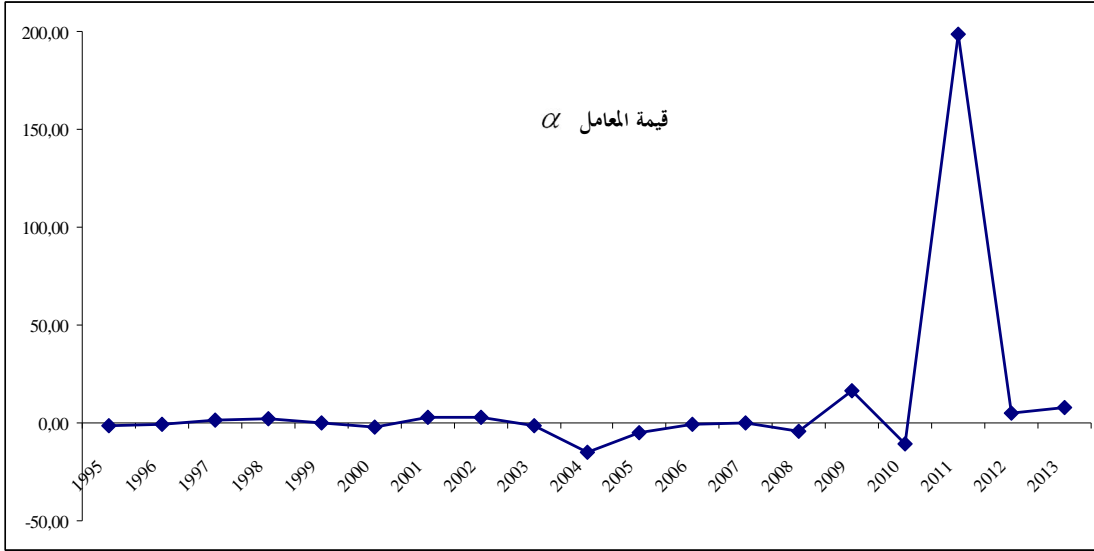
المصدر: من إعداد الطالب

يلاحظ أن قيمة المعامل α تجاوزت القيم الافتراضية المحددة من طرف "إدوارد وخان" وبالتالي لا يتم أخذها بعين الاعتبار ما عدا سنتي 2003 و2007، حيث بلغت قيمة المعامل 0.37 سنة 2003 و0.30 سنة 2007 وبما أن القيمتان تقتربان أكثر من الصفر "0" هذا يدل على عدم قدرة رأس المال على الحركة إلى الجزائر، إضافة إلى ذلك بلغت القيمة المتوسطة للمعامل α خلال فترة الدراسة -1.64 وهي قيمة خارج المجال الافتراضي لـ "إدوارد وخان".

تم إعادة اختبار نموذج "إدوارد وخان" باستخدام أسعار الفائدة الحقيقية وأسفرت النتائج على أن القيمة الافتراضية لسعر الفائدة تقدر بـ 1,210197%، إضافة إلى أن نتائج حركة رأس المال لا تختلف عن النتائج السابقة، حيث أن المعامل α وقع خارج المجال الافتراضي خلال سنوات فترة الدراسة عدا سنة 2007 أين بلغت قيمة المعامل 0.07، وهي نتيجة تدل على عدم قدرة رأس المال على الحركة، كما بلغت القيمة

المتوسطة للمعامل α خلال فترة الدراسة 10.32 وهي تقع خارج المجال الافتراضي لـ "إدوارد وخان" والنتائج موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم 4-12: تطور المعامل α لـ "إدوارد وخان" باستخدام أسعار الفائدة الحقيقية



المصدر: من إعداد الطالب

المطلب الثالث: علاقة نظام الصرف بتدفقات رأس المال.

قصد اختبار علاقة اختيار نظام الصرف بتحرير حركة رأس المال بالجزائر سوف يتم استخدام نموذج ترجيح عناصر الثلاثية المستحيلة بهدف اختبار درجة المفاضلة بين العناصر الثلاثة، وتعطى صيغة النموذج كالتالي:

$$a.MI_t + b.ERS_t + c.KAOPEN_t + \varepsilon_t = 1$$

أولاً: تطور متغيرات الثلاثية المستحيلة في الجزائر: شهدت فترة التثبيت ثبات قيمة مؤشر تحرير حساب رأس المال عند القيمة "0" دلالة على التقييد الكلي لحركة رأس المال، كما سجل مؤشر استقرار سعر الصرف قيمة متوسطة منخفضة 0.34 والتي تدل على وجود مرونة في سعر الصرف وهذا يتعارض مع الإعلان الرسمي عن تثبيت سعر الصرف، كما استقر مؤشر الاستقلالية النقدية عند القيمة 0.5 دلالة أن السياسة النقدية في الجزائر مستقلة بنسبة 50% خلال فترة تثبيت سعر الصرف، ومن خلال تحليل تطور المتغيرات الثلاث خلال فترة التعويم المدار يلاحظ أن:

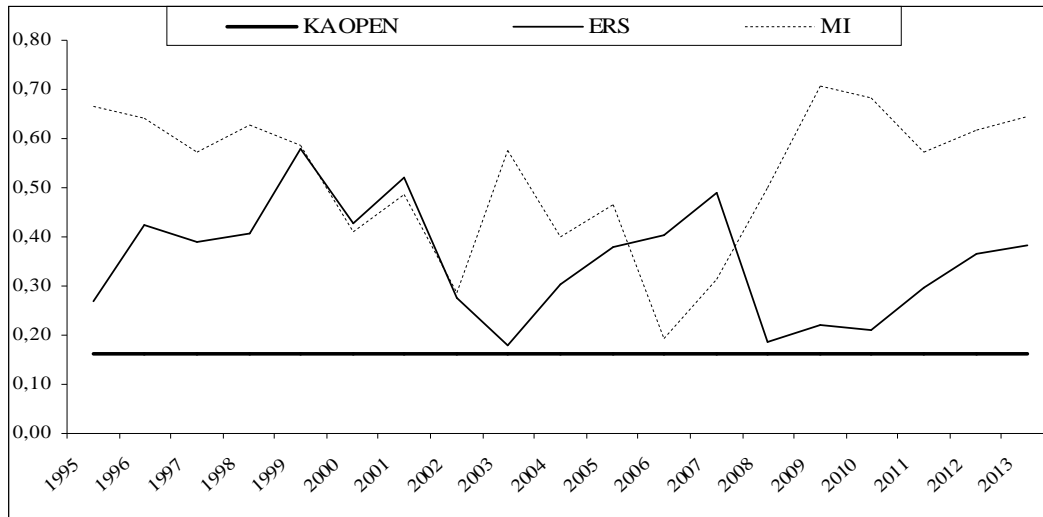
- مؤشر تحرير حساب رأس المال في ثبات عند القيمة 0,16154942 خلال هذه الفترة وذلك منذ سنة 1988 كما أن هذه القيمة تدل على ضعف درجة تحرير تدفقات رأس المال نظراً لاقتراب هذه القيمة من الصفر "0".
- شهدت الفترتين 1995-2001 و 2003-2007 الاتجاه إلى التحكم أكثر في سعر الصرف نظراً لارتفاع مؤشر استقرار سعر الصرف من 0.27 إلى 0.52 في الفترة الأولى ومن 0.17 إلى 0.49 في الفترة الثانية إضافة إلى تحكم أقل خلال الفترة 2008-2013 نظراً لارتفاع قيمة المؤشر من 0.18 سنة 2008 إلى 0.38 سنة 2013.

- خلال الفترة 2001-2003 تم إعطاء سعر الصرف مرونة أكبر مقارنة بالفترة السابقة بانخفاض قيمة مؤشر استقرار سعر الصرف من 0.52 سنة 2001 إلى 0.17 سنة 2003 وكذلك هو الحال خلال الفترة 2007-2008.

- بتحليل مؤشر استقلالية السياسة النقدية يلاحظ الانخفاض التدريجي لهذا المؤشر من 0.66 سنة 1995 إلى 0.28 سنة 2002، ليبقى المؤشر في تقلب بعد هذه الفترة.

- خلال الفترة 2006-2009 شهدت استقلالية السياسة النقدية ارتفاعاً تدريجياً متسارعاً من 0.19 إلى 0.70 لتبقى في حالة استقرار بعد هذه الفترة في متوسط 0.63 وهي تعبر عن استقلالية نقدية مرتفعة نسبياً، والشكل الموالي يوضح تطورات المؤشرات الثلاثة خلال فترة التعويم المدار 1995-2013.

الشكل رقم 4-13: تطور مؤشرات الثلاثية المستحيلة في الجزائر خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب

يثبت التحليل السابق مبدئياً أنه لا توجد أي علاقة بين طبيعة نظام الصرف وتحرير حساب رأس المال فبالرغم من تقلبات مؤشر استقرار سعر الصرف إلا أن مؤشر انفتاح حساب رأس المال بقي ثابتاً طيلة فترة الدراسة، وهذه النتيجة عكس طبيعة العلاقة النظرية بين السياستين.

ثانياً: علاقة نظام الصرف بتدفقات رأس المال: نظراً للتأثير المتبادل بين طبيعة نظام الصرف وتدفقات رأس المال سيتم اختبار العلاقة بين المتغيرين باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي، حيث تم اعتماد التغير السنوي في سعر الصرف الرسمي (المعلن) كمتغير يعبر عن طبيعة نظام الصرف وتدفقات رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.¹

1- الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة: تتكون سلسلة التغير في سعر الصرف الرسمي من 19 مشاهدة تشمل فترة التعويم المدار في الجزائر، حيث بلغ متوسط التغير السنوي قيمة 4.81% من خلال قيمة

¹ أنظر الملحق رقم 32.

عظمى قدرت بـ 35.95% سجلت سنة 1995 وقيمة دنيا قدرت بـ -6.89% سجلت سنة 2004، كما تشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قيمته 10.02% حول وسيط يقدر بـ 2.39%.

أما بالنسبة لسلسلة تدفقات رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فقد بلغ متوسطها الحسابي 40.70% بقيمة عظمى 78.36% سجلت سنة 1995 وقيمة دنيا تقدر بـ 3.81% سجلت سنة 2013، كما تتمحور قيم السلسلة حول وسيط قيمته 39.71% بانحراف معياري يقدر بـ 24.15%.

2- اختبار استقرارية المتغيرات: من خلال تطبيق اختبار ADF لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة اتضح أن:

- سلسلة التغير في سعر الصرف مستقرة عند المستوى نظرا لعدم وجود جذر وحدوي مع عدم وجود اتجاه عام تحديدي إضافة إلى أن السلسلة من نوع DS بدون مشتق، كما بلغت درجة التأخير القيمة "0" في النماذج الثلاثة.

- سلسلة تدفقات رأس المال تحتوي على اتجاه عام تحديدي نظرا لمعنوية معامل الاتجاه العام $prob = 0.0026$ وبعد إزالة أثر الاتجاه العام وإعادة اختبار الاستقرارية اتضح أن السلسلة مستقرة عند المستوى مع درجة تأخير "1" في النموذجين 3 و 2 ودرجة تأخير "0" في النموذج 1، كما أن السلسلة الجديدة CFA من نوع DS بمشتق، وبالتالي: $TCH \rightarrow I(0), \dots, CFA \rightarrow I(0)$.

3- تحديد درجة التأخير المثلى: استنادا إلى معايير كل من "AIC: Akaike"، "SC: Schwarz" و "HQ: Hannan-Quinn" اتضح أن درجة التأخير المثلى في النموذج الأول هي "3"، وبالتالي سوف يتم تقدير نموذج $VAR(3)$ لاختبار علاقة نظام الصرف بتدفقات رأس المال.

4- نتائج تقدير نموذج $VAR(3)$: من خلال عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:

أ- بالنسبة لنموذج تدفقات رأس المال:

$$CFA_t = 2.2808 CFA_{t-1} - 0.1708 CFA_{t-2} - 0.16 CFA_{t-3} + 0.3035 TCH_{t-1} + 0.0856 TCH_{t-2} - 0.095 TCH_{t-3} + 86.59$$

(0.8044) (-0.4722) (-0.5122) (1.4117) (0.3477) (-0.6011) (1.8497)

- لتدفقات رأس المال في الفترة t علاقة طردية بتدفقات رأس المال في الفترة $t-1$ ، وتغير سعر الصرف في الفترتين $t-2$ و $t-3$.

- لتدفقات رأس المال في الفترة t علاقة عكسية بتدفقات رأس المال في الفترتين $t-2$ و $t-3$ وتغير سعر الصرف في الفترة $t-3$.

- معاملات النموذج غير معنوية إحصائيا سواء المعنوية الجزئية باستخدام اختبار "ستودنت" أو المعنوية الكلية باستخدام اختبار "فيشر" عدا معنوية الثابت عند مستوى معنوية 10%.

- بلغت قيمة معامل التحديد 0.3949 أي أن 39.49% من التغيرات في تدفقات رأس المال سببها المتغيرات المستقلة إضافة إلى أن معامل التحديد المصحح سالب وهذا غير مقبول إحصائيا.

ب- بالنسبة لنموذج نظام الصرف:

$$TCH_t = -0.8275 CFA_{t-1} + 0.562 CFA_{t-2} - 0.7032 CFA_{t-3} \\ + 0.2391 TCH_{t-1} - 0.0134 TCH_{t-2} + 0.1112 TCH_{t-3} + 81.1219$$

(-1.6104) (1.0431) (-0.5292)
 (0.7558) (-0.0371) (0.4783) (1.1772)

- لتغير سعر الصرف في الفترة t علاقة طردية بتدفقات رأس المال في الفترة $t-2$ ، وتغير سعر الصرف في الفترتين $t-1$ و $t-3$.

- لتغير سعر الصرف في الفترة t علاقة عكسية بتدفقات رأس المال في الفترتين $t-1$ و $t-3$ وتغير سعر الصرف في الفترة $t-2$.

- كل معلمات النموذج غير معنوية إحصائياً سواء المعنوية الجزئية باستخدام اختبار "ستودنت" أو المعنوية الكلية باستخدام اختبار "فيشر".

- قُدِّرت قيمة معامل التحديد 0.4204 أي أن المتغيرات المستقلة تؤثر في التغير في سعر الصرف بـ 42.04% إضافة إلى أن معامل التحديد المصحح سالب وهذا غير مقبول إحصائياً.

3- اختبارات صلاحية النموذج: تم اختبار صلاحية النموذج المقدر وفق ما يلي:

- نموذج $VAR(3)$ مستقر نظراً لعدم ارتباط جذور الانحدار الذاتي لأن كل قيمها أقل من الواحد "1".
 - اختبار LM يثبت عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء نظراً لأن احتمالات إحصائية LM أكبر من مستوى المعنوية 5% خلال 12 فترة.

- هناك تجانس لتباين الأخطاء نظراً لأن احتمال χ^2 يقدر بـ 0.5175 وهو أكبر من 5%.
 - اختبار JB يثبت اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي نظراً لأن الاحتمال يقدر بـ 0.8053 وهو أكبر من 5%.

4- تحليل دوال الاستجابة: إن تدفقات رأس المال لا تستجيب لصدمة سعر الصرف إلا بعد الفترة الأولى أين تكون الاستجابة إيجابية خلال فترات المدى القصير (2و3)، أما في المدى المتوسط والطويل تنعكس صدمات سعر الصرف سلباً على تدفقات رأس المال (الفترتين 4و5)، ويلاحظ أن تدفقات رأس المال لا تستجيب بدرجة كبيرة لصدمات سعر الصرف بعد الفترة السادسة إذ تتجه إلى التوازن خلال الفترات الموالية. أما بالنسبة لاستجابة سعر الصرف لصدمات تدفقات رأس المال فيلاحظ استجابة جيبيية بمقدار فترتين، فخلال خمس فترات الأولى يلاحظ استجابة سلبية لسعر الصرف ماعدا الفترة "3"، كما تنخفض درجة الاستجابة بعد الفترة "9"، وبمقارنة الدالتين يلاحظ أن حساسية سعر الصرف لتدفقات رأس المال أكبر من حساسية هذه الأخيرة لتغيرات سعر الصرف.

5- تحليل مكونات التباين: تتراوح تباينات تدفقات رأس المال خلال "12" فترة من 4 إلى 5، ففي المدى القصير يلاحظ أن 15.80% من هذا التباين مصدره تغيرات سعر الصرف أما النسبة الباقية 84.20% فمصدرها تدفقات رأس المال نفسها، أما في المدى الطويل يلاحظ استقرار مصدر تباين تدفقات رأس المال التي تسببها تغيرات سعر الصرف عند 18.45% ما يعني انخفاض مصدر تباين تدفقات رأس المال إلى 81.55%.

أما بالنسبة لتباين تغيرات سعر الصرف فيتراوح بين 6 إلى 8 حيث أن 48.91% من هذه التباينات مصدرها تدفقات رأس المال أما النسبة الباقية (51.09%) فمصدرها تغيرات سعر الصرف نفسه وهذا بالنسبة للمدى القصير، أما في المدى الطويل فيلاحظ ارتفاع نسبة مصدر التباين الناتج عن تدفقات رأس المال إلى 51.5% وبالتالي انخفاض مصدره تغيرات سعر الصرف إلى 48.5%، وهذا ما يؤكد مدى تسبب تدفقات رأس المال في تغيرات سعر الصرف.

6- اختبار التأثير الكلي: نظرا لعدم معنوية مقدرات النموذجين تم استخدام اختبار *Wald* لاختبار إمكانية وجود أثر مجتمع لكل من المتغيرات المستقل المتأخرة بفترات من 1 إلى 3 وكانت النتيجة سلبية حيث أن تدفقات رأس المال خلال الفترات $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ مجتمعة لا تؤثر على تدفقات رأس المال وتغيرات سعر الصرف في الفترة t نظراً لأن احتمال إحصائية *Wald* قدرت بـ 0.4954 و 0.1972 وهي أكبر من 5% وبالتالي كل مقدرات النموذج معنوياً معدومة.

إضافة إلى ذلك تم استخلاص أن تغيرات سعر الصرف خلال الفترات $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ مجتمعة لا تؤثر على تدفقات رأس المال وتغيرات سعر الصرف في الفترة t نظراً لأن احتمال إحصائية *Wald* قدرت بـ 0.3722 و 0.89 وهي أكبر من 5% وبالتالي كل مقدرات النموذج معنوياً معدومة.

ثالثاً: علاقة نظام الصرف برصيد حساب رأس المال: من جهة أخرى سيتم تقدير نموذج آخر يأخذ بعين الاعتبار علاقة نظام الصرف (التغير السنوي في سعر الصرف الرسمي) برصيد حساب رأس المال¹، والهدف من ذلك هو إمكانية اعتماد السلطات النقدية في الجزائر على وضعية حساب رأس المال في تحديد قيمة العملة أو العكس بمعنى تحديد قيمة الدينار استهدافاً لرصيد معين لحساب رأس المال.

1- الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة: بلغ المتوسط الحسابي لسلسلة رصيد حساب رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي قيمة 2.37% بقيمة عظمى 2.51% سجلت سنة 2009 وقيمة دنيا -9.79% سجلت سنة 1995 كما تشتت قيم السلسلة بانحراف معياري قيمته 3.50% حول وسيط يقدر بـ -1.72%

2- اختبار استقرارية المتغيرات: من خلال تطبيق اختبار *ADF* لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة اتضح أن سلسلة حساب رأس المال مستقرة عند المستوى وهي من نوع *DS* بدون مشتق كما بلغت درجة التأخير "0" عند النماذج الثلاثة، وبالتالي: $KA \rightarrow I(0)$ إضافة إلى أن $TCH \rightarrow I(0)$

3- تحديد درجة التأخير المثلى: استناداً إلى معايير كل من "AIC: Akaike"، "SC: Schwarz" و "HQ: Hannan-Quinn" قُدِّرت درجة التأخير المثلى بـ "5" وبالتالي سوف يتم تقدير نموذج $VAR(5)$ لاختبار علاقة نظام الصرف برصيد حساب رأس المال.

¹ أنظر الملحق رقم 33.

4- نتائج تقدير نموذج VAR(5): من خلال عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية:

أ- بالنسبة لنموذج حساب رأس المال:

$$KA_t = 0.8139 KA_{t-1} + 0.1573 KA_{t-2} - 0.3671 KA_{t-3} - 0.3687 KA_{t-4} + 1.0591 KA_{t-5} \\ + 0.0519 TCH_{t-1} + 0.3646 TCH_{t-2} - 0.2236 TCH_{t-3} - 0.1228 TCH_{t-4} + 0.1515 TCH_{t-5} + 1.7445$$

- لحساب رأس المال في الفترة t علاقة طردية بحساب رأس المال في الفترات $t-1, t-2, t-5$ ، وتغير سعر الصرف في الفترات $t-1, t-2, t-5$.

- لحساب رأس المال في الفترة t علاقة عكسية بحساب رأس المال في الفترتين $t-3$ و $t-4$ وتغير سعر الصرف في الفترتين $t-3$ و $t-4$.

- معاملات النموذج غير معنوية إحصائياً سواءً المعنوية الجزئية باستخدام اختبار "ستودنت" أو المعنوية الكلية باستخدام اختبار "فيشر".

- بلغت قيمة معامل التحديد 0.5962 أي أن 59.62% من التغيرات في رصيد حساب رأس المال سببها المتغيرات المستقلة إضافة إلى أن معامل التحديد المصحح سالب وهذا غير مقبول إحصائياً.

ب- بالنسبة لنموذج نظام الصرف:

$$TCH_t = 1.3186 KA_{t-1} + 1.9933 KA_{t-2} - 2.7961 KA_{t-3} + 1.1518 KA_{t-4} + 2.7237 KA_{t-5} \\ + 0.6969 TCH_{t-1} + 2.2916 TCH_{t-2} - 0.2335 TCH_{t-3} - 0.5717 TCH_{t-4} + 0.9286 TCH_{t-5} + 9.6512$$

- لتغير سعر الصرف في الفترة t علاقة طردية بحساب رأس المال في الفترات $t-1, t-2, t-4, t-5$ ، وتغير سعر الصرف في الفترات $t-1, t-2, t-5$.

- لتغير سعر الصرف في الفترة t علاقة عكسية بتدفقات رأس المال في الفترة $t-3$ وتغير سعر الصرف في الفترتين $t-3$ و $t-4$.

- معاملي رصيد حساب رأس المال في الفترتين $t-2$ و $t-3$ معنويين إحصائياً عند 5% كما أن معاملي التغير في سعر الصرف للفترتين $t-1$ و $t-4$ معنويين إحصائياً عند 10% أما باقي معاملات النموذج فهي غير معنوية إحصائياً سواءً المعنوية الجزئية أو المعنوية الكلية.

- قدرت قيمة معامل التحديد 0.8673 أي أن المتغيرات المستقلة تؤثر في التغير في سعر الصرف بـ 86.73% إضافة إلى أن معامل التحديد المصحح يُقدَّر بـ 0.4249 وهو أكثر دلالة أي أن 42.49% من التغيرات في سعر الصرف الرسمي سببها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج.

3- اختبارات صلاحية النموذج: تم اختبار صلاحية النموذج المقدر كما يلي:

- نموذج VAR(5) غير مستقر نظراً لوجود ارتباط بين جذور الانحدار الذاتي لأن القيم الخمس الأولى منها أكبر من الواحد "1".

- اختبار JB يثبت اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي نظراً لأن الاحتمال يقدر بـ 0.6973 وهو أكبر من 5%.

4- تحليل دوال الاستجابة: إن رصيد حساب رأس المال يستجيب لصدمات سعر الصرف بعد الفترة الثانية كما أن هذه الاستجابة إيجابية خلال باقي الفترات، أما في المدى المتوسط والطويل تنعكس صدمات سعر الصرف إيجابياً على رصيد رأس المال، إنطلاقاً من استجابة متساوية خلال الفترة 3 و4، ويلاحظ أن رصيد حساب رأس المال يتجه إلى اللاتوازن خلال الفترات الموالية خاصة بعد الفترة السابعة.

أما بالنسبة لاستجابة سعر الصرف لصدمات رصيد حساب رأس المال فيلاحظ استجابة موجبة متزايدة في المدى القصير، أما في المدى الطويل يلاحظ انخفاض هذه الاستجابة في الفترة الرابعة لتتجه قيم سعر الصرف إلى اللاتوازن كلما اتجهنا إلى فترات أطول، كما يمكن استخلاص أن استجابة سعر الصرف لصدمات رصيد حساب رأس المال أكبر من استجابة هذا الأخير لصدمات سعر الصرف.

5- تحليل مكونات التباين: تتراوح تباينات تدفقات رأس المال من 3 إلى 75 خلال "12" فترة، ففي المدى القصير يلاحظ أن 99.76% من هذا التباين مصدره تغيرات سعر الصرف أما النسبة الباقية 0.24% فمصدره تدفقات رأس المال نفسها، أما في المدى الطويل يلاحظ ارتفاع مصدر تباين تدفقات رأس المال التي تسببها تغيرات سعر الصرف إلى 9.11% عند الفترة 10 ما يعني انخفاض مصدر تباين تدفقات رأس المال إلى 90.89%.

أما بالنسبة لتباين تغيرات سعر الصرف فيتراوح بين 4 إلى 251 وهو أكبر من تباين رصيد حساب رأس المال حيث أن 85.35% من هذه التباينات مصدرها رصيد حساب رأس المال أما النسبة الباقية (14.65%) فمصدرها تغيرات سعر الصرف نفسه وهذا بالنسبة للمدى القصير، أما في المدى الطويل فيلاحظ ارتفاع نسبة مصدر التباين الناتج عن رصيد حساب رأس المال إلى 90.50% وبالتالي انخفاض مصدره من تغيرات سعر الصرف إلى 9.50%، وهذا ما يؤكد مدى تسبب رصيد حساب رأس المال في تغيرات سعر الصرف.

6- اختبار التأثير الكلي: نظراً لعدم معنوية معظم مقدرات النموذجين تم استخدام اختبار *Wald* لاختبار إمكانية وجود أثر مجتمع لكل من المتغيرات المستقلة المتأخرة بفترات من 1 إلى 3 وكانت النتيجة سلبية في النموذج الأول حيث أن رصيد حساب رأس المال وتغيرات سعر الصرف خلال الفترات $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ مجتمعة لا تؤثر على رصيد حساب رأس المال في الفترة t نظراً لأن احتمال إحصائية *Wald* قدرت بـ 0.7867 و 0.9104 على التوالي وهي أكبر من 5% وبالتالي كل مقدرات النموذج معنوياً معدومة.

أما بالنسبة لنموذج تغيرات سعر الصرف فيلاحظ عدم وجود تأثير رصيد حساب رأس المال خلال الفترات $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ مجتمعة على تغيرات سعر الصرف في الفترة t نظراً لأن احتمال إحصائية *Wald* قدر بـ 0.1023 وهو أكبر من 5% وبالتالي كل مقدرات النموذج معنوياً معدومة، مع وجود تأثير لتغيرات سعر الصرف خلال الفترات $t-1$ ، $t-2$ و $t-3$ مجتمعة على تغيرات سعر الصرف في الفترة t نظراً لأن

احتمال إحصائية Wald قدر بـ 0.0115 وهو أقل من 5% وبالتالي كل مقدرات النموذج معنوياً غير معدومة، وهذا ما يثبت مدى مرجعية قيمة العملة في الفترات السابقة في تحديد قيمة العملة في الفترة الحالية.

المطلب الرابع: اختيار نظام الصرف الأمثل وتحرير رأس المال باستخدام معضلة "تثبيت-تعويم"

تُبنى معضلة "تثبيت-تعويم" على أساس أن للسلطات النقدية خيارين في اتباع نظام الصرف الأمثل، نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المعوم واللذان تُحدَّد فيهما دالة خسارة السلطات النقدية بـ \bar{Z}_f^g و \bar{Z}_x^g على التوالي حيث:¹

$$\bar{Z}_f^g = -\alpha_1 \left[\frac{\alpha_1 + \alpha_3 \alpha_5 \alpha_7 \alpha_8 + \alpha_3 \alpha_{12} - \alpha_3 \alpha_5 \alpha_{12} - \alpha_3 \alpha_7 \alpha_8 - \alpha_3 \alpha_{11} + 2\alpha_3 \alpha_5 \alpha_{11} - \alpha_3 \alpha_5^2 \alpha_{11}}{\alpha_3 (1 - 2\alpha_5 + \alpha_5^2 - \alpha_6 \alpha_5 + \alpha_6)} \right] + \frac{1}{2} \alpha_3 \left[\frac{\alpha_1}{\alpha_3 (1 - \alpha_5)} \right]^2$$

$$\bar{Z}_x^g = -\alpha_1 \left[\frac{(\alpha_6 \alpha_{11} - \alpha_7 \alpha_8)}{(1 + \alpha_6)} - \alpha_{11} \right] + \frac{1}{2} \alpha_3 \left[\alpha_5 \frac{(-\alpha_6 \alpha_{11} + \alpha_7 \alpha_8)}{(1 + \alpha_6)} \alpha_{12} \right]^2$$

أولاً: مراحل إيجاد الحل الأمثل: إن الدالتين \bar{Z}_f^g و \bar{Z}_x^g أعلاه هما عبارة عن دالتين حرتين بعدة متغيرات حيث تحتوي الدالتين كلتاهما على ثمانية (8) متغيرات، وبالتالي الطريقة المناسبة لإيجاد الحل الأمثل للدالتين تتم وفق اتباع الخطوات التالية:

- حساب المشتقات الأولى للدالة بالنسبة لكل متغير على حدا ومساواتها للصفر قصد تحديد النقطة المثلى للدالة سواء كانت عظمى أو دنيا أو نقطة حرجة؛
- حل جمل المعادلات المحصل عليها واستخلاص قيم α_i المثلى.
- قصد اختبار أمثلية الدالة يتم حساب المصفوفة الهيسية المكونة من المشتقات الجزئية الثانية للدالة بالنسبة للمتغيرات، وبافتراض أن الدالتين \bar{Z}_f^g و \bar{Z}_x^g ممثلتين بالدالة f تعطى المصفوفة الهيسية على الشكل التالي:

$$H = \begin{bmatrix} f''_{\alpha_1 \alpha_1} & f''_{\alpha_1 \alpha_3} & f''_{\alpha_1 \alpha_5} & f''_{\alpha_1 \alpha_6} & f''_{\alpha_1 \alpha_7} & f''_{\alpha_1 \alpha_8} & f''_{\alpha_1 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_1 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_3 \alpha_1} & f''_{\alpha_3 \alpha_3} & f''_{\alpha_3 \alpha_5} & f''_{\alpha_3 \alpha_6} & f''_{\alpha_3 \alpha_7} & f''_{\alpha_3 \alpha_8} & f''_{\alpha_3 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_3 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_5 \alpha_1} & f''_{\alpha_5 \alpha_3} & f''_{\alpha_5 \alpha_5} & f''_{\alpha_5 \alpha_6} & f''_{\alpha_5 \alpha_7} & f''_{\alpha_5 \alpha_8} & f''_{\alpha_5 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_5 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_6 \alpha_1} & f''_{\alpha_6 \alpha_3} & f''_{\alpha_6 \alpha_5} & f''_{\alpha_6 \alpha_6} & f''_{\alpha_6 \alpha_7} & f''_{\alpha_6 \alpha_8} & f''_{\alpha_6 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_6 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_7 \alpha_1} & f''_{\alpha_7 \alpha_3} & f''_{\alpha_7 \alpha_5} & f''_{\alpha_7 \alpha_6} & f''_{\alpha_7 \alpha_7} & f''_{\alpha_7 \alpha_8} & f''_{\alpha_7 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_7 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_8 \alpha_1} & f''_{\alpha_8 \alpha_3} & f''_{\alpha_8 \alpha_5} & f''_{\alpha_8 \alpha_6} & f''_{\alpha_8 \alpha_7} & f''_{\alpha_8 \alpha_8} & f''_{\alpha_8 \alpha_{11}} & f''_{\alpha_8 \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_{11} \alpha_1} & f''_{\alpha_{11} \alpha_3} & f''_{\alpha_{11} \alpha_5} & f''_{\alpha_{11} \alpha_6} & f''_{\alpha_{11} \alpha_7} & f''_{\alpha_{11} \alpha_8} & f''_{\alpha_{11} \alpha_{11}} & f''_{\alpha_{11} \alpha_{12}} \\ f''_{\alpha_{12} \alpha_1} & f''_{\alpha_{12} \alpha_3} & f''_{\alpha_{12} \alpha_5} & f''_{\alpha_{12} \alpha_6} & f''_{\alpha_{12} \alpha_7} & f''_{\alpha_{12} \alpha_8} & f''_{\alpha_{12} \alpha_{11}} & f''_{\alpha_{12} \alpha_{12}} \end{bmatrix}$$

- بعد تعويض قيم α_i المثلى المحصل عليها سابقاً يتم حساب المحددات الجزئية والذي يبلغ عددها في هذه الحالة ثمانية (8) محددات ومن خلال دراسة حالة إشاراتها يتم الوصول إلى إحدى الحالات الممكنة التالية:

¹ التحليل المفصل للنموذج مدرج في الفصل الثالث، المبحث الأول، المطلب الرابع.

* إذا كانت كل المحددات الجزئية موجبة فإن المصفوفة H معرفة إيجاباً وبالتالي الدالة f الممثلة للدالتين \bar{Z}_x^g و \bar{Z}_f^g تبلغ نهايتها الدنيا Min وهذا هو الهدف من الدراسة لأن الدالتين تمثلان خسارة للسلطات النقدية وبالتالي يتم تحديد نظام الصرف الذي يحقق أقل خسارة.

* إذا كانت المحددات الجزئية موجبة ووجود محدد واحد على الأقل سالب فإن المصفوفة H معرفة سلباً وبالتالي الدالة f الممثلة للدالتين \bar{Z}_x^g و \bar{Z}_f^g تبلغ نهايتها العظمى Max ، وهدف الدراسة هو تفادي هذه الحالة.

* إذا كانت المحددات الجزئية موجبة ووجود محدد واحد على الأقل معدوم فإن المصفوفة H نصف معرفة إيجاباً وبالتالي الدالة f الممثلة للدالتين \bar{Z}_x^g و \bar{Z}_f^g تبلغ نقطة حرجة (من Min باتجاه Max أو العكس).

* إذا كانت المحددات الجزئية موجبة ووجود محدد واحد على الأقل سالب ومحدد واحد على الأقل معدوم فإن المصفوفة H نصف معرفة سلباً وبالتالي الدالة f الممثلة للدالتين \bar{Z}_x^g و \bar{Z}_f^g تبلغ نقطة حرجة (من Min باتجاه Max أو العكس).

ثانياً: الحل الأمثل: بهدف الحصول على الحل الأمثل تم استخدام المحاكاة العشوائية اعتماداً على برنامج *NetBeans* وكانت النتائج كالتالي:

$$\alpha_1 = 0.62417330 \quad 12218335$$

$$\alpha_3 = 0.75165339 \quad 75563331$$

$$\alpha_5 = 0.87889509 \quad 89313586$$

$$\alpha_6 = 0.77457573 \quad 06676212$$

$$\alpha_7 = 0.38952833 \quad 417631316$$

$$\alpha_8 = 0.77457573 \quad 06676212$$

$$\alpha_{11} = 0.55456612 \quad 9129093$$

$$\alpha_{12} = 0.61289868 \quad 08477735$$

$$\bar{Z}_x^g = 0.36551237101473133$$

$$\bar{Z}_f^g = 2.06159407 \quad 00239164$$

توضح نتائج الحل الأمثل القيم المثلى لمتغيرات الدراسة حيث يعتبر نظام الصرف الثابت هو النظام الأمثل في الجزائر نظراً لأن دالة خسارة السلطات النقدية في ظل هذا النظام \bar{Z}_x^g أقل من خسارتها في ظل نظام الصرف المعوم \bar{Z}_f^g (الملحق رقم 34).

ثالثاً: محاكاة الحل الأمثل على حالة الجزائر: إن مؤشرات الحل الأمثل يمكن أن لا تتوافق مع المؤشرات الحقيقية للاقتصاد الجزائري وبالتالي تطلب الأمر إجراء قراءة استطلاعية لتحديد القيم الحقيقية لمؤشرات الدالتين قصد استخلاص نظام الصرف الأمثل في الجزائر.

1- مؤشر التنافسية: استناداً إلى تقرير التنافسية العالمية الصادر عن منتدى الاقتصاد العالمي فإن مؤشر التنافسية يتكون من ثلاثة مؤشرات فرعية:¹

¹ Klaus Schwab, Xavier Sala-i-Martin, *The Global Competitiveness Report 2012-2013*, World Economic Forum, Geneva, P:8.

- يتضمن المؤشر الأول المتطلبات الأساسية ويشمل الهياكل والبنية التحتية والبيئة الاقتصادية، إضافة إلى الصحة والتعليم الابتدائي؛
 - يتضمن المؤشر الثاني درجة الكفاءة ويشمل التربية والتدريب، كفاءة أسواق السلع، كفاءة أسواق العمل، نمو الأسواق المالية، استخدام التكنولوجيا وحجم السوق؛
 - يتضمن المؤشر الثالث عوامل الإبداع والتطور ويشمل التطور المالي ودرجة الإبداع.
- بما أن مؤشر التنافسية محصور بين القيمتين 1 و 7 وأن نموذج الدراسة يفترض مجالاً محصوراً بين 0 و 1 و فسيتم تكييف المؤشر ليكون قابلاً للاستخدام وفق متطلبات النموذج، ويوضح الجدول رقم 4-15 مؤشر التنافسية في الجزائر استناداً إلى المؤشرات الفرعية إضافة إلى المرتبة وفق التصنيف العالمي (144 دولة)، حيث بلغت قيمة المؤشر الإجمالي للتنافسية 3.72 وهو ما يقابل القيمة 0.62 في نموذج الدراسة.

الجدول رقم 4-15: مؤشرات التنافسية في الجزائر 2012-2013

قيمة المعامل	المؤشر الإجمالي		الإبداع والتطور		الكفاءة		المتطلبات الأساسية	
	المرتبة	المؤشر	المرتبة	المؤشر	المرتبة	المؤشر	المرتبة	المؤشر
0.62	110	3.72	144	2.31	136	3.08	89	4.22

المصدر:

Klaus Schwab, Xavier Sala-i-Martin, *The Global Competitiveness Report 2012-2013*, World Economic Forum, Geneva, P:15.

2- الانفتاح الاقتصادي: تم حساب مؤشر الانفتاح الاقتصادي اعتماداً على متوسط مؤشري الانفتاح التجاري والانفتاح المالي، حيث يعبر الانفتاح التجاري عن متوسط الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أما الانفتاح المالي فتم تمثيله بمؤشر انفتاح حساب رأس المال *KAOPEN*، وتم أخذ بعين الاعتبار قيم سنة 2013 كقيمة ابتدائية قبل القيام بعملية التغيير أثناء المحاكاة، حيث بلغت درجة الانفتاح التجاري 31.7107% (0.317) ودرجة الانفتاح المالي 0,162 وبالتالي فإن قيمة الانفتاح الاقتصادي قُدرت بـ 0.2395، ويمكن استخلاص قيمة المعامل $\alpha_5 = 0.7605$.

3- التضخم المستهدف: لا يوجد استراتيجية مباشرة لاستهداف التضخم في الجزائر وإنما يتم ذلك بدرجة أقل باستخدام إستهدافات وسيطية وبما أن معدل التضخم في الجزائر بلغ في المتوسط 6.029% انخفض إلى 3.769% خلال الفترة 2000-2013 وبالتالي سوف يتم تحديد معدل تضخم مبدئي مستهدف يقدر بـ 3%.

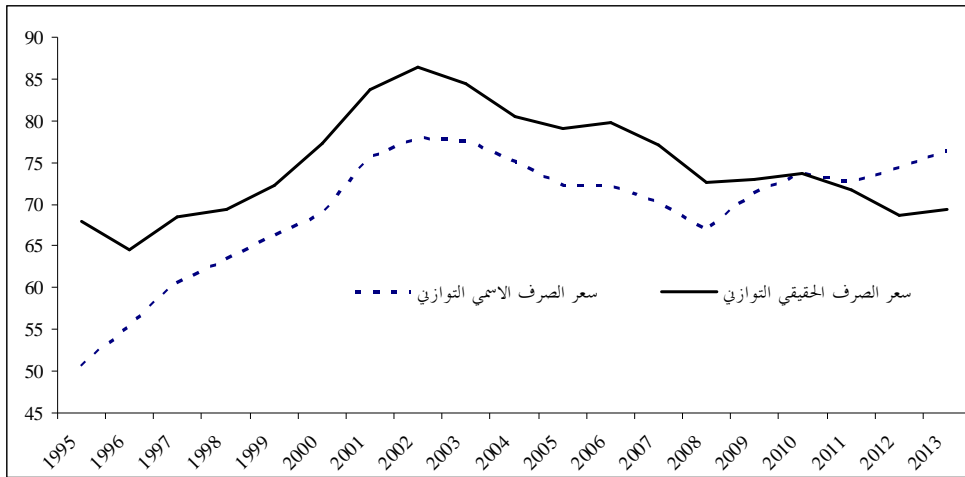
4- نمو الكتلة النقدية: تراوح معدل نمو الكتلة النقدية في الجزائر خلال فترة التعويم المدار بين 3.47% و 47.23% ونظراً للاختلاف الكبير بين قيم معدلات النمو فسيتم اعتماد متوسطها كقيمة مبدئية في النموذج والمقدرة بـ 15.8197%.

5- مرونة تضخم السلع غير قابلة للتبادل بالنسبة لنمو المعروض النقدي: تتمثل أهم السلع غير القابلة للتبادل في الماء، الكهرباء، الهاتف، النقل العمومي، كما يلاحظ أن أسعار هذه السلع تتميز بالجمود مع إجراء

بعض التعديلات الطفيفة عليها، وسيتم استخدام أسعار الطاقة كممثل لأسعار السلع غير قابلة للتبادل، واعتماداً على بيانات الديوان الوطني للإحصائيات فإن مؤشر أسعار الطاقة بلغ 1189.4 سنة 2013 مقارنة 1204.4 سنة 2012 (بأخذ سنة 1989 كسنة أساس=100)، وبالتالي نمو المؤشر بمعدل 7.6965% مقابل نمو الكتلة النقدية بمعدل 8.215%، واستناداً إلى هذه القيم فإن قيمة المعامل α_7 تقدر بـ 0.936879، بحيث أن نمو الكتلة النقدية بـ 10% يؤدي إلى نمو تضخم السلع غير قابلة للتبادل بـ 9.36879%.

6- نمو سعر الصرف الحقيقي التوازني: تم تقدير سعر الصرف التوازني في المراحل السابقة باستخدام سبعة نماذج حيث سيتم اعتماد متوسط قيمها في النموذج وذلك بعد حساب سعر الصرف الحقيقي، ويوضح الشكل رقم 4-14 تطور سعري الصرف الاسمي والحقيقي التوازنيين حيث يلاحظ تحسن القيمة الحقيقية للدينار الجزائري بعد سنة 2010 خاصة بعد أن بدأ الدينار يفقد قيمته الاسمية منذ سنة 2008، كما بلغ معدل نمو سعر الصرف الحقيقي التوازني 0.1987% وبالتالي فإن قيمة المعامل α_{11} تقدر بـ 0.001987.

الشكل رقم 4-14: تطور سعري الصرف الاسمي والحقيقي التوازنيين خلال الفترة 1995-2013



المصدر: من إعداد الطالب.

7- مرونة تضخم السلع غير قابلة للتبادل بالنسبة لتغير سعر الصرف الحقيقي: اعتماداً على بيانات سعر الصرف الحقيقي يلاحظ نمو هذا الأخير بمعدل 0.9096% سنة 2013 مقابل نمو تضخم السلع غير القابلة للتبادل بـ 7.6965% وبالتالي فإن قيمة المعامل α_6 تقدر بـ 0.84614، حيث أن نمو سعر الصرف الحقيقي التوازني بـ 10% يؤدي إلى نمو تضخم السلع غير القابلة للتبادل بـ 84.614%.

8- مؤشر تفضيل وألوية التضخم في سياسات السلطة النقدية: يفترض النموذج أن تفضيلات السلطة النقدية تتبع شكل دالة "كوب-دوغلاس"، وتستخلص قيمة المؤشر في الأخير اعتماداً على العلاقة العكسية بينه وبين مؤشر التنافسية بحيث أن ارتفاع درجة التركيز على التنافسية يخفض من درجة التركيز على التضخم

$$\alpha_3 = 2(1 - \alpha_1) \quad \text{وتعطي علاقة المؤشر كالتالي:}$$

استناداً إلى قيمة مؤشر التنافسية المقدر بـ 0.62 فإن مؤشر تفضيل وأولوية التضخم يقدر بالقيمة

$$\alpha_3 = 0.76$$

اعتماداً على المعطيات السابقة تم تقدير دالة الخسارة في كل من نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المعموم، حيث أسفرت النتائج على أن نظام الصرف الثابت هو النظام الأمثل للوضع الاقتصادي في الجزائر نظراً لأن دالة الخسارة في ظل هذا النظام أقل من دالة الخسارة في ظل نظام التعميم.

الجدول رقم 4-16: نظام الصرف الأمثل في الجزائر

$\alpha_1 = 0.62; \alpha_3 = 0.76; \alpha_5 = 0.7605; \alpha_6 = 0.84614; \alpha_7 = 0.936879;$		
$\alpha_8 = 0.158197; \alpha_{11} = 0.001987; \alpha_{12} = 0.03$		
نظام الصرف المعموم \bar{Z}_f^g	نظام الصرف الثابت \bar{Z}_x^g	نظام الصرف
2,531403	0,050443	قيمة دالة الخسارة

المصدر: من إعداد الطالب.

رابعا: المزج الأمثل بين درجة التحرير واختيار نظام الصرف الأمثل: تهدف هذه المرحلة إلى إعطاء

احتمالات لقيم متغيرات الدراسة واختبار مدى تأثيرها على أمثلية نظام الصرف وذلك بالتركيز على الانفتاح الاقتصادي قصد دراسة درجة إمكانية تحرير حركة رأس المال في ظل نظام الصرف الأمثل.

يوضح الجدول رقم 4-17 نتائج مدى تأثير تغير قيم مؤشرات النموذج على أمثلية نظام الصرف، فبالنسبة لدرجة الانفتاح الاقتصادي فيلاحظ أمثلية نظام الصرف المعموم كلما كانت قيمة المعامل α_5 أقل من 0.2 نظراً لأن قيمة دالة خسارة السلطات النقدية في ظل هذا النظام أقل من قيمتها في ظل نظام الصرف الثابت، وبالتالي القيمة المثلى للانفتاح الاقتصادي التي تسمح بالانتقال من نظام الصرف المعموم إلى نظام الصرف الثابت هي 82.02% بحيث أنه إذا انخفضت درجة الانفتاح الاقتصادي إلى أقل من النسبة 82.02% فإن نظام الصرف الثابت يكون نظاماً أمثلاً للوضع الاقتصادي في الجزائر، وبالنظر إلى ارتفاع هذه النسبة إضافة إلى عدم القدرة على التحرير شبه التام للاقتصاد استناداً إلى عدة عوامل أهمها إشكالية عدم التنوع وضعف قدرة حركة رأس المال إلى الداخل يصبح من مصلحة السلطات النقدية ضرورة اتباع أحد ترتيبات نظام الصرف الثابت، وبالتالي ليس هناك إمكانية لتحرير تدفقات رأس المال في ظل هذه الظروف.

بالنسبة لنمو سعر الصرف الحقيقي التوازني يتضح أنه إذا تجاوز معدل نمو هذا الأخير النسبة 20% وبالضبط 23.089% يصبح نظام الصرف الثابت أمثلاً نظراً لأن قيمة دالة الخسارة في ظل هذا النظام أقل من قيمتها في ظل نظام الصرف المعموم، ويمكن إيعاز هذه النتيجة إلى الاختلالات والآثار غير المرغوبة التي تخلقها الانحرافات في سعر الصرف الحقيقي التوازني وبالتالي تلجأ السلطات النقدية إلى تثبيت سعر الصرف لكبح الآثار السلبية لهذا التغير إذا تجاوز عتبة 23.089%.

الجدول رقم 4-17: حساسية نظام الصرف الأمثل للتغير في مؤشرات النموذج

$\alpha_1 = 0.62; \alpha_3 = 0.76; \alpha_5 = 0.7605; \alpha_6 = 0.84614; \alpha_7 = 0.936879;$												
$\alpha_8 = 0.158197; \alpha_{11} = 0.001987; \alpha_{12} = 0.03$												
$\alpha_i =$		0.01	0.02	0.05	0.1	0.15	0.2	0.35	0.5	0.7	0.9	0.99
$\alpha_i = \alpha_1$	\bar{Z}_x^g	0,0008	0,0016	0,0041	0,0081	0,0122	0,0163	0,0285	0,0407	0,0570	0,0732	0,0805
	\bar{Z}_f^g	0,0017	0,0048	0,0215	0,0750	0,1606	0,2782	0,8234	1,6569	3,2169	5,2897	6,3897
$\alpha_i = \alpha_3$	\bar{Z}_x^g	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504
	\bar{Z}_f^g	187,30	93,685	37,514	18,791	12,550	9,4295	5,4174	3,8125	2,7426	2,1482	1,9590
$\alpha_i = \alpha_5$	\bar{Z}_x^g	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504	0,0504
	\bar{Z}_f^g	0,0204	0,0215	0,0253	0,0330	0,0430	0,0562	0,1280	0,3150	1,4032	20,021	2469,9
$\alpha_i = \alpha_6$	\bar{Z}_x^g	0,0922	0,0913	0,0887	0,0847	0,0810	0,0776	0,0690	0,0621	0,0548	0,0490	0,0468
	\bar{Z}_f^g	-3,760	-3,445	-2,631	-1,594	-0,824	-0,228	0,9513	1,6526	2,2394	2,6201	2,7511
$\alpha_i = \alpha_7$	\bar{Z}_x^g	0,0012	0,0017	0,0033	0,0060	0,0086	0,0113	0,0193	0,0272	0,0379	0,0485	0,0533
	\bar{Z}_f^g	2,4477	2,4486	2,4513	2,4558	2,4603	2,4648	2,4784	2,4919	2,5100	2,5281	2,5362
$\alpha_i = \alpha_8$	\bar{Z}_x^g	0,0038	0,0070	0,0164	0,0321	0,0479	0,0636	0,1108	0,1580	0,2209	0,2839	0,3122
	\bar{Z}_f^g	2,4521	2,4575	2,4735	2,5003	2,5270	2,5538	2,6340	2,7143	2,8213	2,9283	2,9765
$\alpha_i = \alpha_{11}$	\bar{Z}_x^g	0,0531	0,0565	0,0666	0,0834	0,1002	0,1169	0,1673	0,2177	0,2849	0,3520	0,3823
	\bar{Z}_f^g	2,5325	2,5339	2,5380	2,5448	2,5516	2,5585	2,5790	2,5995	2,6269	2,6542	2,6665
$\alpha_i = \alpha_{12}$	\bar{Z}_x^g	0,0504	0,0504	0,0504	0,0505	0,0505	0,0505	0,0506	0,0508	0,0511	0,0516	0,0518
	\bar{Z}_f^g	2,5428	2,5371	2,5200	2,4914	2,4629	2,4343	2,3487	2,2630	2,1488	2,0346	1,9832

المصدر: من إعداد الطالب.

إن تأثير العوامل الأخرى يتجه في سياق واحد ألا وهو أمثلية نظام الصرف الثابت نظراً لأن قيمة دالة الخسارة في ظل هذا النظام أقل من قيمتها في ظل نظام الصرف المعوم، ففي ظل وضع الاقتصاد الجزائري فإن ارتفاع تنافسية الاقتصاد أو النمو المرتفع للكتلة النقدية أو استهداف معدلات منخفضة للتضخم وألوليته بالنسبة لسياسات السلطات النقدية أو ارتفاع مرونة السلع غير القابلة للتبادل بالنسبة لنمو الكتلة النقدية من جهة ونمو سعر الصرف الحقيقي التوازي من جهة أخرى لن تؤثر على أمثلية نظام الصرف الثابت في الجزائر.

خلاصة الفصل:

اتبعت الجزائر منذ الاستقلال نظامين للصرف وفقاً للإعلان الرسمي فبعد التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي تم التوجه إلى تبني نظام الربط إلى سلة من العملات ضمت أربعة عشر (14) عملة، إلا أن الاختلالات التي شهدتها الاقتصاد الجزائري عقب أزمة البترول 1986 عجلت بالإصلاح الهيكلي الذي تضمن في طياته إعطاء سعر صرف الدينار مرونة أكبر مُتَّبِعَةً نظام التعويم المدار، وعكس ذلك ومن الناحية الواقعية اتضح أن الجزائر بقيت في مجال التثبيت، عدا سنتي 1995 و 1999 التي اتسمتا بتوافق الإعلان الرسمي لنظام الصرف مع التطبيق الواقعي له.

إن اختيار نظام الصرف في الجزائر تتحكم فيه عدة محددات مختلفة التأثير، فبالرغم من التأثير الإيجابي المعنوي إحصائياً لكل من الانفتاح التجاري، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مدى تغطية الاحتياطيات للواردات وصافي الديون الخارجية إضافة إلى مستوى الديمقراطية، إلا أن هناك متغيرات أخرى أثرت سلباً على الاختيار تمثلت في الكتلة النقدية، رصيد الحساب الجاري واستقرار سعر الصرف في الفترة السابقة، إضافة إلى وضعية الأمن، كما أن تقدير سعر الصرف التوازني في ظل هذه الظروف باستخدام النماذج النقدية السبعة يؤكد إجمالاً التفوق النسبي للأثر الحقيقي على الأثر النقدي في اختيار نظام الصرف في الجزائر.

شكلت تدفقات الاستثمارات الأجنبية الحلقة الأضعف في تدفقات رأس المال إلى الجزائر نظراً للحجم الكبير الذي عرفته تدفقات المديونية، واستناداً إلى اختبارات "فلدشتاين وهوريوكا"، "أولر" و"إدوارد وخان" فإن رأس المال يتسم بعدم القدرة على الحركة والانتقال إلى الجزائر، مع عدم وجود أية علاقة بين هذه الحركة ونظام الصرف المتبع في الجزائر، واستناداً إلى واقع الاقتصاد الجزائري فإن نظام الصرف الثابت يعتبر نظاماً أمثلاً من كل الجوانب، حيث أن التوجه إلى نظام التعويم يتطلب تحقق شرطان يتمثلان في انفتاح اقتصادي بدرجة 82.02% ونمواً لسعر الصرف الحقيقي التوازني لا يتجاوز نسبة 23.089%، وبالتالي عدم وجود إمكانية لتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الجزائر في ظل أمثلية نظام الصرف الثابت.

خاتمة

إن تدفق السلع والخدمات بين الدول يقابله حركة لرأس المال الأجنبي، هذا الأخير الذي يصنفه الاقتصاديون إلى تدفقات خاصة تشمل الاستثمارات الأجنبية وتحويلات عوائد المهاجرين، إضافة إلى تدفقات مديونية كالقروض الخارجية والمنح والمساعدات الإنمائية الرسمية، كما يتحكم في تدفقات رأس المال الأجنبي عوامل داخلية (عوامل الجذب) كبرامج استقرار الأسعار، وسياسات تؤدي إلى زيادة العائد على الاستثمار وعوامل خارجية كالانخفاض في أسعار الفائدة الدولية والركود الاقتصادي في العالم الخارجي الذي يصاحبه انخفاض في فرص الربح إضافة إلى وجود فرص للتنوع الاستثماري.

من الممكن أن تخلق التدفقات الفجائية لرأس المال الأجنبي آثاراً غير مرغوبة سواءً على الاقتصاد الكلي عامة وعلى قيمة العملة المحلية خاصة، الأمر الذي يتطلب تطبيق آليات للتحكم في هذه التدفقات سواء باستخدام سياسة التعقيم أو سياسات الرقابة بنوعيتها العلاجية والوقائية إضافة إلى سياسة سعر الصرف المتبعة من طرف السلطات النقدية، فضلاً عن سياسات أخرى لا تقل أهمية عن الأولى كالسياسة المالية وسياسة معدل الاحتياطي الإجباري، 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.

يعتبر سعر الصرف من أهم العوامل المؤثرة على تدفقات رأس المال الأجنبي، حيث برزت أهميته عقب انهيار نظام بروتون وودز الذي جاء بديلاً لنظام قاعدة الذهب الذي تميز بالجمود، وعقب هذا الانهيار ظهرت الفوضى النقدية والتوجه إلى التعويم نظراً لعدم وجود نظام صرف صالح لكل الدول، وأصبح اختيار نظام الصرف يعتمد على ظروف اقتصاد البلد (حجم الاقتصاد، الانفتاح التجاري والمالي، التضخم، النمو الاقتصادي، الصدمات...). والأهداف السياسية للبلد، حيث أن القرار النهائي للاختيار يعتمد على الأوزان النسبية التي أعطيت لهذه العوامل، وتستند هذه الأوزان على اتجاه العلاقة بين المحددات والمعايير ودرجة مرونة سعر الصرف.

اعتمدت الدول في الإعلان عن نظام صرفها المتبع على أساس التصنيفات الرسمية لصندوق النقد الدولي منذ خمسينيات القرن العشرين وبالأخص التصنيف الرسمي لسنة 1999، وما لوحظ من طرف الخبراء الاقتصاديين هو عدم وجود توافق بين الإعلان الرسمي لنظام الصرف من طرف الدول مع التطبيق الفعلي لهذا النظام، الأمر الذي عجل بظهور تصنيفات أخرى تعتمد على الأداء الاقتصادي للبلد عرفت بالتصنيفات الواقعية، التي أثبتت ظهور تغيرات في اختيار أنظمة الصرف منذ السبعينات حيث اتجهت دولاً من أنظمة التثبيت لعملة واحدة إلى التثبيت مقابل سلة عملات أو اختيار نظام الصرف المرن مع تعديل سعر الصرف بشكل مستمر، كما شهدت سنوات التسعينات موجة التوجه إلى التعويم (بمتوسط 8 دول كل سنة) في ظل التحلي عن أنظمة التثبيت، مقابل العودة الضعيفة لدول أخرى إلى هذه الأنظمة متأثرة بالأزمات التي شهدتها سنوات التسعينات.

اتجهت العديد من الدول النامية إلى تبني سياسات الانفتاح الاقتصادي بصفة عامة والانفتاح المالي بصفة خاصة من خلال ترك رأس المال يتحرك دون قيود، ومن أهم التجارب الرائدة في هذا المجال تجارب دول أمريكا اللاتينية ودول جنوب شرق آسيا، التي أثبتت إلى حد معين عدم فعالية آليات التحكم في التدفقات الرأسمالية،

وأمام تزايد الحاجة إلى التمويل الخارجي نظراً للمزايا الاستثمارية التي تحوزها الدول النامية إلا أن النتائج أثبتت عكس ذلك من خلال اختبار "فلدشتاين وهوريوكا"، حيث أنّ هذه الدول ترجح الشائبة (الاستقلالية النقدية واستقرار سعر الصرف) في ظل ضعف تحرير حساب رأس المال، إضافة إلى ضعف العلاقة بين عملية تحرير حساب رأس المال واختيار نظام الصرف.

تبنت الجزائر عقب الاستقلال مباشرة نظام الربط لعملة واحدة مقابل الفرنك الفرنسي آنذاك، ليتم تعديله إلى الربط بسلة مكونة من (14) عملة ارتكازية ذات أوزان ترجيحية مختلفة، وفي ظل الاختلالات التي شهدتها الاقتصاد الجزائري في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات تم اللجوء إلى إصلاحات هيكلية تم من خلالها إعلان نظام التعويم المدار كآلية لتحديد قيمة الدينار، غير أن اختبار التطبيق الواقعي أثبت تبني الجزائر لنظام الربط الجامد في مختلف الفترات عدا سنتي 1995 و1999 التي اتسمتا بتوافق الإعلان الرسمي لنظام التعويم المدار مع التطبيق الواقعي له.

إن اختلاف نظامي الصرف الرسمي والواقعي يعود إلى آلية أخذ بعين الاعتبار المحددات الأساسية للاختيار ومدى تفوق الأثر الحقيقي على الأثر النقدي في الاختيار إضافة إلى مدى مساهمة القطاع الخارجي في ذلك سواء حركة التجارة الخارجية أو تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، حيث أنّ كل من الانفتاح التجاري، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مدى تغطية الاحتياطات للواردات وصافي الديون الخارجية إضافة إلى مستوى الديمقراطية كلها عوامل محددة لاختيار نظام الصرف مع إثبات التفوق النسبي للأثر الحقيقي على الأثر النقدي في اختيار نظام الصرف في الجزائر.

اعتمدت الجزائر بدرجة أكبر على تدفقات المديونية في تمويل الاستثمارات المحلية، وأمام المحاولات الضعيفة لتحفيز تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل شكلت هذه التدفقات الحلقة الأضعف نظراً للحجم الكبير الذي عرفته تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل شكلت هذه التدفقات الحلقة الأضعف نظراً للحجم الكبير الذي عرفته تدفقات المديونية، واستناداً إلى اختبارات كل من "فلدشتاين وهوريوكا" (الذي يعتمد على العلاقة بين معدلي الاستثمار والادخار الوطنيين) و"أولر" (الذي يعتمد على الاستهلاك والإحلال النقدي) و"إدوارد وغان" (الذي يعتمد على أسعار الفائدة) فإن رأس المال يتسم بعدم القدرة على الحركة والانتقال إلى الجزائر، مع غياب علاقة تدفقات رأس المال بنظام الصرف، إضافة إلى إثبات نظام التثبيت نظام أمثلاً لتحديد سعر الصرف في الجزائر مع إمكانية التوجه إلى التعويم مع ضرورة الانفتاح الاقتصادي بدرجة تتجاوز 82.02% من جهة ونمو لسعر الصرف الحقيقي التوازي لا يتجاوز نسبة 23.089% من جهة أخرى.

- نتائج الدراسة: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:

- اهتمت مختلف المدارس الاقتصادية بأهمية حركة رأس المال على المستوى الدولي بصفة متفاوتة، حيث قُسمت إلى تدفقات خاصة تتمثل في الاستثمارات وتحويلات المهاجرين وتدفقات مديونية تتمثل في القروض الخارجية والمنح والمساعدات الإنمائية الرسمية إضافة إلى التغير السنوي في احتياطات الصرف الأجنبي.

- تعتبر سياسيي التعقيم والصرف المرن إضافة إلى السياسة المالية ومعدل الاحتياطي الإجباري من أهم أدوات إدارة تدفقات رأس المال الأجنبي التي أثبتت فعاليتها خلال فترة نهاية الثمانينات وبداية التسعينات من القرن العشرين.
- تُقسّم أنظمة الصرف إلى ثلاثة أنواع رئيسية: نظام الصرف الثابت (عدم المرونة)، أنظمة الصرف الوسيطة (محدودة المرونة) ونظام الصرف المعوم (درجة مرونة مرتفعة)، إذ وُضعت العديد من التصنيفات لها سواءً تصنيفات صندوق النقد الدولي والتي عرفت بالتصنيفات الرسمية، أو تصنيفات الخبراء الاقتصاديون والتي اصطلح عليها بالتصنيفات الواقعية وهي تتراوح ما بين التعويم الحر والعملة النقدية الموحدة.
- تتطلب عملية الانتقال إلى أنظمة التعويم تطوير سوق الصرف الأجنبي وتدخل البنك المركزي، رصد وإدارة مخاطر سعر الصرف مع اعتماد ركيزة اسمية بديلة، إضافة إلى توقيت تحرير حساب رأس المال وأخذ بعين الاعتبار السرعة والتسلسل.
- شهدت سنوات التسعينات موجة التوجه إلى التعويم (بمتوسط 8 دول كل سنة) في ظل التخلي عن أنظمة التثبيت سواءً بالنسبة لعملة واحدة أو التثبيت بالنسبة لسلة عملات، ورغم هذا التحول شهدت فترة ما بعد 1999 عودة العديد من الدول إلى أنظمة الصرف الثابتة خاصة بعد الأزمات التي شهدتها دول العالم خاصة النامية منها.
- 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.
- تعتبر سرعة وتسلسل تحرير حساب رأس المال من أهم العوامل التي تؤدي إلى نجاح عملية التحرير إضافة إلى تبني أحد الاستراتيجيات الثلاث المستخدمة في التحرير من خلال تحرير حساب رأس المال في فترة متأخرة من الإصلاح الاقتصادي، أو التحرير المبكر لحساب رأس المال الذي من الممكن أن يكون عاملاً مساعداً لإصلاحات اقتصادية أوسع، أو استخدام عملية تحرير حساب رأس المال كأسلوب معالجة متزامن ومتكامل وشامل للإصلاح الاقتصادي.
- تميزت تدفقات رأس المال خلال فترة الدراسة بانخفاض كبير في تدفقات المديونية والتوجه نحو الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها، مع ارتفاع حصة تحويلات المهاجرين والنمو الكبير الذي شهدته احتياطات الصرف، كما أن هذه التدفقات ليس لها القدرة على الحركة الدولية نظراً لأن لقيمة المعامل β تقترب من الواحد "1" وفقاً لفرضيات اختبار (فلدشتاين وهوريوكا).
- توجه الدول النامية إلى تفضيل استقلالية السياسة النقدية المحلية واتباع أحد ترتيبات أنظمة الصرف الثابتة دون المخاطرة الكبيرة في عملية تحرير حساب رأس المال خلال الفترة 1971-2013، كما يُعتبر تحرير حساب رأس المال

الهدف الأقل تركيزاً من طرف الدول النامية (0.1837) خلال فترات الأزمات خاصة خلال فترة انهيار نظام بريتون وودز، حيث بلغ ترجيح هدف استقرار سعر الصرف قيمة 0.6616 والتركيز الكبير على الاستقلالية النقدية بدرجة ترجيح 0.8327.

- ضعف تأثير تحرير حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف في الدول النامية وهو ما يفسره معامل التحديد حيث تتراوح قيمته بين 1.03% و 3.70% في النماذج المقبولة إحصائياً، كما أن الأثرين الثابت والعشوائي للزمن يختلف من سنة إلى أخرى.

- يتحكم في اختيار نظام الصرف في الجزائر عدة محددات مختلفة التأثير بالرغم من التأثير الإيجابي المعنوي إحصائياً لكل من الانفتاح التجاري، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مدى تغطية الاحتياطات للواردات وصافي الديون الخارجية إضافة إلى مستوى الديمقراطية إلا أن هناك متغيرات أخرى أثرت سلباً على الاختيار تمثلت في الكتلة النقدية، رصيد الحساب الجاري واستقرار سعر الصرف في الفترة السابقة إضافة إلى وضعية الأمن.

- أثبتت نتائج تقدير المستوى التوازني لسعر الصرف التفرق النسبي للأثر الحقيقي على الأثر النقدي في اختيار نظام الصرف في الجزائر، إضافة إلى ذلك ومن خلال اختبار التصنيف الواقعي لنظام الصرف اتضح أن الجزائر بقيت في مجال الثبيت عدا سنتي 1995 و 1999 التين اتسمتا بتوافق الإعلان الرسمي لنظام الصرف مع التطبيق الواقعي له.

- عدم قدرة رأس المال الأجنبي على الانتقال إلى الجزائر سواء باستخدام اختبار فلدشتاين وهوريوكا (قيمة المعامل β تقترب من الواحد الصحيح (1.0274))، أو من خلال اختبار أولر (قيمة معدل الإحلال النقدي تختلف عن الصفر "0")، أو اختبار "إدوارد وغان" حيث تجاوزت قيمة المعامل α القيم الافتراضية المحددة عدا سنتي 2003 و 2007 أين اقتربت القيمتان أكثر من الصفر "0".

- يُعتبر نظام الصرف الثابت نظاماً أمثلاً في الجزائر حيث أن التوجه إلى نظام التعويم يتطلب تحقق شرطان يتمثلان في انفتاح اقتصادي بدرجة 82.02% ونموً سنوياً لسعر الصرف الحقيقي التوازني لا يتجاوز نسبة 23.08%.

- اختبار الفرضيات: إنطلاقاً من خلفية الدراسة وإشكالياتها المستمدة من واقع اختيار نظام الصرف الأمثل وعلاقته بتحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، انطلقنا من مجموعة من الفرضيات التي حاولنا اتخاذ القرار بشأنها نفيًا أو إثباتًا، وبالاستناد إلى النتائج السابقة نختبر تلك الفرضيات كما يلي:

♦ **الفرضية الأولى:** " يُعتبر تعديل الدول النامية لأنظمة صرفها ضرورة حتمية مسيطرة لإصلاحات النظام النقدي الدولي"، حيث ثبتت صحة الفرضية من خلال تبني العديد من الدول النامية وصفات إصلاح اقتصادي تتضمن في بنودها ضرورة التحرير التدريجي لحركة رأس المال وإعطاء أسعار صرفها مرونة أكبر.

❖ **الفرضية الثانية:** " يُعتبر التغيير التدريجي لهيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تدرجاً لتحرير حساب رأس المال"، حيث ثبتت صحة الفرضية من خلال إعادة تركيز الدول النامية على الاستثمارات الأجنبية كمصادر للتمويل بعد اعتمادها بدرجة شبه كلية على تدفقات المديونية، وما أسهم في هذا التغيير هو موجة تحرير حركة رأس المال والإلغاء التدريجي أو التام لقيود حساب رأس المال.

❖ **الفرضية الثالثة:** "وقوع العديد من الدول النامية في أزمات عملة بسبب غياب قاعدة أساسية للتثبيت يتم على أساسها الانتقال إلى أنظمة التعويم مما أدى بالدول الأخرى إلى البقاء والاحتفاظ بأنظمة التثبيت"، حيث تم إثبات صحة الفرضية حيث شهدت سنوات التسعينات موجة التوجه إلى التعويم (بمتوسط 8 دول كل سنة) في ظل التخلي عن أنظمة التثبيت سواء بالنسبة لعملة واحدة أو سلة عملات، ورغم هذا التحول شهدت فترة ما بعد 1999 عودة العديد من الدول إلى أنظمة الصرف الثابتة خاصة بعد الأزمات التي شهدتها دول العالم خاصة النامية منها (أزمة دول جنوب شرق آسيا، أزمات دول أمريكا، الأزمة المالية العالمية 2008).

❖ **الفرضية الرابعة:** " تُرَجَّح المتغيرات الحقيقية على المتغيرات النقدية في المساهمة في تحديد نظام الصرف في الجزائر" حيث تم إثبات صحة الفرضية من خلال تقدير سعر الصرف التوازني باستخدام النماذج النقدية السبعة التي أكدت إجمالاً التفوق النسبي للأثر الحقيقي على الأثر النقدي في اختيار نظام الصرف في الجزائر.

❖ **الفرضية الخامسة:** "نظام الصرف المعلن (التعويم المدار) لا يتوافق مع التطبيق الفعلي له نظراً للتدخلات الكبيرة للحفاظ على قيمة العملة والتراكم المفرط لاحتياطات الصرف"، حيث ثبتت صحة الفرضية نظراً للاختبارات التي أثبتت عدم توافق الإعلان الرسمي لنظام الصرف مع التطبيق الواقعي له أين بقي نظام الصرف في مجال التثبيت (الربط الجامد) عدا سنتي 1995 و 1999 اللتين تميزتا بالتعويم المدار.

❖ **الفرضية السادسة:** " هناك انحرافات ضعيفة لسعر صرف الدينار الجزائري من مستواه التوازني نظراً لضعف حجم تأثير المتغيرات الخارجية على قيمة العملة"، حيث ثبتت صحة الفرضية حيث أثبتت مختلف المقاييس أنه ليس هناك اختلافاً كبيراً بين قيم سعري الصرف الرسمي والتوازني حيث تقترب قيمة UI من الصفر إضافة إلى القيم الضعيفة لكل من $MAPE$ ، $RMSE$ ، $NRMSE$ ، $U2$.

❖ **الفرضية السابعة:** " تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بدرجة أكبر إجراء فعال يسبق إعطاء الدينار الجزائري مرونة أكبر"، حيث ثبتت صحة الفرضية من خلال ضرورة التوجه إلى انفتاح اقتصادي أكبر في حدود 82.02% إضافة إلى نمو سنوي لسعر الصرف الحقيقي التوازني بنسبة لا يتجاوز 23.089% في سبيل إعطاء الدينار مرونة أكبر والانتقال إلى أحد ترتيبات نظام التعويم.

- الاقتراحات والتوصيات: بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لمدى إمكانية تحرير

- تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وعلاقته باختيار نظام الصرف الأمثل، نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:
- ضرورة الاختيار الأمثل لنظام الصرف والتطبيقات المتزنة لسياسة سعر الصرف بالشكل الذي يسهم في المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.
 - الاستفادة من تجارب بعض الدول فيما يخص اختيار نظام الصرف بالشكل الذي لا يحدث تقلبات حادة في الاقتصاد الوطني للبلد.
 - ضرورة مراعاة التدرج والتوقيت والتسلسل في التحول إلى مرونة أكبر لسعر الصرف، وتحرير حركة رأس المال، إضافة إلى إيجاد التوليفة المثلى المناسبة لهذين الإجراءين.
 - العمل على استحداث آليات للتحكم في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية بحيث تكون هذه الآليات غير مشوبة بالتقييد غير المبرر لتدفقات رؤوس الأموال.
 - الاستخدام الأمثل لاحتياطات الصرف من خلال الاكتفاء بالمستوى الكافي بالشكل الذي يتوافق مع طبيعة نظام الصرف المعلن.
 - ضرورة التوجه إلى انفتاح اقتصادي أكبر في سبيل إعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار الجزائري.
 - العمل على تفعيل دور السوق المالي الجزائري كسبيل لجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة كمصادر بديلة للقروض الخارجية والمنح والمساعدات الإنمائية الرسمية.
 - ضرورة تقدير اتجاهات التوازنات الاقتصادية الكلية والآثار الاقتصادية والاجتماعية التي قد تخلفها عملية تحرير تدفقات رأس المال من جهة واختيار نظام الصرف الأمثل، وذلك بتفعيل دور الدراسات النظرية والتطبيقية التي تختص بهذا المجال.

- آفاق الدراسة: 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 كهي تكون مواضيع أبحاث علمية في المستقبل:

- اختيار نظام الصرف الأمثل والأداء الاقتصادي الكلي في الجزائر، دراسة قياسية.
- تغيرات احتياطات الصرف في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام نماذج *Panel*.

- فعالية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في تحفيز النمو الاقتصادي في الدول النامية.
- مدى فعالية سياسة استهداف التضخم في ظل الأنظمة الرئيسية لسعر الصرف، تجارب بعض الدول النامية.
- أثر التوجه إلى أنظمة التعويم على تدفقات استثمارات المحافظ المالية إلى الدول النامية، دراسة باستخدام المحاكاة على تجربة رائدة كتجربة المكسيك أو دول جنوب شرق آسيا.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الكتب:

- 1- أميرة حسب الله محمد: "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية ومصر)" ، الدار الجامعية، 2004-2005.
- 2- بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، 2009.
- 3- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، 2006، ط2.
- 4- دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2011.
- 5- رمزي زكي: "الاحتياطات الدولية والأزمة الاقتصادية في الدول النامية مع إشارة خاصة عن الاقتصاد المصري"، دار الكتب المصرية، 1994.
- 6- رمزي زكي، التاريخ النقد للتخلف دراسة في أثر النظام النقدي الدولي على التكون التاريخي للتخلف بدول العالم الثالث، منشورات سلسلة عالم المعرفة، رقم 118، أكتوبر 1987..
- 7- زينب حسين عوض الله: "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية، 1998.
- 8- زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2005.44.
- 9- سعود جايد مشكور العامري، المالية الدولية، نظرية وتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 10- سميرة إبراهيم أيوب: "صندوق النقد الدولي و قضية الإصلاح الاقتصادي والمالي، دراسة تحليلية تقييمية"، مطبعة سامي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2000..
- 11- سي بول هالود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني: "النقود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر، 2007.
- 12- شذا جمال خطيب، صعق الركبي: "العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 13- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 1، 2013.
- 14- عبد الحسين الجليل عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
- 15- عبد السلام أبو قحف: "اقتصاديات الإدارة والاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1993.
- 16- عبد السلام أبو قحف، أساسيات إدارة الأعمال الدولية، الأصول العلمية والأدلة التطبيقية، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، ط 2، 2003.316.
- 17- عبد السلام أبو قحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001..

- 18-عثمان أبو حرب: "الاقتصاد الدولي"، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمّان، 2008.
- 19-عرفان تقي الحسيني: "التمويل الدولي" دار مجدلاوي للنشر، عمان، 1999.
- 20-علي عبد الفتاح أبو شرار: "الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 21-فليح حسن خلف: "التمويل الدولي"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 22-قدي عبد المجيد: "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 23-لحلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، ط1، 2010.
- 24-ماجدة قنديل: "نظام النقد الدولي والبلدان النامية"، الموسوعة العربية للمعرفة من أجل تنمية مستدامة، المجلد الرابع، البعد الاقتصادي، الدار العربية للعلوم، بيروت، 2007.
- 25-محمد دياب، "التجارة الدولية في عصر العولمة"، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2010.
- 26-محمد سيد عابد: "التجارة الدولية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- 27-محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 28-محمد مدحت مصطفى، سهير عبد الظاهر أحمد، "النماذج الرياضية للتخطيط والتنمية الاقتصادية"، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1998.
- 29-محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
- 30-محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط3، 2005.
- 31-مدحت القريشي، "التنمية الاقتصادية، نظريات، سياسات وموضوعات"، دار وائل للنشر، الطبعة 1، 2007.
- 32-موردخاي كريانين، تعريب: محمد إبراهيم منصور، علي مسعود عطية: الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات، دار المريخ للنشر، 2007.
- 33-ميشيل تودارو، ترجمة: محمود حسن حسني، محمود حامد محمود، "التنمية الاقتصادية"، دار المريخ للنشر، 2006.
- 34-نزيه عبد المقصود مبروك: "الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية"، دار الفكر الجامعي، 2007.
- 35-نشأت الوكيل: "التوازن النقدي ومعدل الصرف"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، 2006.

36- نواز عبد الرحمن الهبيتي، منجد عبد اللطيف الحشالي: "مقدمة في المالية الدولية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.

37- هزاع مفلح: "التمويل الدولي"، منشورات جامعة حلب، 2007.

38- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، ط1، 2001.

39- يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، الدار الجامعية، ط2، بدون سنة نشر.

- الأطروحات والمذكرات:

40- بربري محمد أمين، الاختيار لنظام الصرف الأمثل ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2010-2011.

41- جهاد شريف صبري، مدى ملائمة أنظمة الصرف لزيادة القدرة التصديرية في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 2005.

42- 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.

43- فاطمة عبد الله أحمد، الإصلاح النقدي وتأثيره على أسعار الصرف في مصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في فلسفة الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، مصر، 2006.

44- فضيلة جنوحات، إشكالية الديون الخارجية وأثارها على التنمية الاقتصادية في الدول العربية، حالة بعض الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

45- محمد مصطفى أبو مصطفى، دور وأهمية التمويل الخارجي في تغطية العجز الدائم لموازنة السلطة الوطنية الفلسطينية، دراسة تحليلية مقارنة عن الفترة 1999-2008، رسالة للحصول على درجة الماجستير، في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009.

46- وليد محمد محمود الوكيل، "فاعلية السياسات النقدية في ظل تحرير التدفقات الرأسمالية الدولية، دراسة مقارنة بين الدول النامية بالتطبيق على الاقتصاد المصري"، رسالة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2003.

- المقالات والدوريات:

47- أحمد طلفاح: "التدفقات المالية الدولية"، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، بحوث جسر التنمية.

48- إسوار براساد، راغورام راجان، أرفيند سوبرامانيان: "مفارقة رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 44، العدد 1، مارس 2007.

- 49-باري إيشينجرين، مايكل موسى: "صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 50-باري جونستون: "تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال" مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
- 51-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.
- 52-بيتر كويرك، هرنان كورتيس-دوغلاس، تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 30، العدد 2، جوان 1993.
- 53-تشاندر إسكهار، السياسات المالية، مذكرات توجيهية في السياسات، إدارة الشؤون الاقتصادية والاجتماعية، الأمم المتحدة، نيويورك، جوان 2007.
- 54-حسن الحاج محمد صديق، العودة إلى أسعار الصرف الثابتة، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 16، 1999.
- 55-دونالد ماثيوس، ليليانا روخاس-سواريز: "تحرير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 4، ديسمبر 1992.
- 56-روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟ ، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006.
- 57-زايري بلقاسم: "إدارة احتياطات الصرف وتمويل التنمية في الجزائر"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 41، شتاء 2008.
- 58-زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الرسمية في التطوير التنظيمي، دراسات مجلة النهضة، المجلد الثالث عشر، العدد الثاني، أبريل 2012.
- 59-سامر علي عبد الهادي، الآثار الاقتصادية للمديونية الخارجية، حالة الأردن 1990-2011، المؤتمر العلمي الدولي التاسع: الوضع الاقتصادي العربي وخيارات المستقبل، قسم الاقتصاد، جامعة الزرقاء، الأردن.
- 60-ستيف إتش هانكي: "سياسات أسعار الصرف العالمية"، إصدارات مصباح الحرية، 2007.
- 61-ستيفن كلاستر، سودراشان غويتو: "هل تستطيع البلدان النامية الحفاظ على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إليها"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 3، سبتمبر 1994.
- 62-سعدون حسين فرحان، محددات تدفقات رأس المال الخاص في عدد من دول شرق آسيا: بالتركيز على سعر الصرف، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، العدد 97، المجلد 32، 2010.

- 63- سوزان سكالدر: "الزيادة الكبيرة في تدفقات رأس المال، أهي نعمة أم نقمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد، مارس 1994.
- 64- سيم كاراكاداج، روبا دوتا غويتا، جيلدا فرنانديز، شوجو إيشي، من التثبيت إلى التعويم، لا داعي للخوف الآن، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2004.
- 65- العباس بلقاسم، سياسات سعر الصرف، سلسلة عربية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 23، نوفمبر 2003.
- 66- 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.
- 67- فتحي محمد إبراهيم، سعر الصرف المعوم واستقرار الاقتصاد الكلي، مجلة مصر المعاصرة، القاهرة، العدد 482، السنة 97، أبريل 2006.
- 68- ليلي مصطفى البرادعي، "الاتجاهات الحديثة في إدارة معونات التنمية الرسمية مع بداية الألفية الجديدة"، مؤتمر المعونات والمنح الدولية وأثرها على التنمية الشاملة في الوطن العربي، القاهرة، مارس 2007.
- 69- مارك ستون وآخرون: "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 45، العدد 1، مارس 2008.
- 70- 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.
- 71- محمد الفينش، البلاد النامية والأزمات المالية العالمية، حول استراتيجيات منع الأزمات وإدارتها، سلسلة محاضرات رقم 17، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الطبعة الأولى، 2000.
- 72- محمد عبد الله الجراح، "معضلة فلدشتاين - هوريوكا وحركة رأس المال، حالة تطبيقية على دول مجلس التعاون الخليج"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 26، العدد 1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012.
- 73- محمد مسعود خليفة الثعيلب، خالد علي أحمد كاجيحي: "الاستثمار الأجنبي في ليبيا بين عوامل الجذب والطرْد"، مؤتمر الاستثمار والتمويل، التمويل الخارجي المباشر، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2006.

74- 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.

75- مسعود أحمد، سودارشان غوبتو: "الاستثمار بالحفاظة وتدفعه إلى البلدان النامية"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 29، العدد 1، 1993.

76- مقداد عبد الجبار حامد قادوس، اختيار نظام الصرف الأمثل للدينار الأردني (1978-1997)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن.

77- الهاشمي بوجعدار، أزمة المديونية الخارجية للجزائر، أسبابها وآثارها، مجلة جامعة منتوري بقسنطينة، العدد 12، 1999.

78- هنري توفيق عزام: العملات العربية، أسعار صرف ثابتة أم مرنة؟، اتحاد المصارف العربية، أوت، 2003.

79- يوسف عثمان إدريس: "تحرير حساب رأس المال، المزايا والمخاطر"، مجلة المصرفي، العدد 35، مارس 2005.

- التقارير والنشرات:

80- تقرير الأمم المتحدة: "بحوث في العلاقة بين المعونة والنمو"، تقرير التجارة والتنمية، 2008.

81- صندوق النقد الدولي، إحصاءات الدين الخارجي، مرشد لمعديها ومستخدميها، 2003..

82- صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصادية العالمي، العولمة وعدم المساواة، دراسة استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، تقرير نصف سنوي يصدر عن صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2007.

83- صندوق النقد العربي: "تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية"، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، الفصل العاشر، 2006.

84- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2008.

85- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، "ضمان الاستثمار" تطلق مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار، لقياس جاذبية دول المنطقة والعالم للاستثمار، السنة 31، العدد الفصلي الأول (يناير-مارس) 2013.

86- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، مؤشر ضمان لجاذبية الاستثمار، الكويت، 2012-2013.

87- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2009.

88- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2010.

-قوانين، مراسيم وتشريعات:

- 89-**الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 20 أوت 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 47، 22-08-2001..
- 90-**الأمر رقم 66-284 المؤرخ في 15 سبتمبر 1966 يتضمن قانون الاستثمارات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 80، 17-09-1966.
- 91-**القانون رقم 82-11 المؤرخ في 21 أوت 1982 المتعلق بالاستثمار الاقتصادي الخاص الوطني، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 24-08-1982.
- 92-**القانون رقم 86-13 المؤرخ في 19 أوت 1986 المعدل المتمم للقانون 82-13 المتعلق بتأسيس الشركات المختلطة الاقتصادية وسيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، 27-08-1986.
- 93-**المرسوم التشريعي رقم 93-12 المؤرخ في 5 أكتوبر 1993 المتعلق بترقية الاستثمار، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 64، 10-10-1993.

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية:**- Ouvrages**

- 94-**Amina Lahrèche-Revil, *Les régimes de change, L'économie mondiale, Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 1999.*
- 95-**Bouret Renaud: "*Relation Economique Internationale*" McGrawhill, 1993.
- 96-**D'arvisenet Philippe: "*Finance Internationale*" Dunod,Paris, 2004.
- 97-**Eiteman David et Autres ,*Gestion et Finance Internationale, Pearson Education, Edition 10, 2004.*
- 98-**Emmanuel Nyahoho, *Finances internationales : théorie, politique et pratique, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2e éd, 2002.*
- 99-**Guillochon Bernard, Kwecki.A: "*Economie Internationale,Commerce et Macroéconomie*", Dunod ,Paris, Edition.5, 2006.
- 100-**Imad A. Moosa, Razzaque H. Bhatti., *The theory and empirics of exchange rates, World Scientific Publishing London, 2010.*
- 101-**Jean Pierre Allégret: "*Les régimes de change dans les payés émergents*", Vuibert , 2005.
- 102-**Michel Burda, Charles Wyploz: *Macroéconomie, une perspective européenne*", deboeck, edition.3,2003.
- 103-**Mondher Chérif: "*Les taux de change*", Revue banque édition, 2002.
- 104-**Paul Krugman, Maurice Obstfeld: "*Economie Internationale*", De Boeck Université, 3eme édition, 2001.
- 105-**Peyrard Josette: "*Gestion Financiere Internationale*", Vuibert, edition:5,1999.
- 106-**William Greene, *Econométrie, traduction: Théophile Azomaho,Stéphanie monjon and Nguyen Van, Pearson Education, France, 5eme édition, 2005.*

- Thèses et Mémoires :

- 107-Asma FATTOUM, *Monnaie, Finance et Economie Internationale*, Thèse de doctorat en sciences économiques, spécialité microéconomie appliqué, Université Luis Lumière Lyon2, France, Janvier 2005.
- 108-Kaouthar HAMMEDI, *Libéralisation des mouvements de capitaux et crises financières internationales : théories et essai d'investigation empirique*, Mémoire pour l'obtention du diplôme de master, Gestion des organisations (option Finance), Essai en finance internationale, Université de La Manouba, Juin 2004.
- 109-Koudache Lynda, *Les politiques de change et leurs effets sur l'économie, Cas de l'Algérie*, Mémoire de magistère en sciences économique, option: Monnaie-Finance-Banque, Université Mouloud MAMMEDI de Tizi-Ouzou, 2012.
- 110-Lassana Yougbare, *Effets macroéconomiques des régimes de change : Essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel*, Thèse Pour Le Doctorat De Sciences Economiques, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand 1, 03 Avril 2009.
- 111-Mahdjouba Zaiter Lahimer, *L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les payées en développement*, Thèse de doctorat en sciences économiques, Université Paris Dauphine, France, Octobre 2011.

- Revues et Articles :

- 112-Abhijit Sen Gupta, *Does Capital Account Openness Lower Inflation?*, Working Paper No. 191, Indian Council For Research On International Economic Relations, January 2007.
- 113-Adli Kandah, *The Impact of Sterilization of Foreign Capital Inflows on the Key Monetary Indicators: Experience of the CBJ 1993-2008*, Association of Banks in Jordan, Amman – Jordan, June 2008.
- 114-Alberto Alesina Alexander Wagner, *Choosing (And Reneging On) Exchange Rate Regimes*, Working Paper 9809, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2003.
- 115-Alex Cobham, *Capital Account Liberalisation and Poverty*, paper commissioned by Bretton Woods Project and Oxfam for the Capital Account Liberalisation and Poverty meeting held at Queen Elizabeth House, Oxford University on 12th January 2001.
- 116-Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, *Optimal exchange rate regimes: Turning Mundell-Fleming's dictum on its head*, Working Paper 12684, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, November 2006.
- 117-Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, *Segmented Asset Markets And Optimal Exchange Rate Regimes*, Working Paper 13154, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2007.
- 118-Bambang Sayaka, *implications of capital account liberalization On capital flows*, Indonesian Center for Agricultural Socio-Economic Research and Development, 2005.
- 119-Bambang Sayaka, *Implications of capital account liberalization on capital flows*, Indonesian center for agricultural socio-economic research and development ministry of agriculture department, 2005.
- 120-Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, *How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?*, Working Paper 17318, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge October 2011.

- 121-BEN ALI Mohamed Sami, *Capital account liberalization and exchange rate Regime choice, what scope for flexibility in Tunisia?*, William Davidson Institute Working Paper Number 815, The William Davidson Institute At The University Of Michigan, March 2006.
- 122-Bhaskara Rao, Artur Tamazian, Saten Kumar, *Systems GMM Estimates of the Feldstein-Horioka Puzzle for the OECD Countries and Tests for Structural Breaks*, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), May 2009.
- 123-Bouziane BENTABET, M'hamed ZIAD, *Regimes De Change et Developpement : Une Analyse Quantitative*, Working Paper.
- 124-Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, Working Paper 8963, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2002.
- 125-Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, *Serial Default And The "Paradox"Of Rich To Poor Capital Flows*, Working Paper 10296, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, February 2004.
- 126-César Calderón, Klaus Schmidt-Hebbel, *Choosing An Exchange Rate Regime*, Central Bank of Chile Working Papers N° 494, Octobre 2008.
- 127-Chaker Aloui et Haïthem Sassi, *Régime De Change Et Croissance Economique : Une Investigation Empirique*, Economie internationale, CAIRN, 2005/4 no 104.
- 128-Christopher L. Gilbert , Gregor Irwin, David Vines, *International Financial Architecture, Capital Account Convertibility and Poor Developing Countries*, paper has been prepared for an ODI Seminar, "Capital Account Liberalisation: The Developing Country Perspective", Overseas Development Institute, London, 21st June 2000.
- 129-Dubravko Mihaljek, *The financial stability implications of increased capital flows for emerging market economies*, Bank for International Settlements Working Paper N:44 "Financial globalisation and emerging market capital flows" , Monetary and Economic Department, Basel, Switzerland, December 2008.
- 130-Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger :*A de facto Classification of Exchange Rate Regimes A Methodological Note*, Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, 2002.
- 131-El Hammas Hanéne et Salem Slah, *Choix d'un régime de change optimal et croissance économique- cas de la Tunisie*, communication au colloque international organiser par AISPE , " the theory and practice of economic policy : tradition and change ", 15-17 june 2006 Italy.
- 132-Elhadj Ezzahid, Brahim Maouhoub, *Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility: Scenarios for the Moroccan Case*, Discussion Paper No. 2014-18, Kiel Institute for the World Economy, April 16, 2014.
- 133-Emilija Beker, *Exchange Rate Regime Choice*, PANOECONOMICUS, 2006.
- 134-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.
- 135-Fahrettin Yagci, *Choice Of Exchange Rate Regimes For Developing Countries*, Africa Region Working Paper Series No.16, April 2001.
- 136-*Financial Liberalization: What Went Right, What Went Wrong?*, Chapter 7, Economic Growth In The 1990s..
- 137-Gerald Epstein, *Should Financial Flows Be Regulated? Yes*, Working Paper No. 77, Department of Economic and Social Affairs, United Nations, New York, USA, July 2009.
- 138-Graciela L. Kaminsky, Sergio L. Schmukler, *Short-run pain, Long-run gain: The effects of financial liberalization*, Working Paper 9787, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2003.

- 139-Guo Lujian, *Capital Account Liberalization And Choice Of Exchange Rate Regimes: The Case Of China*, A Thesis Submitted For The Degree Of Master Of Social Science Department Of Economics, National University Of Singapore, 2003.
- 140-Hali J. Edison, Michael W. Klein, Luca Ricci, Torsten Sloek, *Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis*, Working Paper 9100, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, August 2002..
- 141-Heller H. Robert, *Optimal international reserves*, *The Economic Journal*, 76(302), (1966)..
- 142-Hiro Ito, *Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization* Department of Economics, Cramer Hall 241, 1721 SW Broadway, Portland State University, Portland, June 20, 2005.
- 143-Igor Ljubaj, Ana Martinis, Marko Mrkalj, *Capital Inflows and Efficiency of Sterilisation – Estimation Sterilisation and Offset Coefficients*, Working Paper 24, Croatian National Bank, Zagreb, Croatia, April 2010.
- 144-Jean-Pierre Allégret, *Quel rôle pour les contrôles des mouvements internationaux de capitaux ?*, Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement, Lyon, 11 novembre 1998.
- 145-Jian-Guang Shen, *China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations*, Bank of Finland Institute for Economies in Transition BOFIT, Helsinki, , No 17, 2001.
- 146-João Sousa Andrade, *La thèse de Feldstein-Horioka: une mesure de la mobilité internationale du capital*, Panoeconomicus, 2007 .
- 147-Jocelyn Horne, Daehoon Nahm, *International Reserves and Liquidity: A Reassessment*, Working Paper, The financial support of the Australian Research Council, Macquarie University, Australia.
- 148-John Williamson, Molly Mahar, *A Survey of financial liberalization*, essays in international finance, N 211, November 1998.
- 149-Jorge Desormeaux, Karol Fernández and Pablo García, *Financial implications of capital outflows in Chile: 1998–2008*, Bank for International Settlements Papers No 44, "Financial globalisation and emerging market capital flows", International Monetary Fund, December 2008.
- 150-Joseph Joyce, Ilan Noy, *The IMF and the liberalization of capital flow*, Est-West center working paper, economics series, N°84, August 2005.
- 151-Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, *The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing*, October 2009.
- 152-Joshua Aizenman, *The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization*, University of California, and National Bureau Of Economic Research (NBER), USA, May 2010.
- 153-Joshua Aizenman, *The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma): the Encyclopedia of financial globalization*, University of California, and National Bureau Of Economic Research (NBER), USA, May 2010.
- 154-Juthathip Jongwanich, *Exchange Rate Regimes, Capital Account Opening and Real Exchange Rates: Evidence from Thailand*, Division of Economics, Research School of Pacific and Asian Studies, The Australian National University.
- 155-Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*, Occasional Paper 229, International Monetary Fund, Washington, 2004.

- 156-Kristin Forbes, Francis Warnock, **Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, And Retrenchment**, Working Paper 17351, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, August 2011.
- 157-Kristin Forbes, Francis Warnock, **Debt- And Equity-Led Capital Flow Episodes**, Working Paper 18329, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, August 2012.
- 158-Laelitia Ripoll, **Choix de regime de change: quelles nouvelles?**, LAMETA, Université de Montpellier I, 2001.
- 159-Laura Alfaro, Sebnem Kalemli-Ozcan, Vadym Volosovych, **Sovereigns, Upstream Capital Flows And Global Imbalances**, Working Paper 17396, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, September 2011.
- 160-Luiz Fernando de Paula, **Financial liberalisation, exchange rate regime and economic performance in BRICs countries**, Área da ANPEC: 6 – Economia Internacional, Centre for Brazilian Studies.
- 161-M. Ayhan Kose et Eswar Prasad : "**La libéralisation du compte de capital**", *Finances & Développement*, volume 41, N°:03, Septembre 2004.
- 162-Mahmood Pradhan, Ravi Balakrishnan, Reza Baqir, Geoffrey Heenan, Sylwia Nowak, Ceyda Oner, and Sanjaya Panth, **Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets**, Asia and Pacific Department, International Monetary Fund, April 2011.
- 163-Michael Bordo, **Exchange Rate Regime Choice In Historical Perspective**, Working Paper 9654, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, April 2003.
- 164-Michael D. Bordo, Josef Christl, Christian Just, Harold James, **Exchange Rate Regimes Past, Present and Future**, Working Paper 92, Oesterreichische National bank, November 3, 2004.
- 165-Michael Gavin, Ricardo Hausmann, Leonardo Leiderman, **The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America: Experience and Policy Issues**, Working Paper 310, Inter-American Development Bank Office of the Chief Economist, Washington, October 1995.
- 166-Miranda Goeltom, **Capital flows in Indonesia: challenges and policy responses**, Bank for International Settlements Papers No 44, "Financial globalisation and emerging market capital flows", International Monetary Fund, December 2008.
- 167-Mohua Roy, Rekha Misra, Sangita Misra, **Review of Cross-Country Experience in Capital Account Liberalisation**, Reserve Bank of India Occasional Papers, Vol. 27, No. 1 and 2, Summer and Monsoon 2006.
- 168-Morihiro Yomogida, **International Capital Movements: Who Gains and Who Loses?**, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 2006.
- 169-Narendra Jadhav, **Capital Account Liberalization: The Indian Experience**, Department of Economic Analysis and Policy Reserve Bank of India.
- 170-Naziha FAKHRI, **Les relations inter-pays: Quel impact pour le choix d'un régime de change**, Working Paper, CERESUR, Université de La Réunion.
- 171-Ooi Sang Kuang, **Capital flows and financial assets in emerging markets: determinants, consequences and challenges for central banks: the Malaysian experience**, Bank for International Settlements, Papers No 44, (Financial globalisation and emerging market capital flows), Monetary and Economic Department, Basel, Switzerland, December 2008.
- 172-Peter Montiel, **Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates**, *The World Bank Economic Review*, Vol. 8, No. 3 1994.
- 173-Peter Blair Henry, **Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation**, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, December 2007.

- 174-Philip Arestis, Asena Caner, **Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence**, Working Paper No. 411, The Levy Economics Institute Working Paper, New York, 2004.
- 175-Philip Turner, **Financial globalisation and emerging market capital flows**, BIS Papers No 44 under title (Financial globalisation and emerging market capital flows), Bank for International Settlements publications, Basel, Switzerland, 2008.
- 176-Philippe D. Karam, **Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations**, Arab Monetary Fund Abu Dhabi, December 2001..
- 177-Roberto Cardarelli, Selim Elekdag, and M. Ayhan Kose, **Capital Inflows: Macroeconomic, Implications and Policy Responses**, IMF Working Paper 09/40, International Monetary Fund, Asia and Pacific Department and Research Department, March 2009.
- 178-Sfia M. Daly, **The Choice of Exchange Rate Regimes in the MENA Countries: a Probit Analysis**, William Davidson Institute Working Paper Number 899 October 2007.
- 179-Sfia Mohamed Daly : **Le choix du régime de change pour les économies émergentes** , Munich Personal RePEc Archive,MPRA, 2007.
- 180-Shihong Zeng, **Study on Chinese foreign exchange reserves**, Working Paper, Journal of Applied Finance & Banking, vol.2, no1, Economics Management School, Beijing University of Technology, Beijing, China, February 2012..
- 181-Taline Koranchelian, **The Equilibrium Real Exchange Rate in a Commodity Exporting Country: Algeria's Experience**, Working Paper 05/135, International Monetary Fund, Middle East and Central Asia Department, July 2005.
- 182-Uri Dadush, Bennett Stancil, **Should Capital Flow to Poor Countries?**, Policy Outlook, July 2011.
- 183-Virginie Coudert, Marc Dubert, **Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ?**, CEPPI Working Paper No 2003-05, May 2004..
- 184-Wang Yungui, Xie Yuelan, **Initial conditions for capital account opening**, Bank for International Settlements Papers No 15, " China's capital account liberalisation: international perspectives", International Monetary Fund, April 2003.
- 185-Yilmaz Akyüz, Andrew Cornford, **Capital Flows To Developing Countries And Thereform Of The International Financial System**, United Nations Conference on Trade and Development, Geneva, No. 143, November 1999.
- 186-Yung Chul Park, Kee- Hong Bae, **Financial Liberalization and Economic Integration in East Asia**, PECC Finance Forum Conference.Financial Stability in Emerging Economies: Steps Forward for Bankers and Financial Authorities. FONDAD, Amsterdam, Netherlands, August 11-13, 2002.

- Rapports :

- 187-Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2014.
- 188-Bank of México, **Exchange Rate Regimes in Mexico since 1954**, September 2009.
- 189-Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi (2010). **"The Worldwide Governance Indicators : A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues"**. World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.
- 190-International Monetary Fund, **International Reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template**.
- 191-Klaus Schwab, Xavier Sala-i-Martin, **The Global Competitiveness Report 2012–2013**, World Economic Forum, Geneva.

192- *Review of Exchange Arrangements, Restrictions, and Controls, Prepared by Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, November 27, 2007.*

193- *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization, Evaluation Report, 2005.*

194- *United Nations, South-South Cooperation: Africa and the New Forms of Development Partnership, Economic Development in Africa Report 2010, United Nations Conference On Trade And Development, Geneva 2010.*

- Lois et décrets:

195- *Lois n:63-277 du 26-07-1963 portant code des investissement, Journal officielle de la république Algérien 02-08-1963.*

ثالثا: المواقع لمصادر البيانات الإحصائية:

196- *Office National des Statistiques* الديون الوطني للإحصائيات

www.ons.dz

197- *World Bank Data* قاعدة بيانات البنك الدولي

<http://data.worldbank.org/>

198- *La banque d'algerie* بنك الجزائر

<http://www.bank-of-algeria.dz/>

199- *Arab Monetary Fund* صندوق النقد العربي

<http://www.amf.org/ae/ar/statistics>

200- *Douanes Algériennes* الجمارك الجزائرية

<http://www.douane.gov.dz/>

201- *قاعدة بيانات صندوق النقد*

International Monetary Fund Data

الدولي

<http://www.imf.org/en/Data>

202- *مؤتمر الأمم المتحد للتجارة*

United Nations Conference on Trade and Development

والتنمية

<http://unctad.org/en/Pages/Statistics.aspx>

203- *The World Economic Forum* منتدى الاقتصاد العالمي

<http://www.weforum.org/>

الملاحق

الملحق رقم 01: البلد الذي يمثل القاعدة الأساسية وفق صندوق النقد الدولي

الرقم	البلد	الرمز	البلد الذي يمثل القاعدة الأساسية	الرقم	البلد	الرمز	البلد الذي يمثل القاعدة الأساسية
1	أروبا	ABW	الولايات المتحدة الأمريكية	41	حيبوتي	DJI	الولايات المتحدة الأمريكية
2	أفغانستان	AFG	الولايات المتحدة الأمريكية	42	دومينيكا	DMA	الولايات المتحدة الأمريكية
3	أنغولا	AGO	الولايات المتحدة الأمريكية	43	الدانمرك	DNK	ألمانيا
4	ألبانيا	ALB	الولايات المتحدة الأمريكية	44	الجمهورية الدومينيكية	DOM	الولايات المتحدة الأمريكية
5	الإمارات العربية المتحدة	ARE	ألمانيا	45	الجزائر	DZA	فرنسا
6	الأرجنتين	ARG	الولايات المتحدة الأمريكية	46	إكوادور	ECU	الولايات المتحدة الأمريكية
7	أرمينيا	ARM	الولايات المتحدة الأمريكية	47	جمهورية مصر العربية	EGY	الولايات المتحدة الأمريكية
8	أنتيغوا وبربودا	ATG	الولايات المتحدة الأمريكية	48	إريتريا	ERI	الولايات المتحدة الأمريكية
9	أستراليا	AUS	الولايات المتحدة الأمريكية	49	إسبانيا	ESP	ألمانيا
10	النمسا	AUT	ألمانيا	50	إستونيا	EST	ألمانيا
11	أذربيجان	AZE	الولايات المتحدة الأمريكية	51	إثيوبيا	ETH	الولايات المتحدة الأمريكية
12	بوروندي	BDI	الولايات المتحدة الأمريكية	52	فنلندا	FIN	ألمانيا
13	بلجيكا	BEL	ألمانيا	53	فيجي	FJI	الولايات المتحدة الأمريكية
14	بنين	BEN	فرنسا	54	فرنسا	FRA	ألمانيا
15	بوركينافاسو	BFA	فرنسا	55	ولايات ميكرونيزيا الموحدة	FSM	الولايات المتحدة الأمريكية
16	بنغلاديش	BGD	الولايات المتحدة الأمريكية	56	غابون	GAB	فرنسا
17	بلغاريا	BGR	ألمانيا	57	المملكة المتحدة	GBR	الولايات المتحدة الأمريكية
18	البحرين	BHR	الولايات المتحدة الأمريكية	58	جورجيا	GEO	الولايات المتحدة الأمريكية
19	جزر الهامام	BHS	الولايات المتحدة الأمريكية	59	غانا	GHA	الولايات المتحدة الأمريكية
20	بيلاروس (روسيا البيضاء)	BLR	الولايات المتحدة الأمريكية	60	غينيا	GIN	الولايات المتحدة الأمريكية
21	بليز	BLZ	الولايات المتحدة الأمريكية	61	غامبيا	GMB	المملكة المتحدة
22	بوليفيا	BOL	الولايات المتحدة الأمريكية	62	غينيا-بيساو	GNB	الولايات المتحدة الأمريكية
23	البرازيل	BRA	الولايات المتحدة الأمريكية	63	غينيا الاستوائية	GNQ	فرنسا
24	بوتسوانا	BWA	جنوب إفريقيا	64	اليونان	GRC	ألمانيا
25	جمهورية أفريقيا الوسطى	CAF	فرنسا	65	غرينادا	GRD	الولايات المتحدة الأمريكية
26	كندا	CAN	الولايات المتحدة الأمريكية	66	غواتيمالا	GTM	الولايات المتحدة الأمريكية
27	سويسرا	CHE	ألمانيا	67	هونغ كونغ	HKG	الولايات المتحدة الأمريكية
28	شيلي	CHL	الولايات المتحدة الأمريكية	68	هندوراس	HND	الولايات المتحدة الأمريكية
29	الصين	CHN	الولايات المتحدة الأمريكية	69	كرواتيا	HRV	ألمانيا
30	كوت ديفوار	CIV	فرنسا	70	هايتي	HTI	الولايات المتحدة الأمريكية
31	الكاميرون	CMR	فرنسا	71	هنغاريا	HUN	ألمانيا
32	جمهورية الكونغو الديمقراطية	COD	الولايات المتحدة الأمريكية	72	إندونيسيا	IDN	الولايات المتحدة الأمريكية
33	جمهورية الكونغو	COG	فرنسا	73	الهند	IND	الولايات المتحدة الأمريكية
34	كولومبيا	COL	الولايات المتحدة الأمريكية	74	أيرلندا	IRL	ألمانيا
35	جزر القمر	COM	فرنسا	75	جمهورية إيران الإسلامية	IRN	الولايات المتحدة الأمريكية
36	الرأس الأخضر	CPV	ألمانيا	76	العراق	IRQ	الولايات المتحدة الأمريكية
37	كوستاريكا	CRI	الولايات المتحدة الأمريكية	77	أيسلندا	ISL	ألمانيا
38	قبرص	CYP	ألمانيا	78	إيطاليا	ITA	ألمانيا
39	الجمهورية التشيكية	CZE	ألمانيا	79	جامايكا	JAM	الولايات المتحدة الأمريكية
40	ألمانيا	DEU	الولايات المتحدة الأمريكية	80	الأردن	JOR	الولايات المتحدة الأمريكية

الولايات المتحدة الأمريكية	OMN	عمان	123	الولايات المتحدة الأمريكية	JPN	اليابان	81
الولايات المتحدة الأمريكية	PAK	باكستان	124	الولايات المتحدة الأمريكية	KAZ	كازاخستان	82
الولايات المتحدة الأمريكية	PAN	بنما	125	الولايات المتحدة الأمريكية	KEN	كينيا	83
الولايات المتحدة الأمريكية	PER	بيرو	126	الولايات المتحدة الأمريكية	KGZ	جمهورية قيرغيز	84
الولايات المتحدة الأمريكية	PHL	الفلبين	127	الولايات المتحدة الأمريكية	KHM	كمبوديا	85
ألمانيا	POL	بولندا	128	أستراليا	KIR	كيريباتي	86
ألمانيا	PRT	البرتغال	129	الولايات المتحدة الأمريكية	KNA	سانت كيتس ونيفس	87
الولايات المتحدة الأمريكية	PRY	باراغواي	130	الولايات المتحدة الأمريكية	KOR	جمهورية كوريا	88
الولايات المتحدة الأمريكية	QAT	قطر	131	الولايات المتحدة الأمريكية	KWT	الكويت	89
الولايات المتحدة الأمريكية	ROU	رومانيا	132	الولايات المتحدة الأمريكية	LAO	جمهورية لاو	90
الولايات المتحدة الأمريكية	RUS	روسيا	133	الولايات المتحدة الأمريكية	LBN	لبنان	91
الولايات المتحدة الأمريكية	RWA	رواندا	134	الولايات المتحدة الأمريكية	LBR	ليبيريا	92
الولايات المتحدة الأمريكية	SAU	المملكة العربية السعودية	135	الولايات المتحدة الأمريكية	LBY	ليبيا	93
الولايات المتحدة الأمريكية	SDN	السودان	136	الولايات المتحدة الأمريكية	LCA	سانت لوسيا	94
فرنسا	SEN	السنغال	137	الهند	LKA	سري لانكا	95
ماليزيا	SGP	سنغافورة	138	جنوب إفريقيا	LSO	ليسوتو	96
الولايات المتحدة الأمريكية	SLB	جزر سليمان	139	ألمانيا	LTU	ليتوانيا	97
الولايات المتحدة الأمريكية	SLE	سيراليون	140	ألمانيا	LUX	لكسمبورغ	98
الولايات المتحدة الأمريكية	SLV	السلفادور	141	ألمانيا	LVA	لاتفيا	99
ألمانيا	SMR	سان مارينو	142	فرنسا	MAR	المغرب	100
الولايات المتحدة الأمريكية	SOM	الصومال	143	الولايات المتحدة الأمريكية	MDA	مولدوفا	101
الولايات المتحدة الأمريكية	STP	سان تومي وبرينسيبي	144	فرنسا	MDG	مدغشقر	102
الولايات المتحدة الأمريكية	SUR	سورينام	145	الولايات المتحدة الأمريكية	MDV	ملديف	103
ألمانيا	SVK	الجمهورية السلوفاكية	146	الولايات المتحدة الأمريكية	MEX	المكسيك	104
ألمانيا	SVN	سلوفينيا	147	فرنسا	MLI	مالي	105
ألمانيا	SWE	السويد	148	فرنسا	MLT	مالطة	106
جنوب إفريقيا	SWZ	سوازيلند	149	الولايات المتحدة الأمريكية	MMR	ميانمار	107
الولايات المتحدة الأمريكية	SXM	سانت مارتن - الجزء الهولندي	150	الولايات المتحدة الأمريكية	MNG	منغوليا	108
الولايات المتحدة الأمريكية	SYC	سيشل	151	الولايات المتحدة الأمريكية	MOZ	موزامبيق	109
الولايات المتحدة الأمريكية	SYR	الجمهورية العربية السورية	152	الولايات المتحدة الأمريكية	MRT	موريتانيا	110
فرنسا	TCD	تشاد	153	المملكة المتحدة	MUS	موريشيوس	111
أستراليا	TGO	توغو	154	الولايات المتحدة الأمريكية	MWI	مالاوي	112
الولايات المتحدة الأمريكية	TAI	تايوان	155	الولايات المتحدة الأمريكية	MYS	ماليزيا	113
فرنسا	THA	تايلند	156	جنوب إفريقيا	NAM	ناميبيا	114
الولايات المتحدة الأمريكية	TJK	طاجيكستان	157	الولايات المتحدة الأمريكية	NCL	كاليدونيا الجديدة	115
الولايات المتحدة الأمريكية	TKM	تركمانيستان	158	فرنسا	NER	النيجر	116
الولايات المتحدة الأمريكية	TON	تونغا	159	الولايات المتحدة الأمريكية	NGA	نيجيريا	117
فرنسا	TTO	ترينيداد وتوباغو	160	الولايات المتحدة الأمريكية	NIC	نيكاراغوا	118
الولايات المتحدة الأمريكية	TUN	تونس	161	ألمانيا	NLD	هولندا	119
الولايات المتحدة الأمريكية	TUR	تركيا	162	ألمانيا	NOR	النرويج	120
الولايات المتحدة الأمريكية	TZA	تنزانيا	163	الهند	NPL	نيبال	121
الولايات المتحدة الأمريكية	UGA	أوغندا	164	أستراليا	NZL	نيوزيلندا	122

الولايات المتحدة الأمريكية	UKR	أوكرانيا	165
الولايات المتحدة الأمريكية	URY	أوروغواي	166
الولايات المتحدة الأمريكية	VCT	سانت فنسنت وجزر غرينادين	167
الولايات المتحدة الأمريكية	VEN	فنزويلا	168
الولايات المتحدة الأمريكية	VNM	فيتنام	169
الولايات المتحدة الأمريكية	VUT	فانواتو	170
أستراليا	WSM	ساموا	171
الولايات المتحدة الأمريكية	YEM	الجمهورية اليمنية	172
الولايات المتحدة الأمريكية	ZAF	جنوب أفريقيا	173
الولايات المتحدة الأمريكية	ZMB	زامبيا	174
الولايات المتحدة الأمريكية	ZWE	زمبابوي	175

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على:

- *Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions* في: معلومات صندوق النقد الدولي الواردة في:
- Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, *The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing*, October 2009

الملحق رقم 02: الدول النامية المحررة لحساب رأس المال خلال سنوات الثمانينات والتسعينات

التحرير بدون تدخل صندوق النقد الدولي		التحرير بتدخل صندوق النقد الدولي	
تحوير حساب رأس المال وفق مؤشر AREAR			
1996	موريشيوس	1996	كينيا
1982، 1996	الباراغواي	1996	نيكاراغوا
1997	السيشل	1995	النيجر
1994	ترينداد وتوباغو	1993	بيرو
		1997	أوغندا
		1996	الأروغواي
		1996	فتويلا
		1996	زامبيا
		1993	الأرجنتين
		1986	بوليفيا
		1980، 1995	كوستاريكا
		1988، 1995	الإكوادور
		1996	السلفادور
		1991	غامبيا
		1989	غواتيمالا
		1993	الهندوراس
		1996	جمايكا
تحوير حساب رأس المال وفق مؤشر Miniane			
1997	البرازيل	1993، 1996، 1987، 1989	الأرجنتين
1996	كولومبيا	1994، 1988، 1991، 1984، 1986	الإكوادور
1994	ج. إفريقيا	1998	كوريا
1989	تركيا	1996، 1991	المكسيك
		1996، 1992	الفلبين
تحوير حساب رأس المال وفق مؤشر Ito و Chinn			
1982	سنغافورة	1997	مدغشقر
1993	ج. إفريقيا	1995	مالاوي
1982	سوازيلاند	1990	مالي
1990	تايلند	1993، 1989	موريتانيا
1992	ترينداد وتوباغو	1996	موريشيوس
1992	تونس	1984	المكسيك
1989	تركيا	1990، 1987	المغرب
		1993، 1986	نيبال
		1995	نيكاراغوا
		1993	النيجر
		1990	غينيا الجديدة
		1991، 1982	بيرو
		1992، 1985	الفلبين
		1995	رواندا
		1994	السنتغال
		1990	سيراليون
		1995، 1986	ج. إفريقيا
		1982	سري لانكا
		1992	تنزانيا
		1993	تركيا
		1982	أوغندا
		1993، 1984	الأروغواي
		1996	فتويلا
		1996، 1988	زامبيا
		1996، 1985	زيمبابوي
		1994	الأرجنتين
		1997، 1993	بنغلاديش
		1992	بربادوس
		1993	بنين
		1990	بوليفيا
		1997، 1986	البرازيل
		1998	بوركينافاسو
		1990	المالديف
		1993	إفريقيا الوسطى
		1991	تشاد
		1993	الكونغو
		1995	كوستاريكا
		1994، 1991	كوت ديفوار
		1993	ج. الدومينيكان
		1991	مصر
		1994	السلفادور
		1992	الغابون
		1990	غامبيا
		1990، 1986	غانا
		1994	غواتيمالا
		1988	هايتي
		1997	الهندوراس
		1993	جمايكا
		1996، 1992	الأردن
		1995	كينيا
		1996	ليسوتو
		1991	

المصدر:

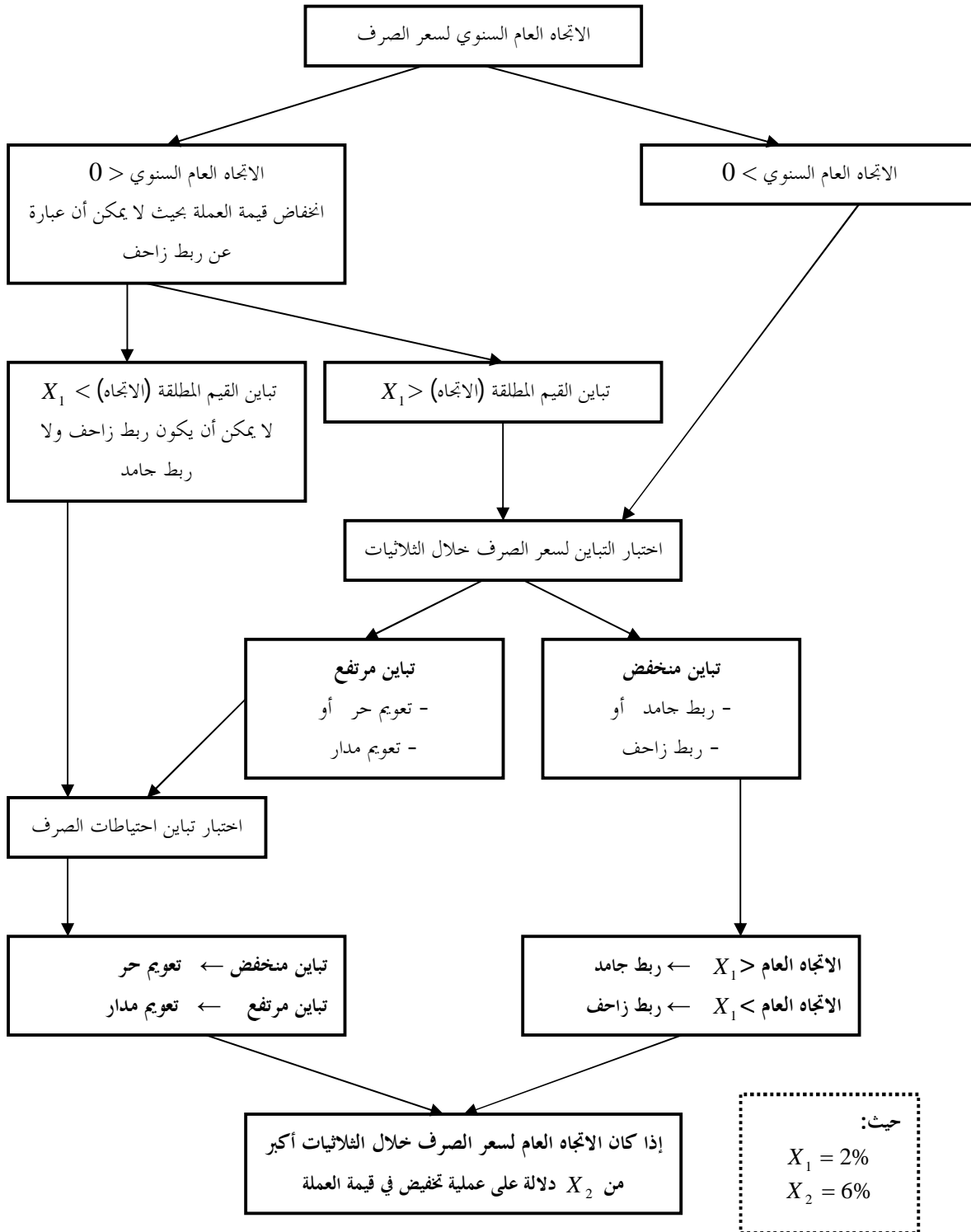
Joseph Joyce, Ilan Noy, *The IMF and the liberalization of capital flow, Est-West center working paper, economics series, N°84, August 2005, P: 35.*

الملحق رقم 03: الدول الممثلة لعينة الدراسة

الرقم	Country Name	الدولة	الرمز			
1	Afghanistan	أفغانستان	AFG	41	Gambia, The	غامبيا
2	Angola	أنغولا	AGO	42	Guinea-Bissau	غينيا-بيساو
3	United Arab Emirates	الإمارات العربية المتحدة	ARE	43	Equatorial Guinea	غينيا الاستوائية
4	Argentina	الأرجنتين	ARG	44	Guatemala	غواتيمالا
5	Azerbaijan	أذربيجان	AZE	45	Guyana	غيانا
6	Burundi	بوروندي	BDI	46	Hong Kong	هونغ كونغ
7	Benin	بنين	BEN	47	Honduras	هندوراس
8	Burkina Fasio	بوركينافاسو	BFA	48	Haiti	هايتي
9	Bangladesh	بنغلاديش	BGD	49	Indonesia	إندونيسيا
10	Bahrain	البحرين	BHR	50	India	الهند
11	Bahamasia, The	جزر البهاما	BHS	51	Iran, Islamic Rep.	جمهورية إيران الإسلامية
12	Belize	بليز	BLZ	52	Iraq	العراق
13	Bolivia	بوليفيا	BOL	53	Jamaica	جامايكا
14	Brazil	البرازيل	BRA	54	Jordan	الأردن
15	Brunei	بروناي دار السلام	BRN	55	Kazakhstan	كازاخستان
16	Bhutan	بوتان	BTN	56	Kenya	كينيا
17	Botswana	بوتسوانا	BWA	57	Kyrgyz Republic	جمهورية قيرغيز
18	Central African Republic	جمهورية أفريقيا الوسطى	CAF	58	Cambodia	كمبوديا
19	Chile	شيلي	CHL	59	Korea, Rep.	جمهورية كوريا
20	China	الصين	CHN	60	Kuwait	الكويت
21	C?e d'Ivoire	كوت ديفوار	CIV	61	Lao PDR	جمهورية لاو الديمقراطية الشعبية
22	Cameroon	الكاميرون	CMR	62	Lebanon	لبنان
23	Congo, Dem. Rep.	جمهورية الكونغو الديمقراطية	COD	63	Liberia	ليبيريا
24	Congo, Rep.	جمهورية الكونغو	COG	64	Libya	ليبيا
25	Colombia	كولومبيا	COL	65	Sri Lanka	سري لانكا
26	Comoros	جزر القمر	COM	66	Lesotho	ليسوتو
27	Cape Verde	الرأس الأخضر	CPV	67	Morocco	المغرب
28	Costa Rica	كوستاريكا	CRI	68	Madagasiacar	مدغشقر
29	Djibouti	جيبوتي	DJI	69	Maldives	ملديف
30	Dominica	دومينيكا	DMA	70	Mexico	المكسيك
31	Dominican Republic	الجمهورية الدومينيكية	DOM	71	Mali	مالي
32	Algeria	الجزائر	DZA	72	Myanmar	ميانمار
33	Ecuador	إكوادور	ECU	73	Mongolia	منغوليا
34	Egypt, Arab Rep.	جمهورية مصر العربية	EGY	74	Mozambique	موزامبيق
35	Eritrea	إريتريا	ERI	75	Mauritania	موريتانيا
36	Ethiopia	إثيوبيا	ETH	76	Mauritius	موريشيوس
37	Fiji	فيجي	FJI	77	Malawi	ملاوي
38	Gabon	غابون	GAB	78	Malaysia	ماليزيا
39	Ghana	غانا	GHA	79	Namibia	ناميبيا
40	Guinea	غينيا	GIN	80	Niger	النيجر

NGA	نيجيريا	<i>Nigeria</i>	81
NIC	نيكاراغوا	<i>Nicaragua</i>	82
NPL	نيبال	<i>Nepal</i>	83
OMN	عمان	<i>Oman</i>	84
PAK	باكستان	<i>Pakistan</i>	85
PAN	بنما	<i>Panama</i>	86
PER	بيرو	<i>Peru</i>	87
PHL	الفلبين	<i>Philippines</i>	88
PRY	باراغواي	<i>Paraguay</i>	89
QAT	قطر	<i>Qatar</i>	90
RWA	رواندا	<i>Rwanda</i>	91
SAU	المملكة العربية السعودية	<i>Saudi Arabia</i>	92
SDN	السودان	<i>Sudan</i>	93
SEN	السنغال	<i>Senegal</i>	94
SGP	سنغافورة	<i>Singapore</i>	95
SLB	جزر سليمان	<i>Solomon Islands</i>	96
SLE	سيراليون	<i>Sierra Leone</i>	97
SLV	السلفادور	<i>El Salvador</i>	98
SUR	سورينام	<i>Suriname</i>	99
SWZ	سوازيلند	<i>Swaziland</i>	100
SYC	سيشل	<i>Seychelles</i>	101
SYR	الجمهورية العربية السورية	<i>Syrian Arab Republic</i>	102
TCD	تشاد	<i>Chad</i>	103
TGO	توغو	<i>Togo</i>	104
THA	تايلند	<i>Thailand</i>	105
TJK	طاجيكستان	<i>Tajikistan</i>	106
TON	تونغا	<i>Tonga</i>	107
TTO	ترينيداد وتوباغو	<i>Trinidad and Tobago</i>	108
TUN	تونس	<i>Tunisia</i>	109
TZA	تنزانيا	<i>Tanzania</i>	110
UGA	أوغندا	<i>Uganda</i>	111
URY	أوروغواي	<i>Uruguay</i>	112
VEN	فنزويلا	<i>Venezuela, RB</i>	113
VNM	فييتنام	<i>Vietnam</i>	114
VUT	فانواتو	<i>Vanuatu</i>	115
YEM	الجمهورية اليمنية	<i>Yemen, Rep.</i>	116
ZMB	زامبيا	<i>Zambia</i>	117
ZWE	زيمبابوي	<i>Zimbabwe</i>	118

الملحق رقم 04: منهجية اختبار طبيعة نظام الصرف الواقعي



المصدر:

Virginie Coudert, Marc Dubert, *Does Exchange Rate Regime Explain Differences in Economic Results for Asian Countries ?*, CEPII Working Paper No 2003-05, May 2004, P:20.

الملحق رقم 05: نماذج اختبار قدرة رأس المال على الحركة الدولية في الدول النامية
النموذج الإجمالي

Dependent Variable: IY?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 12/22/14 Time: 21:17				
Sample: 1971 2013				
Included observations: 43				
Cross-sections included: 118				
Total pool (balanced) observations 5074				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY?	0.067549	0.008619	7.836923	0.0000
C	1.872771	0.150646	12.43159	0.0000
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.218253	Mean dependent var	2.752069	
Adjusted R-squared	0.199182	S.D. dependent var	7.908227	
S.E. of regression	7.076948	Akaike info criterion	6.775281	
Sum squared resid	242252.4	Schwarz criterion	6.931555	
Log likelihood	-16670.15	Hannan-Quinn criter.	6.830077	
F-statistic	11.44428	Durbin-Watson stat	1.130344	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dependent Variable: IY?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 12/22/14 Time: 21:15				
Sample: 1971 2013				
Included observations: 43				
Cross-sections included: 118				
Total pool (balanced) observations: 5074				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY?	0.048611	0.007833	6.205894	0.0000
C	2.119293	0.151396	13.99831	0.0000
R-squared	0.007714	Mean dependent var	2.752069	
Adjusted R-squared	0.007514	S.D. dependent var	7.908227	
S.E. of regression	7.878460	Akaike info criterion	6.966546	
Sum squared resid	307495.5	Schwarz criterion	6.969172	
Log likelihood	-17261.10	Hannan-Quinn criter.	6.967466	
F-statistic	38.51312	Durbin-Watson stat	0.885193	
Prob(F-statistic)	0.000000			

نموذج الأثر العشوائي للدول

نموذج الأثر الثابت للسنوات

Dependent Variable: IY?				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 12/22/14 Time: 21:27				
Sample: 1971 2013				
Included observations: 43				
Cross-sections included: 118				
Total pool (balanced) observations 5074				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY?	0.065100	0.008431	7.721201	0.0000
C	1.904646	0.352522	5.402913	0.0000
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		3.471344	0.1939	
Idiosyncratic random		7.076948	0.8061	
Weighted Statistics				
R-squared	0.011889	Mean dependent var	0.825834	
Adjusted R-squared	0.011689	S.D. dependent var	7.119303	
S.E. of regression	7.077570	Sum squared resid	248155.7	
F-statistic	59.60647	Durbin-Watson stat	1.102545	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.006827	Mean dependent var	2.752069	
Sum squared resid	307770.5	Durbin-Watson stat	0.888983	

Dependent Variable: IY?				
Method: Pooled EGLS (Period weights)				
Date: 12/22/14 Time: 21:23				
Sample: 1971 2013				
Included observations: 43				
Cross-sections included: 118				
Total pool (balanced) observations: 5074				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY?	0.023112	0.003609	6.404753	0.0000
C	2.451213	0.063600	38.54110	0.0000
Period fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.114528	Mean dependent var	3.337796	
Adjusted R-squared	0.106958	S.D. dependent var	7.782485	
S.E. of regression	7.637651	Sum squared resid	286593.5	
F-statistic	15.12980	Durbin-Watson stat	0.789721	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.072936	Mean dependent var	2.752069	
Sum squared resid	287284.0	Durbin-Watson stat	0.933817	

نموذج الأثر العشوائي لسنوات

Dependent Variable: IY?				
Method: Pooled EGLS (Period random effects)				
Date: 12/22/14 Time: 21:28				
Sample: 1971 2013				
Included observations: 43				
Cross-sections included: 118				
Total pool (balanced) observations 5074				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY?	0.021252	0.007967	2.667518	0.0077
C	2.475425	0.247219	10.01307	0.0000
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Period random		1.272736	0.0270	
Idiosyncratic random		7.645318	0.9730	
Weighted Statistics				
R-squared	0.001422	Mean dependent var	1.331796	
Adjusted R-squared	0.001220	S.D. dependent var	7.684284	
S.E. of regression	7.679596	Sum squared resid	292168.0	
F-statistic	7.052272	Durbin-Watson stat	0.919515	
Prob(F-statistic)	0.007942			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.005271	Mean dependent var	2.752069	
Sum squared resid	308252.7	Durbin-Watson stat	0.876793	

الملحق رقم 06: اختبار وجود الأثر

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: MMMMTT			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.134138	(117,4837)	0.0000
Cross-section Chi-square	1181.908002	117	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: MMMMTT			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.870983	1	0.1714

Redundant Fixed Effects Tests			
Pool: MMMMTT			
Test period fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	12.293350	(41,4913)	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Pool: MMMMTT			
Test period random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	45.521790	1	0.0000

الملحق رقم 07: الأثر الثابت للدول

CROSSID	Effect						
AFG	-1.278381	DOM	-0.365879	LAO	-0.321796	RWA	-1.896341
AGO	2.744521	DZA	-2.611820	LBN	1.556209	SAU	-3.081602
ARE	-0.903494	ECU	-2.027690	LBR	22.03103	SDN	0.377504
ARG	-1.519267	EGY	-0.986502	LBY	-1.918754	SEN	-1.300452
AZE	5.182357	ERI	-0.535403	LKA	-2.366474	SGP	8.115260
BDI	-2.145751	ETH	-1.841343	LSO	1.334791	SLB	3.135555
BEN	-1.459098	FJI	0.784992	MAR	-2.267798	SLE	-0.508741
BFA	-2.294670	GAB	-2.665684	MDG	-0.133150	SLV	-1.484430
BGD	-2.870340	GHA	-0.606878	MDV	0.944071	SUR	-6.977395
BHR	1.138662	GIN	-0.424462	MEX	-1.061762	SWZ	-0.530234
BHS	-0.629011	GMB	-0.218342	MLI	-1.334905	SYC	5.391189
BLZ	0.896692	GNB	-1.306164	MMR	-1.872771	SYR	-2.423595
BOL	0.014154	GNQ	21.61811	MNG	2.703285	TCD	4.220543
BRA	-1.055620	GTM	-1.324598	MOZ	1.628142	TGO	-0.517407
BRN	-2.172430	GUY	3.610495	MRT	1.341162	THA	-1.060294
BTN	-1.936618	HKG	8.491640	MUS	1.296586	TJK	-0.466673
BWA	-0.997942	HND	-0.581665	MWI	-0.878707	TON	-1.618245
CAF	-1.228636	HTI	-1.935329	MYS	0.080868	TTO	2.576192
CHL	1.415446	IDN	-2.664259	NAM	-0.548989	TUN	-0.840101
CHN	-1.624842	IND	-2.422416	NER	-0.365945	TZA	-0.564333
CIV	-1.185323	IRN	-2.191326	NGA	0.243509	UGA	-0.642358
CMR	-1.763351	IRQ	-2.018300	NIC	0.326508	URY	-0.817344
COD	-0.312562	JAM	-0.430136	NPL	-3.053137	VEN	-2.671143
COG	5.596929	JOR	0.325020	OMN	-1.383590	VNM	1.015909
COL	-0.966025	KAZ	1.535529	PAK	-2.250293	VUT	3.903497
COM	-1.691647	KEN	-2.338281	PAN	0.457807	YEM	-1.812306
CPV	0.696277	KGZ	-0.102349	PER	-0.631573	ZMB	1.711803
CRI	0.014100	KHM	0.488651	PHL	-2.322539	ZWE	-1.471278
DJI	-1.799990	KOR	-2.932711	PRY	-1.887898		
DMA	3.205227	KWT	-3.838008	QAT	-0.661331		

الملحق رقم 08: الأثر الثابت للسنوات

DATEID	Effect						
1971	-2.040858	1983	-1.955920	1995	0.632013	2007	3.404846
1972	-2.073308	1984	-2.113528	1996	1.734167	2008	2.751324
1973	-1.820488	1985	-1.979046	1997	1.151423	2009	1.863692
1974	-2.183355	1986	-2.318517	1998	1.926233	2010	3.400350
1975	-1.926509	1987	-1.768628	1999	2.104629	2011	4.107931
1976	-1.900451	1988	-1.666676	2000	0.539824	2012	3.637403
1977	-1.937856	1989	-1.072718	2001	1.490698	2013	2.144694
1978	-1.759839	1990	-1.666294	2002	1.559658		
1979	-1.738928	1991	-0.910391	2003	2.843467		
1980	-1.868748	1992	-0.778566	2004	1.696714		
1981	-1.438181	1993	-0.484482	2005	2.139244		
1982	-1.820424	1994	-0.457783	2006	2.697876		

الملحق رقم 09: الأثر العشوائي للدول

CROSSID	Effect						
AFG	-1.196233	DOM	-0.326006	LAO	-0.311625	RWA	-1.727526
AGO	2.486248	DZA	-2.358060	LBN	1.389554	SAU	-2.756397
ARE	-0.851143	ECU	-1.833339	LBR	20.04956	SDN	0.333567
ARG	-1.376714	EGY	-0.883640	LBY	-1.756754	SEN	-1.192672
AZE	4.717147	ERI	-0.501430	LKA	-2.142616	SGP	7.447381
BDI	-1.970096	ETH	-1.673618	LSO	1.229720	SLB	2.823599
BEN	-1.334155	FJI	0.711739	MAR	-2.043923	SLE	-0.481204
BFA	-2.092233	GAB	-2.399296	MDG	-0.140237	SLV	-1.352291
BGD	-2.598839	GHA	-0.554309	MDV	0.846732	SUR	-6.355174
BHR	1.058707	GIN	-0.398386	MEX	-0.956843	SWZ	-0.494099
BHS	-0.559347	GMB	-0.206225	MLI	-1.221891	SYC	4.876727
BLZ	0.818744	GNB	-1.209771	MMR	-1.733140	SYR	-2.199513
BOL	0.015137	GNQ	19.64557	MNG	2.471418	TCD	3.816568
BRA	-0.952714	GTM	-1.210616	MOZ	1.460812	TGO	-0.470530
BRN	-1.982113	GUY	3.274404	MRT	1.205491	THA	-0.934765
BTN	-1.776942	HKG	7.722758	MUS	1.194306	TJK	-0.446465
BWA	-0.862386	HND	-0.517984	MWI	-0.806185	TON	-1.477327
CAF	-1.138622	HTI	-1.777592	MYS	0.111798	TTO	2.365750
CHL	1.298419	IDN	-2.406688	NAM	-0.498472	TUN	-0.747983
CHN	-1.437657	IND	-2.182185	NER	-0.344455	TZA	-0.524950
CIV	-1.089373	IRN	-1.996551	NGA	0.224962	UGA	-0.590945
CMR	-1.602922	IRQ	-1.853848	NIC	0.283551	URY	-0.745349
COD	-0.308711	JAM	-0.385223	NPL	-2.765171	VEN	-2.394550
COG	5.100149	JOR	0.312993	OMN	-1.238075	VNM	0.921361
COL	-0.867812	KAZ	1.392967	PAK	-2.033756	VUT	3.549952
COM	-1.555454	KEN	-2.120551	PAN	0.434333	YEM	-1.656483
CPV	0.615982	KGZ	-0.108909	PER	-0.567513	ZMB	1.545864
CRI	0.012440	KHM	0.428188	PHL	-2.089229	ZWE	-1.353513
DJI	-1.656326	KOR	-2.637259	PRY	-1.727897		
DMA	2.910597	KWT	-3.450644	QAT	-0.623750		

الملحق رقم 10: الأثر العشوائي للسنوات

DATEID	Effect						
1971	-1.580161	1983	-1.499968	1995	0.486370	2007	2.619465
1972	-1.604516	1984	-1.619749	1996	1.331422	2008	2.116613
1973	-1.410841	1985	-1.517022	1997	0.883791	2009	1.432249
1974	-1.685889	1986	-1.777555	1998	1.475354	2010	2.609622
1975	-1.486638	1987	-1.354633	1999	1.612516	2011	3.151907
1976	-1.463029	1988	-1.277315	2000	0.416866	2012	2.788462
1977	-1.486499	1989	-0.822071	2001	1.143646	2013	2.449721
1978	-1.349581	1990	-1.273891	2002	1.198504		
1979	-1.332565	1991	-0.699058	2003	2.182649		
1980	-1.432036	1992	-0.596050	2004	1.308099		
1981	-1.101837	1993	-0.370899	2005	1.649021		
1982	-1.395367	1994	-0.347938	2006	2.078552		

الملحق رقم 12: تقدير النموذج للفترة 1971-2013

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.223630	0.014871	15.03787	0.0000
ERS?	0.736202	0.010465	70.35161	0.0000
MI?	0.882344	0.017386	50.74886	0.0000

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/20/14 Time: 22:58
Sample: 1971 2013
Included observations: 43
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 5074

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.223630	0.014871	15.03787	0.0000
ERS?	0.736202	0.010465	70.35161	0.0000
MI?	0.882344	0.017386	50.74886	0.0000

Mean dependent var 1.000000 S.D. dependent var 0.000000
S.E. of regression 0.359016 Akaike info criterion 0.789703
Sum squared resid 638.4028 Schwarz criterion 0.793643
Log likelihood -1953.884 Hannan-Quinn criter. 0.791084
Durbin-Watson stat 0.277795

الملحق رقم 11: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

	MI?	ERS?	KAOPEN?
Mean	0.359191	0.654337	0.324337
Median	0.421122	0.690900	0.161549
Maximum	0.967908	1.000000	1.000000
Minimum	0.000000	0.000000	0.000000
Std. Dev.	0.240869	0.349019	0.339270
Skewness	-0.300175	-0.352789	0.981890
Kurtosis	1.945938	1.614875	2.583463
Jarque-Bera	303.8580	498.9890	832.1812
Probability	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	1780.151	3242.895	1607.415
Sum Sq. Dev.	287.4777	603.5903	570.3414
Observations	4956	4956	4956
Cross sections	118	118	118

Date: 12/20/14 Time: 22:19
Sample: 1971 2012
Individual samples

الملحق رقم 13: تقدير النموذج بإقصاء فترات الأزمات

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.178533	0.031583	5.652784	0.0000
ERS?	0.674348	0.021318	31.63282	0.0000
MI?	1.082826	0.032224	33.60272	0.0000

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:31
Sample: 1984 1995
Included observations: 12
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 1416

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.178533	0.031583	5.652784	0.0000
ERS?	0.674348	0.021318	31.63282	0.0000
MI?	1.082826	0.032224	33.60272	0.0000

Mean dependent var 1.000000 S.D. dependent var 0.000000
S.E. of regression 0.370622 Akaike info criterion 0.854850
Sum squared resid 194.0909 Schwarz criterion 0.865984
Log likelihood -602.2336 Hannan-Quinn criter. 0.859010
Durbin-Watson stat 0.282291

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.154790	0.045396	3.409736	0.0007
ERS?	0.904704	0.026180	34.55732	0.0000
MI?	0.597444	0.053655	11.13501	0.0000

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:28
Sample: 1974 1980
Included observations: 7
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.154790	0.045396	3.409736	0.0007
ERS?	0.904704	0.026180	34.55732	0.0000
MI?	0.597444	0.053655	11.13501	0.0000

Mean dependent var 1.000000 S.D. dependent var 0.000000
S.E. of regression 0.400052 Akaike info criterion 1.009180
Sum squared resid 131.7141 Schwarz criterion 1.026310
Log likelihood -413.7913 Hannan-Quinn criter. 1.015751
Durbin-Watson stat 0.255143

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:33
Sample: 2010 2013
Included observations: 4
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 472

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.182877	0.045727	3.999357	0.0001
ERS?	0.661172	0.038484	17.18064	0.0000
MI?	0.977338	0.060253	16.22054	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.317258	Akaike info criterion	0.550239
Sum squared resid	35.32919	Schwarz criterion	0.583029
Log likelihood	-94.39226	Hannan-Quinn criter.	0.563285
Durbin-Watson stat	0.405941		

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:32
Sample: 2000 2006
Included observations: 7
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 826

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.369697	0.025115	14.72007	0.0000
ERS?	0.588794	0.023029	25.56754	0.0000
MI?	0.908640	0.035487	25.60493	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.284196	Akaike info criterion	0.325320
Sum squared resid	66.47154	Schwarz criterion	0.342451
Log likelihood	-131.3572	Hannan-Quinn criter.	0.331891
Durbin-Watson stat	0.346944		

الملحق رقم 14: تقدير النموذج خلال فترات الأزمات

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:30
Sample: 1981 1983
Included observations: 3
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 354

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.210365	0.063484	3.313670	0.0010
ERS?	0.754096	0.040231	18.74421	0.0000
MI?	0.887003	0.071038	12.48627	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.386859	Akaike info criterion	0.946924
Sum squared resid	52.53055	Schwarz criterion	0.979715
Log likelihood	-164.6056	Hannan-Quinn criter.	0.959971
Durbin-Watson stat	0.227870		

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:29
Sample: 1971 1973
Included observations: 3
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 354

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.084720	0.075801	1.117657	0.2645
ERS?	0.991783	0.038065	26.05472	0.0000
MI?	0.483719	0.077328	6.255379	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.391172	Akaike info criterion	0.969102
Sum squared resid	53.70856	Schwarz criterion	1.001892
Log likelihood	-168.5310	Hannan-Quinn criter.	0.982148
Durbin-Watson stat	0.400025		

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:32
Sample: 1996 1999
Included observations: 4
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 472

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.156729	0.040817	3.839814	0.0001
ERS?	0.574339	0.031458	18.25753	0.0000
MI?	1.063446	0.048114	22.10254	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.295301	Akaike info criterion	0.404690
Sum squared resid	40.89794	Schwarz criterion	0.431111
Log likelihood	-92.50673	Hannan-Quinn criter.	0.415083
Durbin-Watson stat	0.334783		

Dependent Variable: E?
Method: Pooled Least Squares
Date: 12/21/14 Time: 21:33
Sample: 2007 2009
Included observations: 3
Cross-sections included: 118
Total pool (balanced) observations: 354

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN?	0.283329	0.041575	6.814896	0.0000
ERS?	0.626626	0.035999	17.40654	0.0000
MI?	0.897060	0.056310	15.93062	0.0000

Mean dependent var	1.000000	S.D. dependent var	0.000000
S.E. of regression	0.306061	Akaike info criterion	0.478371
Sum squared resid	32.87924	Schwarz criterion	0.511161
Log likelihood	-81.67164	Hannan-Quinn criter.	0.491417
Durbin-Watson stat	0.500523		

الملحق رقم 15: نتائج اختبار العلاقات السببية

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 12/21/14 Time: 21:54
Sample: 1971 2013
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KAOPEN does not Granger Cause ERS	4956	13.5310	0.0002
ERS does not Granger Cause KAOPEN		0.25407	0.6143

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 12/21/14 Time: 21:55
Sample: 1971 2013
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KAOPEN does not Granger Cause ERS	4838	6.53338	0.0015
ERS does not Granger Cause KAOPEN		0.36425	0.6947

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 12/21/14 Time: 21:55
Sample: 1971 2013
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KAOPEN does not Granger Cause ERS	4838	6.53338	0.0015
ERS does not Granger Cause KAOPEN		0.36425	0.6947

الملحق رقم 16: تقدير نماذج أثر انفتاح حساب رأس المال على استقرار سعر الصرف
النموذج الإجمالي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.010160	0.015661	0.648728	0.5165
C	0.651042	0.006277	103.7120	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.104660	0.014540	7.198009	0.0000
C	0.620392	0.006824	90.91108	0.0000

Cross-section fixed (dummy variables)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.459691	Mean dependent var	0.654337	
Adjusted R-squared	0.446510	S.D. dependent var	0.349019	
S.E. of regression	0.259659	Akaike info criterion	0.164827	
Sum squared resid	326.1252	Schwarz criterion	0.321101	
Log likelihood	-289.4407	Hannan-Quinn criter.	0.219623	
F-statistic	34.87531	Durbin-Watson stat	0.652160	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.104660	0.014540	7.198009	0.0000
C	0.620392	0.006824	90.91108	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.010350	Mean dependent var	0.654337	
Adjusted R-squared	0.010150	S.D. dependent var	0.349019	
S.E. of regression	0.347243	Akaike info criterion	0.722821	
Sum squared resid	597.3430	Schwarz criterion	0.725448	
Log likelihood	-1789.151	Hannan-Quinn criter.	0.723742	
F-statistic	51.81133	Durbin-Watson stat	0.358301	
Prob(F-statistic)	0.000000			

نموذج الأثر العشوائي للدول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.015738	0.015420	1.020658	0.3075
C	0.649233	0.022103	29.37319	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.129217	0.015043	8.589883	0.0000
C	0.612427	0.006905	88.69561	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.000210	Mean dependent var	0.112099	
Adjusted R-squared	0.000008	S.D. dependent var	0.259743	
S.E. of regression	0.259742	Sum squared resid	334.2260	
F-statistic	1.041082	Durbin-Watson stat	0.636461	
Prob(F-statistic)	0.307620			

Unweighted Statistics

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.002879	Mean dependent var	0.654337	
Sum squared resid	601.8527	Durbin-Watson stat	0.353445	

نموذج الأثر الثابت للسنوات

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.129217	0.015043	8.589883	0.0000
C	0.612427	0.006905	88.69561	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.037004	Mean dependent var	0.654337	
Adjusted R-squared	0.028772	S.D. dependent var	0.349019	
S.E. of regression	0.343962	Akaike info criterion	0.712065	
Sum squared resid	581.2550	Schwarz criterion	0.768534	
Log likelihood	-1721.497	Hannan-Quinn criter.	0.731865	
F-statistic	4.494930	Durbin-Watson stat	0.358569	
Prob(F-statistic)	0.000000			

نموذج الأثر العشوائي لسنوات

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KAOPEN	0.119261	0.014787	8.065428	0.0000
C	0.615656	0.009223	66.75172	0.0000

Effects Specification

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Period random	0.040051	0.0134		
Idiosyncratic random	0.343962	0.9866		

Weighted Statistics

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.012930	Mean dependent var	0.405811	
Adjusted R-squared	0.012731	S.D. dependent var	0.346590	
S.E. of regression	0.344377	Sum squared resid	587.5216	
F-statistic	64.89435	Durbin-Watson stat	0.358502	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Unweighted Statistics

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R-squared	0.010149	Mean dependent var	0.654337	
Sum squared resid	597.4646	Durbin-Watson stat	0.358808	

الملحق رقم 17: اختبار وجود الأثر

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test period fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Period F	3.316643	(41,4913)	0.0000
Period Chi-square	135.308502	41	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test period random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	12.967860	1	0.0003

Redundant Fixed Effects Tests			
Equation: Untitled			
Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	34.381439	(117,4837)	0.0000
Cross-section Chi-square	2999.421409	117	0.0000

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	4.149059	1	0.0417

الملحق رقم 18: الأثر الثابت للدول

<i>CROSSID</i>	<i>Effect</i>						
AFG	0.087840	DOM	-0.038589	LAO	0.043390	RWA	-0.171916
AGO	-0.110868	DZA	-0.293503	LBN	-0.073061	SAU	0.276594
ARE	0.276873	ECU	0.054905	LBR	0.076365	SDN	0.040437
ARG	-0.147852	EGY	0.155644	LBY	-0.073533	SEN	0.313185
AZE	-0.304601	ERI	0.236208	LKA	-0.218572	SGP	-0.141454
BDI	-0.092101	ETH	0.209510	LSO	0.346517	SLB	0.044168
BEN	0.324118	FJI	-0.279001	MAR	-0.149721	SLE	-0.196963
BFA	0.325004	GAB	0.313245	MDG	-0.220750	SLV	0.282065
BGD	-0.077000	GHA	-0.059043	MDV	0.069345	SUR	0.246313
BHR	0.325790	GIN	-0.209910	MEX	-0.153431	SWZ	0.324654
BHS	0.347692	GMB	-0.126201	MLI	0.313200	SYC	-0.271499
BLZ	0.253851	GNB	-0.367017	MMR	-0.228310	SYR	0.160588
BOL	0.108451	GNQ	0.315016	MNG	-0.435254	TCD	0.314075
BRA	-0.316488	GTM	0.047649	MOZ	-0.253403	TGO	0.314254
BRN	-0.199983	GUY	0.101335	MRT	-0.168382	THA	-0.032858
BTN	0.344868	HKG	0.142033	MUS	-0.255696	TJK	-0.452145
BWA	-0.157625	HND	0.203629	MWI	-0.262190	TON	-0.031406
CAF	0.313957	HTI	-0.015035	MYS	-0.151378	TTO	0.201764
CHL	-0.272113	IDN	-0.060432	NAM	0.335829	TUN	-0.180360
CHN	0.041892	IND	-0.174852	NER	0.323953	TZA	-0.198080
CIV	0.313640	IRN	-0.091908	NGA	-0.162857	UGA	-0.265016
CMR	0.313601	IRQ	0.277546	NIC	0.216374	URY	-0.228233
COD	-0.376805	JAM	-0.058722	NPL	0.016996	VEN	0.114848
COG	0.314254	JOR	0.036887	OMN	0.340907	VNM	-0.047787
COL	-0.090644	KAZ	-0.425261	PAK	0.018305	VUT	-0.175783
COM	0.314929	KEN	-0.231812	PAN	0.339040	YEM	-0.238685
CPV	-0.053270	KGZ	-0.480448	PER	-0.201239	ZMB	-0.352631
CRI	0.071484	KHM	-0.374749	PHL	-0.128360	ZWE	-0.347272
DJI	0.341790	KOR	-0.117606	PRY	-0.033654		
DMA	0.254845	KWT	-0.026828	QAT	0.290494		

الملحق رقم 19: الأثر الثابت للسنوات

DATEID	Effect						
1971	0.116500	1983	0.015613	1995	-0.037261	2007	0.002451
1972	0.102283	1984	-0.002825	1996	0.017589	2008	-0.082603
1973	0.063124	1985	-0.074901	1997	-0.035296	2009	-0.056638
1974	0.112095	1986	-0.043958	1998	-0.053340	2010	-0.029601
1975	0.075163	1987	-0.023453	1999	-0.069232	2011	-0.046808
1976	0.070904	1988	-0.037115	2000	-0.029777	2012	0.051227
1977	0.099443	1989	-0.068014	2001	-0.011162	2013	0.017736
1978	0.036427	1990	-0.060545	2002	-0.007338		
1979	0.074737	1991	-0.090024	2003	0.005988		
1980	0.075744	1992	-0.064455	2004	0.013821		
1981	0.037558	1993	-0.060941	2005	0.019833		
1982	0.013308	1994	-0.038531	2006	0.020012		

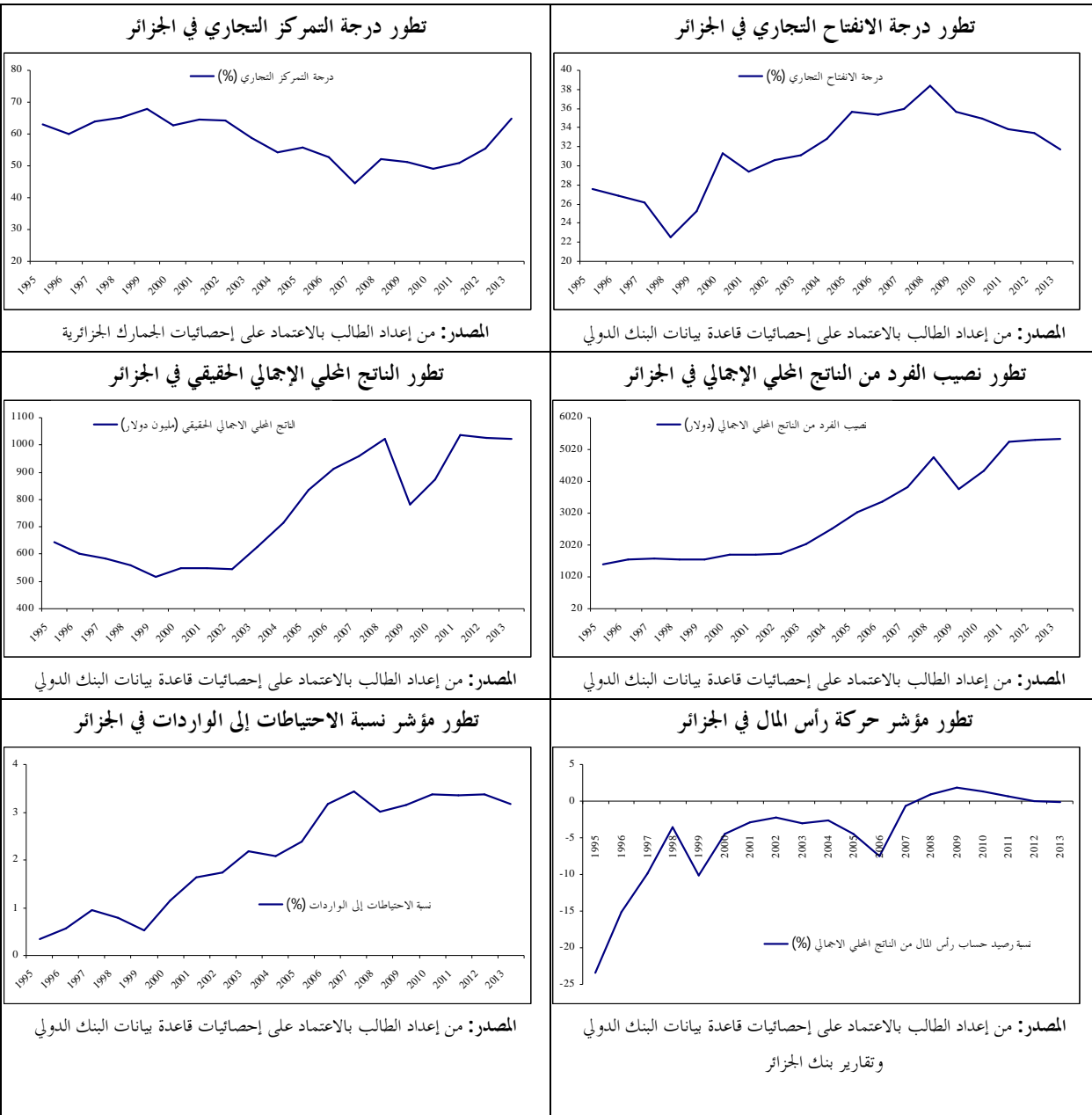
الملحق رقم 20: الأثر العشوائي للدول

CROSSID	Effect						
AFG	0.086132	DOM	-0.036894	LAO	0.043133	RWA	-0.166055
AGO	-0.106087	DZA	-0.283653	LBN	-0.073901	SAU	0.265500
ARE	0.265862	ECU	0.052418	LBR	0.071551	SDN	0.040279
ARG	-0.143525	EGY	0.150963	LBY	-0.070506	SEN	0.304160
AZE	-0.294417	ERI	0.230781	LKA	-0.212058	SGP	-0.140155
BDI	-0.088350	ETH	0.204305	LSO	0.336803	SLB	0.043536
BEN	0.315136	FJI	-0.270364	MAR	-0.144249	SLE	-0.190330
BFA	0.316469	GAB	0.304249	MDG	-0.213800	SLV	0.273220
BGD	-0.073464	GHA	-0.056117	MDV	0.065897	SUR	0.240265
BHR	0.313415	GIN	-0.202681	MEX	-0.150536	SWZ	0.315404
BHS	0.338568	GMB	-0.123835	MLI	0.304182	SYC	-0.265011
BLZ	0.247191	GNB	-0.355091	MMR	-0.220374	SYR	0.157569
BOL	0.103908	GNQ	0.306911	MNG	-0.422191	TCD	0.305498
BRA	-0.306130	GTM	0.044599	MOZ	-0.244605	TGO	0.305766
BRN	-0.192357	GUY	0.097664	MRT	-0.162494	THA	-0.032162
BTN	0.335940	HKG	0.134372	MUS	-0.248568	TJK	-0.437468
BWA	-0.153840	HND	0.197019	MWI	-0.253500	TON	-0.029772
CAF	0.305320	HTI	-0.015653	MYS	-0.148619	TTO	0.194430
CHL	-0.264035	IDN	-0.061115	NAM	0.327375	TUN	-0.174291
CHN	0.041960	IND	-0.168818	NER	0.314888	TZA	-0.191392
CIV	0.304843	IRN	-0.088731	NGA	-0.157284	UGA	-0.257853
CMR	0.304784	IRQ	0.270058	NIC	0.208595	URY	-0.223365
COD	-0.364863	JAM	-0.057766	NPL	0.017368	VEN	0.110697
COG	0.305766	JOR	0.034838	OMN	0.328367	VNM	-0.045232
COL	-0.086913	KAZ	-0.411357	PAK	0.018711	VUT	-0.170907
COM	0.306780	KEN	-0.225120	PAN	0.325560	YEM	-0.231816
CPV	-0.050575	KGZ	-0.466074	PER	-0.196500	ZMB	-0.342842
CRI	0.068966	KHM	-0.362875	PHL	-0.124442	ZWE	-0.335636
DJI	0.329694	KOR	-0.114090	PRY	-0.032792		
DMA	0.247764	KWT	-0.029017	QAT	0.279083		

الملحق رقم 21: الأثر العشوائي للسنوات

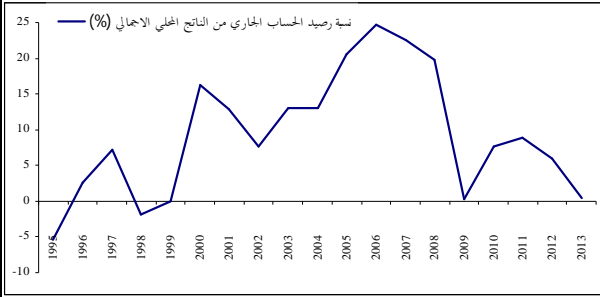
DATEID	Effect						
1971	0.070901	1983	0.009179	1995	-0.022491	2007	0.002217
1972	0.062241	1984	-0.002135	1996	0.011024	2008	-0.049921
1973	0.038206	1985	-0.046398	1997	-0.021310	2009	-0.034078
1974	0.068399	1986	-0.027361	1998	-0.032305	2010	-0.017490
1975	0.045658	1987	-0.014761	1999	-0.042020	2011	-0.028102
1976	0.043223	1988	-0.023138	2000	-0.017715	2012	0.029537
1977	0.060862	1989	-0.042115	2001	-0.006327	2013	0.016309
1978	0.022086	1990	-0.037524	2002	-0.003913		
1979	0.045608	1991	-0.055600	2003	0.004314		
1980	0.046192	1992	-0.039758	2004	0.009224		
1981	0.022711	1993	-0.037421	2005	0.012937		
1982	0.007821	1994	-0.023514	2006	0.013055		

الملحق رقم 22: محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر



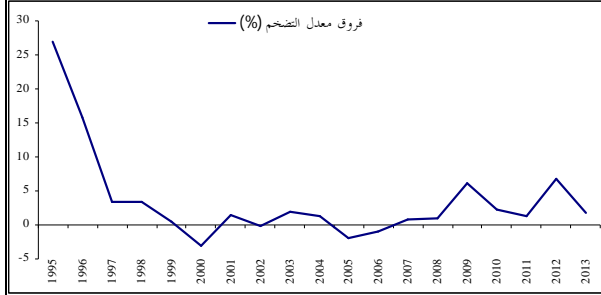
تطور رصيد الحساب الجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في

الجزائر



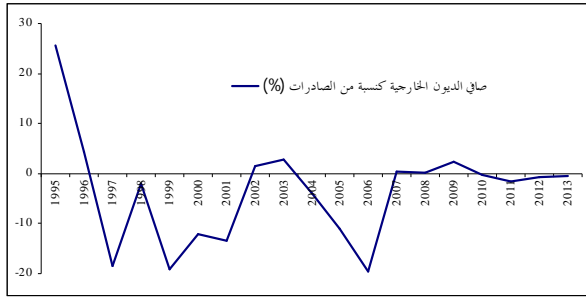
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات قاعدة بيانات البنك الدولي وتقارير بنك الجزائر

تطور فروق معدلات التضخم بين الجزائر الولايات المتحدة الأمريكية



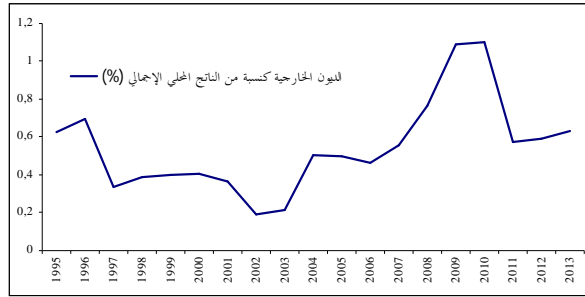
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات قاعدة بيانات البنك الدولي

تطور نسبة صافي الديون الخارجية إلى الصادرات في الجزائر



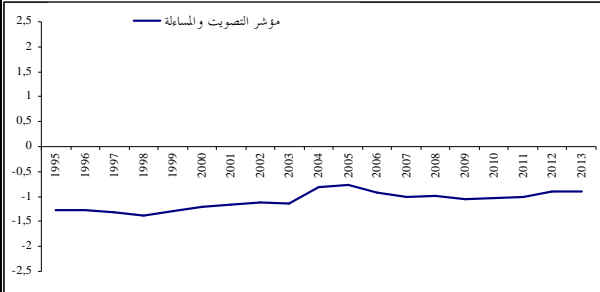
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات قاعدة بيانات البنك الدولي

تطور نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر



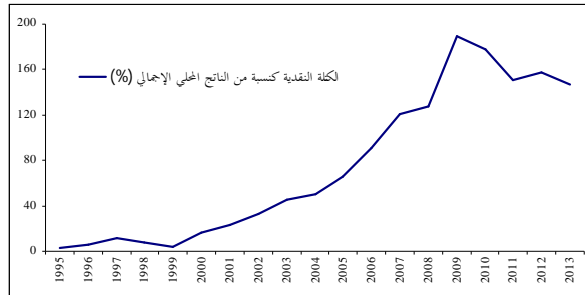
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات قاعدة بيانات البنك الدولي

الملحق رقم تطور مؤشر التصويت والمساءلة في الجزائر



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات *The Worldwide Governance Indicators, 2014*

الملحق رقم تطور نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على إحصائيات قاعدة بيانات البنك الدولي

الملحق رقم 23: مصفوفة الارتباط بين محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر

Correlation

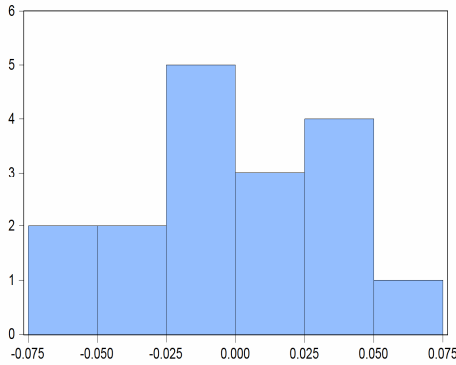
	ERS	D(CAGDP)	CMOB	DEM	DINF	D(EDGDP)	D(GECON)
ERS	1.000000	0.163202	-0.535186	-0.306717	-0.037081	-0.132049	-0.005012
D(CAGDP)	0.163202	1.000000	-0.471634	-0.052119	-0.175805	-0.307032	-0.319880
CMOB	-0.535186	-0.471634	1.000000	0.504164	-0.350615	0.160113	0.136834
DEM	-0.306717	-0.052119	0.504164	1.000000	-0.276589	0.225618	0.063586
DINF	-0.037081	-0.175805	-0.350615	-0.276589	1.000000	0.159327	0.032374
D(EDGDP)	-0.132049	-0.307032	0.160113	0.225618	0.159327	1.000000	-0.183064
D(GECON)	-0.005012	-0.319880	0.136834	0.063586	0.032374	-0.183064	1.000000
D(MGDP)	-0.076102	-0.364616	0.076126	0.107701	0.029188	0.535001	-0.364496
NEDEXP	-0.588356	-0.358549	0.460656	0.158014	0.462159	0.294217	-0.095625
D(OPEN)	0.084479	0.632203	-0.151369	0.149404	-0.493630	0.081959	-0.234583
D(PCGDP)	-0.174721	0.531368	0.103416	0.345846	-0.305735	-0.291918	-0.034965
D(RESIMP)	0.143385	0.471850	-0.278668	-0.061890	-0.152738	-0.211810	-0.558994
D(RGDP)	-0.122322	0.607328	0.101846	0.405759	-0.453363	-0.397573	-0.135222
SEC	-0.442312	-0.071698	0.745062	0.753870	-0.455431	0.152876	-0.129582

	D(MGDP)	NEDEXP	D(OPEN)	D(PCGDP)	D(RESIMP)	D(RGDP)	SEC
ERS	-0.076102	-0.588356	0.084479	-0.174721	0.143385	-0.122322	-0.442312
D(CAGDP)	-0.364616	-0.358549	0.632203	0.531368	0.471850	0.607328	-0.071698
CMOB	0.076126	0.460656	-0.151369	0.103416	-0.278668	0.101846	0.745062
DEM	0.107701	0.158014	0.149404	0.345846	-0.061890	0.405759	0.753870
DINF	0.029188	0.462159	-0.493630	-0.305735	-0.152738	-0.453363	-0.455431
D(EDGDP)	0.535001	0.294217	0.081959	-0.291918	-0.211810	-0.397573	0.152876
D(GECON)	-0.364496	-0.095625	-0.234583	-0.034965	-0.558994	-0.135222	-0.129582
D(MGDP)	1.000000	0.010583	0.012045	-0.576768	0.358044	-0.566157	0.223876
NEDEXP	0.010583	1.000000	-0.288734	0.028268	-0.390493	-0.101369	0.251440
D(OPEN)	0.012045	-0.288734	1.000000	0.362328	0.120355	0.348765	0.194115
D(PCGDP)	-0.576768	0.028268	0.362328	1.000000	-0.108612	0.922731	0.235470
D(RESIMP)	0.358044	-0.390493	0.120355	-0.108612	1.000000	0.122768	0.188348
D(RGDP)	-0.566157	-0.101369	0.348765	0.922731	0.122768	1.000000	0.329627
SEC	0.223876	0.251440	0.194115	0.235470	0.188348	0.329627	1.000000

الملحق رقم 24: نموذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر (كل المتغيرات)

Dependent Variable: ERS				
Method: Least Squares				
Date: 07/02/15 Time: 00:22				
Sample (adjusted): 1997 2013				
Included observations: 17 after adjustments				
Convergence achieved after 15 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAGDP)	-0.099306	0.038185	-2.600654	0.1215
CMOB	0.041514	0.034694	1.196594	0.3541
DEM	2.011558	0.928298	2.166930	0.1626
DINF	0.007738	0.024712	0.313110	0.7838
D(EDGDP)	0.718863	0.364713	1.971040	0.1875
D(GECON)	-0.006353	0.011453	-0.554727	0.6348
D(MGDP)	-0.036764	0.013064	-2.814079	0.1065
NEDEXP	0.004442	0.012877	0.344983	0.7630
D(OPEN)	0.238199	0.106418	2.238348	0.1546
D(PCGDP)	0.001125	0.000402	2.797195	0.1076
D(RESIMP)	2.809193	1.193306	2.354126	0.1428
D(RGDP)	-0.006466	0.002718	-2.378668	0.1404
SEC	-1.362239	0.715842	-1.902988	0.1974
C	3.437921	1.550848	2.216801	0.1569
AR(1)	-0.963102	0.216947	-4.439333	0.0472
R-squared	0.911932	Mean dependent var	0.353949	
Adjusted R-squared	0.295456	S.D. dependent var	0.117651	
S.E. of regression	0.098753	Akaike info criterion	-2.167754	
Sum squared resid	0.019504	Schwarz criterion	-1.432565	
Log likelihood	33.42591	Hannan-Quinn criter.	-2.094674	
F-statistic	1.479267	Durbin-Watson stat	2.549480	
Prob(F-statistic)	0.475510			
Inverted AR Roots	-0.96			

Correlogram of Residuals



Series: Residuals
Sample 1997 2013
Observations 17

Mean	-6.83e-13
Median	-0.001255
Maximum	0.054122
Minimum	-0.066455
Std. Dev.	0.034914
Skewness	-0.364967
Kurtosis	2.251189
Jarque-Bera	0.774578
Probability	0.678895

Date: 07/02/15 Time: 00:23
Sample: 1997 2013
Included observations: 17
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.301	-0.301	1.8301	
2		-0.180	-0.298	2.5273	0.112
3		-0.084	-0.294	2.6895	0.261
4		0.136	-0.088	3.1522	0.369
5		-0.041	-0.129	3.1974	0.525
6		-0.016	-0.094	3.2050	0.668
7		0.120	0.099	3.6675	0.722
8		-0.048	0.031	3.7504	0.808
9		0.102	0.229	4.1734	0.841
10		-0.185	-0.011	5.7593	0.764
11		-0.033	-0.091	5.8195	0.830
12		-0.052	-0.214	5.9917	0.874

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.772016	Prob. F(1,14)	0.3944
Obs*R-squared	0.836193	Prob. Chi-Square(1)	0.3605

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.379548	Prob. F(1,1)	0.6485
Obs*R-squared	4.677124	Prob. Chi-Square(1)	0.0306

الملحق رقم 25: نموذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر (المنطقة النقدية المثلى بالإضافة إلى المتغيرات السياسية)

Dependent Variable: ERS
Method: Least Squares
Date: 07/02/15 Time: 00:50
Sample (adjusted): 1996 2013
Included observations: 18 after adjustments
Convergence achieved after 8 iterations
MA Backcast: 1994 1995

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CMOB	-0.016812	0.014568	-1.154063	0.2782
D(GECON)	0.002402	0.006581	0.365049	0.7235
D(OPEN)	-0.011839	0.017964	-0.659005	0.5264
D(PCGDP)	-0.000279	0.000182	-1.538859	0.1582
D(RGDP)	0.000794	0.001025	0.774169	0.4587
DEM	0.083109	0.269582	0.308287	0.7649
SEC	-0.098324	0.193556	-0.507991	0.6237
C	0.533355	0.442576	1.205114	0.2589
MA(2)	-0.999745	0.092221	-10.84076	0.0000

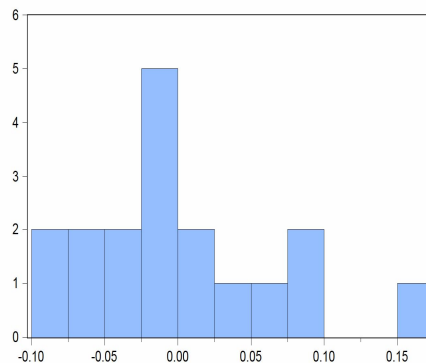
R-squared	0.691385	Mean dependent var	0.357755
Adjusted R-squared	0.417061	S.D. dependent var	0.115274
S.E. of regression	0.088013	Akaike info criterion	-1.715821
Sum squared resid	0.069716	Schwarz criterion	-1.270635
Log likelihood	24.44239	Hannan-Quinn criter.	-1.654436
F-statistic	2.520321	Durbin-Watson stat	1.809229
Prob(F-statistic)	0.095183		

Inverted MA Roots: 1.00 -1.00

Correlogram of Residuals

Date: 07/02/15 Time: 00:52
Sample: 1996 2013
Included observations: 18
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.071	0.071	0.1078	
2		-0.436	-0.444	4.3934	0.036
3		-0.205	-0.160	5.4000	0.067
4		-0.208	-0.483	6.5081	0.089
5		-0.042	-0.353	6.5575	0.161
6		0.313	-0.203	9.5016	0.091
7		0.210	-0.228	10.948	0.090
8		0.011	-0.087	10.953	0.141
9		-0.216	-0.347	12.824	0.118
10		-0.178	-0.267	14.254	0.114
11		0.158	-0.019	15.530	0.114
12		0.074	-0.155	15.861	0.146



Series: Residuals
Sample 1996 2013
Observations 18

Mean	0.000302
Median	-0.001082
Maximum	0.161452
Minimum	-0.090731
Std. Dev.	0.064038
Skewness	0.779174
Kurtosis	3.410817
Jarque-Bera	1.947913
Probability	0.377586

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.216793	Prob. F(1,8)	0.6539
Obs*R-squared	0.474501	Prob. Chi-Square(1)	0.4909

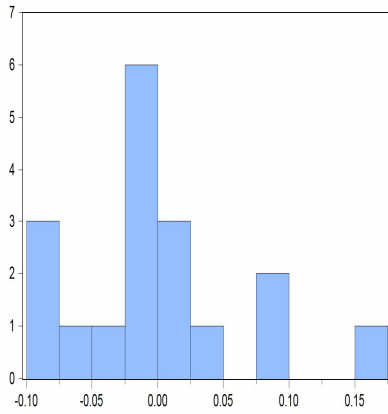
Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.572427	Prob. F(1,15)	0.4610
Obs*R-squared	0.624903	Prob. Chi-Square(1)	0.4292

الملحق رقم 26: نموذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر (متغيرات المنطقة النقدية المثلى)

Dependent Variable: ERS Method: Least Squares Date: 07/02/15 Time: 00:30 Sample (adjusted): 1996 2013 Included observations: 18 after adjustments Convergence achieved after 17 iterations MA Backcast: 1994 1995				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CMOB	-0.018272	0.008623	-2.119082	0.0577
D(GECON)	0.003785	0.005934	0.637752	0.5367
D(OPEN)	-0.009682	0.015082	-0.641999	0.5340
D(PCGDP)	-0.000289	0.000155	-1.869607	0.0884
D(RGDP)	0.000763	0.000833	0.916363	0.3791
C	0.356867	0.026653	13.38959	0.0000
MA(2)	-0.999684	0.109419	-9.136320	0.0000
R-squared	0.672885	Mean dependent var	0.357755	
Adjusted R-squared	0.494459	S.D. dependent var	0.115274	
S.E. of regression	0.081962	Akaike info criterion	-1.879827	
Sum squared resid	0.073895	Schwarz criterion	-1.533571	
Log likelihood	23.91844	Hannan-Quinn criter.	-1.832083	
F-statistic	3.771226	Durbin-Watson stat	1.860949	
Prob(F-statistic)	0.027407			
Inverted MA Roots	1.00	-1.00		

Correlogram of Residuals



Series: Residuals	
Sample 1996 2013	
Observations 18	
Mean	0.001564
Median	-0.000659
Maximum	0.174565
Minimum	-0.095761
Std. Dev.	0.065910
Skewness	0.833572
Kurtosis	3.913139
Jarque-Bera	2.709891
Probability	0.257961

Date: 07/02/15 Time: 00:32					
Sample: 1996 2013					
Included observations: 18					
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.063	0.063	0.0827	
2		-0.392	-0.397	3.5351	0.060
3		-0.137	-0.093	3.9841	0.136
4		-0.277	-0.501	5.9594	0.114
5		-0.135	-0.336	6.4676	0.167
6		0.306	-0.173	9.2755	0.099
7		0.203	-0.231	10.618	0.101
8		0.046	-0.110	10.695	0.152
9		-0.085	-0.304	10.986	0.203
10		-0.204	-0.332	12.867	0.169
11		0.069	-0.057	13.114	0.217
12		0.074	-0.201	13.444	0.265

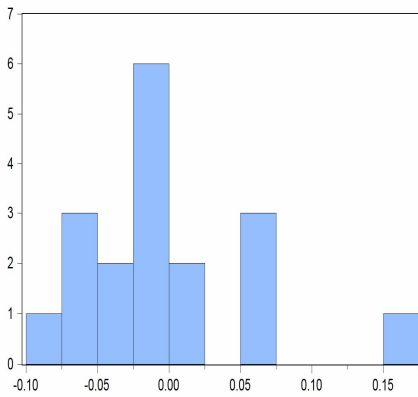
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.619080	Prob. F(1,15)	0.4436
Obs*R-squared	0.673815	Prob. Chi-Square(1)	0.4117

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.292836	Prob. F(1,10)	0.6003
Obs*R-squared	0.501681	Prob. Chi-Square(1)	0.4788

الملحق رقم 27: نموذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر (كل المتغيرات عدا متغيرات أزمت الصرف)

Dependent Variable: ERS Method: Least Squares Date: 07/02/15 Time: 00:41 Sample (adjusted): 1996 2013 Included observations: 18 after adjustments Convergence achieved after 9 iterations MA Backcast: 1994 1995				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAGDP)	0.001782	0.021120	0.084388	0.9355
CMOB	-0.016647	0.028541	-0.583270	0.5810
DEM	0.001580	0.418030	0.003779	0.9971
DINF	-0.009852	0.022766	-0.432752	0.6803
D(GECON)	0.003249	0.016381	0.198334	0.8493
D(OPEN)	-0.021195	0.057655	-0.367620	0.7258
D(PCGDP)	-0.000187	0.000258	-0.725071	0.4957
D(RESIMP)	0.005742	0.412172	0.013930	0.9893
D(RGDP)	0.000248	0.002152	0.115352	0.9119
SEC	-0.035452	0.402535	-0.088071	0.9327
C	0.403152	0.729047	0.552985	0.6003
MA(2)	-0.999388	0.357175	-2.798032	0.0312
R-squared	0.701608	Mean dependent var	0.357755	
Adjusted R-squared	0.154555	S.D. dependent var	0.115274	
S.E. of regression	0.105993	Akaike info criterion	-1.416172	
Sum squared resid	0.067407	Schwarz criterion	-0.822591	
Log likelihood	24.74555	Hannan-Quinn criter.	-1.334326	
F-statistic	1.282523	Durbin-Watson stat	2.048331	
Prob(F-statistic)	0.397250			
Inverted MA Roots	1.00	-1.00		

Correlogram of Residuals



Series: Residuals	
Sample	1996 2013
Observations	18
Mean	-0.002149
Median	-0.004182
Maximum	0.166508
Minimum	-0.092626
Std. Dev.	0.062930
Skewness	0.967941
Kurtosis	3.975602
Jarque-Bera	3.524582
Probability	0.171651

Date: 07/02/15 Time: 00:42					
Sample: 1996 2013					
Included observations: 18					
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.050	-0.050	0.0527	
2		-0.347	-0.350	2.7634	0.096
3		-0.171	-0.242	3.4645	0.177
4		-0.177	-0.415	4.2674	0.234
5		0.001	-0.379	4.2674	0.371
6		0.240	-0.264	5.9952	0.307
7		0.179	-0.198	7.0491	0.316
8		0.044	-0.066	7.1173	0.417
9		-0.175	-0.140	8.3363	0.401
10		-0.251	-0.277	11.181	0.263
11		0.179	0.106	12.832	0.233
12		0.057	-0.011	13.029	0.291

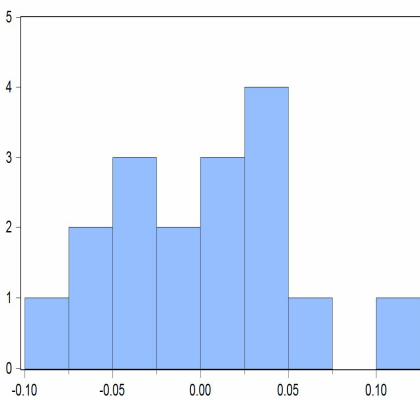
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.559439	Prob. F(1,15)	0.4661
Obs*R-squared	0.611235	Prob. Chi-Square(1)	0.4343

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.648730	Prob. F(1,5)	0.4571
Obs*R-squared	2.047535	Prob. Chi-Square(1)	0.1525

الملحق رقم 28: نموذج محددات اختيار نظام الصرف في الجزائر (نموذج مقترح)

Dependent Variable: ERS				
Method: Least Squares				
Date: 07/02/15 Time: 01:02				
Sample (adjusted): 1997 2013				
Included observations: 17 after adjustments				
Convergence achieved after 13 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CAGDP)	-0.065500	0.013070	-5.011596	0.0024
D(MGDP)	-0.025869	0.005471	-4.728115	0.0032
D(EDGDP)	0.609918	0.259813	2.347530	0.0573
D(OPEN)	0.136106	0.023118	5.887485	0.0011
D(PCGDP)	0.000870	0.000223	3.894495	0.0080
D(RESIMP)	1.746726	0.339134	5.150542	0.0021
D(RGDP)	-0.004814	0.001180	-4.078973	0.0065
C	1.862199	0.305051	6.104550	0.0009
SEC	-0.618293	0.102269	-6.045762	0.0009
DEM	1.108683	0.239536	4.628468	0.0036
AR(1)	-0.872272	0.207616	-4.201363	0.0057
R-squared	0.792206	Mean dependent var	0.353949	
Adjusted R-squared	0.445883	S.D. dependent var	0.117651	
S.E. of regression	0.087578	Akaike info criterion	-1.779903	
Sum squared resid	0.046020	Schwarz criterion	-1.240765	
Log likelihood	26.12918	Hannan-Quinn criter.	-1.726312	
F-statistic	7.419918	Durbin-Watson stat	2.252823	
Prob(F-statistic)	0.014434			
Inverted AR Roots	-0.87			

Correlogram of Residuals



Series: Residuals	
Sample	1997 2013
Observations	17
Mean	-1.39e-12
Median	0.000192
Maximum	0.107494
Minimum	-0.099124
Std. Dev.	0.053631
Skewness	0.097471
Kurtosis	2.556224
Jarque-Bera	0.166416
Probability	0.920160

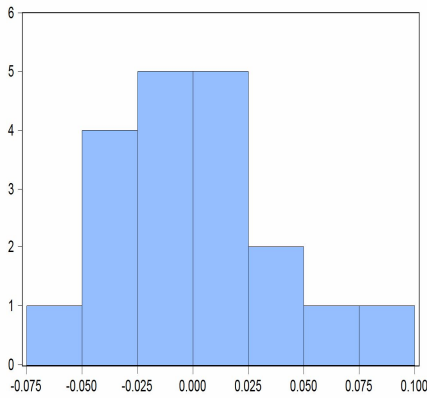
Date: 07/02/15 Time: 01:03					
Sample: 1997 2013					
Included observations: 17					
Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term(s)					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		-0.188	-0.188	0.7105	
2		0.019	-0.017	0.7182	0.397
3		-0.195	-0.202	1.5970	0.450
4		-0.139	-0.231	2.0738	0.557
5		0.067	-0.021	2.1929	0.700
6		-0.049	-0.104	2.2636	0.812
7		0.206	0.111	3.6365	0.726
8		-0.096	-0.058	3.9695	0.783
9		0.126	0.107	4.6085	0.798
10		-0.368	-0.327	10.866	0.285
11		0.072	-0.023	11.149	0.346
12		0.104	0.101	11.853	0.375

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	4.296153	Prob. F(1,5)	0.0929
Obs*R-squared	7.856433	Prob. Chi-Square(1)	0.0051

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	2.950099	Prob. F(1,14)	0.1079
Obs*R-squared	2.784738	Prob. Chi-Square(1)	0.0952

الملحق رقم 29: نماذج تحديد سعر الصرف التوازني في الجزائر
النموذج النقدي للسعر المرن (FPM)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:21				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M_M	0.458393	0.033968	13.49505	0.0000
Y_Y	-0.508166	0.054574	-9.311580	0.0000
I_I	-0.002462	0.000886	-2.777399	0.0141
C	2.237136	0.237285	9.428057	0.0000
R-squared	0.933270	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.919924	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.040063	Akaike info criterion	-3.412051	
Sum squared resid	0.024076	Schwarz criterion	-3.213222	
Log likelihood	36.41449	Hannan-Quinn criter.	-3.378401	
F-statistic	69.92870	Durbin-Watson stat	1.705937	
Prob(F-statistic)	0.000000			



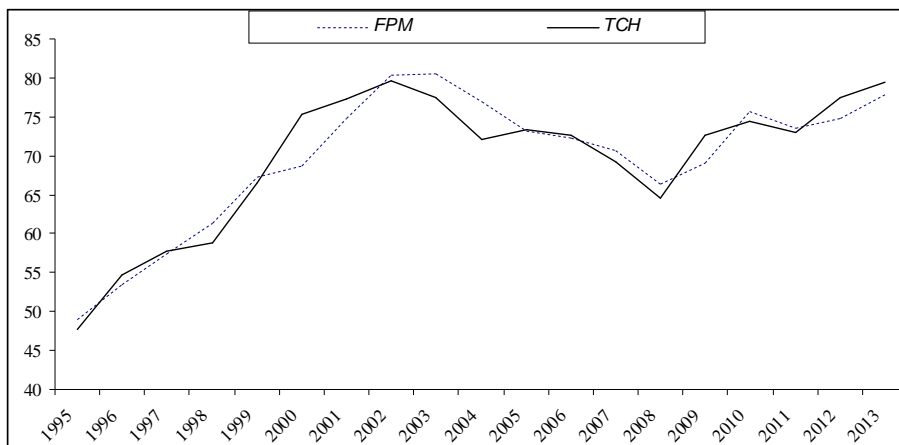
Series: Residuals	
Sample 1995 2013	
Observations 19	
Mean	1.26e-15
Median	-0.008575
Maximum	0.090764
Minimum	-0.064374
Std. Dev.	0.036573
Skewness	0.598019
Kurtosis	3.341227
Jarque-Bera	1.224664
Probability	0.542085

Correlogram of Residuals

Date: 05/21/15 Time: 01:22						
Sample: 1995 2013						
Included observations: 19						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
1	0.123	0.123	0.3361	0.562		
2	-0.390	-0.412	3.9138	0.141		
3	-0.103	0.019	4.1805	0.243		
4	0.015	-0.160	4.1865	0.381		
5	-0.093	-0.134	4.4312	0.489		
6	0.019	0.004	4.4424	0.617		
7	-0.117	-0.295	4.8979	0.672		
8	-0.123	-0.096	5.4495	0.709		
9	0.182	0.048	6.7701	0.661		
10	-0.096	-0.408	7.1783	0.709		
11	-0.105	0.061	7.7323	0.737		
12	0.199	-0.068	9.9859	0.617		

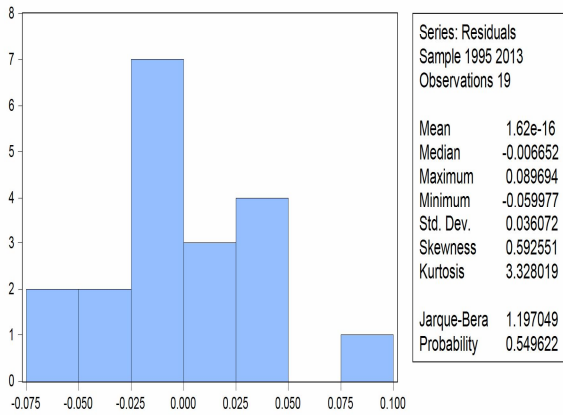
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.644391	Prob. F(2,13)	0.2309
Obs*R-squared	3.836189	Prob. Chi-Square(2)	0.1469

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.765342	Prob. F(9,9)	0.2050
Obs*R-squared	12.12924	Prob. Chi-Square(9)	0.2061
Scaled explained SS	8.849576	Prob. Chi-Square(9)	0.4513



نموذج "دورنبوش وفرانكل" (DFM)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:25				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M_M	0.432573	0.053918	8.022864	0.0000
Y_Y	-0.474319	0.077673	-6.106587	0.0000
I_I	-0.001946	0.001224	-1.589913	0.1342
INF_INF	-0.001610	0.002575	-0.625407	0.5418
C	2.380728	0.333768	7.132875	0.0000
R-squared	0.935084	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.916536	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.040902	Akaike info criterion	-3.334343	
Sum squared resid	0.023422	Schwarz criterion	-3.085806	
Log likelihood	36.67626	Hannan-Quinn criter.	-3.292281	
F-statistic	50.41545	Durbin-Watson stat	1.686787	
Prob(F-statistic)	0.000000			

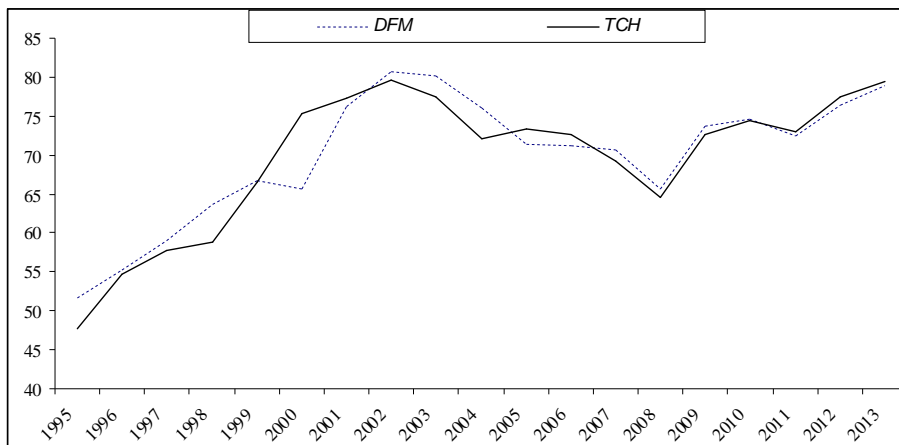


Correlogram of Residuals

Date: 05/21/15 Time: 01:26					
Sample: 1995 2013					
Included observations: 19					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.144	0.144	0.4614	0.497	
2	-0.411	-0.441	4.4190	0.110	
3	-0.141	0.010	4.9172	0.178	
4	0.010	-0.181	4.9201	0.296	
5	-0.027	-0.075	4.9407	0.423	
6	0.066	0.028	5.0745	0.534	
7	-0.122	-0.274	5.5696	0.591	
8	-0.199	-0.136	7.0087	0.536	
9	0.148	0.059	7.8870	0.546	
10	-0.039	-0.393	7.9543	0.633	
11	-0.092	0.061	8.3728	0.680	
12	0.176	-0.039	10.137	0.604	

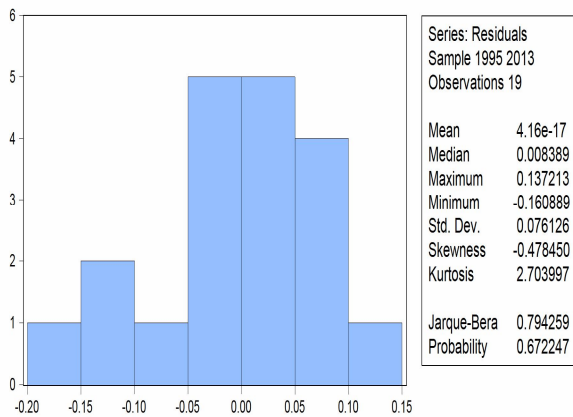
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	0.584281	Prob. F(14,4)	0.7967
Obs*R-squared	12.76023	Prob. Chi-Square(14)	0.5455
Scaled explained SS	8.064247	Prob. Chi-Square(14)	0.8860

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.929321	Prob. F(2,12)	0.1877
Obs*R-squared	4.622980	Prob. Chi-Square(2)	0.0991



نموذج ضغوط سوق الصرف (EMP)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:34				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF_INF	-0.015796	0.003512	-4.497541	0.0004
D_M	0.012075	0.184596	0.065416	0.9487
DMETRANGER	-1.837902	0.675056	-2.722591	0.0157
C	4.410361	0.048886	90.21779	0.0000
R-squared	0.710878	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.653053	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.083392	Akaike info criterion	-1.945857	
Sum squared resid	0.104314	Schwarz criterion	-1.747028	
Log likelihood	22.48564	Hannan-Quinn criter.	-1.912207	
F-statistic	12.29371	Durbin-Watson stat	1.416373	
Prob(F-statistic)	0.000254			

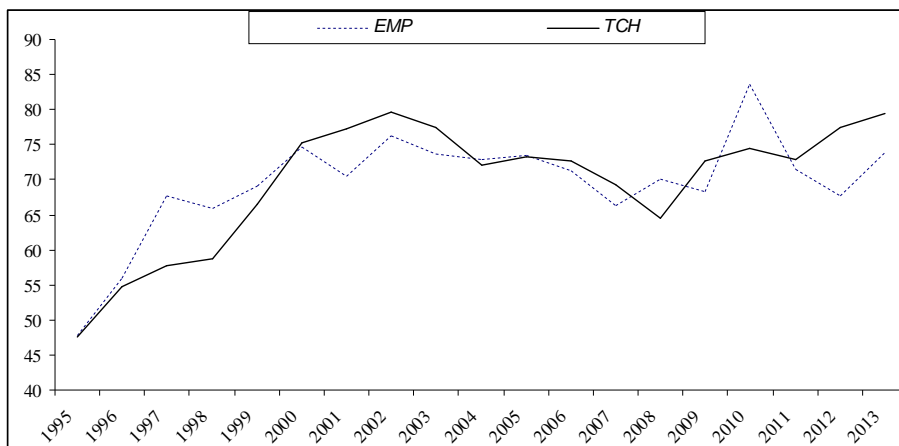


Correlogram of Residuals

Date: 05/21/15 Time: 01:34					
Sample: 1995 2013					
Included observations: 19					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.268	0.268	1.5936	0.207
2		0.056	-0.017	1.6664	0.435
3		-0.169	-0.193	2.3759	0.498
4		-0.248	-0.171	4.0095	0.405
5		-0.133	-0.015	4.5100	0.479
6		0.029	0.067	4.5358	0.605
7		-0.088	-0.193	4.7907	0.685
8		-0.043	-0.063	4.8590	0.773
9		-0.077	-0.057	5.0965	0.826
10		0.087	0.130	5.4331	0.860
11		0.237	0.168	8.2447	0.691
12		0.113	-0.077	8.9762	0.705

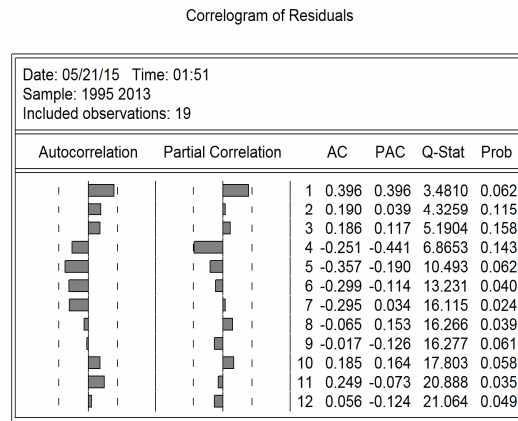
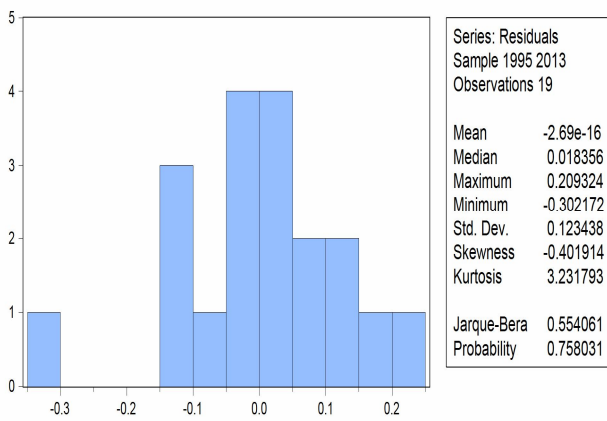
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.059613	Prob. F(9,9)	0.4663
Obs*R-squared	9.774968	Prob. Chi-Square(9)	0.3690
Scaled explained SS	5.190743	Prob. Chi-Square(9)	0.8174

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.764661	Prob. F(2,13)	0.4853
Obs*R-squared	1.999894	Prob. Chi-Square(2)	0.3679



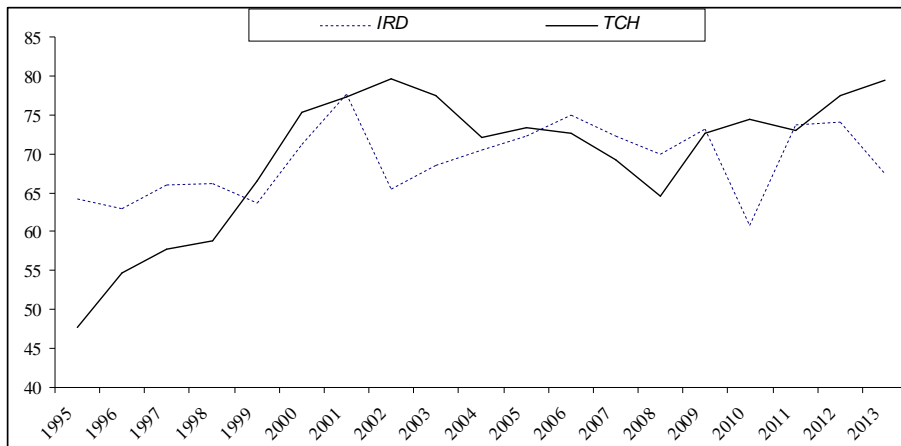
نموذج تحديد معدل التضخم (IRD)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:50				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Y	0.041996	0.102048	0.411534	0.6865
I	-0.005853	0.003621	-1.616328	0.1269
CROIS_M	-4.98E-05	0.004372	-0.011401	0.9911
C	3.406387	2.169826	1.569889	0.1373
R-squared	0.239838	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.087806	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.135219	Akaike info criterion	-0.979176	
Sum squared resid	0.274263	Schwarz criterion	-0.780347	
Log likelihood	13.30218	Hannan-Quinn criter.	-0.945527	
F-statistic	1.577549	Durbin-Watson stat	0.803977	
Prob(F-statistic)	0.236326			



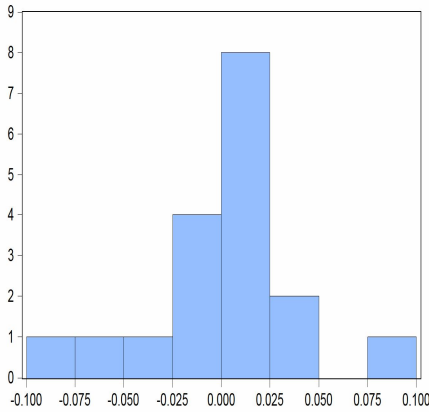
Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.690145	Prob. F(9,9)	0.2232
Obs*R-squared	11.93718	Prob. Chi-Square(9)	0.2169
Scaled explained SS	8.302352	Prob. Chi-Square(9)	0.5040

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.927378	Prob. F(2,13)	0.1849
Obs*R-squared	4.345382	Prob. Chi-Square(2)	0.1139



نموذج الحركة غير التامة لرأس المال (IPIC):

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 01/01/07 Time: 00:41				
Sample (adjusted): 1996 2013				
Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M_M	-0.032401	0.321547	-0.100767	0.9215
Y_Y	-0.309873	0.130558	-2.373454	0.0369
M_M(-1)	0.078034	0.183532	0.425178	0.6789
Y_Y(-1)	0.208699	0.211359	0.987416	0.3447
P_P(-1)	0.002948	0.003072	0.959636	0.3579
E(-1)	0.710264	0.469306	1.513433	0.1584
C	0.836969	1.126302	0.743112	0.4730
R-squared	0.890222	Mean dependent var	4.255399	
Adjusted R-squared	0.830344	S.D. dependent var	0.112662	
S.E. of regression	0.046405	Akaike info criterion	-3.017530	
Sum squared resid	0.023687	Schwarz criterion	-2.671274	
Log likelihood	34.15777	Hannan-Quinn criter.	-2.969786	
F-statistic	14.86710	Durbin-Watson stat	1.659746	
Prob(F-statistic)	0.000106			



Series: Residuals
Sample 1996 2013
Observations 18

Mean	-8.64e-16
Median	0.007140
Maximum	0.086971
Minimum	-0.082220
Std. Dev.	0.037328
Skewness	-0.066934
Kurtosis	3.744523
Jarque-Bera	0.429177
Probability	0.806874

Correlogram of Residuals

Date: 01/01/07 Time: 00:42
Sample: 1996 2013
Included observations: 18

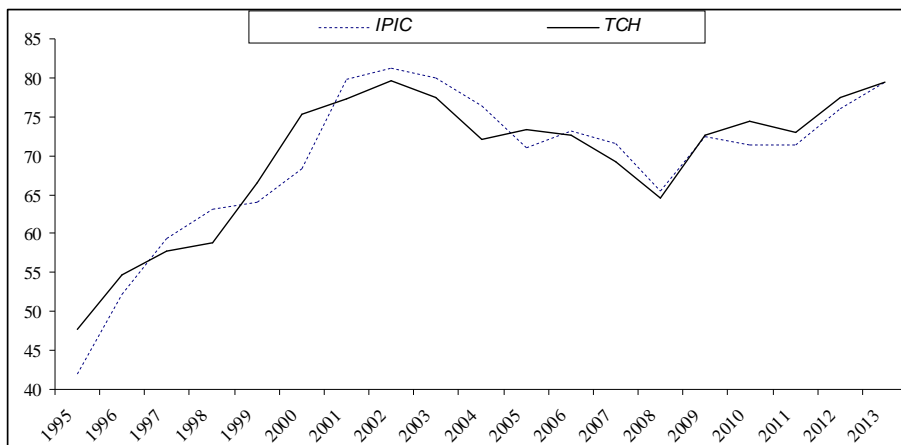
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.139	0.139	0.4120	0.521	
2	-0.498	-0.528	5.9905	0.050	
3	-0.262	-0.117	7.6395	0.054	
4	-0.078	-0.390	7.7954	0.099	
5	0.109	-0.069	8.1216	0.150	
6	0.188	-0.142	9.1837	0.164	
7	-0.099	-0.303	9.5069	0.218	
8	-0.254	-0.402	11.838	0.159	
9	0.187	-0.005	13.229	0.153	
10	0.258	-0.234	16.231	0.093	
11	-0.001	-0.027	16.231	0.133	
12	-0.119	-0.177	17.087	0.146	

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.265640	Prob. F(1,15)	0.6138
Obs*R-squared	0.295820	Prob. Chi-Square(1)	0.5865

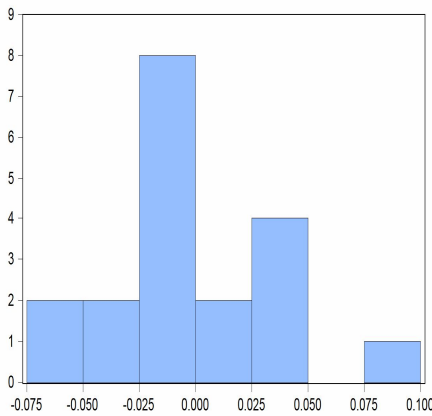
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.758699	Prob. F(1,10)	0.4042
Obs*R-squared	1.269353	Prob. Chi-Square(1)	0.2599



نموذج الحساب الجاري (CA)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:37				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M_M	0.433187	0.056124	7.718379	0.0000
Y_Y	-0.478454	0.086819	-5.510905	0.0001
I_I	-0.001981	0.001299	-1.525253	0.1511
INF_INF	-0.001596	0.002672	-0.597386	0.5605
CA_CA	-8.93E-20	6.99E-19	-0.127681	0.9004
C	2.362391	0.374762	6.303706	0.0000
R-squared	0.935165	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.910228	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.042419	Akaike info criterion	-3.230333	
Sum squared resid	0.023392	Schwarz criterion	-2.932089	
Log likelihood	36.68816	Hannan-Quinn criter.	-3.179858	
F-statistic	37.50170	Durbin-Watson stat	1.666783	
Prob(F-statistic)	0.000000			



Series: Residuals
Sample 1995 2013
Observations 19

Mean	6.06e-16
Median	-0.007747
Maximum	0.090639
Minimum	-0.055984
Std. Dev.	0.036050
Skewness	0.673293
Kurtosis	3.342666
Jarque-Bera	1.528483
Probability	0.465687

Correlogram of Residuals

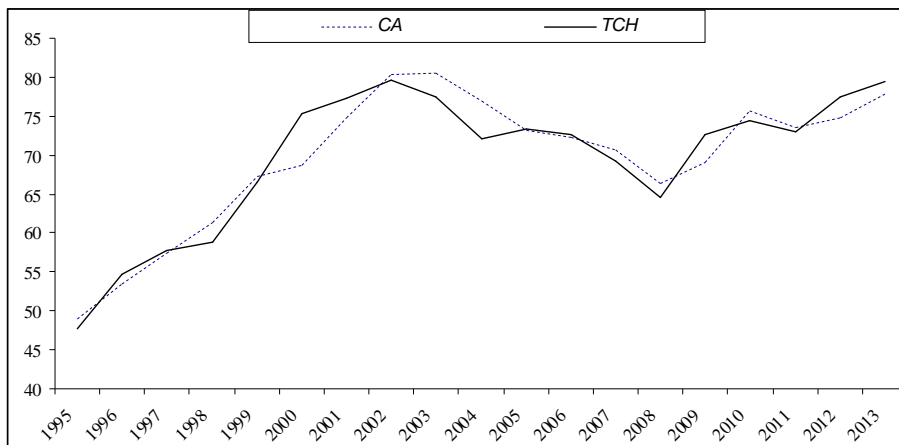
Date: 05/21/15 Time: 01:38					
Sample: 1995 2013					
Included observations: 19					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.154	0.154	0.5269	0.468
2		-0.415	-0.449	4.5648	0.102
3		-0.151	0.014	5.1342	0.162
4		0.020	-0.173	5.1451	0.273
5		-0.020	-0.074	5.1562	0.397
6		0.046	0.014	5.2221	0.516
7		-0.130	-0.276	5.7873	0.565
8		-0.181	-0.121	6.9698	0.540
9		0.148	0.048	7.8422	0.550
10		-0.047	-0.396	7.9411	0.635
11		-0.090	0.071	8.3445	0.682
12		0.181	-0.040	10.216	0.597

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.429409	Prob. F(1,16)	0.5216
Obs*R-squared	0.470459	Prob. Chi-Square(1)	0.4928

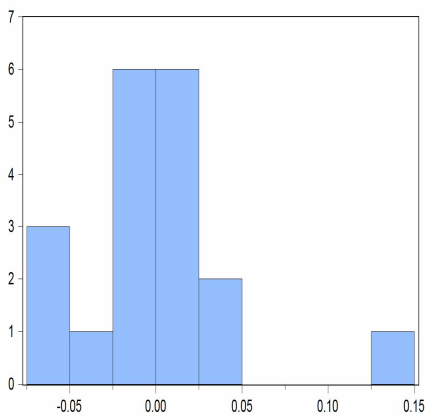
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.095868	Prob. F(2,11)	0.1694
Obs*R-squared	5.242521	Prob. Chi-Square(2)	0.0727



نموذج إحلال العملة (CS)

Dependent Variable: E				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/15 Time: 01:40				
Sample: 1995 2013				
Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M_M	0.466246	0.044266	10.53273	0.0000
Y_Y	-0.512609	0.073574	-6.967253	0.0000
DM_DM	-0.007630	0.180375	-0.042298	0.9668
C	2.223361	0.314351	7.072861	0.0000
R-squared	0.898965	Mean dependent var	4.234807	
Adjusted R-squared	0.878758	S.D. dependent var	0.141578	
S.E. of regression	0.049297	Akaike info criterion	-2.997241	
Sum squared resid	0.036453	Schwarz criterion	-2.798412	
Log likelihood	32.47379	Hannan-Quinn criter.	-2.963592	
F-statistic	44.48785	Durbin-Watson stat	1.729111	
Prob(F-statistic)	0.000000			



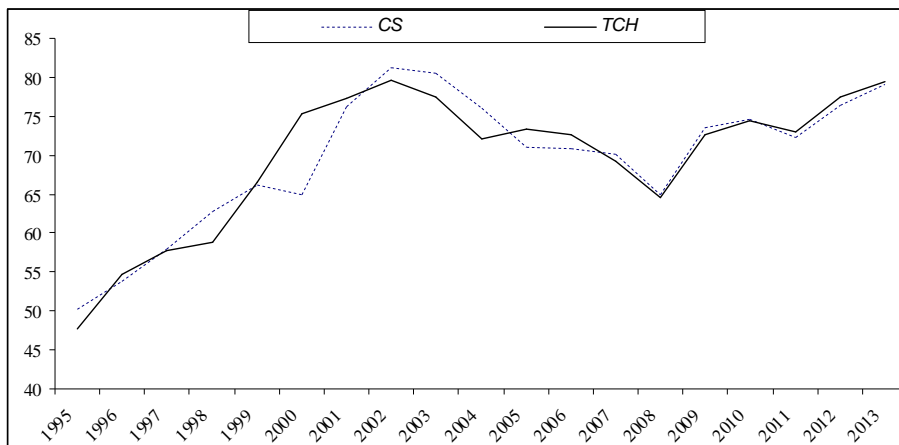
Series: Residuals	
Sample 1995 2013	
Observations 19	
Mean	1.03e-15
Median	-0.001212
Maximum	0.146828
Minimum	-0.067351
Std. Dev.	0.045002
Skewness	1.590873
Kurtosis	7.231253
Jarque-Bera	22.18805
Probability	0.000015

Correlogram of Residuals

Date: 05/21/15 Time: 01:40						
Sample: 1995 2013						
Included observations: 19						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.099	0.099	0.2163	0.642
		2	-0.441	-0.455	4.7783	0.092
		3	-0.165	-0.073	5.4594	0.141
		4	-0.139	-0.397	5.9743	0.201
		5	0.030	-0.052	6.0003	0.306
		6	0.214	-0.079	7.4110	0.285
		7	-0.085	-0.265	7.6520	0.364
		8	-0.073	-0.040	7.8456	0.449
		9	0.033	-0.208	7.8878	0.545
		10	-0.037	-0.112	7.9478	0.634
		11	0.026	-0.156	7.9825	0.715
		12	0.076	-0.109	8.3134	0.760

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	0.548140	Prob. F(9,9)	0.8081
Obs*R-squared	6.727206	Prob. Chi-Square(9)	0.6655
Scaled explained SS	13.06338	Prob. Chi-Square(9)	0.1598

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.989438	Prob. F(2,13)	0.1763
Obs*R-squared	4.452511	Prob. Chi-Square(2)	0.1079



الملحق رقم 30: نماذج تحديد نظام الصرف الواقعي في الجزائر

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:03 Sample: 1995Q1 1995Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.098036	0.023250	4.216522	0.0519
C	3.612574	0.063674	56.73570	0.0003
R-squared	0.898883	Mean dependent var	3.857663	
Adjusted R-squared	0.848324	S.D. dependent var	0.133492	
S.E. of regression	0.051989	Akaike info criterion	-2.768702	
Sum squared resid	0.005406	Schwarz criterion	-3.075554	
Log likelihood	7.537403	Hannan-Quinn criter.	-3.442067	
F-statistic	17.77906	Durbin-Watson stat	2.046580	
Prob(F-statistic)	0.051906			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 06/13/15 Time: 00:55 Sample: 1995 2013 Included observations: 19				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	1.077120	0.290453	3.708408	0.0017
C	57.82170	3.569152	16.20041	0.0000
R-squared	0.447196	Mean dependent var	69.67002	
Adjusted R-squared	0.414678	S.D. dependent var	9.063928	
S.E. of regression	6.934481	Akaike info criterion	6.810190	
Sum squared resid	817.4794	Schwarz criterion	6.906605	
Log likelihood	-62.69681	Hannan-Quinn criter.	6.827015	
F-statistic	13.75229	Durbin-Watson stat	0.395141	
Prob(F-statistic)	0.001746			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:04 Sample: 1997Q1 1997Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.010814	0.001605	6.736739	0.0213
C	4.028273	0.004396	916.3003	0.0000
R-squared	0.957791	Mean dependent var	4.055308	
Adjusted R-squared	0.936687	S.D. dependent var	0.014266	
S.E. of regression	0.003590	Akaike info criterion	-8.114748	
Sum squared resid	2.58E-05	Schwarz criterion	-8.421601	
Log likelihood	18.22950	Hannan-Quinn criter.	-8.788114	
F-statistic	45.38365	Durbin-Watson stat	2.323778	
Prob(F-statistic)	0.021332			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:04 Sample: 1996Q1 1996Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.010732	0.001881	5.705644	0.0294
C	3.975852	0.005151	771.8500	0.0000
R-squared	0.942120	Mean dependent var	4.002681	
Adjusted R-squared	0.913180	S.D. dependent var	0.014274	
S.E. of regression	0.004206	Akaike info criterion	-7.797838	
Sum squared resid	3.54E-05	Schwarz criterion	-8.104690	
Log likelihood	17.59568	Hannan-Quinn criter.	-8.471203	
F-statistic	32.55437	Durbin-Watson stat	2.130135	
Prob(F-statistic)	0.029371			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:06 Sample: 1999Q1 1999Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.078534	0.002791	28.13455	0.0013
C	3.998116	0.007644	523.0064	0.0000
R-squared	0.997480	Mean dependent var	4.194451	
Adjusted R-squared	0.996220	S.D. dependent var	0.101515	
S.E. of regression	0.006242	Akaike info criterion	-7.008276	
Sum squared resid	7.79E-05	Schwarz criterion	-7.315129	
Log likelihood	16.01655	Hannan-Quinn criter.	-7.681642	
F-statistic	791.5531	Durbin-Watson stat	3.399964	
Prob(F-statistic)	0.001261			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:05 Sample: 1998Q1 1998Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.018138	0.008211	2.209056	0.1578
C	4.027467	0.022486	179.1125	0.0000
R-squared	0.709299	Mean dependent var	4.072811	
Adjusted R-squared	0.563949	S.D. dependent var	0.027803	
S.E. of regression	0.018359	Akaike info criterion	-4.850489	
Sum squared resid	0.000674	Schwarz criterion	-5.157341	
Log likelihood	11.70098	Hannan-Quinn criter.	-5.523854	
F-statistic	4.879926	Durbin-Watson stat	2.192190	
Prob(F-statistic)	0.157801			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:07 Sample: 2001Q1 2001Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.009892	0.005997	1.649548	0.2408
C	4.321758	0.016422	263.1639	0.0000
R-squared	0.576362	Mean dependent var	4.346487	
Adjusted R-squared	0.364542	S.D. dependent var	0.016821	
S.E. of regression	0.013409	Akaike info criterion	-5.478965	
Sum squared resid	0.000360	Schwarz criterion	-5.785818	
Log likelihood	12.95793	Hannan-Quinn criter.	-6.152331	
F-statistic	2.721007	Durbin-Watson stat	2.791645	
Prob(F-statistic)	0.240815			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:06 Sample: 2000Q1 2000Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	-0.010241	0.008896	-1.151146	0.3687
C	4.346384	0.024364	178.3939	0.0000
R-squared	0.398521	Mean dependent var	4.320781	
Adjusted R-squared	0.097781	S.D. dependent var	0.020943	
S.E. of regression	0.019893	Akaike info criterion	-4.690034	
Sum squared resid	0.000791	Schwarz criterion	-4.996887	
Log likelihood	11.38007	Hannan-Quinn criter.	-5.363400	
F-statistic	1.325137	Durbin-Watson stat	3.395540	
Prob(F-statistic)	0.368715			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:07 Sample: 2003Q1 2003Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.002063	0.000379	5.449350	0.0321
C	4.343761	0.001037	4189.517	0.0000
R-squared	0.936899	Mean dependent var	4.348919	
Adjusted R-squared	0.905349	S.D. dependent var	0.002752	
S.E. of regression	0.000847	Akaike info criterion	-11.00394	
Sum squared resid	1.43E-06	Schwarz criterion	-11.31079	
Log likelihood	24.00787	Hannan-Quinn criter.	-11.67730	
F-statistic	29.69542	Durbin-Watson stat	2.761257	
Prob(F-statistic)	0.032064			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:07 Sample: 2002Q1 2002Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.001999	0.001684	1.186730	0.3572
C	4.373039	0.004613	948.0435	0.0000
R-squared	0.413202	Mean dependent var	4.378036	
Adjusted R-squared	0.119803	S.D. dependent var	0.004014	
S.E. of regression	0.003766	Akaike info criterion	-8.018620	
Sum squared resid	2.84E-05	Schwarz criterion	-8.325472	
Log likelihood	18.03724	Hannan-Quinn criter.	-8.691985	
F-statistic	1.408328	Durbin-Watson stat	2.351139	
Prob(F-statistic)	0.357192			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:08 Sample: 2005Q1 2005Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.008288	0.001672	4.958126	0.0384
C	4.273471	0.004578	933.5216	0.0000
R-squared	0.924764	Mean dependent var	4.294191	
Adjusted R-squared	0.887146	S.D. dependent var	0.011126	
S.E. of regression	0.003738	Akaike info criterion	-8.033810	
Sum squared resid	2.79E-05	Schwarz criterion	-8.340663	
Log likelihood	18.06762	Hannan-Quinn criter.	-8.707176	
F-statistic	24.58301	Durbin-Watson stat	3.297344	
Prob(F-statistic)	0.038354			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:08 Sample: 2004Q1 2004Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.006173	0.003565	1.731660	0.2255
C	4.262036	0.009763	436.5610	0.0000
R-squared	0.599892	Mean dependent var	4.277468	
Adjusted R-squared	0.399837	S.D. dependent var	0.010289	
S.E. of regression	0.007971	Akaike info criterion	-6.519098	
Sum squared resid	0.000127	Schwarz criterion	-6.825950	
Log likelihood	15.03820	Hannan-Quinn criter.	-7.192463	
F-statistic	2.998645	Durbin-Watson stat	2.069482	
Prob(F-statistic)	0.225473			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:09 Sample: 2007Q1 2007Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	-0.020511	0.001932	-10.61572	0.0088
C	4.290632	0.005291	810.8563	0.0000
R-squared	0.982562	Mean dependent var	4.239353	
Adjusted R-squared	0.973843	S.D. dependent var	0.026714	
S.E. of regression	0.004320	Akaike info criterion	-7.744049	
Sum squared resid	3.73E-05	Schwarz criterion	-8.050902	
Log likelihood	17.48810	Hannan-Quinn criter.	-8.417415	
F-statistic	112.6936	Durbin-Watson stat	2.586537	
Prob(F-statistic)	0.008757			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:09 Sample: 2006Q1 2006Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	-0.007707	0.001102	-6.992991	0.0198
C	4.304833	0.003018	1426.272	0.0000
R-squared	0.960709	Mean dependent var	4.285566	
Adjusted R-squared	0.941063	S.D. dependent var	0.010151	
S.E. of regression	0.002464	Akaike info criterion	-8.866896	
Sum squared resid	1.21E-05	Schwarz criterion	-9.173749	
Log likelihood	19.73379	Hannan-Quinn criter.	-9.540262	
F-statistic	48.90192	Durbin-Watson stat	2.866214	
Prob(F-statistic)	0.019842			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:10 Sample: 2009Q1 2009Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.001140	0.002645	0.431129	0.7084
C	4.282684	0.007244	591.1955	0.0000
R-squared	0.085034	Mean dependent var	4.285535	
Adjusted R-squared	-0.372450	S.D. dependent var	0.005049	
S.E. of regression	0.005915	Akaike info criterion	-7.115869	
Sum squared resid	7.00E-05	Schwarz criterion	-7.422722	
Log likelihood	16.23174	Hannan-Quinn criter.	-7.789235	
F-statistic	0.185872	Durbin-Watson stat	2.052876	
Prob(F-statistic)	0.708395			

Dependent Variable: TCH Method: Least Squares Date: 01/01/07 Time: 01:09 Sample: 2008Q1 2008Q4 Included observations: 4				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	-0.001131	0.023091	-0.048971	0.9654
C	4.170052	0.063238	65.94221	0.0002
R-squared	0.001198	Mean dependent var	4.167226	
Adjusted R-squared	-0.498204	S.D. dependent var	0.042184	
S.E. of regression	0.051634	Akaike info criterion	-2.782435	
Sum squared resid	0.005332	Schwarz criterion	-3.089288	
Log likelihood	7.564871	Hannan-Quinn criter.	-3.455801	
F-statistic	0.002398	Durbin-Watson stat	2.210627	
Prob(F-statistic)	0.965393			

Dependent Variable: TCH
Method: Least Squares
Date: 01/01/07 Time: 01:10
Sample: 2011Q1 2011Q4
Included observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.005984	0.005425	1.103071	0.3850
C	4.273452	0.014857	287.6441	0.0000

R-squared 0.378257 Mean dependent var 4.288412
Adjusted R-squared 0.067386 S.D. dependent var 0.012561
S.E. of regression 0.012130 Akaike info criterion -5.679339
Sum squared resid 0.000294 Schwarz criterion -5.986192
Log likelihood 13.35868 Hannan-Quinn criter. -6.352705
F-statistic 1.216765 Durbin-Watson stat 2.010180
Prob(F-statistic) 0.384974

Dependent Variable: TCH
Method: Least Squares
Date: 01/01/07 Time: 01:10
Sample: 2010Q1 2010Q4
Included observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.004867	0.004969	0.979473	0.4306
C	4.297147	0.013607	315.8079	0.0000

R-squared 0.324180 Mean dependent var 4.309313
Adjusted R-squared -0.013730 S.D. dependent var 0.011034
S.E. of regression 0.011110 Akaike info criterion -5.855101
Sum squared resid 0.000247 Schwarz criterion -6.161954
Log likelihood 13.71020 Hannan-Quinn criter. -6.528467
F-statistic 0.959368 Durbin-Watson stat 2.021942
Prob(F-statistic) 0.430632

Dependent Variable: TCH
Method: Least Squares
Date: 01/01/07 Time: 01:11
Sample: 2013Q1 2013Q4
Included observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.009403	0.003111	3.022475	0.0942
C	4.350482	0.008520	510.6445	0.0000

R-squared 0.820392 Mean dependent var 4.373988
Adjusted R-squared 0.730588 S.D. dependent var 0.013402
S.E. of regression 0.006956 Akaike info criterion -6.791509
Sum squared resid 9.68E-05 Schwarz criterion -7.098362
Log likelihood 15.58302 Hannan-Quinn criter. -7.464875
F-statistic 9.135358 Durbin-Watson stat 2.970691
Prob(F-statistic) 0.094245

Dependent Variable: TCH
Method: Least Squares
Date: 01/01/07 Time: 01:11
Sample: 2012Q1 2012Q4
Included observations: 4

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
T	0.021036	0.010536	1.996658	0.1840
C	4.297872	0.028853	148.9559	0.0000

R-squared 0.665923 Mean dependent var 4.350463
Adjusted R-squared 0.498885 S.D. dependent var 0.033280
S.E. of regression 0.023559 Akaike info criterion -4.351795
Sum squared resid 0.001110 Schwarz criterion -4.658648
Log likelihood 10.70359 Hannan-Quinn criter. -5.025161
F-statistic 3.986645 Durbin-Watson stat 3.201196
Prob(F-statistic) 0.183959

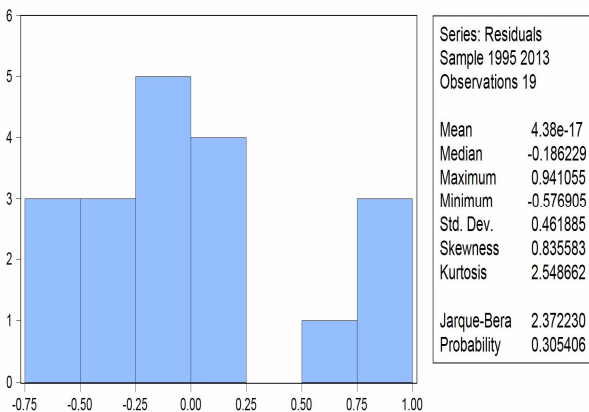
الملحق رقم 31: قدرة رأس المال على الحركة في الجزائر باستخدام نموذج "فلدشتاين وهوريوكا"

Dependent Variable: IY
Method: Least Squares
Date: 01/01/07 Time: 00:58
Sample: 1995 2013
Included observations: 19

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
SY	0.027449	0.012749	2.153051	0.0460
C	-0.066706	0.582370	-0.114542	0.9101

R-squared 0.214259 Mean dependent var 1.164993
Adjusted R-squared 0.168039 S.D. dependent var 0.521068
S.E. of regression 0.475276 Akaike info criterion 1.449459
Sum squared resid 3.840084 Schwarz criterion 1.548873
Log likelihood -11.76986 Hannan-Quinn criter. 1.466284
F-statistic 4.635627 Durbin-Watson stat 1.715998
Prob(F-statistic) 0.045966

Correlogram of Residuals



Date: 01/01/07 Time: 00:59
Sample: 1995 2013
Included observations: 19

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1		0.089	0.089	0.1759	0.675
2		-0.345	-0.356	2.9717	0.226
3		-0.080	-0.008	3.1325	0.372
4		-0.007	-0.138	3.1338	0.536
5		-0.019	-0.042	3.1440	0.678
6		-0.264	-0.362	5.2815	0.508
7		0.082	0.147	5.5060	0.598
8		0.326	0.076	9.3558	0.313
9		-0.074	-0.098	9.5756	0.386
10		-0.100	0.035	10.019	0.439
11		-0.109	-0.179	10.611	0.476
12		-0.017	-0.043	10.627	0.561

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.759636	Prob. F(2, 16)	0.2038
Obs*R-squared	3.425649	Prob. Chi-Square(2)	0.1804
Scaled explained SS	2.123538	Prob. Chi-Square(2)	0.3458

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.301445	Prob. F(2,15)	0.3012
Obs*R-squared	2.809478	Prob. Chi-Square(2)	0.2454

الملحق رقم 32: نماذج VAR لعلاقة نظام الصرف بحركة رأس المال

تحديد درجة التأخير المثلى

الخصائص الوصفية

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-83.33906	NA*	675.8881*	12.19129	12.28259*	12.18284
1	-79.34245	6.280387	685.0677	12.19178	12.46566	12.16643
2	-76.38140	3.807068	837.4008	12.34020	12.79667	12.29794
3	-70.24534	6.136057	703.8175	12.03505*	12.67411	11.97589*
4	-67.51500	1.950242	1120.308	12.21643	13.03807	12.14037
5	-64.74338	1.187839	2474.582	12.39191	13.39614	12.29895

* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

	TCH_OF	CFA
Mean	4.813558	83.03239
Median	2.393157	84.21265
Maximum	35.95198	89.63430
Minimum	-6.892340	75.34576
Std. Dev.	10.02367	4.023998
Skewness	1.574769	-0.618647
Kurtosis	5.898692	2.380697
Jarque-Bera	14.50492	1.515591
Probability	0.000708	0.468699
Sum	91.45761	1577.615
Sum Sq. Dev.	1808.532	291.4660
Observations	19	19

النموذج المقدر

Vector Autoregression Estimates

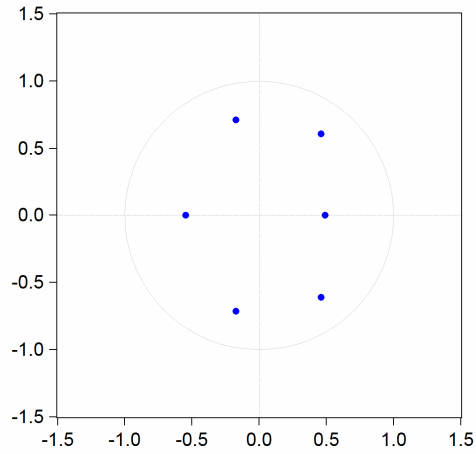
	CFA	TCH_OF
CFA(-1)	0.280806 (0.34907) [0.80443]	-0.827521 (0.51384) [-1.61046]
CFA(-2)	-0.172856 (0.36602) [-0.47226]	0.562010 (0.53878) [1.04311]
CFA(-3)	-0.160046 (0.31241) [-0.51229]	-0.703262 (0.45987) [-1.52926]
TCH_OF(-1)	0.303502 (0.21498) [1.41175]	0.239190 (0.31646) [0.75583]
TCH_OF(-2)	0.085635 (0.24627) [0.34773]	-0.013457 (0.36251) [-0.03712]
TCH_OF(-3)	-0.095024 (0.15808) [-0.60112]	0.111297 (0.23269) [0.47830]
C	86.59057 (46.8131) [1.84971]	81.12199 (68.9094) [1.17723]
R-squared	0.394930	0.420469
Adj. R-squared	-0.008449	0.034116
Sum sq. resids	168.0685	364.1728
S.E. equation	4.321375	6.361104
F-statistic	0.979054	1.088302
Log likelihood	-41.51728	-47.70333
Akaike AIC	6.064660	6.837917
Schwarz SC	6.402668	7.175924
Mean dependent	82.75650	2.202164
S.D. dependent	4.303233	6.472469
Determinant resid covariance (dof adj.)		555.0530
Determinant resid covariance		175.6222
Log likelihood		-86.75272
Akaike information criterion		12.59409
Schwarz criterion		13.27010

استقرارية وصلاحيه النموذج

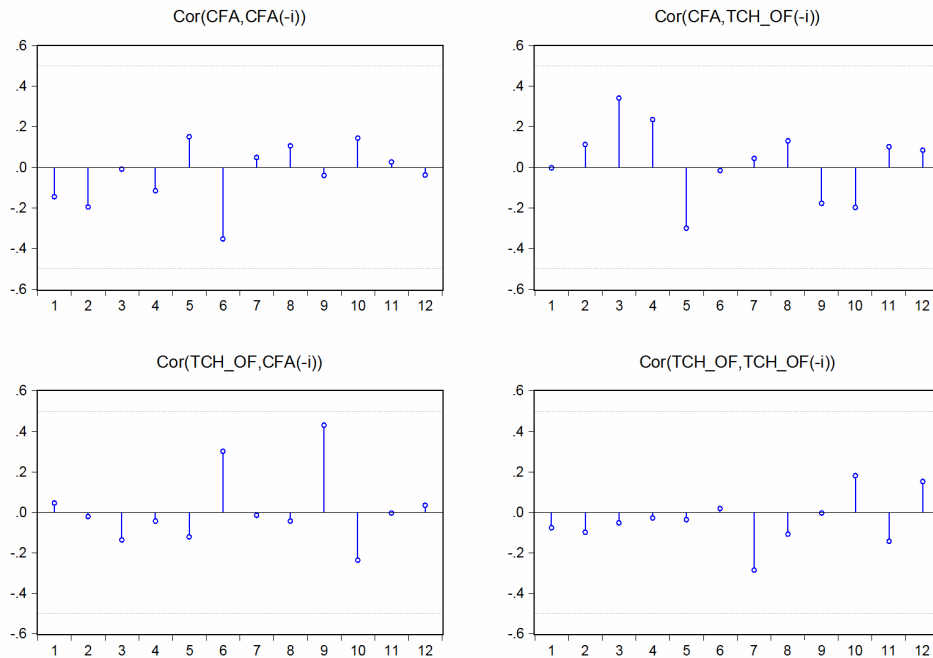
VAR Stability Condition Check

Roots of Characteristic Polynomial	
Endogenous variables: CFA TCH_OF	
Exogenous variables: C	
Lag specification: 1 3	
Date: 05/30/15 Time: 00:40	
Root	Modulus
0.460045 - 0.609747i	0.763828
0.460045 + 0.609747i	0.763828
-0.172642 - 0.713835i	0.734415
-0.172642 + 0.713835i	0.734415
-0.546750	0.546750
0.491939	0.491939
No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.	

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Autocorrelations with 2 Std.Err. Bounds



VAR Residual Heteroskedasticity Tests: No Cross Terms (only levels and squares)					
Date: 05/30/15 Time: 00:43					
Sample: 1995 2013					
Included observations: 16					
Joint test:					
Chi-sq	df	Prob.			
34.96810	36	0.5175			
Individual components:					
Dependent	R-squared	F(12,3)	Prob.	Chi-sq(12)	Prob.
res1*res1	0.382212	0.154669	0.9925	6.115385	0.9102
res2*res2	0.910306	2.537267	0.2405	14.56490	0.2661
res2*res1	0.628846	0.423574	0.8773	10.06153	0.6106

VAR Residual Serial Correlation LM Test		
Null Hypothesis: no serial correlation at		
Date: 05/30/15 Time: 00:42		
Sample: 1995 2013		
Included observations: 16		
Lags	LM-Stat	Prob
1	2.966742	0.5634
2	3.845435	0.4273
3	2.620819	0.6231
4	1.447840	0.8358
5	2.906294	0.5736
6	1.986871	0.7382
7	3.177297	0.5286
8	1.398954	0.8444
9	7.767433	0.1005
10	1.749688	0.7817
11	1.655861	0.7987
12	2.892221	0.5760
Probs from chi-square with 4 df.		

VAR Residual Normality Tests
 Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)
 Null Hypothesis: residuals are multivariate normal
 Date: 05/30/15 Time: 00:45
 Sample: 1995 2013
 Included observations: 16

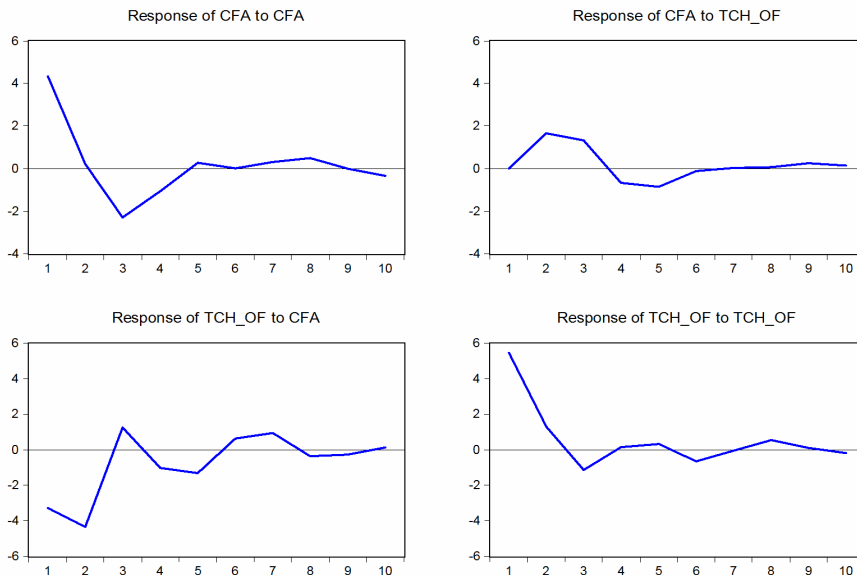
Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	0.164175	0.071875	1	0.7886
2	0.229576	0.140547	1	0.7077
Joint		0.212422	2	0.8992

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	2.786782	0.030308	1	0.8618
2	1.562928	1.376784	1	0.2406
Joint		1.407092	2	0.4948

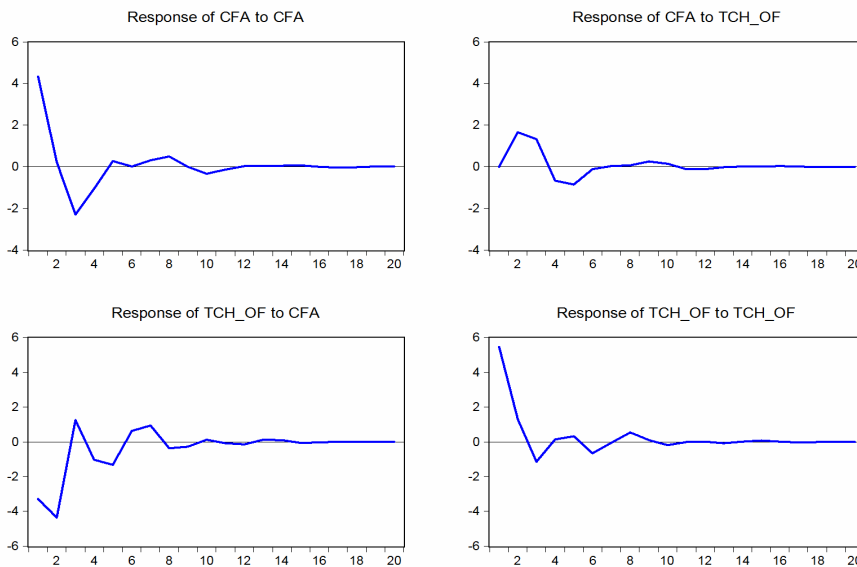
Component	Jarque-Bera	df	Prob.
1	0.102183	2	0.9502
2	1.517331	2	0.4683
Joint	1.619514	4	0.8053

تحليل دوال الاستجابة

Response to Cholesky One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations



تحليل مكونات التباين

Variance Decomposition

Variance Decomposition of CFA:			
Period	S.E.	CFA	TCH_OF
1	4.321375	100.0000	0.000000
2	4.632497	87.24194	12.75806
3	5.335095	84.19165	15.80835
4	5.478701	83.54563	16.45437
5	5.551827	81.60175	18.39825
6	5.553125	81.56484	18.43516
7	5.561521	81.61583	18.38417
8	5.584321	81.75270	18.24730
9	5.589873	81.59049	18.40951
10	5.602089	81.61065	18.38935
11	5.604753	81.58802	18.41198
12	5.606208	81.54975	18.45025
13	5.606314	81.54950	18.45050
14	5.606604	81.55093	18.44907
15	5.606972	81.55204	18.44796
16	5.607097	81.54892	18.45108
17	5.607328	81.54989	18.45011
18	5.607387	81.54916	18.45084
19	5.607417	81.54841	18.45159
20	5.607422	81.54843	18.45157

Variance Decomposition of TCH_OF:			
Period	S.E.	CFA	TCH_OF
1	6.361104	26.54428	73.45572
2	7.821324	48.63207	51.36793
3	8.000704	48.91230	51.08770
4	8.067993	49.72619	50.27381
5	8.181078	50.94653	49.05347
6	8.230742	50.91756	49.08244
7	8.283688	51.53788	48.46212
8	8.308894	51.41735	48.58265
9	8.314552	51.46637	48.53363
10	8.317365	51.44984	48.55016
11	8.317754	51.45435	48.54565
12	8.318824	51.46673	48.53327
13	8.320038	51.47241	48.52759
14	8.320759	51.48078	48.51922
15	8.321172	51.47858	48.52142
16	8.321269	51.47955	48.52045
17	8.321309	51.47918	48.52082
18	8.321318	51.47927	48.52073
19	8.321326	51.47935	48.52065
20	8.321349	51.47952	48.52048

Cholesky Ordering: CFA TCH_OF

Variance Decomposition

Variance Decomposition of CFA:			
Period	S.E.	CFA	TCH_OF
1	4.321375	100.0000	0.000000
2	4.632497	87.24194	12.75806
3	5.335095	84.19165	15.80835
4	5.478701	83.54563	16.45437
5	5.551827	81.60175	18.39825
6	5.553125	81.56484	18.43516
7	5.561521	81.61583	18.38417
8	5.584321	81.75270	18.24730
9	5.589873	81.59049	18.40951
10	5.602089	81.61065	18.38935

Variance Decomposition of TCH_OF:			
Period	S.E.	CFA	TCH_OF
1	6.361104	26.54428	73.45572
2	7.821324	48.63207	51.36793
3	8.000704	48.91230	51.08770
4	8.067993	49.72619	50.27381
5	8.181078	50.94653	49.05347
6	8.230742	50.91756	49.08244
7	8.283688	51.53788	48.46212
8	8.308894	51.41735	48.58265
9	8.314552	51.46637	48.53363
10	8.317365	51.44984	48.55016

Cholesky Ordering: CFA TCH_OF

إمكانية التأثير الإجمالي

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	1.976794	2	0.3722

Null Hypothesis: C(4)=C(5)=C(6)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(4) - C(6)	0.398527	0.283475
C(5) - C(6)	0.180660	0.361646

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	1.404816	2	0.4954

Null Hypothesis: C(1)=C(2)=C(3)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(1) - C(3)	0.440851	0.396652
C(2) - C(3)	-0.012810	0.530494

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	0.233131	2	0.8900

Null Hypothesis: C(11)=C(12)=C(13)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(11) - C(13)	0.127893	0.417277
C(12) - C(13)	-0.124754	0.532346

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	3.246755	2	0.1972

Null Hypothesis: C(8)=C(9)=C(10)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(8) - C(10)	-0.124259	0.583876
C(9) - C(10)	1.265272	0.780892

Restrictions are linear in coefficients.

الملحق رقم 33: نماذج VAR لعلاقة نظام الصرف برصيد حساب رأس المال
تحديد درجة التأخير المثلى

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-79.12989	NA*	370.4499*	11.58998	11.68128*	11.58153
1	-75.64844	5.470865	404.1561	11.66406	11.93794	11.63871
2	-74.21904	1.837792	614.8602	12.03129	12.48776	11.98904
3	-68.77250	5.446543	570.2718	11.82464	12.46370	11.76549
4	-66.54779	1.589076	975.7299	12.07826	12.89990	12.00220
5	-58.70913	3.359427	1045.020	11.52988*	12.53411	11.43692*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

النموذج المقدر

Vector Autoregression Estimates

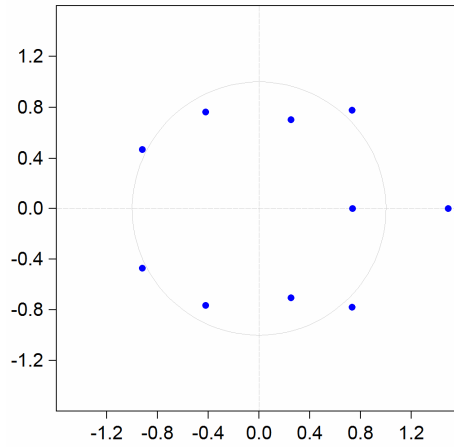
Vector Autoregression Estimates		
Date: 05/30/15 Time: 01:05		
Sample (adjusted): 2000 2013		
Included observations: 14 after adjustments		
Standard errors in () & t-statistics in []		
	KA	TCH_OF
KA(-1)	0.813907 (0.83024) [0.98033]	1.318689 (1.00236) [1.31559]
KA(-2)	0.157371 (0.59850) [0.26294]	1.993375 (0.72258) [2.75871]
KA(-3)	-0.367128 (0.69486) [-0.52835]	-2.796102 (0.83891) [-3.33303]
KA(-4)	-0.368726 (0.71690) [-0.51433]	1.151828 (0.86552) [1.33079]
KA(-5)	1.059111 (1.64313) [0.64457]	2.723790 (1.98378) [1.37303]
TCH_OF(-1)	0.051951 (0.25499) [0.20374]	0.696961 (0.30786) [2.26390]
TCH_OF(-2)	0.364625 (0.42116) [0.86577]	0.291624 (0.50847) [0.57354]
TCH_OF(-3)	-0.223677 (0.32240) [-0.69378]	-0.233520 (0.38924) [-0.59993]
TCH_OF(-4)	-0.122834 (0.23055) [-0.53279]	-0.571758 (0.27834) [-2.05414]
TCH_OF(-5)	0.151520 (0.40843) [0.37098]	0.928657 (0.49310) [1.88330]
C	1.744590 (4.87062) [0.35819]	9.651207 (5.88037) [1.64126]
R-squared	0.596226	0.867300
Adj. R-squared	-0.749687	0.424966
Sum sq. resids	45.15498	65.81810
S.E. equation	3.879647	4.683948
F-statistic	0.442990	1.960735
Log likelihood	-28.06244	-30.70000
Akaike AIC	5.580349	5.957143
Schwarz SC	6.082465	6.459260
Mean dependent	-1.202771	1.436317
S.D. dependent	2.933000	6.176823
Determinant resid covariance (dof adj.)		327.7183
Determinant resid covariance		15.04829
Log likelihood		-58.70913
Akaike information criterion		11.52988
Schwarz criterion		12.53411

استقرارية وصلاحيه النموذج

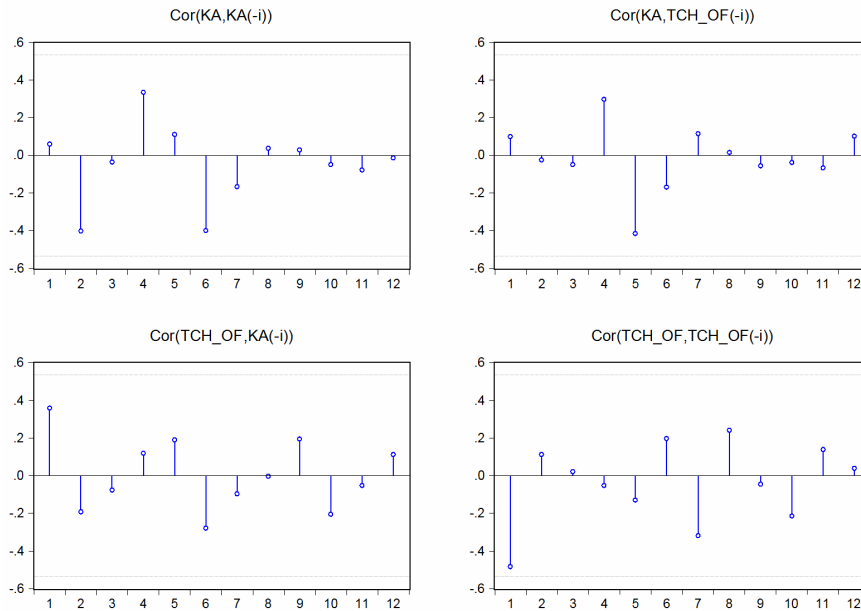
VAR Stability Condition Check

Roots of Characteristic Polynomial Endogenous variables: KA TCH_OF Exogenous variables: C Lag specification: 1 5 Date: 05/30/15 Time: 01:09	
Root	Modulus
1.490563	1.490563
0.730947 - 0.777805i	1.067363
0.730947 + 0.777805i	1.067363
-0.918329 - 0.471276i	1.032196
-0.918329 + 0.471276i	1.032196
-0.422294 - 0.765797i	0.874516
-0.422294 + 0.765797i	0.874516
0.251249 - 0.704649i	0.748102
0.251249 + 0.704649i	0.748102
0.737159	0.737159
Warning: At least one root outside the unit circle. VAR does not satisfy the stability condition.	

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



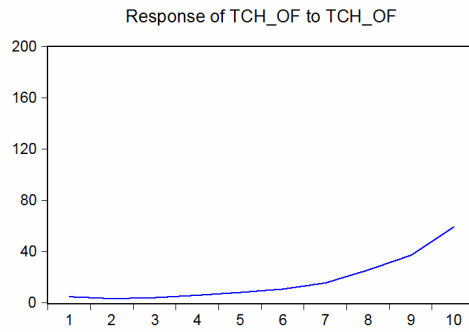
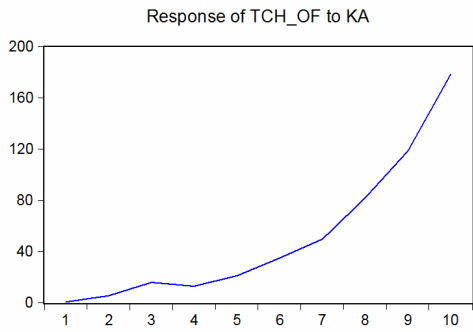
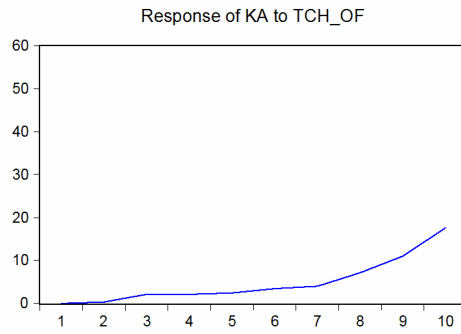
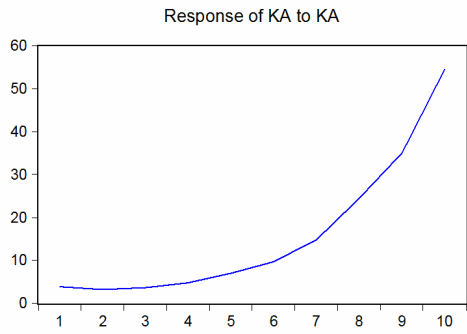
Autocorrelations with 2 Std.Err. Bounds



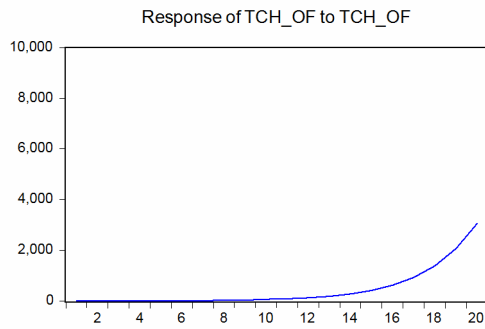
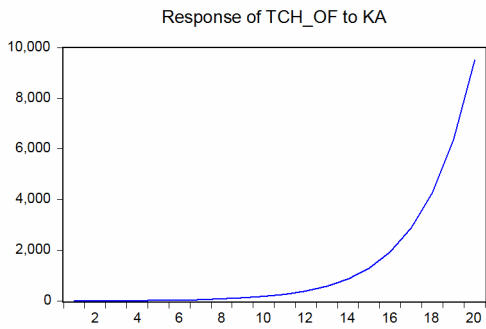
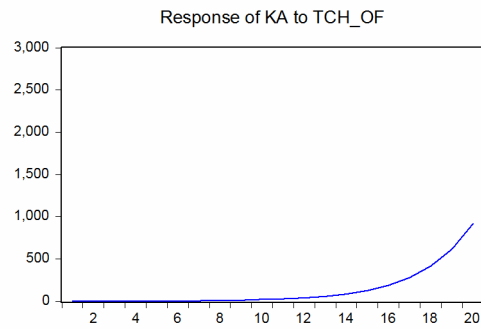
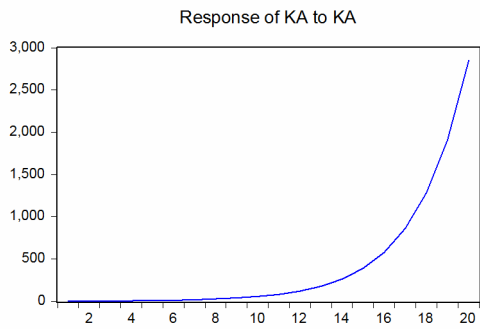
VAR Residual Normality Tests Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl) Null Hypothesis: residuals are multivariate normal Date: 05/30/15 Time: 01:10 Sample: 1995 2013 Included observations: 14				
Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	-0.714733	1.191969	1	0.2749
2	-0.606809	0.859175	1	0.3540
Joint		2.051144	2	0.3586
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	2.727981	0.043163	1	0.8354
2	2.556022	0.114985	1	0.7345
Joint		0.158148	2	0.9240
Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	1.235132	2	0.5393	
2	0.974159	2	0.6144	
Joint	2.209292	4	0.6973	

تحليل دوال الاستجابة

Response to Cholesky One S.D. Innovations



Response to Cholesky One S.D. Innovations



تحليل مكونات التباين

Variance Decomposition

Variance Decomposition of KA:			
Period	S.E.	KA	TCH_OF
1	3.879647	100.0000	0.000000
2	5.021516	99.76695	0.233046
3	6.530481	89.83773	10.16227
4	8.322943	87.56884	12.43116
5	11.12237	88.53443	11.46557
6	15.10388	88.83969	11.16031
7	21.48707	91.03456	8.965436
8	33.28614	91.73643	8.263573
9	49.53297	91.33707	8.662932
10	75.73106	90.88509	9.114906
11	112.5807	90.51095	9.489052
12	166.3167	90.32591	9.674094
13	246.5304	90.37452	9.625479
14	365.2385	90.54542	9.454578
15	545.3949	90.63498	9.365019
16	813.6572	90.67477	9.325229
17	1215.979	90.65341	9.346588
18	1813.608	90.60862	9.391377
19	2702.591	90.58411	9.415894
20	4026.764	90.57655	9.423447

Variance Decomposition of TCH_OF:			
Period	S.E.	KA	TCH_OF
1	4.683948	0.758767	99.24123
2	7.853669	47.55328	52.44672
3	18.08769	85.35042	14.64958
4	22.89296	84.39293	15.60707
5	32.10634	85.93266	14.06734
6	48.45305	89.10581	10.89419
7	71.05378	90.20562	9.794382
8	111.2407	90.67070	9.329300
9	166.7963	90.91072	9.089282
10	251.1632	90.50182	9.498181
11	371.7978	90.33288	9.667123
12	552.3244	90.43410	9.565895
13	821.3845	90.49576	9.504239
14	1221.314	90.60034	9.399660
15	1825.896	90.64423	9.355772
16	2722.191	90.63934	9.360655
17	4063.425	90.61326	9.386744
18	6056.447	90.59250	9.407502
19	9023.928	90.58512	9.414881
20	13447.55	90.58606	9.413941

Cholesky Ordering: KA TCH_OF

Variance Decomposition

Variance Decomposition of KA:			
Period	S.E.	KA	TCH_OF
1	3.879647	100.0000	0.000000
2	5.021516	99.76695	0.233046
3	6.530481	89.83773	10.16227
4	8.322943	87.56884	12.43116
5	11.12237	88.53443	11.46557
6	15.10388	88.83969	11.16031
7	21.48707	91.03456	8.965436
8	33.28614	91.73643	8.263573
9	49.53297	91.33707	8.662932
10	75.73106	90.88509	9.114906

Variance Decomposition of TCH_OF:			
Period	S.E.	KA	TCH_OF
1	4.683948	0.758767	99.24123
2	7.853669	47.55328	52.44672
3	18.08769	85.35042	14.64958
4	22.89296	84.39293	15.60707
5	32.10634	85.93266	14.06734
6	48.45305	89.10581	10.89419
7	71.05378	90.20562	9.794382
8	111.2407	90.67070	9.329300
9	166.7963	90.91072	9.089282
10	251.1632	90.50182	9.498181

Cholesky Ordering: KA TCH_OF

إمكانية التأثير الإجمالي

Wald Test:			
System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	1.523253	5	0.9104
Null Hypothesis: C(6)=C(7)=C(8)=C(9)=C(10)=0			
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(6)	0.051951	0.254995	
C(7)	0.364625	0.421155	
C(8)	-0.223677	0.322404	
C(9)	-0.122834	0.230548	
C(10)	0.151520	0.408429	
Restrictions are linear in coefficients.			

Wald Test:			
System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	2.432166	5	0.7867
Null Hypothesis: C(1)=C(2)=C(3)=C(4)=C(5)=0			
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(1)	0.813907	0.830238	
C(2)	0.157371	0.598500	
C(3)	-0.367128	0.694855	
C(4)	-0.368726	0.716899	
C(5)	1.059111	1.643135	
Restrictions are linear in coefficients.			

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	14.75301	5	0.0115
Null Hypothesis: C(12)=C(13)=C(14)=C(15)=C(16)=0 Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(12)	1.318689	1.002357	
C(13)	1.993375	0.722576	
C(14)	-2.796102	0.838908	
C(15)	1.151828	0.865521	
C(16)	2.723790	1.983778	
Restrictions are linear in coefficients.			

Wald Test: System: Untitled			
Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	9.173349	5	0.1023
Null Hypothesis: C(17)=C(18)=C(19)=C(20)=C(21)=0 Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(17)	0.696961	0.307859	
C(18)	0.291624	0.508466	
C(19)	-0.233520	0.389242	
C(20)	-0.571758	0.278344	
C(21)	0.928657	0.493102	
Restrictions are linear in coefficients.			

الملحق رقم 34: نتائج محاكاة الحل الأمثل

File Edit

α	<input type="text" value="0.6241733012218335"/>	λ	<input type="text" value="0.7516533975563331"/>
ϕ	<input type="text" value="0.38952833417631316"/>	:	<input type="text" value="0.7745757306676212"/>
ξ	<input type="text" value="0.554566129129093"/>	χ^*	<input type="text" value="0.7745757306676212"/>
δ	<input type="text" value="0.8788950989313586"/>	b	<input type="text" value="0.6128986808477735"/>

ZF	<input type="text" value="2.0615940700239164"/>	<input type="button" value="caluler"/>	
ZX	<input type="text" value="0.36551237101473133"/>		<input type="button" value="save"/>