

جامعة مسيبة بن بوعلي - الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أثر السياسة النقدية على حركة رؤوس الأموال
في ظل الانفتاح الاقتصادي
دراسة حالة تونس، الجزائر، المغرب

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
تخصص: تحليل اقتصادي

تحت إشراف:

د بوفليح نبيل

إعداد الطالب:

دالي سعيدة

لجنة المناقشة

- | | |
|-----------------------|----------------------|
| جامعة الشلف... رئيسا | - أ.د. بلعزوز علي |
| جامعة الشلف... مقررا | - د. بوفليح نبيل |
| جامعة الشلف... ممتحنا | - د. بطاهر علي |
| جامعة الشلف... ممتحنا | - د. طيبة عبد العزيز |
| جامعة الشلف... ممتحنا | - د. حبار عبد الرزاق |

السنة الجامعية 2013 - 2014

شكر

شكر

نحمد الله العلي العظيم، الذي قدرنا على إتمام عملنا هذا و وفقنا في إنجازه.

نتقدم بالشكر إلى أستاذنا المشرف، الأستاذ بوفليح نبيل، الذي بتوجيهاته ونصائحه كان هذا العمل في صورته الحالية.

الثناءة إجلال وشكر كبير إلى كل طيب جاد علي بصواب الرأي السديد وقادني إلى السبيل الرشيد، إلى كل من أعانني في بحثي هذا، إلى أساتذتي الكرام.

كما أشكر جميع من كان لنا عوناً و مدد لنا الدعم و كافة أنواع المؤازرة خلال جميع مراحل إنجاز هذا العمل.

فهرس المحتويات

البسمة
الشكر
فهرس المحتويات
قائمة الجداول و الأشكال

مقدمة.....أ-ح

الفصل الأول: الإطار النظري للسياسة النقدية و حركة رؤوس الأموال

تمهيد.....2

المبحث الأول: السياسة النقدية أهدافها و أدواتها3

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية و علاقتها بالسياسة الاقتصادية.....3

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية.....3

الفرع الثاني: المعلومات اللازمة لوضع السياسة النقدية.....4

الفرع الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية.....9

المطلب الثاني : أهداف السياسة النقدية.....11

الفرع الأول: الأهداف النهائية للسياسة النقدية.....11

الفرع الثاني: الإستهدافات الوسيطة للسياسة النقدية.....15

الفرع الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية.....25

المطلب الثالث : أدوات السياسة النقدية.....27

الفرع الأول: عمليات السوق المفتوحة.....28

الفرع الثاني: سعر إعادة الخصم.....30

الفرع الثالث: سياسة معدل الاحتياطي القانوني.....33

الفرع الرابع: الأدوات النوعية أو الكيفية.....34

المبحث الثاني: مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية و النظريات المفسرة لها36

المطلب الأول: المفهوم و النظريات المفسرة لانتقال رؤوس الأموال الدولية.....36

الفرع الأول: مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية.....36

الفرع الثاني: نظريات حركة رأس المال على المستوى الدولي.....37

المطلب الثاني: الأسباب و النتائج الاقتصادية لانتقال رؤوس الأموال.....41

الفرع الأول: أسباب لانتقال رؤوس الأموال الدولية.....41

الفرع الثاني: النتائج الاقتصادية لحركات رؤوس الأموال الدولية.....43

45	المبحث الثالث: قنوات انتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي.....
45	المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر.....
45	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر.....
46	الفرع الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر.....
49	الفرع الثالث: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر و أهم محدداته.....
52	المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
52	الفرع الأول: مفهوم و خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
55	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
57	الفرع الثالث: قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
59	الفرع الرابع: محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر.....
62	المطلب الثالث: أشكال أخرى لانتقال رؤوس الأموال الدولية.....
62	الفرع الأول: المعونات الأجنبية.....
67	الفرع الثاني: تحويلات المهاجرين.....
70	الفرع الثالث: القروض الخارجية.....
75	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: أثر السياسة النقدية في ظل الانفتاح الاقتصادي

77	تمهيد.....
78	المبحث الأول: مفهوم و قياس الانفتاح الاقتصادي.....
78	المطلب الأول: مفهوم الانفتاح الاقتصادي و علاقته بالتنمية الاقتصادية.....
78	الفرع الأول: مفهوم الانفتاح الاقتصادي.....
79	الفرع الثاني: الانفتاح الاقتصادي و التنمية الاقتصادية.....
81	الفرع الثالث: أهداف الانفتاح الاقتصادي.....
82	المطلب الثاني: قياس معدلات الانفتاح الاقتصادي.....
82	الفرع الأول: نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي.....
82	الفرع الثاني: نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي و نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.....
83	الفرع الثالث: نسبة امتصاص الواردات لحصيلة الصادرات.....
83	الفرع الرابع: التوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية.....
84	المطلب الثالث: آثار الانفتاح الاقتصادي.....
84	الفرع الأول: سلبيات الانفتاح الاقتصادي.....
87	المبحث الثاني: العولمة المالية و تحرير الأسواق المالية.....
87	المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية و مؤشرات على تنامي العولمة المالية.....
87	الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية.....
88	الفرع الثاني: مؤشرات تنامي العولمة المالية.....
89	المطلب الثاني: العولمة والتحرير المالي.....
89	الفرع الأول: مفهوم التحرير المالي.....
90	الفرع الثاني: أهداف و مبررات التحرير المالي.....
92	الفرع الثالث: استراتيجيات التحرير المالي.....
93	المطلب الثالث: العولمة وتحرير الأسواق المالية.....
93	الفرع الأول: مفهوم تحرير الأسواق المالية.....
93	الفرع الثاني: أهداف تحرير الأسواق المالية.....
94	الفرع الثالث: العوامل المساعدة على تسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية.....
100	الفرع الرابع: تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة.....
103	المطلب الرابع: آثار العولمة المالية.....
103	الفرع الأول: المشاكل الناشئة عن العولمة المالية.....
105	الفرع الثاني: إيجابيات العولمة المالية.....

107	المبحث الثالث: التوازن الكلي و دور السياسة النقدية.....
107	المطلب الأول: التوازن في السوق السلعية و النقدية (IS-LM).....
107	الفرع الأول: التوازن في السوق السلعية.....
109	الفرع الثاني: التوازن في السوق النقدية.....
112	الفرع الثالث: التوازن الآني في سوق السلع و الأرصدة.....
113	المطلب الثاني: كيفية عمل السياسة النقدية في اقتصاد مغلق.....
115	المطلب الثالث: السياسة النقدية في اقتصاد مفتوح(نموذج IS-LM-BP).....
116	الفرع الأول: ميزان المدفوعات و أسعار الصرف.....
117	الفرع الثاني: حركة رؤوس الأموال.....
124	الفرع الثالث: نموذج فلمنج مندل.....
127	الفرع الرابع: (IS-LM-BP) في ظل سعر الصرف الثابت.....
132	الفرع الخامس: (IS-LM-BP) في ظل سعر الصرف المرن.....
135	خلاصة الفصل.....

الفصل الثالث: دراسة أثر سعر الفائدة و سعر الصرف على تدفقات رؤوس الموال في الدول المختارة

137	تمهيد.....
138	المبحث الأول: دراسة حالة الجزائر.....
138	المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري.....
138	الفرع الأول: واقع و طبيعة الاقتصاد الجزائري.....
146	الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر.....
148	الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للجزائر.....
151	المطلب الثاني: تحليل و استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
151	الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية.....
154	الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
162	المطلب الثالث: تقدير النموذج و التأكد من مدى ملاءمته.....
162	الفرع الأول: تقدير العلاقة الانحدارية بين $divd_alg$ ، ti_alg و tc_alg
163	الفرع الثاني: إجراء الاختبارات.....
166	المبحث الثاني: دراسة حالة تونس.....
166	المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد التونسي.....
166	الفرع الأول: واقع و طبيعة الاقتصاد التونسي.....
171	الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتونس.....
172	الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر غير لتونس.....
176	المطلب الثاني: تحليل و استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
176	الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية.....
179	الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
187	المطلب الثالث: تقدير النموذج و التأكد من مدى ملاءمته.....
187	الفرع الأول: تقدير العلاقة الانحدارية بين $divd_tun$ ، ti_tun و tc_tun
192	الفرع الثاني: تقدير العلاقة الانحدارية بين $divd_tun$ ، ti_tun و tc_tun
197	المبحث الأول: دراسة حالة المغرب.....
197	المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد المغربي.....
197	الفرع الأول: واقع و طبيعة الاقتصاد المغربي.....
201	الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب.....
202	الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر غير للمغرب.....

203.....	المطلب الثاني: تحليل و استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
203.....	الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية.....
206.....	الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة.....
212.....	المطلب الثالث: تقدير النموذج و التأكد من مدى ملاءمته.....
212.....	الفرع الأول: تقدير العلاقة الانحدارية بين tc_mar ، ti_mar و $divd_mar$
217.....	الفرع الثاني: تقدير العلاقة الانحدارية بين tc_mar ، ti_mar و $idivd_mar$
222.....	خلاصة.....
224.....	خاتمة.....
230.....	قائمة المراجع.....
240.....	قائمة الملاحق.....

قائمة الجداول و الأشكال

قائمة الجداول والأشكال:

قائمة الجداول:

- الجدول (1.1): ميزانية الوضع النقدي في نهاية السنة (المسح النقدي)..... 22
- الجدول (1.2): تطور السندات المستحقة في الأسواق المالية العالمية حسب المصدر لبعض الدول المتقدمة (مليار دولار أمريكي)..... 79
- الجدول (2.2): نسبة ما يملكه غير المقيمين من جملة الدين العام في بعض الدول المتقدمة (% من الدين العام الإجمالي)..... 98
- الجدول (3.2) قائمة الأسواق المالية الناشئة..... 101
- الجدول (1-3): تطور إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة 1990-2012 بالمليار دولار..... 138
- الجدول (2-3): نسبة مساهمة كل قطاع في إجمالي الناتج 139
- الجدول (3-3) تطور نمو النقود وأشبه النقود %..... 141
- الجدول (4-3): تطور معدلات التضخم بالجزائر خلال الفترة 1990-2012..... 142
- الجدول (5-3) تطور هيكل الصادرات بالجزائر خلال الفترة 1989-2011. بالمليار دولار..... 142
- الجدول (6-3): تطور إجمالي الواردات بالجزائر خلال الفترة 2000-2011. بالمليار دولار..... 143
- الجدول (7-3): نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1980-2011..... 144
- الجدول (8-3): نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1999-2000)..... 144
- الجدول (9-3): مراحل تطور نظام الصرف بالجزائر..... 145
- الجدول (10-3): تطور سوق التداول بالجزائر..... 149
- جدول (11.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للجزائر..... 155
- جدول (12.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للجزائر 156
- جدول (13.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للجزائر 157
- جدول (14.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي للجزائر..... 158
- جدول (15.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار الجزائري Tc_{alg} 159
- جدول (16.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار الجزائري Tc_{alg} 160
- الجدول (17.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن..... 161
- جدول (18.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقى 163
- جدول (19.3): اختبار الارتباط الخطي..... 164
- جدول رقم (20.3): اختبار عدم ثبات التباين..... 164
- الجدول (3-21): تطور إجمالي الناتج المحلي والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1987-2012 بالمليار دولار..... 166
- الجدول (22.3): هيكل القطاعي للاقتصاد التونسي ومدى مساهمته في الناتج المحلي والتشغيل..... 166
- الجدول (3-23) تطور نمو النقود وأشبه النقود %..... 167
- الجدول (3-24): تطور معدلات التضخم بتونس خلال الفترة 1987-2012..... 167
- الجدول (3-25): تطور حجم الصادرات التونسية خلال الفترة 1987-2011. 168
- الجدول (3-26): الهيكلة القطاعية للصادرات التونسية متوسط القيمة للفترة 1997-2010..... 168
- الجدول (3-27): تطور إجمالي الواردات بتونس خلال الفترة 2000-2011..... 169

- الجدول (3-28): نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1987-2012..... 169
- الجدول (3-28): مراحل تطور سعر صرف الدينار التونسي 170
- الجدول (30.3): مساهمة الأجنبي في الرسملة السوقية 2007/2002..... 172
- الجدول (31.3): تدفقات الاستثمار الدولي إلى تونس 2004-2007..... 173
- جدول (32.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر 175
- جدول (33.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر 180
- جدول (34.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار غير المباشر لتونس..... 181
- جدول (35.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة معدل الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun 182
- جدول (36-3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي لتونس $D(ti_tun)$... 183
- جدول (37.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار التونسي Tc_tun 184
- جدول (38.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على الفروق الأولى سلسلة صرف الدينار التونسي $D(tc_tun)$ 185
- الجدول (39.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن..... 186
- جدول (40.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي..... 189
- جدول (41.3): اختبار الارتباط الخطي..... 150
- جدول (42.3): اختبار عدم ثبات التباين..... 150
- الجدول (43.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن..... 192
- جدول (44.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي..... 194
- جدول (45.3): اختبار الارتباط الخطي..... 195
- جدول (46.3): اختبار عدم ثبات التباين..... 195
- الجدول (3-47): تطور إجمالي الناتج المحلي ومعدل النمو خلال الفترة 1983-2012 197
- الجدول (3-48): نسبة مساهمة كل قطاع في إجمالي الناتج المحلي 197
- الجدول (3-49): تطور معدلات التضخم بالمغرب خلال الفترة 1983-2012..... 198
- الجدول (3-50): تطور حجم الصادرات والواردات ووضع الميزان التجاري للفترة 1983-2012..... 198
- الجدول (3-51): نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1983-2012..... 200
- الجدول (3-52): حجم التداول في بورصة الدار البيضاء بالمليون دولار..... 201
- جدول (3-53): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للمغرب..... 207
- جدول (3-54): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للمغرب 208
- جدول (3-55): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار غير المباشر للمغرب..... 209
- جدول (3-56): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي للمغرب..... 210
- جدول (3-57): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدرهم المغربي Tc_mar 211
- جدول (3-58): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار المغربي Tc_mar 212
- الجدول (3-59): نتائج اختبار التكامل المتزامن..... 213
- جدول (3-60): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي 215
- جدول (3-61): اختبار الارتباط الخطي..... 215
- جدول (3-62): اختبار عدم ثبات التباين..... 216

- جدول (63.3): نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقى 219
- جدول (64.3): اختبار الارتباط الخطي..... 219
- جدول (65.3): اختبار عدم ثبات التباين..... 220

قائمة الأشكال

- الشكل (1-1) : معنى الحالات الثلاث للاقتصاد عند حدوث الفجوة بين الناتج الفعلي و الناتج الممكن.....7
- الشكل (2-1) : معنى الحالات الثمانية التي يمكن أن تحققها للاقتصاد.....8
- الشكل (3-1) : المربع السحري للأهداف النهائية للسياسة النقدية.....12
- الشكل (1.2): اشتقاق منحى (IS)108
- الشكل (2.2): اشتقاق منحى التوازن في السوق النقدية (LM).....111
- الشكل (3.2): التوازن الآني في سوق السلع و الأرصدة.....112
- الشكل (4.2): كيفية عمل السياسة النقدية من خلال النموذج (IS-LM)113
- الشكل (5.2): الأشكال الممكنة و البديلة للمعادلة (21).....121
- الشكل (6.2): منحى BP و توازن ميزان المدفوعات.....123
- الشكل (7.2): نموذج فلمخ ماندل.....126
- الشكل (8.2): التوسع النقدي في ظل الحركة التامة لرؤوس الأموال و سعر الصرف الثابت129
- الشكل (9.2): السياسة النقدية التوسعية في ظل الحركة غير التامة لرؤوس الأموال و سعر الصرف الثابت.....130
- الشكل (10.2): أثر خفيض العملة في ظل الحركة غير التامة لرؤوس الأموال و سعر الصرف الثابت.....131
- الشكل (11.2): السياسة النقدية في ظل سعر الصرف المرن و الحركة غير التامة لرؤوس الأموال.....133
- الشكل (1-3) : منحى تطور الكتلة النقدية م1 وم2 خلال الفترة 1992-2011 بالمليون دينار جزائري.....141
- الشكل (2-3) : حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر خلال الفترة 1990-2010.....146
- الشكل (3-3) : حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من الجزائر خلال الفترة 1990-2010.....147
- الشكل (3.3) : منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1990-2011.....151
- الشكل (3.3) : منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1990-2011.....152
- الشكل (3.3) : منحى تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1990-2011.....153
- الشكل (3.3) : منحى تطور أسعار صرف الدينار الجزائري للفترة 1990-2011.....154
- الشكل (3.3) : توزيع الأخطاء.....165
- الشكل (3-9) : منحى تطور الكتلة النقدية م1 وم2 خلال الفترة 1992-2011 بالمليون دينار.....167
- الشكل (3-10) : حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى تونس خلال الفترة 1987-2012.....171
- الشكل (3-11) : حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من تونس خلال الفترة 1990-2010.....171
- الشكل (3-12) : تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بعد الثورة.....175
- الشكل (3.13) : منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1987-2012.....176
- الشكل (3.14) : منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1990-2011.....177
- الشكل (3.15) : منحى تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1990-2011.....178
- الشكل (3.16) : منحى تطور أسعار صرف الدينار التونسي للفترة 1990-2011.....179
- الشكل (3.17) : توزيع الأخطاء.....191

196.....	الشكل (18.3) : توزيع الأخطاء.....
201.....	الشكل (19-3): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى المغرب خلال الفترة 1983-2012.....
201.....	الشكل (20-3): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من المغرب خلال الفترة 1983-2012.....
203.....	الشكل (3. 21): منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1983-2012.....
204.....	الشكل (3. 22): منحى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1983-2012.....
205.....	الشكل (3. 23): منحى تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1983-2012.....
205.....	الشكل (3. 24): منحى تطور أسعار صرف الدرهم المغربي للفترة 1983-2012.....
217.....	الشكل (25.3) : توزيع الأخطاء.....
221.....	الشكل (26.3) : توزيع الأخطاء.....

مقدمة

تمهيد:

عرف الاقتصاد العالمي عدة تحولات هامة، أفرزتها معطيات مختلفة من خلال جملة من التغيرات والتطورات في جميع المجالات وميادين الحياة. وحتى المجال الاقتصادي، و لعل أبرزها اتساع مفهوم العولمة الاقتصادية، وما صاحبه من مظاهر التحرر والانفتاح الاقتصادي، مثل حرية انتقال رؤوس الأموال، والتي تتحكم فيها مجموعة من المتغيرات النقدية والمالية و الاستراتيجية التي تتحدد بقانون السوق غالبا أو عبر تدخل الدولة في إطار تحقيق أهداف معينة، و التي تتباين من دولة لأخرى.

و السياسة النقدية تعتبر إحدى أهم مجالات السياسة الاقتصادية التي تتخذ من المعطيات النقدية موضوعا لتدخلها آخذة بعين الاعتبار علاقة النقود بالنشاط الاقتصادي من جهة، و لما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة النشاط الاقتصادي من جهة أخرى، حيث يقوم البنك المركزي المشرف الرئيسي على تنفيذ السياسة النقدية بجمع معلومات كل القطاعات الاقتصادية من أجل تحديد الاختلالات الاقتصادية إن كانت داخلية أو خارجية وعلى هذا الأساس يقوم البنك المركزي باستخدام توليفة من إجراءات وأدوات السياسة النقدية بما يواءم ويتمشى ووضعية الاقتصاد وإمكانياته.

ومن المعروف أن ظاهرة الانتقال الدولي لرأس المال توضح مدى استجابة هذا الأخير للتغيرات في معدلات الفائدة في مختلف الدول وبالتالي معدلات العوائد المحققة فيها، وقد تعددت الأشكال التي ينتقل بها رأس المال ولعل أبرزها الاستثمارات الأجنبية، والاستثمار الأجنبي يعتبر ظاهرة اقتصادية قديمة تجلت بوضوح نسبي مع مطلع القرن العشرين، لتبرز بقوة بعد الحرب العالمية الثانية، مما جعلها تكون محل اهتمام العديد من الاقتصاديين، ويكمن السر في بروز الاستثمار الأجنبي في كونه وسيلة تمويل بديلة تلجأ إليها الكثير من الدول التي تواجه العجز في تمويل استثماراتها قلة تكاليفها و ما مدى ما يمكن أن توفره هذه الأخيرة من مناصب شغل و نقل للتكنولوجيا و كذا تحفيز الطلب الخارجي على السلع المحلية.

ومن هنا تجد السياسة النقدية نفسها في مواجهة التحديات التي قد يخلفها الانفتاح الاقتصادي و سعيها لتوفير المناخ المناسب للحذب رؤوس الأموال الدولية و كذا السعي لتحقيق فعالية أفضل ، بحيث لا تفقد السلطة النقدية سيطرتها على الكتلة النقدية مما يؤدي إلى حدوث تضخم وتغير أسعار الفائدة وعليه تنحصر قدرة الدولة على استخدام السياسة النقدية لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي.

أهمية و أهداف الدراسة

أهمية الدراسة:

تحليل دور السياسة النقدية في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي ومدى قدرتها على تحقيق الاستقرار الخارجي من خلال استخدامها لسعر الفائدة وسعر الصرف للتحكم في حركة رؤوس الأموال الدولية.

أهداف الدراسة:

- توضيح دور السياسة النقدية في إرساء الاستقرار الخارجي.
- توضيح مدى فعالية أدوات السياسة النقدية في التأثير على حركة رأس المال الدولي.
- و إبراز وتوضيح الدور الاستراتيجي للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة كشكل من أشكال انتقال رؤوس الأموال.

الإشكالية :

كيف يمكن للسياسة النقدية التأثير على حركة رؤوس الأموال الدولية في ظل الانفتاح الاقتصادي لدول شمال إفريقيا "الجزائر، تونس، المغرب"؟

الأسئلة الفرعية:

- 1- ماذا نقصد بالسياسة النقدية وما هي مختلف أدواتها؟
- 2- ما مفهوم رأس المال الدولي، وما أهم أقسامه؟
- 3- ما مدى تأثير حركة الاستثمارات الأجنبية الواردة والصادرة لدول شمال إفريقيا بمعدلات سعر الفائدة و سعر الصرف بهذه الدول؟

فرضيات الدراسة:

- يمكن التحكم في حجم رؤوس الأموال المتدفقة للبلد من خلال السياسة النقدية بالتأثير على كل من سعر الفائدة و سعر الصرف.
- إن المتغيرات العالمية الراهنة، وخاصة العولمة لها تأثير مباشر على تدفق الاستثمارات الأجنبية في دول العالم ودول شمال إفريقيا خصوصا .
- كلما زادت معدلات الفائدة و معدلات الصرف زاد حجم الاستثمارات الأجنبية الواردة لدول المغرب العربي (الجزائر، تونس، والمغرب).

منهج الدراسة:

لمعالجة موضوع البحث، اعتمدنا على:

المنهج الاستنباطي: بأدائه الوصف والتحليل، وهذا لوصف وإبراز بعض المعطيات والمفاهيم حول السياسة النقدية ومختلف أدواتها وأهدافها، و مفاهيم حول التدفقات الدولية لرأس المال وكذلك مفاهيم أساسية حول الاستثمار الأجنبي بشكليه المباشر و غير المباشر وإبراز كونهما أداة من الأدوات الإستراتيجية لتحقيق التنمية.

المنهج الاستقرائي: سيتم اعتماده لمعالجة الدراسة التطبيقية من خلال دراسة تأثير السياسة النقدية من خلال سعر الفائدة وسعر الصرف على انتقال رؤوس الأموال دوليا بالخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، وقد مست هذه الدراسة ثلاث دول هي الجزائر تونس والمغرب.

حدود الدراسة:

عينة الدراسة:

سنتطرق من خلال هذه الدراسة إلى التركيز على بلدان شمال إفريقيا وبالتحديد الجزائر تونس والمغرب هذا لاعتبار أنها تلتقي في صفات اقتصادية وسياقات مالية ومصرفية مشتركة أبرزها انخفاض فاعلية السياسات النقدية.

حدود الدراسة الزمنية:

ستكز دراستنا للموضوع ابتداء من بداية الربع الأخير للقرن العشرين أي مع بداية ظهور إفرازات ومظاهر العولمة من تحرر وافتتاح اقتصادي فبالنسبة للجزائر ابتداء من سنة 1990 أما تونس فمن سنة 1987، أما المغرب فمن سنة 1983 إلى غاية سنة 2012 وهي مدة مناسبة للدراسة والتحليل إذ شهدت أحداثاً متباينة كأزمة الديون في البلدان النامية و ارتفاع نسبة مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في تمويل برامج التنمية وشهدت الأزمات المالية في عدد كبير من الدول ومنها أزمة الرهن العقاري وأزمة الديون السيادية، و حتى تأثير الأزمة الأمنية في السنة الخيرة أو ما تسمى بثورات الربيع العربي.

الدراسات السابقة:

لقد تعددت الدراسات التي تطرقت إلى كل من موضوع السياسة النقدية و الاستثمارات الأجنبية ولعل أهمها:

أولاً: أطروحة دكتوراه بعنوان النقود والسياسة النقدية منجزة من طرف الباحث صالح مفتاح من جامعة الجزائر تخصص نقود ومالية 2003، وقد كان الهدف الباحث الإجابة على الإشكالية المطروحة وهي معرفة مكانة السياسة النقدية في الجزائر وتقييمها في الفترة الممتدة من 1990 إلى 2000.

و توضيح علاقة النقود بالدورة الاقتصادية، والوظائف الحركية والتقليدية لها عندما يعطي الاهتمام الضروري لإدارتها، وكشف دورها السلبي عندما لا تحظى بأولوية عند تصميم الأهداف الاقتصادية ووسائل تحقيقها .

تحديد السلطات المشرفة على السياسة النقدية والهيئات التي لها علاقة مباشرة برسم السياسة النقدية: وما هي المعلومات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند وضعها ؟.

كذلك إبراز علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية والمالية من الناحية النظرية وأنواع الأهداف التي يمكن تحقيقها والتناقضات التي يمكن أن تحدث في الأهداف عند تطبيقها .

و من خلال دراسته توصل إلى النتائج التالية:

-وضع السياسة النقدية يحتاج إلى معلومات على الجهات التي لها علاقات مباشرة بالنقود كالعائلات والقطاع المالي العام والخاص وقطاع الأعمال، والقطاع الخارجي والقطاع الحكومي ، كما ان واضح السياسة النقدية لابد أن يتمتع بالاستقلالية في اتخاذ القرارات وتنفيذها.

-ليست هذه الإجراءات والتدابير النقدية المتخذة بدون أهداف وإنما تسطر لها أهداف أولية، فوسيلة ثم نهائية حتى تكون للسياسة النقدية إستراتيجية كاملة.

-تستخدم السياسة النقدية أدوات كمية تعتبر أدوات شاملة أي تمس كافة المجالات والقطاعات الاقتصادية بينما الأدوات النوعية فهي تتعلق بانتقاء بعض القطاعات التي تكون سببا في ظهور تيارات تضخمية لمنعها أو قطاعات تريد الدولة تشجيعها فتطبق عليها معدلات منخفضة لتوجيه الائتمان نحوها.

-في الجزائر فقد النقد بعض وظائفه التقليدية والحديثة وأصبح مجرد وحدة حساب ووسيط للمبادلات في فترة عودة الاقتصاد الجزائري (62-66) وفي مرحلة الاقتصاد الإداري المخطط (67-87) .

-تميز الاقتصاد الجزائري بالتداول النقدي خارج الدائرة المصرفية وهذا يعيق، ويضعف سيولة الجهاز المصرفي ، والتسيير الإداري لسعر الصرف وأسعار الفائدة وعدم قابلية الدينار للتحويل، كل هذا أعاق عمل السياسة النقدية وأخر تقلدها مكانة هامة في الاقتصاد الجزائري.

ثانيا: مذكرة ماجستير بعنوان السياسة النقدية ومعالجة اختلال ميزان المدفوعات ، منجزة من طرف الطالب عمروش شريف من جامعة البليدة تخصص نقود مالية وبنوك جانفي 2005 ، وقد كان الهدف الباحث من الدراسة ما يلي:

-محاولة التعرف على السياسة الاقتصادية الكلية، وموقع السياسات النقدية منها.
-محاولة إدراك وفهم تطورات السياسة النقدية وأثرها على ميزان المدفوعات في ظل التحولات التي عرفها الاقتصاد الجزائري.

و من خلال دراسته توصل إلى النتائج التالية:

- تتوقف فعالية السياسة النقدية على درجة استقلالية السلطة النقدية، وبالتالي من خلالها يكون لهذه السياسة دو فعال في معالجة الاختلالات الداخلية منها والخارجية.
- لا يمكن معالجة اختلال ميزان المدفوعات بنفس الطريقة لجميع الدول.
- لا يمكن حصر اختلال ميزان المدفوعات بصفة كلية في التوازن بين العرض والطلب في السوق النقدي، وبالتالي فان مجمل التصحيحات لا تقع على عاتق الجانب النقدي وحده كشرط ملازم للتوازن الداخلي والخارجي للبلدان النامية، ومن هنا فالتركيز على هذا البعد قد يعطي بعدا غير صحيحا ويؤدي إلى عدم إمكانية الوصول إلى حل متكامل للمشكلة السياسية لميزان المدفوعات.

تقسيمات الدراسة

لأجل تحقيق هدف الدراسة واختبار صحة الفرضيات الموضوعية فإن هيكل الدراسة المقترح هو كما يلي:

الانطلاق بمقدمة توضح الإشكالية المراد دراسته، و قصد البحث في حلول و مناقشات لها يتم تقسيم البحث إلى ثلاث أقسام رئيسية كان أولها الحديث عن الإطار النظري للسياسة النقدية وحركة رؤوس الأموال، من خلال التطرق إلى مفهوم السياسة النقدية أهدافها وأدواتها، وكذا مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية والنظريات المفسرة لها، ثم توضيح قنوات انتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي، أما القسم الثاني فيشمل أثر السياسة النقدية في ظل الانفتاح الاقتصادي من خلال المرور بمفهوم الانفتاح الاقتصادي والعملة المالية وتحرير الأسواق المالية، ثم دراسة دور السياسة النقدية وتوازن الاقتصاد الكلي، أما آخر قسم فسيشمل دراسة أثر سعر الفائدة وسعر الصرف على تدفقات رؤوس الأموال في الدول المختارة، انطلاقاً من دراسة حالة الجزائر، ثم دراسة حالة تونس، فدراسة حالة المغرب.

الفصل الأول:

الإطار النظري للسياسة النقدية

وحركة رؤوس الأموال

تمهيد:

تمثل السياسة النقدية إحدى الأدوات الاقتصادية الكلية للدولة لأنها تحافظ على تحقيق الاستقرار الاقتصادي للمجتمع والتحكم في توازناته، وذلك بالمحافظة على ثبات الأسعار واستقرار قيمة النقود في الأسواق الداخلية للاقتصاد الوطني، وسعر الصرف في التعامل الخارجي، إضافة إلى المحافظة على مستوى التشغيل والتخفيف من حدة البطالة والتضخم وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وخدمة أهداف التنمية الاقتصادية للمجتمع.

كما قد أثارت زيادة التدفقات الدولية لرأس المال وأشكال هذا الانتقال اهتمام الكثير من الاقتصاديين بسبب انعكاساتها على الاقتصاديات المحلية، ولأهميتها في برامج التنمية الاقتصادية لدى معظم الدول النامية، خاصة تلك التي تتسم ببيئة اقتصادية قادرة على جذب التدفقات المالية من الخارج.

و من خلال هذا الفصل الذي سيكون كافتتاحية لموضوع اشكالتنا التي طرحناها سابقا، حيث سيتم التطرق إلى الإطار النظري لكل من السياسة النقدية وحركة رؤوس الأموال ما يتعلق بهما من خلال المرور بثلاث مباحث رئيسية:

المبحث الأول: السياسة النقدية أهدافها وأدواتها؛

المبحث الثاني: مفهوم حركة رؤوس الأموال والنظريات المفسرة لها؛

المبحث الثالث: قنوات انتقال رؤوس الأموال.

المبحث الأول: السياسة النقدية أهدافها وأدواتها

يشمل هذا المبحث ثلاث مطالب أساسية، حيث يشمل المطلب الأول مفهوم السياسة النقدية وعلاقتها بالسياسة الاقتصادية، ثم يليه المطلب الثاني الذي يشمل الحديث عن مختلف أهداف السياسة النقدية سواء منها الوسيطة أو الرئيسية أو مختلف أهدافها عند الدول النامية والمتقدمة، أما المطلب الثالث فيشمل الحديث عن مختلف أدواتها.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وعلاقتها بالسياسة الاقتصادية

يتضمن هذا المطلب إلى التعريف بالسياسة النقدية ثم علاقتها بالسياسة الاقتصادية و أما في الأخير فتعرض إلى المعلومات اللازمة لوضع سياسة نقدية

الفرع الأول: تعريف السياسة النقدية

هناك تعريفات كثيرة جاءت لتوضح معنى السياسة النقدية نذكر منها :

- هي مجموعة الأحكام والإجراءات والتدابير التي تتبعها الدولة لفرض التأثير والرقابة على الائتمان. بما يتفق وتحقيق مجموعة الأهداف السياسية والاقتصادية¹
- هي مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد²
- هي ممارسة البنك المركزي الرقابة على كمية النقود ومعدلات الفائدة من أجل تعزيز أهداف السياسة الاقتصادية القومية³
- هي التدابير والإجراءات التي تتخذها السلطات النقدية لإدارة النقود وتنظيم عملية إصدارها بما يكفل سرعة وسهولة في تداول وحدة النقد وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد الوطني لتحقيق أهداف معينة
- هي عبارة عن التحكم في كمية النقود المتاحة للتداول وهي الإجراءات والأساليب المتعددة التي تتخذها السلطات النقدية في الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة العامة للاقتصاد⁴

¹ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004، ص 112.

² - زكريا الدوري - البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوردي عمان 2006 - ص 185

³ - جورج نليهاتر، تاريخ النظرية الاقتصادية، الاتهامات الكلاسيكية، ترجمة احمد صقر، الملكية الأكاديمية، السكندرية، 1997، ص 420.

⁴ - عوف محمود الكفراوي، النقود والصارف في النظام الإسلامي، مؤسسة الثقافة الجامعية، ص 290.

- هي مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة عن طريق سلطاتها النقدية والمستمدة من أصول ومبادئ المذهب الاقتصادي للمجتمع من اجل إدارة كل من النقد والائتمان وتنظيم السيولة اللازمة للاقتصاد الوطني وهذا في حالة الأخذ بعين الاعتبار الخاصة التي تجعلها غير أحادية لأنها صالحة لكل مجتمع حسب مبادئه المذهبية.¹
- و عموما نجد التعريفات المختلفة للسياسة النقدية تقوم على ثلاث محاور أساسية هي²
- **المحور الأول:** وهو الهدف ويعني المحافظة على الاستقرار الاقتصادي أو السعي لتحقيقه والمحافظة على معدل نمو جيد في إطار معدلات تضخم ملائمة ومستوى بطالة ملائم
- **المحور الثاني:** هو الكيفية والمقصود بها تحقيق الأهداف عن طريق التحكم في عرض النقود باستخدام الأدوات الكمية والنوعية.
- **المحور الثالث:** السلطة المختصة والمقصود بها الجهة التي تقوم بوضع وتنفيذ السياسة الاقتصادية التي ينبغي أن تتسق مع الأهداف الاقتصادية العامة.
- وهذه المحاور تختلف لاختلاف مستويات التقدم والتطور، ففي الدول الرأسمالية المتقدمة تتركز هذه المحاور أساسا في المقام الأول في المحافظة على التشغيل الكامل للاقتصاد في إطار من الاستقرار النقدي الداخلي وفي مواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة ويجمع معظم الاقتصاديين على أن السياسة النقدية غير كافية لتحقيق كل هذه المحاور مما يتطلب من جهة أخرى تعزيز السياسة المالية
- أما الدول السائرة في طريق النمو فإن تطبيق المحاور السابقة يتمكن في الأهداف الأساسية لسياستها الاقتصادية ومنها السياسة النقدية التي تنحصر في خدمة أهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها ويحد من دور السياسة النقدية.

الفرع الثاني: المعلومات اللازمة لوضع السياسة النقدية

تحتاج السياسة النقدية إلى عدة معلومات مهمة تتعلق بعدد من الوحدات لوضع وإدارة وتنفيذ السياسة النقدية المناسبة وهذه الوحدات الرئيسية التي تؤدي دورا مهما في النشاط الاقتصادي وهي : قطاع الحكومة، قطاع العائلات، قطاع الأعمال المالي الخاص والعام، قطاع الأعمال الغير المالي الخاص والعام والقطاع الخارجي، هي بالتفصيل كالتالي:

¹ صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة مصر، ص 446.

² بوزعور عمار، السياسة النقدية وأثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية حالة الجزائر(1990-2005)، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص التخطيط، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 66-67.

أولاً: القطاع الحكومي

يحتاج واصفوا السياسة النقدية إلى معلومات من القطاع الحكومي الذي يزال يشغل جزءاً هاماً في اقتصاد على الرغم من تنامي دور اقتصاد السوق في كثير من بلدان العالم إلا أن دور القطاع الحكومي يبقى عاملاً أساسياً في توجيه وتحريك الاقتصاد وذلك انطلاقاً من رسم السياسات الاقتصادية والقيام بتنفيذها والسهر على تطبيق القوانين المتعلقة بها

قطاع الحكومة يقوم بعرض الضرائب يقوم بإعداد معدلات لفرضها حسب حالة الاقتصاد في المجتمع كما تقوم الحكومة بعملية الإنفاق العام على المشروعات العامة والهياكل العمومية، وغيرها. وهناك نوع ثاني من الإنفاق العام وهو الدعم أو الإعانات التي تقدمها الدولة إلى بعض الأفراد لعلاج انخفاض مستوى الإنفاق لديهم، كما تقوم الحكومة بإعادة الاقتراض من الأفراد والمشروعات المختلفة ومن الجهاز المصرفي إضافة إلى سن القوانين والتشريعات المختلفة والمؤثرة في الواقع الاقتصادي وتعد الميزانية الأداة التي تستخدمها الدولة لتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية، ثم إن تقلب حالة الميزانية من العجز أو الفائض لها دور في استقرار الاقتصاد الكلي وعلى السيولة المحلية وعلى وضع القطاع الخارجي.¹ وبالتالي فإن السياسة النقدية تحتاج إلى معلومات عن هذا القطاع لما له من تأثير في الحياة الاقتصادية.

ثانياً: القطاع العائلي

ويشمل الأسر المستهلكة أو قطاع المنفقين على الاستهلاك حيث يقوم هذا القطاع بشراء السلع والخدمات وينفق الدخل التي يحصل عليها كما أن هذا القطاع يقوم بالادخارات، وتحتاج السياسة النقدية لدراسة سلوك أصحاب الادخار وكمية الودائع لهذا القطاع.

ثالثاً: قطاع الأعمال

يتأثر قطاع الأعمال العام والخاص بتوجيهات الدولة وقوانينها، وقد تقوم الحكومة بتشجيع بعض السلع، وقد تفرض ضرائب خاصة للحد من إنتاج بعضها الآخر، وقد تكون في بعض الحالات الدولة مسؤولة بشكل مباشر عن العملية الإنتاجية، وبالتالي فإن الدولة تؤثر على ذلك من حيث نوع الإنتاج وكمياته، والاستثمار، وكذلك طرق التسعير المستخدمة، ولما لذلك من آثار هامة على تخصيص الموارد والدخول والأداء الاقتصادي، كما يؤدي القطاع

¹ - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر للفترة 1990-2000، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص 100-101.

الخاص دورا أساسيا في الإنتاج وخاصة في الدول التي يكون فيها هذا القطاع هو المحرك الأساسي لكل المجالات الاقتصادية، بالإضافة إلى دوره في الاستثمار.

رابعاً: القطاع المالي

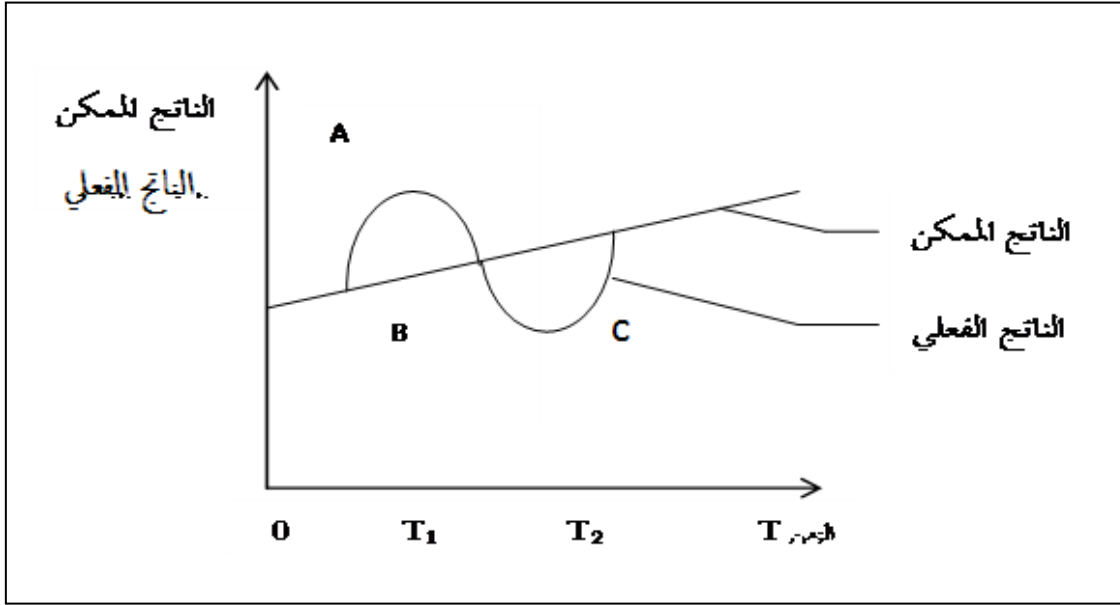
يؤدي هذا القطاع دورا مهما في الاقتصاد لما يقوم به من توفير الأموال اللازمة لتمويل المشروعات الاقتصادية وإلى الاقتصاد بشكل عام ضمن إطار حدود السياسة النقدية، التي تقوم برسمها السلطات النقدية، وهذا انطلاقا من سياستها العامة واحتياجات الاقتصاد أو استجابته لتعليمات من الحكومة. كما أن قطاع العمال الخاص يقترض من الجهاز المصرفي إما قروضا للاستثمار أو الاستغلال، كما يودع موارده المالية لدى القطاع المالي الخاص أو العام وبهذا يحتاج واضع السياسة النقدية في أي بلد إلى معلومات تبين معاملات هذا القطاع الذي له صلة كبيرة ببعض النقود.

خامساً: القطاع الخارجي

أصبحت اقتصاديات العالم مرتبطة ببعضها البعض، فقد ينتج القمح بالولايات المتحدة الأمريكية وتقوم باستهلاكه دول أخرى في حين أن المستهلكين الأمريكيين لا يخلو طعامهم من فاكهة من دول أخرى، كما أنه سبيل لتصريف السلع والخدمات الفائضة عن حاجة المجتمع محليا، ولأن هذا التبادل سيدير تدفقات رأسمالية بالنسبة للمصدرين وكما يسرب أموالا خارج البلد في حالة الواردات، وفي كلتا الحالتين سيكون هناك تأثيرا هاما على النشاط الاقتصادي للدولة إما بزيادة عرض النقود في حالة زيادة الصادرات، أو بانخفاض عرض النقود في حالة زيادة الواردات. * وهذه القطاعات ترتبط مع بعضها من خلال دخولها في تعاملات ومبادلات سواء كان في سوق العمالة أو سوق السلع والخدمات أو أسواق المال، وأداة التداول في هذه الأسواق هي النقود، وبالتالي فإن أثر السياسة النقدية سيكون واضحا في هذه الأسواق من خلال تأثيرها على الكتلة النقدية.

و على هذا الأساس فإن السلطة النقدية تحرص على الابتعاد عن حالات الاختلال والمحافظة على حالة الاستقرار، وقد يكون الاختلال الناجم إما داخليا أو خارجيا، ويتشكل الإخلال الداخلي من حدوث الفجوة بين الناتج الفعلي والناتج الممكن (هو الناتج الذي يمكن تحقيقه في ظل الظروف الطبيعية باستخدام قوة العمل وكل عوامل الإنتاج استخداما كاملا) وهو ما يمكن توضيحه من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (1-1) : منحني يوضح الحالات الثلاث للاقتصاد عند حدوث الفجوة بين الناتج الفعلي والناتج الممكن.



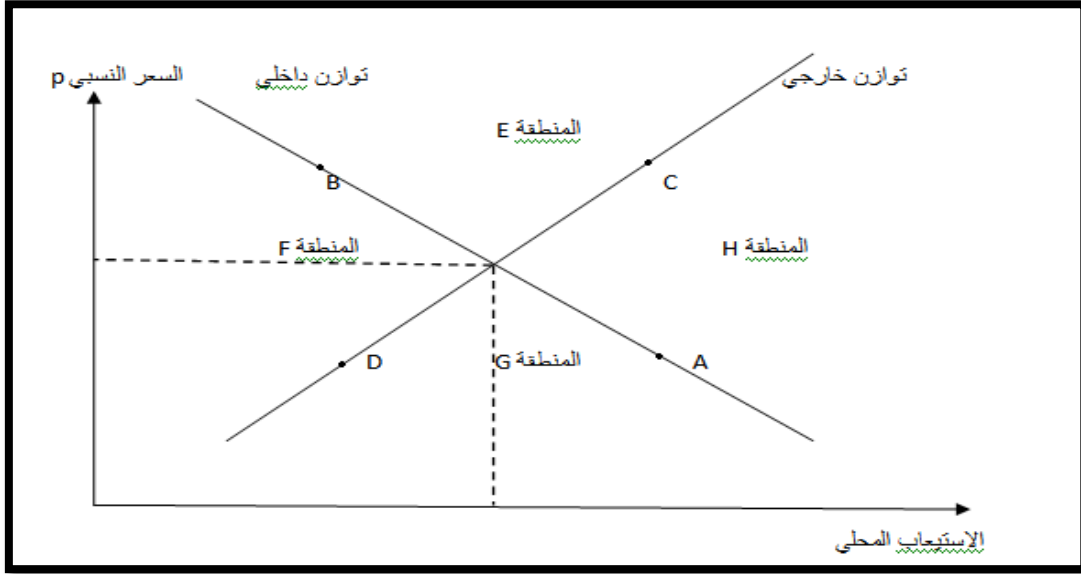
المصدر: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره ص 103.

حيث تمثل كل من :

- A : حالة الناتج الفعلي أكبر من الناتج الممكن (تضخم داخلي).
- B : تعادل الناتج الفعلي مع الناتج الممكن (توازن داخلي).
- C : حالة الناتج الفعلي أقل من الناتج الممكن (ركود داخلي).

و يكون الاختلال الخارجي ناتجا عن خلل بين الإيرادات والمدفوعات الخارجية أي ميزان المدفوعات وعلى هذا الأساس فإن السياسة النقدية يمكن أن تعالج خليطا من التوازن أي الاختلالات الداخلية والخارجية فيمكن أن يحقق الاقتصاد ثمان حالات مختلفة حسب الشكل التالي وهي :

الشكل رقم (1-2) : معنى يوضح الحالات الثمانية التي يمكن أن تحققها للإقتصاد



المصدر: صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 104.

حيث :

- A : توازن داخلي وعجز خارجي. B : توازن داخلي وفائض خارجي.
- C : توازن خارجي وتضخم داخلي. D : توازن خارجي وركود داخلي.
- E : فائض خارجي وتضخم داخلي. F : فائض خارجي وركود داخلي.
- G : عجز خارجي وركود داخلي. H : عجز خارجي وتضخم داخلي.

و لهذا يجب على السلطة النقدية أن تتحصل على معلومات مفصلة عن كل القطاعات السابقة الذكر وكيفية عملها لتكوين نظرة حقيقية حول كيفية تشغيل الاقتصاد إذا أرادت تصميم سياسة نقدية فعالة تتلاءم وحالة الاقتصاد السائدة في المجتمع.

الفرع الثالث: علاقة السياسة النقدية بالسياسة الاقتصادية.

السياسة الاقتصادية هي مجموعة التوجيهات لكل التصرفات العمومية والتي لها انعكاسات على الحياة الاقتصادية: نفقات الدولة، النظام النقدي، والعلاقات الخارجية.¹

وهي مجموعة من القواعد والوسائل والأساليب والإجراءات والتدابير التي تقوم بها الدولة وتحكم قراراتها نحو تحقيق الأهداف الاقتصادية للاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة²، ويرى البعض الآخر أن السياسات الاقتصادية لدولة ما هي: " التدابير والإجراءات التي تتخذها السلطات الحكومية في الدولة لتحقيق المصلحة العامة، وذلك من خلال تعظيم أهداف محددة.³

وتعتبر السياسة النقدية جزءا هاما من السياسة الاقتصادية والدليل على ذلك هو تأثير النقود على المتغيرات الاقتصادية إضافة إلى مساهمة السياسة النقدية في تحقيق الأهداف العامة للسياسة الاقتصادية.

وستتوضح هذه العلاقة فيما يلي:⁴

أولا: كمية النقود المتاحة ومستوى النشاط الاقتصادي.

حسب النظرية الكلاسيكية إن التغير في كمية النقود له تأثير على المستوى العام للأسعار كما أشار كينز إلى أن التغير في كمية النقود التي في حوزة الوسطاء الماليين في اقتصاد ما يؤثر على الطلب، وعن طريق التغيير في هذا الطلب يمكن للإصدار النقدي أن يؤثر على الأسعار، وإذا كانت زيادة الطلب مدفوعة بزيادة الإصدار فإن هذا سوف يؤدي إلى زيادة العرض لأن الطاقة الإنتاجية لم تستغل بالكامل بعد (أي في حالة عدم التشغيل الكامل) وأن الأسعار سوف لن تتأثر بالارتفاع وذلك تأكيد على عدم وجود علاقة بين التغيير في كمية النقود وبين التغيير في الأسعار إلا في حالة استغلال الطاقة الإنتاجية بالكامل.

¹ - عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية وتقييمية، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 29.

² - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، بدون طبعة، مكتبة زهراء الشرف، القاهرة 1997 ص 208.

³ - حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث، المملكة العربية السعودية 2006 ص 13.

⁴ - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، مرجع سبق ذكره 93-95.

إلا أن النقديون بزعمهم فريدمان يعترف بوجود العديد من الآثار للسياسة النقدية بالنسبة للحياة الاقتصادية سواء في الأجل القصير أو الأجل الطويل، وهذه التأثيرات يمكن أن تكون ذات علاقة غير مباشرة بين وسائل الدفع المتاحة بمستوى الإنتاج ومستوى الأسعار عند زيادة وسائل النقد المتاحة فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة كما أن ذلك سوف يؤدي إلى ظاهرة الاكتناز، وتزداد هذه الظاهرة حدة، ويمكن أن تتواصل حتى في حالة ثبات أسعار الفائدة وبالتالي فإن التغير في كمية النقود هو المؤشر الرئيسي لطلب الإنتاج والأسعار أيضا، وبهذا يمكن القول أن زيادة كمية النقود تلعب دور المحرك للنشاط الاقتصادي وخاصة في عدم التشغيل الكامل، كما يمكن أن تلعب دور المفرمل لحدة التوسع لإيقاف التيارات التضخمية عن طريق السياسة النقدية.

وبالتالي فعن طريق السياسة النقدية يمكن التأثير على الاقتصاد والخروج من الكساد إلى الانتعاش الاقتصادي ومن التضخم إلى الحالة التوازنية للاقتصاد.

ثانيا: علاقة السياسة النقدية بسياسة التوازن الاقتصادي.

في أي سياسة اقتصادية ينبغي تحديد أهداف معينة مثل محاربة التضخم، المحافظة على مستوى نشاط اقتصادي كاف يسمح بانسجام كل الهياكل الاقتصادية والاجتماعية كما يجب تحقيق معدل إدماج مقبول للاقتصاد الوطني في المحيط الدولي الذي يظهر في بعض المؤشرات مثل (توازن المدفوعات الخارجية، استقرار معدل الصرف).

و لإحداث هذه التوازنات المرغوب فيها فإن السياسة النقدية تؤثر على ذلك بتغذية الاقتصاد بالسيولة اللازمة، وتؤثر بصفة مباشرة على عناصر الاقتصاد الحقيقي وخاصة الإنتاج والأسعار.

ثالثا : السياسة النقدية والدورات الاقتصادية :

ارتبط التوسع والانكماش الاقتصادي خلال الجزء الأكبر من الفترة 1952-1978 بزيادة معدل النمو النقدي وانخفاضه، هناك علاقة بين النقود والدورات الاقتصادية إذ ينخفض النمو النقدي قبل أو أثناء الانكماش ويرتفع أيضا قبل أو أثناء التوسع الاقتصادي، وهو ما يؤكد العلاقة السابقة حول ارتباط السياسة النقدية بالاستقرار الاقتصادي ودورها في محاربة التضخم أو الكساد على حد سواء، ولما كانت أهم أهداف السياسة الاقتصادية العامة هي تحقيق الاستقرار الاقتصادي مع تحقيق معدل عال للنمو، فإن هذا يبرر علاقة المشاكل الاقتصادية الخاصة بالبطالة والتضخم وانخفاض قيمة العملة الوطنية بالحلول النقدية وبالتالي يمكن للسياسة النقدية أن تساهم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

المطلب الثاني: أهداف السياسة النقدية.

إن السياسة الاقتصادية هي كل متكامل يشتمل في أحد أجزائه على السياسة النقدية، وباعتبارها كجزء من كل وأخذًا بالاعتبار تأثيرات النقد على باقي مجتمعات الاقتصاد، فإن السياسة النقدية تساهم في تحقيق أهداف مجمل السياسة الاقتصادية التي تعرف بالأهداف النهائية، وهذه الأهداف يمكن أن تتحدد في الأجل القصير ويتعلق الموضوع هنا بالحفاظ على التوازنات الكبرى للاقتصاد المتمثلة في " المربع السحري " استخدام كامل، استقرار الأسعار، توازن ميزان المدفوعات، وتوسع اقتصادي.

أو تتحدد في الأجل الطويل، وهنا هذه الأهداف هي كتابة عن التوجهات الكبرى التي تحددتها خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية كالتصنيع والنمو والقدرة على المنافسة.

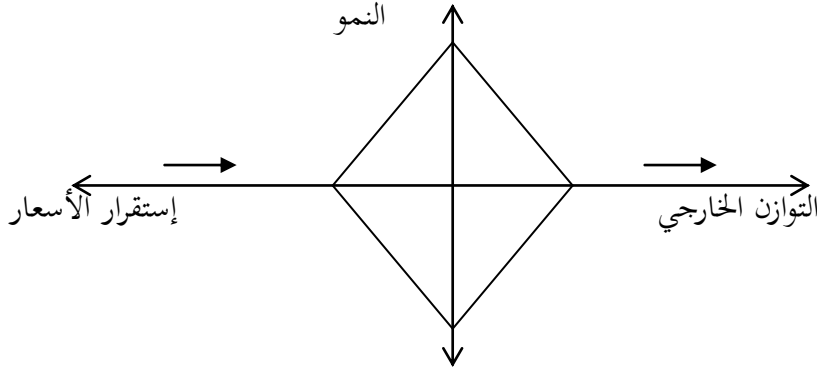
ومن أجل الوصول إلى هذه الأهداف فإن البنك المركزي يتبع إستراتيجية للوصول إليها فابتداءً من اختياره للأداة المناسبة ثم الهدف الأولي، فالوسيط إلى الهدف النهائي ومن خلال هذا المطلب ستوضح الأهداف النهائية فالوسيط فالأولية.

الفرع الأول : الأهداف النهائية للسياسة النقدية

إن السياسة النقدية وباعتبارها وسيلة من وسائل السياسة الاقتصادية العامة تسعى إلى تحقيق نفس أهداف السياسة الاقتصادية حيث يتم التعبير على هذه الأهداف بالمربع السحري لكالدور " le carré magique de KALDOR " وهي : النمو الاقتصادي، التشغيل التام، التوازن الخارجي واستقرار الأسعار.

حيث يمثل هذا الشكل الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

الشكل رقم (1-3) : المربع السحري للأهداف النهائية للسياسة النقدية



التشغيل (البطالة)

المصدر : قدي عبد المجيد، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، مرجع سبق ذكره ص 34.

و ما نلاحظ من الشكل أعلاه أن الوضعية الجيدة للاقتصاد هي الوصول إلى مركز هذا المربع، ولكن الإشكالية تتمثل في كون تحقيق هذا المطلب ليس بالأمر الهين، وهذا لأن محاولة تحقيق أحد هذه الأهداف يقابل بالابتعاد عن تحقيق الأهداف الأخرى " أي أن هناك تعارضا بين الأهداف " .

أولا : تعدد الأهداف :

1- استقرار المستوى العام للأسعار

يبرز هدف السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بوضع هدف استقرار الأسعار، فعدم الاستقرار في الأسعار يعرض البنيان الاقتصادي لهزات أو أزمات كبيرة بسبب تقلبات الرواج والكساد فتتعرض العملة لتدهور قيمتها في حالة التضخم، كما تحدث البطالة في حالة الكساد، وهو ما يحدث أضرارا وخيمة على عملية التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة اقتصاديا.

وقد اعتقد النقديون بوجود علاقة وثيقة بين حجم المعروض النقدي والمستوى العام للأسعار مما يجعل من السياسة النقدية المعالجة لمعدلات التضخم تعتمد كثيرا على ضبط معدل نمو الكتلة النقدية بما يتناسب واستقرار الأسعار، وما يجعل هذا الهدف من أولويات السياسة النقدية على الرغم من تعارضه مع الأهداف الأخرى.

2- تحقيق التشغيل التام:

بمفهومه الواسع هو الاستعمال الكامل لكل عوامل الإنتاج والتي من بينها العمل (أي عدم وجود بطالة) وهنا تركز على البطالة التي يجب أن لا توجد حتى نصل إلى التشغيل التام هي البطالة التي تحدث عندما لا يجد كل قادر على العمل وراغب في فرصة عمل حيث يعرف الاقتصاديون العمالة الكاملة بأنها مستوى العمالة الذي يتحقق من الاستخدام الكفء لقوة العمل، مع السماح لمعدل عادي من البطالة ينتج أساسا عن التغيرات الديناميكية والظروف الهيكلية للبيان الاقتصادي، وتظهر أهمية العمالة الكاملة في كونها وسيلة وليست غاية لأن الوصول إلى تحقيق العمالة هو الوصول إلى إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع ويطلبها حيث أنها تفعل الطلب الاستهلاكي والاستثماري.

لأن كينز أوضح كيف يتم الوصول إلى هدف التوظيف التام وهذا عن طريق تفعيل الطلب الكلي الفعال سواء كان طلبا استهلاكيا أو استثماريا أو حكوميا أو طلبا خارجيا فيزيد الاستثمار وبالتالي التشغيل فالإنتاج والدخل الوطني. وهذه الآلية توضع العلاقة بين النمو والبطالة، وبالتالي فإن كل زيادة في النمو الاقتصادي يؤدي إلى الانخفاض في حجم البطالة.

3- تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي الوطني

إن تحقيق هدف العمالة الكاملة بصفة مستمرة يستلزم نموا مستمرا في الاقتصاد الوطني بحيث يكون كافيا لتشغيل الإضافات السنوية في الأيدي العاملة الجديدة والعاطلة سابقا ويتعلق الأمر هنا بزيادة الإنتاج والمدخيل والثروات، وتكون مهمة السياسة النقدية التأثير على حجم المعروض النقدي بما يتناسب وتحقيق معدلات نمو مثلى للاقتصاد، ولكن هناك عوامل أخرى غير نقدية يجب توافرها كالموارد الطبيعية والقوة العاملة الكفؤة، وتوافر عوامل وظروف سياسية واجتماعية ملائمة*.

4- تحقيق التوازن الخارجي (التوازن في ميزان المدفوعات)

يعرف ميزان المدفوعات بأنه سجل يدون فيه كل المعاملات الاقتصادية التي تتم بين مقيمين في بلد معين وبلاد أخرى خلال فترة زمنية معينة وعادة ما تكون السنة¹، وينتج عن هذه المعاملات في حالة الاستيراد أن تدفع ثمن

* - يتم اعتماد زيادة الناتج المحلي الخام كأداة لقياس أو حساب معدل النمو الاقتصادي الذي يعبر عن التغير الذي يحصل في الناتج المحلي من سنة لأخرى.

¹ - راتول محمد، الاقتصاد الدولي، مطبوعة غير منشورة، جامعة الشلف، الجزائر 2006 ص 24.

السلع والخدمات (مدفوعات) المستوردة من الخارج أو أنها تحصل على ثمن سلعتها وخدماتها (مداخيل) في حالة التصدير إلى الخارج¹، ووضع ميزان المدفوعات هو الدال على ضعف أو قوة الاقتصاد الوطني فهو يعكس بمختلف مكوناته وضعية الاقتصاد الوطني تجاه باقي العالم : فقد يكون في حالة عجز، فائض ونادرا التوازن، ويمكن أن تساهم السياسة النقدية في إصلاح وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق قيام البنوك المركزية برفع سعر إعادة الخصم فيؤدي هذا بدوره إلى قيام البنوك التجارية برفع أسعار الفائدة على القروض، مما يقلل من حجم الطلب الداخلي فينخفض المستوى العام للأسعار، وتبعاً لذلك يترتب عليه تحسين وضعية الميزان التجاري من جهة ويسمح بدخول رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة مما يخفض من عجز حساب رأس المال^{**}.

ثانيا: التعارض بين الأهداف النهائية للسياسة النقدية.

لقد أدى الاعتراف بوجود أهداف متعددة للسياسة النقدية والاقتصادية إلى الاعتراف أيضا بإمكانية التصادم بين تلك الأهداف، فرغم أن الكثير من هذه الأهداف السابقة متنافسة مع بعضها البعض مثل هدف العمالة المرتفعة مع النمو الاقتصادي أو استقرار سعر الفائدة مع استقرار الأسواق المالية، لكن هذا التناقض يحدث دائما. فالسياسة النقدية التي تسعى إلى إيقاف التضخم مثلا، وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، قد تقود بصورة غير متعمدة إلى نتائج تكون ضارة بهدف تحقيق الاستخدام الشامل بسبب ما قد تشمل عليه تلك السياسة من انكماش في حجم الإنفاق عموما والإنفاق الاستثماري خصوصا، وما يؤدي إليه ذلك من تدهور في مستوى النشاط الاقتصادي في البلاد، وهكذا تحصل التضحية بهدف، بسبب سعي السلطات النقدية والاقتصادية إلى تحقيق هدف آخر مغاير².

¹ - عبد الرحمان سيدي أحمد، الاقتصاديات الدولية، طبعة، الدار الجامعية الإسكندرية 2001 ص 204، بتصرف.

^{**} - إن هذه الحالة تنطبق على الاقتصاديات التي تتبع سياسة التحرير وتعمم أسعار الصرف.

² - للإطلاع أكثر أنظر إلى :- بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 115.

- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر

والتوزيع، عمان الأردن 2004، ص 355.

- وسام ملاك، النقود والسياسات النقدية الداخلية، مرجع سبق ذكره، ص ص 177-192.

الفرع الثاني: الإستهدافات الوسيطة للسياسة النقدية.

أولا : مفهوم ومعايير اختيارها الإستهدافات الوسيطة:

1-تعريفها : يقصد بالأهداف الوسيطة للسياسة النقدية، المتغيرات النقدية التي من المفروض أن يسمح ضبطها وتنظيمها ببلوغ الأهداف النهائية المشار إليها سابقا وهذه الأهداف يمكن أن تعتبر كمؤشرات يكون تغيرها عاكسا لتغيرات الهدف النهائي.

الفائدة الأولى : من هذه الأهداف الوسيطة تتمثل في كونها متغيرات نقدية يمكن للمصاريف المركزية أن تؤثر عليها، فبإمكان السياسة النقدية أن تؤثر فعلا على تقلبات المجمعات النقدية، على سعر الصرف، وعلى معدلات الفائدة في حين أنها لا يمكن أن تؤثر مباشرة على مستوى الأسعار والإنتاج والأجور¹.

الفائدة الثانية : من الأهداف الوسيطة هي كونها بشكل أو بآخر إعلان إستراتيجية السياسة النقدية، فبإعلانه عن هدفه أو أهدافه الوسيطة يتوخى المصرف المركزي التالي²:

- إعطاء الوكلاء الاقتصاديين إطارا أو مرجعا لتركيز أو توجيه توقعاتهم، وهذا ينطبق على الوكلاء الاقتصاديين المقيمين وغير المقيمين أيضا، وتحديد على أولئك الذين يحملون على التدخل في أسواق رؤوس الأموال وأسواق الصرف والذين يستطيعون تقييم الطابع أو الميزة التوسعية أو التقييدية للسياسة النقدية.

- التعبير علنا عن قراره لأنه بتعبيره عن أهدافه يلتزم بوضوح بالتحرك إذا لم يتم بلوغ هذه الأهداف الوسيطة لذلك فإن المصرف المركزي يتسلح بمبرر جيد (الأهداف الوسيطة) يخوله الصمود أمام التماسات السلطات العامة في حالة حث هذه الأخيرة له على إبداء المزيد من المرونة، فالأهداف الوسيطة عندما تنشر تشكل ضمانا لاستقلالية واستمرارية السياسة النقدية.

و تحديد الإستهدافات الوسيطة يستند إلى الفرضيات التالية :

- يفترض أن تكون هناك علاقة أو ارتباط متين بين الهدف النهائي و الإستهدافات الوسيطة أي أن تكون ضرورة انتقال السياسة النقدية ثابتة وملاحظة حتى يتمكن البنك المركزي من التحكم في تحقيق هذه الإستهدافات بواسطة أدواته التقليدية.

¹ - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، قضايا نقدية ومالية، مرجع سبق ذكره، ص 193.

² - ملاك وسام، مرجع سبق ذكره، ص 193-194.

- يفترض أن تكون الإستهدافات محددة ومعلقة للجمهور من قبل البنك المركزي فيمكن أن يخلق للأعوان مرجعا لتقديراتهم وسلوكهم ووضع توقعاتهم على أساسها.

- يفترض أن تكون السياسة النقدية في تطبيقها أكثر سهولة عند تحديد هذه الإستهدافات مقارنة بالسياسات الأخرى مما يجعلها مقبولة إلى حد كبير من قبل الجمهور.

2- معايير اختيار الأهداف الوسيطة.

يؤخذ عند اختيار الأهداف الوسيطة ثلاثة معايير لها علاقة بالهدف الأولي ولها آثارا على الهدف النهائي تجعله يفي بالغرض أكثر من غيره وهي :

أ- **القابلية للقياس** : يعتبر القياس الدقيق والسريع لمتغير الأهداف الوسيطة ضروريا لأن الهدف الوسيط هو إشارة لما إذا كانت السياسة النقدية تسير في الاتجاه الذي يحقق الهدف النهائي أم خارج مسارها¹.

ب- **القدرة على السيطرة**: يجب أن يكون البنك المركزي قادرا على السيطرة على المتغير إذا ما استخدم كهدف وسيط. وإذا لم يستطع البنك المركزي السيطرة على الهدف الوسيط، فإن معرفة البنك المركزي أن السياسة النقدية خرجت عن المسار المطلوب، ويقترح بعض الاقتصاديين استخدام الناتج الوطني كهدف وسيط، ولكن طالما أن البنك المركزي لديه سيطرة ضئيلة عليه فلن يستعمل الناتج الوطني كمرشد له في كيفية وضع أدوات سياسته².

ج- **القدرة على التنبؤ بالأثر على الهدف النهائي**: إن أحد المعايير الهامة هي أن يكون المتغير المستخدم كهدف له أثر يمكن التنبؤ به على الهدف النهائي.

ثانيا : **سعر الفائدة كهدف وسيط للسياسة النقدية.**

إن هذا الخيار هو في منتهى الدقة، فمن جهة هناك صعوبة فائقة في تحديد معدل الفائدة الجيد للاقتصاد، ومن جهة أخرى تقدير معدلات الفائدة أيضا بمثابة أدوات السياسة النقدية، وفي هذا الخصوص نستخدم هذه المعدلات لأغراض داخلية وخارجية في الآن عينه، فضلا عن ذلك لا يفرض في أي بلد على الإطلاق معدل فائدة واحدة على جميع الوكلاء الاقتصاديين، إذ أن العديد من هؤلاء الأخيرين يحصلون دائما على قروض بمعدلات فائدة أفضل من

¹ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سبق ذكره ص ص 119.

² - بلعوز بن علي، نفس المرجع، ص 120.

تلك التي تفرضها الشروط العامة للسوق وهذا ما يشكل عاملا مشوها لمعنى الهدف الوسيط المتعلق بمعدل الفائدة تحديد مستوى معدل الفائدة.

1-تحديد مستوى معدل الفائدة

إن تحديد معدل الفائدة متصل بتحديد نمو الكتلة النقدية هذا من جهة، فالسلطات العامة لا تستطيع أن تتجاهل مستوى معدل الفائدة لأن مستوى هذه المعدلات يعتبر أحد المحددات الهامة لسلوك كل من الأسر والمشروعات، هذا من جهة أخرى فبالنسبة للأسر : يلاحظ أن سلوك هؤلاء فيما يتعلق بالادخار و الاستدانة لم يكن في السابق يتأثر إلا على نحو ضعيف جدا بتغيرات معدلات الفائدة، ولكن حاليا دفع المنافسة الشديدة بين المؤسسات المصرفية وتطور نظم المعلومات جعلت من المدخر أكثر حساسية مما كان عليه في السابق، على شروط التعويض الذي يتقاضاه عن مدخراته، كما أن حجم وشكل الادخار يرتبطان بشروط التعويض المعروضة على المدخر¹.

أما بالنسبة للمستثمرين والمشروعات من الطبيعي أن يقوم منظموها بمقارنة مردودية خياراتهم الاستثمارية وكلفة رؤوس الأموال الضرورية لتحقيقها (التحويل الذاتي الطالب إلى المساهمين، القروض مقابل السندات، القروض المصرفية). ومن البديهي أيضا أنه كلما كانت كلفة رؤوس الأموال مرتفعة كلما كان المشروع أقل إقداما على الاستثمار، لكن على الرغم من ذلك لا تقتضي المغالاة في تقدير تأثير معدل الفائدة على سلوك المستثمرين، إذ أن هناك عوامل أخرى تؤثر في قرارات هؤلاء الاستثمارية فبعض الاستثمارات هي أكثر من ضرورة من أجل استمرارية المشروع ويعني بذلك استثمارات التحديث التقني الضروري للصمود في مواجهة المنافسة والاستثمارات التي تسمح بالإجابة على تطور الطلب.²

كذلك فإن مردودية الاستثمار يجب أن تقيم في الآجل الطويل، والمشروع يأمل في أن يرى الكلفة الوسيطة لاستدائته تنخفض لاجئا إلى الاستدانة لأجل قصير نسبيا عندما تكون معدلات الفائدة مرتفعة ومعيدا النظر في هيكله ديونه في فترات انخفاض المعدلات إذ من الطبيعي رؤية معدلات الفائدة على القروض القصيرة الأجل تتعارض بوضوح المعدلات على السندات في فترات ارتفاع كلفة النقد، وهذا عائد بالتأكيد لكون مدراء المشروعات لا يرغبون في الالتزام بمعدلات فائدة مرتفعة لفترات طويلة جدا من الزمن، كذلك بإمكان المشروع أن يقبل بدفع معدلات فائدة مرتفعة إذا كان يستطيع أن يعكس ارتفاع هذه الاختلاف في أسعاره من دون أن يغامر بخسارة أسواقه، أخيرا تتراوح حساسية المشروعات على تغيرات معدلات الفائدة تبعا لهيكلية دونها، فالقروض القصيرة الأجل تتأثر تقريبا فورا

¹- ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، قضايا نقدية ومالية، مرجع سبق ذكره، ص 193.

²- ملاك وسام، مرجع، ص 193.

بتغيرات معدلات الفائدة في حين أن ذلك لا ينطبق على القروض الطويلة الأجل التي لا تتغير معدلاتها إلا إذا كانت ترتبط بمعدلات متحركة أو قابلة لإعادة النظر بها.

إن العلاقة التي تجمع بين معدل الفائدة في الأجل القصير وكمية النقد ليست بسيطة ولا مستقرة لأن الطلب على القروض والطلب على النقد يخضعان لتحركات لا ترتبط فقط بمعدل الفائدة، أي أن وتيرة معينة في خلق النقد يمكن أن تقابلها مستويات مختلفة لمعدل الفائدة أي بمعنى آخر يمكن ملاحظة تقلبات حادة في معدلات الفائدة خلال فترات زمنية قصيرة نسبياً. إذن الهامش الواسع جداً لتقلبات معدلات الفائدة يمكن أن يحدث تذبذباً ضمن حدود الاستقرار بل عمليات متراكمة من عدم التوازن نشأ عنها مراحل متعاقبة من التضخم والركود لذلك يتوجب على السلطات النقدية أن تسهر ليس فقط على مستوى معدلات الفائدة بل أيضاً على أن تبقى هذه الأخيرة ضمن هامش غير واسعة نسبياً وحول مستويات وسيطة تقابل التوازن في الأسواق¹.

2-العوامل المحددة لمعدلات الفائدة

أ- لا يمكن لمعدل الفائدة أن يكون غير مبال بوضعية سوق رؤوس الأموال القابلة للإقراض، أي يعرض التوظيفات المالية وبالطلب على التمويل. إن الحاجات الضخمة للاقتراض (عجز موازين مرتفع يجب أن يمول بإصدار سندات الخزينة) يمكن أن تؤدي إلى ارتفاعات في معدلات السوق إذ كان هناك ادخار وفير لم يتقرر استثماره.

على العكس من ذلك، عندما يكون الادخار في إطار البحث عن التوظيف مع بقاء كل شيء على حاله من جانب آخر، فإن معدلات الفائدة يمكن أن تتجه نحو الانخفاض فالفائض الهام جداً في الطلب على القروض المقارن مع رؤوس الأموال المتوفرة القابلة للإقراض يتسبب في إحداث ما يعرف بآثر الإزاحة "الاستبعاد" وهذا يعني أن المعدلات ترتفع إلى مستويات حيث يصبح العديد من المقرضين غير مشجعين على الاستدانة، إن تأثير العرض والطلب على معدلات السوق يصبح أكثر أهمية عندما يكون الاقتصاد قليل الإنتاج على الخارج، وفي الحالة المعاكسة أي عند ارتفاع معدلات الفائدة يجذب هذا رؤوس الأموال الأجنبية، ومع بقاء كل شيء على حاله من جانب آخر، يخفف من مفعول الإزاحة².

¹ - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، قضايا نقدية ومالية، مرجع سبق ذكره، ص 193.

² - ملاك وسام، نفس المرجع، ص 198.

ب- يرتبط معدل الفائدة بالسياسة النقدية، فإذا كانت قروض مؤسسات الإقراض شحيحة، فإن حاجات الإقراض يجب أن تصحح على حجم رؤوس الأموال القابلة للإقراض في الأسواق، وبعدم تحقق ذلك فإن سعر النقد سوف يرتفع.

كذلك إن كمية النقد قيد التداول يؤثر إذن على معدلات الفائدة وهذا ما يؤمن به الكينزيون، فالأهمية الإستراتيجية لمعدلات الفائدة بالنسبة للاقتصاد حدثت السلطات النقدية لكي تجعل منها وفي كل مكان المتغير الأساسي للسياسة النقدية. حيث أن البنك المركزي هو الذي يقوم بإدارة النقد المركزي وهو بذلك يتحكم بوضعية سيولة مؤسسات الإقراض وبإمكانه ممارسة تأثير حاسم على مستوى المعدلات، مصححا السعر الذي على أساسه يوفر النقد المركزي، هذا التأثير يمارس عادة على المعدل القصير الأجل، إلا أنه ينتشر في الغالب ليطول مجموع المعدلات بما في ذلك الطويلة الأجل¹.

ج- يتأثر معدل الفائدة بمعدلات الفائدة الأخرى الساندة في الخارج. إذ أن الانفتاح الاقتصادي وتدويل الأنظمة المالية جعل من غير الممكن لأي بلد أن يحدد مستوى معدلات فائدته من دون الأخذ بالاعتبار لمستوى معدلات الفائدة في البلدان الأخرى، فمعدلات الفائدة الأكثر ارتفاعا تنذر باجتذاب رؤوس الأموال بكميات ضخمة، كذلك فإن معدلات الفائدة الأكثر تدنيا، يمكن على العكس من ذلك أن تكون السبب في نزوح رؤوس الأموال الباحثة عن توظيفات مربحة أكثر هذه الاعتبارات لها أهمية كبرى بالنسبة للبلدان التي تبحث عن تحقيق استقرار سعر صرف نقدها، تحركات رؤوس الأموال تغير فعليا شروط التوازن بين العرض والطلب في أسواق الصرف ويمكن أن يكون لها آثار غير مرغوب بها على أسعار صرف العملات².

3- المعدلات الرئيسية للفائدة

توجد العديد من معدلات الفائدة في اقتصاد متطور وأبرز تلك المعدلات هي كالتالي :

- **المعدلات الرئيسية:** هي معدلات النقل المركزي أي المعدلات التي على أساسها يقرض المصرف المركزي مؤسسات الإقراض كما تحدد على ضوءها معدلات الإقراض ما بين المصارف.

- **معدلات السوق النقدي:** هي المعدلات التي يتم على أساسها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل القابلة للتداول مثل سندات الخزينة، شهادات الإيداع، أوراق الخزينة.

¹ - ملاك وسام، نفس المرجع، ص 199.

² - ملاك وسام، نفس المرجع، ص 20.

استحقاقات هذه الأوراق قصيرة وللمؤسسات الاقراضية دور كبير في إصدارها والاكتتاب بها إضافة لكون أن حجم الصفقات الواقعة عليها كبيرة، جعل من معدلاتها معدلات قريبة جدا من مستوى المعدلات في السوق ما بين المصارف¹.

- **معدلات السوق المالي (المعدلات طويلة الأجل)**: هي المعدلات التي على أساسها تصدر السندات من طرف المؤسسات صاحبة العجز المالي، أو هي تلك المعدلات التي تنشأ عن أسعار السندات في البورصة وتحدد معدلات التمويل في الأجل الطويل.

- **معدلات التوظيف والمعدلات المدينة**: فمعدلات التوظيف في الأجل القصير أو ما تسمى بمعدلات الرئيسية تنشأ عن الحسابات على الدفاتر ادخار سكني.

* أما الدافع لحركة هذه المعدلات يعطى عادة بواسطة معدل الفائدة على النقد المركزي الذي يسري على باقي أجزاء النظام المالي وفق الآلية التالية :

عندما يرفع المصرف المركزي معدل الفائدة على قروضه فهذا يؤثر على كلفة جزء هام من موارد المصارف مثل قروضها في السوق ما بين المصارف، و التوظيفات القصيرة الأجل.

و المصارف في تحديدها لمعدلاتها تنتهج سلوكا يركز على الكلفة الحدية لذلك فهي تضيف هذا الارتفاع إلى شروط المعدلات المدينة مما ينجم عنه ارتفاع مجموع المعدلات على القروض البنكية.

أما من جهة أخرى إن عددا من المستثمرين سينجذب إلى التوظيفات القصيرة الأجل السائلة جدا التي تشهد ارتفاعا في معدلاتها، وبذلك فإن هؤلاء سوف يتحصلون من توظيفاتهم الأخرى كالسندات مقدمين على بيعها في البورصة من أجل توظيف حاصل ودائع لأجل، وإن بيع السندات سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار تلك الأوراق المالية مما يقابله ارتفاع في معدلات الفائدة².

¹ - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، مرجع سبق ذكره ص 202.

² - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، مرجع سبق ذكره ص 202.

ثالثا : سعر صرف النقد مقابل العملات الأخرى كهدف وسيطي :

يستخدم سعر الصرف كهدف للسلطة النقدية، ذلك أن انخفاض أسعار الصرف يعمل على تحسين وضعية ميزان المدفوعات، هذا من جهة، من جهة أخرى فإن سعر الصرف النقد هو من حيث المبدأ، مؤشر نموذجي حول الأوضاع الاقتصادية لبلدها فبالحفاظ على هذا المعدل قريبا من مستواه لتكافؤ القدرات الشرائية، تستطيع السياسة النقدية (عبر تدخلات الصرف المركزي في سوق الصرف..) أن تسهم في التوازن الاقتصادي العام¹، إن التدخل المقصود والهادف إلى رفع سعر الصرف النقد تجاه العملات الأخرى قد يكون كذلك عاملا لتخفيض التضخم، وهذا ما يتطابق مع هدف السياسة النقدية النهائي إذا كان محصورا في كبح التضخم.

يمكن أن يؤدي تركيز الاستهدافات الوسيطة على سعر الصرف إلى العديد من السلبيات منها :

- إن أسواق الصرف هي بعيدة عن أن يكون لها سلوكات عقلانية دائما، إذ أن التقلبات التي في هذا السوق في حالة المضاربة على نقد معين تؤدي إلى عدم القدرة على السيطرة والتحكم في سعر الصرف عند اعتماده كاستهداف وسيط.

- يمكن للبنك المركزي أن يستنفذ احتياطه من العملة الصعبة للمحافظة على قيمة العملة تجاه العملات الأجنبية، أو على العكس من ذلك في حالة أن يقوم بشراء كميات كبيرة من العملات الصعبة فيقابل ذلك خلقا مفرطا للنقد الوطني مما يظهر فجوات تضخمية².

- في حالة ارتباط العملة المحلية بعملة صعبة (نظام تثبيت سعر الصرف إلى عملة واحدة) فإن التقلبات في العملة الصعبة يضعف فعالية السياسة النقدية في تحقيق هدفها إذ تم استخدام سعر الصرف كاستهداف وسيط.

¹ - ملاك وسام، نفس المرجع ص 205.

² - ملاك وسام، نفس المرجع، ص 205.

رابعا : مجتمعات القروض والمجمعات النقدية كإستهدافات وسيطة :

1-مجتمعات القروض¹

تمثل مجتمعات القروض أصول أو موجودات النظام المالي أي مصادر عرض التمويل للاقتصاد، توجد ثلاثة أنواع من مجتمعات القروض محددة بطريقة متباينة وهي²: القروض الداخلية، الإقراض الداخلي الإجمالي والاقتراض الإجمالي تشمل القروض الداخلية على القروض الموزعة على المقيمين من القطاع العام أو الخاص من قبل مؤسسات الإقراض، حيث تعد هذه الأخيرة بمثابة مقابلات داخلية للكتلة النقدية أكثر من كونها مجتمعات قروض.

تظهر هذه القروض جليا عند دمج ميزانية البنك المركزي مع ميزانية القطاع المصرفي التجاري في نهاية السنة المالية لتحصل على ما يعرف بالمسح النقدي الذي يوضح في طرفه الأيمن مقابلات الكتلة النقدية ومنها القروض الداخلية، أما الطرف الثاني فنجد مقابلات الكتلة النقدية (المجمعات النقدية).

أما الاقتراض الداخلي الإجمالي فيمثل مجموع التمويل الداخلي، أي مجموع القروض البنكية أو غير البنكية للمقيمين مضافا إليها استثمارات النظام المصرفي في الأوراق المالية.

أما النوع الأخير، الاقتراض الإجمالي يتضمن مجموع التمويل إلى الاقتصاد بمعنى الاقتراض الداخلي الإجمالي مضافا إليه التمويل الخارجي.

الجدول رقم (1-1) :ميزانية الوضع النقدي في نهاية السنة (المسح النقدي).

مكونات الكتلة النقدية	مقابلات الكتلة النقدية
الالتزامات السائلة النقود M_3	صافي الأصول الأجنبية
النقود و أشباه النقود M_2	صافي الأصول المحلية
النقود M_1	القروض الداخلية
أشباه النقود	صافي الائتمان الحكومي
	القروض على الاقتصاد
	بنود صافية أخرى

المصدر : طيبة عبد العزيز، سياسة إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر 1994-2003، مذكرة ماجيستر تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف دفعة 2004-2005، ص 66.

¹ - طيبة عبد العزيز، سياسة إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر 1994-2003، مذكرة ماجيستر تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف دفعة 2004-2005، ص 62.

² - طيبة عبد العزيز، نفس المرجع، ص 66.

مبررات استخدامها كأهداف وسيطة :

يرى المؤيدون لمجمعات القروض كإستهدافات وسيطة خاصة الاقتراض الداخلي الإجمالي أو الاستدانة الداخلية الإجمالية، أنها مصدر للتمويلات التي يتوجب السيطرة عليها إذا ما أريد فعلا ضبط الطلب على النقد. و للاختيار بين إحدى مجمعي القروض الاقتراض الداخلي الإجمالي أو القروض الداخلية، كالتالي¹ :

أ- الوضعية التي يوجد فيها البلد المعني فيما يتعلق بميزان المدفوعات.

ب- استقرار الطلب على النقد أي وحدة وسرعة الابتكارات المالية.

2-المجمعات النقدية كأهداف وسيطة داخلية مفضلة :

تعتبر المجمعات النقدية عن مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة وتعكس قدرة الأعوان الماليين المقيمين على الإنفاق، بمعنى أنها تضم وسائل الدفع لدى هؤلاء الأعوان، ومن بين وسائل التوظيف تلك التي يمكن تحويلها بيسر وسرعة ودون مخاطر وخسارة في رأس المال إلى وسائل دفع².

تظهر هذه المجمعات في الطرف الأيسر للمسح النقدي في شكل أصناف موحدة حيث تشكل مشتملة ما يعرف بالكتلة النقدية أو كمية النقد المتداولة ترتبط هذه المجمعات مثلها مثل مجمعات القروض بعلاقة احتواء، وهي مرتبة حسب درجة سيولتها وفق الشكل التالي³ :

- الكتلة النقدية بالمعنى الضيق M_1 وهو يتكون من العملة في التداول لدى الجمهور إضافة إلى الحسابات الجارية (الودائع تحت الطلب).

- الكتلة النقدية بالمعنى الواسع M_2 وهي تتكون من M_1 وحسابات التوفير والودائع لأجل.

- الكتلة النقدية بالمعنى الأوسع M_3 وهو يتكون من M_2 بالإضافة إلى ودائع الادخار طويلة الأجل.

¹ - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، مرجع سبق ذكره ص 207.

² - عبد المجيد قدي، مدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 48-53- بتصرف.

أ- مبررات استخدام الإستهدافات الوسيطة¹:

- تؤخذ عدة مبررات تجعل من هذه المجمعات استهدافات وسيطة مفضلة تعكس بصفة جيدة الهدف النهائي هي:
- أصبح من الصعب الاعتماد على سعر الفائدة أو سعر الصرف كمؤشرات لتوجيه السياسة النقدية.
- تبين أنه يمكن أحداث تعديلات مرنة على أسعار الفائدة مثلا بالتأثير على هذه المجمعات إذ يمكن للسلطات النقدية أن تقوم بتعديلات ضرورية في هذه المجمعات مما يجعل أسعار الفائدة ترتفع بدرجة كافية وفعالة لمواجهة مستويات الأسعار المرتفعة.
- تقوم البنوك المركزية بتصور فعلي لهذه المجمعات وتحديدتها وقياسها ونشرها إلى الجمهور وبالتالي يمكن ضبط تغيراتها.
- يمكن الاعتماد على هذه المجمعات لأنها سهلة الاستيعاب من قبل الجمهور بالرغم من طابعها الجرد لأنها في الحقيقة كمية النقد المتداولة فعليا والتي يمكن تقديرها.
- في المدى الطويل والمتوسط يمكن لهذه المجمعات أن تكون مؤشرات فعالة لمواجهة التضخم.
- يمكن لهذه المجمعات امتصاص مختلف الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد لذا تحديد السلطة النقدية لها كاستهدافات وسيطة تساعد على استقرار اقتصاد تجاه الصدمات المتوقعة من خلال إحداث أثر عليها.

ب- إشكالية الاختيار بين المجمعات الضيقة والواسعة²:

ففي هذا الخصوص يطرح السؤال التالي: هل يجب ضبط مجتمعات ضيقة من نموذج M_1 أوحى عند الاقتضاء من نموذج M_2 أو ضبط مجتمعات أوسع من نموذج M_3 ؟

- في فترات الابتكارات المالية المتواصلة، فإن المبررات بقدر ما تؤيد المجمع الواسع فهي تؤيد أيضا المجمع الضيق.
- إن المجمع الواسع يسمح بالاقتراب من الحدود القصوى للتوظيفات النقدية لكنه قد يصاب بالنشوة أيضا نتيجة إعادة تركيب جديد لمحفظات الأوراق المالية (انتقال المستثمرين من السندات إلى شهادات الإيداع مثلا موجهة فقط بتوقعات حول معدل الفائدة أما المجمع الضيق يسمح بالتركيز على الوظيفية الأكثر حصرية للنقد إلا أن هذه الرؤية المفيدة جدا تنذر بنسيان التطورات التي كانت قد طاولت باقي أشكال الأصول المالية الأكثر تعقيدا، غير إن

¹ - طيبة عبد العزيز، سياسات إستهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية مرجع سبق ذكره، ص 67.

² - ملاك وسام، النقود والسياسات النقدية الداخلية، مرجع سبق ذكره ص 210

المجمعات النقدية حتى الأكثر ضيقا ليست بمعزل عن تأثيرات الابتكارات المالية فالجمع M_2 الذي يشمل بالإضافة إلى M_1 توظيفات تقليدية في حسابات على الدفاتر يتأثر بشدة باجتناب أجهزة التوظيفات الجماعية بالقيم المنقولة للمدخرين الذين كانوا يودعون من قبل سيولتهم في حسابات على الدفاتر لدى المصارف أو صناديق الادخار.

وحتى الجمع M_1 الذي لا يتضمن سوى وسائل الدفع يتأثر أيضا بالابتكارات المالية وذلك بقدر ما يحتوي على مبالغ هامة من الأرصدة غير المستثمرة التي يستطيع حائزوها تحويلها بسهولة إلى أشكال أخرى من التوظيف الذي يوفر مردودية أعلى.

و منه يلاحظ أن ضبط المجمعات الأوسع هو الذي يحظى باهتمام المصارف في غالبية البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء.¹

الفرع الثالث : قنوات إبلاغ السياسة النقدية :

إن اختيار الأدوات الملائمة التي تمكن من تحقيق أقصى النتائج يفترض وجود علاقة متينة بين الأهداف المتوخاة وهذه الأدوات وهذا يجيل إلى النظريات الاقتصادية وإلى القوانين التي تعدها حول المنظومة الاقتصادية والتي تخبر عن الميكانيزمات أو قنوات نقل الدوافع النقدية إلى الاقتصاد، ومن المهم أن يدرك أصحاب القرار في مجال السياسة النقدية كيف وعن طريق أي قناة ترسل قراراتهم نحو الاقتصاد والتي اتخذوها عن طريق استعمال الأدوات.

تعرف قناة إبلاغ السياسة النقدية بأنها الطريق الذي من خلاله يبلغ أثر أدوات السياسة النقدية الهدف النهائي. وهي أيضا الآليات التي من خلالها يحدث قرار معين للسياسة النقدية أثرا على سلوكيات الأعوان الاقتصاديين⁽¹⁾.

تقسيمها إلى ثلاث أنواع رئيسية هي :

أولا: القناة التقليدية لسعر الفائدة

هي قناة تقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، ذلك أن السياسة النقدية التقليدية تعمل على ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية مما يعمل على ارتفاع سعرها الحقيقي ومنه ارتفاع كلفة رأس المال.

كما تعتبر قناة سعر الفائدة من حيث المبدأ أهم قناة لأن الأمر يتعلق بسعر النقود التي هي محل المعاملات المصرفية (الإقراض، والاقتراض)، وككل فإن تغير الفائدة له انعكاسات على طلب القروض وعرضها، وتكمن في الآلية

¹ - طيبة عبد العزيز، سياسات استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية مرجع سبق ذكره، ص 69.

الأساسية في إعادة تمويل البنوك التجارية لدى البنك المركزي حيث تدفع له السعر المطلوب أو سعر الفائدة الذي يسمى بسعر إعادة الخصم.

ثانيا: قناة سعر الصرف

استخدم كذلك كما ذكرنا سابقا كهدف للسلطة النقدية ذلك أن انخفاض أسعار الصرف يعمل على تحسين وضعية ميزان المدفوعات كما أن استقرار هذا الأخير يشكل ضمانا لاستقرار وضعية البلاد تجاه الخارج، ولهذا تعمل بعض الدول على ربط عملتها بالعملات القوية والحرص على استقرار سعر صرف عملتها مقابل تلك العملات وإذا أخذنا بعين الاعتبار نحو جد الاقتصاديات نحو العالمية وتطبيق نظام سعر الصرف الموعوم يبدو أنه من الأفضل الاهتمام بقناة السياسة النقدية عن طريق تأثير سعر الصرف على الصادرات إلى جانب استخدام أسعار الفائدة في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، تنطلق تأثيرات هذه القناة عن طريق رفع أسعار الفائدة الحقيقية المحلية التي تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية فيرتب على هذا الارتفاع لارتفاع أسعار السلع الوطنية مقارنة بأسعار السلع الأجنبية، مما يترجم بحدوث عجز في الصادرات ومنه الإنتاج الكلي.

ثالثا: قناة الائتمان

و بدورها تنقسم هذه القناة إلى قناتين هما :

1- قناة الإقراض المصرفي :

- يتطلب إحداث أثر عن طريق صدمات نقدية بواسطة هذه القناة ثلاثة شروط هي :
- تحدث البنوك ردود فعل نتيجة تغيرات في اتجاهات السياسة النقدية، يترجم بتغيرات في شروط منحها للإقراض.
- لا تعتبر القروض البنكية أصول مالية تامة الإحلال مع مصادر التمويل الأخرى خاصة منها السندات عندما يتعلق الأمر بتمويل الاستثمارات.
- يجب أن لا يكون تعديل الأسعار مقترن مباشرة بتغير العرض النقدي مما يجعل أثر السياسة النقدية غير حقيقي عن طريق هذه القناة.
- تركز هذه القناة على البنوك تقوم بدور خاص في النظام المالي مما يسمح لها يسمح بمعالجة مشكل تمايز المعلومات في السوق المالي الذي يساهم في تخفيض حجم الودائع التي يمكن تقديمها مما يقلل من الإنفاق الاستهلاكي، والاستثمار.

2- قناة ميزانية المؤسسات

إن انخفاض عرض النقود يؤدي إلى الانخفاض في صافي قيمة المؤسسة والضمانات التي يمكن للمقترضين تقديمها عند الإقراض، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة وانخفاض التدفقات النقدية نحو المؤسسات الصغيرة، وبالتالي زيادة مخاطر إقراضها وهو ما يؤثر على استثمار القطاع الخاص.

رابعاً: قناة أسعار السندات المالية

و هذه القناة تعبر عن وجهات أنصار المدرسة النقدوية في تحليلهم لأثر السياسة النقدية على الاقتصاد، حيث يعتبرون تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ينتقل عبر قانتين: قناة توبيين للاستثمار والتي تعتمد على ما يعرف بمؤشر توبيين للاستثمار (العلاقة بين القيم البورصة للمؤسسات ومخزون رأس المال الصافي)، وقناة أثر الثروة على الاستهلاك.

1- عبر القناة الأولى: يؤدي انخفاض عرض النقود إلى زيادة نسبة الأوراق المالية وتقليل نسبة الأرصد النقدية بالمحفظة الاستثمارية لدى الجمهور، مما يؤدي إلى انخفاض الإنفاق الخاص على الأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين إلى التخلص من الأوراق المالية الزائدة بيعها، وهو ما يؤدي إلى هبوط الأسعار فينخفض مؤشر توبيين وبالتالي ينخفض حجم الاستثمار ومنه يتراجع حجم الناتج المحلي الخام.

2- عبر القناة الثانية: يؤدي انخفاض عرض النقود إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية والذي يؤدي انخفاضها إلى انخفاض قيمة الثروة لدى الجمهور، ومنه الحد من الاستهلاك وبالتالي تراجع نمو الناتج المحلي.

المطلب الثالث : أدوات السياسة النقدية

كما تطرقنا سابقاً فالسياسة النقدية تنصب بشكل رئيسي على إدارة النقود في الاقتصاد وبالتحديد على التحكم بعرض النقود، والسؤال الآن هو كيف يستطيع البنك المركزي وهو الجهة التنفيذية المسؤولة عن السياسة النقدية التحكم بعرض النقود؟

للسيطرة على احتياطات البنوك يستخدم البنك المركزي في الدول المتقدمة ثلاث أدوات رئيسية هي :

- عمليات السوق المفتوحة.
- تغيير سعر الخصم.
- تغيير النسب المئوية للاحتياطي الإلزامي.

و تعد هذه الأخيرة من أهم الأدوات المباشرة التي تسمح له بالتدخل المباشر على حجم الكتلة النقدية لدى البنوك، إضافة إلى ذلك يوجد هناك أدوات غير مباشرة وهي الوسائل الكيفية التي تسمح بالسيطرة على حجم الكتلة النقدية ولكن بطريقة غير مباشرة.

ونحن من خلال هنا المطلب سوف نتطرق للأدوات الثلاثة السابقة الذكر بالشرح المفصل إضافة إلى إلقاء نظرة سريعة على مختلف الأدوات غير المباشرة (الكمية).

الفرع الأول : عمليات السوق المفتوحة

أولاً: مفهومها¹

يقصد بها عمليات بيع وشراء السندات الحكومية التي يقوم بها البنك المركزي مباشرة أو من خلال الأسواق المالية ففي حالة قيام البنك المركزي بشراء السندات فإن البائع يمكن أن يكون أحد أفراد المجتمع من الراغبين في بيع ما لديهم من الأوراق، المالية أو أن يكون شركة تجارية أو صناعية أو أن يكون بنكا تجاريا، في جميع هذه الحالات يؤدي قيام البنك المركزي بشراء السندات إلى زيادة احتياطات البنوك وبالتالي إلى توسع إمكانياتهم في منح القروض فعند شراء البنك المركزي للسندات الحكومية مثلا حيث أن البائع هو شركة من شركات القطاع الخاص ففي هذه الحالة تستلم الشركة من البنك المركزي شيكا بالمبلغ المقابل حيث تقوم الشركة بإيداع الشيك في حسابها الجاري في البنك الذي تتعامل معه، فتزداد بذلك الحسابات الجارية، وتزداد الاحتياطات لدى البنك التجاري مما يولد زيادة مضاعفة في عرض النقود.

وهنا تكمن قوة أو فعالية عمليات السوق المفتوح حيث يستطيع البنك المركزي من خلال عمليات بسيطة ك شراء السندات أن يزيد من النقود المتداولة بكميات مضاعفة، أما إذا أراد تخفيضا ففي هذه الحالة يجب أن يبيع بعض السندات الحكومية لديه في الأسواق المالية أو مباشرة الأمر الذي يجعل احتياطات البنوك تتقلص فتقل إمكانياتها في منح القروض وتنخفض النقود من التداول بكميات مضاعفة.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 361-363، بتصرف.

ثانيا: ميزات عمليات السوق المفتوح¹

- يملك البنك المركزي سلطة المبدأ بها، حيث يتم عمليات السوق بمبادرة منه وتكون له الرقابة الكاملة على حجم عمليات السوق.
- عمليات السوق المفتوحة مرنة فيمكن أن تمارس بأي درجة بعض النظر عن مدى صغر الحجم المطلوب.
- يمكن عكس عمليات السوق المفتوحة بسرعة فإذا حدث خطأ في ممارستها فيمكن للبنك المركزي أن يعكس استخدام تلك الأداة.
- يمكن ممارسة عمليات السوق المفتوحة بسرعة فهي لا تنطوي على تأخيرات إدارية فعندما يقرر البنك المركزي إحداث تغيير في القاعدة النقدية أو الاحتياطات فهو فقط يعطي أمرا مباشرا لتاجر الأوراق المالية للشراء أو البيع.
- تتخذ بهدف مواجهة الآثار غير الملائمة للإجراءات المالية وغيرها على الاحتياطات البنكية في المدى القصير.
- تساعد على تحديد حجم الدين العام الذي يحمل فائدة والذي يحتفظ به الجمهور فإن باستطاعة البنك المركزي أن يستغل هذه العمليات للتأثير في التركيب الهيكلي لسعر الفائدة عن طريق بيع وشراء السندات الحكومية قبل استحقاقها.

ثالثا: محدودية عمليات السوق المفتوح²

- إن عمليات السوق المفتوحة قد تكون محدودة التأثير وقليلة الفعالية في الحالات التالية:
- إذا توفرت لدى البنوك التجارية احتياطات نقدية فائضة كبيرة.
- إذا كان غرض البنك المركزي من هذه العمليات مساعدة الخزينة على بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية، فإن مثل هذه العمليات، إذا ما جرت على نطاق واسع، قد تؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار هذه الأوراق وبالتالي في أسعار الفوائد السائدة وفي رجوع الأوراق المالية المذكورة مما قد يدفع بالبنوك إلى اتخاذ سياسة دفاعية قد تتعارض، وأهداف البنك المركزي في حينه.

¹ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 125-126.

² - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 363.

الفرع الثاني : سعر إعادة الخصم

من أهم وظائف البنك المركزي هي وظيفة كبنك للبنوك أي أنه يقوم بالنسبة للبنوك التجارية بنفس الوظائف التي تقوم بها البنوك التجارية في تعاملها مع الجمهور أو الشركات والمؤسسات الخاصة، ومثلها تقوم البنوك التجارية بمنح القروض للجمهور والشركات والمؤسسات فإن البنك المركزي أيضا يقوم بمنح قروض للبنوك ولكن عند الحاجة لها فقط.

أولاً: مفهوم سعر إعادة الخصم

- المقصود بسعر الخصم هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية عند منحها القروض. خصم الكمبيالات أو أوراق مالية أخرى لقاء القروض الممنوحة لها، وبعبارة أخرى يميل سعر الخصم بالنسبة للبنوك كلفة الأموال التي تقترضها من البنك المركزي لتعزيز احتياطياتها لدى البنك المركزي¹.

- معدل إعادة الخصم هو عبارة عن السعر الذي يفرضه البنك المركزي مقابل إعادة خصمه لأوراق تجارية أو مالية قصيرة الأجل، أو عمليات إقراض قصيرة الأجل للبنوك التجارية لمواجهة نقص السيولة أو الائتمان قصيرة الأجل والعملية تقتضي بأن يحصل البنك التجاري على قيمة تقل عن القيمة الاسمية للورقة بمقدار المبلغ المحسوب على أساس معدل إعادة الخصم².

تلجأ البنوك التجارية للاقتراض من البنك المركزي في الحالات التالية³:

أ- عندما تحصل سحبوبات غير متوقعة من الحسابات الجارية في البنك تؤدي إلى انخفاض احتياطياته دون المستوى المطلوب للاحتياطي الإلزامي.

ب- عندما يحصل طلب غير متوقع على القروض نتيجة لزيادة النشاط الاقتصادي فيقوم البنك التجاري بالافتراض من البنك المركزي لأجل الاستفادة من منح القروض.

و واضح في كلتا الحالتين أن منح القروض من قبل البنك المركزي يؤدي إلى زيادة الاحتياطيات الكلية للجهاز المصرفي وإمكانية ارتفاع النقود في التداول بكميات مضاعفة، ولكن يجب أن نلاحظ بأن استخدام سعر الخصم كأداة من

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 364.

² - صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 475.

³ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 365 - 366، بتصرف.

أدوات السياسة النقدية يختلف عن عمليات السوق المفتوحة لأن البنوك التجارية هي صاحبة القرار في عملية الاقتراض على عكس عمليات السوق المفتوحة التي يكون فيها البنك المركزي هو صاحب القرار، ولكن مع ذلك يستطيع البنك المركزي التأثير على قرارات البنوك التجارية في عمليات الاقتراض بطريقتين :

1- يستطيع البنك المركزي أن يغير سعر الخصم ارتفاعاً أو انخفاضاً.

ففي حالة التضخم يرفع البنك معدل إعادة الخصم ليحدد من قدرة البنوك على التوسع في الائتمان بغية مجابهة الأوضاع التضخمية، ومن ثم يلجأ إلى سياسة الحد من الائتمان لدى البنوك التجارية فيقوم برفع تكلفة الائتمان فترفع تكلفة التمويل مما يدفع المستثمرين للامتناع عن الاقتراض، وقد يتوجهون إلى استثمار أموالهم في السوق المالية بشراء أسهم وسندات¹.

أما في حالة إتباع البنك المركزي لسياسة توسيعه، فإنه يقوم بخفض معدل إعادة الخصم حتى يتيح للبنوك خصم ما لديها من أوراق تجارية، أو الاقتراض منه للتوسع في منح الائتمان، فيقبل المستثمرون على البنوك التجارية للحصول على المزيد من الائتمان بتكلفة منخفضة.

2- يستطيع البنك المركزي إذا اقتضت الحاجة في حالة وجود ضغوط تضخمية رفض منح القروض للبنوك التجارية، حيث أن البنك المركزي يدير منح هذه القروض المخصصة بعدة طرق تمنع إساءة استخدام قروضه فعندما يكون سعر الخصم أقل من سعر الفائدة السوقي، فهناك حافز كبير للبنوك لكي تحصل على القروض المخصصة بسعر خصم منخفض وإعادة استخدام حصيلة القروض في شراء سندات بسعر فائدة أعلى، لذلك يضع البنك المركزي قواعد للحد من عدد المرات التي تلجأ فيها البنوك إلى الحصول على القروض المخصصة إذا تردت البنوك عليها إذ أن اللجوء إلى إعادة خصم الأوراق هو امتياز وليس حقاً للبنك ، أي أن السياسة النقدية السلمية في هذه الحالة تتطلب رفضها.

ثانياً: شروط نجاح استخدام سعر إعادة الخصم²

- تتطلب استحواذ البنوك لوحدها على تمويل المؤسسات و معتمدي القروض.
- وجود البنك المركزي كمصدر وحيد لتمويل البنوك.

¹ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 123.

² - بلعوز بن علي، محمدي الطيب، دليلك في الاقتصاد- 300 سؤال وجواب في الاقتصاد، دار الخلدونية النشر و التوزيع، الجزائر، 2008، ص

- هناك علاقة مباشرة بين أسعار الفائدة وأسعار الخصم.

ثالثا: محدودية سعر إعادة الخصم كأداة من أدوات السياسة النقدية

إن استعمال سعر إعادة الخصم كوسيلة نقدية قد أصبح أقل أهمية مما كان يعتقد وأثره أقل مما كان يؤمل وذلك للأسباب التالية :

- إذا كانت البنوك سائلة بصورة كبيرة، وتتوفر لديها احتياطات نقدية فائضة فإنها لن تحتاج للاقتراض من البنك المركزي، ولهذا تصبح أهمية سعر إعادة الخصم ضئيلة مهما كان مرتفعا أو منخفضا¹.

- لا يوجد تأثير لسعر إعادة الخصم وقت الكساد الشامل، فكلفة الائتمان هي إحدى العوامل فقط، وقد تكون غير مهمة ولا يأخذها رجال الأعمال بعين الاعتبار عند تقرير استثماراتهم بالإضافة للإرباح المؤقتة.

إذ أن الكساد يؤدي إلى زعزعة ثقة رجال الأعمال، وفي هذه الحالة يصبح الطلب على القروض عديم المرونة اتجاه التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة قد لا يدفع رجال الأعمال إلى الاستثمار حتى وإن أصبح صفر، إن لم يتوفر الدافع للاستثمار (الربح) أي الوقوع في مصيدة السيولة كما أشار كينز.

- تتردد البنوك التجارية كثيرا قبل اللجوء للبنك المركزي للاقتراض منه لأن ذلك يعتبر علامة صنعت لديها حتى ولو كان سعر إعادة الخصم منخفضا².

- إن الكثير من الاقتصاديين يشككون في مدى فعالية هذه الأداة في تحقيق الأهداف الانكماشية أو الأهداف التوسعية، وخاصة في ظل تنوع مصادر التمويل، والتخلي عن نظام قاعدة الذهب، وحرية تدفق رؤوس الأموال، ومن ثم لم تصبح هذه الأداة سوى مؤشر أمام البنوك التجارية في اتجاه السلطات النقدية فيما يتعلق بسياسة الائتمان³.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 367.

² - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، نفس المرجع، ص ص 367.

³ - بلعوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص 125.

الفرع الثالث : سياسة معدل الاحتياطي القانوني

أولاً: مفهوم سياسة معدل الاحتياطي النقدي القانوني

يلزم البنك المركزي كبنك للبنوك، البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من إجمالي الودائع المتوفرة لديها كاحتياطي نقدي قانوني (إجباري)، فعادةً يحدد القانون الحد الأدنى لهذه النسبة التي تشكل احتياطياً يحتفظ به البنك المركزي، الذي له سلطة كبيرة في تغيير هذه النسبة بما يتناسب والأوضاع الاقتصادية السائدة¹.

يعتبر معدل الاحتياطي الإلزامي أحد العوامل المحددة للبنوك التجارية في إحداث وخلق النقود المشتقة.

ويستعمل البنك المركزي هذه السياسة إحداث التوازن النقدي المحلي، ففي حالة التضخم يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني وهذا ليقفل من قدرتها على خلق النقود، وفي حالة الانكماش يخفض هذه النسبة حتى يسمح للبنوك التجارية التوسع في منح الائتمان عن طريق رفع مضاعف الائتمان.

ثانياً: أهمية سياسة معدل الاحتياطي النقدي القانوني في الرقابة²

تعتبر النسبة المئوية للاحتياطي الإلزامي أداة فعالة جداً في التحكم بعرض النقود مقارنة بالأدائين السابقين لسببين هما:

- أ - لا يرتبط تأثيرها على كمية النقود المتداول بقرار البنوك التجارية كما هو الحال بالنسبة لسعر الخصم.
- ب - لا يرتبط استخدامها بوجود أسواق مالية متطورة أو برغبة الجمهور ببيع وشراء السندات والأوراق المالية الأخرى كما هو الحال بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة.

لذا فإن أهميتها كأداة للسياسة النقدية قد تختلف من بلد إلى آخر تبعاً لهذين السببين ففي البلدان المتقدمة توجد أسواق مالية متطورة و كفو تساعد على استخدام عمليات السوق المفتوحة بكفاءة حيث تحتل المرتبة الأولى كأداة للسياسة النقدية ولا نستخدم النسبة المؤوية، للاحتياطي الإلزامي إلا في حالات خاصة.

أما في البلدان النامية فإن استخدام نسبة الاحتياطي الإلزامي يكون أكثر أهمية وفعالية من الأدوات الأخرى بالنظر لعدم توفر أسواق مالية متطورة وحالة عدم التأكد في قرارات البنوك في عملية الاقتراض.

¹ - صالح الصالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 477.

² - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 369.

ثالثاً: الانتقادات الموجهة لهذه سياسة معدل الاحتياطي النقدي القانوني¹

يوجد لهذه الطريقة التقليدية في الرقابة النقدية نقدين هما :

- أنها غير مميزة لأنها تعامل البنوك الكبيرة والبنوك الصغيرة على حد سواء كما أنه لا تميز بين البنوك التي لديها احتياطات نقدية فائضة وتلك التي ليس لديها مثل هذه الاحتياطات.

- أن تكرر التغيرات في نسب الاحتياطي النقدي القانوني، يربك وضع البنوك وقابليتها على منح القروض وعلى استثمار ما لديها من أموال، حيث يجعلها غير متأكدة من وجهة هذه التغيرات ومداهها.

كما أن توفر احتياطات نقدية كبيرة لدى البنوك التجارية قد يفني الأخيرة آثار تغير نسب الاحتياطي القانوني، ولهذا يقترح البعض استعمال نسب قانونية متغيرة باستمرار، وذلك لكي تلاءم الأغراض المرسومة للسياسة النقدية.

الفرع الرابع : الأدوات النوعية أو الكيفية

نستخدم الأدوات الكيفية في التحكم في أنواع معينة من القروض وتنظيم الإنفاق في وجوه معينة وكذلك للتأثير في قطاع دون الآخر، فهذه الأدوات تؤثر مباشرة على حجم التمويل الكلي وتوظيف الأموال و استثمارها فهي أدوات تتصف بالشمولية إذ تتدخل السلطة النقدية في القطاعات ككل ومن أهم هذه الأدوات²:

أولاً: أسلوب الإقناع الأدبي

يعتمد هذا الأسلوب على ما يتمتع به البنك المركزي من مركز أدبي نتيجة لما يؤديه من دور في خدمة الاقتصاد القومي والصالح العام دون أي اعتبارات خاصة، ويتخذ هذا الأسلوب صورة تصريحات يدي بها البنك المركزي، وتوجيهات ونصائح يتوجه بها للبنوك، واجتماعات يعقدها مع المسؤولين في البنوك لتبادل الرأي في شؤون النقد والائتمان.

مثل الأسلوب يعتبر مجدياً في الدول التي مارس فيها البنك المركزي مسؤولياته منذ زمن بعيد، أما الدول الحديثة العهد بالبنوك المركزية أو حيث يزاوئ البنك المركزي الأعمال المصرفية العادية بجانب عمله كبنك مركزي، فإن أسلوب الإقناع الأدبي قد يكون ذا فائدة محدودة.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، نفس المرجع، ص ص 369، 370.

² - حسن أحمد عبد الرحيم، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة مصر، 2007، ص ص 103-104.

ثانياً: أسلوب الأوامر والتعليمات الملزمة

و مقتضى هذا الأسلوب يصدر البنك المركزي القرارات الملزمة للبنوك التجارية بما يتمشى مع متطلبات الإدارة النقدية التي تستهدف تحقيق أغراض السياسة النقدية وكمثال على ذلك :

- أن يحدد البنك المركزي الحد الأقصى لجملة قروض البنوك واستثماراتها أو معدل الزيادة خلال الفترة المستقبلية.
- إعطاء أوامر بزيادة قروض البنوك التجارية للصناعات الصغيرة لتمكين من زيادة إنتاجها للتصدير وإلى الصناعات المنتجة للسلع الاستهلاكية الضرورية للسوق المحلي وتجنيد القروض للصناعات المنتجة للسلع الكمالية.
- إن هذا الأسلوب يعد ناجحاً خاصة وأن البنك المركزي قد يلجأ إلى فرض الجزاءات على البنوك التي تنهج سياسة مخالفة للسياسة الائتمانية للبنك المركزي مثل حرمانها من الاقتراض أو تحميلها فوائد أعلى.

المبحث الثاني: مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية

لقد أثارت زيادة التدفقات الدولية لرأس المال اهتمام الكثير من الاقتصاديين بسبب انعكاساتها على الاقتصاديات المحلية وعلى السياسات الداخلية للدول المستقلة، ولأهميتها في برامج التنمية الاقتصادية لدى معظم الدول النامية خاصة تلك التي تتسم ببيئة اقتصادية قادرة على جذب التدفقات المالية من الخارج.

المطلب الأول: المفهوم والنظريات المفسرة لانتقال رؤوس الأموال الدولية :

الفرع الأول: مفهوم حركة رؤوس الأموال الدولية

يعد رأس المال أحد عوامل الإنتاج الرئيسية الذي يمكن من خلاله استثمار الموارد الاقتصادية المختلفة، ولما كانت رؤوس الأموال موزعة بصورة متفاوتة بين البلدان فإن عملية قليل هذا التفاوت هي في صلب مهام النظام النقدي الدولي¹.

أولاً: مفهوم رأس المال

- إن رأس المال لا يقتصر على رأس المال الإنتاجي فحسب، إنما يشمل الأصول المختلفة كالسندات المالية (قصيرة وطويلة الأجل)، والأسهم، علاوة على الأصول العينية كالآلات والعقارات².

- أما على الصعيد الدولي فرأس المال هو القوة الشرائية النقدية التي تنتقل إلى الخارج من دون أن تخصص للحصول على سلع استهلاكية، على أن يقترن هذا الانتقال بعملية توظيف لهذه القوة الشرائية، كما يمكن اعتبار انتقال القوة الشرائية إلى الخارج غير المقرونة بنية التوظيف كانتقال رأس المال في الحالات التالية: تعويضات الحروب، الهبات النقدية الدولية، المساعدات النقدية³.

ثانياً: مفهوم حركة رأس المال على الصعيد الدولي

- يقصد بحركة رأس المال على المستوى الدولي انتقال رأس المال إلى الخارج وتوظيفه هناك، وذلك بالدرجة الأولى بهدف تعظيمه، وقد تحولت حركة رأس المال الدولي على المستوى الدولي -وتسمى أيضاً تصدير واستيراد رأس المال،

¹ - عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان-الأردن، 2002، ص 267.

² - عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، نفس المرجع، نفس الصفحة.

³ - وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت-لبنان، 2001، ص 21.

أو التدفقات الرأسمالية عبر الحدود_ في القرن العشرين إلى شكل من أشكال العلاقات الاقتصادية الدولية، ينافس بل يفوق من حيث حجمه ونطاقه ونتائجه وتأثيره على الاقتصاد العالمي حركة السلع والخدمات على المستوى الدولي¹.

-إن التدفقات الدولية لرأس المال هي عملية سريان الوحدات النقدية الدولية إضافة إلى الوصول المالية المختلفة كرؤوس الأموال التمويلية بين الدول المختلفة، التي تشكل جميعا النظام الاقتصادي العالمي.

الفرع الثاني: نظريات حركة رأس المال على المستوى الدولي

تعددت النظريات والفرضيات والنماذج التي تحاول تفسر أسباب انتقال رأس المال على المستوى الدولي وطابعها، بعضها يكتفي بتناول أشكال معينة من حركة رأس المال على المستوى الدولي (فرضيات ونماذج الشركات عابرة لقوميات...الخ)، وبعضها الآخر يتناول ظاهرة تصدير واستيراد رأس المال عموما، كنظريات تصدير رأس المال النيوكلاسيكية والنيوكينزية والماركسية، وهي ما سنتطرق إليه باختصار.

أولا: النظرية الكلاسيكية

لم يهتم "آدم سميث" ولا "ديفيد ريكاردو" بمسائل تصدير رأس المال، وكان "جوم ستيوارت ميل" أول من بدأ دراسته حول حركة رأس المال على المستوى الدولي، حسب ما ورد في كتابه الشهير "أسس الاقتصاد السياسي" الصادر سنة 1848م، حيث عالج ميل فكرتين أو مسألتين بالدرجة الأولى وهما:

المسألة الأولى: تأثير تصدير رأس المال على التجارة الدولية: وهذا استنادا إلى نظرية الميزات النسبية لـ"ديفيد ريكاردو"، حيث استنتج ميل بأن البلد المصدر لرأس المال سواء من خلال تقديم القروض للبلدان الأجنبية أم من خلال تنظيم إنتاج السلع التصديرية هناك بواسطة شركاته، فانه يساهم بذلك في توسيع تجارته الخارجية وكذلك أشار إلى أن القيام بإنشاء طاقات إنتاجية في الخارج لتلبية حاجات البلد المصدر لرأس المال، يساهم في تخفيف أثر الارتفاع في أسعار المواد الأولية والسلع النصف مصنعة في هذا البلد، ويساهم في سد النقص أيضا في السلع الجاهزة الرخيصة.

المسألة الثانية: علاقة حركة رأس المال على المستوى الدولي بمعدل الربح وبمعدل تراكم رأس المال: وهنا أشار "ميل" إلى أن رأس المال ينتقل بين البلدان بسبب الفارق بين معدل الربح الذي يميل إلى الانخفاض في البلدان الغنية برأس المال، وبذلك قد سبق ميل نظرية "هيكشر أولين"، نظرية "التوافر النسبي لعناصر الإنتاج" الجزء الذي يجري الحديث فيه عن حركة رأس المال بوصفه عنصرا من عناصر الإنتاج، فقد تأكد أن التفاوت في معدل الربح ينبغي أن يكون كبيرا بحث

¹ - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للدراسات والتوثيق، بيروت-لبنان، 2010، ص 243.

يغطي أيضا المخاطر التي يتكبدتها رأس المال الأجنبي في البلد الآخر، فيقول "أن رأس المال يهاجر إلى البلدان التي لا تزال بربرية، أو إلى البلدان كروسيا وتركيا، حيث لا تزال عملية الحضارة في بدايتها، فقط لأنه يأمل بالحصول على ربح إضافي عال جدا".

في ذلك الوقت أتى "ميل" بفكرة تؤكدتها النظريتين النيوكلاسيكية والماركسية بشأن تصدير رأس المال، تقول بأن الاستثمار في الخارج يقاوم اتجاه معدل الربح في البلد المصدر لرأس المال إلى الانخفاض، ويكبح نمو فائض رأس المال (الفائض من وجهة نظر الاستثمار المريح)، أما التراكم الزائد لرأس المال (على شكل طاقات إنتاجية فائضة ويد عاملة فائضة، ومخزون سلعي فائض، وسعر فائدة منخفض جدا على الإقراض بهدف الاستثمار) فيشكل خطرا على الدورة الاقتصادية¹.

إن كل من أفكار "ميل" ونظرية عوامل الإنتاج للاقتصادي "جون باتيست ساي"، وكذلك أفكار الاقتصادي "كينز" حول تصدير رأس المال ساهمت كلها في ظهور النظرية النيوكلاسيكية بشأن حركة رأس المال على المستوى الدولي، أي نظرية السويديين "إيلي هكشر وبرتيل أولين" "نظرية التوافر النسبي لعوامل الإنتاج" والتي هي في الأصل إحدى نظريات التجارة الدولية، ولكن جزئيا هي مكرسة لدراسة تحركات رأس المال على المستوى الدولي.

لقد صاغ "إيلي هكشر" الفكرة التي تقول بأن أسعار عناصر الإنتاج على المستوى الدولي تميل إلى التعادل عند قيام التبادل الدولي، يتجلى هذا الاتجاه بصورة ضمنية عبر التجارة الدولية، وبصورة مباشرة عبر حركة عوامل الإنتاج التي تتفاوت قيمتها وتوافرها النسبي بين بلد وآخر، ثم طور "برتيل أولين" هذه الفكرة، وبين بأن حركة عوامل الإنتاج على المستوى الدولي تعود إلى اختلاف الطلب عليها بين بلد وآخر، وهي تنتقل من البلد الذي تكون فيه الإنتاجية الحدية متدنية، إلى البلد الذي تكون فيه هذه الإنتاجية عالية².

إن الإنتاجية الحدية بالنسبة لرأس المال (بشكله الائتماني)، يحددها سعر الفائدة، التي تنظم مستوياتها المختلفة (أي الفوارق في مستوياتها) حركة رأس المال.

¹ - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص 246.

² - مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، البعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت-لبنان، 2006، ص 65-67، بتصرف.

ثانيا: النظرية النيوكلاسيكية

تقوم هذه النظرية كسابقتها على التحليل الاقتصادي الكلي (الماكرو اقتصادي)، وهنا يكمن العيب الرئيسي لكتنا النظريتين كونهما لا تدرسان سلوك المستثمرين الأفراد، وهي تولي اهتماما كبيرا للعلاقة بين حركة رأس المال ووضع ميزان المدفوعات في البلد المعني، حيث:¹

- أشار **ليون فالراس** في القرن 19م إلى الخلل في الميزان التجاري ينبغي أن تعوضه حركة رأس المال، ففي حالة العجز في الميزان التجاري ينبغي استيراد رأس المال والعكس صحيح.

أما "**جون ماينرد كينز**" ذهب إلى أبعد من ذلك، فقد انطلق من أن حركة رأس المال على المستوى الدولي بحد ذاتها تتبع من عدم التوازن في موازين مدفوعات في مختلف البلدان، وقد أكد أن تصدير رأس المال من البلد يتم عندما يزيد تصدير السلع على استيرادها، أما عندما تصاب هذه القاعدة بالخلل فيتوجب على الدولة حينها التدخل.

وقد استخدم الاقتصادي الفرنسي "**ماهلوب**" نموذجا اقتصاديا رياضيا يظهر تأثير تصدير رأس المال واستيراده على ديناميكية الدخل الوطني، ليبين أنه في البلد المصدر لرأس المال يمكن لصادرات السلع التي يحفزها تصدير رأس المال، أن تعوض عن التقلص في الدخل الوطني الناجم عن انخفاض الاستثمارات الوطنية المحتملة.

وقد أضاف هذا الأخير إلى النظرية النيوكلاسيكية مجموعة من الأفكار منها:

- إذا كان ميزان المدفوعات الجاري في البلد المعني موجبا فان تصدير رأس المال يعوض رأس زيادة الصادرات من السلع على استيرادها مانحا البلدان المشتريّة لسلع هذا البلد إمكانية زيادة مشترياتهما، معوضة عن ذلك باستيراد رأس المال، وفي المحصلة يزداد الدخل الوطني للبلد المصدر لرأس المال نتيجة زيادة صادراته من السلع.

- إن تأثير استيراد رأس المال على الوضع الاقتصادي الداخلي في البلد المستورد لرأس المال يتوقف على أشكال رأس المال المستورد.

- أكد الاقتصادي البريطاني "**هارود**" في "نموذجه الديناميكية الاقتصادية" أنه كلما كان تأثير النمو الاقتصادي في البلد الغني برأس المال أبطأ كلما كان الميل لتصدير رأس المال منه أشد.

¹ - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص 250.

و يوضح الاقتصادي "ايفسي دومار" بأن تصدير رأس المال يتوقف على العلاقة بين وتائر نمو عوائد الاستثمارات في الخارج التي يحول إلى البلد، ووتيرة نمو الاستثمارات في الداخل، فان ارتفعت الثانية بوتيرة أسرع من الأولى، فان الميزان التجاري يكون موجبا، والعكس إذ أن تدفق مداخيل الاستثمارات من الخارج غالبا ما يحفز الاستيراد، أو عموما يجري على شكل استيراد للسلع الأجنبية.

وفي النظرية النيوكلاسيكية تندرج نماذج تصدير رأس المال المستندة إلى تفضيل السيولة، أي ميل المستثمرين للاحتفاظ بقسم من موارده على شكل سيولة عالية، وقد طبق الاقتصادي "جيمس توين" هذه المقولة على سوق الأوراق المالية، فطرح فرضية تنويع المحفظة التي تقول بأن سلوك المستثمر تحدده رغبته بتنويع محفظته من الأوراق المالية، الأمر الذي يزيد الربحية (العائد) ودرجة المخاطرة والسيولة.

وقد طور هذه الفكرة الاقتصادي "تشارلز كندليرغر" مضيفا فرضيته القائلة بأنه ي مختلف البلدان تتسم أسواق رأس المال المختلفة بالتباين في تفضيل السيولة، ولذلك من الممكن قيام تبادل نشيط لرؤوس الأموال بين هذه البلدان.

ثالثا: النظرية النيوليبرالية¹

تتسم أفكار النيوليبراليين بشأن تصدير رأس المال بالأهمية، إذ يدعوا رائد المدرسة النقدية الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان إلى أقصى ما يمكن من تحرير النشاط الاقتصادي الداخلي والخارجي، وإذا استند النقديون إلى النظرية الكمية للنقد فإنهم يعتبرون أن دخول رأس المال إلى بلد معين أو خروجه منه، إنما هو ناتج عن النقص أو الفائض في النقد في هذا البلد، وعن عدم التوازن في سوقه النقدية، من هنا فهم يدعون بعدم تدخل الدولة بشكل جذري ليس في التداول النقدي فقط، بل وكذلك في المدفوعات الدولية للبلد، إذ عندما تكون كمية النقد المتداولة أكبر مما يجب عندئذ يجري التخلص من الكمية الفائضة، من خلال تحويل الأموال إلى الخارج، سواء لتوسيع استيراد السلع والخدمات أو الاستثمار في الخارج.

رابعا: النظرية الماركسية²

علل ماركس تصدير رأس المال بوجود فائض من في البلد المصدر له، حيث اعتبر فائض رأس المال ذلك الجزء منه الذي تؤدي استثماره في الداخل إلى انخفاض معدل الربح في البلد المعني، ويأخذ فائض رأس المال ثلاثة أشكال: رأس

¹ - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص 253.

² - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص 255.

المال السلعي، ورأس المال الإنتاجي، ورأس المال النقدي، ومن خلال تصدير السلع والخدمات ورؤوس الأموال يتم تصدير هذا الفائض إلى الخارج، وقد ظهرت إمكانات تصدير رأس المال في أحجام كبيرة بعد جذب غالبية البلدان إلى فك الرأسمالية العالمية (بالدرجة الأولى على شكل بنية تحتية إنتاجية).

المطلب الثاني: الأسباب والنتائج الاقتصادية لانتقال رؤوس الأموال الدولية

الفرع الأول: أسباب انتقال رؤوس الأموال الدولية

إن الأسباب والبواعث التي تدفع حركة رأس المال في الدول المتقدمة تختلف عن الأسباب التي تدفعها في الدول النامية، حيث يكون السبب الرئيسي وراء انتقال رؤوس الأموال من الدول المتقدمة إلى الدول النامية هو لتحقيق الربح بالدرجة الأساس، وذلك للسيطرة على السياسة الاقتصادية للدول المعنية، وبالشكل الذي يخدم مصالحها، أما في حالة انتقال رؤوس الأموال من الدول النامية إلى الخارج، فإن الهدف الأساسي من ورائه هو الأمان أو حماية هذه الأموال من أخطار التأميم أو المصادرة ولاسيما إذا كانت هذه الأموال موظفة في مجالات غير إنتاجية، أما في حالة السماح بدخول رؤوس الأموال إلى الدول النامية فإن الهدف منها هو لسد النقص برأس المال، إلى جانب هذه البواعث فهناك أسباب تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال وهذه الأسباب تتجلى في:

أولاً: الزيادة المستقلة في دالة الطلب المحلية¹

حيث يحتمل أن تقود الزيادة الحاصلة في الطلب على النقود في جذب رأس المال الأجنبي (كالاستثمار بالمحفظة) القصير الأمد.

ثانياً: الزيادة في إنتاجية رأس المال

إن قرار الاستثمار يبنى على أساس المقارنة بين معدل الربحية المتوقع وبين الكلفة المتحققة للمشروع المقترح، وعادة ما يعبر عن الإيرادات المستقبلية بشكل نسب مئوية من العائد بالإنتاجية الحدية لرأس المال، إذ تتأثر حركة رأس المال الأجنبي (الخاص) بدافع الربح، وعليه وبافتراض ثبات العوامل الأخرى فإن رأس المال الخاص يجذب إلى تلك البلدان التي يرتفع فيها عائد الاستثمار نسبياً، وهذا ما نلاحظه بالنسبة لمختلف أنواع التدفقات الدولية لرأس المال وخاصة بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

ثالثاً: تفاوت أسعار الفائدة بين الدول

تختلف أسعار الفائدة بين البلدان تبعاً لدرجة وفرة أو ندرة رأس المال فيها، ومن الواضح أن سعر الفائدة يرتفع في البلدان التي تشكو من ندرة في رأس المال وينخفض في البلدان التي يتوافر فيها فائض وعلى هذا الأساس ذلك سوف ينتقل رأس المال من البلدان الوفيرة برأس المال على شكل قروض معقودة بينهم بهدف تعظيم الربح.

¹ - عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص.ص. 280-283.

رابعاً: أغراض المضاربة

يقصد بالمضاربة التعاقد على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناء على توقعات المضارب فحسب. أي أن خروج رؤوس الأموال لغرض المضاربة يمكن أن يكون عند توقع تغيرات ملموسة في القيمة الدولية للعملة الوطنية لإحدى البلدان، وهذا ما يدفع المضاربين إلى تحويل أموالهم للبلد المعني لشراء مقادير من عملته قبل أن يرتفع سعر صرفها في السوق العالمي ثم يقومون ببيع هذه المشتريات عند تحقق توقعاتهم. ويمكن إن يحدث العكس فتتسرب رؤوس الأموال قصيرة الأجل من بلد من البلدان بسبب توقع حدوث هبوط ملموس في سعر صرف (قيمتها الخارجية) عملتها الوطنية وبالتالي فإن المضاربين يتعرضون إلى خسائر ناشئة عن سعر صرف تلك العملة بين فترتين متباعدتين، فإذا تحققت تنبؤاته حول التغيرات المستقبلية للأسعار الفورية سيحصل مناله وإلا فإنه سيخسر، ويطلق عادة على المضارب الذي يتوقع ارتفاع قيمة العملة المعنية (بالمضارب على الصعود)، أما المضارب الذي يتوقع انخفاض قيمة العملة (بالمضارب على الهبوط). والمضاربون هم عادة الأفراد والشركات ذوي الثروة الكبيرة أكثر منها البنوك.

خامساً: تعزيز الروابط السياسية

يكون انتقال رؤوس الأموال بين الدول في بعض الأحيان مرهون بدوافع وأهداف سياسية تتصل بتوجهات حكومية، وتتخذ هذه التحركات صوراً مختلفة منها القروض والمساعدات والإعانات، والهدف من إعطاء القروض لدولة ما هو إلا للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية للدولة المقترضة، وكذلك في بعض الأحيان قد ترغب الدولة المقرضة ضمان صداقة الدولة المقترضة وكسب تأييدها في المنظمات الدولية وتأسيس جهات وأحلاف للوقوف بوجه الدول الأخرى¹.

سادساً: المخاطر الاقتصادية

مثل خطر التدهور النقدي، ففي حالة تدهور القوة الشرائية للنقود المحلية نتيجة لارتفاع معدل التضخم المحلي يلجأ أصحاب رؤوس الأموال إلى تحويل العملات إلى الخارج. ويتم ذلك أيضاً لمحاربة التضخم الحاصل في البلدان التي لديها موارد مالية فائضة تزيد عن طاقتها الاستيعابية (الاستثمارية) للاقتصاد الوطني حيث تعمل على استثمار الفوائض المالية خارجاً. إلى جانب لجوء أصحاب المشاريع إلى تهريب رؤوس أموالهم للخارج تهرباً من دفع الضريبة على دخولهم أو أرباحهم (حينما تكون متصاعدة إلى حد كبير) كجزء من السياسة الاقتصادية التي تقوم بها السلطات المالية لتمويل الموازنة العامة.

¹ - إباد حمد عبد، صبحي حسون الساعدي، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 7، سنة 2011، ص ص 93-94.

كما يمكن أن يكون الغرض من خروج رأس المال وخاصة في شكل الاستثمار الأجنبي المباشر هو الرغبة في السيطرة على الأسواق الخارجية، وبخاصة في البلدان النامية والقضاء على أي منافسة فيها، سواء كانت هذه من جهات محلية (أي في البلد المستثمر فيه) أو من دولة أخرى منافسة لها في الخارج. إلى جانب الرغبة في السيطرة السياسية على هذه البلدان.

أما في الوقت الحاضر فإن من أبرز التطورات في مجال التدفقات الدولية لرأس المال هو ذلك النمو المتصاعد للأسواق المالية والنقدية الدولية والتي استدعت من بلدانها تحرير واسع النطاق للانتقالات الرأسمالية شبيهة بما حدث في مجال التدفقات السلعية، فأزيلت قيود الرقابة على الصرف وفتحت الأسواق المالية للاقتراض الأجنبي وتم استحداث أدوات جديدة لتسهيل عمليات الإقراض والاقتراض. إذ تعد الأسواق المالية الدولية القناة التي تتدفق من خلالها الأدوات المالية المختلفة عبر مختلف دول العالم¹، وأصبحت غير مقتصرة على دولة دون غيرها بل أصبح في مقدور أي مستثمر في أية دولة الاستثمار في دولة أخرى دون أي عقبة أو صعوبات، بعد انتشار ثورة الاتصالات الحديثة وشبكات الانترنت العالمية، كما لم تعد الأسواق المالية وسيلة لتعبئة المدخرات وتوفير فرص التمويل ومنح الائتمان فحسب بل أصبحت أداة لدمج اقتصاديات دول العالم المختلفة في الاقتصاد الرأسمالي الكوني، وهكذا يمكن القول أن حجم التدفقات الرأسمالية لأي بلد ما يتوقف على قوة الأداء الاقتصادي للأسواق المالية لهذا البلد.

الفرع الثاني: النتائج الاقتصادية لحركات رؤوس الأموال

يترتب على انتقال رؤوس الأموال حصول البلد المصدر لها على عوائد قد تضاهي العوائد الناجمة عن الصادرات من السلع المادية الأخرى، فضلا عن أن تصدير رؤوس الأموال يوسع من حجم الصادرات العينية لاسيما إذا كان انتقال رأس المال إلى البلد المضيف مشروطا بالاستيراد من البلد المصدر له، وهكذا لعبت المؤسسات الأمريكية في الخارج دورا كبيرا في تهيئة الأسواق لتصريف منتجات الولايات المتحدة الأمريكية، وأن ما يقارب 80% من منتجات الصناعات التحويلية للولايات المتحدة الأمريكية يتم تسويقها في إطار حركة رؤوس الأموال، وهكذا تنقسم نتائج تدفقات رؤوس الأموال حسب البلد المصدر والمستورد إلى:

أولا: البلد المصدر لرؤوس الأموال²

- يمكن أن يؤدي تدفق رأس المال للخارج إلى زيادة حصة القطاع العام في الإنفاق الاستثماري أو الاستهلاكي أكثر مما كان متاحا، وبالتالي زيادة حجم الحكومة، وهكذا وبشكل مقلوب لمقولة المزاحمة، فإن تراجع القطاع الخاص من

¹ - أحمد بوراس، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 17، جامعة قسنطينة، جوان 2001، ص 22.

² - اياد حمد عبد، صبحي حسون الساعدي، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدا مختارة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

خلال تدفق رأسماله إلى الخارج سيدفع القطاع الحكومي لتولي حصة أكبر من الاقتصاد، فان هذه النتيجة تنطبق على التجربة العربية، حيث حصة الإنفاق الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي، بالرغم من انخفاضها مع مرور الزمن ظلت مرتفعة نسبيا.

- يقلص تدفق رأس المال إلى الخارج، وخصوصا رأس المال الهارب القاعدة الضريبية، حيث ينقل الثروة الخاصة خارج سلطة الإدارة الضريبية الوطنية، وهذا النقل يزيد عجز الميزانية، إضافة إلى التدهور في توزيع الدخل بنقل العبء الضريبي من رأس المال إلى العمل.

- وهذه النتيجة هي الأهم، حيث ينظر إلى تدفق رأس المال إلى الخارج كتحويل الادخار من الاستثمار المحلي إلى الاستثمار الأجنبي، وبذلك تقلص معدل النمو الاقتصادي الذي كان يمكن أن يتحقق، وبالتالي إغلاق فرص خلق مواطن عمل لاستيعاب العمالة العربية المتنامية.

ثانيا: البلد المستورد لرؤوس الأموال

- يؤدي إلى زيادة القوة الشرائية خاصة بالنسبة للقروض الممنوحة، وهو في هذه الحالة يشكل عنصرا إيجابيا في ميزان المدفوعات للبلد المستورد.

- يؤدي إلى تطوير التقدم العلمي والفني في البلد المستورد، وان هذه الفقرة تنطبق على البلدان المتقدمة، وذلك لأن استيراد رأس المال بالنسبة لهذه البلدان يرتبط باستيراد خبرات العالم الحديث عادة.

- يمكن أن يؤدي إلى إحداث تنمية اقتصادية على المدى البعيد، إلا أن ذلك يتوقف على طبيعة القروض الممنوحة أي فيما إذا كانت قرضا إنتاجيا أم استهلاكيا.

- تحويل البلد النامي إلى مصدر للمواد الأولية وسوقا لتصريف المنتجات الصناعية.

- عرقلة التقدم الاجتماعي في البلدان من خلال المقاومة التي يبديها المال الأجنبي ضد عملية التحولات الاجتماعية التي تقوم بها الأنظمة التقدمية في البلدان النامية.

و لغرض تجنب الآثار السلبية التي ترافق انتقال رؤوس الأموال إلى البلدان النامية، فان على هذه البلدان أن تقلص من درجة الاستغلال التي تتمتع بها رؤوس الأموال العاملة على أراضيها، فضلا عن ضرورة العمل على إعادة توظيف الأرباح التي تحققها رؤوس الأموال الأجنبية في هذه البلدان وتقليص إخراجها من البلد النامي قدر الإمكان¹.

¹ - إياح حمد عبد، صبحي حسون الساعدي، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مرجع سبق ذكره، ص 95.

المبحث الثالث: قنوات انتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي

هناك العديد من الأشكال التي يمكن أن ينتقل من خلالها رأس المال، ولعل أكثرها شيوعاً وأهمها ما سيتم التطرق إليه من خلال هذا المبحث

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر

لقد أصبح الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المعاصر من مصادر التمويل الهامة لمشاريع التنمية الاقتصادية وبالذات في الدول النامية ودول أوروبا الشرقية والدول المستقلة، وقد تميز عقد التسعينات بالتدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال سواء بشكل قروض أو استثمارات ساعدت بتوثيق الارتباط الكبير بين الكثير من الشركات العالمية ومؤسسات التمويل الدولية والدول، كما ساهمت في إقامة مناطق استثمارية جديدة وتوسيع عدة أسواق

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر

الاستثمار الأجنبي المباشر هو انتقال رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الخارج بشكل مباشر للعمل في صورة وحدات صناعية أو تمويلية أو استثنائية أو زراعية أو خدمة ويمثل حافز الربح المحرك الرئيسي لهذه الاستثمارات الأجنبية المباشرة¹

كما يعرفه صندوق النقد الدولي على أن الهدف منه امتلاك فوائد دائمة في المؤسسة التي تقوم بنشاطها في ميدان اقتصادي خارج ميدان المستثمر من أجل أن تكون له القدرة على اتخاذ القرارات الفعلية في تسيير المؤسسة

وحسب تعريف الأمم المتحدة للتجارة والتنمية - الأونكتاد - onctad - فإن الاستثمار الأجنبي هو ذلك الاستثمار الذي يقضي إلى علاقة طويلة الأمد ويعكس منفعة وسيطرة دائمين للمستثمر الأجنبي أو الشركة الأم في فرع أجنبي قائد في دولة مضيغة غير تلك التي ينتميان إلى جنسيتها.²

إما عبد السلام أبو قحف فعرفه غنه - الاستثمار الذي ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع، بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو السيطرة

¹ - بن عيسى عمار، بن إبراهيم العالبي، واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص مستويات البطالة في الجزائر خلال الفترة 1990-2010، مداخلة، الملتقى غير موضح، ص 5.

² - عيسى محمد الفارسي، البيئة الملائمة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة للاقتصاد الليبي، المؤتمر الوطني حول الاستثمار الأجنبي في الجماهيرية العظمى طرابلس ليبيا 2006 ص 4.

الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة الملكية المطلقة للمشروع فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة.¹

وهي أيضا تلك الاستثمارات التي تتيح للمستثمر الأجنبي المشاركة في إدارة المشروع الذي يتم لاستثمار فيه وتفترض الاستثمارات المباشرة قيام علاقات طويلة المدى وغالبا ما يسمى مالكها مستثمرا استراتيجيا - حتى ولو لم يكن يملك القيم الأكبر من رأسمال الشركة أو حتى كله عموما.²

الفرع الثاني: أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

أولاً: الأشكال التقليدية للاستثمار الأجنبي المباشر: ينطوي الاستثمار الأجنبي المباشر على التملك الجزئي أو المطلق للطرف الأجنبي ومن أهم الإشكال التقليدية نجد:

أ- الاستثمار المشترك: هو احد مشروعات الأعمال الذي يملكه أو يشارك فيه طرفان أو أكثر من دولتين بصفة دائمة، والمشاركة هنا لا تقتصر على الحصة في رأس المال بل تمتد إلى الإدارة والخبرة وبراءة الاختراع.³

ب- الاستثمارات المملوكة بالكامل: هي أكثر الاستثمارات الأجنبية تفصيلا لدى الشركات متعددة الجنسيات ، ويرجع هذا إلى عدة أسباب ، حيث تقوم الشركات متعددة الجنسيات بإنشاء فروع الإنتاج أو التسويق أو أي نوع آخر أنواع النشاط الإنتاجي أو الخدمي بالدولة المضيفة ، إلا أن الدول النامية نجدها ترفض في كثير من الأحيان التصريح هذه الشركات بالتملك الكامل لمشروع الاستثمار.⁴

ج- مشروعات أو عمليات التجميع: هذه المشروعات قد تأخذ شكل اتفاقية بين الطرف الأجنبي والطرف الوطني (عام أو خاص) يتم بموجبها قيام الطرف الأول بتزويد الطرف الثاني بمكونات منتج معين لتجميعها لتصبح منتجا نهائيا وفي معظم الأحيان وخاصة في الدول النامية حيث يقدم الطرف الأجنبي الخبرة والمعرفة اللازمة والخاصة بالتنظيم الداخلي للمصنع، والتجهيزات الرأسمالية في مقابل عائد مالي متفق عليه.⁵

¹ - عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مكتبة وطبعة الاستثمار الدولي، بيروت لبنان 2001، ص481.

² - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، مرجع سبق ذكره، ص253.

³ - عبد السلام أبو قحف، السياسات والإشكال المختلفة للاستثمار الأجنبي المباشر، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 2003 ص19.

⁴ - عبد السلام أبو قحف، مقدمة في إدارة الأعمال الدولية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، سنة النشر غير موضحة، ص25.

⁵ - محمد عبد العزيز عبد الله، الاستثمار الأجنبي المباشر، الطبعة الأولى دار النقاء للنشر عمان الأردن 2005.

د- الاستثمار في المناطق الحرة: تعتبر المناطق الحرة جزءاً من إقليم دولة معينة لكنها أجنبية عن الدولة التابعة لها من ناحية التجارة الدولية ، والنقد والجمارك ، والمناطق الحرة لا تغدو أن تكون شكل من أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر في مجال التجارة الدولية .

وهي إن كانت جزء من إقليم الدولة فإنها لا تسري عليها الإجراءات الجمركية والإدارية التي تسري على باقي إقليم الدولة.¹

هـ- الشركات متعددة الجنسيات : تعرف على أنها:

كل مشروع يملك أو يسيطر على موجودات وأصول مصانع، مناجم، مكاتب واستثمارات وما شابهها في دولتين أو أكثر، يمتد نشاط هذه المؤسسات في كامل مفاصل الحياة الاقتصادية في المجال الصناعي والتجاري والمالي

هي مشاريع قليلة العدد عملاقة في حجمها، وهي ذات عمليات تصنيع مباشرة في دول مختلفة وذات هيكل عالمي في تعدد وتشعب إنتاجها ومناطقها الإدارية، وتغطي فعاليتها الإنتاجية سلع مختلفة ومناطق جغرافية متباينة.²

يعرفها مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية - unctad بأنها كيان اقتصادي يزاول التجارة والإنتاج عبر القارات وله في دولتين أو أكثر شركات وليدة أو فروع تتحكم فيها الشركة الأم بصورة فعالة وتخطط لكل قراراتها تخطيطاً شاملاً

هي تلك الشركات التي تمتد فروعها إلى عدة دول وتحقق نسبة هامة من إنتاجها الكبير السلعي والخدمات خارج دولتها الأصلية وذلك من خلال إستراتيجية عالمية موحدة تتسم باستخدامها لأحدث الميزات التكنولوجية، وتدار بصورة مركزية من موطنها الأصل.³

ثانياً: الأشكال الحديثة للاستثمار الأجنبي المباشر

في هذه الأشكال من الاستثمار الأجنبي يكون المستثمر المحلي هو صاحب الأغلبية في حيازته لأغلب الشركة وقد تعددت هذه الأشكال ومنها :

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية، بدون طبعة، مكتبة زهراء الشرق، القاهرة مصر 1997 ص351-352.

² - مايكل داتزر وآخرون، من الاقتصاد القومي إلى الاقتصاد الكوني، دور الشركات المتعددة الجنسيات، ترجمة عفيف الرزاز، مؤسسة الأبحاث العربية بيروت 1989، ص123.

³ - : منى قاسم، الشركات المتعددة الجنسيات وأهميتها في الاقتصاد العالمي، النشرة الاقتصادية، بنك مصر العدد الأول 1988، ص53-54.

أ: عقود الترخيص والامتياز

هي مجموعة من القروض ذات الصيغ الثنائية تجمع بين طرفين وهما الطرف الأول الممثل في المؤسسة الاجنبية أم الطرف الثاني الممثل في مؤسسة محلية ما ، حيث الطرف الأول فيها المتنازل والطرف الثاني هو المتنازل لصالحه وهنا يتم التنازل عن أصول غير ملموسة تتمثل في مجموعة من التقنيات والمعارف المختلفة التي تخص إما الإنتاج أو التسويق التي يحق للمؤسسة المحلية استخدامها لمدة زمنية محددة

عقود الترخيص: تخص عملية التنازل عن التكنولوجيا وحق استعمالها لمدة معينة وفق شروط معينة

أما **عقود الامتياز** فهي تجري من خلال مؤسسة محلية ما على حق استعمال علامة صنع أو بعض الخدمات مثل الإشهار المساعدات الفنية.

ب: عقود التسيير: تجد البلدان النامية نفسها عاجزة عن التسيير الناجح للمشاريع الاقتصادية قبيل تكون خبرة في هذه البلدان ، إلى إبرام عقود التسيير مع المتعامل الأجنبي بحيث يتعهد هذا الأخير بتسيير المشروع أو الشركة في البلدان النامية مع القيام بتكوين العمال المحليين في مجالات التسيير وتنتقل السلطة إلى الشريك في البلد النامي بعد فترة محددة مسبقا

ج : عقود الإدارة : هي اتفاق بين الحكومة وطرف خاص لتشغيل مشروع في مقابل أتعاب،¹ أي انه ومقتضى هذا يتم توكيل المؤسسة الأجنبية من طرف المؤسسة المحلية بإدارة جزئية أو كلية لمشروعها الاستثماري لتوفير الخدمات الأزمة لتشغيله في مجال الإدارة.²

د : عقود المفتاح في اليد : هي عبارة عن اتفاق بين الطرف الأجنبي والطرف الوطني مبني على أساس قيام الطرف الأجنبي بانجاز مشروع استثماري إلى غاية الانتهاء منه وبداية تشغيله عندما يتم تسليمه للطرف المحلي لتشغيله والإشراف عليه، لعل الهدف من هذه العقود هو تسريع وتيرة تصنيع النامية وبناء بنية صناعية وتسليمها جاهزة للعمل.

¹ - ماري م نسريلي، عقود المنشآت هل هي طريق الإصلاح ، محلية التمويل والتنمية ، سبتمبر 1996 ص08.

² - عادل احمد حشيش ، مجدي محمود شهاب ، الاقتصاد الدولي ، بدون طبعة ، الدار الجامعية ، بيروت ، بدون تاريخ نشر ص324.

هـ: عقود الإنتاج الدولي من الباطن¹ : هو ببساطة عبارة عن اتفاقية بين وحدتين إنتاجيتين بموجبها يقوم احد الأطراف مقابل الباطن بإنتاج وتزويد أو تصدير سلع تامة الصنع أو قطع الغيار أو المكونات الأساسية بسلعة معينة للطرف الأول والذي يقوم باستخدامها في إنتاج السلع بصورتها النهائية وبعلامته التجارية

و قد تنطوي الاتفاقية المشار إليها أن يقوم الطرف الأول بتزويد المقابل من الباطن بالمواد الخام اللازمة لتصنيع مكونات السلعة ثم يقوم بعد ذلك بتزويدها للطرف الأول

و: العقود المبرمة في مجال البترول والتعدين : بموجبها تقوم مؤسسة أجنبية بدور المنفذ لعمليات الاستكشاف والتنقيب أما عن البترول أو الغاز أو المعادن الأخرى وحتى التنفيذ الفني للإنتاج وذلك لصالح مؤسسة محلية وهذه الأخيرة تبقى تتمتع بحق الملكية والإدارة العليا .

وفي مثل هذه العقود يتفق فيها الطرفان على انه في حالة النجاح وتمكن المؤسسة الأجنبية من إيجاد واستكشاف تلك المعادن فإنها تستحق جزء من الإنتاج لتعويض مصاريف تلك العمليات ،ومن ثم تلجأ هذه المؤسسات الأجنبية لجعل هذه الخطوة كوسيلة لتحقيق شكل الشركات المشتركة ، في هذا المجال

ي : الشركات المشتركة : تنشأ من مشاركة ومساهمة شريكين على الأقل في الاستثمار حيث يجب أن لا يكون للشريك الأجنبي أغلبية رأسمال المشروع حتى لا يتيح إمكانية التحكم في الشركة.²

الفرع الثالث: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر وأهم محدداته

أولاً: أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر

في ضوء المفاهيم السابقة للاستثمار الأجنبي المباشر وأشكاله المختلفة تبرز لنا أهمية هذا الاستثمار ودوره في التنمية الاقتصادية في الدول النامية من خلال:³

¹ - عبد السلام أبو قحف ، إدارة الأعمال الدولية ، دراسات وبحوث ميدانية ، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، بدون بلد نشر 2001،ص51.

² - محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة ، مرجع سبق ذكره ، ص254 بتصرف.

³ - أميرة حسب الله محمد ، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البنية الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة ، تركيا-كوريا الجنوبية - مصر ، بدون طبعة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية مصر 2005،ص20-22.

- إمداد الدول النامية بحزمة من الأصول المختلفة وطبيعتها النادرة في هذه الدول وذلك من خلال الشركات المتعددة الجنسيات، وتشمل هذه الأصول رأس المال، التكنولوجيا، المهارات الإدارية كما أنها قناة يتم عن طريقها تسويق المنتجات دولياً؛¹
- رفع معدل الاستثمار بالدول النامية من خلال تدفقات الاستثمار الأجنبي ومن خلال جذب المدخرات المحلية إلى الأنشطة الأساسية أو الأنشطة المكتملة ومن ثم ارتفاع العوائد الملكية وهو ما يدفع بدوره إلى زيادة المدخرات وبالتالي الاستثمارات؛
- انتشار الآثار الإيجابية على مستوى الاقتصاد القومي ككل نتيجة علاقات التشابك التي تربط أنشطة الشركات المتعددة الجنسيات بأنشطة الشركات المحلية، فالروابط تساهم في زيادة إنتاجية وكفاءة الشركات الأخرى وتساهم في تطوير مؤسسات البيع المحلية، كما تعمل على فهم التكنولوجيا المعقدة في صناعات مختلفة؛
- تسهم في التحويلات الرأسمالية التي تقوم بها الشركات الأجنبية لتمويل المشروعات في زيادة الصادرات في الدول المضيفة وفي تقليل عجز ميزان المدفوعات؛
- المساهمة في خلق عرض للعمل وفي رفع إنتاجية هذا العنصر وبالتالي الحد من مشكلة البطالة.

ثانياً: محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

إن القيام باستثمارات أجنبية ليس عملية عقوبة أو ارتجالية وإنما تخضع إلى مجموعة من المحددات أو العوامل التي تؤثر في مسارها، وهناك عدة عناصر أساسية تتجسد في:

أ- محددات اقتصادية

- 1- حجم السوق المحلي : يؤثر حجم السوق المحلي على مرودية الاستثمار، ويعتمد على المساحة وعدد السكان والقدرة الشرائية لدى المستهلكين، فالدول ذات الدخل القوي المرتفع تكون أكثر قابلية لاستقبال الاستثمارات الأجنبية؛
- 2- النمو الاقتصادي : الدول التي تمتاز بنمو اقتصادي تستقطب الشركات الأجنبية

¹ - منى قاسم، الشركات متعددة الجنسيات وتضارب المصالح، مجلة البنوك، العدد الثامن، القاهرة جوان 1997، ص15.

- 3- الخصوصية : خلال السنوات الأخيرة نلاحظ تراجع القطاع العام وتزايد دور القطاع الخاص والأهمية التي توليها السياسات الاقتصادية لهذا القطاع إعطائه فعالية الأداء الاقتصادي من خلال تفضيل ميكانيزم السوق ، ولهذا انطلقت عمليات خصخصة المؤسسات في بعض الدول لجعلها أكثر اندماجا في السوق الدولي وتحديات العولمة؛
- 4- تميم الموارد البشرية : إن وجود يد عاملة مؤهلة وسياسة موجهة في استغلال رأس المال البشري ، فالإنسان له دور هام في قرارات الشركة؛
- 5- السياسة الاقتصادية : تعدد السياسات الاقتصادية يؤثر على استثمار الشركات الأجنبية كالمتعلقة بالأجور والأسعار ومعدل الصرف والفائدة ، ومعدل الضريبة فالدول التي تطبق سياسات أكثر اتفاقا لتشجيع الصادرات ودعم المشاريع الأجنبية تكون من أكثر الدول المستقطبة لرؤوس الأموال.
- ب-محددات قانونية :**

لابد من وجود تشريعات وقوانين تنضم العلاقات بين أطراف البنية الاقتصادية وهي العامل صاحب العمل الحكومة بالإضافة إلى قوانين تشجع استثمارات تضمن حقوق المستثمر والدولة بما يعود بالفائدة على الطرفين، ولهذا عملت الكثير من الدول على تغيير كبير في تشريعات الاستثمار لعدد من المجالات

- إلغاء كل العراقيل والحوجز التي كانت تمنع دخول المستثمر إلى هذه الدول في بعض النشاطات الاقتصادية ، مثل الخدمات المالية والبنكية ، النقل ، الإعلام؛
- تبسيط إجراءات الاستثمار وتوفير الحماية له؛ إلى غير ذلك من الإجراءات.

ج-العنصر السياسي:

إن وجود إطار من السياسات الملائمة ضروري لتوفير مناخ مناسب للاستثمار في إطار بيئة تتميز بالاستقرار السياسي ، إذ انه حتى وان بذلت الدولة مجهودات كبيرة في تشجيع الاستثمارات الأجنبية ، ولكن إذا حدث خلل امني واحد ذهبت جهودها إدراج الرياح لأن وجود الخلل الأمني أو النزاعات السياسية يؤدي إلى نقص ثقة المستثمرين الأجانب.

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

الفرع الأول: مفهوم وخصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

أولاً: تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار في المحافظ ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات على بعض الأوراق المالية " الأسهم والسندات " دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في التنظيم أو الإدارة وهو الاختلاف الجوهرى عن الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يمنح المستثمر حقوق الإدارة ، إلا أن هذا لا يمنع أن يتمتع حامل السهم ببعض الحقوق خصوصاً إذا تجاوزت نسبته من الأسهم نسبة عالية من الملكية.¹

وخلافاً للمستثمرين المباشرين يسعى مستثمرو المحفظة فقط إلى تحقيق الربح " الربح السريع " على أموالهم الموصفة ، وهم يسعون بالطبع للاستثمار بالدرجة الأولى في الأسواق ذات مؤشرات النمو العالية حيث تتوفر حرية كبيرة للتحويل الرساميل والأرباح وكذلك " شفافية " الشركات والاستقرار السياسي والاقتصادي

و كذلك يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر فانه الاستثمار الذي يشمل كل التوصيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوصيف رأس المال.²

كما يعرف على انه امتلاك الأوراق المالية من الأسهم والسندات والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل إذا توقع هناك ارتفاع في القيمة في المدى الطويل.³

ويعرفه آخرون بأنه يتمثل في استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشترك الدولية وصناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات في الدول الكبرى والدول الأسواق الناشئة ، والتي تحظى بتسويق انتمائي مقبول لمدراء الاستثمار في المؤسسات.¹

¹ - تيزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الحنشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الأولى ، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007، ص162.

² - صايفي عمار ، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على محددات الأسواق المالية ، دراسة مقارنة بين مصر ، تونس والجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة أحمد بوقره بومرداس 2008-2009 ، ص52.

³ - صايفي عمار ، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على محددات الأسواق المالية ، نفس المرجع، ص 52.

أم منير إبراهيم هندي عرّفه على انه يأخذ صورتين : الصورة الأولى تتمثل في قيام المستثمر الأجنبي بشراء الأوراق المالية في السوق المحلي سواء السوق الأولي (سوق الإصدارات) أو السوق الثانوي (سوق التداول)

أما الصورة الثانية فتتمثل في قيد الورقة المالية المحلية في السوق الأجنبي.

وتمثل الصورتين معا جانبا واحدا من مفهوم العالمية ، أما الجانب الثاني من مفهوم العالمية فيتمثل في ورقة محلية في سوق أجنبي.²

من خلال التعارف السابقة ندرك السابقة أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يعرف بالاستثمار الاستثمار الأجنبي غير المباشر يمثل شكل من أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للدول المضيفة ويمكن حصر تعريفه كما يلي :انه ذلك الاستثمار الذي ينشئه مستثمر أجنبي عند قيامه بشراء أوراق مالية في السوق المحلية دون أن يمكنه من اكتساب حق في إدارة وتنظيم ومراقبة الجهة المصدرة لهذه الأوراق ، وهدف هذا المستثمر في الغالب هو توزيع المخاطر وتحقيق معدل للعائد لفترات قد تكون قصيرة أو طويلة جدا

ثانيا: خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر كباقي الاستثمارات الأخرى يتميز بمجموعة من الخصائص والتي يمكن استنتاج بعضها من التعارف السابقة، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:³

- يشترط وجود سوق أوراق مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وبث المعلومات بشرعية ودقة وشفافية عالية
- ينحصر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في المبادلة والمتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المالية الأجنبية بالنسبة للمستثمر
- الهدف الرئيسي له يتمثل في الحصول على معدل للعائد وأرباح رأسمالية في البلدان الأجنبية التي تكون أعلى من تلك التي تحققها في السوق المحلية؛

¹ - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الأولى ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، 2004، ص60.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار المحفظي على الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 53-54.

³ - صايفي عمار ، محددات الاستثمار المحفظي على الأسواق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص53-54.

- تتميز بسرعة حركته في الدخول والخروج المفاجئ من وإلى الأسواق المحلية والدولية ، إذ يطلق عليه عادة اسم الأموال الساخنة في أسواق الأوراق المالية؛
- يعتبر مصدر تمويل هام للدول ومختلف الشركات التي تطرح أوراقا مالية في الأسواق وتسمح بتداول المستثمر الأجنبي لها؛
- عادة ما يتسبب في حدوث أزمات بورصة حادة ومعديّة وذلك لكون الاستثمار الأجنبي غير المباشر يتأثر بشكل كبير بعامل الطمع والخوف الذي يتملق المستثمر؛
- يقتصر عادة على إعداد أوامر أو تقديم أموال لجهة معينة لتقوم بهذا النوع من الاستثمار دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة ومراقبة المشروع إلا عند نسبة تملك تحددها الدول المضيفة.

ثالثا: أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر

- يلعب الاستثمار الأجنبي غير المباشر دور مهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال:¹
- مساهمة مباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة إقراض للتمويل (سندات) أو في شكل مشاركة في الملكية.
 - زيادة درجة سيولة الأوراق المالية حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق وبيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها وانخفاض تكلفة الحصول على رأس مال الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.
 - يساهم الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير في سوق رأس المال المحلي ، كما يعمل على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات ، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي لمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة ، الحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة ن الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة.

¹ - جداني سامية، اثر الاستثمار الأجنبي على تنمية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة حالة دول الخليج ، مذكرة ماجستير تخصص نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف دفعة 2009-2010، ص 26.

- يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد علاقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا عالية متقدمة يكون لها أثرها في اجتذاب المزيد من التدفقات ، وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره تنشيط الاستثمار الأجنبي .

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تعددت وتنوعت أدوات الاستثمار خصوصا بعد التطور الملحوظ في حجم رؤوس الأموال التي تتدفق إلى الأسواق المالية العالمية ، وتمثل أهمها فيما يلي :

أولاً: الأوراق المالية

تعد هذه الأخيرة من أهم وأبرز أدوات الاستثمار غير المباشر في عصرنا الحاضر سواء كان ذلك على المستوى المحلي أو الدولي ، وذلك لما توفره من مزايا للمستثمر كالتنوع حيث يمكن أن نجد الأدوات الاستثمارية التالية:

أ- من حيث يترتب على حاملها : فنجد في هذا الإطار أدوات الملكية كالأسهم وهذا كأنها تمثل مشاركة في رأس المال لإحدى الشركات أو الجهة المصدرة لها أي إنها تمثل حصة الشريك في الشركة التي تشارك ويساهم في رأس¹ ، أدوات الدين كالسندات والتي تمثل ورقة مالية تعبر عن كون حاملها قام بإقراض شركة ما من خلال شرائها من السوق لمدة معينة

ب- من حيث العائد المتوقع منها : هناك أوراق دخلها ثابت كالسندات مثلا يتلقى حاملها فائدة في نهاية السنة وهناك أوراق أخرى كالأسهم فإن عائدها غير ثابت فهو مرتبط بحجم الأرباح وكذا قرار الشركة حول توزيعها أولاً وكذلك هناك استثناء للسندات التي تصدرها بفائدة متغيرة .

ج- من حيث درجة الأمان : فالسهم الممتاز أكثر أماناً من السهم العادي ولكن السندات المضمونة أكثر أماناً ن فهي تغطي لصاحبها حق حيازة الأصل الحقيقي يضمن السند في حالة توقف صاحبه عن السداد .

¹ - مصطفى رشدي شبيحة، زين حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك و بورصات الأوراق ، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة ، مصر 1993 ص169.

ثانيا: صناديق الاستثمار

عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة بأن لا يستثمرها في أوراق مالية نظرا لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لشراء تشكيلة من تلك الأوراق يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد يتعرض لها .

بعبارة أخرى لا يوجد سبيل يجعل عملية الاستثمار مربحة سوى شراء عدد ملائم من الأوراق المالية ولكن بكميات كبيرة، وهو ما لا يمكن لصغار المستثمرين تحقيقه

إضافة إلى ذلك لا يعد صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية ، فهناك مستثمرون تتوافر لديهم موارد مالية تمكنهم من شراء تشكيلات المناسبة من الأوراق المالية، إلا أنهم لا يقدمون على الاستثمار إما لعدم توفر الخبرة والمعرفة لإدارة هذه التشكيلات أو لعدم توفر الوقت لديهم.¹

ولتلبية احتياجات هؤلاء المستثمرين أنشئت شركة مختصة في بناء وإدارة تشكيلات أو صناديق الاستثمار تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحافظ ربما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية ، ويطلق على هذه الشركات صناديق الاستثمار.

أ-تعريف صناديق الاستثمار

- هي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين واستثمارها في بيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة بهدف تحقيق منفعة للمستثمرين وللمؤسسيها وللإقتصاد القومي ككل.²

- هي أوعية مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأشخاص واستثمارها في الأوراق المالية عن طريق جهة مختصة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك بهدف تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة العائد.³

¹ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات ، الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات ،أوراق مالية ، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان الأردن 2006 ص ص39-40.

² - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوصفي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، ص 88.

³ - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الإقتصاد الإسلامي والإقتصاد الوصفي، نفس المرجع، ص 89.

- صناديق الاستثمار الدولية هي أوعية مالية لتلقي الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات واستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية الأجنبية ومنها فان عوائد هذه الصناديق تتأثر أولاً بأسعار الأوراق المالية المكونة لحفظتها وكذلك التقلبات التي تعترى أسعار صرف العملات التي تقوم بها تلك الأصول.¹
- تسمح هذه الصناديق بإمكانية زيادة التعامل وزيادة تدفقات رأس المال إلى الأسواق المالية.

الفرع الثالث: قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يقصد بقنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر السبل المختلفة التي من شأنها تمكين المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية الأجنبية أو تلك التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول إلى الأسواق المالية المحلية وهي عادة تعبر عن قنوات انتقال رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار في أسواق الأسواق المالية العالمية، ومن بين هذه القنوات نجد.

أولاً: شركات الاستثمار

تتمثل شركات الاستثمار في مؤسسات مالية تتولى تجميع الأموال من عدد من الأفراد عن طريق "وثائق الاستثمار"، حيث تستخدم متحصلات بيع هذه الأوراق في شراء أوراق مالية من أسهم وسندات لشركات أخرى مختلفة سواء محلياً أو دولياً

وهي تسمح لكل من صغار وكبار المودعين المستثمرين من تحقيق التنوع والإدارة الجيدة لاستثماراتهم وذلك من خلال تشكيل صناديق استثمار خاصة بها متنوعة تنوعاً جيداً ويمكن تقسيمها إلى نوعين هما

أ- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة²

تدير شركات لاستثمار ذات النهاية المفتوحة عدداً من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة ، وقد جاءت عبارة النهاية المفتوحة من إن حجم الأموال المستثمرة فيه غير محددة ذلك انه يجوز للشركة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها فقط ، حيث لا تتداول أسهمها بين الأفراد بل تقف الشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق إن أصدرته من أسهم ، أو إصدار المزيد منها لتلبية حاجات المستثمرين

¹ - عاطف و ليد أندراوس، السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق

² - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة أسهم سندرات أوراق مالية، مرجع سبق ذكره ص44، بتصرف .

و يتحدد سعر هذا النوع من الأسهم بقيمة الأصل الصافي لأن هذه الأسهم كما ذكرنا لا يتم تداولها في السوق المالي المنظمة أو غير المنظم

ب- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة :

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور ، ولكنها تتعامل في عدد ثابت من الأسهم وسعرها يتحدد وفق العرض والطلب في سوق الأوراق المالية ،زلا يستطيع المساهم في الشركة أن يعيد السهم الذي تم إصداره من قبل إلا إذا قررت الشركة إعادة بعض أسهمها .

ثانيا: المحافظ المشتركة

تعد شركات استثمارية مستقلة تؤسس عادة من قبل البنوك التجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد، صناديق الضمان، وشركات التأمين التي تستثمر الأموال المجمعة لديها بدلا من إنفاقها مباشرة، وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجياتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين من جهة ورغبتها الدائمة في خلق دخول جديدة ، وتعتمد المحافظ المشتركة على ثقة المساهمين بإدارة تتولى أعمالها في الداخل والخارج في مختلف الأسواق ، وهي تتسم بكفاءة علمية ومهنية وإدارية عالمية من شأنها بناء سياسات استثمارية سليمة تكفل أقصى العوائد عند التعامل بالأدوات المتاحة لها مهما كانت قيمتها ومصدرها ، ومن ثم فالمحافظ المشتركة تقوم بإعادة استثمار حصص المساهمين في أسواق الأوراق المالية سواء المحلية أو الأجنبية.

ثالثا: الاستثمار بالإصدارات العالمية للأوراق المالية

الاستثمار من خلال ما يعرف بالإصدارات العالمية للأوراق المالية وهي أوراق يتم تسجيلها في أسواق الأوراق المالية العالمية، مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروط معينة للتسجيل في الأسواق المالية، مثل حجم الإنتاج والمبيعات، ومن أمثلة هذه الإصدارات العالمية:

- شهادات الإيداع الدولية
- شهادات الإيداع الأمريكية
- شهادات الإيداع الأوروبية

أمل فيما يتعلق بالسندات الأجنبية والتي هي عبارة عن السندات التي تصدرها شركة أجنبية أو حكومة أجنبية في سوق المال المحلي لدولة أخرى فهي عادة تباع من خلال احد بنوك الاستثمار في الدول المضيفة ، ويتم تداولها بعد ذلك في سوق رأس المال الخاص بتلك الدولة المضيفة وعندها يخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة ومن بين أهم هذه السندات:

- سندات الخزانة الأمريكية (نوع جديد من الأسهم الممتازة) - سندات اليورو
- سندات اليورو دولار - اليورو أسهم

رابعاً: الشراء والبيع المباشر للأوراق المالية

ويكون ذلك أم عن طريق بيع وشراء أسهم الشركات الأجنبية من أسواقها المحلية ويعتبر هذا النمط أكثر أنواع الاستثمار خطورة ، لان المستثمر يكون عندها في حالة مواجهة لمخاطر تغيرات سعر الصرف ن وكذلك مختلف القواعد المنظمة لعمال السوق بالإضافة إلى الأنظمة المحاسبية والضريبية ومستويات الإفصاح والشفافية التي تختلف من دولة إلى أخرى ، وإما عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية المحلية.

الفرع الرابع: محددات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

هناك نوعين من عوامل جذب الاستثمار غير المباشر إلى الدول النامية ، والتي أدت إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار في أسواق تلك الدول .

أولاً: العوامل الخارجية

أو ما يصطلح عليها بعوامل الدفع وهي التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية وهي تعد من المحددات الهامة لنمو أسواق الأوراق المالية الصاعدة ومن ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية والأجنبية للاستثمار فيها ، وتتمثل أهم هذه العوامل في¹.

- ركود النشاط الاقتصادي وتباطؤ معدلات النمو التي شهدتها الدول الصناعية المتقدمة في نهاية الثمانينات وبداية التسعينات وقد انعكس هذا الركود في الانخفاض السريع في أسعار الفائدة في هذه الدول ، وقد حفز

¹ - أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، مرجع سبق ذكره، ص 49-51.

هذا الانخفاض في أسعار الفائدة في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الصاعدة المرتفعة العائد .

- الاتجاه نحو زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية من جانب مؤسسات الاستثمار الدولية مثل صناديق الاستثمار ، شركات التأمين ، صناديق المعاش ، البنوك المتعاملة في الأوراق المالية وهذه المؤسسات لها القدرة على تنويع استثماراتها على الساحة الدولية فهي نتيجة الاستثمار في الأسواق الصاعدة بدافع الرغبة في زيادة العائد الكلي على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية من ناحية وتنويع مخاطر الاستثمار من ناحية أخرى
- التغيرات الهيكلية في أسواق المال الدولية ومن أهم هذه التغيرات استمرار التحرير المالي في الدول الصناعية من اجل زيادة التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية ، وقد أدت هذه التغيرات إلى إحداث تغيرات على البيئة التنظيمية لأسواق رأسمال هذه الدول مثل تخفيض القيود المفروضة على الأوراق المالية التي يقوم الأجانب بإصدارها في أسواق الأوراق المالية المحلية ، وقد أدت هذه التغيرات إلى سهولة وصول مقتضي الدول النامية إلى أسواق رأس المال في الدول الصناعية .

لقد لعبت العوامل السابقة دورا هاما في زيادة تحركات رؤوس الأموال تجاه الدول النامية ، غير أنها تقع خارج نطاق تحكم الصناعة السياسية داخل هذه الدول غير أن هذه الأخيرة غير كافية لضمان استمرارية تدفق رؤوس الأموال إذ أن العوامل الداخلية الخاصة بالدولة ذاتها هي التي يعول عليها لضمان تدفق رؤوس الأموال في المستقبل.

ثانيا: العوامل الداخلية

تنقسم العوامل الداخلية الخاصة بالدول النامية ذاتها إلى قسمين أساسيين:

القسم الأول¹: يشير إلى السياسات الاقتصادية الكلية في الأسواق الصاعدة ودورها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية

- فاستقرار البيئة الاقتصادية الكلية يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في هذه البيئة وإلى تحسين معدلات العائد على الاستثمار ومن ثم تصبح هذه البيئة أكثر جذبا للاستثمار ، فالمتغيرات الاقتصادية ترتبط ارتباطا وثيقا بسوق الأوراق المالية ، بارتفاع معدل النمو الاقتصادي واستقرار سعر الصرف وانخفاض معدل التضخم وغير

¹ - أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، مرجع سبق ذكره، ص52-54، بتصرف.

ذلك من العوامل الاقتصادية لها تأثير إيجابي على نمو سوق الأوراق المالية ومن ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال لأسواق الدول النامية .

- تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الأسواق الصاعدة من العوامل المحفزة على الاستثمار في هذه الأسواق ، إذ هي تعني حدوث تغيرات إيجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي وهو ما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأدوات ، ومن ثم زيادة الإقبال عليها من قبل الأجانب والمحليين
- يرتبط التضخم ارتباطا عكسيا بأسعار الأوراق المالية ، فبارتفاعه يعني انخفاض القوة الشرائية للنقود ، وبالتالي انخفاض القيمة الحقيقية لأصول المستثمر المالية ولدخله المتولد من هذه الأصول ، مما يجعل المستثمر يتحرك بعيدا عن الاستثمار في الأدوات المالية ، وتفضيله الاستهلاك الحالي على الاستثمار في هذه الأدوات
- إن تقلب سعر الصرف أو عدم استقراره في هذه الدول المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية وبالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل الدولة إذ أن احتمال انخفاض قيمة العملة التي سبق تقييم الاستثمار بها يؤدي إلى قيمة اقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر
- كذلك أن الخصخصة تعمل على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين ، فضلا عن أنها تتيح للمستثمرين مزيدا من الفرص لتنويع المخاطر .

القسم الثاني¹ : ويشير إلى الأسواق المالية في الدول النامية ودورها في جذب الاستثمارات المحلية والأجنبية:

- فتحسين إطار عمل سوق الأوراق المالية في الدول النامية وتطوير النية الأساسية لها من شأنها زيادة درجة نمو السوق ونضجها وبالتالي زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية والأجنبية للاستثمار في تلك الأسواق وتمثل أهم عناصر النية الأساسية للسوق في القواعد المنضمة لعمل السوق ، وكذلك ارتفاع درجة الإفصاح وتوافر المعلومات ، وتعدد الأدوات المتداولة في السوق المالية المتداولة في السوق من أسهم وسندات بمختلف الآجال والأنواع وكذلك توافر ومؤسسات مالية متخصصة في مجال الأوراق المالية كصناديق الاستثمار ، شركات السمسرة ، شركات توزيع وضممان الاكتساب في الأوراق المالية.

¹-أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، نفس المرجع السابق، ص54-67، بتصرف.

المطلب الثالث: أشكال أخرى لانتقال رؤوس الأموال الدولية

الفرع الأول: المعونات الأجنبية

أولاً: تعريفها

المعونات الأجنبية هي كافة التحويلات الدولية التي تتم وفقاً لشروط وقواعد مسيرة بعيداً عن القواعد والأسس المالية التجارية السائدة وفقاً لظروف السوق وبذلك فهي تتضمن كل المنح النقدية والعينية والقروض المسيرة الرسمية ذات الطابع الاقتصادي والتي تنطوي على تحويل الموارد من الدول المتقدمة و"الدول النفطية" إلى الدول الأقل نمواً بهدف تحقيق التنمية وتعديل الهياكل الاقتصادية والاجتماعية فيها.¹

- يقصد بالإعانات كذلك مجموعة من المساهمات والتي تتكون من :

- الهبات التي تقدم من طرف الهيئات العمومية للدول الصناعية

- القروض الإمتيازية وهي قروض لها شروط امتيازية وأخرى تقدم بشرط السوق من طرف الدول الصناعية أو لجنة الإعانات التابعة لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أو هيئات متعددة الأطراف أو بعض أعضاء المنظمة الدول المصدرة للبتروول أي هي منح لا ترد ولا تدخل ضمن نطاق المديونية.²

ثانياً: صور المعونات الأجنبية

تأخذ المعونات الأجنبية وفقاً للتعريف السابق صوراً مختلفة يمكن استعراض أهمها فيما يلي

أ- **المعونات الأجنبية من حيث طبيعتها:** حيث تنقسم إلى منح لا ترد وقروض واجبة السداد، وإلى معونات عينية وأخرى نقدية وإلى معونات عامة وأخرى قطاعية وأخرى مخصصة لمشاريع معينة وإلى معونات مباشرة وغير مباشرة، وذلك على النحو التالي:

1- **المنح:** وهي عبارة عن التحويلات النقدية والعينية التي تقدمها بعض الدول لغيرها سواء لاعتبارات اقتصادية أو سياسية أو إنسانية وهي تحويلات لا ترد.

¹ - يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في النائية العامة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004، ص9.

² - سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام (المدخل الادخاري والضريبي، المدخل الإسلامي، المدخل الدولي)، الطبعة الثانية، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية 1998، ص309، بتصرف.

2- القروض المسيرة : وهي القروض التي تحكمها قواعد وشروط تختلف عن مثيلاتها السائدة في الأسواق المالية سواء من ناحية أسعار الفائدة التي تقل عن معدلات العادية أو من ناحية مدة السداد أو فترات السداد أو فترات السماح التي تكون عادة أطول بحيث يرتفع فيها عنصر المنحة الذي يعبر عنه بالفرق بين القيمة الاسمية الأصلية للقرض والقيمة الحالية المخصومة لخدمة القرض (كنسبة مؤوية من القيمة الاسمية الأصلية) من أقساط وفوائد تسدد طوال مدة القرض حتى اجل السداد (مخصومة على أساس سعر خصم معين عادة 15%¹).

3-معونات نقدية : الأصل إن تتمثل المعونات هنا في صورة تحويل اعتمادات نقدية تخصصها الدول المانحة وتضعها تحت تصرف الدول المستفيدة بشروط معينة وهي تكون عادة بعملة الدولة المانحة أو بعملات أخرى على وجه الاستثناء .

4- معونات عينية : ولعل من أهم صورها السلع الغذائية كالمعونات السلعية التي يقرها القانون الأمريكي لعام 1954 للتنميسة الزراعية ولتنمية التجارة والذي يطلق عليه قانون pL480 المنظم لتقديم السلع الغذائية الأمريكية للدول النامية من اجل التنمية الاقتصادية حيث تقوم الحكومة الأمريكية بضممان 95% من قيمة السلع المصدرة دون أن يواجه المورد الأمريكي أية مخاطر تجارية حيث يحصل على قيمة السلع فوراً وبصورة مباشرة من الحكومة الأمريكية التي تقوم بدورها بتأجيل سدادها من قبل الحكومة الدولية المستفيدة لمدة قد تصل إلى 40 عاماً ، أما النسبة الباقية وهي 5% من قيمة السلعة فتقوم حكومة الدولة المستفيدة بسدادها خلال عام واحد.

وقد تأخذ المعونات العينية صورة سلع رأسمالية أو مساعدات فنية أو أسلحة حربية وإن كانت هذه الصورة العينية لا يمكن أن تدرج كلها في إطار المعونات التي تستهدف التنمية الاقتصادية في الدول المستفيدة.²

5-معونات البرامج أو القطاعات: وهي المعونات التي تقدم إلى دول معينة بهدف مساعدتها على زيادة معدلات التنمية الاقتصادية فيها دون تحديد لمشروع معين بذاته بحيث تتولى الدولة المستفيدة وضع أسس توجيه هذه المعونات إلى المشروعات الإنمائية وفقاً لأولويات هذا المخطط والبرامج.³

¹ - زينب أبو زيد أبو بكر، المعونات الدولية وعلاقتها بالتنمية "فلسطين نموذجاً"، ورقية عمل ضمن مؤتمر المعونات والمنح الدولية وأثرها على التنمية الشاملة في الوطن العربي، المنعقد بالقاهرة، مارس 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2007، ص 149

² - يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في النائية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 11-12.

³ - أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، نفس المرجع، ص 13.

6- معونات المشروعات المحددة : وهي المعونات التي تقوم من اجل المساعدة في تنفيذ مشروع معين ولذلك فهي تعد أضيق نطاقا من معونات البرامج أو القطاعات

وتفضل عادة الدول المانحة للمنح أو القروض المسيرة مثل هذا النوع الذي يرتبط بمشروع دون غيره بحيث يسهل عليها تحقيق رقابة فعالة على استخدامات الموارد المحولة كما في حالة إقامة مصنع معين أو مرفق معين بذاته ولكن هذا النوع قد لا يلاقي الترحيب من الدول المستفيدة حيث يحد من ممارستها لسيادتها الوطنية .

7- معونات مباشرة وغير مباشرة : فالمعونات المباشرة تتضمن 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 صورا غير تقليدية وان كانت تؤدي إلى نتائج لا تقل في أهميتها من الناحية الاقتصادية عن نتائج المعونات 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 مما لو لم تستفد بهذه الميزات الجمركية .

8- المعونات الفنية : وهي تكمل كلا من المعونات النقدية والعينية , لما تنطوي عليه من تقديم الخيرات الفنية المتخصصة وإقامة مراكز للتدريب والتي قد لا تتوفر في الدول المستفيدة من المعونات لضمان ارتفاع كفاءة استخدام الاعتمادات المالية والمعدات الحديثة التي تتضمنها برامج المعونات الأجنبية.

ب- المعونات الأجنبية حسب مصدرها

1- المساعدات الثنائية: وهي التي تستند إلى علاقات ثنائية بين الدول المانحة لها والدول المستفيدة منها.

2- المعونات المتعددة المصادر أو الجماعية: وهي المعونات التي تقدمها الهيئات الدولية والإقليمية المتخصصة في التنمية الاقتصادية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير¹ , وصندوق النقد الدولي وبنك التنمية الإفريقي والصندوق العربي للتنمية الاقتصادية والاجتماعية , وكذلك التكتلات الدولية كمنظمة الدول المصدرة للنفط "أوبك" , وكذلك التجمعات الدولية التي تسعى كمجموعة من الدول لمساعدة دولة أو دول معينة في مجال التنمية الاقتصادية كمنظمة الخليج للتنمية.

¹ - محمد عبد العزيز عجمية, إيمان عطية ناصف, التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية, مرجع سبق ذكره, ص 276.

وهذا النوع من المعونات يحظى بتأييد العديد من البحوث والدراسات التي تناولت دور المعونات الأجنبية في تنمية الاقتصاديات النامية والمتخلفة, وذلك استنادا إلى الأسباب التالية:

1- يؤدي اشتراك أكثر من دولة واحدة في تقديم المعونة لدولة نامية إلى الحيلولة دون إيجاب الحساسيات الوطنية لدى هذه الدول, والتي عادة ما تنشأ نتيجة لما توحده هذه المعونة الثنائية (أو وحيدة المصدر) من عاقات غير تكافئية بين الدول المانحة والدول المستفيدة منها

2- تؤدي إلى الحد من التنافس بين الدول القادرة على تقديمها وإلى تحقيق التوازن بين برامج المعونات الأجنبية والتنسيق فيما بينها

3- تساعد المعونات الجماعية الموجهة إلى مجموعة من الدول النامية خاصة لتمويل مشروعات ضخمة تعود بالفائدة على هذه المجموعات من الدول النامية إلى إيجاد مناخ ملائم لقيام تعاون اقتصادي أوسع فيما بينها يزيد من قدراتها المحدودة ويعبئ إمكاناتها المتفردة لتحقيق معدلات سريعة في مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية

ج- المعونات حسب مشروطيتها

1- المنح والمساعدات غير المشروطة: وهي المنح والمعونات التي تقدم للدول النامية دون شروط معينة مصاحبة لها¹ وقد يصل عدم تقييمها إلى تقديمها بعمولات من غير عملات الدول المانحة, وهي تقدم في نطاق ضيق ومحدود.

2- المنح والمساعدات المشروطة: وهي الأشكال الأكثر شيوعا فهي مصحوبة بمطالب وشروط من الدول والهيئات المانحة للدول المستفيدة من هذه المنح والمعونات حيث تتعين على هذه الأخيرة الالتزام بها كما يحق للمانحين ممارسة بعض أساليب الرقابة لضمان تنفيذها والعمل بها.

د- التبرعات والهيئات: تعتبر التبرعات والهيئات موردا من موارد المجالس المحلية وتتكون حصيلتها مما يتبرع به المواطنين أما مباشرة إلى المجالس المحلية أو بشكل غير مباشر للمساهمة في تمويل المشاريع التي تقوم بها وكذلك قد تكون نتيجة لوصية تركها أحد المواطنين بعد وفاته في حالة انعدام الورثة أو هبة يقدمها أحد المغتربين¹.

¹ - زينب عباس زعزوع, دور المنح والمساعدات الأجنبية في التطوير التنظيمي, دراسات النهضة, المجلد الثالث عشر. العدد الثاني, بدون بلد النشر, أبريل 2012 ص48.

ويكون تقسيم الهبات حسب صندوق النقد الدولي إلى²:

- 1- **الهبات الخاصة:** وتشمل تحويلات الأفراد والمنظمات (دينية، خيرية، ثقافية) النقدية منها والعينية، كذلك التحويلات الخاصة بالمواريث والوصايا والزواج، وتضاف إلى ذلك تحويلات المهاجرين، فالمهاجر عندما يغير إقامته يحول بذلك ملكية جميع ثروته باعتباره مقيما في دولة المهجر، وبالتالي تقيدهم ويتم انتقال ثروته في البنوك الخاصة بها ويقابل هذا.... موازن في هذا البلد، دائن بالنسبة للمهاجر إلى الدولة ومدين بالنسبة للمهاجر من الدولة.
- 2- **الهبات العامة:** وتتضمن التعويضات ويعتبرها الصندوق هبات إجبارية وكذلك الهدايا على أنواعها سلع، خدمات، صكوك مالية.

ثالثا: دوافع وأهداف المنح والمعونات والمساعدات الرسمية³

- أ- تعزيز المصالح التجارية والسياسية والإستراتيجية بين الدول المانحة للمعونة والمتلقية لها.
- ب- الحفاظ على الروابط التاريخية والثقافية، روابط الحوار.
- ج- إنها يمكن أن تعزز قدرة الدول النامية على الاستيراد من الدول المتقدمة وهو ما يشجع إنتاج الدول المتقدمة على التوسع من خلال تصريف هذا الإنتاج، وان هذه المساعدات غالبا ما تكون مشروطة، بشراء الخدمات والسلع من الدول المانحة لها.
- د- مساعدة الدول المتلقية للمعونة على معالجة أوضاعها والمشكلات والصعوبات الاقتصادية التي تواجهها (دعم التنمية).
- هـ- الدوافع الإنسانية التي تدفع بعض الدول والهيئات الدولية إلى تقديم المنح والمعونات والمساعدات الرسمية لمعالجة ظروف وأوضاع خاصة تعيشها بعض الدول النامية كالمجاعات وحالات الجفاف والحروب وما إلى ذلك.

¹ - حياة ابن إسماعيل، وسيلة السبتي، التمويل المحلي للتنمية المحلية نماذج من اقتصاديات الدول النامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التنويع وأثرها الاقتصادية والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية يومي 21 و22 نوفمبر 2006 بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة محمد خيضر بسكرة ص6

² - عادل أحمد حشيش، محمد شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر 2005، ص 186.

³ - فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 236-238.

و- توفير المساعدات للدول النامية الأقل دخلا بسبب ضعف قدرة لدول المنخفضة جدا في الحصول على التمويل الدولي.

من الأشكال الأخرى ولذلك فإن المنح والمعونات والمساعدات لها شكل أكثر من 80 بالمئة من التمويل الدولي الذي تحصل عليه هذه الدول الأقل دخلا وهو ما يؤكد أهميتها الكبيرة لهذه الدول .

الفرع الثاني: تحويلات المهاجرين

تزايدت تحويلات المهاجرين كتدفقات مالية تتسم بالاستقرار وخاصة في السنوات الأخيرة مقارنة بغيرها من النفقات الأخرى كالمساعدات وتذبذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

أولا: تعريفها

تبقى تحويلات المهاجرين مفهوما مبهما يصعب ضبطه وذلك بسبب تنوع أشكال التحويلات والقنوات المستعملة فهناك مسالك مهيكلية (مرئية) ومسالك غير مهيكلية (غير مرئية).¹

الشكل الأول: يتكون من القنوات الرسمية المسجلة في ميزان الأداءات في صنف "التحويلات بدون مقابل " جزء من هذه التحويلات تقوم به مؤسسات اجتماعية لحساب المهاجر أو أسرته ويتعلق الأمر هنا بالمعاشات والتعويضات العائلية ومصاريف الاستشفاء .

الشكل الثاني : لا يظهر ضمن الإحصاءات الرسمية ويضم عمليات مختلفة .

- السيولة المالية التي يدخلها المهاجر معه بمناسبة العودة من أجل قضاء العطلة في بلده, أو تلك التي يرسلها عن طريق بعض الأشخاص .

- تسلك هذه التحويلات قنوات غير مهيكلية في اتجاه بلدان الأصل , هذه القنوات غالبا ما تشكل عن طريق الروابط العائلية والتجارية, هذه السيولة المالية تزود سوق الصرف الموازي بالعملة الصعبة .

¹ - محمد الخنشاني , التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المغرب العربي الثلاث المغرب , الجزائر, تونس, ورقة عمل ضمن اجتماع الخبراء حول الهجرة الدولية والتنمية في المنطقة العربية , التحديات والفرص خلال يومي 16-17 ماي 2006, من طرف اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا , الايسكوا, بيروت 2006 ص 6.

- المقاصة بين المواطنين وهو ميكانيزم يقتضي أن يسدد المهاجر في بلد الاستقبال لحساب مواطن من معارفه المشتريات والفواتير , وفي المقابل يزود المواطن رصيد حساب المهاجر في البلد الأصلي , أو حساب أسرته بالعملة الصعبة , وتنتشر هذه الممارسة بسبب عدم قابلية النقود المغاربية للتحويل ووجود مراقبة لمؤسسات الصرف .
 - التحويلات العينية وهي الممتلكات المادية التي يدخلها المهاجر إلى البلد الأصلي ويتعلق الأمر خاصة بالسيارات والأثاث وأدوات التجهيز المنزلي والآلات الالكترونية ... الخ , وتخصص هذه المنتجات إما للاستهلاك الشخصي , وإما لكي تباع في الاقتصاد غير المنظم .
- هذه الوسيلة للتحويل يسهلها القرب الجغرافي وهي تعرف انتشارا أكبر في الجزائر حيث تشكل ما يسمى بتجارة الحقيبة.

تعرف تحويلات العاملين وفق دليل ميزان المدفوعات لصندوق النقد الدولي على أساس أنها تحويلات جارية خاصة تضم السلع والأصول المالية من مهاجرين أو عاملين مقيمين خارج الدولة لفترة سنة أو أكثر إلى أشخاص (عادة أفراد أسرهم) في دولهم الأصل أما العاملين في الخارج لفترة تقل عن السنة (أي غير مقيمين في دول المهجر) فان تحويلاتهم تمثل دخلا تم الحصول عليه من العمل لصالح جهة غير مقيمة.¹

ثانيا: الدوافع الكامنة وراء تحويلات المغتربين وأهميتها

أ- الدوافع الكامنة وراء تحويلات المغتربين :

إن تحويلات المهاجرين تختلف أحجامها حسب عدة نقاط منها الطرق التي تسلكها للوصول إلى الدولة الأم بالإضافة إلى نوعية هذه التحويلات أن كانت نقدية أو عينية كما أن هناك مجموعة من العوامل التي تتحكم في تدفقها والتي لخصتها العديد من الدراسات في²:

- عوامل تتعلق بالمهاجر من حيث ظروف معيشته ومستواه التعليمي ومدى قوة روابطه الأسرية وعزمه على العودة إلى بلده الأصلي وكذا عدد أفراد الأسرة التي يقوم برعايتها (الاستثمار في رأس المال البشري).

¹ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد , الفصل العاشر تحويلات العاملين في الخارج والتنمية الاقتصادية في الدول العربية . 2006ص175.

² - للاطلاع أكثر انظر :

- محمد الخشاني , مغاربة الخارج الهجرة كرهان أساسي في العلاقات الأورومغاربية, منشورات الجمعية المغربية للدراسات والبحوث حول الهجرة الرباط.
- محمد الخشاني, العلاقة بين الهجرة والتنمية في شمال إفريقيا، ورقة عمل مقدمة في اجتماع الخبراء المتخصص حول الهجرة الدولية والتنمية في شمال إفريقيا الأمم المتحدة الرباط المغرب 19-20-مارس .

- عوامل متعلقة بالدولة المستقبلية : من حيث :
- الظروف الاجتماعية للمهاجرين في المهجر وظروف عائلاتهم في الدولة الأصل.
- أحداث وتأسيس مؤسسات مهمتها نقدية العلاقات بين المهاجرين وبلدانهم الأصلية.
- المناخ الاقتصادي العام فالتحرير الاقتصادي يشجع على حرية الاستثمارات وانتقال رؤوس الأموال.
- كلفة التحويل لها أثر كبير في تحديد حجم التحويلات المرسله فكلنا كانت كلفة التحويل كبيرة كلنا كان حجم الأموال المحولة صغيرا جدا والعكس صحيح .
- أسعار الصرف كذلك لها اثر عند القيام بعمليات الصرف من العملة الأجنبية إلى عملة بلده الأصلية.
- عوامل متعلقة بالدول المرسله للتحويلات :

بالإضافة إلى الأسباب السابقة نذكر كذلك :

- التسهيلات الممنوحة لانتقال التحويلات
- المخاطر الاقتصادية والسياسية وفي دول المهجر

ب- أهمية تحويلات المهاجرين

- تتمثل تحويلات المهاجرين في نفقات مالية شأها شأن التدفقات الأخرى كالأستثمار الأجنبي المباشر, المساعدات الإنمائية واستثمارات المحفظة المالية.¹
- هذه التحويلات تتم من طرف المهاجرين من الدول الغنية إلى الدول المتخلفة وهي تنعكس إيجابا على اقتصاديات الدول المستقبلية لها.
- هذه التحويلات تزود سوق الصرف الموازي حيث تسهم في تنشيطه وزيادة معاملاته وذلك إن كان انتقالها في قنوات غير رسمية.²
- تعد هذه الأخيرة مصدرا مهما من مصادر توفير العملة الصعبة للدولة المستقبلية لهذه التحويلات

¹ - علاء الخواجة , الدور الاقتصادي لتحويلات المهاجرين بالتطبيق على دول شمال إفريقيا, ورقة عمل مقدمة لندوة المقتربون العرب من شمال إفريقيا في المهجر الأوروبي من تنظيم جامعة الدول الأوروبية. أبريل 2007- ص09.

² - محمد الخشاني, التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المغرب العربي الثلاث المغرب, الجزائر, تونس, مرجع سبق ذكره, ص 6.

الفرع الثالث: القروض الخارجية

إن ظاهرة الاقتراض الخارجي قديمة العهد، حيث ارتبطت بالتبادل الدولي، ولم تكن مشكلة المديونية تتعدى آنذاك حدود الدائن والمدين، وكانت تنتهي بالسداد أو بالاحتلال العسكري.

وبعد الحرب العالمية الثانية نالت العديد من الدول النامية، ومنها الدول العربية، استقلالها السياسي، فسارعت بذلك حكوماتها إلى تطبيق سياسات تنمية طموحة تطلب رؤوس أموال كبيرة رغم أن معظم هذه الدول كان يعاني من انخفاض معدلات الادخار المحلي، وعدم كفاية المدخرات المتاحة لتمويل الاستثمارات اللازمة لعملية التنمية، مما شجعها على اللجوء إلى التمويل الخارجي والاعتماد عليه، باعتباره يقوم بدور معتبر في تسريع عملية التنمية

أولاً: مفهوم وتعريف القرض والاقتراض الخارجي

أ: تعريف القرض

القرض هو كل مبلغ مالي خاضع لشروط خاصة للتسديد . ويشمل المصطلح القروض والتحويلات الأخرى المقيدة بشرط خاص للتسديد، خلال فترة معينة، مع تسديد الفوائد عادة . كما يمكن أن يشمل التزاما يتعلق بمنح هبة، شريطة أن يستند إلى " قروض المساعدة المقيدة " على النحو الذي حدده اتفاق منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية حول القروض الخاصة بالتصدير التي تستفيد من دعم عمومي .

ب: تعريف الاقتراض الخارجي

يرى البعض أن المقصود بالدين الخارجي " هي تلك المبالغ التي اقترضها اقتصاد قومي ما، والتي تزيد مدة القرض فيها عن سنة واحدة، وتكون مستحقة الأداء للجهة المقرضة عن طريق الدفع بالعملات الأجنبية أو عن طريق تصدير السلع والخدمات إليها . ويكون الدفع إما عن طريق الحكومات الوطنية أو الهيئات الرسمية المتفرعة عنها، أو عن طريق الهيئات العامة الرسمية الضامنة لالتزامات هؤلاء الأفراد والمؤسسات الخاصة"¹

¹ - رمزي زكي، الدين والتنمية، دار المستقبل العربي، مصر، 1985، ص56

يلاحظ أن التعريف السابق يستبعد القروض التي تكون مدتها أقل من السنة، مع العلم أن القروض القصيرة الأجل، ارتفع الطلب عليها خلال الأزمة المالية الحادة لعام 1986 بالنسبة للجزائر، وعام 1982 بالنسبة لمجموعة البلدان النامية. بحيث أصبح هذا النوع من القروض الذي بلغ وزنا معتبرا يشكل عبئا ثقيلا إضافيا في المديونية الخارجية .

كما أنه لا بد أن تكون الدول أو الهيئات الرسمية ضامنة له مما يستبعد، في هذا التعريف، الديون غير المضمونة من طرف الحكومات .

ونظرا لعدم وجود تعريف موحد وشامل للمديونية الخارجية ومتفق عليه، تكونت سنة 1984 مجموعة عمل تضم كل من الصندوق النقد الدولي، والبنك العالمي، ومنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، وبنك التسويات الدولية، قامت بوضع تعريف موحد في تقريرها السنوي وهو التالي:

إن إجمالي الديون الخارجية في تاريخ معين يكون مساويا إلى مبلغ الالتزامات التعاقدية الجارية التي تؤدي إلى تسديد مقيمي بلد ما، تجاه غير المقيمين به، ويشمل حتمية تسديد أصل الديون مرفوقاً بالفوائد أو من دونها، أو دفع الفوائد مع أو بدون تسديد مبلغ الأصل.¹

سمي هذا التعريف بالمركزي لأنه يعرف العناصر الأساسية المكونة للمديونية الخارجية.

-تعريف البنك الدولي

ويعرف البنك الدولي الدين الخارجي بأنه "الدين الذي تبلغ مدة استحقاقها لأصلية أو المحددة أكثر من سنة واحدة، وهو مستوجب لأفراد أو هيئات من غير المقيمين ويسدد بعملات أجنبية أو بسلع وخدمات"²

ثالثا: مبررات التمويل الخارجي ونموذج الفجوتين

يعتبر تحقيق معدلات عالية من النمو الاقتصادي من الأهداف الأساسية التي تسعى الدول النامية إلى الوصول إليها، وهذا لأن الزيادة في معدلات النمو هي وحدها التي تمكن هذه البلدان من تحقيق تنميتها الاقتصادية والاجتماعية . فالحاجة للاقتراض الخارجي تجد مبررها الموضوعي بسد الفجوة القائمة بين الاحتياجات الاستثمارية المستهدفة والمدخرات القومية المتاحة .

¹ - DEMBINSKI. M. Pawel , l'endettement international, OCDE, Paris, 1988, p.20.

² - صندوق النقد الدولي، إدارة الدين الخارجي، واشنطن، 1991، ص ص 39 - 40 .

أي بين معدل الاستثمار المطلوب تحقيقه للوصول إلى معدل النمو المستهدف وبين معدل الادخار المحلي الذي يتحقق في ظل ظروف اقتصادية واجتماعية وسياسية معينة. والذي يطلق عليه عادة اسم فجوة الموارد المحلية .

في هذه الحالة فإن المجتمع يواجه ثلاثة خيارات لحل هذا التعارض

1-الخيار الأول: هو أن يرضى المجتمع بمعدل اقل للنمو في حدود ما تسمح به موارده المحلية¹ .

2-الخيار الثاني: هو أن يعمل المجتمع على تعبئة فائضة الاقتصادي الكامن في مختلف قطاعات الاقتصاد القومي والذي تستحوذ عليها لطبقات والفئات الاجتماعية الغنية وذلك لكي يتمكن البلد من رفع معدل ادخارها المحلي.

3-الخيار الثالث: هو أن يلجأ المجتمع إلى مصادر التمويل الخارجي.

فعندما يحدد المجتمع معدلا معيناً من النمو، فإن تحقيق هذا الهدف يتطلب معدلاً معيناً من الاستثمار، فإذا كانت الموارد المحلية للمجتمع غير كافية لتمويل الاستثمارات المطلوبة فإن المجتمع سيلجأ إلى مصادر التمويل الخارجي (القروض الخارجية، الاستثمارات الأجنبية، المساعدات وغيرها)، والتي يفترض أن تقوم بدور مهم وكبير في تسريع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وكذلك تنشأ الحاجة إلى التمويل الخارجي بسبب عدم كفاية الموارد الخارجية المتاحة التي تحصل عليها الدول نتيجة موازينها التجارية . فعندما تكون قيمة مستوردات بلد ما خلال فترة معينة تزيد عما أمكن تحقيقه من حصيلة النقد الأجنبي نتيجة صادراته خلال هذه الفترة فإن الفرق هنا والذي يمثل العجز في الميزان التجاري المتحقق خلال هذه الفترة لابد وأن يمول عن طريق تمويل خارجي إضافي .وعادة ما يطلق على هذا العجز اسم فجوة التجارة الخارجية.

نموذج الفجوتين

ظهرت على ساحة الفكر الاقتصادي بعض النماذج والأبحاث الرياضية التي حاولت أن تربط بين مشكلة نقص الموارد المحلية في هذه الدول وبين العجز الحادث في موازينها التجارية .ومن هذه النماذج نموذج الفجوتين .وهو أبسط النماذج وأكثرها دلالة في تبيان العلاقة بين هاتين المشكلتين.

¹ - رمزي زكي، الديون والتنمية، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1985، ص 19 .

إن الفكرة الأساسية في هذا النموذج هي أنها كعلاقة وثيقة بين المدخرات المحلية ومستوى التمويل الخارجي. فكلما كان مستوى المدخرات المحلية ضئيلاً بالقياس إلى مستوى الاستثمارات المطلوبة لتحقيق معدل النمو المستهدف، زادت الحاجة إلى التمويل الخارجي، والعكس صحيح¹.

إن الحاجة إلى التمويل الخارجي إذا تمت بهدف سد النقص في الادخار المحلي أو سد الفجوة الموجودة في الموارد المحلية المخصصة للاستثمار؛ أي أن الاستثمارات التي يقوم بها الاقتصاد الوطني خلال فترة معينة بشكل يزيد عما أمكن تديره من المدخرات المحلية، لا بد أن يتم عن طريق الاستعانة بالتمويل الخارجي.

وكذلك تحدث الحاجة إلى التمويل الخارجي لتمويل التجارة الخارجية الناتجة عن زيادة قيمة الواردات عن قيمة الصادرات خلال فترة معينة.

ومن خلال نموذج الفجوتين يمكن إثبات أنها تطابقها بين فجوة الموارد المحلية وفجوة التجارة الخارجية، وأن الفجوتين لا بد لهما أن تتساويا خلال فترة مضت ويمكننا إثبات ذلك كما يلي:

$$Y + M = C + I + X \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

Y: الناتج المحلي، M: الواردات من السلع والخدمات
C: الاستهلاك القومي، I: الاستثمار القومي، X: الصادرات
ومن هذه المعادلة يمكننا أن نستنتج أن:

$$Y = C + I + X - M \dots \dots \dots (2)$$

وبما أن الناتج المحلي يولد دخلاً مساوياً له، وأن هذا الدخل يستعمل في تمويل الاستهلاك الجاري وتكوين المدخرات (S)، فإن:

$$Y = C + S \dots \dots \dots (3)$$

من المعادلتين (1) و (3) نستنتج أن:

$$I = S + M - X \dots \dots \dots (4)$$

من المعلوم أن زيادة الواردات عن الصادرات تظهر في صورة عجز في الميزان التجاري وبميزان المدفوعات للدولة، وأن هذا العجز لا بد وأن يمول عن طريق تدفق لرأس المال الأجنبي (F) أي أن:

$$M - X = F \dots \dots \dots (5)$$

¹ - رمزي زكي، الديون والتنمية، مرجع سبق ذكره، ص 23.

ومنه يمكن إعادة كتابة المعادلة رقم (4) على الشكل التالي:

$$I - S = M - X = F \dots \dots \dots (6)$$

هذه المعادلة تعني أن الاستثمارات التي ينفذها الاقتصاد الوطني خلال فترة معينة بشكل يزيد عما يوفره من المدخرات المحلية إنما تنتج عن طريق إحداث زيادة في الواردات تمول عن طريق تدفق صافي للرأسمال الأجنبي خلال المدة نفسها . وهذا هو المعنى المقصود بكون فجوة الموارد المحلية (الاستثمار- الادخار المحلي) لا بد وأن تتساوى مع فجوة التجارة الخارجية، وذلك في أي مدة سابقة.

لكن ليس شرطاً أن يتم التعادل بين هاتين الفجوتين منظورا إليهما في فترة قادمة، والسبب في ذلك يرجع إلى أن القرارات المتعلقة بالمتغيرات الأربعة (الادخار، الاستثمار، الصادرات والواردات) (لا يقوم بها الأفراد أنفسهم أو الهيئات نفسها، وقد يعدم التنسيق بينهم . وإن حصيلة الصادرات تتحدد في ضوء عوامل متغيرة ومتغيرات خارجية تتعلق بظروف السوق العالمي، ومن الصعب التحكم أو التأثير فيها.

طبقاً لنموذج الفجوتين فإنه إذا حدث وأن حدد المجتمع معدلاً معيناً للنمو في مدة مقبلة، وكانت إحدى الفجوتين أكبر من الأخرى، في تلك المدة، فإن الفجوة الأصغر لا بد وأن تتسع لكي تتساوى مع الفجوة الأكبر، وإلا عجز المجتمع عن تحقيق معدل النمو المستهدف¹.

فمثلاً إذا كانت فجوة التجارة الخارجية أكبر من فجوة الموارد المحلية (الاستثمار- الادخار المحلي) (عند تحقيق معدل معين للنمو في فترة قادمة، فإنه في هذه الحالة يتعين على الاقتصاد الوطني أن ينجح في الحصول على قدر من رأس المال الأجنبي يعادل الفرق بين الفجوتين . فإذا لم ينجح المجتمع في ذلك، فإن معدل النمو المستهدف لا يمكن تحقيقه.

¹ - رمزي زكي، الديون والتنمية، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1985، ص 19 .

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تم الوصول إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- 1- تعددت تعريفات السياسة النقدية إلا أن التعريف الشامل للسياسة النقدية لا بد أن يشمل العناصر الثلاثة وهي : الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية والتي تبدأ بتحريك عرض النقود إلى الارتفاع أو الانخفاض للوصول إلى أهداف محددة، وهذا التحريك يكون عن طريق أدوات السياسة النقدية والتي تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى كيفية ومباشرة .
- 2- الأهداف الاقتصادية العامة مثل محاربة التضخم حماية العملة الوطنية، وتحقيق معدل نمو اقتصادي متوازن.
- 3- تحتاج السلطات النقدية عند وضع سياسة نقدية إلى معلومات عن القطاع الحكومي وقطاع العائلات وقطاع الأعمال المالي الخاص والعام وقطاع الأعمال غير المالي الخاص والعام والقطاع الخارجي.
- 4- تتجلى أهمية التدفقات الدولية لرأس المال في نقل القوة الشرائية بين الدول ,حيث يتم انتقالها من مناطق الطلب المنخفض على هذه الأموال إلى المناطق ذات الطلب المرتفع عليها، كما تساهم في تمويل التجارة من السلع والخدمات وتنشيط حركة الاستثمار وهي تتخذ أشكالاً متعددة أهمها القروض المصرفية والاستثمار المباشر وغير المباشر.
- 5- تعتبر هذه الزيادة في حجم تدفقات رؤوس الأموال مؤشر على درجة الاندماج العالم، وهي إحدى آثار العولمة المالية التي ينجم عنها اتساع حجم التدفقات المالية بين الدول، وهذا ما سنتناوله في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:

دور السياسة النقدية في ظل
الانفتاح الاقتصادي

تمهيد:

شهد العالم تغيرات شتى أبرزها التغيرات الاقتصادية، فقد انتهجت جميع دول العالم اليوم سياسات الانفتاح الاقتصادي سواء كانت تلك الدول من الدول المتقدمة أو المتخلفة، الرأسمالية أو الاشتراكية، والذي ينطوي على الانفتاح على العالم الخارجي من حيث حرية الاقتصاد وحرية التجارة وفتح الاقتصاد للاستثمارات الأجنبية، ولكن هل لذلك أثر على عمل السياسة النقدية؟، وهو السؤال الذي ستم دراسته من خلال هذا الفصل، وهذا من خلال المرور بالمباحث التالية:

المبحث الأول: الانفتاح الاقتصادي

المبحث الثاني: العوامة المالية والتحرير المالي

المبحث الثالث: توازن الاقتصاد الكلي ودور السياسة النقدية

المبحث الأول: مفهوم وقياس الانفتاح الاقتصادي

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مفهوم الانفتاح الاقتصادي وعلاقته بالتنمية، أهدافه ومختلف طرق قياسه وآثاره على الاقتصاد.

المطلب الأول: مفهوم الانفتاح الاقتصادي وعلاقته بالتنمية الاقتصادية

الفرع الأول: مفهوم الانفتاح الاقتصادي:

اختلفت الآراء حول إيجاد مفهوم محدد ودقيق لسياسة الانفتاح الاقتصادي، فهناك من يرى أن الانفتاح الاقتصادي يشير إلى تطوير العلاقات الاقتصادية والتجارية وقيام التكتلات الاقتصادية بين دول العالم، وخلق وظيفة حيوية للأسواق الدولية المشتركة.¹

فالاقصاد المفتوح: هو ذلك الاقتصاد الذي ترتفع فيه نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي²، وهناك من يرى أن مفهوم الانفتاح الاقتصادي مرادف لمبدأ الحرية الاقتصادية، وهناك من يراه تغييراً عن اتجاه سياسي أكثر منه تغييراً عن اتجاه اقتصادي في المعنى الدقيق.

وهناك من يرى أن **الانفتاح الاقتصادي** عبارة عن سياسة تعتمد على إزالة القيود على حركة التبادل التجاري وتشجيع رؤوس الأموال الأجنبية والمساهمة في المشروعات الاقتصادية داخل البلاد من أجل تحقيق التزاوج بين رؤوس الأموال والتكنولوجيا، لمحاولة زيادة الإنتاج وإحلاله محل الواردات، وتصدير الفائض وتشغيل الأيدي العاملة والقضاء على العجز في ميزان المدفوعات.

الانفتاح الاقتصادي هو إزالة القيود القائمة في وجه رؤوس الأموال الأجنبية، وفي وجه الاستثمارات المحلية الخاصة المدفوعة بدافع الربح وحده، والتخلي التدريجي عن الملكية العامة في الصناعات، وعن تدخل الدولة في الاقتصاد، بل كذلك التخلي التدريجي عن الحماية الممنوحة لبعض الصناعات المحلية المنافسة الأجنبية.

¹ -LacramioareDominite, **Ddeterminants and effects of economic openness**, 2005-2006 p1

² - حازم بدر الخطيب، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة حالة دراسية في الأردن مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا عدد 4 ص 108،

الانفتاح الاقتصادي هو مجموعة السياسات الاقتصادية التي تنظم حركة التجارة، وتشجع رؤوس الأموال الأجنبية والوطنية للمساهمة في تمويل المشروعات الاقتصادية، وتستخدم التكنولوجيا الحديثة للعمل على زيادة الناتج القومي، ويتم ذلك في إطار إستراتيجية حضارية شاملة تستهدف دعم القدرات الذاتية للاقتصاد القومي، وتعمل من خلالها على تصحيح الاختلال الهيكلي في البناء الاقتصادي والاجتماعي.

الانفتاح الاقتصادي هو تحرير الطاقات الإنتاجية من كل المعوقات، وتحرير القطاع الخاص من كل المعوقات أو المخاوف، وفتح الباب أمام الاستثمارات الأجنبية بكل الضمانات، والالتحاق بسرعة بأحدث تكنولوجيا إنتاجية ممكنة في العالم، كما يعني الانفتاح الاقتصادي كذلك تخفيف القيود التي يشتغل في ظلها الاقتصاد القومي، مثل القيود على الاستيراد والصراف الأجنبي والاستثمارات الخارجية والأجور والضرائب.¹ وهذا هو التعريف الإجرائي للانفتاح الاقتصادي.

الفرع الثاني: الانفتاح الاقتصادي والتنمية الاقتصادية²

مع ظهور ظاهرة العولمة زاد الاقتناع بأن السند الأساسي لإستراتيجية التنمية هو زيادة الانفتاح على قوى السوق والمنافسة الدولية، ولم يقتصر ذلك على إزالة المعوقات القائمة على الحدود أمام التعاملات الاقتصادية الدولية، بل شملت أيضا تقليص وإنهاء عمليات تدخل الدولة وربط ذلك بوضع تقارير للقضاء على الاختلالات المالية في الاقتصاد الكلي.

هذه الحالة بنيت على أساس افتراض مفاده أنه سيتسنى تخصيص الموارد بمزيد من الملاحظة والفعالية وجذب المدخرات الأجنبية، وترسيخ القدرات التكنولوجية بزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وقد شكلت هذه العوامل إلى جانب الاستقرار السياسي، والإدارة السليمة واحترام حقوق الملكية، والاستثمار العام في الموارد البشرية، ما اعتبر بمثابة إستراتيجية للنمو قابلة للتعميم والتطبيق.

من جهة أخرى يعتبر هذا النهج غير كاف لسببين:

الأول: رأي يذهب إلى أن هدف التنمية هو العناية بحياة الناس والاهتمام بالقضاء على الفقر، والتنمية البشرية والشواغل البيئية في إطار نهج إيماني أكثر شمولاً.

¹ - محمد علي سلامة، الانفتاح الاقتصادي وآثاره الاجتماعية على الأسرة، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 90

² - محمد علي سلامة، نفس المرجع، ص 97.

الثاني: وهو يرى بأن النمو والتنمية الاقتصاديين يشملان عددا من العوامل الأخرى التي لا يمكن فهمها إلا من خلال تناول تجارب التنمية الفعلية على نحو محدود وأكثر تفصيلا، ومن الواضح أن إستراتيجية التنمية التي اتبعتها دول محددة كانت أكثر نجاحا في البدء ومواصلة عملية التقارب الاقتصادي مع الدول الغنية التي خرجت عن النهج التقليدي.

إن سجل التنمية يوضح أن لجميع العناصر الأساسية إلى يتضمنها النهج التقليدي دورا معينا، فالمشاريع الخاصة ونشاط طبقة رجال الأعمال هما محركا التنمية، وعملية الاندماج حتمية بالنسبة للتنمية المستدامة، كما أن توفر بيئة اقتصادية كلية مستقرة هو أمر حيوي ومهم، لكل عناصر هذا النهج ينبغي أن تصاغ بطريقة عملية يراعى فيها تسلسل التغيرات بعناية، وأن تكييف على نحو أقرب مع أوضاع الدول المختلفة، وتعترف بأوجه القصور الهيكلي في الاقتصاديات النامية ولا تعظم طرائف عمل الأسواق خافية ما بها من عيوب وسلبيات.

في الحقيقة هناك تحد كبير بسبب استمرار التفاوتات في القوة الاقتصادية بين الدول النامية والمتقدمة، فالقيمة المضافة التي يحققها عدد من الشركات العابرة للقومية في الدول المتقدمة تفوق الناتج المحلي الإجمالي لمعظم الدول النامية، التي تعاني قلة الهياكل الأساسية ومرافق التمويل والتكنولوجيا وخدمات التسويق والخدمات الكثيفة الاعتماد على المهارات، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع كبير في التكلفة الاقتصادية بالنسبة لعدد كبير من الدول النامية مع ما يترتب على ذلك من تأثير على قدرة التنوع لإنتاج منتجات ذات قيمة مضافة أعلى، ومخاطر هذا التنوع، فضلا عن قدرتها على المنافسة، كما أن القصور أو ضعف المؤسسات يشير إلى عدم وجود قدرة محلية على استيعاب التكاليف الاقتصادية والاجتماعية والبشرية الناتجة عن التكيف أو الهزات الخارجية.

وفي جميع التجارب التي نجحت فيها الدول النامية في تحقيق نمو سريع ومطرّد، كانت هناك عملية تضييع متأخرة حدث فيها تحول للهيكل الاقتصادي من القطاع الأولي إلى قطاع الصناعات التحويلية وقطاع الخدمات وارتفاع تدريجي في مستويات الإنتاجية والدخل، وما دعم هذا الارتفاع هو انتقال من تنفيذ أنشطة أقل اعتمادا على التكنولوجيا ورأس المال إلى أنشطة أكثر اعتمادا عليهما، وقد ساعدت مستويات إنتاجية المرتفعة رجال الأعمال المحليين على التنافس في الأسواق الدولية وكان محرك عملية التكيف الهيكلي هو تراكم رأس المال على نحو سريع ومطرّد

ويمكن إجمال المكونات الأساسية لإستراتيجيات التنمية في:

- سياسات هادفة إلى تهيئة بيئة استثمارية سليمة تتقارب فيها مصالح الشركات مع مصالح التنمية الوطنية.

- سياسات هادفة إلى إدارة الاندماجات مع الاقتصاد العالمي

- سياسات هادفة إلى إدارة وتوزيع فوائد التنمية بوجه أمثل.

بمعنى أنه في سياق العولمة الليبرالية والانفتاح الاقتصادي والمنافسة يصبح الانفتاح مهما من أجل التنمية ولكنه يتطلب وضع إستراتيجية وطنية للتنافسية وهذا يعني بناء داخل حدودها، للقدرة المستدامة على توليد دخل مستدام لتحسين مستويات المعيشة للسكان، وأن توفر فرص العمل.

كذلك فإن التنمية الاقتصادية ليست بسيطة التنفيذ، وإنما هي تتطلب إدارة سياسة ومهارات وجهدا وتضحية واليوم أكثر مما كانت عليه في الماضي، أصبحت التنافسية في صميم قضايا التنمية وهي ما لا يمكن بناءه في ظل اقتصاد مغلق.¹

الفرع الثالث: أهداف الانفتاح الاقتصادي

ترمي سياسة الانفتاح الاقتصادي إلى تحقيق أهداف تلمس مختلف المجالات ومن بين هذه الأهداف نذكر:

- زيادة الإنتاج الزراعي بصفة عامة وتحسين خواصه، مع إدخال الأساليب العلمية الحديثة في مختلف جوانبه بهدف تحقيق الاكتفاء الذاتي والأمن الغذائي للإنسان
- التقليل من الكميات المستوردة من السلع ذات الحاجات الاستهلاكية الأساسية والعمل على إنتاجها محليا مع الحرص على تحقيق الاكتفاء الذاتي منها.
- إدخال التكنولوجيا إلى الصناعات لرفع جودة المنتجات وخفض تكلفة إنتاجها.
- توفير خدمات النقل البحري والجوي الداخلي والخارجي سواء للركاب أو البضائع وتوفير المركبات الخاصة والعامّة من خلال إنشاء فروع للمصانع والمركبات.
- إعفاء الدولة من عبء توفير التمويل اللازم للمشاريع الاقتصادية الجديدة أو القائمة من خلال تنشيط بورصة الأوراق المالية
- توفير احتياجات ومالي السوق المحلية من سلع مختلفة وبأسعار مختلفة
- زيادة حجم الصادرات وتقليل حجم الواردات وبالتالي تصحيح وضع الميزان التجاري، وكذا تنويع مصادر التصدير والاستيراد لتحقيق الاستقلال للتجارة الخارجية.

¹ - عبد الحميد بوزيد، الاقتصاد الجزائري بين الانفتاح والحمائية، جريدة الفجر، ليوم 2010/06/25، الصفحة الاقتصادية، وعلى الموقع الإلكتروني :

- زيادة فرص العمل أمام الراغبين في العمل سواء في المشروعات الأجنبية أو في باقي قطاعات النشاط الاقتصادي
- زيادة خبرات ومهارات اليد العاملة المحلية بسبب التطور التكنولوجي والاحتكاك بالأجانب وهو ما سيرفع من قيمتها محليا ودوليا.
- تحسين ظروف ومجالات العمل وارتفاع الأجر النقدي والعيني الأمر الذي يمكن الدولة من الحفاظ على خبراتها وكفاءاتها العالية من يد عاملة بدل هجرتها إلى الخارج سعيا وراء المال

المطلب الثاني: قياس معدلات الانفتاح الاقتصادي

يمكن قياس معدلات الانفتاح الاقتصادي باستخدام عدة مؤشرات منها:¹

الفرع الأول: نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي (معامل التجارة الخارجية)

من أهم المؤشرات التي تقيس مدى الانفتاح لاقتصادي على الخارج نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على زيادة درجة الانفتاح على الخارج، ويرى بعض الاقتصاديين أن الاقتصاد يعد منفتحا على الخارج إذا بلغت النسبة 40% أو أكثر، وعليه يمكن القول بأنه كلما ارتفع معدل الانفتاح على الخارج كلما زاد تأثير العوامل الخارجية على الاقتصاد الوطني.

الفرع الثاني: نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للتصدير)، ونسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للاستيراد):

يعد الميل المتوسط للتصدير أحد أهم المؤشرات التي تقيس قدرة الاقتصاد على التصدير، وهو يقاس بنسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على قدرة الاقتصاد الوطني على التصدير

أما الميل المتوسط للاستيراد فيعد أحد المؤشرات التي يستدل منها على مدى انفتاح الاقتصاد على العالم الخارجي وهو قياس نسبة الواردات السلعية إلى الناتج المحلي الإجمالي فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على زيادة

¹ - أحمد علي صالح أبو غالية، حسين الفحل، الصادرات النفطية وعلاقتها بمعدلات الانفتاح الاقتصادي الليبي على الخارج (دراسة تحليلية خلال الفترة 1995-2008)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد السابع والعشرون، حزيران 2012 ص 242 - 252.

معدل انفتاح الاقتصاد الوطني على الخارج، بل ذهب بعضهم إلى أن الاقتصاد يعد منكشفاً وبدرجات عالية إذا بلغت هذه النسبة 20% أو أكثر لأن ذلك يعني أن الاقتصاد الوطني يعتمد بشكل كبير على الخارج في توفير احتياجاته السلعية المختلفة، كما أن ارتفاع هذا الميل يعني من جهة أخرى زيادة الإنفاق على الواردات، فإذا ارتفعت أسعار الواردات أدى ذلك على زيادة معدل التسرب من دائرة الدخل مما ينعكس سلباً على الاقتصاد الوطني.

الفرع الثالث: نسبة امتصاص الواردات لحصيلة الصادرات.

تقاس نسبة امتصاص الواردات لحصيلة الصادرات عن طريق نسبة الواردات إلى الصادرات وتبين هذه النسبة أثر التغيير في حصيلة الصادرات على الواردات وهذا ما يعني أن الواردات تعتمد اعتماداً مباشراً على الصادرات، فكلما ارتفعت هذه النسبة، كلما دل ذلك على أن الواردات تمتص جزءاً كبيراً من حصيلة الصادرات

الفرع الرابع: التوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية¹.

أولاً: التوزيع الجغرافي للصادرات وهنا تتم دراسة مدى انتشار صادرات الوطن على مختلف البلدان والجهات. فكلما كانت أكثر انتشاراً كلما دل ذلك على ارتفاع درجة الانفتاح.

ثانياً: التوزيع الجغرافي للواردات

نفس الأمر بالنسبة للتوزيع الجغرافي للواردات وهنا كذلك يتم دراسة مختلف مصادر الواردات وخصوصاً إذا كانت في إطار تطبيقها للاتفاقيات الثنائية واتفاقيات الشراكة

¹ - أحمد علي صالح أبو غالية، حسين الفحل، الصادرات النفطية وعلاقتها بمعدلات الانفتاح الاقتصادي الليبي على الخارج (دراسة تحليلية خلال الفترة 1995-2008)، مرجع سبق ذكره، ص 242 - 252.

المطلب الثالث: آثار الانفتاح الاقتصادي

دخلت اقتصاديات عديدة من الدول بعد انهيار النظام الاشتراكي مرحلة الانفتاح الاقتصادي من بابه الواسع وصار اقتصاد السوق لديها نموذجاً للاقتصاد الحر القائم على المبادرة والقطاع الخاص.

و بقدر ما حمل هذا التوجه بالنسبة للسكان بعض الأمل في حياة أفضل من تلك التي تتيحها الأنظمة المركزية إلا أنه حمل سلبيات كبيرة نذكر منها:

- أصبح الجهاز الحكومي أصبح شركات القطاع العام تفتقر إلى الخبرات الفنية التشغيلية بعد أن اجتذبت شركات الاستثمار الأجنبي والمشارك العاملين من ذوي الكفاءات والخبرات الفنية

- رفع أسعار توريد الحاصلات الزراعية الرئيسية وهو ما يعني زيادة قيمة الدعم الحكومي للسلع الأساسية التي تدخل الخامات الزراعية في إنتاجها.

- **توسيع الماركات المقلدة:** فالصين التي تمارس انفتاحها على طريقته الخاصة تعد أكبر سوق للماركات المقلدة حيث يقدر حجم المنتجات التي يتم تقليدها عن نصف التريلون دولار سنوياً، وتعد المنطقة الآسيوية وكذا الإفريقية أكبر مناطق العالم استهلاكاً لهذه المنتجات رغم أن التشريعات الدولية تمنع هذا النوع من التجارة إلا أن أساقها باتت تتجاوز جميع الأطر القانونية، وتمارس على نطاق واسع في البلدان العربية لاسيما في الدول ذات الدخل الفردي المتوسط وهذه المنتجات تشمل جميع السلع والسجائر وحتى المواد الصيدلانية ومواد التجميل والملابس فميزة هذه المنتجات أنها غير أصلية وبها عيوب المنشأ.¹

أي أن الانفتاح يقود إلى دخول المنتجات السيئة الأقل جودة.

- **حيل المبادرين الخواص:** ففي ظل الانفتاح الاقتصادي يتوسع نشاط المستثمرين الخواص، وعندما يتمكن هؤلاء من القطاعات الحساسة كالخدمات الصحية خدمات التعليم والإسكان يقع المستهلك ضحية التكاليف المبالغ فيها ومن بين حيل المبادرين الخواص اصطلياد المستهلك عن طريق البيع بالتقسيط حيث أن تسهيل الدفع هذا يمارس في قطاعات استهلاكية واسعة (تعليم، صحة إسكان، مشتريات استهلاكية)، ومن الملاحظ على

¹ - أحمد علي صالح أبو غالية، حسين الفحل، الصادرات النفطية وعلاقتها بمعدلات الانفتاح الاقتصادي الليبي على الخارج (دراسة تحليلية خلال الفترة 1995-2008)، مرجع سبق ذكره، ص 242 - 252.

عمليات البيع المسهل أنها محكومة بعقود إلزامية غير كاملة التفاصيل مما يؤكد المستهلك رسوم¹ إضافية، وفوائد مركبة وغرامات في حالة فسخ العقد.

-مصيدة التمويل البنكي: ففي أنظمة الاقتصاد المنفتح تتنافس البنوك التجارية في كسب الزبائن الجدد وتقدم للمستهلكين تسهيلات كبيرة لتمويل عملياتهم الاستهلاكية في وقت قياسي كبطاقات الائتمان مثلا التي تبدو في البداية كوسيلة لتسهيل الشراء إلا أن الأعباء التي تحسب عندما يتجاوز المسحوب رصيد المتعامل إلى جانب أقساط الاشتراك لم تكن في الحسبان هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن كفاءة وخبرة العاملين بهذه البنوك إضافة إلى التطور التكنولوجي بها وتنوع خدماتها يزيد البنوك المحلية عن التعامل ويفقدونها حصتها من الزبائن في سوق الإقراض وعرض الخدمات المصرفية

-مكاتب استيراد وبيع العمال: تحت عنوان "وكالات العمالة الوافدة" تقوم شركات خاصة باسم الانفتاح الاقتصادي باستيراد اليد العاملة الرخيصة وبيعها للشركات، حيث أن المكاتب تقتطع نسبة من أجورهمالزهدية تصل إلى الخمسين في المائة أما شركات التوظيف فتستخدمهم في أصعب الأشغال (الطرق + البناء، الأشغال الكبرى) خارج قاعدة العمل الدولية.

مكاتب استيراد العمالة الأجنبية تفرض إجراءات خاصة في حالة إخلال العامل بعقود التشغيل وظاهرة العمالة التي تشهدها الاقتصاديات المنفتحة والتي تحولت إلى قطاع تجاري مريح للشركات الخاصة مازالت تطرد العمالة المحلية وتغذي البطالة بين المواطنين وهو ما دفع بعديد الدول المتضررة من ذلك إلى مراجعة قوانين التشغيل لديها في إطار ما يعرف بالتوطين وتبقى هذه المراجعة محدودة الأثر في اقتصاد منفتح قاعدته انسياب التجارة ولو كانت تجارة البشر.

-أدى الانفتاح إلى ظهور مراكز قوى جديدة، فقد نشأة مراكز قوى اقتصادية أكسبت نفوذا وهيمنة لا يستهان بها على توجيه السياسات الاقتصادية ووضع القرارات العامة

-أدى الانفتاح الاقتصادي إلى تفشي الطفيلية، و قد اتخذ النشاط الطفيلي صورا عديدة مثل استغلال النفوذ السياسي والإداري والارتشاء والتواطؤ مع القطاع الخاص على حساب القطاع العام والمضاربة في الأراضي

¹-أحمد علي صالح أبو غالية، حسين الفحل، الصادرات النفطية وعلاقتها بمعدلات الانفتاح الاقتصادي الليبي على الخارج (دراسة تحليلية خلال الفترة 1995-2008)، مرجع سبق ذكره، ص 242 - 252.

والمبانيوتضخم الأزمات والاتجار في السوق السوداء ن التهريب والتهرب من دفع الضرائب والرسوم الجمركية والاستيلاء على أموال الدولة.¹

-قد يؤدي الانفتاح الاقتصادي إلى التضخم الانفجاري، فقد اتخذ التضخم صورا انفجارية في سنوات الانفتاح في الدول النامية فالثابت في الإحصائيات الرسمية للأسعار أن معدل التضخم لم يكن يتجاوز 3% إلى 4% قبل سنوات الانفتاح بينما بدأ معدل التضخم في الزيادة بخطوات متسارعة منذ بدأ التوجه إلى الانفتاح الاقتصادي معدلات التضخم المسجل خير دليل على ذلك.²

-يؤدي الانفتاح الاقتصادي على اغتيال التخطيط وكانت أسوأ نتائج الانفتاح الاقتصادي، فبالرغم من وضوح التشريعات والقوانين الخاصة بالانفتاح الاقتصادي فإن بعض القائمين على تنفيذ سياسة الانفتاح الاقتصادي لم يأخذوا هذه الأخيرة مأخذ الجد ولهذا كانت النتائج النهائية لهذه السياسة الوقوع في فخ التبعية فلم يعد محلا للجدل أن هذه الدول في عهد الانفتاح قد صارت تابعة تبعية كاملة للمركز الرأسمالي العالمي، فالاقتراض من الخارج أصبح وجها آخر من وجوه العجز في البناء الاقتصادي التابع حيث يؤدي عجز ميزان المدفوعات إلى اللجوء إلى الاقتراض الخارجي ويؤدي الاقتراض إلى تراكم أعباء خدمة الدين من أقساط وفوائد بما يؤدي إلى الاقتراض من جديد لتغطية العجز، ويتدخل الصندوق لعلاج عجز ميزان المدفوعات وتسهيل الاستدانة من الخارج ثم لإعادة جدولة الدين وتكون النتيجة تكريس التبعية.³

¹- عبد المجيد راشد، سياسة الانفتاح الاقتصادي ونتائجه، مجلة الحوار المتمدن، العدد 1749 يوم 2006/11/29 ص 6، وعلى الموقع الإلكتروني:

www.alhewar.org/search/dsearch.aspxnr=1749

²- عبد المجيد راشد، سياسة الانفتاح الاقتصادي ونتائجه، مرجع سبق ذكره، ص 8.

³- عبد الحميد راشد، سياسة الانفتاح الاقتصادي ونتائجه، مرجع سبق ذكره.

المبحث الثاني: العولمة المالية وتحرير الأسواق المالية

يشهد الاقتصاد الدولي تطورات كبيرة وتزايد الظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل وهو ما أدى إلى ميلاد نظام جديد يتميز بالتحرير المالي وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال ودفع إلماندماج الكلي بين كل من أسواق الأموال الدولية، مع سرعة وسهولة الاتصالات بين المراكز المالية في مختلف دول العالم، كما أصبح للقرارات المالية والأحداث الاقتصادية التي تحدث في إحدى دول العالم آثارا على أفراد ودول في مناطق أخرى من العالم ويسمى الاقتصاديون هذه الظاهرة بالعولمة المالية ويعتبر موضوع العولمة من الموضوعات المعاصرة والجدير بالبحث والاهتمام ولاسيما فيما يخص مفهوما وعوامل ظهورها وآثارها الإيجابية والسلبية.

المطلب الأول: مفهوم العولمة المالية وعوامل مؤشرات تنامي العولمة

الفرع الأول: مفهوم العولمة المالية

العولمة المالية تتمثل في ذلك التشابك والترابط شبه الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول والتي بدأت تتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز على انتقال رؤوس الأموال لكامل الأسواق المالية¹

-هي عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال القيود الجغرافية والتنظيمية، ليسود بذلك حرية التدفقات السلعية والمالية، من أجل ضمان أفضل تخصص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى الفوائد وأقل المخاطر.

-الزيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها التحرير المالي والتحول إلى ما يعرف بالاندماج والانفتاح المالي، الذي أدى إلى تكامل الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية.²

. هي النمو في المعاملات المالية الذي يتجاوز كل الحدود الوطنية والجهوية وكل تدفق لرؤوس الأموال عبر سوق عالمية موحدة كاملة المنافسة بما تحقق الكفاءة في تخصص الموارد المالية بين المناطق والقطاعات أو هي النمو السريع في

¹ . حريري عبد الغني آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية -دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الشلف 2007 ص 28

² . طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، الأكاديمية العربية المفتوحة الدنمارك، كلية الإدارة والاقتصاد على الموقع الإلكتروني تاريخ الإطلاع: 2013/08/17 على 22.26.

المبادلات المالية الدولية عن طريق زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وإنشاء أسواق مالية تتفقيها الرساميل قصيرة الأجل بين الدول من دون قيود تذكر عليها¹.

الفرع الثاني: مؤشرات تنامي العولمة المالية

أولاً: تطور المعاملات عبر الحدود في الأوراق المالية

نقصد به تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، بعد أن كانت المعاملات الخارجية في تلك الأدوات تمثل مانسبته أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في تلك الدول عام 1980، نجدها في عام 1996 تصل إلى مايتجاوز 15% في أمريكا ومايزيد عن 20% في كل من فرنسا وكندا وألمانيا.²

ثانياً: تطور تداول النقد الأجنبي

إن الإحصائيات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفع من 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 12 ترليون دولار في عام 1995 وهي مايزيد بـ 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام.³

ثانياً: تنامي البنوك الخاصة التي تدير أصولاً مالية للأثرياء:

حيث أن أكبر 20 بنك خاصاً في العالم تدير حالياً أصولاً مالية تصل إلى 10.5 ترليون دولار وهي تمثل 12% من إجمالي سوق الثروات العالمية.⁴

ثالثاً: تغير حجم وبنية الموجودات المالية في العالم

إن تعاظم قطاع المال يستدعي الاهتمام والمراجعة لمنهاج التحليل والسياسات والتشريعات والأنظمة الرقابية، فحجم الموجودات المالية في العالم ارتفع من 55 ترليون دولار عام 1980 إلى 24 ترليون دولار عام 2007 فقد تجاوزت حدود تحمل الاقتصاد الحقيقي وقد يكون عدم التناسب هذا هو أحد أسباب الأزمة الحالية كما أن هناك تحول آخر

¹. طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 26.

². صالح مفتاح، العولمة المالية، كلية العلوم الإنسانية، العدد الثاني جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002 ص 206

³. صالح مفتاح، نفس المرجع، ص 207

⁴. طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 7.8

تمثل في تراجع دور المصارف كمرتكز للنظام المالي إلى أسواق الأسهم والأوراق المالية بأنواعها، ومن الاعتماد على المصارف في تقديم القروض إلى أنواع متكاثرة من المؤسسات والمبتكرات.¹

رابعاً: صعود أقطاب جديدة

والمقصود هنا دخول مؤسسات مالية غير مصرفية في ميدان الوساطة المالية والتي أصبحت تمارس أعمالاً في مجال الخدمات المالية، وأضحت منافساً قوياً للمؤسسات المصرفية وهذه المؤسسات وهي صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، المصارف المتخصصة وغيرها.²

خامساً: المضاربة الأحادية

أصبحت المضاربات الأحادية من العقود السائدة في العديد من بورصات وأسواق المال العالمية وما ساعد على ذلك تطور التقنيات الحديثة وإمكانية إجراء التحليلات الاقتصادية المعقدة، فضلاً عن إمكانية التداول على مدار الساعة، لقد ظهر حالياً مجموعة من المنتجات المالية المعقدة غير التقليدية ومن أشهرها الخيارات الآجلة، وكذلك المقايضة، ووفقاً للوكالة الدولية للصكوك المقايضة فإنه في نهاية عام 2006 بلغت التعاملات الآجلة ومبادلة العملات وأسعار الفائدة حوالي 286 ترليون دولار أي 6 أصناف الناتج العالمي.³

المطلب الثاني: العولمة والتحرير المالي

الفرع الأول: مفهوم التحرير المالي

يعد التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبياً وقد بدأت منذ بداية الستينات وفي العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول المتخلفة من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي ويمكن تعريف التحرير المالي كما يلي:

- التحرير المالي هو مجموع الإجراءات الذي يعمل علي تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشرافي قوي، وخصخصة بنوك القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء المصارف والسماح للبنوك

¹ طارق محمد خليل الأعرج العولمة المالية مرجع سبق ذكره ص 7

² طارق محمد خليل الأعرج، نفس المرجع، ص 09

³ طارق محمد خليل الأعرج، نفس المرجع، ص ص 08-09

الأجنبية من الدخول إلى السوق المصرفية المحلية، وحرية سعر الفائدة وتحرير أسعار الصرف وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال¹.

-التحرير المالي يقتضي التخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بما فيها تثبيت أسعار الفائدة وتوجيه القروض إلى قطاعات محددة.

-التحرير المالي بالمعنى الواسع هو مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً².

أما المعنى الضيق للتحرير المالي فهو عملية تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.

الفرع الثاني: أهداف ومبررات التحرير المالي:

يعد التحرير المالي من أكثر جوانب الإصلاح الاقتصادي خطورة وإثارة للجد سواء في نطاقه أو في تسلسل اجراءاته ويهدف التحرير المالي إلى التخلص من مظاهر الكبح المالي الذي عانت منه معظم اقتصاديات الدول النامية.

وينصرف مفهوم الكبح المالي إلى القيود المفروضة على النظام المالي ومن أهمها:³

-التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع

-رقابة إدارية على تخصيص الانتماء لقطاعات معينة (كالقطاع الزراعي،الحكومي، وقطاع الصناعات الصغيرة) مع تقديم القروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية.

-فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المالي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة وقد يصل مداها إلى الحظر المطلق لدخول المستثمرين الأجانب إلى قطاع الخدمات المالية.

-فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلية أم خارجة وذلك بهدف تعزيز وحماية ترتيبات القطاع المالي المحلي.

¹ . حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية مرجع سبق ذكره ص 86

² . طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره ص 18

³ . عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر

الجامعي،الإسكندرية 206،ص 195

وقد واكب في هذه الوضعية ضعف الهياكل القانونية والمؤسسية للقطاع المالي وانخفاض درجة الشفافية نتيجة لتجاهل متطلبات الإفصاح.

وقد ترتب على الكبح المالي آثار سلبية وهي كالتالي:¹

-تدني أسعار الفائدة الاسمية على الودائع والقروض إلى حد أضحت معه أسعار الفائدة الحقيقية في ضل تزايد معدلات التضخم سلبية، الأمر الذي انعكس بالسلب على عوائد الأصول المالية ثم على أسعارها.

-أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البدائل الأخرى من الأصول الأجنبية وأدى ذلك إلى تقليص رقعة النظام المالي الرسمي وذلك في مواجهة تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي الذي نشأ نتيجة لتلاقي رغبات الطلب المحبط غير الملبى على الأموال في السوق الرسمية مع رغبات عارضي الأموال في عوائد حقيقية، ايجابية أعلى من العوائد السلبية في السوق الرسمية (بفعل التضخم).

-ضعف قدرة الاقتصاديات المحلية على تمويل الاستثمارات.

وقد أدى ضعف القطاع المالي على النحو المتقدم إلى سوء تخصيص في الموارد المالية وضعف القدرة على حشد الموارد اللازمة لتمويل الاستثمارات في الدول النامية الأمر الذي دفعها إلى اللجوء للقروض الخارجية لتمويل خططها التنموية في جو اتسم بسيولة مالية مفرطة ورخيصة غير أن سوء استخدام تلك القروض مع ارتفاع أسعار الفائدة العالمية وانخفاض الموارد الذاتية للصراف الأجنبي في الدول النامية أسهم في عدم قدرة تلك الدول على خدمة ديونها والوفاء بالتزاماتها تجاه الأطراف الدائنة، الأمر الذي دفع البنوك العالمية إلى ترشيد الإقراض لها وتبعاً لذلك توقفت أهم مصادر التمويل في تلك الدول.

ونتيجة لما سبق صارت هناك ضرورة إستراتيجية بديلة تهدف إلى تعبئة المدخرات المحلية وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وعماد تلك الإستراتيجية هو التحرير والإصلاح المالي بشكل يضمن تحقيق الكفاءة في حشد الموارد المالية وتخصيصها على حيز في شكل استثمارات مباشرة وغير مباشرة.

¹ عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، نفس المرجع ص 196 - 197

الفرع الثالث: استراتيجيات التحرير المالي:

ينظر لهذه الإصلاحات من خلال مستويين من الإصلاحات الأول هو سياسات التحرر المالي على المستوى الدولي والثاني سياسات التحرر على المستوى المحلي¹.

أولاً: سياسات التحرر المالي المحلي:

1. تأهيل النظام المصرفي من خلال إعادة هيكلة المؤسسات المصرفية من خلال نقل ملكيتها للخواص وكذا أزلت كافة الضوابط الإدارية على سعر الفائدة وتحريره تدريجياً، والسماح للمصارف الأجنبية بالتواجد على الساحة المحلية وتطوير إدارة السياسة النقدية من خلال اعتماد السلطة النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة؛

2. تنمية وتعميق السوق المالية من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة فيه وكذا تنويع أدوات الاستثمار المالي في السوق مما ينوع الخيارات أمام المستثمرين المحليين والأجانب؛

. ثانياً: سياسات التحرر المالي الدولي

1. الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي على النظام المالي العالمي؛

2. العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية؛

3 رفع القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية ومنح رأس المال الأجنبي بعض الامتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية؛

4. تحرير أسعار صرف العملات وجعلها تتحدد وفق آلية السوق.

ثالثاً: تأثير التحرير المالي على العولمة المالية

إن حدوث عمليات التحرير المالي متزايد على المستوى المحلي وكذلك المستوى الدولي، وفي نفس الوقت تقريبا أدى الزيادة تدفقات رؤوس الموال عبر الحدود، ومع زيادة حرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة، وكذلك تسارع عمليات التحرير المالي تسارعت عولمة الأسواق المالية والعولمة المالية وخاصة مع ربط ذلك بتحسين مناخ الاستثمار في الكثير من الدول والسعي إلى جذب المزيد من الاستثمارات من خلال الأسواق المالية وغيرها.

¹. طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 18-20

المطلب الثالث: العولمة وتحرير الأسواق المالية:

أصبح تحرير سوق المال خيارا مهما في ظل الانفتاح الاقتصادي لأن هناك ارتباطا بين حركة رؤوس الأموال في الأسواق المالية الدولية، وقد كان لظهور وتنامي العولمة المالية والتحرير المالي عاملا مساعدا على تسريع تلك الحركة ونمو حجم رأس المال المتداول بين الأسواق المالية الدولية.

الفرع الأول: مفهوم تحرير الأسواق المالية

قامت الأوراق المالية نتيجة تحريرها في المساهمة على ترابط بلدان العالم بعضها ببعض عن طريق سوق العملات وأسواق الأسهم والسندات والقروض وباقي الأدوات المالية الأخرى فأصبحت بذلك أسواق رأس المال أكثر تكاملا وترابطا، ومنه فإنه يمكن تعريف تحرير أسواق الأوراق المالية بأنه يتضمن حذف كل القيود ضد حيازة المستثمرين الأجانب للأوراق المالية للشركات المحلية المتداولة والمسعرة في بورصة القيم المنقولة والحد من إجبارية توطين رأس المال وأقسام الأرباح والفوائد مع توفير حرية الدخول والخروج في عمليات الوساطة المالية.¹

الفرع الثاني: أهداف تحرير الأسواق المالية

هناك عدة أهداف تستهدفها سياسيات تحرير الأسواق المالية عبر العالم ومنها:²

- تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية، بهدف تعبئة المدخرات المالية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل الاقتصاديات وزيادة معدلات الاستثمار فيها كذلك زيادة فرض المقترضين المحليين إلى مصادر التمويل الدولية.
- إضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية كما في المعاملات التجارية التي أصبحت عامة بفضل تحرير التجارة الدولية.
- تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية عبر العالم للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية لذا كثرت التغيرات التي اجتاحت الاقتصاديات الرأسمالية ومن أبرزها تغيرات أسعار صرف العملات الدولية وتغيرات أسعار الفائدة الدولية والتي أعطت حرية أكبر للتحويلات الخارجية مع تحرير تحويل العملات، وهذه التغيرات أضعفت من فعالية رؤوس الأموال.

¹ حريري عبد الغني، آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية، دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 57

² حريري عبد الغني، نفس المرجع ص 51-52

الفرع الثالث: العوامل المساعدة على تسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية

يؤكد الكثير من الاقتصاديين أن تسارع وتيرة عولمة الأسواق المالية سيكون كبيرا في القرن الحادي والعشرون لذلك لا بد من التطرق إلى العوامل المسببة لهذا التسارع في العولمة المالية والتي يمكن إجمالها بتسع عوامل أساسية سنتناولها باختصار

أولاً: تنامي الرأسمالية المالية¹

حيث لم يكن للعولمة المالية إن تنمو وتتسارع بشكلها الراهن دون التنامي الموازي في الرأسمالية المالية، لقد تمت الرأسمالية المالية من خلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتركيبها الهيكلية المصرفية وغير المصرفية كالمصارف التجارية، وشركات التأمين وإعادة التأمين وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد.

كما أصبحت الرأسمالية المالية ذات طابع ريعي صرف إذ تقوم بتوصيف رؤوس الأموال وليس استثمارها، كما أنها تحقق ريع أوراق مالية أكثر من تحقيق أرباح في المشاريع الإنتاجية، إن ذلك لا شك يعكس بعدا خطيرا يتجلى في حركة رأس المال في الأسواق المالية العالمية لم تعد ترتبط بحركة التجارة العالمية بل أصبح لها كيانها وآلياتها ودورها الخاصة بها.

وفي تنامي مجال الرأسمالية المالية قد ربطه دروكر *drouker* بما أطلق عليه تسمية "الاقتصاد الرمزي" الذي تحركه رموز ومؤشرات الثروة العينية مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية كما تحركه مؤشرات البورصات العالمية مثل *داوجونز نيكاي*، و *داكس*، ويتأثر بأية تغيرات تحدث في أسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبي، وموازن المدفوعات ومعدلات البطالة وتغيرات المستوى العام للأسعار، إضافة إلى انه اقتصاد يتأثر كثيرا بالشائعات والعوامل النفسية الناتجة عن بيانات وزارة المالية أو محافظي البنوك أو مسئولين في الدولة.

¹ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية، وأثرها على تنمية الدول النامية مع الإشارة للسوق المالي الكويتي، ورقة بحثية في المؤتمر العلمي الرابع "الريادة والإبداع" استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، يومي 15-16 مارس 2005، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية والمالية، ص ص 11-10.

ثانيا: ظهور فائضسي كبير لرؤوس الأموال¹

أن النمو الهائل الذي حدث في تدفقات رؤوس الأموال الدولية عكس في ضوء عولمة الأسواق المالية حجما كبيرا من المدخرات والفوائض المالية التي لم تستطع في استيعابها دعاها للبحث عن فرص استثمارية خارجية

فظاهرة الاستثمار خارج الحدود الوطنية تعتبر قديمة قدم النظام الرأسمالي نفسه، كما أن ظاهرة الاستثمار المالي في الأسواق المالية الخارجية كانت موجودة منذ أولى مراحل تطور النظام الرأسمالي، ولكن ما هو جديد في الظاهرة حاليا هو تزايد حجمها بشكل هائل وتنوع أدواتها المالية وكذلك الارتباط القوي بين الأسواق المالية والاستقلالية الواسعة نسبيا التي تتحرك بها الأموال بمعزل عن متطلبات حركة التجارة العالمية.

إن زيادة تدفقات رؤوس الأموال للخارج في إطار العولمة المالية الحالية ما هي في حقيقة الأمر سوى انعكاس لاتجاه معدلات الربح نحو الانخفاض والتدهور في المراكز "الدول" التي تخرج منها هذه الأموال

ثالثا: وجود الابتكارات المالية الحديثة²

ارتبط نمو العولمة أيضا بظهور عدد من الأدوات المالية الحديثة التي أخذت تجتذب العديد من المستثمرين. فإلى جانب الأدوات المالية التقليدية المتداولة في الأسواق المالية كالأسهم والسندات، فقد ظهر العديد من الأدوات الاستثمارية الأخرى منها المشتقات المالية التي تتعامل مع المستقبل ومن أدواتها "المبادلات، المستقبلات والخيارات." والمتبع لهذه الأدوات يجد بوضوح تطورها عبر الزمن وبشكل ملفت للنظر

كما أن قسما من هذه الأدوات الاستثمارية الجديدة ظهر تحت ضغوط حدة المنافسة بين المؤسسات المالية، وأدت دون شك لتسهيل وصول المستثمرين إلى الأسواق المالية المختلفة وبسرعة فائقة، وتنوع محافظهم المالية

كما أن لهذه الأدوات أهمية بالغة من خلال الدور الذي لعبته في إيجاد التقارب بين مختلف الأسواق المالية بخاصة عقود المبادلات. وكذا عقود المستقبلات وغيرها التي تتيح نقل المخاطر والتغطية ضد مخاطر تغطية السعر وكذلك تتيح الفرصة لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية لطرفي التعاقد إضافة إلى كونها تتيح فرص الاستثمار إضافة للمضاربين الذين يبحثون عن أكبر قدر من الربح، كما تيسر وتنشط التعامل على الأصول محل التعاقد.³

¹ - أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية، وأثرها على تنمية الدول النامية، نفس المرجع، ص ص 11-12.

² - أحمد منير النجار، نفس المرجع، ص 12.

³ - منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر الإسكندرية، مصر 2003، ص 12، بتصرف.

رابعا: التقدم التقني

مما ساعد على نمو العولمة المالية وظهور الابتكارات المالية الحديثة وسرعة انتشارها هو التقدم التقني خاصة في حقل الاتصالات والمعلومات، حيث تم تجاوز عقبة حواجز الزمان والمكان بين الأسواق الوطنية المالية المختلفة، وانخفضت تكلفة الاتصالات بأنواعها مما كان له انعكاس ايجابيا على زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق إلى أخرى فمن خلال شبكة تقنية الاتصال والمعلومات الحديثة أصبح من السهل معرفة حركة الأسعار في عشرات الأسواق المالية العالمية والمقارنة بينها واتخاذ القرارات المناسبة لعمليات البيع والشراء وذلك في وقت قياسي¹.

خامسا: انتشار التحرير المالي الوطني والدولي

إن زيادة حركة رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية وبين سوق وآخر تأثر بعمليات التحرير المالي الداخلي والدولي، إلا أنه وحتى يكتب التحرير المالي بشقيه الوطني والدولي، الناجح، فإن ذلك يتطلب خلق مناخ مناسب من تحقيق استقرار اقتصادي والتضخم المعضلة التضخم وخفض عجز الموازنة العامة للدولة لحدود معقولة، وإصلاح سوق الصرف الأجنبي وتقوية الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية وتكوين احتياطات دولية كافية لتطوير أسواق الأوراق المالية، وخفض عجز ميزان المدفوعات بغية التحكم في حجم المديونية الخارجية، واتخاذ التدابير الحكومية المناسبة للرقابة الاحترازية، وكذلك توفير الإطار القانوني والمؤسسي لما سبق.

وما يجب الإشارة إليه هنا دور التوسع الكبير الذي حدث في العديد من الدول والمتعلقة بالإعفاءات الضريبية ومنع مزايا عديدة للمستثمرين الأجانب لدفعهم لتفضيل الأسواق الخارجية

سادسا: اتساع سوق السندات²

تعتبر السندات احد أهم الأدوات المالية المتداولة، كما يعود تسارع عوامة الأسواق المالية إلى النمو الكبير في إصدار السندات وتداولها في تلك الأسواق، وخاصة السندات الحكومية التي تعتبر أساس سوق السندات عموما.

و ترجع بدايات نمو سوق السندات إلى عام 1973 حيث صدرت بما قيمة 7.8 مليار دولار أمريكي وقد وافق ذلك ارتفاع أسعار النفط العالمية، لكن ارتفاع معدلات التضخم عالميا في أواسط التسعينات حتى أواسط

¹- للاطلاع أكثر أنظر: احمد شعبان محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية (دراسة تحليلية، تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر 2007، ص33-37.

²- أحمد منير النجار، عولمة السواق المالية، وأثرها على تنمية الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 18.

الثمانينات من القرن العشرين قد أعاق كثيرا نمو إصدار السندات حيث أصبحت معدلات الفائدة عليها سالبة بسبب التضخم مما شكل عقبة أمام الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل بمعدلات فائدة ثابتة.

إلا أنه مع انخفاض معدلات التضخم خاصة في الدول الصناعية المتقدمة فقد ارتفعت من جديد الإصدارات على مستوى الدولي وبمعدلات متفاوتة بين الدول، واستمر الارتفاع بل الانفجار في سوق السندات في عقد التسعينات من القرن العشرين وهذا ما توضحه الأرقام بالجدول التالي.

جدول رقم (1.2) تطور السندات المستحقة في الأسواق المالية العالمية حسب المصدر لبعض الدول المتقدمة (مليار دولار أمريكي)

الدولة	1993		1995		1997		معدل النمو السنوي %
	رقم	%	رقم	%	رقم	%	
وم أ	176	8.6	264	9.7	555	15.7	33
اليابان	337	11.6	351	12.9	420	11.8	5.6
ألمانيا	119	5.9	261	9.6	392	11.1	35
فرنسا	153	7.5	205	7.5	222	6.3	9.7
بريطانيا	187	9.2	225	8.3	307	8.7	13.2
كندا	147	7.2	174	6.4	185	5.2	5.9
هولندا	53	2.6	101	3.7	140	3.9	27.5
السويد	74	3.6	104	3.8	102	2.9	8.4
سويسرا	18	0.9	33	1.2	65	1.8	37.9
بلجيكا	28	1.4	45	1.6	53	1.5	17.3

المصدر: احمد منير النجار، عوامة الأسواق المالية وأثرها على التنمية مرجع سبق ذكره، ص 15

وعلى صعيد آخر وضمن إطار تسارع العولمة المالية، فإن قيمة ما يملكه غير المقيمين من السندات المصدرة قد ازدادت عبر الفترة المشار إليها في الجدول السابق وهذا يعبر عن مؤشر لاندماج وتكامل الأسواق المالية على المستوى العالمي والجدول التالي يوضح التطور لبعض السنوات وبعض الدول الصناعية.

جدول رقم (2.2): نسبة ما يملكه غير المقيمين من جملة الدين العام في بعض الدول المتقدمة (% من الدين العام الإجمالي)

السنوات	وم أ	اليابان	ألمانيا	إيطاليا	بريطانيا	كندا
1985	15.2	3.7	16.3	--	7	12.4
1990	20.1	4.4	20.9	4.4	14.7	17.4
1995	28.3	4.3	28.2	13.2	18.8	23.3
1997	40.1	--	--	--	--	23.1
معدل النمو السنوي %	8.4	1.4	505	24	10.4	5.3

المصدر: احمد منير النجار، مرجع سبق ذكره، ص 17

إضافة لما سبق فإن النمو الهائل للسوق السندات يعود أيضا لمجموعة من العوامل نذكر منها وليس كلها مايلي:¹

- مكافحة التضخم وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في كثير من دول العالم مما جعل سعر الفائدة الحقيقي موجبا
- السماح لغير المقيمين التعامل في سوق الأوراق المالية المحلية.
- استمرارية عجز الموازنات العامة وتمويل هذه العجزات من خلال "طرح السندات الحكومية".
- سد الاحتياجات التمويلية لشركات القطاع العام بواسطة السندات الحكومية.
- تفضيل العديد من الشركات التمويل من خلال السندات على التمويل بطريقة التوسع في الأسهم لأسباب ضريبية من جهة وإمكانية السيطرة على الإدارة من جهة أخرى.
- التزام المصارف ومقررات لجنة بازل مما حدد من قدرتها على تمويل الاستثمارات الثانية للقطاع الخاص، ودفعها بالتالي للجوء لسوق السندات.

¹ - احمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على التنمية، مرجع سبق ذكره، ص18.

- لجوء حكومات الدول النامية للسندات بعد انخفاض حجم القروض الحكومية والمصرفية والمعونات والمساعدات الرسمية.
- وجود تنوع كبير في أنواع السندات المصدرة مما يلي حاجات المقترضين مثل سندات قابلة للتحويل لأسهم، سندات بشراء مؤجل، سندات بمعدل متحرك سندات بعملة مزدوجة.¹

سابعاً: إعادة التركيب الهيكلي لصناعة الخدمات المالية

لقد حدث في الربع الأخير من القرن العشرين تغيرات كبيرة طرأت على صناعة الخدمات المصرفية وإعادة هيكلتها مما كان له الأثر الكبير على تزايد وتيرة تسارع العمولة، وقد يكون من المناسب الإشارة بهذا الصدد إلى ثلاث أنواع من هذه التغيرات على سبيل المثال وهي:

التغيير الأول: توسع دائرة أعمال المصارف محلياً ودولياً خاصة بعد تحقيق أو إلغاء حالات الكثير من القيود التي كانت تحد من نشاطها إطار متطلبات التحرير المالي مما ينجم عنه تنوع في مصادر أموالها وتنوع طرق استخدامها، وقد تجلّى ذلك فيما يلي:

- أ- عدم اقتصر أرباح المصارف على أرباح عمليات الإقراض للمشاريع المتوسطة والصغيرة والقروض الاستهلاكية، بل شملت كذلك مداخيل الأصول كالأسهم والسندات وكذلك مداخيل عمليات إدارة هذه الأصول
- ب- انخفاض نسبة القروض من إجمالي أصول المصارف بسبب تزايد الأصول من سندات وأسهم
- ج- انخفاض الودائع من إجمالي الخصوم في ميزانيات المصارف.

إن التغيرات التي تتضح بشكل رئيسي في ميزانيات المصارف التجارية الكبيرة ذات البعد الدولي إما البنوك المحلية الصغيرة فما تزال مثل هذه التغيرات واضحة فيها حالياً.

التغيير الثاني: دخول مؤسسات مالية غير مصرفية في مجال صناعة الخدمات التمويلية مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد، صناديق الاستثمار وهو ما خلق منافسة شديدة مع المصارف التجارية، مما أدى بها للتحويل إلى عقلية البنوك الاستثمارية لأجل توسيع مجالات نشاطها (كإدارة مخاطر السوق)، بعد أن كانت تهتم بإدارة مخاطر الائتمان)

¹ - يتم شراؤها بعملة معينة ويتم سدادها عند استحقاقها بعملة أخرى وبمعدل صرف محدد سلفاً.

التغير الثالث: انتشار عمليات الشراء والاندماج بين المؤسسات المالية.¹

ثامنا: التخصصية

لقد كان لتخصصية بعض شركات ومؤسسات القطاع العام وبعض الخدمات العامة دورا هاما في توسيع مجال العملة المالية وخاصة مع تزايد إجراءات التحرير المالي المحلي والدولي.

ففي الدول التي تبنت برامج متعددة للتخصصية سمحت لغير المقيمين "الأجانب" بتملك الشركات أو المساهمة في ملكيتها لذلك من الطبيعي أن يكون هناك علاقة بين زيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى بعض الأسواق المالية وبرامج التخصصية الموجودة في دول هذه الأسواق.

حيث أن الخوصصة ما هي إلا دعوة نحو قيام نظام السوق لذلك من الضروري جدا وجود سوق مالية نشطة ومتطورة للتداول كأسهم الشركات المخصصة وسنداها، وتدعيمها بمنظومة تشريعية تضمن حسن سير ذلك.²

الفرع الرابع: تأثير استراتيجيات الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة

أولا: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين وهي أسواق برزت خلال العشرينين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل نفقات رؤوس الأموال تعود كلمة "ناشئة" في الأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية والتي تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتنمو.

ورغم أنه في الحقيقة لا يوجد تعريف موحد للأسواق المالية سيتم استعراض بعض التعاريف منها:

. الأسواق المالية الناشئة هي أسواق في دول منخفضة الدخل ومتوسطة النمو وبدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتفقد، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم.³

¹ - للاطلاع أكثر انظر بريش عبد القادر، التحرير المصرفي بمتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرات التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية نقود ومالية جامعة الجزائر 2006 - ص 195.

² - ضياء مجيد الموسوي، التخصصية والتصحيحات الهيكلية، آراء وتوجيهات، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 50.

³ . عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية قطر 2001، ص 102.

. مصطلح السوق الناشئ ينطبق سواء على الأسواق المنشأة حديثاً أو على البوصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير هام لاقتصاديات تلك الدول.¹

. تعرفها مؤسسة التمويل الدولية على أنها سوق أسهم وسندات وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10000 دولار وانطلاقاً من هذا التعريف وصفت هذه المؤسسة قائمة للأسواق المالية الناشئة حسب المجموعات الإقليمية، يمكن توضيحها ضمن الجدول التالي:

جدول رقم: (3.2) قائمة الأسواق المالية الناشئة

أمريكا اللاتينية	شرق آسيا	جنوب آسيا	أوروبا	افريقيا	الشرق الأوسط
الأرجنتين	الصين الشعبية	الهند	روسيا	جنوب افريقيا	اسرائيل
البرازيل	كوريا الجنوبية	أندونيسيا	المجر	نيجيريا	مصر
الشيلي	الفلبين	ماليزيا	بولونيا	تونس	
كمبوديا	تايبان	باكستان	جمهورية التشيك		
المكسيك	سيرلانكا	الأردن	اليونان		
البيرو	تايلاندا		فنزويلا		

Source: Societe International (www.ifc.org)

لقد تميزت الاقتصاديات الناشئة بالتميز الكبير منذ انطلاقتها في عمليات الانفتاح الاقتصادي التجاري والمالي، حيث عرفت معدلات نمو مرتفعة من جهة نظراً اقتصادية ومعدلات عائد معتبرة من وجهة نظر استثمارية، وعلى الرغم من تباينها الواضح وقلة تجانسها إلا أنها استطاعت تغيير شكل الخريطة المالية للعالم، والتأثير على قرارات الاستثمار الدولي وعموماً فإن الأسواق الناشئة تتميز بصغر حجمها وارتفاع درجة تركيزها وتطورها السريع، ولكنها بشكل كبير من تذبذب كبير مقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة، ما يؤدي إلى عدم استقرارها وزيادة تعرضها للأزمات، وهذا التذبذب المرتبط أساساً بطبيعة السوق المالية في حد ذاتها، يزداد عمقا بازدياد تحرير العمليات المالية في الأسواق.²

¹. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الطبعة الأولى دار المنهل اللبناني بيروت، لبنان، بدون سنة نشر، ص 95

². أسماء بلميهوب، العولمة المالية وأثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل

شهادة الماجستير في الاقتصاد الدولي 2004 جامعة فرحات عباس سطيف، ص 59-60، بتصرف.

ثانيا: تأثير الانفتاح المالي على أداء الأسواق المالية الناشئة

يتميز أداء السوق المالية بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية، وقد يتعلق الأمر أحيانا بمتغيرات غير مالية، وما هو مؤكد أن للعملة المالية تأثير على أداء الأسواق المالية من خلال تسهيل دخول رؤوس الأموال الناشئة دون قيود وقد يساعد ذلك في تطورها ونشاطها، كما قد يعرضها لإضطرابات شديدة، كما في أزمة منتصف أواخر التسعينيات من خلال تسهيل خروج رؤوس الأموال دون قيود، بالإضافة إلى آثار العدوى التي تتسارع بفعل العملة المالية

1. الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة:

إن تلك الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات، تعكس غياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير حساب رأس المال فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها وعدم استقرار توازنها الاقتصادية الكلية الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبب الأزمات كما أن أنظمتها المالية غالبا ماتبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك النفقات الكثيفة لرؤوس الأموال، كما تفتح العملة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها والأكثر من ذلك قد تتوسع آثار الاضطراب لتنتقل إلى أسواق مجاورة جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطعية للمستثمرين لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل.¹

2. تأثير مؤشرات أداء الأسواق المالية:

إن تقييم أداء الأسواق المالية سواء الناشئة أو المتقدمة يستدعي وجود بعض المؤشرات التي تستعمل في تحليل البيانات وجعلها معلومات يمكن الاستفادة منها ويمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين الأولى تهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أوانها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية (حجم السوق، رأس مالية السوق، عدد الشركات المسجلة، السيولة، درجة التركيز) والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعائد (المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية، مؤشر مورغان ستانلي).²

¹ ساعد مرابط أسماء بلميهوبي العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة في الملتقى الدولي لسياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية يومي

² هالة حلمي السعيد. الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة. الكويت. تيك الكويت الصناعي. 1999، ص 26 بتصرف.

كان أثر الأزمات المالية قويا على نفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وكذلك على التنوع الدولي في كل من الأسواق الكبرى والناشئة معا فقد كان مؤشرا الأداء المحسوبان من طرف مؤسسة التمويل الدولية¹ Ifc وبنك الاستثمار الأمريكي² مورغانستانلي MSCI في ارتفاع خلال أوائل التسعينيات ولاكنهما شهدا انخفاضا خلال فترات الأزمات في 1995 و 1997 ثم انخفاض أكثر في 1998 و هذا يعني تراجع العوائد المنتظرة على هذه الأسواق خلال هذه الفترات.

وخلال سنوات 2000 و 2001 تحسن مؤشر ستانلي مورغان نسبيا وهذا لإتباع هذه الأسواق الناشئة لسياسات وإصلاحات هيكلية بعد الأزمة أدت إلى استرجاع بعض الثقة في كفاءتها وأدائها تراجعت أيضا بفعل الأزمة الآسيوية 1997 بعض مؤشرات نشاط السوق بالنسبة لمؤشر حجم السوق فقد تأثر مؤشر رسملة البورصة، حيث تراجع بنسب كبيرة ليس فقط في الأسواق الناشئة ولكن في الأسواق المتقدمة أيضا، وف الوقت نفسه تراجع مؤشر السيولة في الأسواق الناشئة نظرا للانخفاض الكبير في القيمة المتداولة وهذا للخروج العنيف لرؤوس الأموال الأجنبية.³

المطلب الرابع: آثار العولمة المالية

الفرع الأول: المشاكل الناتجة عن العولمة المالية

أولا: مشكل السيادة الوطنية في مجال السياستين النقدية والمالية⁴

فالتأثير على السياسة يتجلى في فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية مما يؤدي للتضخم، وتغير أسعار الفائدة الحقيقية حيث أن تحديدها سيخرج عن سيطرة البنك المركزي لأنها ستترتب بأسعار الفائدة الخارجية وخاصة قصيرة الأجل منها.

أما التأثير على السياسة المالية فهي تظهر في الحالات التي يتأثر فيها الاستثمار الأجنبي بالاعتبارات الضريبية حيث أن الشركات والمستثمرين يتجهون للاستثمار في الدول ذات معدلات ضرائب على الدخل والأرباح منخفضة، و بما أن

1 . مؤشر يظهر معدل المردودية المتوسط الأسواق لفترة معينة، ويعتمد على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في البلدان النامية.

2 . وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق، ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ونفس العدد من الأسواق، ولهذا فهو لا يتعد عنه كثيرا من حيث الناتج المتحصل عليها.

3 . ساعد مرابط، أسماء بلميهور، العولمة المالية وتأثير على أداء الأسواق المالية الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص 16-18

4 . أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 29-30

خروج رؤوس الأموال للخارج بسبب الضرائب سيسبب معدلات بطالة في الدولة فإن الحكومة تضطر لخفض هذه المعدلات.

ثانيا: مشاكل التعرض لموجات المضاربة

لقد جاءت عمليات التحرير المالي المحلي والدولي لتسهيل نشاط المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، و بجانب ذلك حدث تسارع هائل في تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وكذلك الأدوات الأخرى من المشتقات المالية التي يتم التعامل بها على مدار الساعة.¹

و في الدول النامية التي تعتبر أضعف حلقات النظام الاقتصادي العالمي الجديد فإن هذه الدول أصبحت مضمارا جيدا للمضاربات على ضوء إجراءات العولمة المالية مع بداية التسعينات من القرن العشرين، بحيث يحقق المضاربون في عملات هذه الدول وأوراقها المالية المتداولة في أسواقها المالية أرباحا كبيرة جدا.

كما أنه من خلال إجراءات العولمة المالية وثبات أسعار الصرف وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، ووجود اتجاه متزايد لزيادة حجم الدين الخارجي وارتفاع معدلات خدمته وتوافر قدر لا بأس به من الاحتياطات الدولية لدى المصرف المركزي كل ذلك هيا المناخ المناسب لمزاولة المضاربين أعمالهم وجنيهم الأرباح السريعة وكانت حالة المكسيك 1994 خير مثال ودليل.

لقد كانت نتائج هذه المضاربات شديدة على الدول النامية التي حدثت بها، مما أدى لانخفاض شديد في قمة العملة الوطنية وارتفاع أشد في المستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم، واستنزاف الاحتياطات الدولية، وهروب رؤوس الأموال الكبير نحو الخارج وبالتالي فقدان ثقة المستثمرين في الأسواق ثم تلخص لك ذلك بآثار سلبية في المجالات الاقتصادية والاجتماعية وحتى السياسية، وقد ساعد على استفحال هذه الآثار السيئة تنفيذ البرامج الشديدة للتثبيت الاقتصادي والتكيف الهيكلي.²

ثالثا: مشاكل انتقال الأزمات والأزمات المصرفية

فتعرض المصارف للأزمات هنا كان سبب التحرير المالي المحلي والدولي وهذا سبب مستويات سعر الفائدة الحقيقي وكذلك نسبة القروض من الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص.

¹ . لأنه عندما تعلق سوق طوكيو للأوراق المالية تفتح سوق لندن وعندما تقفل هذه الأخيرة تنتقل الحركة إلى سوق نيويورك وهكذا تدور الحركة من جديد

² . أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثرها على تنمية الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص 27-28

وقد كانت أزمة جنوب شرق آسيا في عام 1997 خير دليل وتأكيد على أثر العولمة المالية من خلال عمليات التحرير المالي في أزمة النظام المصرفي في تلك الدول.

كذلك الخطر النظامي الذي يحدث عندما يتسبب عجز هيئة عامة أو مجموعة من الهيئات المالية بإعلان إفلاسها للهيئات الأخرى وهو يرتبط بـ:

. عملية العدوى من سوق مالي لآخر نتيجة تكامل وتمائل هذه الأسواق والتبادل الحر بينها.¹

. انعدام السيولة داخل الأسواق المالية

و البنوك هي القناة الأساسية لانتقال أزمات الأسواق المالية وهذا بسبب الوظائف الحديثة التي تقوم بها من إدارة المحافظ الاستثمارية أو حتى الاستثمار بالأوراق المالية (البنوك الاستثمارية)

رابعاً: مشاكل عولمة المديونية:

لأن البنوك الأجنبية عمدت إلى بيوت السمسة المختصة في تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية يتم تداولها في الأسواق المالية العالمية وهذا سيعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية.²

خامساً: مشاكل هروب وغسيل الأموال:

رغم أن ظاهرة هروب رؤوس الأموال ليس بالحديثة إلا أنها تكاثرت في ظل العولمة المالية و بفعل عمليات التحرير المالي أصبح من الصعب تعقب عمليات غسل الأموال على نطاق واسع.

الفرع الثاني: إيجابيات العولمة المالية:³

1 . ترشيد القرار التحويلي حيث إنإضفاء الصبغة العالمية توفر اختيارات وبدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق تحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل، وكذا سهولة ويسر الحصول على الأموال

1 . طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره ص 23.

2 . منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق والمشتقات المالية، الجزء الأول: التوريق، الطبعة الأولى، منشأ المعارف، الإسكندرية، مصر 2006، ص 422

3 . طارق محمد خليل الأعرج، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 21-22

2. الحد من زيادة المديونية فحركة الاستثمار الأجنبي المباشر تسمح بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الابتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية الخارجية وأعبائها كون تلك المصادر غير منشأ للديون.

3. إن المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين العاملين، والتنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة .

4. يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر بنقل التكنولوجيا والأساليب المختلفة وإكساب الأيدي العاملة المهارات والخبرات والفنون الإدارية وخصوصا في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة سواء ما يخص نظام المدفوعات أو استخدام النقود والبنوك الإلكترونية وتساهم مجموعها في عمليات التمويل وتسوية المدفوعات

5. إن آليات النفاذ إلى التحرير المالي تؤدي إلى الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية تشجع الإدارات وتوجه مسارها في السوق المالية غير الرسمية إلى السوق الرسمية كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الاستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي وخلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص، مما يستقطب رؤوس الأموال الأجنبية ويساهم في الحد من هروب الأموال المحلية.

و إن خفض هذه الأسعار محليا نتيجة لزيادة تدفق رؤوس الأموال يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار وفتح مشاريع جديدة مما ينعكس على زيادة معدل النمو

المبحث الثالث: التوازن الكلي ودور السياسة النقدية

تلعب النقود دورا مهما في النشاط الاقتصادي، حيث أن معدلات الفائدة تعتبر مؤشرا هاما في تحديد الإنفاق الحكومي مع دور البنك المركزي الذي يراقب نمو النقود وأسعار الفائدة من جهة، ودور أنظمة أسعار الصرف السائدة في الاقتصاد ودورها في تحديد القوى التنافسية لأي اقتصاد في العالم وانعكاس ذلك على حجم المبادلات التجارية الدولية من خلال تذبذب مستويات الصادرات والواردات لكل اقتصاد تكون درجة انفتاحه على العالم الخارجي بدرجات عالية.

و من خلال هذا المبحث نفهم كيفية تحديد أسعار الفائدة في حالة الاقتصاد المغلق والمفتوح، ودورها في الدورة الاقتصادية وتحركات رؤوس الأموال من الخارج في ظل سياسات سعر الصرف المختلفة.

المطلب الأول: التوازن في السوق السلعية والنقدية (IS-LM)

يعتبر هذا النموذج الركيزة الأساسية للاقتصاد الكلي الحديث، حيث يدخل سعر الفائدة ونعتبر أن التخفيض في سعر الفائدة يزيد من حجم الطلب الكلي (AD)، وهذا الاقتراح ليس دوما صحيحا لأننا يجب أن نبحث عن محددات سعر الفائدة، وتدفعنا الإجابة عن هذا السؤال إلى التوسع في نموذجنا ليحتوي على الأرصدية المالية مما يجبرنا على دراسة تقاطع سوقي السلع والأرصدة، حيث أن أسعار الفائدة والدخل تحددان معا بواسطة توازن السوقين المذكورين. وإندخال سوق الأرصدية وأسعار الفائدة في تحليلنا يساعد على إبراز نقاط أساسية منها: أن التوسع يبين عمل السياسة النقدية.¹

الفرع الأول: التوازن في السوق السلعية

نشقق منحني توازن السوق السلعية (IS) حيث يمثل هذا المنحنى توفيقات ما بين لأسعار الفائدة ومستويات الدخل، أين يكون الإنفاق المخطط يساوي الدخل، فبيان توازن السوق السلعية هو توسيع لتحديد الدخل مع رسم الخط 45°، إذ أن الاستثمار لم يعد الآن متغيرا خارجيا تماما، بل أصبح محددًا بواسطة سعر الفائدة، لأنها تؤثر على الاستثمار، ويمكن توضيح هذه العلاقة من خلال المعادلة التالية:

$$I = I_0 - di \quad , d > 0 \dots\dots\dots(1)$$

¹ - تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن 2013، ص 189.

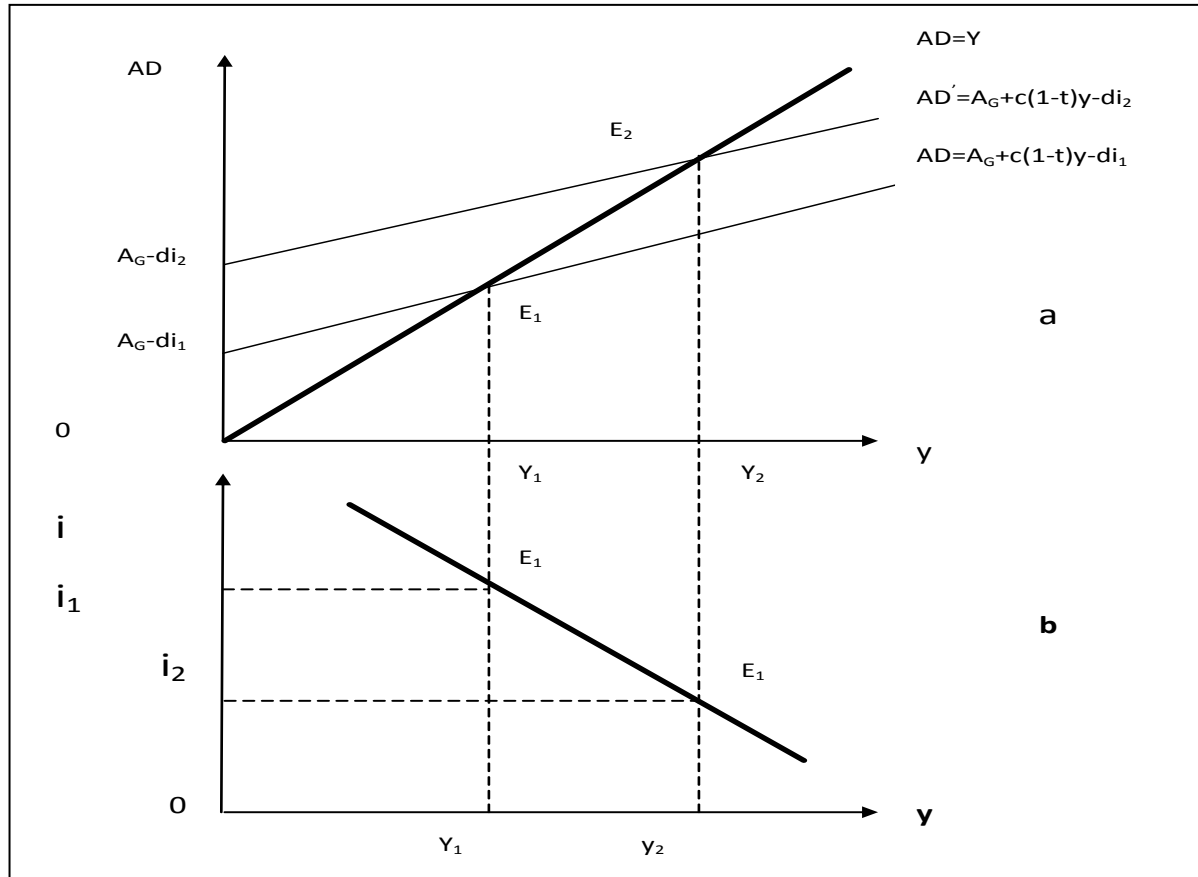
حيث أن i هو سعر الفائدة، و d تقيس درجة تجاوز الاستثمار لسعر الفائدة، بينما I_0 هو الاستثمار المستقل والذي لا يعتمد على كل من الدخل وسعر الفائدة، وهذه المعادلة تشير إلى أنه كلما كانت أسعار الفائدة منخفضة كلما كان الاستثمار المخطط عالياً.

و بالعود إلى متطابقة الدخل والطلب الكلي $AD=C+I+G$ وتعويض I بالمعادلة السابقة نحصل على:

$$AD=C_0+c(1-t)y+I_0-di$$

نلاحظ من المعادلة أن زيادة سعر الفائدة يقلل من الطلب الكلي من أجل مستوى الدخل المعطى، لأن المستوى العالي من سعر الفائدة يقلل من الإنفاق الاستثماري، وعند أي سعر فائدة معطى يمكن تحديد المستوى التوازني للدخل، ونشتق منحنى توازن السوق السلعية (IS) كما هو موضح في الشكل أدناه:

الشكل رقم (1.2): اشتقاق منحنى (IS)



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة والنشر، بدون بلد النشر، 2009، ص 191.

فمن أجل سعر فائدة معطى (i_1) يكون الحد (di_1) ثابتا. ويمكن رسم معادلة الطلب الكلي في الجزء (a) من الشكل أعلاه، ويكون الدخل التوازني هو y_1 ، وما دام هذا التوازن حصلنا عليه من سعر الفائدة المعطى وهو i_1 ، فاننا نرسم الزوج (y_1, i_1) في الجزء (b) لنحصل على النقط التوازنية E_1 .

فمن أجل سعر فائدة أقل (i_2) يكون عنده الإنفاق الاستثماري أكبر، وهو يعني انتقال معادلة الطلب الكلي في الجزء (a) لأعلى، وهذا لأن الحد الثابت ($A_G - di_2$) قد ازداد، ومنه ينتقل التوازن إلى النقطة E_2 مع دخل التوازن y_2 .

إن النقطة E_2 هي نقطة أخرى من نقط توازن سوق السلع، ومنه نرسم الخط المائل ما بين E_1 و E_2 في الجزء b أي أنه توليفات لأسعار الفائدة ومستويات الدخل التوازني، حيث أنه عبارة عن منحنى ذو ميل سالب، عاكسا الزيادة في الطلب الكلي المتماشية مع تخفيض سعر الفائدة.

الفرع الثاني: التوازن في السوق النقدية

تكون النقود، السندات، المخزونات، المنازل والأشكال الأخرى للثروة في سوق الأرصدة، خاضعة للمتاجرة. وللسوق المالية دور في التأثير على مستوى الدخل.

سوف نقتصر على تجميع كل الأرصدة الموجودة في مجموعتين هي النقود وفوائد التعامل بهذه الأرصدة مثل السندات¹ والأسهم.

ويعبر عن الأرصدة الحقيقية من خلال تقسيم الكميات الاسمية للنقود على مستوى السعر، ويسمى الطلب الحقيقي على النقود بالطلب على الأرصدة الحقيقية. فقيود ميزانية الثروة في سوق الأرصدة، يعني بأن الطلب على الأرصدة الحقيقية، الممثل بالحرف (L) مضافا إليه الطلب على السندات الحقيقية والمتمثل بالعبارة (DB) يجب أن تعطي الثروة المالية الحقيقية للفرد، والذي يعني أن:

$$L + DB = WN/P \dots \dots \dots (1)$$

حيث: WN: الثروة الاسمية

¹ - حيث أن السند هو وعد بالدفع لحامله قيمة متفق عليها من النقود في وقت محدد في المستقبل.

ويفهم من قيد ميزانية الثروة بالمعادلة أعلاه، أنه بمعرفة الثروة الحقيقية للفرد، فإن قرار حمل أرصدة حقيقية أكثر هو كذلك قرار حمل سندات حقيقية أقل. و لتوضيح ذلك نقول أن مجموع كمية الثروة المالية في الاقتصاد تتكون من الأرصدة النقدية الحقيقية والسندات الحقيقية وعليه مجموع الثروة المالية الحقيقية تساوي إلى:

$$WN/P=M/P+SB.....(2)$$

حيث:

M: هي مخزون الأرصدة النقدية الاسمية.

SB: هي القيمة الحقيقية لعرض السندات.

وبتعويض قيمة XN/P من المعادلة (1) في المعادلة (2)، مع الترتيب نحصل على:

$$(L-M/P)+(DB-SB)=0.....(3)$$

وتعني المعادلة (3) أنه إذا كان الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (L) مساوي لعرض النقود الحقيقي (M/P) فإن الطلب على السندات الحقيقية (DB) يجب أن يساوي عرض السندات الحقيقية (SB)، منه نقول: "يستلزم قيد ميزانية الثروة بأنه لما تكون سوق النقود في توازن ($L=M/P$)، فإن سوق السندات تكون كذلك في توازن ($DB=SB$) ونفس الشيء لما تكون ($L>M/P$) فإن ($DB<SB$).

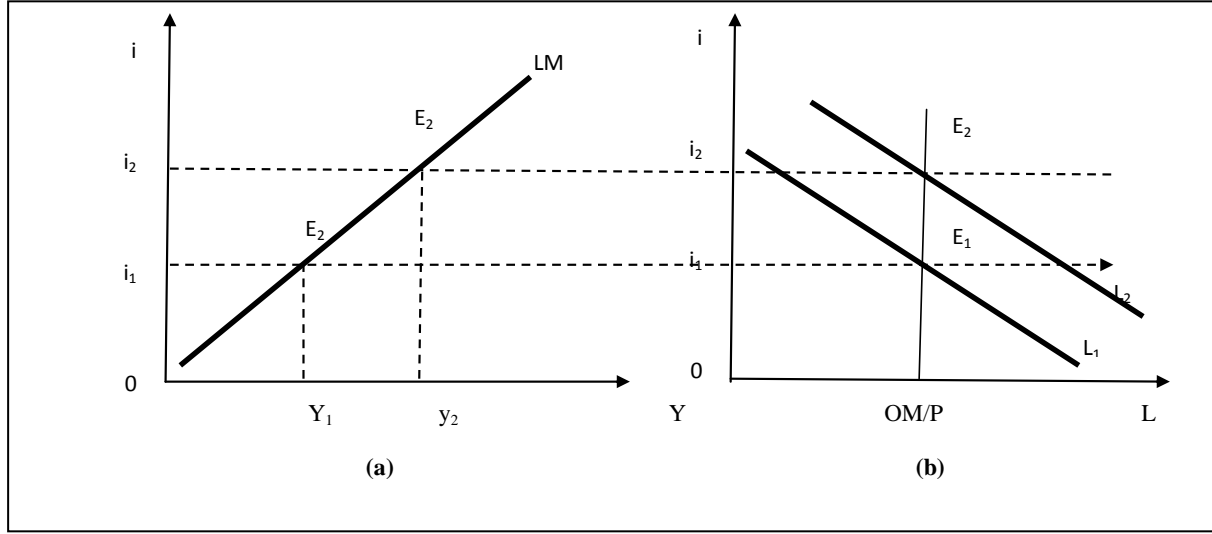
و يتزايد الطلب على الأرصدة الحقيقية (L) مع مستوى الدخل الحقيقي، ويتناقص مع سعر الفائدة، ونكتبه على النحو التالي

$$L=Ky-hi \quad k,h>0(4)$$

تمثل المعلمتين K و h درجة حساسية الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية لمستوى الدخل وسعر الفائدة على الترتيب K وتعني المعادلة (4) أنه كلما كان مستوى الدخل عالياً يكون الطلب على الأرصدة الحقيقية كذلك.

و لدراسة التوازن في السوق النقدية، يجب الإشارة إلى محددات عرض النقود، حيث أن كمية النقود الاسمية OM، يراقبها البنك المركزي، ونأخذها كقيمة معطاة عند المستوى OM، مع افتراض مستوى السعر الثابت كذلك عند المستوى P، ليكون عرض النقود الحقيقي عند المستوى OM/P.

الشكل رقم (2.2): اشتقاق منحنى التوازن في السوق النقدية (LM)



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة والنشر، بدون بلد النشر، 2009، ص 195.

يبين الشكل (2.2)، توفيقات لأسعار الفائدة ولمستويات الدخل بحيث أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يتشابه تماما مع عرض النقود الحقيقي المتوفر k ولننتقل مع مستوى الدخل y_1 أين يكون منحنى الطلب على الأرصدة الحقيقية المناسب لذلك هو L_1 وهي دالة متناقصة بالنسبة لسعر الفائدة. وعند مستوى سعر الفائدة i_1 يكون الطلب على الأرصدة الحقيقية مساويا للعرض عند E_1 بالجزء (b) من الشكل (2.2)، ومنه فإن E_1 هي نقطة توازن في السوق النقدية ومنحنى التوازن النقدي (LM).

مع زيادة الدخل إلى المستوى y_2 ففي الجزء (b)، يتسبب المستوى العالي للدخل في رفع الطلب على الأرصدة الحقيقية عند كل مستوى من سعر الفائدة، وبالتالي ينقل منحنى الطلب على الأرصدة الحقيقية لأعلى يمينا إلى L_2 ، منه يرتفع سعر الفائدة إلى i_2 ليحافظ على توازن السوق النقدية عند ذلك المستوى المرتفع من الدخل، فنحصل على نقطة توازن أخرى هي E_2 ، وبتعميم سلسلة النقاط تكون نتيجة ربطها هي منحنى LM لتوازن السوق النقدية ونقول أن أي "منحنى LM هو عبارة عن توفيقات لأسعار الفائدة ومستويات الدخل"، بحيث أن الطلب على الأرصدة الحقيقية يساوي عرضها، وعبر منحنى LM تكون السوق النقدية في حالة توازن.

يكون المنحنى (LM) ذا ميل موجب، إذ أن الزيادة في سعر الفائدة تقلل من الطلب على الأرصدة الحقيقية. وللمحافظة على الطلب على الأرصدة الحقيقية عند مستوى العرض الثابت، فإن مستوى الدخل يجب أن

يزداد، ويستلزم التوازن في السوق النقدية أن تتبع الزيادة في سعر الفائدة زيادة في مستوى الدخل، ويمكن الحصول على المعادلة LM بمساواة الطلب على الأرصد الحقيقية بعرض النقود الحقيقي.

$$OM/P = kY - hi \quad (5)$$

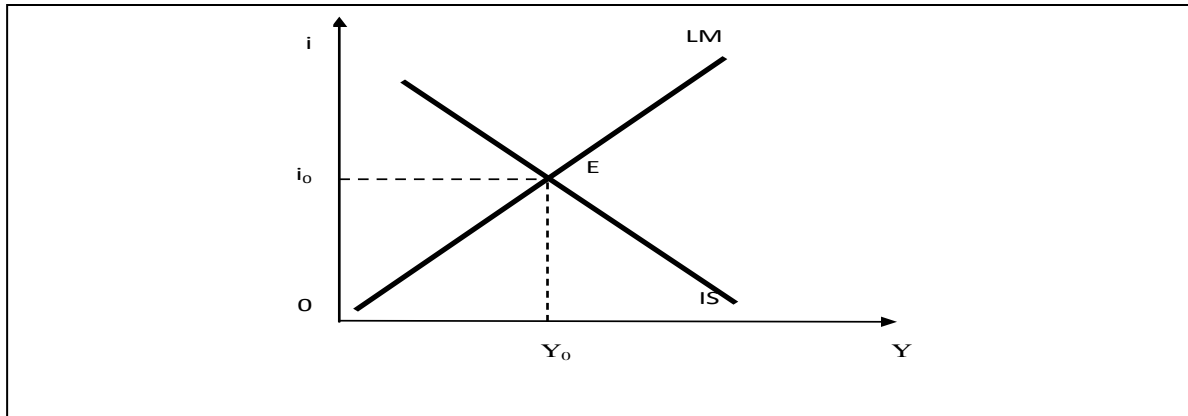
و بالحل من اجل سعر الفائدة نجد:

$$i = 1/h(kY - OM/P) \quad (6)$$

الفرع الثالث: التوازن الآني في سوق السلع والأرصدة

لنعتبر الآن النقطة (E) بالشكل (3.2) أدناه، حيث يكون الاقتصاد في توازن بمعرفة مستوى السعر p، لأن كل من سوق السلع وسوق النقود يكون في توازن لما يكون الطلب على السلع مساوي لمستوى الإنتاج على منحنى (IS)، وعلى منحنى (LM) يكون الطلب على النقود مساويا للعرض، ويعني كذلك أن الطلب على السندات يساوي لعرضها.

الشكل (3.2): التوازن الآني في سوق السلع والأرصدة



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 198.

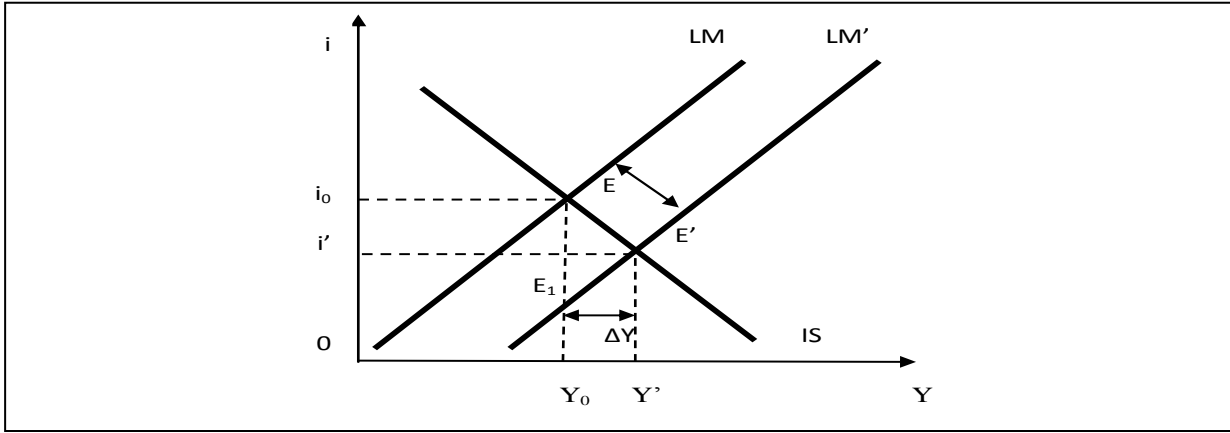
و يتغير مستوي الدخل وسعر الفائدة التوازنيين لما يتحرك منحنى (IS) أو منحنى (LM)، أو كليهما معا متأثرين بتغير معدلات الفائدة، أو مستوى الدخل، فمثلا تؤدي الزيادة في معدل الاستثمار المستقل إلى زيادة مستويي الدخل وسعر الفائدة التوازنيين وينتقل منحنى (IS) لليمين.

المطلب الثاني: كيفية عمل السياسة النقدية في ظل اقتصاد مغلق

يعتبر البنك المركزي كمؤسسة شبه مستقلة عن الحكومة هو المسؤول عن السياسة النقدية، ويوجه السياسة النقدية عن طريق عمليات السوق المفتوحة، حيث أنه في ظل عمل ميكانيزمات هذه السوق يشتري هذا الأخير السندات مقابل النقود، يزداد مخزون النقود، أو بيع السندات مقابل نقود يحصل عليها من المشتري وبالتالي يقلص من مخزون النقود.

و لنعبر شراء البنك لسندات، إذ يزداد مخزون النقود الاسمي، وكنتيجة لذلك ينتقل منحنى LM لليمين إلى LM' كما هو مبين بالشكل (2.4) أدناه

الشكل (4.2): كيفية عمل السياسة النقدية من خلال نموذج IS-LM



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 201.

سوف يكون التوازن الجديد عند النقطة E' مع سعر فائدة أقل ومستوى دخل توازني أكبر، يزداد مستوى الإنتاج التوازني لأن مشتريات السوق المفتوحة تقلل من سعر الفائدة، ومنه يزداد الإنفاق الاستثماري، ولنعتبر الآن مسار التعديل الناتج عن التوسع النقدي، بحيث أنه في نقطة التوازن الأصلي E تخلق الزيادة في عرض النقود فائضا في النقود المعروضة (ESM)، ومنه يلجأ الأفراد إلى شراء أرصدة أخرى، بحيث أن السوق النقدية تتوازن من خلال ارتفاع أسعار الأرصدة وانخفاض أرباحها، لينتقل التوازن مباشرة إلى E₁، وعند هذا المستوى يريد الأفراد حمل كمية أكبر من النقود لأن سعر الفائدة انخفض بشكل حاد.

غير أنه عند هذه النقطة E₁، يوجد فائض في الطلب على السلع (EDG) لأن الانخفاض الحاد في سعر الفائدة عند مستوى الدخل التوازني الأصلي Y_0 يشجع الطلب الكلي وتحتفي المخزونات، وتجاوبا مع ذلك يتوسع الإنتاج ويبدأ التحرك للأعلى عبر منحنى LM'، ومنه نقول لماذا يرتفع سعر الفائدة في مسار التعديل هذا ؟

يحدث ذلك لأن الزيادة في الإنتاج ترفع من الطلب على النقود، وهذه الزيادة في الطلب على النقود يجب أن تراقب بواسطة أسعار الفائدة، ومنه فإن الزيادة في مخزون النقود تسبب أولاً: - انخفاضاً حاداً في أسعار الفائدة، - ثم عبر زيادة الطلب الكلي تعود هذه الأخيرة للارتفاع من جديد ولكن عند مستوى دائماً أقل من المستوى الأصلي i_0 كما هو مبين بالشكل (2.4) أعلاه.

أ - السياسة النقدية والحالة الكينزية:

عند الحديث عن آثار السياسة النقدية على الاقتصاد، هناك حالتان متطرفتان يجب أن نهتم بهما:

الأولى عند مصيدة السيولة، وهي الوضعية التي يكون فيها الأفراد مستعدين عند مستوى سعر فائدة معطى لحمل كمية من النقود المعروضة، ويستلزم ذلك أن منحى LM يكون أفقياً وأن تغيرات كمية النقود لا تنقل منحى LM، في هذه الحالة تكون السياسة النقدية ليس لها أي أثر، سواء على سعر الفائدة أو على مستوى الدخل، أي أن السياسة النقدية تكون غير فعالة في هذه الحالة.

أما الحالة الثانية عندما يكون سعر الفائدة معدوماً، فيكون الأفراد غير مستعدين لحمل السندات مادامت النقود ليس لها خاصية الاستعمال في المعاملات، وعليه فإن الزيادة في كمية النقود لا ينتج عنها انتقال الأفراد إلى السندات.

ب - السياسة النقدية والحالة الكلاسيكية:

تستلزم الحالة المعاكسة لمصيدة السيولة (LM أفقي) بأن تكون السياسة النقدية لا تؤثر على مستوى الدخل (LM عمودي)، أي لما يكون الطلب غير متجاوب مع سعر الفائدة $(h=0)$ ، وإذا عرفنا أن منحى LM معرف بالمعادلة (6) السابقة، فإنه لما تكون $h=0$ يستلزم ذلك أن $0M/P=Ky$ ، والذي يضمن أن LM يكون عمودياً معبراً عن المعادلة الكلاسيكية المتطرفة. لنعيد كتابة ذلك على النحو

$$OM=Kpy \dots\dots\dots(7)$$

أي أن الناتج الداخلي الخام GDP، الاسمي والممثل بالعلاقة (py) يعتمد فقط على كمية النقود والتي هي معبرة عن نظرية كمية النقود عند الكلاسيك، أي أن الدخل الاسمي يحدد فقط بواسطة الكمية المعروضة من النقود، وهذه الحالة عندما يكون LM عمودياً فإن التغير في النقود له الأثر الأعظم على مستوى الدخل، أي أن السياسة النقدية ذات فعالية عالية، بينما تكون السياسة المالية (تحرك منحى IS) عديمة الفعالية على مستوى الدخل.

المطلب الثالث: السياسات النقدية في اقتصاد مفتوح: نموذج IS-LM-BP

يبنى النموذج الكينزي البسيط على فرضيات ومنطلقات تكون فعلا متطرفة مثل تثبيت مستويات الأجور النقدية والأسعار في الأجل القصير والتي لا يمكن تطبيقها إلا في وضعيات الكساد الكبير، والتراجع الاقتصادي، ففي عالم تسوده البطالة ومخزونات من السلع غير المباعة، من المنطقي أن تكون الأجور النقدية والأسعار ثابتة أو تتجه نحو الانخفاض، ونفس الشيء بالنسبة لسعر الفائدة الذي يتجه نحو الانخفاض لما تكون التوقعات التضخمية معوضة بالتوقعات الانكماشية أو تراجع معدلات التضخم، كما أن هناك احتمال الوصول إلى وضعية مصيدة السيولة لما يعوم البنك المركز النظام المصرفي للاحتياطات من خلال شرائه للسندات الحكومية، أي تنفيد Monetisation الدين العمومي.

غير أنه في الحياة الطبيعية، يكون حظ توفر هذه الشروط ضعيفا، وعلى الخصوص فإن سعر الفائدة ومستوى السعر يتعادلانباستمرار لكي تتوازن الأسواق. بالإضافة إلىالانفتاح التجاري للاقتصاد على العالم والحركة الدولية لرؤوس الأموال تجعل سعر الفائدة المحلي غير مستقل عن سعر الفائدة الخارجي، حيث تلعب أسعار الفائدة ومستويات الأسعار، في الحياة العملية دورا أكثر أهمية في تعديل الأسواق مما يقترحه النموذج الكينزي البسيط.

ومنه فإن الأخذ بعين الاعتبار تغيرات سعر الفائدة ومستوى الأسعار يعتبر ضرورة لا بد منها ولهذا السبب كان علينا أن ندخل بوضوح الأسواق المالية والسوق النقدية على الخصوص في التحليل الاقتصاديالكينزي، إن هذا التغيير في النموذج البسيط يؤدي بنا إلى الأخذ بعين الاعتبار التوازن الآني للأسواق

فسوق السلع والخدمات المعبر عنها بالحد (IS) تعكس التوازن بين الحقن والتسربات $(I+G+X=S+TA+M)$ أما السوق النقدية فهي مرتبطة أكثر مع السوق المالية الأكثر سيولة ويعبر عنها بالمنحنى (LM). وندخل الآن ميزان المدفوعات BP، الذي يجب أن يكون في النهاية متوازنا أنيا مع سوقي السلع والخدمات والنقود.

نبدأ بنموذج IS-LM معتبرين التوازن الآني للسوقين والفرضية الأساسية هي سيادة الوضعية الخاصة بمستوى تحت التشغيل، ولهذا السبب فإن الأسعار والأجور تتعدل في مدة زمنية أطول حتى وإن كانت أسعار الفائدة تتعدل بسرعة، ويعني ذلك أنه مهما كانت تتغير المتغيرات الاقتصادية مثل (الإنفاق، الكتلة النقدية، سعر الصرف، وغيرها) فإن سعر الفائدة في السوق النقدية والأسواق المالية يتعدل على العموم بسرعة. وبالعكس فإن الأسعار وتكاليف الإنتاج في سوق السلع والخدمات تتعدل ببطء مما يجعلنا نفترض ثباتها في الأجل القصير، ويمكن استخلاص الانعكاسات التي نحصل عليها من تحليل IS-LM في ثلاث نقاط هي:

أ . يلعب سعر الفائدة دورا مباشرا في تحديد الطلب الكلي من خلال مستوى العمالة والدخل الوطني ويؤثر على الإنفاق الاستهلاكي، وبالأخص، على استهلاك السلع المعمرة مثل المنازل والسيارات، حيث يعتبر هذا النوع من الإنفاق كاستثمار لدى العائلات.

ب . تكون تغيرات سعر الفائدة قادرة على تغيير مكونات الطلب الكلي وبالفعل فإن تأثير سعر الفائدة على الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي على السلع المعمرة يكون أقوى منه بالنسبة للإنفاق الاستهلاكي الجاري.

ج . إن أخذ سعر الفائدة الحقيقي بعين الاعتبار يسمح بتحديد الأثر الصافي للسياسة النقدية والسياسة المالية على الاقتصاد وبتابعة أثرهما.

الفرع الأول: ميزان المدفوعات وأسعار الصرف

هناك حسابان مهمان في ميزان المدفوعات¹ وهما الحساب الجاري وحساب رأس المال، يحتوي الحساب الجاري على الميزان التجاري للسلع والخدمات وكذلك دفعات التحويلات. وتحتوي الخدمات على دفعات الملكية، الفوائد، مداخيل الاستثمار الصافي، سعر الفائدة والأرباح على أموال البلد الموجودة بالخارج مطروحا منها مداخيل الأجانب المحققة من أرصدهم الموجودة لدينا. أما دفعات التحويلات فتحتوي على الإعانات، الهدايا والمنح، ومنه نقول أن الميزان التجاري يسجل ببساطة تجارة السلع، وبإضافة تجارة الخدمات وصافي التحويلات نصل إلى ميزان الحساب الجاري.

إن القاعدة البسيطة لحسابات ميزان المدفوعات هي أن أية معاملة تعطي زيادة في الدفع بواسطة مقيمي البلد تكون عبارة عن عجز في ميزان مدفوعات ذلك البلد، ومنه فإن استيراد السيارات أو الهدايا المسلمة للأجانب، شراء الأراضي في دولة أخرى، أو وضع حساب بنكي سويسري هي كلها سلع تمثل عجزا، وأمثلة عن السلع التي تكون فائضا هي بيع سلع للخارج، براءات الاختراع المباعة للأجانب، المنح المسلمة من طرف المواطنين من الخارج وكذلك شراء الأجانب للأصول الوطنية، ويسجل حساب رأس المال مشتريات ومبيعات الأصول مثل المخزونات، السندات والأراضي.

إن النقطة الأساسية في المدفوعات الدولية هي ببساطة تنطلق من الفكرة التالية: على الأفراد والمؤسسات أن يدفعوا مقابل مشترياتهم من الخارج، فإذا أنفق شخص أكثر من دخله فإن عجزه يجب أن يمول عن طريق بيع الأرصدة (الأصول) أو الاقتراض، وإن هذا يستلزم أن ذلك البلد يسير فائضا في رأس المال، ومنه فإن أي عجز في الحساب الجاري يجب تمويله بفائض حساب رأس المال، أي:

¹ - إن ميزان المدفوعات هو السجل الخاص بالمعاملات ما بين مقيمي البلاد وبقية العالم.

ميزان المدفوعات (BP) = العجز في الحساب الجاري (CBD) + صافي تدفقات رأس المال (NCF) = 0

$$BP = CBD + NCF = 0 \dots \dots \dots (8)$$

وواضح من المعادلة (8) أعلاه، أن ميزان المدفوعات يجب أن يتوازن من خلال التعديل في إحدى مكوناته حتى يبقى دائما مساويا للصفر.

و يرتبط الحد الثاني للمعادلة (8) أعلاه (صافي تدفقات رأس المال) بأسعار الصرف التي تختلف أنظمتها من اقتصاد لآخر، وهناك نوعان سائدان في الغالب من أنظمة الصرف في الواقع العملي وهما: سعر الصرف الثابت وسعر الصرف المرن، ففي ظل سعر الصرف الثابت يقترح البنك المركزي الكميات الضرورية من العملات الأجنبية لتمويل عملية الموازنة. أما في ظل نظام سعر الصرف المرن بالعكس يسمح البنك المركزي لسعر الصرف بالتعديل ليتساوى عرض وطلب العملة الأجنبية.¹

وهناك نظام لسعر الصرف العائم والتنظيف، أين تنسحب البنوك المركزية تماما وتترك أسعار الصرف تتحدد بحرية في أسواق الصرف الأجنبية، وما دامت هذه البنوك لا تتدخل في أسواق الصرف الأجنبية فإن المعاملات الاحتياطية الرسمية تكون معدومة. يعني ذلك أن ميزان المدفوعات يساوي الصفر في نظام سعر الصرف العائم والتنظيف كما هو موضح بالمعادلة (8) أعلاه.

عمليا لم يعد سعر الصرف المرن عائما ولا نظيفا منذ عام 1973، حيث أصبح هذا النظام مسيرا أو عائما، ولكنه أصبح وسخا، ففي ظل هذه الوضعية تتدخل البنوك المركزية (تشتري وتبيع العملات الأجنبية) لهدف التأثير على أسعار الصرف. أي أن العملات الاحتياطية الرسمية لاتساوي الصفر (كما هو ملاحظ بالمعادلة (8)) في ظل سعر الصرف العائم المسير.

¹-Parkin.M and Bade.R, **Modern Macroeconomis**, phillippeAllain publisher limited, Oxford,1986, p p317-320.

الفرع الثاني: حركة رؤوس الأموال

إن أحد النقاط الجوهرية حول الاقتصاد الدولي هو الدرجة العالية للتكامل أو الترابطات عبر سوق رأس المال، أين تكون كلا من السندات والمخزونات خاضعة للتجارة. فأغلبية الدول الصناعية في هذه الأيام، لاتضع قيودا على حمل الأرصدة بالخارج، وبالتالي فإن المقيمين يبحثون عبر العالم عن أعلى ربحية لاستثماراتهم، ومنه يربطون فوائدهم بواسطة أسواق رأس المال بالبلدان المختلفة.

في عالم مبسط مع أسعار صرف مثبتة دائما، تكون الضرائب نفسها في كل مكان، ومنه فإن حاملي الأرصدة الأجنبية لا يواجهون المخاطر السياسية (التأميم، القيود على التحويلات الخاصة بالأرصدة، الانقلابات العسكرية وغيرها)، ومنتظر من كل حاملي الأرصدة أن يلجأ إلى الأرصدة التي تحقق ربحية أكثر، وهذا ما يجعل ربحية الأرصدة تكون متساوية في عالم أسواق رأس المال لأنه لا يوجد بلد يقترض بأقل من تلك القيم المحددة في السوق.

عمليا ولاحالة من الحالات المذكورة أعلاه يمكن إيجادها، لأنه يجب أن تكون فروقات في الضريبة عبر الدول، أسعار الصرف تتغير وبالتالي تؤثر على المدفوعات بالدينار أو العملات الأخرى (على رأسها الدولار الأمريكي والأوروبي) بالنسبة للاستثمار الأجنبي، كما أنه في بعض الأحيان تظهر الدول حواجز على تدفقات رأس المال، وهذه إحدى الأسباب الرئيسية التي تجعل أسعار الفائدة غير متساوية عبر الدول.

في دراستنا هذه سنركز على حالي الحركة التامة لرؤوس الأموال والحركة غير التامة لتنقل هذه الأخيرة عبر العالم، أما الحركة المعدومة لتنقل رؤوس الأموال فتعتبر حالة خاصة هنا باعتبار أنها بدأت تضمحل في أيامنا هذه بعد زوال كتلة النظام الاشتراكي و بروز معالم نظام العمولة الجديد، إن الدرجة العالية لتكامل سوق رأس المال تستلزم بأن أية دولة يكون فيها سعر الفائدة مرتفعا سوف يجعل رؤوس الأموال تتدفق بسرعة، وفي مفهوم ميزان المدفوعات يستلزم ذلك أن الزيادة النسبية في أسعار الفائدة (أي الزيادة في سعر الفائدة المحلي) بالنسبة لتلك الموجودة بالخارج سوف يحسن من رصيد ميزان المدفوعات لأن تدفقات رأس المال تحسنه.

إن الاعتراف بأثر أسعار الفائدة على تدفقات رأس المال وميزان المدفوعات له أهمية بالغة بالنسبة لتطبيقات سياسة الاستقرار، **أولا:** لأن السياستين النقدية والمالية تؤثران على أسعار الفائدة، بحيث تؤثر هذه السياسات على حساب رأس المال وبالتالي على ميزان المدفوعات، **ثانيا:** من نتائج ذلك طريقة عمل السياستين النقدية والمالية في تأثيرهما على الاقتصاد المحلي وعلى تغيرات ميزان المدفوعات في ظل تدفقات رأس المال الدولي.

أولاً: ميزان المدفوعات وتدفقات رأس المال

في اقتصاد مفتوح، يجب أن يدعم أثر النقود القوي (H) والمصدر من طرف البنك المركزي، إما بواسطة احتياطات الصرف الأجنبي (FR) أو الائتمان الحكومي المحلي (DC)

$$H = FR + DC \dots\dots\dots(9)$$

كما أن الزيادة في أثر النقود القوي (ΔH) يجب أن تتبع بزيادة في الاحتياطات الخارجية أو زيادة في الائتمان المحلي من طرف البنك المركزي أو كلاهما معاً، أي:

$$\Delta H = \Delta FR + \Delta DC \dots\dots\dots(10)$$

فلما يشتري البنك المركزي (أو يبيع) العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي، تنقلص الاحتياطات الأجنبية (أو تزداد) بمقدار مكافئ لذلك، ومنه فإن التغير في الاحتياطات الأجنبية $\Delta(FR)$ في أية فترة، يجب أن يساوي إلى الرصيد المالي الرسمي BP أي:

$$\Delta(FR) = BP \dots\dots\dots(11)$$

ومنه فإن:

$$\Delta H = BP + \Delta DC \dots\dots\dots(12)$$

ويمكن صياغة دالة عرض النقود MS على أنها تعتمد مباشرة على (H) ومضاعف النقود (mm)، أي:

$$MS = mmH = mm[FR + DC] \dots\dots\dots(13)$$

$$\Delta MS = mm\Delta H = mm[\Delta(FR) + \Delta(DC)] \dots\dots\dots(14)$$

و يظهر من المعادلتين (13) و(14) أنه لكي يبقى عرض النقود ثابتاً يجب أن يكون لدينا:

$$\Delta(DC) = -\Delta(FR) = -(BP) \dots\dots\dots(15)$$

و يمثل $\Delta(DC)$ في المعادلة (15) أعلاه، عمليات السوق المفتوحة في مديونية الحكومة التي تكون ضرورية لتعقيم BP. إن أحد الاختلافات الجوهرية بين النماذج الكينزية والكلاسيكية للسوق المفتوحة هو أن الأول يفترض بأن

المركزي يستطيع تعقيم آثار BP على مخزون النقود، بينما في الأخير لا تظهر آثار التعقيم، كما أن النماذج الكينزية تكون ضرورية للأجل القصير.

لقد حاول في بداية عقد الستينيات كل من Fleming و Mundell (و الذين كانا صديقين في مؤسسة صندوق النقد الدولي) توسيع النموذج الكينزي للاقتصاد المفتوح ليحتوي على تدفقات رؤوس الأموال، ولاحظ أن صافي تدفقات رؤوس الأموال بين الدول يظهر كتجاوب للفروقات بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية لما كانت التوقعات حول تغيرات سعر الصرف ساكنة، وقاما بنمذجة ميزان المدفوعات لحساب رأس المال بدالة من الشكل:

$$NCF(i-i_f) = F(i-i_f) \dots \dots \dots (16)$$

حيث أن i_f, i هما سعري الفائدة المحلي والخارجي على الترتيب، ويتدفق رأس المال على البلد المحلي في ظل سعر فائدة خارجي معطى i_f ، وحركة تامة لتتنقل رؤوس الأموال، كلما كان سعر الفائدة المحلي أكبر من سعر الفائدة الخارجي، أي $i > i_f$ ، حيث أن:

$$\Delta NCF / \Delta i = F > 0 \dots \dots \dots (17)$$

و من تعريف الميزان المالي الرسمي (ميزان المدفوعات) لدينا:

$$BP = NX(Y, Y_f, R) + NCF(i, i_f) \dots \dots \dots (18)$$

من التعريف من المعادلة (16) من أجل حساب رأس المال، ومن المعادلة الخاصة بالميزان التجاري (NX)، نحصل على:

$$BP = NX(Y, Y_f, R) + F(i, i_f) \dots \dots \dots (19)$$

إن المعادلة (19) أعلاه، هي معادلة سوق الصرف الأجنبي في نموذج (Mundell- Fleming) IS-LM أما الباقي في نموذج هذين الاقتصاديين فهو مماثل لنموذج السابق، مع معادلة عرض النقود المعرفة بالمعادلة (13) السابقة. ونذكر بأن $\Delta(FR) = BP$ ومنه يمكن إعادة كتابة (18) على النحو التالي:

$$\Delta(FR) = NX(Y, Y_f, R) + F(i, i_f) \dots \dots \dots (20)$$

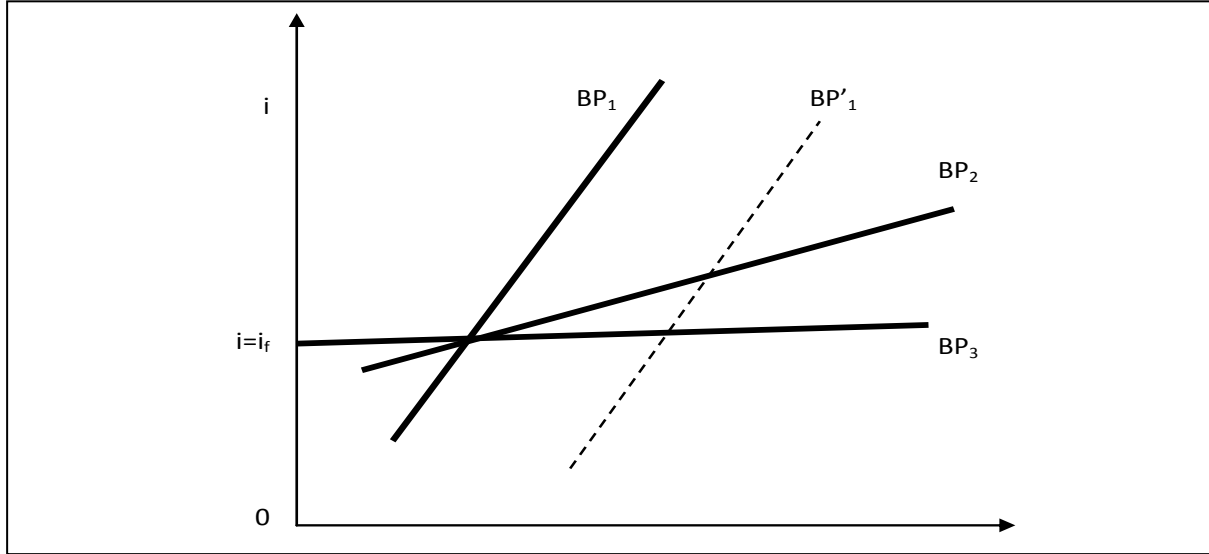
و تشير المعادلة (20) إلى مقدار التعقيم الذي يجب على البنك المركزي إحداثه لغرض المحافظة على ثبات الأرصدة النقدية المحلية عند سعر الصرف الجاري، ففي ظل سعر الصرف الثابت من الممكن، في الأجل القصير، أن يعقم البنك

المركزي آثار $\Delta(FR)$ على مخزون النقود عبر عمليات السوق المفتوحة شريطة ألا يكون $\Delta(FR)$ كبيراً جداً، ونظراً لصعوبة تعقيم العجز (أو الفائض) المزمّن عبر الأجل الطويل، فإن ميزان المدفوعات (BP) يجب أن يكون معدوماً عند الحل التوازني للأجل الطويل، وبالتالي بمعرفة سعر الصرف الثابت (e) يصبح الحل التوازني بالنسبة لسوق الصرف الأجنبي على النحو:

$$BP = NX(Y, Y_f, R) + F(i, i_f) = 0 \dots\dots\dots(21)$$

و بمعرفة سعر الصرف الحقيقي R، تصبح المعادلة $BP=0$ دالة تربط (i) و (y)، ويجب أن تظهر علاقة موجبة بين (i) و (y)، مادامت الزيادة في الدخل المحلي، عند سعر الصرف الحقيقي المعطى، تؤدي إلى تدهور في الحساب الجاري، كما أن زيادة سعر الفائدة المحلي إلى مستوى يفوق سعر الفائدة الخارجي يجذب رأس المال من الخارج، ومنه يحسب من حساب رأس المال، ولكي يبقى $BP=0$ ، يجب على الحساب الجاري أن يتدهور ليُلغى بواسطة تحسن حساب رأس المال، ويحدث ذلك فقط إذا أصبح $i > i_f$ ، ومنه سوف تكون المعادلة $BP=0$ هي أحد الأشكال الموضحة بالشكل (5.2) أدناه والتي تسمى بـ: BP_1 , BP_2 و BP_3 .

الشكل (5.2): الأشكال الممكنة والبديلة للمعادلة (21)



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

فدالة BP_1 تمثل سوق رأس المال غير تامة الحركة، بحيث أن تدفقها يكون ذا تجاوز غير عال لفروقات أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. أما دالة BP_3 فتمثل الحركة التامة لرؤوس الأموال أين يؤدي أي فرق في (i) و (i_f) إلى تحرك قوي وكبير في رؤوس الأموال مابين الدول، وتكون السندات وأذونات الخزينة الأجنبية تامة التعويض بالنسبة للسندات أو

الأذونات المحلية، في ظل الحركة التامة لتتنقل رؤوس الأموال يكون تعقيم آثار $\Delta(FR)$ على مخزون النقود غير ممكن بسبب الحجم الهائل ل $\Delta(FR)$ ، والدالة BP_2 هي حالة وسطية بين BP_1 و BP_3 في حركات رؤوس الأموال.

كل النقاط على اليمين وتحت الدالة $BP=0$ تمثل حالة عجز في ميزان المدفوعات، بينما النقاط الموجودة فوق وعلى اليسار $BP=0$ فهي تمثل فائضا. وتتوفر شروط مارشال. لاينز المبينة بالمعادلة

$$e_x + |e_m| > 1 \dots\dots\dots 22$$

حيث أن e_x و e_m هما مرونتي السعر للطلب الخارجي والطلب الداخلي على الترتيب.

وأن الأسعار المحلية لا تتعدل كاملة لتغير في سعر الصرف، فإن التدهور أو التخفيض في العملة المحلية سوف يحرك منحني BP إلى اليمين من BP_1 إلى BP'_1 بالشكل أعلاه، والتحسين أو الرفع من قيمة العملة يحدث العكس، كما أن الزيادة في مستوى (i_f) يؤدي كذلك إلى تحرك في ميزان المدفوعات من BP_1 إلى BP'_1 مادامت الزيادة في (i_f) تتطلب مستويات مرتفعة في سعر الفائدة المحلي للمحافظة على ميزان المدفوعات عند مستوى التوازن، أي عند $BP=0$.

غير أنه في ظل أسعار الصرف المرنة فإن شروط سوق الصرف الأجنبي تكون مماثلة لتلك الموجودة بالمعادلة (21) وفي هذه الحالة يصبح سعر الصرف يتعدل للمحافظة على توازن عرض العملة مع الطلب عليها في سوق الصرف الأجنبي، ونستطيع الآن وضع النموذج الكامل للاقتصاديين (Mundell-fleming)، والمتكون من معادلة منحنى BP رقم (5.2)، والمعادلة (23) الخاص بمنحنى (IS) والمعادلة (24)، المتعلقة بمنحنى (LM)، كما هو موضح أدناه، وبافتراض أن البنك المركزي يستطيع تعقيم آثار أية تغيرات في الاحتياطات الأجنبية على مخزون النقود فإننا نعيد كتابة النموذج على النحو:

$$BP = NX(Y, Y_f, R) + F(i, i_f) = 0 \dots\dots\dots (21)$$

$$Y = \alpha_X(\beta_X - bi) \dots\dots\dots (22)$$

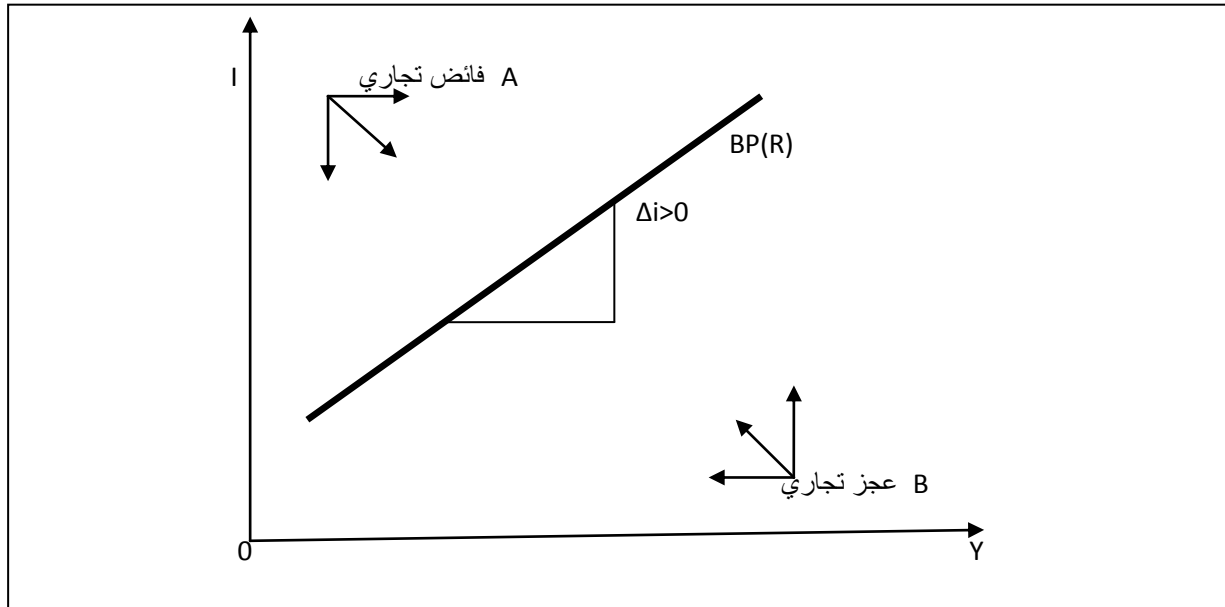
$$MS/P = L(Y, i) \dots\dots\dots (23)$$

حيث أن α_X و β_X هما على الترتيب الإنفاق الكلي المستقل والمضاعف في ظل الاقتصاد المفتوح.

ثانياً: تحديد ميل منحنى BP، تحركه والتوازن الداخلي والخارجي

بناءً على المعادلة (21) يكون لمنحنى BP عموماً ميل موجب لأن دخلاً وطنياً مرتفعاً يعني أن الميزان التجاري يتجه نحو التدهور وأن سعر الفائدة يجب أن يتحسن لكي يجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

الشكل (6.2): منحنى BP وتوازن ميزان المدفوعات



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 220.

حيث أن R هي سعر الصرف الحقيقي.

فوق منحنى BP بالشكل أعلاه، يكون الاقتصاد في وضعية فائض تجاري. تدفع قوى التوازن لميزان المدفوعات نحو الانخفاض ويزداد الدخل الوطني وهي حالة النقطة (A) أما إذا كان الاقتصاد عند النقطة (B) تحت المنحنى BP، ينتج عجز في الميزان التجاري وتدفع قوى التعديل في ميزان المدفوعات سعر الفائدة للارتفاع، ويتدهور الدخل الوطني ولا يتوازن ميزان المدفوعات إلا إذا أصبح الاقتصاد على منحنى $BP=0$ ، ويعتمد ميل المنحنى BP على عاملين هما:

أ - تؤثر مصادر النمو الاقتصادي الداخلي على درجة وشدة الخداز منحى BP، فإذا كان الإنتاج في اقتصاد ما، موجهها بقوة نحو التصدير فإن الميزان التجاري يتدهور بسرعة أقل عندما يرتفع الدخل الوطني، بحيث أن منحى BP يكون في هذه الحالة أقرب إلى الأفقية. وبالعكس في ظل اقتصاد أين يعتمد الدخل الوطني على الإنفاق الحكومي أو على إنتاج غير قابل للتصدير يكون معرضا لمشاكل العجز التجاري الخارجي ويكون في هذه الحالة ميل BP أكثر عمودية.

ب - تؤثر حساسية حركات رؤوس الأموال الدولية للتغيرات في فروقات أسعار الفائدة المحلية والخارجية، مباشرة على ميل منحى BP، فإذا كانت هذه الأخيرة تامة الحركة، فإن تغيرا صغيرا في سعر الفائدة يثير تغيرات كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال ويكون منحى BP أفقيا مثلما هو موضح بالشكل (5.2) السابق بالمنحى BP₃. ومنه عندما يكون منحى BP أفقا، فيعني ذلك أن سعر الفائدة المحلي يبقى دائما مساويا لسعر الفائدة الخارجي الحقيقي. في حين إذا كانت رؤوس الأموال الدولية عديمة الحركة فإنها لن تتأثر بتغيرات أسعار الفائدة ويكون منحى BP في هذه الحالة عموديا.

الفرع الثالث: نموذج فلمنغ-مندل

أولا: نموذج فلمنغ-مندل (نشأ وتعريف وفرضيات)

يعود ظهور هذا النموذج إلى كل من الاقتصاديين روبرت مندل الحائز على جائزة نوبل لسنة 1999 وصديقه ماركوس فلمنغ وهو مدير مركز البحث في صندوق النقد الدولي¹، حيث طور هذا النموذج في بداية الستينات وهو امتداد للنموذج المعروف بالتوازن الاقتصادي الكلي الكينزي (كما وضحنا سابقا) وتم تطويره من قبل ريتشارد هيكس وألفين هانسر في سنة 1937 وإن هذا النموذج مفيد بوجه خاص لتحليل مدى فعالية السياسة النقدية والمالية في اقتصاد مفتوح، و يهتم بتحليل أثر السياسات الاقتصادية والأزمات الخارجية في مختلف النظم وفي كل الحالات يهتم بحرية رؤوس الأموال الدولية²، وهو يشكل أساسا للنماذج المعاصرة الخاصة بتحديد سعر الصرف ذلك يطبق على

¹ - Maurice obsfeld ,inter nationalMacro economic beyond the Mandellflming “NRBER” Wor King paper no=8369 nationalBureau

² - Ofeconomic Research Desembre 2000 california Barnard Guillon ,
AnniaKaueckieconomieinter national commerce et macroeconomie 4eme edition ,
dunodpunodparis 2003 p 239

اقتصاد مفتوح تعاني من موارد معطلة ويكون منحني العرض الكلي التام المرنة في ظل توقعات ساكنة لسعر الصرف أي أنه من المتوقع حدوث تغيير في سعر الصرف عن مستواه الراهن¹.

ثانيا: الفرضيات التي يقوم عليها النموذج

من أهم الفرضيات التي يقوم عليها

- الحرية الكاملة لحركة رأس المال دوليا

- افتراض أن الدولة صغيرة حيث يقود هذا الافتراض توازن ميزان المدفوعات ويتحقق عند سعر فائدة² محلي مساوي لسعر فائدة الأجنبي.

- افتراض أن مستوى السعر ثابت ويشير ذلك إلى أن النموذج يتعامل مع الأجل القصير.

- أن البنك لن يقوم بتعقيم أثر خلل ميزان المدفوعات على عرض النقود.

- سكون التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف الاسمية.

ثالثا: الشكل الأساسي للنموذج

إن الشكل الأساسي لنموذج فلنغ-ماندل، عبارة عن نموذج لاقتصاد مصغر مفتوح يواجه سعر فائدة عالميا معنيا وعرضا من الواردات يتسم بالمرونة الكاملة عند سعر معين مقوم بالعملة الأجنبية.

و بشكل أكثر تحديدا من المفترض وجود أربعة أنواع من الأصول في ظل النموذج الأساسي هي السندات المحلية والأجنبية (لكل منها أجل استحقاق متطابق) والنقود المحلية والأجنبية ومن المفترض أن السندات تعتبر بدائل كاملة لبعضها البعض، أما النقود ليست بديلا لبعضها ولذلك يتم الاحتفاظ بها في دولة الإصدار من المفترض أيضا أن التغيير المتوقع في سعر الصرف يساوي الصفر، إلى غير ذلك

ثم دراسة مختلف أنظمة الصرف انطلاقا من نموذج مندل فلنغ الذي يعتبر المرجع عندما يتعلق الأمر بتحليل المشاكل المرتبطة بانفتاح اقتصاد ما على العالم، وبالأخص الآثار ذات الطابع الاقتصادي الكلي لتغيرات سعر الصرف².

¹ . سي بول هارود، رونالد ماكدونالد النقود والتمويل الدولي، مرجع سبق ذكره ص 129

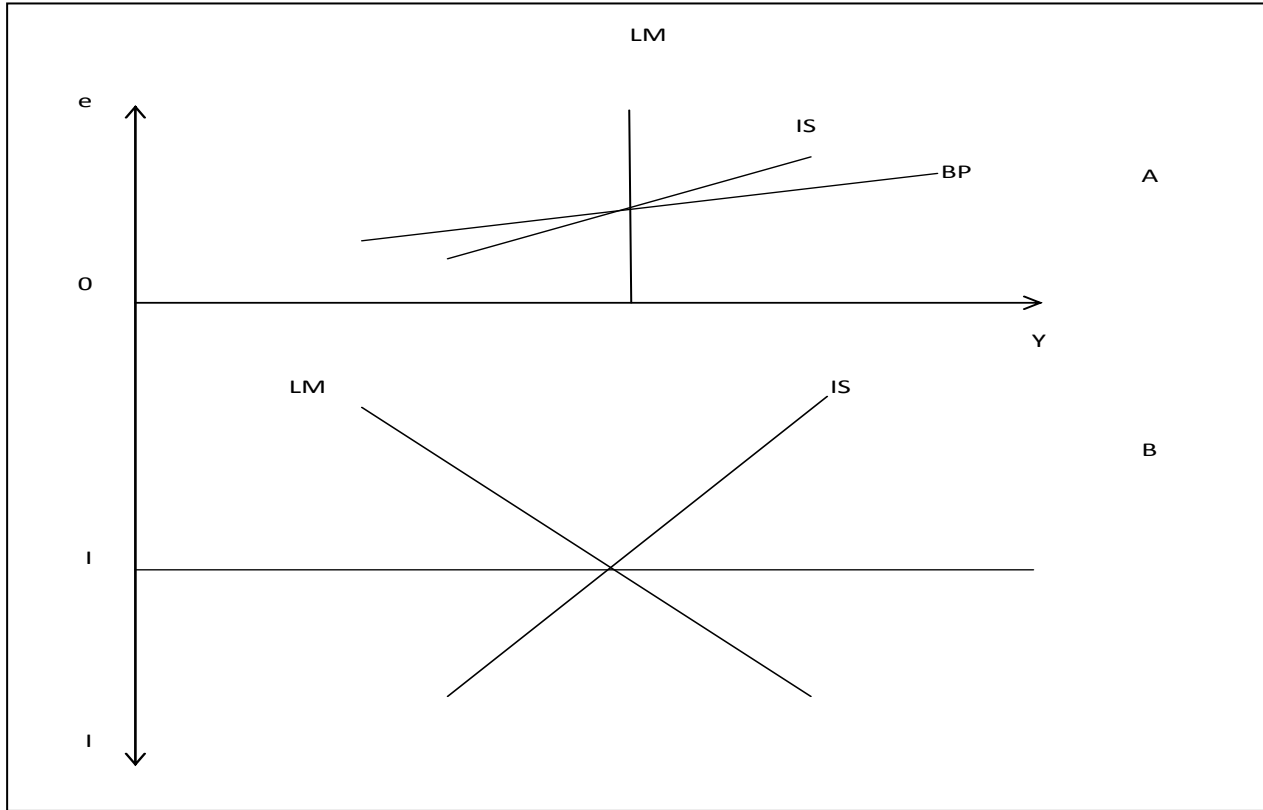
² - Mundell,R,A the appropriate use of monetary and fiscal polisy of international and external stability , IMF staff paper s 1962 vol 9 pp 70 , 79

و يسعى هذا النموذج إلى تحديد التوازن الداخلي والخارجي من خلال اشتقاق ميزان المدفوعات BP وإضافته إلى IS/LM

لتصبح و $IS/LM/BP$ هذا ما رأيناه سابقاً.

و الشكل التالي يوضح نموذج فلنغ-ماندل

الشكل رقم (7.2) نموذج فلنغ-ماندل



المصدر: سي بول هارود، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 134

يوضح هذا الشكل كيفية عمل نموذج فلنغ-ماندل:

- في الجزء A من الشكل (التوازن في ظل اقتصاد مفتوح وبعده قطاعات) نجد:

- المنحنى IS معبر عن المحل الهندسي لأسعار الصرف ومستويات الدخل التي من خلالها يتحقق من خلالها يتحقق التوازن في سوق السلع، وهو ذو ميل موجب لأنه عند مستوى الناتج الأعلى ومع وجود ميل حدي للإنفاق أقل من الواحد، سوف يؤدي ذلك إلى وجود زيادة في المعروض من السلع وهو ما يتطلب حدوث انخفاض في سعر الصرف

لحفاظ على توازن سوق السلع حيث أنه فوق IS توجد زيادة في الطلب على السلع المحلية، أما تحت ذلك المنحنى هناك زيادة في المعروض من السلع المحلية

- المنحنى LM يمثل المحل الهندسي لقيم iY التي تتسق مع توازن السوق النقدية، وبالنسبة لسعر فائدة معين سيكون هناك مستوى واحد للدخل يتحقق عنده توازن سوق النقد

على يمين LM ينبغي حدوث انخفاض في الدخل حتى يتحقق التوازن في سوق النقد

- وفي الجزء B من الشكل نجد:

- منحنى IS يعبر عن المحل الهندسي لأسعار الفائدة والدخل التي يتحقق من خلالها التوازن في سوق السلع

- منحنى LM يعبر عن المحل الهندسي لسعر الفائدة والدخل الذي ينسق مع التوازن في سوق النقد.

- منحنى BP يعبر عن التوليفات من سعر الفائدة والدخل التي توضح التوازن في ميزان المدفوعات، وفي هذا الجزء نجده تام المرونة، وهذا لافتراض القدرة التامة لرأس المال على التنقل لذلك يكون ميزان المدفوعات في حالة توازن عندما يكون سعر الفائدة المحلي معادلا لسعر الفائدة الأجنبي.

الفرع الرابع: نموذج IS-LM-BP في ظل سعر الصرف الثابت

إن الطريقة المثلى التي يشتغل بها نموذج IS-LM-BP لتحديد التوازن تكون أكثر تعقيدا من تحليل نموذج IS-LM للاقتصاد المغلق. فالفكرة المعتمدة على تقاطع منحنى (IS) و (LM) لتحديد مستويي الدخل وسعر الفائدة التوازنيين، كما هو معروف في الاقتصاد المغلق، لم تعد بالشروط الكافية لحدوث التوازن في نموذج الاقتصاد المفتوح، حيث أنه إذا كان تقاطع (IS) مع (LM) يقع فوق منحنى BP يكون هناك فائضا في ميزان المدفوعات، وبالتالي سوف يرتفع مخزون النقود. إن الزيادة أو الارتفاع في مخزون النقود هذا يعني أن منحنى (LM) سوف يتحرك لليمين بحيث أن الدخل سيزداد وينخفض معه سعر الفائدة، ويتوسع الاقتصاد عبر المنحنى (IS). يستمر التحرك في (LM) إلى أن تتقاطع المنحنيات الثلاثة أين ينعدم الفائض في ميزان المدفوعات، وبالعكس إذا تقاطع منحنى (IS) و (LM) في نقطة تقع تحت منحنى BP، يعبر ذلك عن وجود عجز في ميزان المدفوعات فينخفض مخزون النقود ويتحرك منحنى (LM) ليسار ليتبعه تدهور في الدخل وارتفاع في سعر الفائدة المحلي ويتراجع الاقتصاد عبر المنحنى (IS) إلى أن تتقاطع المنحنيات الثلاثة BP، (IS) و (LM') في نقطة توازن جديدة تعبر عن اختفاء ذلك العجز، ويمكن

توضح ذلك بإحداث صدمات واضطرابات محلية وخارجة على الاقتصاد من خلال السياستين المالية والنقدية أو تخفيض في العملة والصدمات الخارجية.

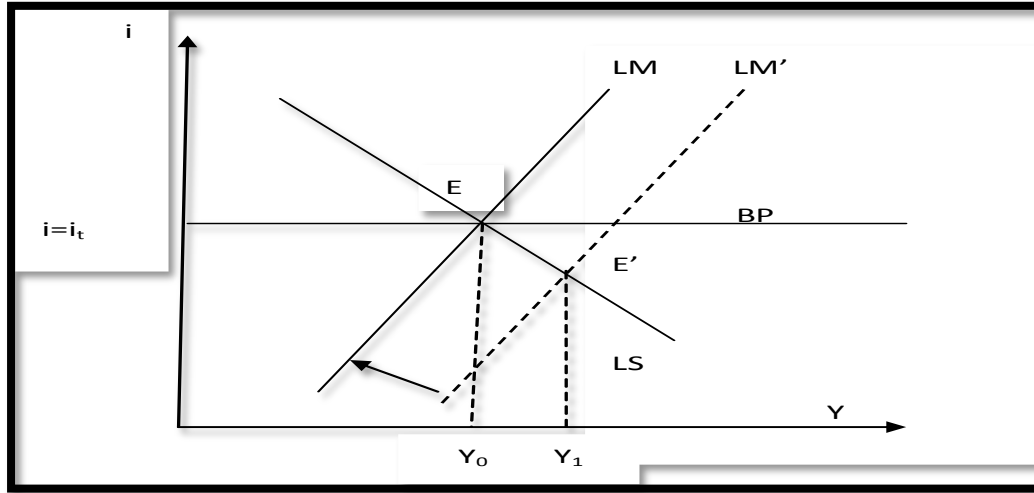
فتوسيع نموذج IS-LM في الاقتصاد المفتوح في ظل الحركة التامة لتنقل رؤوس الأموال الدولية هو الذي يمثل نموذج Mundell-Fleming حيث في ظل الحرية التامة لتنقل رؤوس الأموال تشجع الفروقات في أسعار الفائدة على تدفق رؤوس الأموال ومنه يصبح من غير الممكن على البنوك المركزية أن تأخذ سياسة نقدية مستقلة في ظل سعر الصرف الثابت ولملاحظة ذلك، نفترض أن دولة ماتريد رفع سعر الفائدة، سوف تتبع سياسة نقدية انكماشية، ليرتفع سعر الفائدة، ينقل حاملو الأرصدة، بسرعة غير العالم ثروتهم ليستفيدوا من المعدل المرتفع لسعر الفائدة، ونتيجة لتدفق رأس المال يسجل ميزان المدفوعات فائضا، أي أن الأجانب يحاولون شراء الأرصدة المحلية مما يشجع سعر الصرف على التحسن ويجبر البنك المركزي على التدخل من أجل المحافظة على سعر الصرف الثابت، وسوف يشترى النقد الأجنبي مقابل النقد المحلي، إن هذا التدخل يجعل مخزون النقود المحلي يرتفع وتنتهي العملية عندما يصبح $i=i_f$ والخلاصة هي " أنه في ظل سعر الصرف الثابت والحركة التامة لتنقل رؤوس الأموال لا يمكن للدولة أن تستعمل سياسة نقدية مستقلة، ولا يمكن لسعر الفائدة أن يتحرك بعيدا عن الخط الذي تحدده السوق العالمية ". ومنه يمكن رسم الخطوات التي تترتب عن التدخل الحكومي في جانب عرض النقود لما يكون سعر الصرف ثابتا كما يلي:

- 1- يؤدي التدخل في عرض النقود من خلال سياسة نقدية انكماشية إلى ارتفاع أسعار الفائدة.
- 2- تتدفق رؤوس الأموال الأجنبية ويحدث فائض في ميزان المدفوعات ليحدث ضغط على العملية باتجاه التحسن.
- 3- يتدخل البنك المركزي بواسطة بيع العملة المحلية وشراء العملة الأجنبية، فيحدث توسع نقدي.
- 4- ينخفض سعر الفائدة من جديد ويعود مخزون النقود إلى المستوى الأصلي ويتوازن ميزان المدفوعات.

أولا: السياسة النقدية في ظل الحركة التامة لتنقل رؤوس الأموال

نبين بالشكل (8.2) أدناه منحنيات (IS)، (LM)، و $BP=0$ والذي هو أفقي بسبب الحرية التامة لتنقل رؤوس الأموال. ويكون ميزان المدفوعات متوازنا ($BP=0$) فقط لما يكون سعر الفائدة المحلي والأجنبي متساويين $i=i_f$ وعند أي سعر فائدة آخر تكون تدفقات رؤوس الأموال قوية بحيث يكون BP غير متوازن، ومنه فعلى البنك المركزي أن يتدخل للمحافظة على نفس سعر الصرف الثابت. إن هذا التدخل يحرك منحنى (LM) إلى (LM').

الشكل (8.2): التوسع النقدي في ظل الحركة التامة لرؤوس الأموال وسعر الصرف الثابت



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 226.

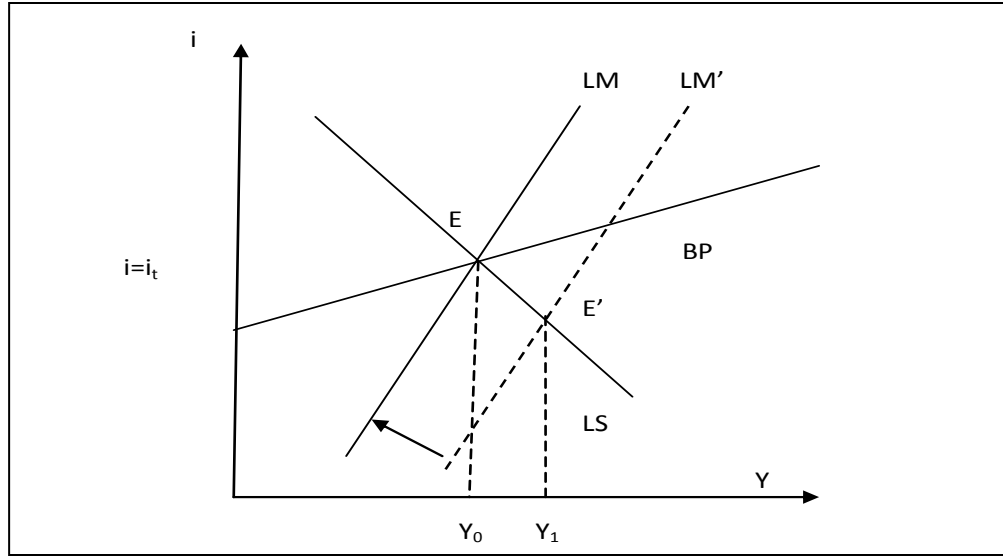
لنعتبر على الخصوص التوسع النقدي الذي يبدأ من النقطة E. يتحرك منحنى (LM) للأسفل ولليمين، ويتحرك الاقتصاد في الأجل القصير إلى النقطة E مع دخل مرتفع y_1 لكن عند النقطة E هناك عجز كبير في ميزان المدفوعات فيحدث ضغط على سعر الصرف ليتدهور، ونظرا إلى أننا في ظل سعر الصرف الثابت فيجب على البنك المركزي أن يتدخل لبيع النقود الأجنبية ويحصل مقابل ذلك على النقود المحلية، وبالتالي ينخفض عرض النقود. وكنتيحة لذلك، يعود منحنى (LM') الجديد في الأجل الطويل، باتجاه اليسار ويتواصل هذا المسار حتى يعود إلى مستوي التوازن الأصلي عند النقطة E.

عمليا مع الحركة التامة لتنقل رؤوس الأموال، لا يصلح للاقتصاد (أبدا) إلى النقطة E'، لأن تجاوب بتدفق رؤوس الأموال يكون سريعا وقويا جدا بحيث يكون البنك المركزي مجبرا على معاكسة التوسع النقدي الأصلي لتحاشي هروب رؤوس الأموال وبالتالي حدوث عجز في ميزان المدفوعات.

ثانيا: السياسة النقدية في ظل الحركة غير التامة لتنقل رؤوس الأموال:

يجرك التوسع في مخزون النقود المحلي عبر مشتريات البنك المركزي في السوق المفتوحة للدين، مبدئيا منحنى (LM) إلى (LM') بالشكل (22.4) أدناه.

الشكل (9.2): السياسة النقدية التوسعية في ظل الحركة غير التامة لرؤوس الأموال وسعر الصرف الثابت



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 227.

يقلص التوسع النقدي من سعر الفائدة المحلي ويؤدي ذلك إلى زيادة في المستوى التوازني في الأجل القصير للدخل من Y_0 إلى Y_1 .

إن الانخفاض في سعر الفائدة المحلي والزيادة في الدخل التوازني يحدثان عمجزا في ميزان المدفوعات. يكون هذا العجز كبيرا كلما كانت درجة تجاوب تدفقات رؤوس الأموال لفروقات أسعار الفائدة (بين المحلي والخارجي) عالية. يؤدي التوسع النقدي هنا إلى مشكل التعقيم لنتيجة العجز في ميزان المدفوعات، فمع شح الاحتياطات من العملة الأجنبية، إما يجب أن يتعدل مخزون النقود للوراء إلى مستواه الأصلي أو يجب التخفيض في العملة لغرض تحريك $BP=0$ بحيث أنه يمر عبر (i_1, Y_1) .

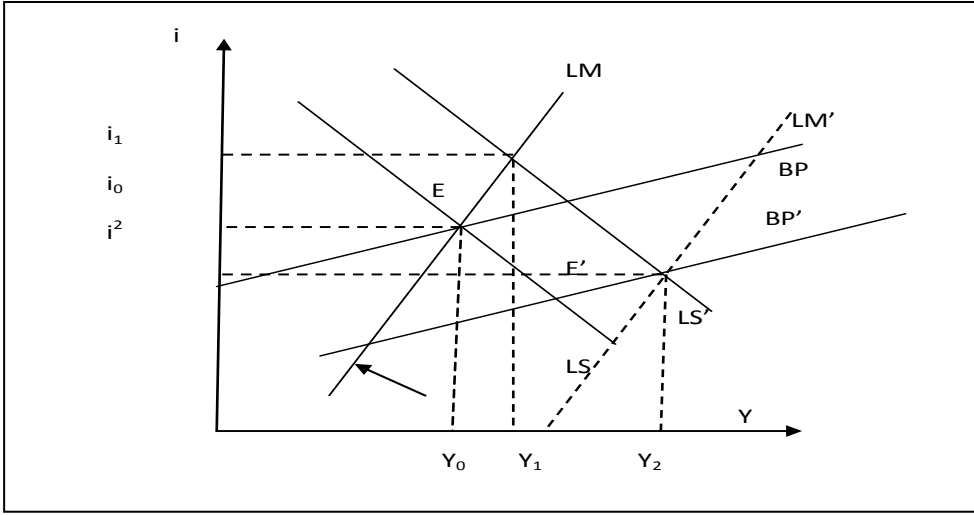
إذا احتفظ سعر الصرف بمستواه الأصلي، فإن نتيجة الأجل الطويل للزيادة في مخزون النقود هي أن البنك المركزي يحتفظ بمديونية أكبر للحكومة و باحتياطات أجنبية أقل. فالدخل العالمي، سعر الفائدة المحلي، ومخزون النقود سوف تعود كلها إلى مستوى التوازن الأصلي ويكون هناك مخزون النقود متغيرا داخليا.

ومنه إذا ظهر توسع نقدي لما يكون $BP>0$ فإن ذلك سوف يسرع من زيادة مخزون النقود الذي كان قد ظهر كنتيجة للفائض. فالفائض سيتقلص وسيكون هناك تراكم صغير للاحتياطات الأجنبية كنتيجة للتوسع النقدي، وتكون آثار السياسة هنا على مخزون النقود المحلي غير عقيمة. ونفس الشيء لما يكون $BP<0$ في ظل سعر الصرف الثابت، يؤدي الكبح النقدي إلى تسارع التعديل في مخزون النقود المحلي الذي هو المفروض أن يظهر كنتيجة لخسارة الاحتياطات من النقد الأجنبي.

ثالثاً: الصدمات الخارجية والتخفيض في العملة

لنعتبر أثر تخفيض العملة الوطنية على الاقتصاد، بحيث يعتبر هذا الإجراء زيادة في سعر صرف النقد الأجنبي، والشكل (23.4) أدناه يوضح ذلك¹.

الشكل (10.2): أثر تخفيض العملة في ظل الحركة غير التامة لرؤوس الأموال وسعر الصرف الثابت



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 228.

لنفرض أن الاقتصاد يكون موجوداً عند النقطة التوازنية E_2 إن التخفيض في العملة يرفع من الصادرات ويقلص من الواردات، يتحرك منحنى (IS) إلى (IS') ويحدث نفس الشيء بالنسبة لمنحنى BP باتجاه اليمين إلى BP'. إن أول أثر للتخفيض سوف ينقل الاقتصاد إلى نقطة توازن جديدة هي E_1 بدخل أعلى هو Y_1 وسعر فائدة محلي هو i_1 . لكن عند هذا التوازن (الأجل القصير) يحدث فائض في ميزان المدفوعات، والذي يدفع بمخزون النقود (في ظل سعر الصرف الثابت) للارتفاع ويتحرك منحنى السوق النقدية إلى (LM') ويستمر هذا التحرك في (LM') إلى أن يتقاطع مع منحنى (IS') و (BP') في نقطة جديدة أخرى هي E_2 . وهي النقطة التوازنية الجديدة التي تنتهي في الأجل الطويل، بسعر فائدة (i_2) أقل من مستواه الأصلي (i_0) وبدخل توازني (Y_2) أعلى بكثير من سابقه ومنه فإن التخفيض في العملة يرفع من الدخل ويقلص من أسعار الفائدة. ينتقل ميزان المدفوعات إلى وضعية فائض خلال مسار التعديل (في الأجل القصير)، لكنه يعود في النهاية (الأجل الطويل) إلى وضعية التوازن.

¹ - تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره ص 228

و يجب التأكيد هنا على أن هذه المجموعة من الأجوبة عن التخفيض في العملة تكون كلها مشروطة باحتفاظ السعر عند مستوى ثابت فإذا ارتفع مستوى السعر مثلاً، بنفس نسبة التخفيض، فإن الأسعار النسبية العالمية لن تتأثر ويبقى الاقتصاد عند نفس المستوى التوازني.

كما أن الصدمات التي تصدر عن العالم الخارجي سيكون لها نفس آثار التخفيض في العملة. فالزيادة في الدخل العالمي أو الزيادة في مستوى السعر الخارجي (P_1) سوف تؤدي إلى نفس الآثار السابقة، بينما التدهور في سعر الفائدة الخارجي (I_f)، والذي سوف يحرك منحنى BP دون أن يتبعه تحرك ف (IS)، سوف لن يكون له أثر على الدخل وسعر الفائدة المحلي، ومع هذا فإنه سوف يحدث مسار أين يصبح ميزان المدفوعات في حالة فائض، لبيداً منحنى (LM) في التحرك لليمين، يرتفع الدخل وينخفض سعر الفائدة المحلي إلى النقطة التي يتقاطع فيها منحنى (IS) الأصلي مع منحنى BP الجديد.

الفرع الخامس: نموذج IS-LM-BP في ظل سعر الصرف المرن

في ظل أسعار الصرف المرنة يكون مخزون النقود، بما فيها احتياطات الصرف الأجنبي والائتمان المحلي، مجدداً بواسطة البنك المركزي، ومنه فإن وضعية منحنى (LM) تكون مثبتة بواسطة السياسة النقدية فإذا لم تكن نقطة تقاطع منحنى (IS) و BP موجودة على منحنى (LM)، يجب أن يحدث تعديل في سعر الصرف فالقيم المختلفة لسعر الصرف تعمم قيماً مختلفة للصادرات والواردات، ومنه تنتج منحنيات مختلفة لكل من BP و (IS).

و مادام منحنى (IS) ينحدر لأسفل ومنحنى BP ينحدر لأعلى (أو أفقي)، فإنه توجد نقطة واحدة وواحدة فقط أين يتقاطعان فيها والتي تقع في نفس الوقت على منحنى (LM). إن قيمة سعر الصرف التي تتقاطع فيها منحنيات (IS) و BP لما يلتقيان مع منحنى (LM) هي سعر الصرف التوازني في الاتجاه أن سعر الصرف يجب أن يكون تلك القيمة التي تجعل منحنى BP و (IS) يتقاطعان مع بعضهم البعض على نقطة من منحنى (LM). ويتعارض هذا مع تفسير سعر الصرف الثابت أين تكون منحنيات (IS) و (BP) في وضعية ثابتة في الوقت الذي يتحرك فيه منحنى (LM) لأن مخزون النقود يتغير حتى يضمن وجود منحنى (LM) على تقاطع مع المنحنيين (IS) و BP ومنه نؤكد بأنه في ظل سعر الصرف الثابت، تكون وضعية منحنى (IS) و BP ثابتة ويحددان توازن الأجل الطويل (حالة الثبات)، بينما يتحرك مخزون النقود (منه منحنى (LM)) باتجاه تلك النقطة الثابتة. في حين أنه في ظل سعر الصرف المرن يكون منحنى (LM) في وضعية مثبتة في الوقت الذي يتغير فيه سعر الصرف مجدداً بذلك منحنى (IS) و BP باتجاه نقطة تقاطع منحنى (LM) كما سنرى أدناه.

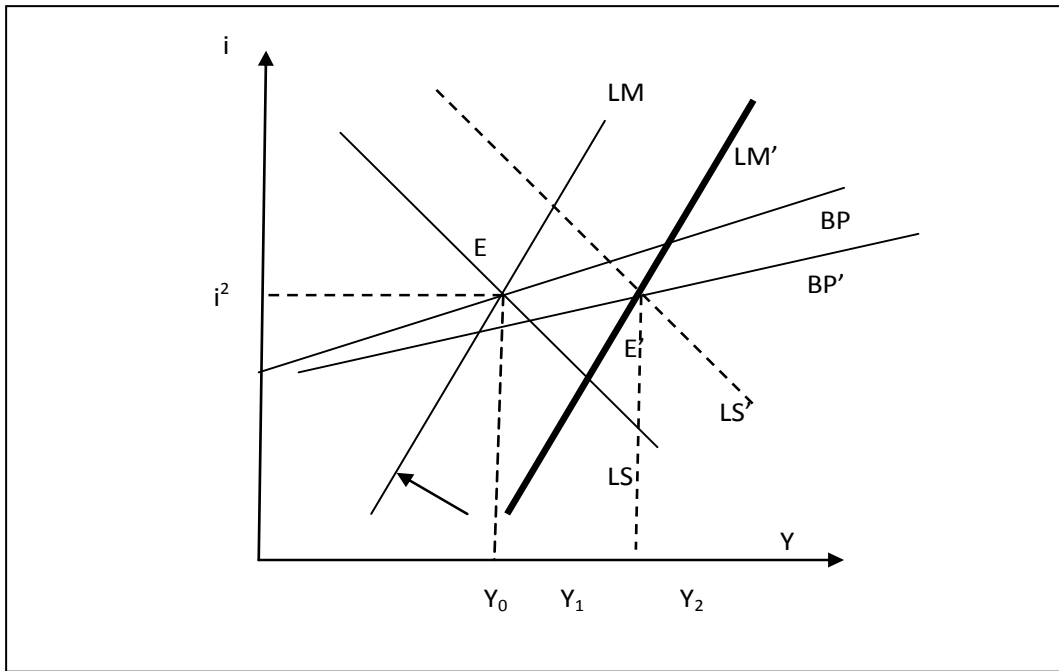
السياسة النقدية في ظل الحركة غير التامة لرؤوس الأموال

في ظل سعر الصرف المرن (أو العائم) والنظيف يتعدل هذا الأخير ليحافظ على

BP = 0، ولا يوجد تغير في احتياطات البنك المركزي من النقد الأجنبي كما أشرنا لذلك من قبل ومادام التغير في فإن مخزون النقود المحلي يمكن مراقبته تماما من طرف السلطات النقدية في كل من الأجلين الطويل والقصير، ويسمح هذا بالاستقلالية المحلية للسياسة النقدية في ظل نظام سعر الصرف المرن، والتي هي غير موجودة في ظل سعر الصرف الثابت.

إن التوسع النقدي في ظل نظام سعر الصرف المرن يحرك (LM) إلى (LM') بالشكل (26.4) أدناه ومنه فإن نتيجة الانخفاض في سعر الفائدة المحلي سوف تحدث تدهورا في حساب رأس المال وبافتراض توفر شروط (Marshall Learner)، فإن سعر الصرف يجب أن ينخفض بطريقة كافية لإلغاء الزيادة في الحساب الجاري، لغرض المحافظة على التوازن في سوق الصرف الأجنبي. إن الانخفاض في سعر الصرف يسبب تحركا صافيا في الطلب المحلي والخارجي باتجاه الناتج المحلي وينتج تحركا لليمين في كل من **BP** وكذلك (IS) كما هو موضح بالشكل (26.4) أدناه بانتقال (IS) إلى (IS')، وكذلك **BP** إلى (BP') كنتيجة لزيادة الدخل الحقيقي من Y_0 إلى Y_1 .

الشكل (11.2): السياسة النقدية في ظل سعر الصرف المرن والحركة غير التامة لرؤوس الأموال



المصدر: تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

ففي ظل أسعار الصرف المرنة تكون القناة المهمة التي تؤثر عبرها السياسة النقدية على الاقتصاد هو عن طريق التغيرات في الأجور الحقيقية والسعر النسبي للسلع المحلية بالمقارنة مع الأجنبية التي تنتج من تغير في سعر الصرف. لقد لاحظنا بأن التوسع النقدي يؤدي إلى تدهور العملة، بينما الكبح النقدي يؤدي إلى تحسن العملة. فمع دالة العرض الكينزي، يؤدي إلى التحسن في العملة إلى رفع سعر السلع المحلية بالمقارنة مع سعر السلع الأجنبية لما يعبر عن السعيرين بنفس العملة يؤدي هذا إلى تحرك الطلب باتجاه السلع الأجنبية ويحدث انكماش في الدخل المحلي والعمالة. في حين يحدث التدهور في العملة العكس. (45)

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، أهمها:

1. يعتبر الانفتاح الاقتصادي هو إزالة القيود القائمة في وجه رؤوس الأموال الأجنبية، وفي وجه الاستثمارات المحلية الخاصة المدفوعة بدافع الربح وحده، والتخلي التدريجي عن الملكية العامة في الصناعات، وعن تدخل الدولة في الاقتصاد، بل كذلك التخلي التدريجي عن الحماية الممنوحة لبعض الصناعات المحلية المنافسة الأجنبية.
2. يمكن قياس معدلات الانفتاح الاقتصادي باستخدام عدة مؤشرات منها: نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي (معامل التجارة الخارجية)، نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للتصدير)، ونسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للاستيراد)، نسبة امتصاص الواردات لحصيلة الصادرات،
3. يعد التحرير المالي هو مجموع الإجراءات الذي يعمل على تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشرافي قوي، وخصخصة بنوك القطاع العام وتشجيع القطاع الخاص على إنشاء المصارف والسماح للبنوك الأجنبية من الدخول إلى السوق المصرفية المحلية، وحرية سعر الفائدة وتحرير أسعار الصرف وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال
4. من آثار العولمة المالية فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية مما يؤدي للتضخم، وتغير أسعار الفائدة الحقيقية حيث أن تحديدها سيخرج عن سيطرة البنك المركزي لأنها سترتبط بأسعار الفائدة الخارجية وخاصة قصيرة الأجل منها.
5. إن الاعتراف بأثر أسعار الفائدة على تدفقات رأس المال وميزان المدفوعات له أهمية بالغة بالنسبة لتطبيقات سياسة الاستقرار، أولاً: لأن السياسة النقدية تؤثر على أسعار الفائدة، بحيث تؤثر هذه السياسات على حساب رأس المال وبالتالي على ميزان المدفوعات، ثانياً: من نتائج ذلك طريقة عمل السياسة النقدية في تأثيرها على الاقتصاد المحلي وعلى تغيرات ميزان المدفوعات في ظل تدفقات رأس المال الدولي.

الفصل الثالث:

دراسة أثر سعر الفائدة وسعر الصرف على
تدفقات رؤوس الأموال في الدول المختارة

تمهيد:

من خلال هذا الفصل سنقوم باختبار صحة أو خطأ الفرضية الثالثة من خلال اختبار أثر كل من سعر الصرف و سعر الفائدة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة و غير المباشرة - باعتبارها شكل مهم لأشكال انتقال رؤوس الأموال لهذه الدول- لكل من الجزائر، تونس و المغرب، و هذا بالتطرق للنقاط التالية:

المبحث الأول: دراسة حالة الجزائر

المبحث الثاني: دراسة حالة تونس

المبحث الثالث: دراسة حالة المغرب

حيث في كل حالة يتم المرور بتحليل و صفي لاقتصاد الدولة الدراسة ثم التحليل القياسي لبيانات البلد.

المبحث الأول: دراسة حالة الجزائر

قبل الدخول في دراسة حالة الجزائر لابد من التطرق إلى إلقاء نظرة شاملة على الأوضاع الاقتصادية العامة بالجزائر.

المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد الجزائري

الفرع الأول: واقع وطبيعة الاقتصاد الجزائري

بعد أن وصلت الجزائر في بداية 1994 إلى حافة الاحتناق المالي، نتيجة الإفراط في الاقتراض قصير الأجل، الذي تبع الانخفاض الحاد في سعر البترول سنة 1986، شرعت الجزائر في أبريل 1994 في إبرام اتفاقيتين مع صندوق النقد الدولي، مدتهما الإجمالية أربع (4) سنوات، مرفقتين باتفاقيات إعادة جدولة الديون الخارجية لدى نادي باريس (فيما يتعلق بالديون الخارجية العمومية)، ولدى نادي لندن (فيما يتعلق بالديون المصرفية)، كان يهدف أساسا إلى¹:

-تأمين استمرارية ميزان المدفوعات؛

-تشجيع العودة إلى النمو الاقتصادي؛

-التحكم في التضخم ليتقارب مستواه من مستوياته السائدة في البلدان الشريكة اقتصاديا.

إن مجموع الإجراءات والتدابير المدعومة والمراقبة من قبل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي قد شملت جميع القطاعات وامتدت على المتغيرات الأساسية في الاقتصاد، وبذلك فقد تحققت أهداف الاستقرار الاقتصادي، واستمرت هذه المؤشرات في التحسن عاما بعد عام، ويبرز ذلك من خلال:

أولا: تطورات حجم النشاط الاقتصادي

خلال السنوات الأخيرة شهد النشاط الاقتصادي تطورا ملحوظا، ويبدو ذلك من خلال ما يوضحه الجدول التالي حول تطور الناتج المحلي الإنتاجي:

الجدول رقم (3-1): تطور إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة 1990-2012 بالمليار دولار

السنوات	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
إجمالي الناتج المحلي	62,05	41,76	54,79	102,34	161,78	198,54	207,96
معدل النمو	0,80	3,80	2,20	4,80	3,60	2,60	3,30

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/algeria>

¹ -كرمان عبد الوهاب (مافظ بنك الجزائر)، التطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر، مداخلة أمام المجلس الشعبي الوطني، 06 نوفمبر 2000، ص 1-2.

فلاحظ زيادة (PIB) الناتج الداخلي الخام خلال سنة 2005 ليصل إلى 7130 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل ، 102 مليار دولار أمريكي، ليحقق معدل 3001 دولار أمريكي كنتاج محلي خام للفرد الواحد، وأعطت سنة 2005 نسبة نمو للناتج المحلي الخام تقدر بنحو % 4.8 مقابل % 4.1 سنة 2002 و % 2.1 سنة 2001.

ويمكن إرجاع هذا النمو الاقتصادي إلى ارتفاع أسعار النفط خلال الفترة الممتدة من منتصف السبعينيات وإلى بداية الثمانيات، فارتفع الناتج المحلي الإجمالي وفق معدلات معتبرة بلغت % 17 ، في حين أدى انخفاض مستويات الأسعار منتصف الثمانيات إلى التقلص في الناتج المحلي الإجمالي حيث استمر حتى بداية التسعينيات، وقد أخذ النمو يتذبذب بين ارتفاع وانخفاض طول فترة التسعينيات نظرا لتلك الظروف، ولهذا يمكن التطرق لمختلف القطاعات الاقتصادية التي ساهمت في بناء هذا التحسن، على النحو التالي:

الجدول رقم (3-2): نسبة مساهمة كل قطاع في إجمالي الناتج المحلي الوحدة: %

السنوات		1990-1999		2000-2005		2006-2012	
قطاع صناعة	الصناعات الاستخراجية		3,54		6,34		7,66
	الصناعات خارج المحروقات	49,67	96,46	56,27	95,86	61,95	93,33
قطاع الزراعة		11,23		9,43		7,46	
قطاع خدمات		38,7		33,5		29,7	

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/algeria>.

بالنسبة للقطاع الصناعي ما يلاحظ عليه أنه لا يزال يعاني من أزمة هيكلية، إذ تدل النتائج المسجلة من قبله والوضعية المالية الصعبة التي تعاني منها جل المؤسسات الصناعية على استمرار التراجع الذي يعرفه القطاع منذ تسعينيات القرن الماضي ، وهذا بالرغم من الإصلاحات الاقتصادية التي مسته منذ سنوات، من إعادة هيكلته والتطهير المالي²، بالرغم من أن هذا القطاع يساهم بأكثر من % 40 من القيمة المضافة في الناتج المحلي الإجمالي، إلا

¹ - UNCTAD, **Examen de la Politique de L'Investissement Algérie**, New Y- Genève , 2004, P4.

² - Sadi Nacer-Eddine, **La Privatisation des entreprises publiques en Algérie : Objectifs, modalités et enjeux**, Office des Publications Universitaires, Alger, 2005,P198

أن هذا يعود بالدرجة الأولى للصناعات الاستخراجية¹ (المحروقات، قطاع المناجم)، في حين أن القيمة المضافة للصناعات التحويلية(المصنعة) فهي لا تتجاوز نسبة 8%

ضعف الاهتمام بالقطاع الزراعي حيث لا تتجاوز مساهمته أكثر من 10% وهو مطالب برفع التحدي، واستهداف الكفاءات والفعالية، بغرض الحد من التبعية الغذائية، وضمان ميزان تجاري موافق.

و في إطار استغلال المؤهلات والإمكانات السياحية غير المستغلة التي تتوفر عليها الجزائر، تبنت الجزائر مخطط سياحي يرسم الأفق قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل(2009-2015-2025) التي تكفل تنمية القطاع السياحي، بما في ذلك السياحة الصحراوية والجبلية، ويتخلل المخطط مشاريع بناء مدن سياحية.

ثانيا: تطور نشاط السلطات النقدية

السياسة النقدية: لقد أرادت الجزائر أن تحقق تنمية اقتصادية على نمط التسيير المركزي المخطط ، أين يتم تمويل برامج الاستثمارات بالاعتماد على القروض المصرفية ، عن طريق الإصدار النقدي مما أدى رفع معدل التضخم وعدم توازن الحساب الخارجي مع وجود اختلالات تتعلق بتدفقات الائتمان والاستثمار وعدم التوازن بين الكتلة النقدية الضخمة وعجز القطاعات الاقتصادية وضعف إنتاجيتها. وفي هذا السياق يمكن القول أنه لا يمكن الحديث عن وجود سياسة نقدية واضحة ، وذلك للتداخل بين الخزينة العامة والبنك المركزي من جهة وضعف الوساطة المالية من جهة أخرى . هذا قبل الإصلاح الاقتصادي.

- أما في مرحلة الإصلاحات النقدية والتي كانت مجسدة في القانون رقم 90 / 10 المؤرخ في 14 أبريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض ، الذي يعتبر من القوانين التشريعية الأساسية للإصلاحات ، فهو يعكس بحق الاعتراف بأهمية المكانة التي يجب أن يكون عليها النظام البنكي ، بالإضافة إلى أنه أخذ بأهم الأفكار التي جاء بها قانوني 1986 و 1988

ويهدف قانون النقد والقرض إلى استعادة البنك المركزي لدوره في قمة النظام النقدي و المسؤول الأول عن تسيير السياسة النقدية ، وتحريك السوق النقدية لمكانتها كوسيلة من وسائل الضبط الاقتصادي ، بالإضافة إلى إيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من طرف البنوك ، وجعله يلعب دورا مهما في اتخاذ القرارات المرتبطة بالقرض.

و اعتمد قانون النقد والقرض أيضا مبدأ الفصل بين الدائرة النقدية ودائرة ميزانية الدولة ، فالخزينة لم تعد حرة في اللجوء إلى عملية القرض وتمويل عجزها عن طريق اللجوء إلى البنك المركزي.

¹ - Hadjseyd Mahrez, **Développement industriel de L'Algérie : L'industrie, Pesanteurs et réformes**, Communication au séminaire : Quelle Développement Pour L'Algérie, organisé par le Forum des chefs d'entreprises – FCE-, Alger le 19 et 20 Janvier 2002, P7

كما تم التحسين من أدوات السياسة النقدية بإدخال أداة نظام الاحتياط القانوني الإجباري سنة 1994 لتنمية إمكانيات مراقبة السيولة النقدية، واستخدام وسيلة الرقابة غير المباشرة للسياسة النقدية التي كانت نقطة استهداف منذ ماي 1995.

الجدول رقم (3-3) تطور نمو النقود وأشباه النقود %.

السنوات	1999-1990	2000	2001	2012-2002
نمو النقود وأشباه النقود (% سنوية)	15,75	13,31	24,90	13,63

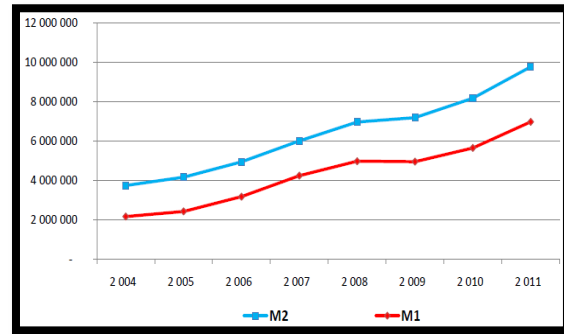
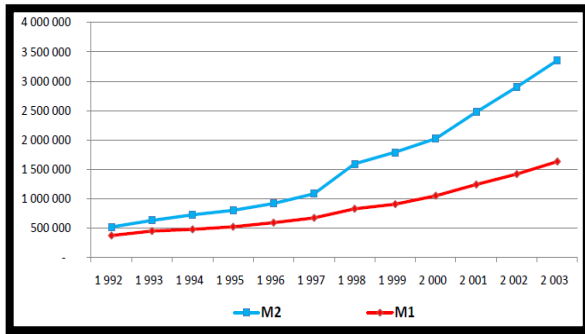
المصدر: بالاعتماد على: -النشرات الإحصائية الثلاثية لبنك الجزائر؛

-إحصائيات البنك الدولي على الموقع الإلكتروني <http://data.albankaldawli.org/country/algeria>

إن تطور الكتلة النقدية M2 خلال الفترة 1994-1998 بلغ متوسط معدل 14,9% لتتخفف إلى 13% سنة 2000 ويعزى أسباب الانخفاض في نمو الكتلة النقدية إلى إتباع سياسة التقشف الصارمة والمتمثلة في تخفيض عجز الميزانية وتجميد الأجور.

في سنة 2001 ارتفعت إلى 24,9% وكان هذا بسبب الزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية ، بالإضافة إلى ظهور برنامج الإنعاش الاقتصادي الذي أقره رئيس الجمهورية في أبريل 2001 حيث خصص له مبلغ 7مليار دولار أي ما يعادل 520 مليار دج.

الشكل رقم(3-1): منحنى تطور الكتلة النقدية م1 وم2 خلال الفترة 1992-2011 بالمليون دينار جزائري.



Source : BANQUE d'ALGERIE, Bulletin statistique de la banque d'Algérie, juin 2012, p 57-72 .

و ما تمت ملاحظته تراجع معدل التضخم بعد فترة برنامج التعديل الهيكلي، الأمر الذي سمح بالتعامل بمعدلات نمو حقيقية.

الجدول رقم (3-4): تطور معدلات التضخم بالجزائر خلال الفترة 1990-2012.

السنوات	1990-1996	1997-2007	2008-2012
التضخم(% سنويا)	25,09	2,28	4,48

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/algeria>.

و نظرا للمستوى المرتفع للتضخم المسجل في 2012 (8.89%) أدخل بنك الجزائر ابتداء من منتصف جانفي 2013 أداة جديدة للسياسة النقدية وهي استرجاع السيولة لستة أشهر بمعدل تسعيرة قدره 1,5% يهدف هذا التعزيز لأدوات السياسة النقدية إلى أكثر السيولة المستقرة للمصارف، ثم تسيير أحسن لفائض السيولة في السوق النقدية، بعدما كانت مستقرة في الثلاثي الأول من سنة 2013، حيث تقلصت السيولة المصرفية إلى 2542,49 مليار دينار في نهاية جوان 2013 مقابل 2876,26 مليار دينار في نهاية ديسمبر 2012، تم امتصاص فائض السيولة بطريقة فعلية من خلال أدوات استرجاع السيولة في ظروف تتميز بلجوء أقل إلى للمصارف، من جهة أخرى في إطار الاحتياطات الإجبارية رفعت المصارف ومجوداتها في الحسابات لدى بنك الجزائر¹.

ثالثا: الوضعية الاقتصادية الخارجية

1- تطور وضعية الميزان التجاري وقياس درجات الانفتاح الاقتصادي:

الجدول رقم (3-5): تطور هيكل الصادرات بالجزائر خلال الفترة 1989-2011. بالمليار دولار

السنوات	الصادرات النفطية		الصادرات غير النفطية		إجمالي الصادرات القيمة
	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	
1990	10,93	96,73	0,37	3,27	11,30
1995	9,01	69,21	0,36	3,79	9,36
1996	10,30	92,92	0,78	7,08	11,09
2000	18,95	96,82	0,623	3,18	19,57
2005	44,98	97,80	1,01	2,20	45,99
2010	59,53	97,72	1,04	2,28	60,57
2011	75,49	98,13	1,23	2,39	76,52

المصدر: - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، 2011، 2012،

- صندوق النقد العربي، اتجاهات التجارة الخارجية، أبريل 2012.

- الديوان الوطني للإحصائيات ONS.

¹ - محافظ بنك الجزائر، وضعية الاقتصاد العالمي وتطور الاقتصاد الكلي في الجزائر، تدخل أمام اللجنة المالية والميزانية لدى المجلس الشعبي الوطني،

21 أكتوبر 2013، ص ص 10-13.

- إن الملاحظ في إحصائيات السابق خلال الفترة 1990-2000 أن نسبة الصادرات خارج المحروقات لم تتعدى 4% والمقدرة بـ 480.03 مليون دولار باستثناء سنة 1996 التي تعدت 7% وهذا راجع إلى الصادرات خارج المحروقات المتكونة من المواد الغذائية إلى روسيا في إطار تسديد الديون بقيمة 784.79 مليون دولار، وبالتالي نرى سيطرة صادرات المحروقات بنسبة تتراوح من 96% إلى 97%،

أما خلال الفترة 2001-2011 نلاحظ أن الصادرات خارج المحروقات تتواصل في تسجيل نسب ضعيفة لا تتعدى 3% خلال هذه الفترة، وبالتالي دوما نرى سيطرة الصادرات خارج المحروقات بنسب تتعدى 96% و97% وهذا راجع إلى ضعف تواجد المؤسسات الوطنية بالأسواق الدولية لضعف الإنتاج وعدم توافقه مع المقاييس العالمية، إضافة إلى القيود التجارية من بعض الدول على غرار دول الاتحاد الأوروبي على المنتجات الوطنية.

الجدول رقم (3-6): تطور إجمالي الواردات بالجزائر خلال الفترة 2000-2011. بالمليار دولار

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
قيمة الواردات	9,17	9,94	12,01	13,54	18,31	20,36	21,46	27,63	39,48	39,29	40,47	54,36

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على

من خلال الجدول (3-6) للفترة الممتدة من 2000-2011 نلاحظ ارتفاع متزايد للواردات الجزائرية بشكل كبير راجع إلى زيادة الاستهلاك الداخلي لتدعيم برامج الدولة، حيث قاربت 40 مليار دولار سنة 2010، في حين أنها كانت قد بلغت خلال سنة 2006 حوالي 21,456 مليار دولار مقابل 20.357 مليار دولار سنة 2005، بزيادة نسبتها 3.18%، وتتكون أهم واردات الجزائر من معدات صناعية ومواد استهلاكية، بالإضافة إلى مواد أولية زراعية¹.

أما بالنسبة لدرجات الانفتاح الاقتصادي، فيمكن قياسها من خلال كل من:

أ- نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي: فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على زيادة درجة الانفتاح على الخارج، ويرى بعض الاقتصاديين أن الاقتصاد يعد منفتحاً على الخارج إذا بلغت النسبة 40% أو أكثر، وعليه يمكن القول بأنه كلما ارتفع معدل الانفتاح على الخارج كلما زاد تأثير العوامل الخارجية.

¹ - Centre National de L'information et des Statistiques, **Rapport période Année 2006 du L'Algérie**, Ministre finances. Direction Générale des Douanes , P-P 1- **Commerce extérieur de**

الجدول رقم (3-7): نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1980-2011.

السنوات	1990-1980	1999-1990	2010-2000
النسبة	49.7	50.6	70.10

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصائيات البنك الدولي

و من ما هو ملاحظ أن نسبة التجارة في خلال كل الفترة كانت أكبر من 40% وهو ما يدل على مدى انفتاح الاقتصاد الجزائري على الخارج، وهي في ارتفاع مستمر من فترة إلى فترة مقارنة من سنوات الثمانينات والتسعينات رغم أن هذه الزيادة ليست بالكبيرة.

2- الميل المتوسط للتصدير: يعد أحد أهم المؤشرات التي تقيس قدرة الاقتصاد على التصدير، وهو يقاس بنسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على قدرة الاقتصاد الوطني على التصدير.

الجدول رقم (3-8): نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1999-2000).

السنوات	1999-1990	2005-2000	2012-2006
نسبة ص الى ن م ا	21.34	29.16	38.07

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد إلى معطيات الجدولين رقم (3-1)، و رقم (3-5)

و ما هو ملاحظ أن هذه النسبة في زيادة مستمرة.

ولكن رغم ذلك إلا أن حصيلة الميزان التجاري للصادرات خارج المحروقات يسجل قيم سالبة خلال الفترة المدروسة وبالتالي رغم الاجراءات الكبيرة المتخذة في مجال تحرير التجارة الخارجية من طرف الدولة الجزائرية إلا أن الصادرات خارج المحروقات لم تسجل نسب كبيرة بالمقارنة مع إجمالي الصادرات، وبالتالي تعتبر النتائج الايجابية للميزان التجاري العام ولتزايد هذه النسبة راجع إلى الصادرات النفطية وليس الصادرات خارج المحروقات، التي يرجع سبب عدم نموها بمعدلات عالية إلى ضعف إنتاج المؤسسات المصدرة وعدم قدرتها على التنافس في الأسواق الأجنبية.

2- تطور نظام الصرف في الجزائر

تميز الاقتصاد الوطني منذ الاستقلال باستقرارية في صرف عملة الدينار حيث كان مربوطا بالفرنك الفرنسي كعملة قوية آنذاك، إلا أن سعر صرف الدينار مر منذ 1986 - وهو تاريخ بداية ظهور الأزمة الاقتصادية المعروفة بمؤشراتها (الاقتصادية والاجتماعية والمالية) - بواقع مرير وصعب، فخلال العديد من السنوات لم تتوقف هذه العملة عن التدهور والانزلاق والتخفيض، بحيث أن هذه الإجراءات لا تعبر عن القيمة الحقيقية للدينار.

وعلى ضوء ما سبق يمكن تقسيم مراحل تطور نظام الصرف في الجزائر إلى مرحلتين رئيسيتين هما ما قبل أزمة 1986، ما بعد أزمة 1986.¹

الجدول رقم (3-9): مراحل تطور نظام الصرف بالجزائر.

الأحداث	فترة كل مرحلة
<p>1963- تم فرض رقابة على الصرف والتجارة الخارجية من خلال فرض نظام لحصص الاستيراد والحوافز الجمركية مما أدى إلى إنشاء ديوان وطني للتجارة (ONACO)</p> <p>- في 10-04-1964 حيث حددت الجزائر سعر صرف الدينار بما يعادل 0.18 غ من الذهب أي بنفس التكافؤ مع الفرنك الفرنسي</p> <p>- ظهور نظام جديد لتسيير الاقتصاد الوطني (التخطيط والتسيير الاشتراكي)، والتخلي عن أسعار الصرف الثابتة نتيجة انهيار نظام بريتون وودز</p> <p>- ظهور سوق موازية للصرف ابتداء من 1974</p> <p>- تغيير نظام سعر صرف الدينار الجزائري ابتداء من جانفي 1974 حيث تم إتباع نظام صرف مربوط بسلة من العملات</p>	<p>نظام الصرف في الجزائر قبل حدوث أزمة 1986</p>
<p>- الانزلاق التدريجي بتعديل سعر الصرف بتخفيض قيمة الدينار بصفة تدريجية ومنظمة واستمرت من نهاية سنة 1987 إلى غاية سبتمبر 1991 حيث انتقل سعر الصرف الدينار من 4,936 دج / للدولار في نهاية 1987 إلى 8,032 دج/ دولار في نهاية 1989</p> <p>- التخفيض الصريح: قرر مجلس النقد والقرض في 30 سبتمبر 1991 تخفيض سعر صرف الدينار بالنسبة للدولار الأمريكي بنسبة 22% وذلك حسب الاتفاق المبرم مع صندوق النقد الدولي حيث بلغ سعر صرف الدينار 22.5 دينار مقابل الدولار</p> <p>- قبل إبرام الاتفاق الجديد مع صندوق النقد الدولي بتاريخ 10/04/1994 وبدون سابق إعلان أجري تعديل طفيف لم يتعدى 10%، تهيئة لقرار التخفيض الذي اتخذته مجلس النقد والقرض وذلك بنسبة 40.17% وبهذا أصبح سعر صرف الدينار 36 دينارا مقابل كل دولار أمريكي*.</p>	<p>نظام الصرف في الجزائر بعد حدوث أزمة 1986 (السعي وراء إتباع نظام التعويم المدار)</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1996، ص ص 155-156.

¹ - محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1996، ص ص 155-156.

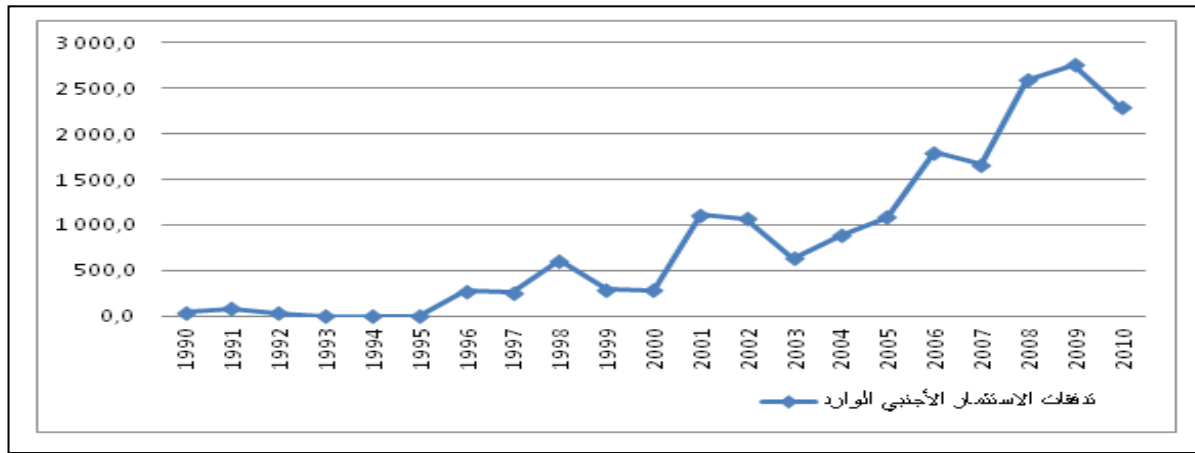
* - أنظر الملحق رقم (1).

الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر

ثالثا: تدفق الاستثمارات الأجنبية في الجزائر

غير أن السياسات الاقتصادية وتسيير هذه الموارد لم يكن كافيا للوصول إلى إطار اقتصادي فعال، مما جعل الجزائر تتخبط في مشاكل عديدة وهذا ما أدى بها إلى فتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي المباشر، والشكل الموالي يوضح تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الجزائر خلال الفترة 1990-2010.

الشكل رقم (3-2): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الجزائر خلال الفترة 1990-2010.



المصدر: من إعداد الطالبة بواسطة برنامج Excel بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(1).

"لقد حققت الجزائر خلال السنوات الأخيرة مستويات مقبولة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة هذا وقد تميزت الفترة 1993-1995 بغياب شبه كامل للاستثمار الأجنبي ويرجع السبب إلى الوضعية المعقدة التي مرت بها الجزائر وعلى جميع الأصعدة، فقد شهدت هذه المرحلة تفاقم أزمة المديونية الخارجية وارتفاع خدمات الدين الخارجي إلى درجة تفوق إمكانيات السداد المتاحة مما اجبر السلطات إلى إعادة جدولة المديونية الخارجية وما تبع ذلك من تنفيذ صارم لشروط التعديل الهيكلي التي وضعها صندوق النقد الدولي، وكان لتدهور الأوضاع الأمنية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي وارتفاع درجات المخاطرة، الأثر السلبي على جذب الاستثمار الأجنبي. أما الفترة 1996-2000 فقد تميزت بعودة الاستثمارات الأجنبية للجزائر، والتي توجهت أغلبها إلى قطاع المحروقات وبقية الجزائر غير جاذبة للاستثمار في القطاعات الأخرى، كما بقيت بعيدة على مستويات الاستثمار الأجنبي الذي استقبلته البلدان المجاورة.

أما الفترة ما بعد سنة 2001 فقد تميزت بارتفاع ملحوظ في حجم الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث قدر حجم الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر ب 1107 مليون دولار سنة 2001، وهي السنة التي توافقت إصدار الأمر رقم 03/01 وما انطوى عليه من حوافز ضريبية، وكذلك التدفق المحقق في سنة 2002 والمقدرة ب 1065 مليون

دولار الذي تحقق بفضل بيع رخصة الهاتف النقال لشركة أوراسكوم المصرية، وخصوصة شركة الصناعات الحديدية بالحجار لشركة إسبات الهندية وهكذا فان هذا الارتفاع ليس نابع من تحسين في مناخ الاستثمار الذي تعتبر الحوافز الضريبية جزءا منه، والدليل على ذلك انخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في سنة 2003 إلى مستوى 634 مليون دولار ، ثم ارتفع إلى مستوى 882 مليون دولار سنة 2004 بفضل بيع الرخصة الثالثة لشركة الوطنية للاتصالات الكويتية ، وهكذا فان تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في سنة 2001، 2004 جاءت معظمها من قطاع الاتصالات¹، ثم تحسنت هذه النسبة بعد هذه الفترة.

و قد تراجعت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالجزائر خلال السداسي الأول من سنة 2010 بأزيد من 80 % مقارنة مع الفترة نفسها من السنة الماضية.

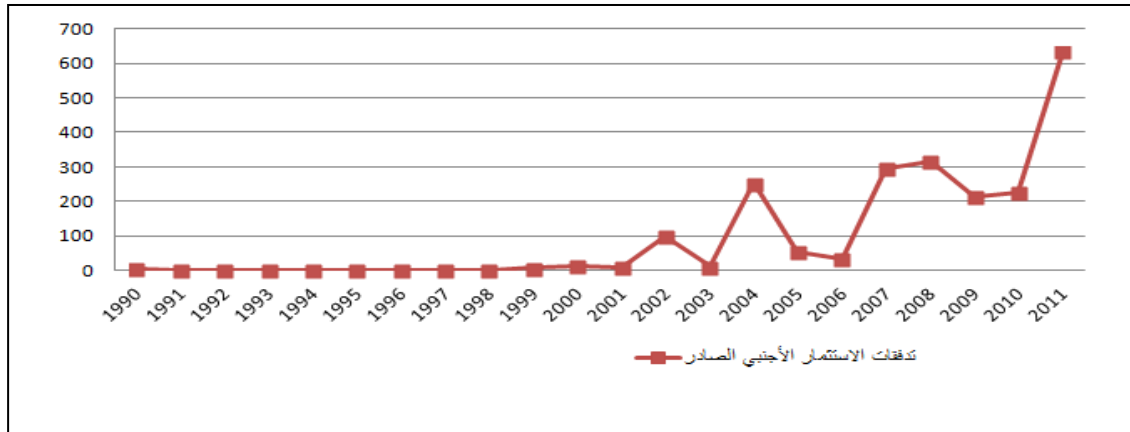
كما أوضح تقرير لمركز الاستثمار والشراكة الأورو متوسطي أن تراجع وتيرة الاستثمارات الأجنبية المباشرة أكد أن الجزائر من بين الدول الأقل جذبا للمستثمرين الأجانب في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بسبب مناخ الاستثمار غير المستقر الذي دفع بالكثير من المستثمرين الأجانب إلى مراجعة مواقفهم والانسحاب من الجزائر في صمت أو تحويلها إلى دولة مغاربية مجاورة منها تونس أو المغرب على غرار مجموعة إعمار الإماراتية التي قررت الانسحاب نهائيا من الجزائر بحجة الضبابية في التشريعات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي.

إن الانخفاض المفاجئ في حجم الاستثمارات الأجنبية يدل على أن المستثمرين الأجانب أصبحوا أكثر ترددا في اقتحام السوق الجزائرية وخاصة منذ صدور القانون الجديد الخاص بالاستثمارات وتحديد أقصى نسبة للمساهمة الأجنبية بـ 49 %.

أما فيما يخص الصادر من الاستثمار الأجنبي المباشر فالشكل التالي يوضح تطور هذا الأخير خلال الفترة 1990-2011.

¹ - كريمة قويدري، الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2011، ص 74.

الشكل رقم(3-3): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من الجزائر خلال الفترة 1990-2010.



المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(1).

من خلال الشكل نلاحظ أن الفترة الممتدة من 1990 إلى 2001 تميزت بالانعدام الشبه التام لأي استثمارات صادرة من الجزائر، أما الفترة 2002 إلى 2011 تميزت بالتذبذب الكبير في حجم الاستثمارات الصادرة من الجزائر وبقيم متفاوتة.

الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالجزائر

1- تطور سوق التداول بالجزائر

يشهد سوق التداول في الجزائر ضعفا في النشاط وذلك يعود بالدرجة الأولى إلى قلة الأوراق المالية المقيدة في البورصة، إضافة إلى نقص السيولة اللازمة وكذلك عدد التدخلات من طرف المستثمرين، وهو ما جعل القائمين على السوق يعتمدون جلسة واحدة للتداول كل أسبوع وذلك منذ تعليق الجلسة الثانية سنة 2002، إلا أنه ومع بداية بعض النشاط في سوق التداول عام 2006 فقد جرى استئناف جلسة ثانية في 17/05/2006، وصارت البورصة تقوم منذ هذا التاريخ بجلستين أسبوعيا يومي الاثنين والأربعاء¹، والجدول التالي يوضح تطورات سوق التداول في الجزائر خلال الفترة 2003-2012.

¹ - Cosob-Rapport annuel 2006, p 19.

الجدول رقم (3-10): تطور سوق التداول بالجزائر.

السنوات	عدد الشركات المقيدة	حجم التداول	قيمة التداول	رأس المال السوقي (مدينار)
2003	03	39693	17,27	10,36
2004	03	22183	8,4	10,1
2005	03	13487	4,19	10,4
2006	05	76010	149,39	6,71
2007	05	129933	960,17	6,46
2012	02	—	22,06	10,04

المصدر: - لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، التقرير السنوي، 2004، 2005، 2006، 2007.

- بنك الجزائر، النشرات الإحصائية.

إن أهم ما يلاحظ من الجدول أعلاه هو الانخفاض الكبير في عدد الشركات المقيدة في البورصة، وهو العدد الذي بقي مقتصرًا على ثلاثة شركات خلال الفترة 2003-2005، وتمثل هذه الشركات في رياض سطيف، الأوراسي وصيدال وهو ما جعل حجم التداول يتميز بالانخفاض. وفي عام 2006 استرجعت البورصة نفس جديد بفضل انضمام سند دين كل من اتصالات الجزائر و سونلغاز إلى البورصة، لترتفع بعد ذلك قيمة التداول إلى 149.39 مليون دينار جزائري، أي بزيادة قدرها % 3465.15، إلا أن هذا العدد للشركات تقلص خلال سنة 2006 إلى أربع شركات وكان ذلك في 6 ديسمبر 2006 بعد ما قدم رياض سطيف عرض علي لسحب سنده بتاريخ 30 جويلية 2006. إلا أن عدد الشركات المقيدة سرعان ما عاد إلى خمسة شركات بانضمام شركة الخطوط الجوية الجزائرية عن طريق طرح سند دين ليرتفع بذلك عدد السندات المسعرة في البورصة إلى ثلاثة، وهو ما قابلته أيضا ارتفاع في حجم التداول إلى 960.17 مليون دينار جزائري أي بنسبة زيادة قدرها % 542.77 عن ما تم تحقيقه في سنة 2006.

2- إجراءات ربط بورصة الجزائر مع البورصات العالمية

في ظل انتشار مفهوم العولمة وتأثيرها على أسواق المال فإن التعاون الدولي بين بورصات العالم أصبح يمثل خطوة هامة عن طريق تطوير آليات عمل وعمق هذه الأسواق، حيث يشمل عادة على تبادل الخبرات والتنسيق فيما يتعلق بخطط التطوير والتحديث ومواجهة التحديات سواء على المستوى الدولي أو الإقليمي أو حتى على المستوى الفردي للبورصات وخاصة الناشئة منها، وبورصة الجزائر وبالرغم من مرور أكثر من عقد على تأسيسها إلا أنها لا تزال تتخبط في مشاكل عديدة، الأمر الذي لا يسمح بتوافر مقومات الربط مع البورصات العالمية وبالتالي تعزيز مكانتها عالميا بين

مختلف أسواق الأوراق المالية، إلا أن القائمين على بورصة الجزائر يسعون جاهدين لتطوير وتنشيط وتعزيز مكانة البورصة سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي، وذلك من خلال مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مع هيئات الضبط بصفتها عضو في المنظمة الدولية للجان القيم مند سنة 2001، ولجنة الأسواق الناشئة، واللجنة الجهوية لإفريقيا والشرق الأوسط، كما تشارك اللجنة التي لها العضوية أيضا في المعهد الفرانكفوني للضبط المالي (IFREFI) مند سنة 2002 في جميع التظاهرات التي ينظمها هذا المعهد.

3- واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر

أ- مساهمة الأجنبي في البورصة الجزائرية

وبالرغم من الجهود المبذولة من طرف القائمين على سوق الأوراق المالية في الجزائر مثل إقامة علاقات تعاون مع بورصات ومنظمات عالمية كما سبقت الإشارة إليه، إلا أنه في الحقيقة لم يسجل أي مساهمة للأجنبي على مستوى البورصة الجزائرية، وذلك لأسباب عدة منها قلة النشاط وعدد الأوراق المالية المتداولة فيها ونوعيتها، بالإضافة إلى الغياب التام لشهادات الإيداع الدولية والإصدارات الأجنبية بها مما ترتب عنه قلة جاذبية البورصة للمستثمر الأجنبي.

ب- تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر

من أجل تكريس فكرة تحرير الاقتصاد الوطني وإرساء قواعد اقتصاد السوق تم خلق قناة إضافية لتدفق الاستثمارات المحلية والدولية والتي تمثلت في إنشاء سوق للأوراق المالية والتي كان الافتتاح الرسمي لها عام 1997، إلا أنه وبالرغم من هذا الاهتمام الواسع في مجال الاستثمار الأجنبي ورغم الجهود المبذولة إلا أنها لم تقدم النتائج المرجوة وذلك لعدة عوامل منها الجانب الأمني خاصة خلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين والتي امتدت أثارها إلى السنوات الأولى من القرن الواحد والعشرين بالإضافة إلى العراقيل الإدارية، وكذلك ضعف وتقهقر سوق الأوراق المالية التي لا تزال تعاني ضعف النشاط مما جعلها غير قادرة على استقطاب جانب مهم من التدفقات الدولية لرؤوس الأموال والمتمثل في و الاستثمار الأجنبي المباشر¹.

¹ - أنظر الملحق (1).

المطلب الثاني: تحليل واستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة

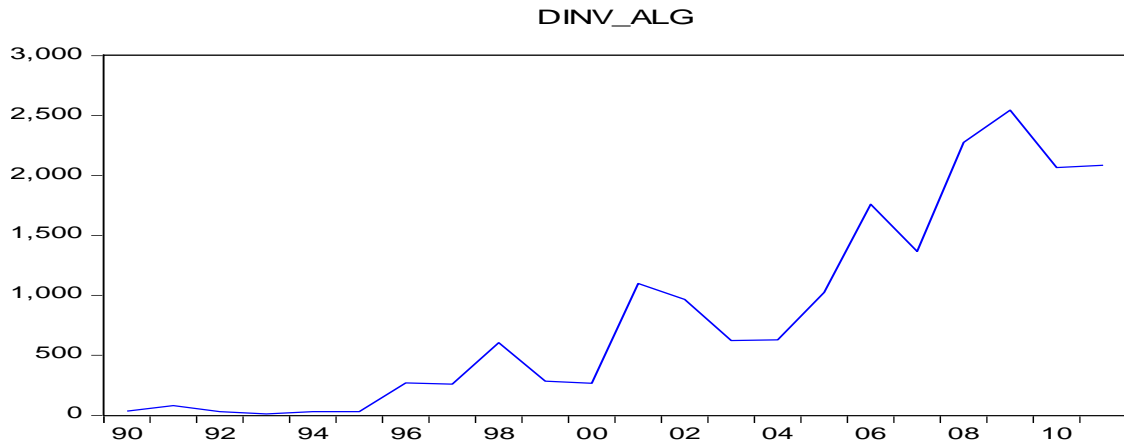
يتم هذا من خلال عرض ووصف أهم الخصائص الإحصائية لهذه السلاسل

أولاً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر DINV_ALG

تمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي الصادر، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه، باعتبارهما من المؤشرات التي تتدخل السلطة النقدية في التأثير عليهما حسب طبيعة السياسة النقدية المطبقة.

حيث تتكون السلسلة من 22 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1990 إلى غاية سنة 2011، بمتوسط 833.8864 وقيمة عظمى 2545.900 سجلت سنة 2009، وقيمة صغرى 11.6000 سجلت سنة 1993، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 614.2000، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1833.6073¹.

الشكل رقم (3.4): منحنى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات 7 eviews.

و ما يمكن ملاحظته من هذا المنحنى أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1990-2011 شهدت ارتفاعا متواصلا رغم الانخفاضات التي تخللت هذه الفترة، والتي كان سببها نقص تدفق الاستثمار للداخل بسبب قانون ملكية الأجانب (49%) وكذا تأثيرات الأزمة المالية وحتى ثورات الربيع العربي.

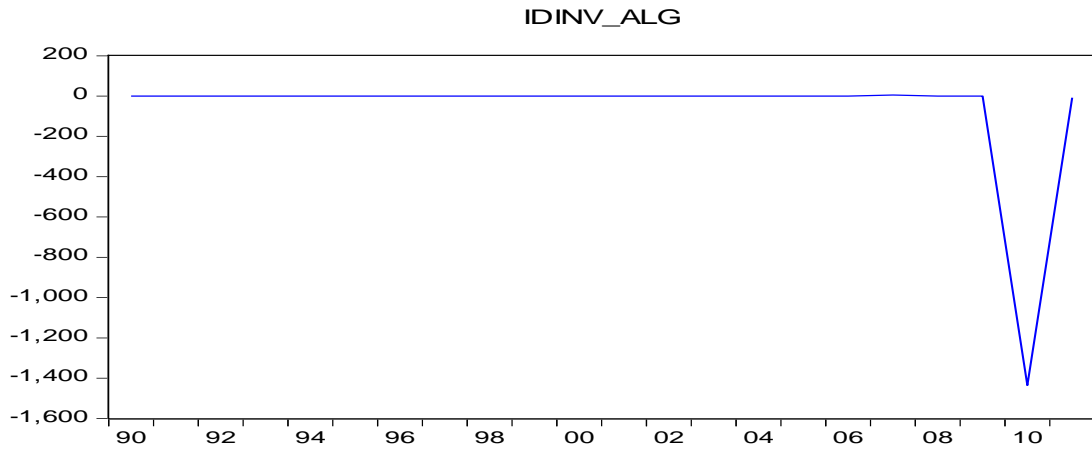
¹ - أنظر الملحق رقم 4.

ثانيا: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للجزائر $idinv_alg$

تمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للجزائر في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الصادرة، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي كذلك المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه.

حيث تتكون السلسلة من 22 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1990 إلى غاية سنة 2011، بمتوسط 65.37500 - وقيمة عظمى 5.00 سجلت سنة 2007، وقيمة صغرى 1435.00 - سجلت سنة 2010، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 305.9172 ¹.

الشكل رقم (3. 5): منحني تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views**.

ما يمكن ملاحظته انعدام المعطيات عن هذا المؤشر، وهذا كان سببه الضعف الشديد للسوق المالي الجزائري الذي لم يسجل أي تدخلات أجنبية رغم جهود الدولة من تغيير للقوانين لجعل السوق أكثر جذبا، ولأجل ذلك نستبعد هذا المتغير من الدراسة.

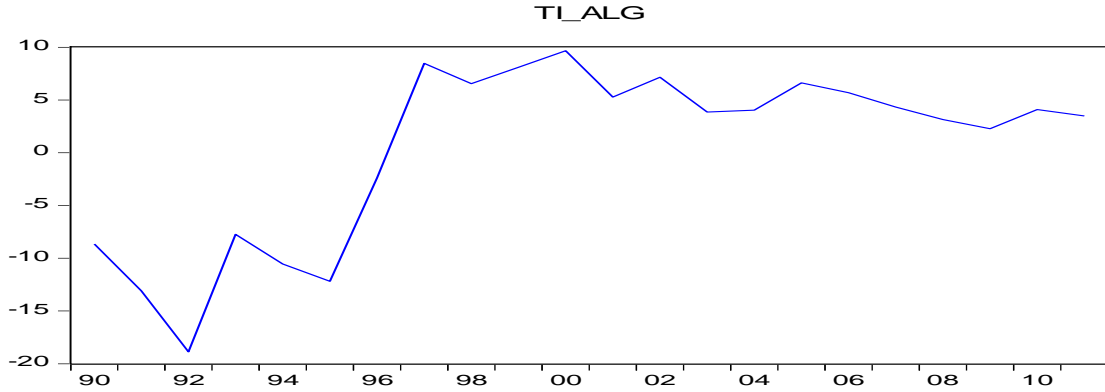
ثالثا: معدل الفائدة الحقيقي Ti_alg :

و قد استخدمنا هنا أسعار الفائدة الحقيقية والتي تساوي معدل الفائدة الاسمي - معدل التضخم، وهو المتغير المستقل الأول الذي تتحكم السلطة النقدية في تحديده من خلال معدل الاحتياطي الإلزامي وكذا معدل الخصم، وهذه السلسلة تتكون من 22 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1990 إلى غاية سنة 2011، بمتوسط 0.421364 وقيمة عظمى 9.66000 سجلت سنة 2000، وقيمة صغرى 18.8700 - سجلت سنة 1992، بينما ينصف

¹ - أنظر الملحق رقم 4.

هذه السلسلة وسيط قيمته 3.950000، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 18.298587.

الشكل رقم (3.6): منحنى تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews**.

إن أهم ما يمكن ملاحظته هو معدلات الفائدة الحقيقية الموجبة بداية من سنة 1997، وهي فترة نهاية برنامج التعديل الهيكلي وانخفاض معدلات التضخم.

رابعاً: سعر صرف الدينار الجزائري Tc_alg

و هو المتغير المستقل الثاني الذي يتمثل في سعر الصرف الحقيقي، وهو ذلك السعر الذي يعين الاعتبار سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية مرجحاً بالأسعار الأجنبية والأسعار المحلية، ويمكن إبراز العلاقة بينه وبين تدفق الاستثمار الأجنبي بما يلي²:

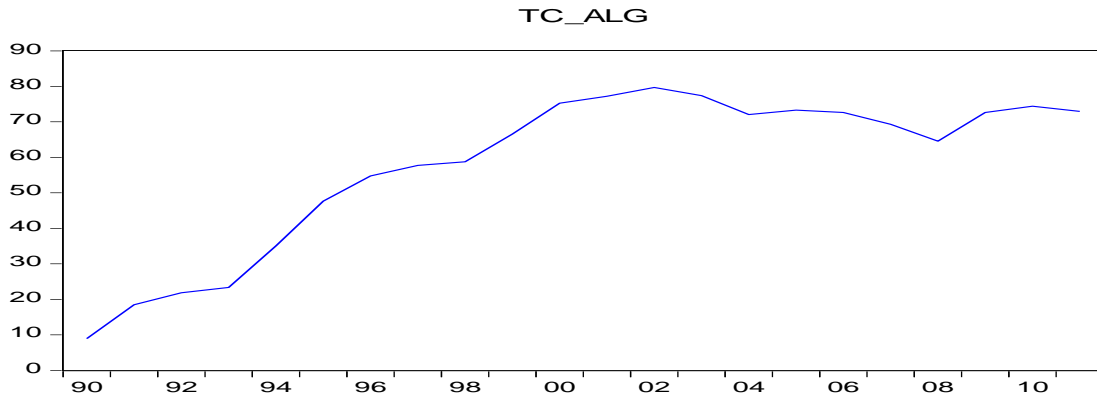
- 1- إن انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية إزاء العملات الأخرى يؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية للصادرات الوطنية حيث تصبح السلع الوطنية رخيصة الثمن من وجهة نظر المستورد الأجنبي، مما يترك أثراً إيجابياً على قطاع التصدير .
- 2- إن انخفاض سعر الصرف الحقيقي ينجم عنه ارتفاع في سعر الفائدة المحلية ويرفع من أسعار السلع الرأسمالية المستوردة، وبالتالي يرفع من تكلفة الاستثمار في البلد المضيف، بحيث يؤدي ذلك إلى رفع تكلفة الاستثمار الأجنبي المباشر.
- 3- إن انخفاض سعر الصرف الحقيقي يترك أثراً سلبياً على المداحيل الحقيقية للصادرات الوطنية.

¹ - أنظر الملحق رقم 4.

² - حازم بدر الخطيب، أهمية الاستثمارات الأجنبية في تنمية الاقتصاديات وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 4، جامعة الشلف، ص 108.

هذه السلسلة تتكون من 22 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1990 إلى غاية سنة 2011، بمتوسط 57.93182 وقيمة عظمى 79.930000 سجلت سنة 2002، وقيمة صغرى 8.960000 سجلت سنة 1990، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 67.930000، وتشتتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 22.07101¹.

الشكل رقم (3.7): منحنى تطور أسعار صرف الدينار الجزائري للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews**.

ما نلاحظه الانخفاض المستمر لسعر صرف الدينار الجزائري خصوصا بين الفترة 1990-2000 وهذا بسبب شروط برنامج التعديل الهيكلي، ثم هناك استقرار نسبي بعد 2000.

الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة إذا تغيرت مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها²، وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، ولهذا الغرض هناك طريقتين للكشف عن استقرارية المتغيرات وهما على التوالي:
- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme) التي من خلالها يتم الكشف عن مركبة الاتجاه العام والمركبة الفصلية.

- اختبار الجذر الأحادي والتي من خلالها لا يتم فقط الكشف عن هاتين المركبتين وإنما تبين الطريقة الأنجع لإرجاع السلسلة مستقرة.

و ان الاستقرار يعد شرطا أساسيا في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية، ففي حالة غياب صفة الاستقرار فان الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفا، بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقيق معنوية المعلمات المقدره.

¹ - أنظر الملحق رقم 4.

² - تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص 173-117.

أولاً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 يختلف معنوياً عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=50,092$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي 0.00 أي أقل من 5% وبالتالي نرفض فرض عدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ايضاً، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار **ADF**) على سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (11.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر* للجزائر

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,01	لا نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-2,91	-3,64	0,17	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,20	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-0,69	-3,01	0,82	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	0,31	-1,95	0,76	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

* - أنظر للملحق رقم 6.

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى (DINV_ALG) ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q -Stat $LB=14,991$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2= \dots = P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور **ADF**)

جدول رقم (12.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للجزائر*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	B	-	-	0,247	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-4,930	-3,673	0,0047	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,053	معامل الثابت يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة من نوع DS بانحراف
	Q	-4,75	-3,029	0,005	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-5,032	-1,959	0,000	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

من خلال الجدول يتضح أن السلسلة **DINV_ALG** مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى .

* - أنظر للملحق رقم 7.

ثانيا: سلسلة معدل الفائدة Ti_alg :

- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة معدل الفائدة للجزائر Ti_alg كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 يختلف معنويا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung -Box يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=45,458$ بدرجة تأخير قدرها 12 وهي أقل من القيمة الجدولية عند 5% وبالتالي نرفض فرض عدم القائله بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0:P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ابيض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة لسلسلة معدل الفائدة للجزائر Ti_alg كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (13.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للجزائر*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	b	-	-	0,6760	نقبل فرضية عدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-1,808	-3,69	0,658	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,291	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية عدم
	Q	-2,114	-3,040	0,2417	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	0,31	-1,95	0,76	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

* - أنظر للملحق رقم 8.

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(Ti_alg)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للجزائر كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung -Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=9,1317$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض عدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=...=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور **ADF**)

* جدول رقم (14.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي للجزائر

النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	b	-	-	0,0326	لا نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-5,492	-3,673	0,0016	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,4367	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، اذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-4,663	-3,020	0,0001	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-4,64	-1,959	0,0001	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

* - أنظر للملحق رقم 7.

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر الفائدة الحقيقي Ti_{alg} مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

ثالثا: سلسلة معدل صرف الدينار الجزائري Tc_{alg} :

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة معدل صرف الدينار الجزائري Tc_{alg} كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 يختلف معنويا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=57,192$ بدرجة تأخير قدرها 12 وهي أقل من القيمة الجدولية عند 5% وبالتالي نرفض فرض عدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots = P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ابيض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة.

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة لسلسلة معدل صرف الدينار الجزائري Tc_{alg} كما يبينه الجدول التالي:

جدول رقم (15.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار الجزائري Tc_{alg}^*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	b	-	-	0,520	نقبل فرضية عدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-1,188	-3,644	0,886	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,0005	معامل الثابت يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية عدم
	Q	-3,289	-3,012	0,028	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	0,37	-1,95	0,78	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

* - أنظر للملحق رقم 10.

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(Tc_alg)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر صرف الدينار الجزائري Tc_alg كما يبينه الملحق رقم (5) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الاحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q -Stat $LB=19,791$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض عدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

جدول رقم (16.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة سعر صرف الدينار الجزائري Tc_alg^*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	b	-	-	0, 104	نقبل فرضية عدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,65	-3,64	0,05	لا نقبل فرضية عدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,293	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية عدم، إذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-3,085	-3,020	0,044	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-2,956	-1,959	0,0053	نرفض فرضية عدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر الفائدة الحقيقي Ti_alg مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

* - أنظر للملحق رقم 11.

اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (test de Johansen)

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وجد أن هذه السلاسل مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن هناك إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار علاقة التكامل ل (Johansen).

1- تحديد عدد الفجوات الزمنية

نستعمل مؤشرات **akaike** و **schwarz** من اجل عدة فجوات، حيث نختار قيمة **P** التي تعطي ادني قيمة لمؤشرات **akaike** و **schwarz**، وبرنامج **eviews** يعطي هذه قيم مباشرة ويرفق قيم المؤشرات التي تعطي ادني قيمة ل **P** بعلامة مميزة (نجمة)¹، وما لوحظ هو أن **P=1** هي التي تعطي أدنى قيمة لمختلف المؤشرات. بالإضافة إلى أن جميع المؤشرات عند هذه الفجوة مرفقة بالعلامة نجمة دلالة على مدى ملائمتها.

2- نتائج اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (test de Johansen)

بما انه لدينا الثلاث متغيرات مستقرة من نفس الدرجة (الدرجة الأولى) لهذا يمكن أن تكون تنمو بنفس الوتيرة على المدى الطويل، أي إمكانية وجود علاقة تكامل متزامن بينها، وهذا ما سوف نكشف عنه من خلال اختبار جوهانسن، من خلاله تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (17.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن².

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية	Trace	القيم الحرجة 5%
r = 0	0,432042	25,62270	29,79707
r = 1	0,240347	9,217190	15,49471

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**.

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة $r=0$ فإن القيم المحسوبة **trace** هي أقل من القيم الحرجة عند المستوى 5% وبالتالي عدم وجود تكامل متزامن بين المتغيرات في المدى الطويل.

¹ - أنظر الملحق رقم 12.

² - انظر الملحق رقم 13

المطلب الثالث: تقدير النموذج والتأكد من ملاءته

الفرع الأول: تقدير العلاقة الانحدارية بين Tc_alg ، Ti_alg و $Divd_alg$

تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$D(DINV_ALG) = -C(1)*D(TC_ALG) + C(2)*D(TI_ALG) + C(3)$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية¹:

$$D(DINV_ALG) = -10.36*D(TC_ALG) - 10.063*D(TI_ALG) + 136.86$$

التفسير

- نلاحظ معنوية كل من المعاملات $C(1)$ ، $C(2)$ ، كما أن معامل التحديد مرتفع قليلا $R^2 = 0,47$ وهذا دلالة على أن التغيير في الاستثمار المباشر مفسر ب 47% من خلال التغييرات في سعر الصرف والتغيير في معدل الفائدة

نلاحظ أيضا أن P value لاختبار FISHER اقل من 0.05 مما يدل على أن النموذج ذو دلالة إحصائية.

كما إن معامل دارين واتسون مرتفع نوعا ما أيضا $DW=2,13$ دلالة على ضعف الارتباط بين الأخطاء. ولتدعيم مدى ملاءة النموذج سوف نقوم بالاختبارات الموالية.

كما نلاحظ أن النموذج أبرز علاقة عكسية مع سعر الصرف أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الواردة و هذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغيير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، والعلاقة مع سعر الفائدة فهي عكسية كذلك دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

¹ - أنظر الملحق رقم 12.

الفرع الثاني: إجراء الاختبارات:

أولاً: اختبار استقرارية البواقي

نقوم باختبار استقرارية بواقي من خلال معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرار باستخدام ADF.

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للجزائر كما يبينه الملحق رقم (14) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنوياً عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung -Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=15,301$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة البواقي كما يبينه الجدول التالي:

جدول رقم (18.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي*

النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,786	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-5,047	-3,673	0,003	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,656	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-5,243	-3,029	0,0005	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	5,351	-1,960	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبة باستعمال مخرجات **views7**.

* - أنظر للملحق رقم 16.

ثانيا: الارتباط الخطي **serial corélation**

جدول رقم(19.3): اختبار الارتباط الخطي.

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.719143	Prob. F(1,17)	0.4082	
Obs*R-squared	0.852299	Prob. Chi-Square(1)	0.3559	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/19/14 Time: 23:32				
Sample: 1991 2011				
Included observations: 21				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_ALG)	3.479758	16.73294	0.207959	0.8377
D(TI_ALG)	0.858103	18.69712	0.045895	0.9639
C	-10.21924	102.2689	-0.099925	0.9216
RESID(-1)	-0.208786	0.246204	-0.848023	0.4082
R-squared	0.040586	Mean dependent var	4.74E-14	
Adjusted R-squared	-0.128723	S.D. dependent var	373.4428	
S.E. of regression	396.7507	Akaike info criterion	14.97414	
Sum squared resid	2675989.	Schwarz criterion	15.17309	
Log likelihood	-153.2284	Hannan-Quinn criter.	15.01732	
F-statistic	0.239714	Durbin-Watson stat	2.152189	
Prob(F-statistic)	0.867427			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **evIEWS7**

نلاحظ أن **P value** أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطأ.

ثالثا: اختبار عدم ثبات التباين **hétéroscédasticité**

جدول رقم(20.3): اختبار عدم ثبات التباين.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	5.473475	Prob. F(2,18)	0.2292
Obs*R-squared	7.665232	Prob. Chi-Square(2)	0.2060
Scaled explained SS	4.211098	Prob. Chi-Square(2)	0.4405
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID^2			
Method: Least Squares			
Date: 04/19/14 Time: 23:36			
Sample: 1991 2011			
Included observations: 21			

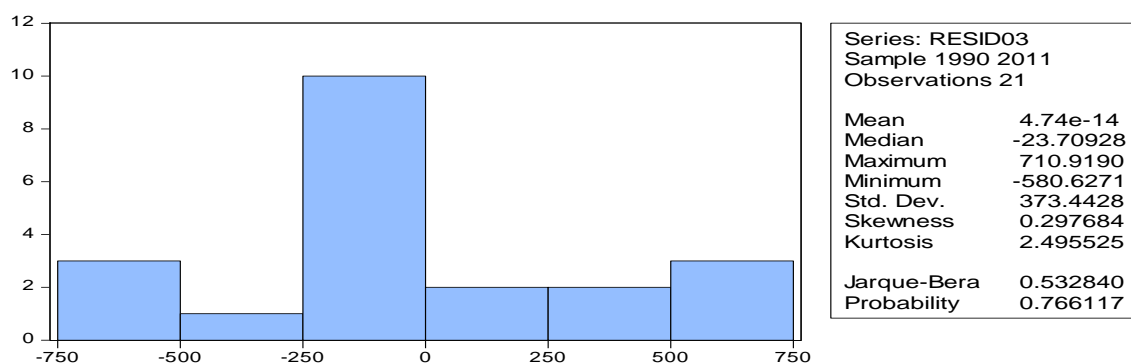
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	190747.2	35785.08	5.330354	0.5158
D(TC_ALG)	-16324.01	5716.088	-2.855801	0.1663
D(TI_ALG)	-10149.88	6578.580	-1.542868	0.4961
R-squared	0.365011	Mean dependent var	132818.6	
Adjusted R-squared	0.294457	S.D. dependent var	166437.1	
S.E. of regression	139801.6	Akaike info criterion	26.66540	
Sum squared resid	3.52E+11	Schwarz criterion	26.81462	
Log likelihood	-276.9867	Hannan-Quinn criter.	26.69778	
F-statistic	5.373475	Durbin-Watson stat	2.175978	
Prob(F-statistic)	0.226784			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من مخرجات **views** نقبل فرض العدم (ثبات التباين *homosédasticité*) لان **P value** لإحصائية **Fisher > 0.05** إذن ليس هناك مشكلة عدم ثبات التباين .

رابعاً: توزيع الأخطاء: اختبار **Jarque – bera**

الشكل رقم (8.3) : توزيع الأخطاء.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

نلاحظ أن **P value** لإحصائية **Jarque-Bera** أكبر من **0.05** (**probabilité de Jarque – Bera = 0.20 > 0.05**) ومنه فان الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي .

نتيجة : بما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعية، كذلك عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وارتفاع قيمة معامل التحديد، فان النموذج ملائم حيث نستطيع كتابة النموذج المقدر كمايلي :

$$10.36 * D(TC_ALG) - 10.06 * D(TI_ALG) - D(DINV_ALG) =$$

المبحث الثاني: دراسة حالة تونس

قبل الدخول في دراسة حالة تونس لابد من التطرق إلى إلقاء نظرة شاملة على الأوضاع الاقتصادية العامة بتونس.

المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد التونسي

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أهم المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد التونسي.

الفرع الأول: واقع وطبيعة الاقتصاد التونسي

أولاً: تطورات حجم النشاط الاقتصادي

خلال السنوات الأخيرة شهد النشاط الاقتصادي تطوراً ملحوظاً، ويبدو ذلك من خلال ما يوضحه الجدول التالي حول تطور الناتج المحلي الإجمالي:

الجدول رقم (3-21): تطور إجمالي الناتج المحلي والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1987-2012 بالمليار دولار.

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
إجمالي الناتج المحلي بالمليار دولار	9,70	12,29	18,03	21,47	32,28	44,38	46,43	45,66
معدل نمو (% سنوياً)	6,7	7,95	2,35	4,71	4,02	3,7	1,3	1,9

المصدر : بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

ما يمكن ملاحظته أنه بعدما كانت تونس تحقق معدلات مرتفعة انخفضت خصوصاً بعد الأزمة الأمنية وفي 2006 بلغ الناتج المحلي الخام 36522 مليون دينار تونسي أي بنسبة نمو ناهزت 5,35% مقارنة بسنة 2005. وبلغ حجم اليد العاملة 3,3% م.ن. وحسب الأرقام الرسمية تتوزع الأنشطة الاقتصادية بين مختلف القطاعات كما يلي:

الجدول رقم (22.3): هيكل القطاعي للاقتصاد التونسي ومدى مساهمته في الناتج المحلي والتشغيل

القطاع الاقتصادي	الناتج المحلي الخام	النسبة من الناتج المحلي الخام الإجمالي	حجم اليد العاملة	النسبة من اليد العاملة الإجمالية
الزراعة والصيد البحري	4489,2	12,3 %	461,3	16,3 %
الصناعات الاستخراجية	5021,8	13,7 %	414,6	14,7 %
الصناعات التحويلية	6894,6	18,9 %	554,6	19,6 %
الخدمات	15587,6	42,7 %	1394,7	48,9 %

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

ويتسم الاقتصاد التونسي بالتنوع النسبي، وزيادة أهمية دور قطاع الخدمات والتي وصلت إلى أكثر من 42%، في حين انخفضت نسبة إسهام قطاع الزراعة في الناتج المحلي الإجمالي من 13% إلى 8% منذ التسعينيات. وقد نوعت تونس صادراتها بفضل حصة مرتفعة نسبيا من الصناعات التحويلية.

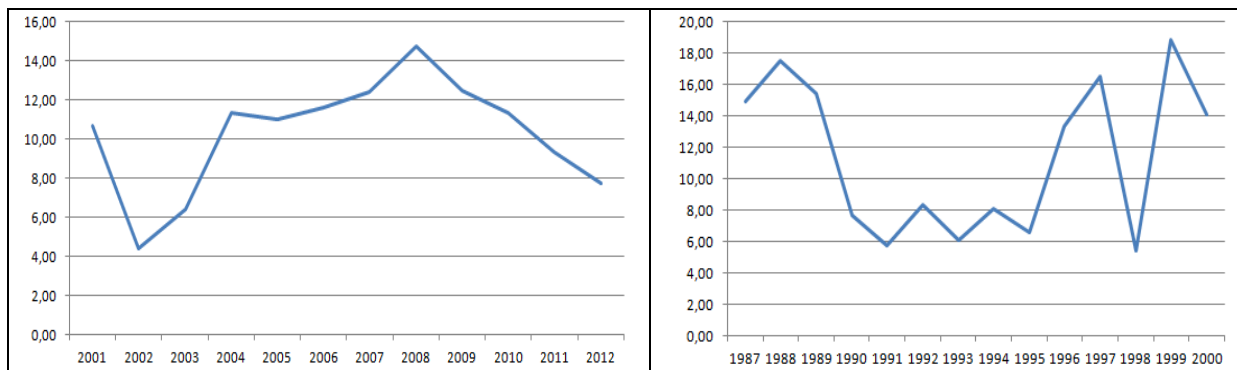
ثانيا: تطور نشاط السلطات النقدية

الجدول رقم (3-23) تطور نمو النقود وأشباه النقود %.

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
نمو النقود وأشباه النقود (% سنوية)	14,92	7,65	6,57	14,14	11,04	11,33	9,32	7,72

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

الشكل رقم (3-9): منحنى تطور الكتلة النقدية م 1 وم 2 خلال الفترة 1992-2011 بالمليون دينار



المصدر من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

حتى تطور نمو الكتلة النقدية كان في تذبذب وقد بدأ في الانخفاض المستمر منذ بداية ظهور الأزمة العالمية

الجدول رقم (3-24): تطور معدلات التضخم بتونس خلال الفترة 1987-2012.

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
التضخم %	8,23	6,55	6,24	2,96	2,02	4,42	4	5,50

المصدر من إعداد الطالبة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على بيانات البنك

الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

ما يمكن ملاحظته أنه بعد الانخفاض المتواصل في معدلات التضخم خلال الفترة 1987-2005، هناك انعكاس تام لوضعية تطور هذا المؤشر حيث وخصوصا بعد الأزمة العالمية بدأ بالارتفاع، واستمر الأمر بعد الثورة التونسية وتفشي مظاهر غلاء الأسعار.

ثالثا: الوضعية الاقتصادية الخارجية

1- تطور وضعية الميزان التجاري وقياس درجات الانفتاح الاقتصادي:

الجدول رقم (3-25): تطور حجم الصادرات التونسية خلال الفترة 1987-2011. بالمليار دولار

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
تطور الصادرات	3,38	5,35	8,10	8,49	14,51	22,24	19,69	18,90

المصدر: <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

نلاحظ انخفاض حجم الصادرات التونسية في السنوات الأخيرة بعد أن حققت ارتفاعا كبيرا خلال الفترة 2005-2010 قدر ب 28.8% كان مصدرها الأساسي ارتفاع أسعار الفوسفات إضافة لنمو قطاع الصناعات الموجهة للتصدير بنسبة 7.8% وهذا بفضل الاستثمارات الأجنبية إضافة لمساعي الدولة ودعم القطاعات الحيوية، رغم انخفاض هذه النسبة في السنوات الأخيرة بسبب الأزمة المالية العالمية وما أفرزته من زيادة في أسعار مدخلات المنتجات.

الجدول رقم (3-26): الهيكلية القطاعية للصادرات التونسية متوسط القيمة للفترة 1997-2010.

الصادرات حسب القطاعات	نسبة الصادرات
مواد البناء	1,3
منتجات الفولاذ	1,3
النسيج والملابس والجلد	42,9
اللوح والورق	2,7
المواد الميكانيكية والكهربائية	20,9
المواد الكيميائية	10,4
المناجم	1,6
الطاقة	9,7
الفلاحة	1,7
المواد الغذائية	7 ;2
بقية السلع	0,4

ما يمكن ملاحظته ارتكاز الصادرات التونسية على قطاع النسيج المواد الكيميائية والطاقة بينما قطاع الزراعة لا يقدم الكثير

الجدول رقم (3-27): تطور إجمالي الواردات بتونس خلال الفترة 2000-2011. بالمليار دولار

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
إجمالي الواردات التونسية	3,47	6,22	8,80	9,21	14,63	24,35	25,93	26,76

المصدر: <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

حققت الواردات التونسية زيادة قدرت بحوالي 28.7% بسبب ارتفاع حصيلة الواردات الطاقوية التي رافقت مع ارتفاع أسعار البترول في الأسواق العالمية في الفترة التي سبقت الأزمة، كما سبب ارتفاع أسعار المواد الغذائية في ارتفاع فاتورة الغذاء.

أما بالنسبة لدرجات الانفتاح الاقتصادي، فيمكن قياسها من خلال من خلال كل من:

أ- نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي والميل المتوسط للتصدير: فكلما ارتفعت نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي كلما دل ذلك على زيادة درجة الانفتاح على الخارج، ويرى بعض الاقتصاديين أن الاقتصاد يعد منفتحاً على الخارج إذا بلغت النسبة 40% أو أكثر، وعليه يمكن القول بأنه كلما ارتفع معدل الانفتاح على الخارج كلما زاد تأثير العوامل الخارجية، أما الميل المتوسط للتصدير يعد أحد أهم المؤشرات التي تقيس قدرة الاقتصاد على التصدير، وهو يقاس بنسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على قدرة الاقتصاد الوطني على التصدير.

الجدول رقم (3-28): نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1987-2012.

السنوات	1987	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
التجارة % من PIB	70,64	94,16	93,71	82,46	108,25	104,98	104,70	106,57
صادرات % من PIB	34,83	43,56	44,90	39,55	44,93	34,11	38,85	37,96

المصدر: <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

يتضح من خلال الجدول أن الاقتصاد التونسي يتمتع بدرجة عالية من الانفتاح الاقتصادي حيث أن نسبة التجارة إلى الناتج المحلي الإجمالي تتجاوز 70% منذ بداية فترة الدراسة وقد تجاوزت 120 في السنوات الأخيرة.

2- تطور سعر صرف الدينار التونسي

منذ سقوط نظام بريتن وودز انتهجت تونس سياستين للصرف وذلك من 1973 إلى غاية 1986 حيث اتبعت في هذه المرحلة النظام الثابت لسعر الصرف في سنة 1986 قامت بتغيير سياستها خاصة بعد الأزمة البترولية وكان ذلك كما يلي:

الجدول رقم (3-29): مراحل تطور سعر صرف الدينار التونسي.

المرحلة	الأحداث
المرحلة الأولى 1973-1981	- تم الاختيار في هذه المرحلة المارك الألماني كعملية مرجعية ورئيسية بدل الفرنك الفرنسي إلى غاية 1978 - بداية من 1978 ارتبط الدينار التونسي بسلة مكونة من ثلاث عملات هي الفرنك الفرنسي، المارك والدولار - توسعت هذه السلة في 1981 لتشمل الليرة الايطالية، الفرنك البلجيكي والفلورين الهولندي والبسيطاس الاسباني
المرحلة الثانية 1981 - 1984	- إتباع سياسة تخفيض العملة بهدف تشجيع الصادرات من طرف السلطات التونسية بسبب تراجع وزن الدولار من سلة العملات 1981
المرحلة الثالثة 1984-1986	- انخفاض قيمة الدينار التونسي ب % 10 سنة 1986 - التخلي عن نظام الصرف الثابت وإحلاله بنظام الصرف الوسيط
المرحلة الرابعة 1986-1989	- بعد أزمة 1986 فرض صندوق النقد الدولي تطبيق برنامج التعديل الهيكلي (PAS) وتخفيض الدينار التونسي بنسبة % 7 بالنسبة للعملات الأجنبية.
المرحلة الخامسة 1990-2012	- في 1990 تم تحديد سعر الصرف الفعلي الاسمي بطريقة يتم من خلالها الحفاظ على معدل الصرف الفعلي الحقيقي ثابتا. - إنشاء سوق ما بين البنوك 1991 - في سنة 2001 فقد قامت تونس بتوسيع نظام التعويم لسعر الصرف الاسمي استجابة لتوصيات صندوق النقد الدولي

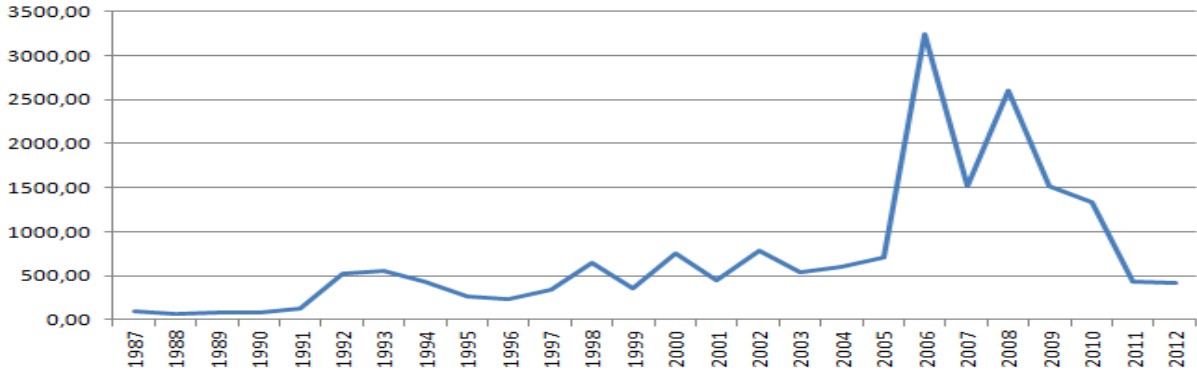
المصدر: بوزيان محمد، زياني الطاهر، الأورو و سعر الصرف في الجزائر دراسة مقارنة مع تونس المغرب، الملتقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، جامعة البليدة، 21-22 ماي 2002، ص 9.

الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بتونس:

ثالثا: تدفق الاستثمارات الأجنبية في تونس

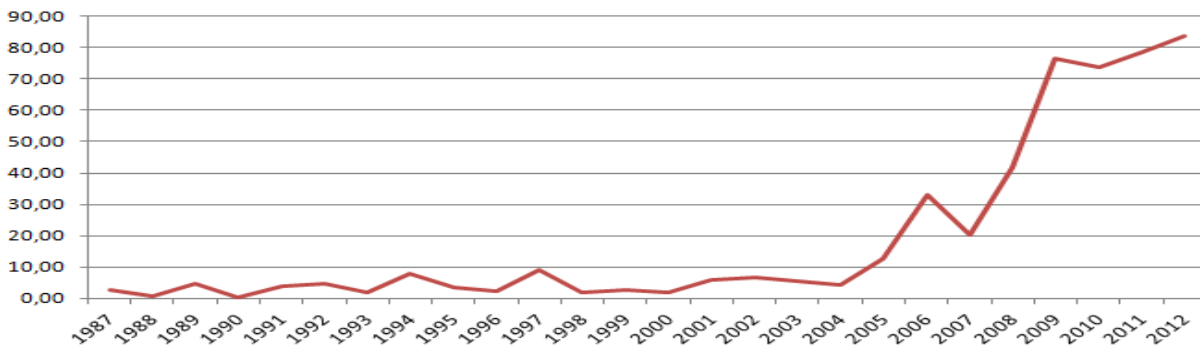
تعد تونس مستقطب حيوي للاستثمارات الأجنبية والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (3-10): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى تونس خلال الفترة 1987-2012.



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

الشكل رقم (3-11): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من تونس خلال الفترة 1990-2010.



المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي <http://data.albankaldawli.org/country/tunisia>

ما نلاحظه أن هناك تأخر لانطلاق قطار الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس إلى غاية 2005، إلا أنه حقق قفزة نوعية جعلته يتصدر الدول المغاربية من حيث الحصيلة المحققة خلال سنة 2006 التي بلغت 3239.91 مليون دولار وباندلاع الأزمة العالمية من سبتمبر 2007 سجلت تونس سقوطا حرا من قمة الدول المغاربية ، وغم تعويضه للمعدلات السلبية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حيث حققت زيادة قدرت ب 71% سنة 2008 إلا أنه لم يتعافى كليا من تبعات الأزمة نظرا لارتباطه الوثيق بالأسواق العلمية للسلع والخدمات والتي تشهد اضطرابا كبيرا في حركة الأسعار، ليتفاجأ الاقتصاد التونسي بأزمة كانت قاضية على حجم الاستثمارات الواردة بسبب تغير مناخ الاستثمار الذي غاب عنه الأمن.

بينما بعد الأزمة العالمية استمرت الاستثمارات الأجنبية الصادرة بالخروج من تونس بحثا عن فرص أفضل.

الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بتونس

1- مساهمة الأجانب في البورصة التونسية:

يعتبر الاستثمار الدولي أحد أهم الخيارات التي تعتمد عليها الحكومة التونسية في دفع الاقتصاد الوطني، ومن أجل ذلك فقد تبنت الحكومة التونسية سياسة الانفتاح الاقتصادي على الخارج، وسمحت بتدخل المستثمر الأجنبي في سوق أوراقها المالية كمصدر من مصادر التمويل الخارجي، الذي لا يترتب عليه مديونية للشركات المحلية التي تبحث عن أموال الإقامة أو توسيع نشاطاتها الاستثمارية، وكعامل مساعد في زيادة نشاط وتطوير سوق الأوراق المالية التونسية.

وفي هذا الصدد يسمح القانون التونسي للمستثمر الأجنبي اقتناء أسهم في الشركات المدرجة بالبورصة وغيرها التي تنشط في القطاعات التنافسية، وذلك إلى سنة لا تتجاوز 50% بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه السنة بعد الحصول على موافقة الهيئة العليا للاستثمارات، وقد سجلت البورصة التونسية مساهمة أجنبية معتبرة في إجمالي رأس المال السوقي وهو كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (30.3): مساهمة الأجانب في الرسملة السوقية 2007/2002.

السنوات	2007	2006	2005	2004	2003	2002
رأس مال السوق الإجمالي	6527	5490	3840	3085	2976	2842
الرسملة السوقية للأجانب (د.م)	1827.88	1515.5	1082.8	709.75	750	665
حصة الأجانب من رأس مال السوق %	28	27.6	28.2	25.6	25.2	23.4

المصدر: بورصة تونس، التقارير السنوية 2005.2004/2007.2006.

من الملاحظ وجود مساهمة أجنبية معتبرة قد تضاعفت دون أن تسجل أي تراجع في القيمة.

2- واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تونس

تولي الحكومة التونسية أهمية بالغة للاستثمار الدولي بشقيه الأجنبي المباشر و الاستثمار الأجنبي المباشر كأحد أهم الخيارات لدفع الاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية، ومن أجل ذلك فقد عملت جاهدة لتوفير المناخ المناسب لاستقطاب هذه الاستثمارات وفي هذا الشأن يمكن إعطاء نظرة عن واقع و الاستثمار الأجنبي المباشر وأهميته في تونس وذلك من خلال مقارنته مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والجدول التالي يوضح هيكل تدفقات و الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المباشر للبلاد التونسية.

الجدول رقم (31.3): تدفقات الاستثمار الدولي إلى تونس 2004-2007.

2007	2006	2005	2004	اتجاه التدفق	
2075.3	4406.5	1018.7	2992	التدفق إلى الداخل	الاستثمار
133.6	94.1	94	61.7	التدفق إلى الخارج	الأجنبي المباشر
1941.7	4312.4	924.7	737.5	صافي التدفق	
8701	158.8	72.6	62.6	التدفق إلى الداخل	الاستثمار
48.5	72.5	56.8	32.9	التدفق إلى الخارج	الأجنبي المباشر
38.4	86.3	15.7	29.7	صافي التدفق	

Sources : banque centrale de Tunisie balance des paiements de la Tunisie، 2007 septembre 2008

أهم ما يمكن ملاحظته وجود تدفقات داخلية وأخرى خارجية و الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك تسجيل رصيد صافي موجب خلال السنوات السابقة الذكر.

و من الملاحظ أيضا أن صافي تدفقات و الاستثمار الأجنبي المباشر غير مستقر حيث يرتفع تارة وينخفض تارة أخرى وهو يتراوح بين 15.7 و 86.3، وعن أهميته فهي تبقى محدودة مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

الفرع الرابع: الأزمة التونسية وآثارها على الاقتصاد التونسي

في ظل الصورة الجميلة التي كانت وسائل الإعلام التونسية والعالمية تتناقلها حول الطفرة الاقتصادية التي حققتها تونس، كان المشهد الشعبي التونسي يصدم المتابعين الذين صدقوا لسنوات ما أطلقت عليه المنظمات الاقتصادية الدولية بـ"المعجزة الاقتصادية التونسية" التي تشبه إلى حد كبير تجربة النمور الآسيوية.

أولاً: أسباب اندلاع الأزمة¹

1- انطلقت الثورة من مشكلة أساسية لها علاقة بمعدلات البطالة العالية والمرتبطة بمعدلات أعلى من المائة وقد تم التلاعب بالمؤشرات خاصة المعدل الحقيقي للبطالة والفقر وكذا التدخل في عينات السلع والخدمات، وقياس التغير في أسعارها لاحتساب التضخم، وما صاحبها من ارتفاع لأسعار البترول، وتفاقم العجز الغذائي، ومؤشرات أخرى كثيرة لإظهار معدل نمو إيجابي ل 2009 بـ 31% رغم تراجع الصادرات بنسبة تفوق 25% و تراجع عائدات الاستثمار.

¹ - بدون مؤلف، بعد فشل السياسات الاقتصادية في تونس ومصر، من يعدم العالم العربي اليوم؟، Bitudies Stratégie، بدون بلد، بدون سنة، ص 38-12، بتصرف.

2- تراجع فرص العمل خصوصا بعد ما تم تسجيله من تراجع حاد للطلب على الصناعات المعدة للتصدير في الأشهر الأولى من سنة 2010، إلا أن السلطات التونسية لم تعالجه إلا بواسطة بعض الإجراءات الظرفية ذات الطابع المالي عبر المزيد من الإعفاءات من تطبيق القوانين التي تحمي العمال من التدابير التعسفية وتحرمهم من جميع حقوقهم الاجتماعية وهو ما أدى إلى زيادة معدلات البطالة إلى 13% وخاصة في عمر الشباب.

3- زيادة الانفتاح الاقتصادي مما أدى إلى زيادة درجة التبعية للاقتصاد المحلي للاقتصادات العالمية (حيث بلغت نسبة اندماجه حوالي 123%) وكذا رهن النمو الاقتصادي بالاستثمارات الأجنبية وبجيوية الصادرات وقد بلغ المر ذروته بعد إقامة منطقة تبادل حر مع الاتحاد الأوروبي من جانفي 2008.

4- بعض الأسباب الظرفية مثل:

-الجفاف الذي تعرضت له بعض مناطق الجنوب والوسط خلال الخمس سنوات الأخيرة؛

-ارتفاع أسعار المحروقات في السوق العالمية وتجاوز 80 دولار للبرميل بينما السياسة المالية تم بناؤها على سعر مرجعي 60 دولار للبرميل؛

-تفشي أكثر لقضايا الفساد والرشوة وتراجع الحرية الديمقراطية حيث أكد بعض الخبراء أن إمكانيات الاقتصاد التونسي الحقيقية تمكنه من تحقيق نتائج أكثر؛

ثانيا: أثر الأزمة على الاقتصاد التونسي

1- أثرها على أداء الاقتصاد:

على قد أثرت هذه الأحداث على جميع مكونات بيئة الأعمال وهذا بدوره أثر على نشاط كافة القطاعات الاقتصادية حيث تكبد الاقتصاد خسائر كلية قدرت بـ 2,52 مليار دولار، وقد كان هذا التأثير أكثر وضوحا في القطاعات الأكثر ارتباطا بالخارج مثل قطاعات البترول والسياحة (تكبد خسائر قدرت بـ 585 مليون دولار) والطاقة والخدمات بانخفاض بنسبة 19%، الفلاحة بـ 18%، والصناعات المعملية بـ 42¹%، وامتد التأثير أيضا ليطول أسعار صرف العملة الوطنية وتدفقات الاستثمارات الأجنبية لينعكس ذلك على أسعار المواد الغذائية.

و قد أشارت التقارير الأولية لبعض المؤسسات الدولية إلى ضخامة الخسائر الناتجة عن هذه الأزمة بحيث تراجع الناتج المحلي الإجمالي لتونس بحوالي 5,1% والجدول الموالي يوضح أكثر،

¹ - بدون مؤلف، دراسات في واقع الاقتصاد التونسي، المعهد التونسي للقدرة التنافسية، تونس، جانفي 2013، ص 84.

الجدول رقم (3-32): معدلات النمو والتضخم لتونس بعد ثورات الربيع العربي.

معدل التضخم			معدل النمو			المؤشران
2011	2010	2009	2011	2010	2009	السنوات
4	4,4	3,5	1,3	3,7	3,1	

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار ائتمان الصادرات، ملخص إحصائي لتقرير مناخ الاستثمار، 2011.

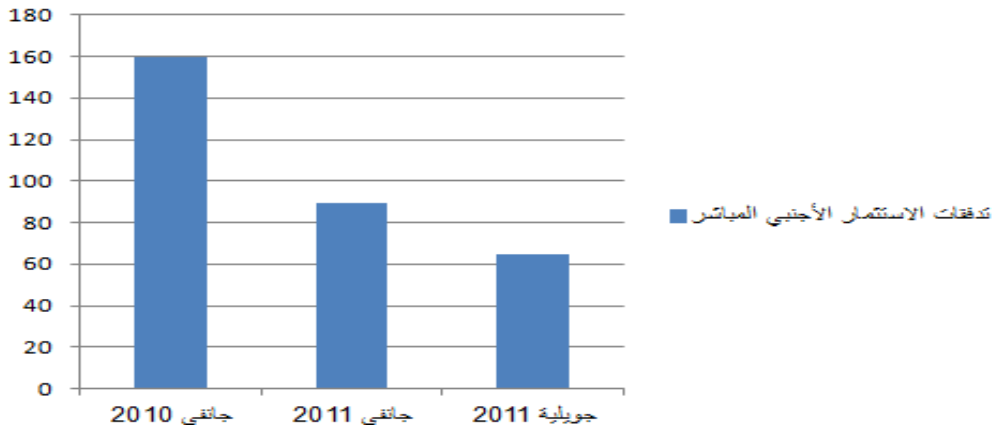
2- أثرها على أداء البورصة

كانت البورصات في الدول التي شهدت الأحداث أول الأسواق تأثراً حيث تكبدت خسائر فادحة، وأدت إلى إغلاق بعضها لفترة حتى تستقر الأوضاع، وتشير الأبحاث إلى أن البورصة التونسية تكبدت خسائر بلغت حوالي 8,8% خلال الربع الأول من عام 2011، واستمرار الأوضاع أدى إلى تراجع ثقة الجانب في البورصة والهرب من مخاطر الاستثمار بها.

3- أثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر¹

أظهرت البيانات الرسمية أن الاستثمارات الأجنبية تراجعت بحوالي 17,9% حيث بلغت هذه الاستثمارات حوالي 89,5 مليون دولار في جانفي 2011 مقابل 159,7 مليون دولار في نفس الشهر من العام الماضي، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (3-12): تأثير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بعد الثورة.



المصدر: التداعيات الاقتصادية للثورات العربية، مجلس الغرفة السعودية، السعودية، سبتمبر 2011، ص 9.

¹ - نسيم أبو جمعة، أثر ثورات الربيع العربي على اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول الربيع، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد الأول، جانفي 2013، ص 437-438.

المطلب الثاني: تحليل واستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة

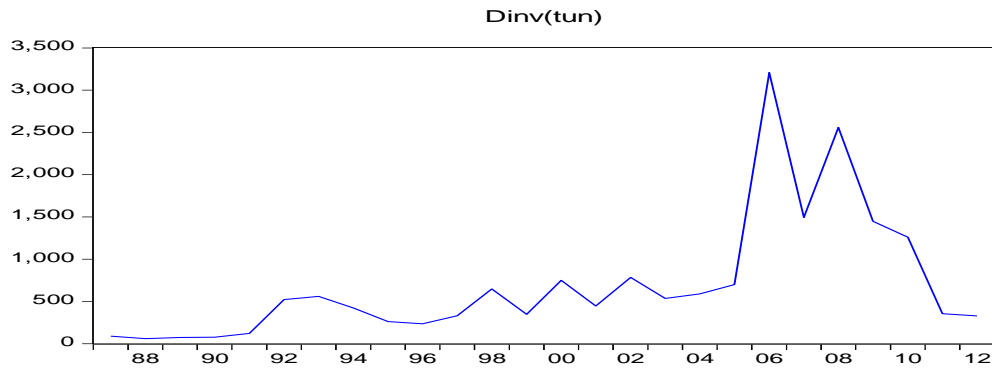
يتم هذا من خلال عرض ووصف أهم الخصائص الإحصائية لهذه السلاسل

أولاً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتونس $dinv_tun$

تتمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتونس في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي الصادر، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه.

حيث تتكون السلسلة من 26 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1987 الى غاية سنة 2012، بمتوسط 700,2450 وقيمة عظمى 3206,810 سجلت سنة 2006، وقيمة صغرى 60,12000 سجلت سنة 1988، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 483,5600، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1756,746¹.

الشكل رقم (3. 13): منحنى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1987-2012.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات 7 **views**.

و ما يمكن ملاحظته من هذا المنحنى أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1987-2012 شهدت ارتفاعا متواصلا حتى سنة 2007 أين شهدت انخفاضا بارزا وكذلك تأثرا بالأزمة المالية ثم استمرت في الانخفاض أكثر بسبب تردي الأوضاع الأمنية بسبب ثورات الربيع العربي.

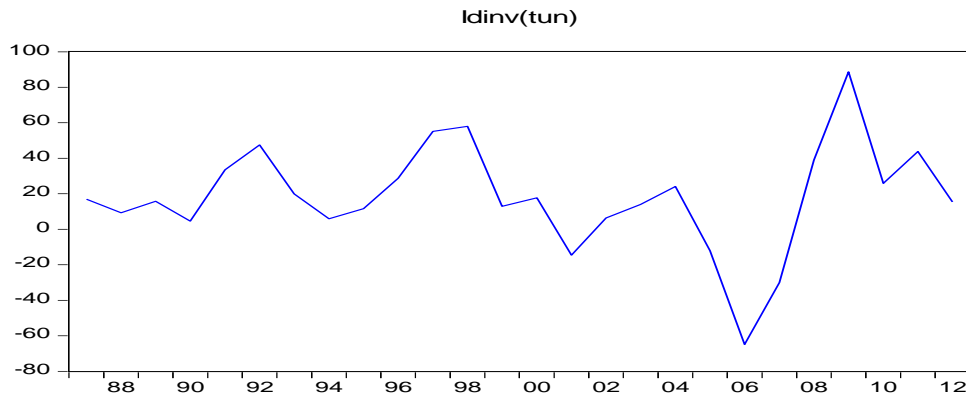
¹ - أنظر الملحق رقم 17.

ثانيا: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لتونس $idinv_tun$

تمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لتونس في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الصادرة، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي كذلك المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه.

حيث تتكون السلسلة من 26 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1987 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 18,2019 وقيمة عظمى 88,65000 سجلت سنة 2009، وقيمة صغرى -64,84000 سجلت سنة 2006، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره $29,77954^1$.

الشكل رقم (3. 14): منحني تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews**.

ما يمكن ملاحظته قيم حقيقية للاستثمار الأجنبي المباشر، وهذا كان سببه القوة النسبية للسوق المالي التونسي.

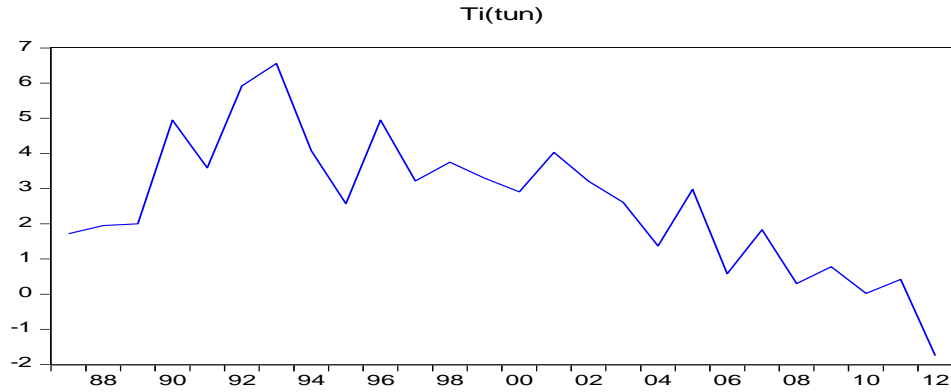
ثالثا: معدل الفائدة الحقيقي Ti_tun

و قد استخدمنا هنا أسعار الفائدة الحقيقية والتي تساوي معدل الفائدة الاسمي - معدل التضخم، وهو المتغير المستقل الأول الذي تتحكم السلطة النقدية في تحديده من خلال معدل الاحتياطي الإلزامي وكذا معدل الخصم، وهذه السلسلة تتكون من 26 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1987 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 2,6096 وقيمة عظمى 6,56000 سجلت سنة 1993، وقيمة صغرى -1,75000 سجلت سنة 2012، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 2,76000، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره $1,923011^2$.

¹ - أنظر الملحق رقم 17.

² - أنظر الملحق رقم 17.

الشكل رقم(3. 15): منحني تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1990-2011.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews

إن أهم ما يمكن ملاحظته هو اتجاه معدلات الفائدة الحقيقية نحو الانخفاض، كما أنها سجلت قيما سالبة خلال السنوات الخيرة وهذا بسبب جهودات الدولة لجذب المزيد من المستثمرين بعد تردي الأوضاع الأمنية وما ترتب عنها.

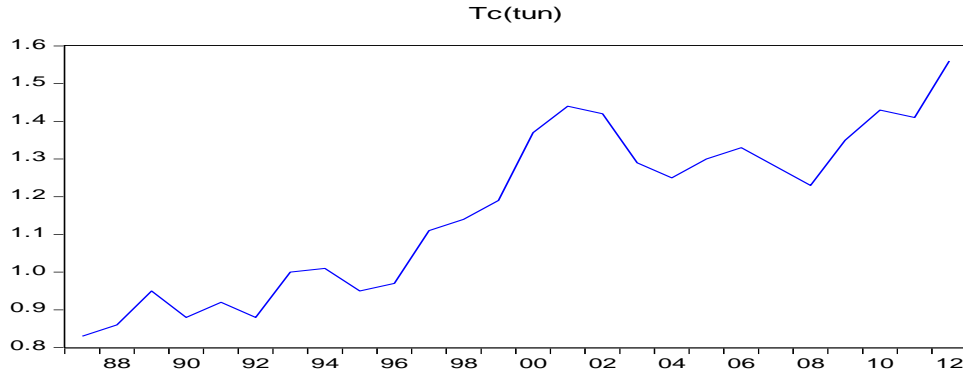
رابعاً: سعر صرف الدينار التونسي Tc_tun

و هو المتغير المستقل الثاني الذي يتمثل في سعر الصرف الحقيقي، وهو ذلك السعر الذي يعين الاعتبار سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية مرجحاً بالأسعار الأجنبية والأسعار المحلية.

هذه السلسلة تتكون من 26 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1987 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 1,167306 وقيمة عظمى 1,56 سجلت سنة 2012، وقيمة صغرى 0,83000 سجلت سنة 1987، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1,21000، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 0,219319¹.

¹ - أنظر الملحق رقم 17.

الشكل رقم (3. 16): منحنى تطور أسعار صرف الدينار التونسي للفترة 1990-2011



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews

ما نلاحظه الانخفاض المستمر لسعر صرف الدينار التونسي بمعدل منخفض في السنوات الأولى ثم بمعدل حاد بعد الأزمة الأمنية.

الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

و إن الاستقرار يعد شرطاً أساسياً في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية، ففي حالة غياب صفة الاستقرار فان الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفاً، بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقيق معنوية المعلمات المقدرة.

أولاً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتونس

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 يختلف معنوياً عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن الاحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat LB=50,092 بدرجة تأخير قدرها 12 هي 0,006 أي اقل من 5% وبالتالي نرفض فرض عدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشاً ابيض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة.

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (32.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,11	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,60	-3,20	0,106	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,06	معامل الثابت يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية العدم
	Q	-2,98	-2,71	0,82	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	-1,95	-0,96	0,28	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(dinv_tun)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات $K > 0$ حيث لا تختلف معنويًا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=24,490$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $(H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0)$.

¹ - أنظر الملحق رقم 19.

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

جدول رقم (33.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	B	-	-	0,384	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,61	-8,490	0,0000	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,900	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة من نوع DS بانحراف
	Q	-2,99	-8,48	0,000	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-1,95	-8,671	0,000	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

من خلال الجدول يتضح أن السلسلة $dinv_tun$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

ثانياً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر لتونس $idnv_tun$

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لتونس كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q -Stat $LB=27,840$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $(H_0 : P_1=P_2= \dots =P_{12}=0)$.

¹ - أنظر الملحق رقم 20.

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (34.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار غير المباشر لتونس¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,69	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,61	-3,67	0,044	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,04	معامل الثابت يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية العدم
	Q	-2,99	-3,73	0,82	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	-1,95	-2,46	0,01	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

و منه فان سلسلة $dinv_tun$ الخامة مستقرة.

ثالثا: سلسلة معدل الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun :

- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة معدل الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 يختلف معنويًا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung -Box يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$ $LB=45,458$ بدرجة تأخير قدرها 12 وهي أقل من القيمة الجدولية عند 5% وبالتالي نرفض فرض العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ايض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

¹ - أنظر الملحق رقم 21.

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي- فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة لسلسلة معدل الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (35.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة معدل الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun ¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	b	-	-	0,0055	لا نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,60	-3,17	0,11	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,97	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-2,99	-0,37	0,2417	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	1,95	-0,74	0,383	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(Ti_tun)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي لتونس كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB**

¹ - أنظر الملحق رقم 21.

المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=19,468$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض عدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=...=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي- فولر المطور ADF)

جدول رقم (3-36): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي

لتونس $D(ti_tun)^1$

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	B	-	-	0,066	لا نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-8,370	-3,612	0,000	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,530	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-7,689	-2,991	0,000	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-7,771	-1,955	0,000	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر الفائدة الحقيقي لتونس Ti_tun مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

ثالثًا: سلسلة معدل صرف الدينار التونسي Tc_tun :

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة معدل صرف الدينار التونسي Tc_tun كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 4 يختلف معنويًا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار $Ljung - Box$ يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=34,790$ بدرجة تأخير قدرها 12 وهي أقل من القيمة الجدولية عند 5% وبالتالي نرفض

¹ - أنظر الملحق رقم 23 .

فرض عدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots = P_{12}=0$)، ونقيل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ابيض، و هذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة لسلسلة معدل صرف الدينار تونسي Tc_tun كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (37.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار تونسي Tc_tun ¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,058	لنقبل فرضية عدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-2,090	-3,603	0,525	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,348	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية عدم
	Q	-0,643	-2,986	0,843	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	1,713	-1,955	0,975	نقبل فرضية عدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

3- اختبار استقرار السلسلة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى $D(Tc_tun)$

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(Tc_tun)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر صرف الدينار تونسي Tc_alg كما يبينه الملحق رقم (18) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$

¹ - أنظر الملحق رقم 24.

لا تختلف معنويًا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الاحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat LB=19,468 بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

جدول رقم (38.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على الفروق الأولى لسلسلة صرف الدينار

تونسي $D(tc_tun)^1$

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	B	-	-	0,7883	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-4,132	-3,612	0,017	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,121	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-4,248	-2,991	0,003	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-3,813	-1,955	0,0005	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر صرف الدينار التونسي tc_tun مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

¹ - أنظر الملحق رقم 25.

المطلب الثالث: تقدير النموذج والتأكد من ملاءته

الفرع الأول: تقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف

أولاً: اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (test de Johansen)

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وجد أن كل من سلسلة سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن هناك إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار علاقة التكامل ل (Johansen).

3- تحديد عدد الفجوات الزمنية

نستعمل مؤشرات **schwarz** و **akaike** من اجل عدة فجوات، حيث نختار قيمة **P** التي تعطي ادنى قيمة لمؤشرات **schwarz** و **akaike**، وبرنامج **eviews** يعطي هذه قيم مباشرة ويرفق قيم المؤشرات التي تعطي ادنى قيمة ل **P** بعلامة مميزة (نجمة)¹، وما لوحظ هو أن **P=2** هي التي تعطي أدنى قيمة لمختلف المؤشرات. بالإضافة إلى أن أغلبية المؤشرات عند هذه الفجوة مرفقة بالعلامة نجمة دلالة على مدى ملائمتها.

4- نتائج اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (test de Johansen)

بما انه لدينا الثلاث متغيران مستقران من نفس الدرجة (الدرجة الأولى) لهذا يمكن أن تكون تنمو بنفس الوتيرة على المدى الطويل، أي إمكانية وجود علاقة تكامل متزامن بينها، وهذا ما سوف نكشف عنه من خلال اختبار جوهانسن، من خلاله تحصلنا على النتائج التالية:

الجدى ول رقم (39.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن²

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية	Trace	القيم الحرجة 5%
r = 0	0, 3268	9,824	15,494
r = 1	0,0134	0,323	3,841

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة r=0 فإن القيم المحسوبة trace هي أقل من القيم الحرجة عند المستوى 5% وبالتالي عدم وجود تكامل متزامن بين المتغيرات في المدى الطويل.

¹ - أنظر الملحق رقم 26.

² - انظر الملحق رقم 27

ثانيا: تقدير العلاقة الانحدارية بين tc_tun ، ti_tun و $divd_tun$

تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$IDINV_TUN_ = C(1)*D(TC_TUN_) + C(2)*D(TI_TUN_) + C(3)$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية¹:

$$IDINV_TUN = -78.9797*D(TC_TUN) + 2.5048*D(TI_TUN) + 16.295$$

التفسير الإحصائي للنموذج

- نلاحظ معنوية كل من المعاملات $C(1)$ ، $C(2)$ ، $C(3)$ كما أن معامل التحديد مرتفع قليلا $R^2 = 0,48$ وهذا دلالة على أن التغير في الاستثمار الأجنبي غير المباشر مفسر ب 48% من خلال التغيرات في سعر الصرف والتغير في معدل الفائدة الحقيقي.

نلاحظ أيضا أن P value لاختبار FISHER اقل من 0.05 مما يدل على ان النموذج ذو دلالة إحصائية.

كما إن معامل دارين واتسون مرتفع نوعا ما أيضا $DW=1,15$ دلالة على ضعف الارتباط بين الأخطاء ولتدعيم مدى ملاءة النموذج سوف نقوم بالاختبارات الموالية.

كما نلاحظ أن النموذج أبرز علاقة عكسية مع سعر الصرف أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الواردة و هذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، أما العلاقة مع سعر الفائدة فهي طردية دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك و اللجوء إلى السوق المالي للاستثمار و التمويل.

¹ - أنظر الملحق رقم 28.

ثالثاً: إجراء الاختبارات

1: اختبار استقرارية البواقي

نقوم باختبار استقرارية بواقي من خلال معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرار باستخدام ADF.

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي لتونس كما يبينه الملحق رقم (29) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنوياً عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=21,350$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=\dots=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة البواقي كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (40.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,682	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-4,003	-3,622	0,023	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,977	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-4,074	-2,998	0,0048	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	-4,175	-1,956	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

¹ - أنظر الملحق رقم 30.

ثانيا: الارتباط الخطي serial corélation

جدول رقم(41.3): اختبار الارتباط الخطي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	6.288204	Prob. F(2,20)	0.0076	
Obs*R-squared	9.651469	Prob. Chi-Square(2)	0.0080	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Least Squares Date: 04/28/14 Time: 20:52 Sample: 1988 2012 Included observations: 25 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_)	-44.94608	77.57502	-0.579389	0.5688
D(TI_TUN_)	-2.229110	3.524067	-0.632539	0.5342
C	0.402865	5.569255	0.072337	0.9431
RESID(-1)	0.686880	0.207985	3.302549	0.0036
RESID(-2)	-0.481256	0.207111	-2.323659	0.0308
R-squared	0.386059	Mean dependent var	2.34E-15	
Adjusted R-squared	0.263271	S.D. dependent var	29.64760	
S.E. of regression	25.44741	Akaike info criterion	9.487961	
Sum squared resid	12951.41	Schwarz criterion	9.731736	
Log likelihood	-113.5995	Hannan-Quinn criter.	9.555574	
F-statistic	3.144102	Durbin-Watson stat	2.158071	
Prob(F-statistic)	0.036979			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

نلاحظ ان **P value** أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطأ.

2: اختبار عدم ثبات التباين hétéroscédasticité

جدول رقم(42.3): اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	0.119768	Prob. F(2,22)	0.8877
Obs*R-squared	0.269268	Prob. Chi-Square(2)	0.8740
Scaled explained SS	0.273102	Prob. Chi-Square(2)	0.8724
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares			

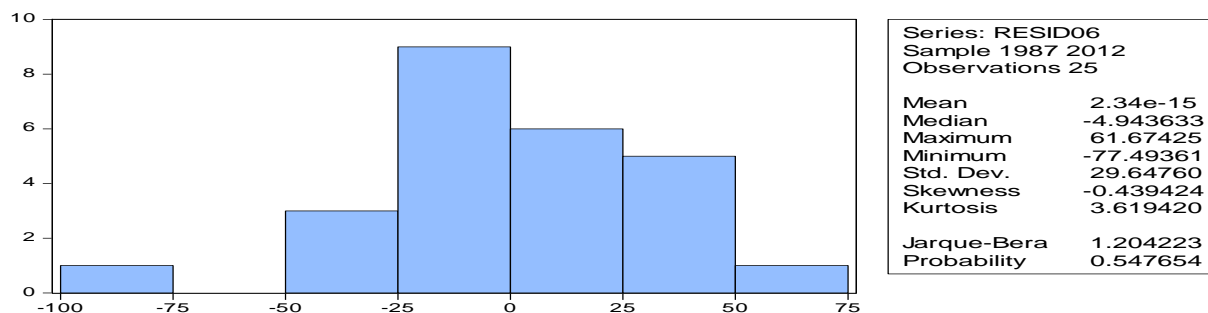
Date: 04/28/14 Time: 20:55				
Sample: 1988 2012				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	797.9703	310.2045	2.572401	0.0174
D(TC_TUN_)	1292.530	3846.112	0.336061	0.7400
D(TI_TUN_)	-58.42057	197.0832	-0.296426	0.7697
R-squared	0.010771	Mean dependent var		843.8209
Adjusted R-squared	-0.079159	S.D. dependent var		1393.854
S.E. of regression	1447.972	Akaike info criterion		17.50588
Sum squared resid	46125676	Schwarz criterion		17.65215
Log likelihood	-215.8235	Hannan-Quinn criter.		17.54645
F-statistic	0.119768	Durbin-Watson stat		1.530935
Prob(F-statistic)	0.887701			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من مخرجات **views** نقبل فرض العدم (ثبات التباين *homosédasticité*) لان **P value** لإحصائية **Fisher>0.05** إذن ليس هناك مشكلة عدم ثبات التباين .

رابعاً: توزيع الأخطاء: اختبار Jarque – bera

الشكل رقم (17.3) : توزيع الأخطاء



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

نلاحظ أن **P value** لإحصائية **Jarque-Bera** أكبر من **0.05** (**probabilité de Jarque-Bera=0.54>0.05**) ومنه فان الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي .

نتيجة : بما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعية، كذلك عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وارتفاع قيمة معامل التحديد، فان النموذج ملائم حيث نستطيع كتابة النموذج المقدر كمايلي :

$$IDINV_TUN = 78.9797 * D(TC_TUN) + 2.5048 * D(TI_TUN) + 16$$

الفرع الثاني: تقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف

أولاً: اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (**test de Johansen**)

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وجد أن كل من سلسلة سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف وسلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن هناك إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار علاقة التكامل ل (Johansen).

1- تحديد عدد الفجوات الزمنية

نستعمل مؤشرات **schwarz** و **akaike** من اجل عدة فجوات، حيث نختار قيمة **P** التي تعطي أدنى قيمة لمؤشرات **schwarz** و **akaike**، وبرنامج **eviews** يعطي هذه قيم مباشرة ويرفق قيم المؤشرات التي تعطي ادني قيمة ل **P** بعلامة مميزة (نجمة)¹، وما لوحظ هو أن **P=1** هي التي تعطي أدنى قيمة لمختلف المؤشرات. بالإضافة إلى أن أغلبية المؤشرات عند هذه الفجوة مرفقة بالعلامة نجمة دلالة على مدى ملاءمتها.

2- نتائج اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (**test de Johansen**)

بما انه لدينا الثلاث متغيران مستقران من نفس الدرجة (الدرجة الأولى) لهذا يمكن أن تكون تنموا بنفس الوتيرة على المدى الطويل، أي إمكانية وجود علاقة تكامل متزامن بينها، وهذا ما سوف نكشف عنه من خلال اختبار جوهانسن، من خلاله تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (43.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن²

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية	Trace	القيم الحرجة 5%
r = 0	0, 4008	15,215	29,797
r = 1	0,1117	2,922	15,494

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة r=0 فإن القيم المحسوبة trace هي أقل من القيم الحرجة عند المستوى 5% وبالتالي عدم وجود تكامل متزامن بين المتغيرات في المدى الطويل.

¹ - أنظر الملحق رقم 31.

² - انظر الملحق رقم 32

ثانيا: تقدير العلاقة الانحدارية بين tc_tun ، ti_tun و $divd_tun$

تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$D(DINV_TUN) = C(1)*D(TC_TUN) + C(2)*D(TI_TUN) + C(3)$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية¹:

$$D(DINV_TUN) = -177.471*D(TC_TUN) - 171.050*D(TI_TUN)$$

التفسير الإحصائي للنموذج

- نلاحظ معنوية كل من المعاملات $C(1)$ ، $C(2)$ ، كما أن معامل التحديد منخفض قليلا $R^2 = 0,12$ وهذا دلالة على أن التغير في الاستثمار الأجنبي المباشر مفسر ب 12% من خلال التغيرات في سعر الصرف والتغير في معدل الفائدة الحقيقي.

نلاحظ أيضا أن P value لاختبار FISHER اقل من 0.05 مما يدل على أن النموذج ذو دلالة إحصائية.

كما أن معامل دارين واتسون مرتفع نوعا ما أيضا $DW=2,693$ دلالة على ضعف الارتباط بين الأخطاء ولتدعيم مدى ملاءمة النموذج سوف نقوم بالاختبارات الموالية.

كما نلاحظ أن النموذج أبرز علاقة عكسية مع سعر الصرف أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الواردة وهذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، و العلاقة مع سعر الفائدة فهي عكسية دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

¹ - أنظر الملحق رقم 33.

ثالثاً: إجراء الاختبارات

1: اختبار استقرارية البواقي

نقوم باختبار استقرارية بواقي من خلال معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرار باستخدام ADF.

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للجزائر كما يبينه الملحق رقم (34) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنوياً عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=16,393$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=...=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة البواقي كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (44.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي¹

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	b	-	-	0,1782	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-7,042	-3,612	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,975	معامل الثابت لا يختلف معنوياً عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-6,762	-2,991	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	-6,915	-1,955	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

¹ - أنظر الملحق رقم 35.

ثانيا: الارتباط الخطي serial corélation

جدول رقم(45.3): اختبار الارتباط الخطي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.201482	Prob. F(1,21)	0.0880	
Obs*R-squared	3.307114	Prob. Chi-Square(1)	0.0690	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/28/14 Time: 21:18				
Sample: 1988 2012				
Included observations: 25				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_)	206.4485	1849.728	0.111610	0.9122
D(TI_TUN_)	39.28279	97.11377	0.404503	0.6899
C	4.842794	148.9221	0.032519	0.9744
RESID(-1)	-0.375667	0.209955	-1.789269	0.0880
R-squared	0.132285	Mean dependent var	-7.05E-14	
Adjusted R-squared	0.008325	S.D. dependent var	697.9348	
S.E. of regression	695.0235	Akaike info criterion	16.07141	
Sum squared resid	10144211	Schwarz criterion	16.26644	
Log likelihood	-196.8927	Hannan-Quinn criter.	16.12551	
F-statistic	1.067161	Durbin-Watson stat	1.900600	
Prob(F-statistic)	0.384215			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **evIEWS7**

نلاحظ ان **P value** أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطأ.

2: اختبار عدم ثبات التباين hétéroscédasticité

جدول رقم(46.3): اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.535273	Prob. F(2,22)	0.5929	
Obs*R-squared	1.160079	Prob. Chi-Square(2)	0.5599	
Scaled explained SS	1.811978	Prob. Chi-Square(2)	0.4041	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/28/14 Time: 21:20				
Sample: 1988 2012				
Included observations: 25				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

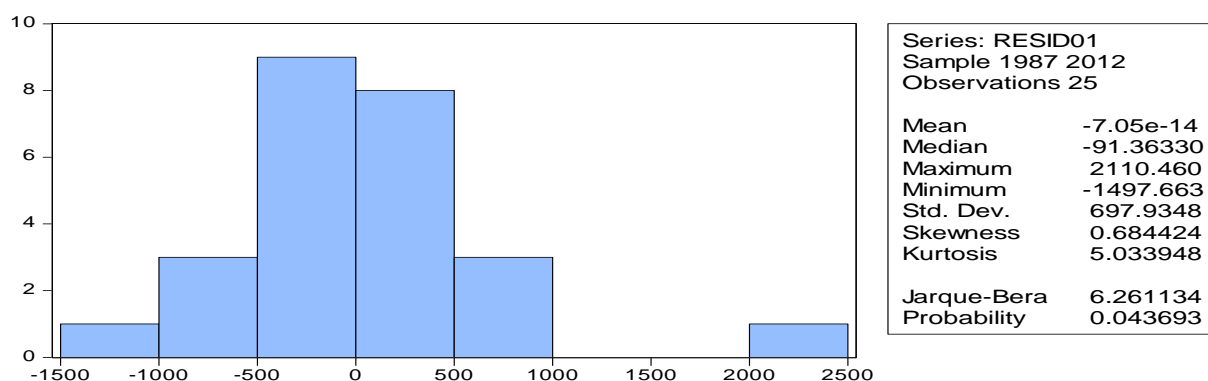
C	509037.2	209457.1	2.430269	0.0237
D(TC_TUN_)	-1941458.	2596982.	-0.747582	0.4626
D(TI_TUN_)	-110099.6	133075.1	-0.827349	0.4169
R-squared	0.046403	Mean dependent var	467628.5	
Adjusted R-squared	-0.040287	S.D. dependent var	958584.6	
S.E. of regression	977703.4	Akaike info criterion	30.53597	
Sum squared resid	2.10E+13	Schwarz criterion	30.68223	
Log likelihood	-378.6996	Hannan-Quinn criter.	30.57653	
F-statistic	0.535273	Durbin-Watson stat	1.291696	
Prob(F-statistic)	0.592943			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من مخرجات **views** نقبل فرض عدم (ثبات التباين *homosédasticité*) لان **P value** لإحصائية **Fisher>0.05** إذن ليس هناك مشكلة عدم ثبات التباين .

رابعاً: توزيع الأخطاء: اختبار **Jarque – berra**

الشكل رقم (18.3) : توزيع الأخطاء.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**.

نلاحظ أن **P value** لإحصائية **Jarque-Bera** أكبر من **0.05** (**probabilité de Jarque–Bera=0.54>0.05**) ومنه فان الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي .

نتيجة : بما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعية، كذلك عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وارتفاع قيمة معامل التحديد، فان النموذج ملائم حيث نستطيع كتابة النموذج المقدر كمايلي :

$$D(DINV_TUN) = -177.471 * D(TC_TUN) - 171.050 * D(TI_TUN)$$

المبحث الثالث: دراسة حالة المغرب

قبل الدخول في دراسة حالة المغرب لابد من التطرق إلى إلقاء نظرة شاملة على الأوضاع الاقتصادية العامة بالمغرب.

المطلب الأول: دراسة تحليلية للاقتصاد المغربي

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أهم المؤشرات الاقتصادية للمملكة المغربية.

الفرع الأول: واقع وطبيعة الاقتصاد المغربي

أولاً: تطورات حجم النشاط الاقتصادي

خلال السنوات الأخيرة شهد النشاط الاقتصادي تطوراً ملحوظاً، ويبدو ذلك من خلال ما يوضحه الجدول التالي حول تطور الناتج المحلي الإجمالي:

الجدول رقم (3-47): تطور إجمالي الناتج المحلي ومعدل النمو خلال الفترة 1983-2012

السنوات	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
إجمالي الناتج المحلي بالمليار الدولار	13,94	25,82	32,99	37,02	59,52	90,77	99,21	95,98
معدل النمو (% سنوياً)	-0,56	4,03	-6,58	1,59	2,98	3,64	4,99	2,69

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/moroco>

كان هناك تطور ملحوظ لإجمالي الناتج المحلي ومعدل النمو خلال فترة الدراسة كما سجل نمو الناتج الداخلي الإجمالي، خلال سنة 2012، تراجعاً ملحوظاً في وتيرة نموه لتصل إلى 2,7% عوض 5% سنة 2011.

ولهذا يمكن التطرق لمختلف القطاعات الاقتصادية التي ساهمت في بناء هذا التحسن، على النحو التالي:

الجدول رقم (3-48): نسبة مساهمة كل قطاع في إجمالي الناتج المحلي الوحدة: %

القطاع	نسبة مساهمته
الصناعة	5.15
	14.49
الزراعة	14.31
الخدمات	50.19

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/moroco>

هناك تنوع في مساهمة القطاعات سعت المغرب من خلال التوجه النظامي نحو السياحة، الفلاحة والتصنيع إلى تنوع هيكلها الاقتصادي بغية الحد من الأخطار المناخية، ولجأت بذلك إلى المتوقع في إطار يجعلها وجهة ممتازة وجذابة لرؤوس الأموال الأجنبية والمهارات والأنشطة الجديدة، فهي تطمح إلى رفع القيمة المضافة الناشئة عن الأنشطة الممارسة على مستوى اقتصادها بالإضافة إلى خلق مناصب الشغل والثروة اللازمة للتعداد السكاني المتزايد.

أما بالنسبة لمعدلات التضخم فالجدول يوضح تطورها خلال فترة الدراسة

الجدول رقم (3-49): تطور معدلات التضخم بالمغرب خلال الفترة 1983-2012

Indicator Name	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
التضخم، %	6,21	6,78	6,12	1,89	0,98	0,99	0,92	1,28

Source : <http://data.albankaldawli.org/country/moroco>

يوضح الجدول الانخفاض المستمر لمعدلات التضخم في المغرب خلال فترة الدراسة.

ثالثا: الوضعية الاقتصادية الخارجية

1-تطور وضعية الميزان التجاري وقياس درجات الانفتاح الاقتصادي:

الجدول رقم (3-50): تطور حجم الصادرات والواردات ووضعية الميزان التجاري للفترة 1983-2012.

السنوات	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
واردات السلع والخدمات	4,69	8,90	11,28	12,34	20,54	37,00	45,91	47,01
صادرات السلع والخدمات	3,58	7,65	9,11	10,35	16,59	27,05	31,84	32,34
الميزان التجاري	-1,11	-1,25	-2,17	-1,99	-3,95	-9,95	-14,06	-14,67

المصدر: - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لعام 2010، 2011، 2012،

- صندوق النقد العربي، اتجاهات التجارة الخارجية، أبريل 2012.

عرفت الصادرات من السلع والخدمات ارتفاعا طفيفا ب 0,8% عوض 2,1% سنة 2011، نتيجة الانتعاش الملحوظ لصادرات منتجات الطاقة وصناعات السيارات وبعض المواد الغذائية. وقد تمكنت هذه المنتجات التصديرية الجديدة من تعويض تراجع دينامية صادرات الفوسفات ومشتقاته وصادرات المنتجات الكهربائية والإلكترونية.

ومن جهتها، سجلت الواردات من السلع والخدمات تباطؤا ملحوظا في وتيرة نموه، لتنتقل من 5% سنة 2011 إلى 1,6% سنة 2012. ويعزى هذا التراجع الذي عرفته الواردات، لأول مرة منذ سنة 2009، إلى انخفاض وتيرة نمو

الواردات من أنصاف المنتجات ومن المواد الخام، دون أن يؤثر ذلك على حجم الواردات من مواد

أما بالنسبة لدرجات الانفتاح الاقتصادي، فيمكن قياسها من خلال من خلال كل من:

أ- نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي: فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على زيادة درجة الانفتاح على الخارج، ويرى بعض الاقتصاديين أن الاقتصاد يعد منفتحاً على الخارج إذا بلغت النسبة 40% أو أكثر، وعليه يمكن القول بأنه كلما ارتفع معدل الانفتاح على الخارج كلما زاد تأثير العوامل الخارجية

2- الميل المتوسط للتصدير: يعد أحد أهم المؤشرات التي تقيس قدرة الاقتصاد على التصدير، وهو يقاس بنسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على قدرة الاقتصاد الوطني على التصدير.

الجدول رقم (3-51): نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1983-2012

السنوات	1983	1990	1995	2000	2005	2010	2011	2012
صادرات السلع والخدمات % من PIB	21,27	26,45	27,42	27,98	32,31	33,24	35,58	36,18
التجارة % من PIB	50,43	58,31	61,44	61,33	70,23	76,31	84,26	86,59

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على إحصائيات البنك الدولي

نلاحظ أن درجة التحرير الاقتصادي تشير إلى مستوى مرتفع أكثر في السنوات الأخيرة.

2- تطور نظام الصرف في المغرب¹

تاريخياً كان الدرهم المغربي مرتبطاً بالفرنك الفرنسي، إلى غاية 13 ماي 1973، وابتداء من هذا التاريخ اتبع نظام التعويم المدار في المغرب بهدف المحافظة على استقرار سعر الصرف الفعلي مقابل سلة العملات، ومتابعة لتطبيق برنامج التعديل الهيكلي الذي طبق سنة 1983 تم تخفيض قيمة الدرهم المغربي من قبل السلطات النقدية المغربية حيث انخفض في سنة 1990 بنسبة 9,3%.

المرحلة الأولى 1991-1995

لقد عرف سعر الصرف الحقيقي خلال هذه المرحلة تحسناً كبيراً وملحوظاً قدر بـ 11% ويفسر هذا التحسن للدرهم مقارنة بعملات مجموعة الدول الناشئة بسبب التعويم المبالغ فيه للدرهم وهذا ما يفسر تحسن سعر الصرف

¹ - بشير حمدوش، التجربة المغربية في إدارة سعر الصرف، مداخلة في ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002، ص 240-242

الحقيقي للعملة المحلية بمقدار 10% مقارنة بالأورو، و 13% مقارنة بالدولار ب 26.7% بالنسبة للجنيه الإسترليني، و 7% بالنسبة لمجموعة الدول الناشئة.

المرحلة الثانية 1996-1997

إن الاستقرار النسبي للقيمة الحقيقية للدرهم خلال هذه الفترة أدى إلى تحسین الدرهم بنسبة تقدر ب 3.5% مقارنة بالأورو، وهذا راجع إلى تحسن سعر الصرف الاسمي للدرهم ب 4.4% مقارنة بالعملة الموحدة والذي أتى مباشرة بعد انخفاض قيمة هذه الأخيرة أمام الدولار الأمريكي بنسبة 14.1%، وهذا ما تسبب في حدوث تضخم في المغرب بمعدل 2% وهو مستوى مماثل للمستوى المسجل في منطقة الأورو.

المرحلة الثالثة 1998-2000

تميزت هذه المرحلة بعودة التحسن لسعر الصرف الحقيقي بنسبة تقارب 5%، تحت تأثير التقييم المبالغ فيه في سعر الصرف الحقيقي للدرهم، مقابل الأورو والدول الناشئة.

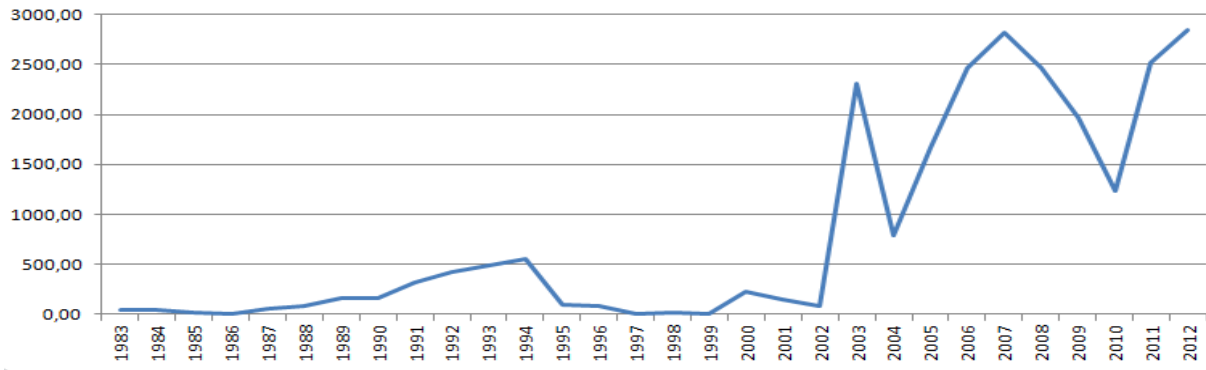
حيث أن أداء الاقتصاد المغربي فيما يتعلق بالسيطرة على التضخم لا يمكن تحقيقه من خلال التحسن في القيمة الاسمية للدرهم مقارنة بعملات هذه الدول، والذي حدث مباشرة بعد التخفيضات التي قامت بها البلدان خلال الأزمات المالية التي حدثت في آسيا والبرازيل.

المرحلة الرابعة 2000-2001

انخفاض حقيقي للدرهم لأول مرة منذ 1990، تقدر ب 4.1% بين السنتين 2000 و 2001، أما فيما يخص مستويات الأسعار فإن سياسة معالجة التضخم سمحت بإحداث فرق تضخمي لصالح المغرب بنسبة 1.9% مقارنة مع منطقة الأورو وهذا ما أدى بالدرهم إلى الانخفاض من حيث القيمة الحقيقية بنسبة 1.7% مقارنة بالدول المنافسة للمغرب بالرغم من التحسن الطفيف في القيمة الاسمية بنسبة 0.7% سنة 2002.

الفرع الثاني: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بالمغرب

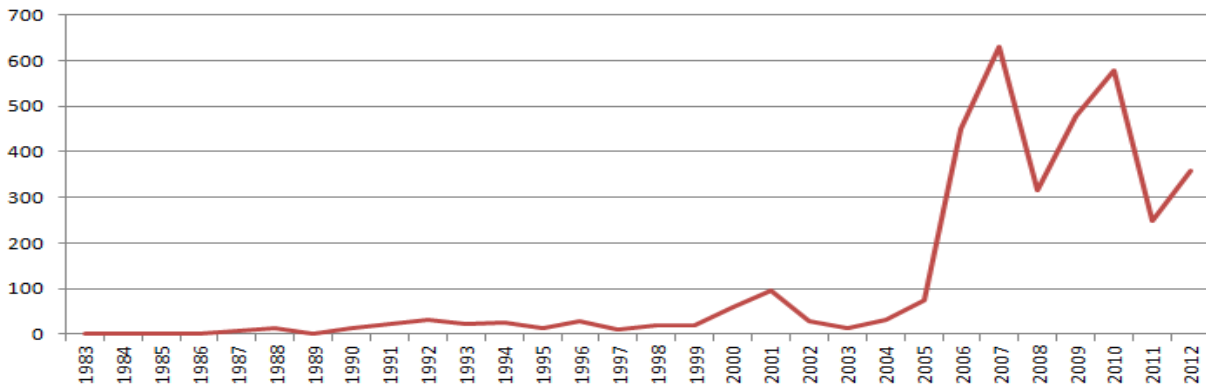
الشكل رقم (3-19): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى المغرب خلال الفترة 1983-2012.



المصدر: من اعداد الطالبة بواسطة برنامج Excel بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(3)

”

الشكل رقم(3-20): حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الصادر من المغرب خلال الفترة 1983-2012



المصدر: من اعداد الطالبة باستخدام برنامج Excel بالاعتماد على معطيات الملحق رقم(3).

عرف المغرب انتعاشا اقتصاديا جيدا جعله يحقق معدلات متزايدة ومتابعة بانتظام من تدفقات الاستثمار الأجنبي وصلت قيمتها سنة 2007 إلى حدود 2825.80 مليون دولار.

وقد كان تأثر الاقتصاد المغربي أكثر عنفا من تبعات الأزمة العالمية فبعد تحقيق تلك المعدلات المذهلة إلى غاية 2007، تراجعت الاستثمارات الأجنبية الواردة بمنحى متزايد فبعدما انخفضت بـ 11.3% سنة 2008 عادت للانخفاض ثانية نهاية 2009، ويعزى سبب هذا الانخفاض إلى الضرر الكبير الذي لحق سوق العقار القطاع البنكي والقطاع الصناعي والتي تعتبر من القطاعات الأكثر استقطابا للاستثمارات الأجنبية المباشرة بالمغرب.

و على عكس تونس فحجم التدفقات الصادرة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة كانت في انخفاض مستمر.

الفرع الثالث: تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالمغرب

فرص الاستثمار في بورصة المغرب:

تعتبر بورصة المغرب سريعة النمو دعت أكبر بنوك الاستثمار في العالم للانضمام لعضويتها، لذلك كان يجب عليها ما يلي:

أ. حماية المستثمر: من أجل حماية المستثمر، سواء كان انفراديا، مؤسسًا، أو أجنبيًا، هناك عدد من التدابير :

- صندوق الضمانة : يحمي المستثمرين في حالة إفلاس الوسيط البورصوي، ويتكلف بتدييره مجلس القيم المنقولة، إلى حد 200.000 درهم لكل مستثمر .
- ضمانة إتمام العمليات : هذه الضمانة تعطى للوسطاء البورصويين من طرف الشركة المسيرة وهذا يعني أن أي تداول يتم أدائه وتسليمه حتى إذا لم يكن هناك العدد الكافي من الأسهم أو المبلغ الكافي المطلوب عند الصفقة.
- مراقبة السوق: تراقب الشركة المسيرة جميع الصفقات يوميا، كما أن مجلس القيم المنقولة يقوم بمراقبة جميع التداولات.

ب. شروط الاستثمار في بورصة المغرب: فيما يخص الاستثمار الأجنبي، ليس هناك أي شرط للاستثمار في رأس مال الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء. يمكن للمستثمر الأجنبي أن يفتح حسابا بنكيا بعملة أجنبية وأن يتصرف كما يشاء من أجل عملياته في المغرب كما أن هناك ضمانة تامة فيما يخص تحويل رؤوس المال الأجنبية المستثمرة في المغرب نحو الخارج، ونفس الشيء فيما يخص الأرباح وفائض القيمة.

الجدول رقم (3-52): حجم التداول في بورصة الدار البيضاء بالمليون دولار

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
حجم التداول	33.1	27	23.7	29.5	30	52	84.4	102,8

المصدر: صندوق النقد الدولي، أداء الأسواق المالية العربية

تعرف السوق المالي المغربي انتعاشة وحال أفضل من سوقي الجزائر وتونس، حيث من الملاحظ تطور مستمر في حجم التداول التي وصلت إلى 102.8 مليون دولار مقارنة ب 30 و 52 مليون دولار في السنوات السابقة.

المطلب الثاني: تحليل واستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

الفرع الأول: تحليل وصفي للسلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة

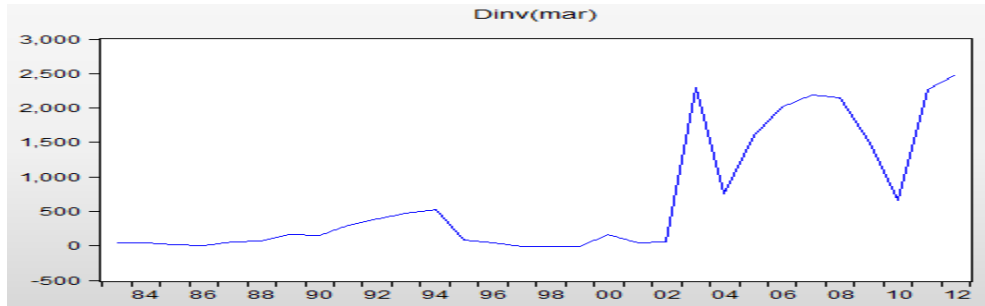
يتم هذا من خلال عرض ووصف أهم الخصائص الإحصائية لهذه السلاسل

أولاً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب DINV_MAR

تمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي الصادر، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه.

حيث تتكون السلسلة من 30 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1983 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 683,5420 وقيمة عظمى 2462,400 سجلت سنة 2012، وقيمة صغرى 15,2000- سجلت سنة 1999، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 163,8150، وتشتتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 1884,786¹.

الشكل رقم (3. 21): منحنى تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة 1983-2012 .



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات 7 eviews

و ما يمكن ملاحظته من هذا المنحنى أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1983-2012 شهدت ارتفاعا متواصلا رغم الانخفاضات التي تخللت هذه الفترة.

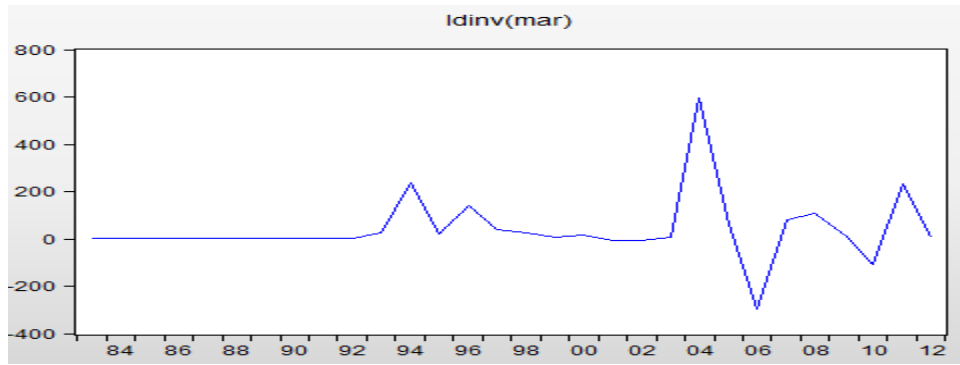
¹ - أنظر الملحق رقم 36.

ثانيا: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للمغرب $idinv_mar$

تمثل صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للمغرب في الفرق بين إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الواردة مطروحا منها إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الصادرة، مقيمة بالمليون دولار أمريكي، وهي كذلك المتغير التابع الذي سنختبر أثر كل من سعر الفائدة وسعر الصرف عليه.

حيث تتكون السلسلة من 30 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1983 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 39,9783 وقيمة عظمى 596,83900 سجلت سنة 2004، وقيمة صغرى -294,8900 سجلت سنة 2007، وقيمة وسيطية تقدر ب 5,87000 وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره $1.139,4785$.

الشكل رقم(3. 22): منحني تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة 1983-2012 .



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views**.

ما يمكن ملاحظته انعدام المعطيات عن هذا المؤشر في بداية الفترة ثم هناك حركات واضحة مع التقدم في الفترة، وهذا كان سببه الضعف الشديد للسوق المالي المغربي، رغم كونه أفضل من سابقه.

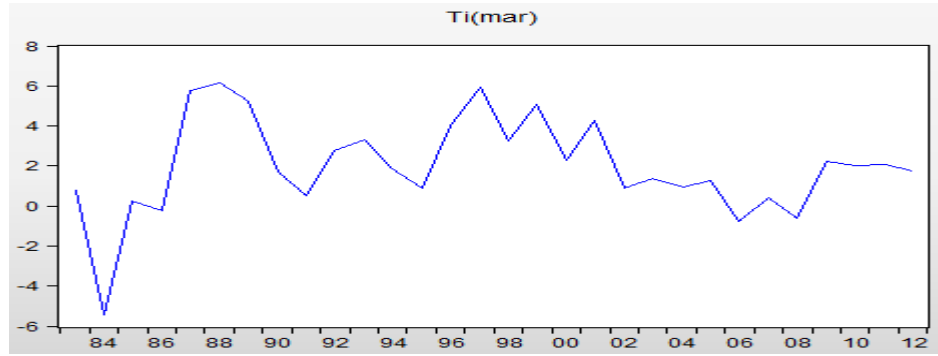
ثالثا: معدل الفائدة الحقيقي Ti_mar :

و قد استخدمنا هنا أسعار الفائدة الحقيقية والتي تساوي معدل الفائدة الاسمي - معدل التضخم، وهذه السلسلة تتكون من 30 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1983 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 2,0022 وقيمة عظمى 6,1300 سجلت سنة 1988، وقيمة صغرى -5,4500 سجلت سنة 1984، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1,81500، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره $2.2,5160$.

¹ - أنظر الملحق رقم 36.

² - أنظر الملحق رقم 36.

الشكل رقم(3. 23): منحنى تطور أسعار الفائدة الحقيقية للفترة 1983-2012.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views**.

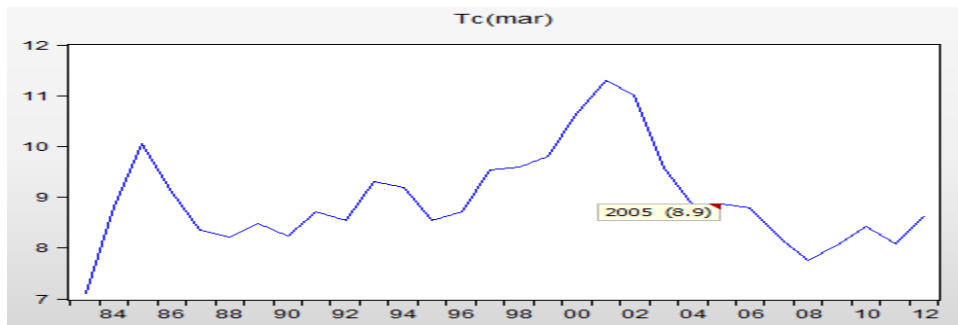
ان أهم ما يمكن ملاحظته هو أن معدلات الفائدة الحقيقية شهدت استقرارا نسبيا خلال فترة الدراسة، و قد كانت بمعدلات موجبة بداية منذ سنة 1986 .

رابعا: سعر صرف الدرهم المغربي **Tc_mar**

و هو المتغير المستقل الثاني الذي يتمثل في سعر الصرف الحقيقي، وهو ذلك السعر الذي يعين الاعتبار سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية مرجحا بالأسعار الأجنبية والأسعار المحلية

هذه السلسلة تتكون من 30 مشاهدة، أي أنها تمتد من سنة 1983 إلى غاية سنة 2012، بمتوسط 8,95066 و قيمة عظمى 11,3000 سجلت سنة 2001، وقيمة صغرى 7,1100 سجلت سنة 1983، بينما ينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 8,7800، وتشتت قيم السلسلة عن متوسطها بانحراف معياري قدره 10,9352¹.

الشكل رقم(3. 24): منحنى تطور أسعار صرف الدرهم المغربي للفترة 1983-2012.



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views**.

¹ - أنظر الملحق رقم 36.

ما نلاحظه الانخفاض المستمر لسعر صرف الدرهم المغربي خصوصا بين الفترة 1983-2000 وهذا بسبب شروط برنامج التعديل الهيكلي، ثم هناك استقرار نسبي بعد 2000.

الفرع الثاني: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة إذا تغيرت مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها¹، وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، ولهذا الغرض هناك طريقتين للكشف عن استقرارية المتغيرات وهما على التوالي:
- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme) التي من خلالها يتم الكشف عن مركبة الاتجاه العام والمركبة الفصلية.

- اختبار الجذر الأحادي والتي من خلالها لا يتم فقط الكشف عن هاتين المركبتين وإنما تبين الطريقة الأنجع لإرجاع السلسلة مستقرة.

أولا: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 4 يختلف معنويا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung-Box يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat LB=48,703 بدرجة تأخير قدرها 12 هي 0.00 أي اقل من 5% وبالتالي نرفض فرض العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ابيض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما يبينه الجدول التالي :

¹ - تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 173-117.

جدول رقم (53.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر* للمغرب

النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	b	-	-	0,007	لا تقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي تقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,373	-3,574	0,074	تقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,130	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا تقبل فرضية العدم
	Q	-1,647	-2,967	0,446	تقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	0,080	-1,953	0,700	تقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

3- اختبار استقرارية السلسلة بعد اجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى (DINV_MAR) ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات $K > 0$ حيث لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=12,942$ بدرجة تأخير قدرها **12** هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots = P_{12}=0$).

* - أنظر للملحق رقم 38.

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

جدول رقم (54.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار المباشر للمغرب*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	B	-	-	0,406	لا نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-7,857	-3,580	0,000	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,325	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذن ليست السلسلة من نوع DS بانحراف
	Q	-7,855	-2,971	0,000	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
4	Q	-7,791	-1,953	0,000	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **views7**

من خلال الجدول يتضح أن السلسلة $DINV_mar$ مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

ثانياً: سلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر للمغرب **idinv_mar**

أ- دراسة دالة الارتباط (**Correlogramme**)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للمغرب كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويًا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung-Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود $Q-Stat$ $LB=11,959$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2= \dots = P_{12}=0$).

* - أنظر للملحق رقم 38.

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

جدول رقم (55.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي تدفقات للاستثمار غير المباشر للمغرب*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,714	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-5,696	-3,580	0,000	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,034	معامل الثابت يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة من نوع DS بانحراف
	Q	-5,663	-2,971	0,000	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
1	Q	-5,262	-1,952	0,000	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

إذن فالسلسلة الخامة مستقرة

ثالثًا: سلسلة معدل الفائدة **Ti_mar**:

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للمغرب كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات $K > 0$ حيث لا تختلف معنويًا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung - Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية **LB** المحسوبة (آخر قيمة في العمود **Q-Stat** $LB=10,867$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2=...=P_{12}=0$).

* - أنظر للملحق رقم 39.

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

جدول رقم (56.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صافي الفروق الأولى لسعر الفائدة الحقيقي للمغرب*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,790	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-3,28	-3,574	0,089	لا نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,03	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم، إذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-3,334	-2,967	0,022	نقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدوي
1	Q	-2,356	-1,952	0,0001	نرفض فرضية العدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر الفائدة الحقيقي Ti_{mar} الخامة مستقرة.

رابعا: سلسلة معدل صرف الدرهم المغربي Tc_{mar} :

1- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة معدل صرف الدينار المغربي Tc_{mar} كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 يختلف معنويا عن الصفر (تقع خارج مجال الثقة)، واختبار Ljung - Box يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=46,642$ بدرجة تأخير قدرها 12 وهي أقل من القيمة الجدولية عند 5% وبالتالي نرفض فرض العدم القائلة بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ($H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$)، ونقبل الفرضية البديلة، أي أن المسار لا يمثل تشويشا ابيض، وهذا معناه أن السلسلة غير مستقرة .

* - أنظر للملحق رقم 40.

2- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرار السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة لسلسلة معدل صرف الدينار المغربي Tc_mar كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم(57.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدرهم المغربي Tc_mar^*

النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,90	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-2,600	-3,580	0,282	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,014	معامل الثابت يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل فرضية العدم
	Q	-2,651	-2,971	0,095	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة غير مستقرة
1	Q	0,163	-1,952	0,726	نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة غير مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

3- اختبار استقرار السلسلة بعد اجراء الفروق من الدرجة الأولى

بما أن السلسلة الخام غير مستقرة فلجعلها مستقرة نقوم باستخدام المفاضلة من الدرجة الأولى $D(Tc_mar)$ ثم نستعين باختبار **ADF** لإثبات وجود جذر وحدوي من عدمه .

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر صرف الدينار المغربي Tc_mar كما يبينه الملحق رقم (37) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات $K > 0$ حيث لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung -Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=16,652$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة

* - أنظر للملحق رقم 41.

الجدولية، وبالتالي نقبل فرض عدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر
 $H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي- فولر المطور ADF)

جدول رقم (58.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة صرف الدينار المغربي Tc_mar^*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
6	b	-	-	0,94	نقبل فرضية عدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-4,15	-3,58	0,014	لا نقبل فرضية عدم القائلة بوجود جذر وحدوي
5	C	-	-	0,891	معامل الثابت لا يختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية عدم، اذن السلسلة ليست من نوع DS
	Q	-4,402	-2,971	0,044	نقبل الفرضية البديلة بعدم بوجود جذر وحدوي
4	Q	-4,498	-1,953	0,0053	نرفض فرضية عدم بعدم وجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

من خلال نتائج هذا الجدول يتضح أن سلسلة سعر الفائدة الحقيقي Ti_mar مستقرة عند إجراء الفروق من الدرجة الأولى.

المطلب الثالث: تقدير النموذج والتأكد من ملاءته

الفرع الأول: تقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف

أولاً: اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (**test de Johansen**)

بعد دراسة السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار، وجد أن هذه السلاسل $dinv_mar$ و Tc_mar مستقرة بعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، ومن خلال ذلك فإن هناك إمكانية وجود مسار مشترك بين هذه المتغيرات واردة في المدى الطويل وللتأكد من ذلك سوف نقوم باختبار علاقة التكامل ل (**Johansen**).

* - أنظر للملحق رقم 42.

1- تحديد عدد الفجوات الزمنية

نستعمل مؤشرات **schwarz** و **akaike** من اجل عدة فجوات , حيث نختار قيمة **P** التي تعطي أدنى قيمة لمؤشرات **akaike** و **schwarz**، وبرنامج **eviews** يعطي هذه قيم مباشرة ويرفق قيم المؤشرات التي تعطي ادنى قيمة ل **P** بعلامة مميزة (نجمة)¹، وما لوحظ هو أن **P=2** هي التي تعطي أدنى قيمة لمختلف المؤشرات. بالإضافة إلى أن جميع المؤشرات عند هذه الفجوة مرفقة بالعلامة نجمة دلالة على مدى ملائمتها.

2- نتائج اختبار التكامل المتزامن لجوهانسن (test de Johansen)

بما انه لدينا الثلاث متغيرات مستقرة من نفس الدرجة (الدرجة الأولى) لهذا يمكن أن تكون تنمو بنفس الوتيرة على المدى الطويل ، أي إمكانية وجود علاقة تكامل متزامن بينها ، وهذا ما سوف نكشف عنه من خلال اختبار جوهانسن، من خلاله تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (59.3): نتائج اختبار التكامل المتزامن²

عدد أشعة التكامل	القيم الذاتية	Trace	القيم الحرجة 5%
r =0	0,144376	4,221186	15,49471
r =2	0,000416	0,011238	3,841466

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

يلاحظ من الجدول أنه عند الرتبة r=0 فان القيم المحسوبة trace هي أقل من القيم الحرجة عند المستوى 5% وبالتالي عدم وجود تكامل متزامن بين المتغيرات في المدى الطويل.

ثانيا: تقدير العلاقة الانحدارية بين **Tc_mar** ، **Ti_mar** و **Divd_mar**

تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$D(DINV_MAR) = C(1)*D(TC_MAR) + C(2)* TI_MAR + C(3)$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية³:

$$D(DINV_MAR) = -231.57*D(TC_MAR) - 13.05*(TI_MAR) + 122.81$$

¹ - أنظر الملحق رقم 43.

² - انظر الملحق رقم 44

³ - أنظر الملحق رقم 45.

التفسير الإحصائي للنموذج

- نلاحظ معنوية كل من المعاملات $C(1)$ ، $C(2)$ ، كما أن معامل التحديد مرتفع قليلا $R^2 = 0,57$ وهذا دلالة على أن التغير في الاستثمار المباشر مفسر ب 57% من خلال التغيرات في سعر الصرف والتغير في معدل الفائدة

نلاحظ أيضا أن P value لاختبار FISHER اقل من 0.05 مما يدل على إن النموذج ذو دلالة إحصائية. كما إن معامل دارين واتسون مرتفع نوعا ما أيضا $DW=2,82$ دلالة على ضعف الارتباط بين الأخطاء ولتدعيم مدى ملاءمة النموذج سوف نقوم بالاختبارات الموالية.

كما نلاحظ أن النموذج أبرز علاقة عكسية مع سعر الصرف أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الواردة و هذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، و العلاقة مع سعر الفائدة فهي عكسية دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

ثالثا: إجراء الاختبارات

1- اختبار استقرارية البواقي

نقوم باختبار استقرارية بواقي من خلال معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرار باستخدام ADF.

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة الفروق الأولى لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للمغرب كما يبينه الملحق رقم (46) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنويا عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung -Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=13,474$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي - فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة البواقي كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (60.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي*

النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,571	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-7,876	-3,580	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,926	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-7,963	-2,971	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	8,1131	-1,953	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

ثانياً: الارتباط الخطي serial corélation

جدول رقم (61.3): اختبار الارتباط الخطي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	1.252246	Prob. F(2,24)	0.26255	
Obs*R-squared	7.587572	Prob. Chi-Square(2)	0.22510	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1984 2012				
Included observations: 29				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_MAR_)	-62.76283	168.5705	-0.372324	0.7129
TI_MAR_	-33.75445	47.70936	-0.707502	0.4861
C	45.29501	146.8795	0.308382	0.7605
RESID(-1)	-0.611973	0.209999	-2.914178	0.0076
RESID(-2)	-0.381603	0.233228	-1.636177	0.1149

* - أنظر للملحق رقم 47.

R-squared	0.026164	Mean dependent var	-2.25E-14
Adjusted R-squared	0.138580	S.D. dependent var	641.4556
S.E. of regression	595.3522	Akaike info criterion	15.77177
Sum squared resid	8506661.	Schwarz criterion	16.00751
Log likelihood	-223.6906	Hannan-Quinn criter.	15.84560
F-statistic	2.126122	Durbin-Watson stat	2.029721
Prob(F-statistic)	0.108688		

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

نلاحظ ان **P value** أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطأ.

ثالثا: اختبار عدم ثبات التباين **hétéroscédasticité**

جدول رقم(62.3): اختبار عدم ثبات التباين

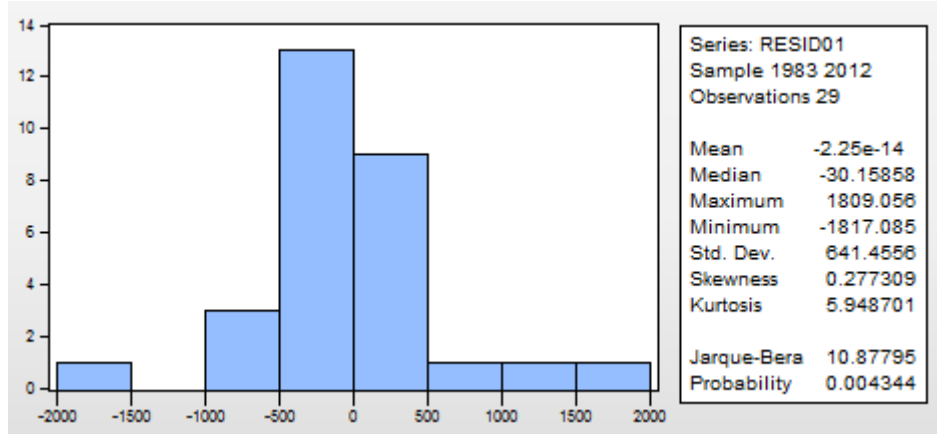
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	4.543354	Prob. F(2,26)	0.2031417	
Obs*R-squared	7.510381	Prob. Chi-Square(2)	0.233959	
Scaled explained SS	14.93736	Prob. Chi-Square(2)	0.0006	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 06/02/14 Time: 22:02				
Sample: 1984 2012				
Included observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	557001.3	197089.4	5.82613	08937345
D(TC_MAR_)	-653363.7	223525.8	-4.92299	0.70894
TI_MAR_	-61395.28	62255.39	-0.98615	0.3331
R-squared	0.258979	Mean dependent var	397276.8	
Adjusted R-squared	0.201977	S.D. dependent var	899412.2	
S.E. of regression	803464.1	Akaike info criterion	30.12895	
Sum squared resid	1.68E+13	Schwarz criterion	30.27039	
Log likelihood	-433.8698	Hannan-Quinn criter.	30.17325	
F-statistic	4.543354	Durbin-Watson stat	1.291550	
Prob(F-statistic)	0.20314			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

من مخرجات **eviews** نقبل فرض العدم (ثبات التباين **homosédasticité**) لان **P value** لإحصائية **Fisher>0.05** إذن ليس هناك مشكلة عدم ثبات التباين .

رابعاً: توزيع الأخطاء: اختبار Jarque –bera

الشكل رقم (25.3) : توزيع الأخطاء



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **eviews7**

نلاحظ ان **P value** لإحصائية **Jarque-Bera** أكبر من **0.05** ($\text{probabilité de Jarque-Bera}=0.20>0.05$) ومنه فان الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي .

نتيجة : بما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعية، كذلك عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وارتفاع قيمة معامل التحديد، فان النموذج ملائم حيث نستطيع كتابة النموذج المقدر كمايلي :

$$D(\text{DINV_MAR_}) = -231.57 * D(\text{TC_MAR_}) - 13.05 * \text{TI_MAR_} + 122.81$$

الفرع الثاني: تقدير العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر وسعر الفائدة الحقيقي، سعر الصرف

Tc_mar ،Ti_mar و idivd_mar

تأخذ العلاقة الانحدارية شكل المعادلة التالية:

$$\text{IDINV_MAR_} = C(1) * D(\text{TC_MAR_}) + C(2) * \text{TI_MAR_} + C(3)$$

بعد إجراء عملية التقدير حصلنا على النتائج التالية¹:

$$\text{IDINV_MAR_} = -48.12 * D(\text{TC_MAR_}) + 0.38 * \text{TI_MAR_} + 44.66$$

¹ - أنظر الملحق رقم 48.

التفسير الإحصائي والاقتصادي للنموذج

- نلاحظ معنوية كل من المعاملات $C(1)$ ، $C(2)$ ، $C(3)$ كما أن معامل التحديد مرتفع قليلاً $R^2 = 0,5303$ وهذا دلالة على أن التغير في الاستثمار الأجنبي غير المباشر مفسر بـ 53% من خلال التغيرات في سعر الصرف والتغير في معدل الفائدة.

نلاحظ أيضاً أن P value لاختبار FISHER أقل من 0.05 مما يدل على أن النموذج ذو دلالة إحصائية.

كما إن معامل دارين واتسون مرتفع نوعاً ما أيضاً $DW=2,24$ دلالة على ضعف الارتباط بين الأخطاء ولتدعيم مدى ملاءمة النموذج سوف نقوم بالاختبارات الموالية.

كما نلاحظ أن النموذج أبرز علاقة عكسية مع سعر الصرف أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الواردة وهذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف وبالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، أما العلاقة مع سعر الفائدة فهي طردية دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

ثالثاً: إجراء الاختبارات

1- اختبار استقرارية البواقي

نقوم باختبار استقرارية بواقي من خلال معنوية دوال الارتباط الذاتي، واختبار الاستقرار باستخدام ADF.

أ- دراسة دالة الارتباط (Correlogramme)

وبمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة البواقي كما يبينه الملحق رقم (47) نلاحظ أن المعاملات المحسوبة من أجل الفجوات K حيث $K > 0$ لا تختلف معنوياً عن الصفر (تقع داخل مجال الثقة)، واختبار **Ljung -Box** يثبت ذلك، إذ أن الإحصائية LB المحسوبة (آخر قيمة في العمود Q-Stat $LB=14,357$ بدرجة تأخير قدرها 12 هي أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نقبل فرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر $H_0: P_1=P_2=.....=P_{12}=0$).

ب- اختبار الجذر الأحادي (اختبار ديكي-فولر المطور ADF)

ولتأكيد عدم استقرارية السلسلة نستعمل اختبارات الجذور الأحادية (اختبار ADF) على سلسلة البواقي كما يبينه الجدول التالي :

جدول رقم (63.3): يوضح نتائج اختبارات الجذور الأحادية على سلسلة البواقي*

النموذج	المعامل	إحصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
3	B	-	-	0,480	نقبل فرضية العدم، أي أن مقدار معامل الاتجاه العام لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي لا نقبل الفرضية أن تكون السلسلة من نوع TS
	Q	-5,914	-3,587	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي
2	C	-	-	0,851	معامل الثابت لا يختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي نقبل فرضية العدم
	Q	-5,935	-2,976	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، ومنه فالسلسلة مستقرة
1	Q	6,050	-1,953	0,000	لا نقبل فرضية العدم بوجود جذر وحدوي، وبالتالي فالسلسلة مستقرة

المصدر: من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

ثانياً: الارتباط الخطي serial corélation

جدول رقم (64.3): اختبار الارتباط الخطي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	3.332138	Prob. F(2,24)	0.0528	
Obs*R-squared	6.302578	Prob. Chi-Square(2)	0.0428	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1984 2012				
Included observations: 29				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_MAR_)	7.816162	37.33667	0.209343	0.8359
TI_MAR_	-2.432821	10.25564	-0.237218	0.8145
C	2.038547	32.33705	0.063041	0.9503
RESID(-1)	-0.191189	0.185813	-1.028933	0.3138
RESID(-2)	-0.467825	0.188376	-2.483456	0.0204
R-squared	0.217330	Mean dependent var	-4.84E-15	

* - أنظر للملحق رقم 47.

Adjusted R-squared	0.086885	S.D. dependent var	137.9045
S.E. of regression	131.7775	Akaike info criterion	12.75569
Sum squared resid	416767.2	Schwarz criterion	12.99143
Log likelihood	-179.9575	Hannan-Quinn criter.	12.82952
F-statistic	1.666069	Durbin-Watson stat	1.990506
Prob(F-statistic)	0.190636		

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **evIEWS7**

نلاحظ ان **P value** أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الخطأ.

ثالثا: اختبار عدم ثبات التباين **hétéroscédasticité**

جدول رقم (65.3): اختبار عدم ثبات التباين

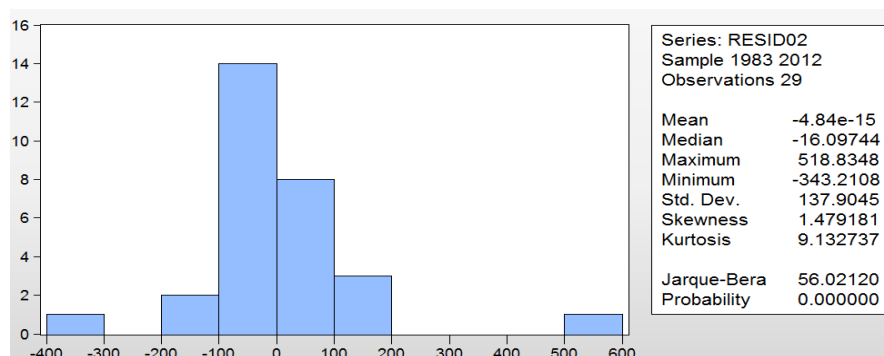
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	1.472954	Prob. F(2,26)		0.2478
Obs*R-squared	2.951412	Prob. Chi-Square(2)		0.2286
Scaled explained SS	9.646890	Prob. Chi-Square(2)		0.0080
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Sample: 1984 2012				
Included observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	28054.06	12856.94	2.182017	0.0383
D(TC_MAR_)	-21203.90	14581.49	-1.454166	0.1579
TI_MAR_	-4198.474	4061.170	-1.033809	0.3107
R-squared	0.101773	Mean dependent var		18361.87
Adjusted R-squared	0.032678	S.D. dependent var		53291.18
S.E. of regression	52413.21	Akaike info criterion		24.66940
Log likelihood	-354.7063	Hannan-Quinn criter.		24.71370
F-statistic	1.472954	Durbin-Watson stat		2.464269
Prob(F-statistic)	0.247754			

المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات **evIEWS7**

من مخرجات **evIEWS** نقبل فرض العدم (ثبات التباين **homosédasticité**) لان **P value** لإحصائية **Fisher > 0.05** إذن ليس هناك مشكلة عدم ثبات التباين .

رابعاً: توزيع الأخطاء: اختبار Jarque –bera

الشكل رقم (26.3) : توزيع الأخطاء



المصدر : من إعداد الطالب باستعمال مخرجات eviews7

نلاحظ ان P value لإحصائية Jarque-Bera أكبر من 0.05 ($\text{probabilité de Jarque-Bera} = 0.20 > 0.05$) ومنه فان الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي .

نتيجة : بما أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعية، كذلك عدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بالإضافة إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء وارتفاع قيمة معامل التحديد، فان النموذج ملائم حيث نستطيع كتابة النموذج المقدر كمايلي :

$$IDINV_MAR_ = -48.12 * D(TC_MAR_) - 0.38 * TI_MAR_ + 44.66$$

خلاصة الفصل:

تم الوصول من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

1. تظل الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى دول المغرب العربي غير كافية و دون المستوى المطلوب بالنظر إلى إمكانيات و فرص الاستثمار المتاحة به.
2. بالنظر للتوزيع القطاعي للاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الدول المغاربية، يمكن وصف سلوك الشركات المتعددة الجنسية بالاستراتيجي حيث تسجل حضورها بقوة في قطاعات الطاقة، الخدمات و بدرجة أقل الصناعات نتيجة الارتفاع العوائد المتأتية من النشاط في هذه القطاعات، في حين تغيب في القطاعات الإستراتيجية كالصحة و الزراعة.
3. حجم صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تبقى ضعيفة و متفاوتة في الدول الثلاث، و هي تعكس مدى الضعف المسجل في حصة الدول العربية مجتمعة.
4. كان لثورات الربيع العربي أثر سلبي على حجم الاستثمارات الأجنبية الواردة للدول المغاربية التي سجلت انخفاضاً ساحقاً خصوصاً بتونس التي شهدت الأحداث، كما انخفضت تبعاً لذلك بكل من الجزائر و المغرب بسبب احتمالية انتقال أثر الأزمة.
5. أبرز النموذج علاقة عكسية بين سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الأجنبي الواردة و هذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، أما العلاقة مع سعر الفائدة فهي عكسية مع الاستثمار الأجنبي المباشر دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

خاتمة

كان الهدف من هذه الدراسة هو إبراز دور السياسة النقدية في ظل العولمة و الانفتاح الاقتصادي و مدى قدرتها على التأثير على حركة رؤوس الأموال الأجنبية و خاصة الاستثمارات الأجنبية من خلال استخدامها لسعر الفائدة و سعر الصرف، و لدراسة هذا الموضوع بشكل شامل كان لابد من التطرق إلى عدة نقاط أساسية خلال دراستنا، حيث تم التطرق في النقطة الأولى إلى محاولة الإمام بالجانب النظري عن السياسة النقدية و حركة رؤوس الأموال الدولية، و هذا عن طريق التطرق إلى مختلف المفاهيم حول السياسة النقدية و أهدافها الرئيسية و الوسيلة، ثم تناول مختلف أدواتها بعد المرور على أهم قنوات نقل الأثر، ثم التطرق إلى الإطار النظري حول حركة رؤوس الأموال الدولية بالمرور على مختلف النظريات المفسرة لانتقاله، وصولاً إلى التحدث عن مختلف و أهم أشكال انتقالها، مركزين على شكلها كاستثمارات أجنبية، و قد تم التطرق في النقطة الثانية الى دور السياسة النقدية في ظل الانفتاح الاقتصادي منطلقين من مفاهيم حول الانفتاح الاقتصادي و محددين طرق قياس درجاته، و كذا مفهوم العولمة المالية و التحرير المالي، ثم إبراز طرق عمل السياسة النقدية في مختلف حالات السوق و مختلف أنظمة الصرف، أما آخر نقطة فقد ركزت على إبراز و التحليل الوصفي و القياسي للوضع الاقتصادي للدول محل الدراسة، الجزائر، تونس و المغرب، و أثر كل من سعر الفائدة و سعر الصرف على صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر.

و قصد الإجابة المبدئية عن إشكالية هذه الدراسة كنا قد اقترحنا بعض الفرضيات التي على أساسها انطلق البحث و بعد الانتهاء منه بات بالإمكان الحكم على صحتها أو عدم صحتها كالتالي:

نتائج اختبار الفرضية الأولى: و قد تم التأكيد على صحتها من خلال الفصل الأول، فالسياسة النقدية عن طريق إمكانية تأثيرها على سعر الفائدة و سعر الصرف تؤثر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية لأن من أهم محددات انتقال رؤوس الأموال الأجنبية تغيرات سعر الفائدة و سعر الصرف حيث كلما زادت معدلات الفائدة زادت تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الدولة بينما كلما زادت تقلبات سعر الصرف تأثرت تدفقات الاستثمارات الأجنبية للدول.

نتائج اختبار الفرضية الثانية: كذلك تم تأكيد صحة هذه الفرضية حيث كان للانفتاح الاقتصادي دور كبير في التأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبي، حيث كان للعولمة دور كبير في فتح الأسواق العالمية للسلع و حتى الأسواق المالية التي رأت ضرورة الانفتاح على الأسواق المالية العالمية، إضافة إلى تذليل العراقيل الإدارية و الجمركية أمام دخول المستثمرين، و كثير من الامتيازات الأخرى التي ساعدت إلى جذبهم.

نتائج اختبار الفرضية الثالثة: هنا نرى الاختلافات حول نتائج هذه الفرضية على مختلف دول المغرب العربي، حيث نجد صحتها في الدول الثلاث بالنسبة للعلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر و سعر الفائدة، بينما نجد عدم صحتها في الدول الثلاث بالنسبة لعلاقة الاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار الأجنبي غير المباشر مع سعر الصرف، وكذا علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر مع سعر الفائدة.

النتائج:

لقد كان الهدف من الدراسة هو محاولة التعرف على إمكانية تدخل السياسة النقدية في التأثير على حجم رؤوس الأموال الواردة إلى البلد و قد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

1. تعددت تعاريف السياسة النقدية إلا أن التعريف الشامل للسياسة النقدية لا بد أن يشمل العناصر الثلاثة وهي : الإجراءات التي تقوم بها السلطات النقدية والتي تبدأ بتحريك عرض النقود إلى الارتفاع أو الانخفاض للوصول إلى أهداف محددة، وهذا التحريك يكون عن طريق أدوات السياسة النقدية والتي تنقسم إلى أدوات كمية وأخرى كيفية ومباشرة .
2. تحتاج السلطات النقدية عند وضع سياسة نقدية إلى معلومات عن القطاع الحكومي وقطاع العائلات وقطاع الأعمال المالي الخاص والعام وقطاع الأعمال غير المالي الخاص والعام والقطاع الخارجي.
3. تتجلى أهمية التدفقات الدولية لرأس المال في نقل القوة الشرائية بين الدول , حيث يتم انتقالها من مناطق الطلب المنخفض على هذه الأموال إلى المناطق ذات الطلب المرتفع عليها، كما تساهم في تمويل التجارة من السلع والخدمات وتنشيط حركة الاستثمار وهي تتخذ أشكالاً متعددة أهمها القروض المصرفية والاستثمار المباشر وغير المباشر.
4. تعتبر هذه الزيادة في حجم تدفقات رؤوس الأموال مؤشر على درجة الاندماج العالم، وهي إحدى آثار العولمة المالية التي ينجم عنها اتساع حجم التدفقات المالية بين الدول.
5. يعتبر الانفتاح الاقتصادي هو إزالة القيود القائمة في وجه رؤوس الأموال الأجنبية، وفي وجه الاستثمارات المحلية الخاصة المدفوعة بدافع الربح وحده، والتخلي التدريجي عن الملكية العامة في الصناعات، و عن تدخل الدولة في الاقتصاد، بل كذلك التخلي التدريجي عن الحماية الممنوحة لبعض الصناعات المحلية المنافسة الأجنبية .

6. يمكن قياس معدلات الانفتاح الاقتصادي باستخدام عدة مؤشرات منها: نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي (معامل التجارة الخارجية)، نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للتصدير)، ونسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي (الميل المتوسط للاستيراد)، نسبة امتصاص الواردات لحصيلة الصادرات،
7. يعد التحرير المالي هو مجموع الإجراءات الذي يعمل علي تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشرافي قوي، وخصخصة بنوك القطاع العام و تشجع القطاع الخاص على إنشاء المصارف و السماح للبنوك الأجنبية من الدخول إلى السوق المصرفية المحلية، وحرية سعر الفائدة وتحرير أسعار الصرف و حرية دخول وخروج رؤوس الأموال
8. من آثار العولمة المالية فقدان السلطة النقدية السيطرة على الكتلة النقدية مما يؤدي للتضخم، وتغير أسعار الفائدة الحقيقية حيث أن تحديدها سيخرج عن سيطرة البنك المركزي لأنها ستربط بأسعار الفائدة الخارجية وخاصة قصيرة الأجل منها.
9. إن تحرير حركة رؤوس الأموال أصبح خيارا لا بد منه، إذ من الصعب فرض القيود على حركة رؤوس الأموال في ظل عالم معولم.
10. إن الاعتراف بأثر أسعار الفائدة على تدفقات رأس المال و ميزان المدفوعات له أهمية بالغة بالنسبة لتطبيقات سياسة الاستقرار، أولا: لأن السياسة النقدية تؤثر على أسعار الفائدة ، بحيث تؤثر هذه السياسات على حساب رأس المال و بالتالي على ميزان المدفوعات، ثانيا: من نتائج ذلك طريقة عمل السياسة النقدية في تأثيرها على الاقتصاد المحلي وعلى تغيرات ميزان المدفوعات في ظل تدفقات رأس المال الدولي .
11. تظل الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى دول المغرب العربي غير كافية و دون المستوى المطلوب بالنظر إلى إمكانيات و فرص الاستثمار المتاحة به.
12. بالنظر للتوزيع القطاعي للاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الدول المغاربية، يمكن وصف سلوك الشركات المتعددة الجنسية بالاستراتيجي حيث تسجل حضورها بقوة في قطاعات الطاقة، الخدمات و بدرجة أقل الصناعات نتيجة الارتفاع العوائد المتأتمية من النشاط في هذه القطاعات، في حين تغيب في القطاعات الإستراتيجية كالصحة و الزراعة.

13. حجم صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تبقى ضعيفة ومتفاوتة في الدول الثلاث، و هي تعكس مدى الضعف المسجل في حصة الدول العربية مجتمعة.
14. كان لثورات الربيع العربي أثر سلبي على حجم الاستثمارات الأجنبية الواردة للدول المغاربية التي سجلت انخفاضا ساحقا خصوصا بتونس التي شهدت الأحداث، كما انخفضت تبعا لذلك بكل من الجزائر و المغرب بسبب احتمالية انتقال أثر الأزمة.
15. أبرز النموذج علاقة عكسية بين سعر الصرف و الاستثمار الأجنبي أي أن الزيادة في سعر الصرف يؤدي إلى نقص تدفقات الاستثمار الأجنبي الواردة و هذا دلالة على خوف المستثمرين من خطر تقلبات سعر الصرف و بالتالي احتمال تغير قيمة العوائد المتأتية من الاستثمار، أما العلاقة مع سعر الفائدة فهي عكسية مع الاستثمار الأجنبي المباشر دلالة على أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تدفق الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسبب ارتفاع تكلفة تمويل عن طريق البنوك.

التوصيات

1. العمل على الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة ، بهدف القضاء على أحادية التصدير والاندماج في تكتلات اقتصادية جهوية للتصدي للعولمة؛
2. تشجيع الاستثمار خارج قطاع المحروقات، لإحلال الواردات أو/ وزيادة الصادرات لدعم ميزان المدفوعات؛
3. دعم وتشجيع تدفقات رأس المال طويلة الأجل، وبصفة خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر وقصر استخدام رأس المال الدولي قصير الأجل على تمويل المعاملات التجارية قصيرة الأجل؛
4. الإسراع في تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية التي باشرتها في عشرية الثمانينات لاسترجاع التوازنات الاقتصادية الكلية لاسيما تحقيق معدل نمو ومعدل تضخم معقولين وتخفيض العجز في الميزانيات العمومية لترشيد الإنفاق العام ومستوى مقبول من العمالة وغيره من الإجراءات، لأن ذلك ينعكس على القطاع المالي بالإيجاب ويخفف من الآثار السلبية لحركة رأس المال؛
5. إصلاح وتطوير الأسواق المالية وفق المعايير العالمية لتمكين من مساندة التطورات التي تعيشها مثيلاتها في الدول المتقدمة، وبذلك تستفيد من الاندماج في النظام المالي العالمي وتؤدي وظيفتها على أكمل وجه بتخصيص رؤوس الأموال المتاحة تخصيصا كفوًا؛

6. وضع آليات تسهل لجوء المؤسسات إلى استعمال البورصة وأسواق رأس المال بصفة عامة للاستفادة من الادخار المحلي والعالمي تمهيدا لتكاملها مع الأسواق المالية العالمية؛
7. وضع آليات تجعل النظام المالي يوفق بين العولمة المالية والأهداف المرسومة مسبقا، وذلك مثلا بتحرير القطاع المالي (بما في ذلك تحرير أسعار الصرف وأسعار الفائدة)، مع فرض رقابة تحد من المضاربة والسلوكيات غير التنافسية، بالإضافة إلى تهيئة النظام القانوني والمؤسسي الذي يضمن الشفافية في المعاملات المالية؛
8. تبنى التوزيع القطاعي الأكثر تنوعا عند استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتحقيق تنمية قطاعية متوازنة تضمن مساهمة جميع القطاعات في بنية السلع الموجهة للتصدير و تقليل الاعتماد على المواد الأولية (البترو، الغاز، الفوسفات).
9. التركيز على استقطاب المشاريع الاستثمارية الأجنبية المتوجهة للقطاع الفلاحي التي تكفل تطويره و الرفع من إنتاجه بما يضمن تحقيق الأمن الغذائي، و خفض فاتورة الغذاء التي تثقل كاهل الدول المغاربية.
10. السعي وراء فتح أسواق الأوراق المالية على العالم الخارجي، مع الالتزام بقيود معينة تجعل من هذا الانفتاح لا يتعارض مع السياسة الاقتصادية للدولة مع الالتزام أيضا بمراقبة تحركات رؤوس الأموال الداخلة و الخارجة من و إلى البلد لتخفيض إمكانية هروب رؤوس الأموال.
11. ضمان استقلالية أكبر للسياسة النقدية عن طريق و ضع قوانين تحميها ضد الانفتاح الاقتصادي.

آفاق الدراسة

- يبقى هذا الموضوع يثير عدة تساؤلات، لذا نقترح دراسة الإشكاليات التالية في البحوث المقبلة.
1. هل تؤثر السياسة النقدية على حركة رأس المال في الدول بنفس القدر أم أن هناك بعض الدول التي تتمتع بوضع أفضل يمكنها من تحقيق مكاسب أكثر من خلال تحرير حركة رأس المال؟
 2. البحث في السبل المثلى لجعل بورصات الدول المغاربية قبلة للاستثمار الأجنبي غير المباشر.
 3. دراسة مدى استقلالية السلطة النقدية في تحديد سياسة نقدية تسمح في التحكم أو التأثير في حركة رؤوس الأموال الدولية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

1. احمد شعبان محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي و دور البنوك المركزية (دراسة تحليلية، تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر 2007.
2. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البنية الاقتصادية العربية ، دراسة مقارنة، تركيا- كوريا الجنوبية -مصر ، بدون طبعة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع الإسكندرية مصر 2005،
3. بلعزوز بن علي، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2004.
4. توفاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الحنشالي، مقدمة في المالية الدولية، الطبعة الأولى ، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2007.
5. تومي صالح، مبادئ التحليل الاقتصادي الكلي، الطبعة الثالثة، دار أسامة للطباعة و النشر و التوزيع، الأردن 2013.
6. توميسالغ، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999 .
7. جورج تليهاتر، تاريخ النظرية الاقتصادية، الاتهامات الكلاسيكية، ترجمة احمد صقر، الملكية الأكاديمية، السكندرية، 1997
8. حسن أحمد عبد الرحيم، إقتصاديات النقود و البنوك، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر و التوزيع، القاهرة مصر، 2007.
9. راتول محمد، الاقتصاد الدولي، مطبوعة غير منشورة، جامعة الشلف، الجزائر 2006.
10. رمزي زكي، الديون والتنمية، الطبعة الأولى، دار المستقبل العربي، مصر، 1985.
11. زكريا الدوري، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري، عمان، 2006.
12. زينب عباس زعزوع، دور المنح والمساعدات الأجنبية في التطوير التنظيمي، دراسات النهضة، المجلد الثالث عشر. العدد الثاني ، بدون بلد النشر، أبريل 2012

13. السعيد إسماعيل: أزمة المديونية الأجنبية في العالم الاسلامي، دار ابن حزم للنشر والتوزيع، جدة، الطبعة الأولى، 1996.
14. سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام (المدخل الادخاري و الضريبي، المدخل الاسلامي، المدخل الدولي)، الطبعة الثانية، مكتبة الاشعاع الفنية، الاسكندرية 1998.
15. صالح صالح، المنهج التنموي البديل في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة مصر.
16. ضياء مجيد الموسوي، التخصصة والتصحيحات الهيكلية، آراء وتوجهات، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
17. عادل أحمد حشيش، محمد شهاب، العلاقات الاقتصادية الدولية، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2005.
18. عادل احمد حشيش، مجدي محمود شهاب، الاقتصاد الدولي، بدون طبعة، الدار الجامعية، بيروت، بدون تاريخ نشر.
19. عاطف وليد اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2006.
20. عاطف وليد أندراوس، السياسات المالية وأسواق الوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق
21. عبد الرحمان سيدي أحمد، الاقتصاديات الدولية، طبعة، الدار الجامعية الإسكندرية 2001.
22. عبد السلام أبو قحف، إدارة الأعمال الدولية، دراسات وبحوث ميدانية، بدون طبعة، الدار الجامعية للطبع والنشر و التوزيع، بدون بلد نشر 2001.
23. عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مكتبة وطبعة الاستثمار الدولي، بيروت لبنان 2001.
24. عبد السلام أبو قحف، السياسات و الإشكال المختلفة للاستثمار الأجنبي المباشر، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر 2003
25. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية تحليل جزئي و كلي، بدون طبعة، مكتبة زهراء الشرف، القاهرة 1997.
26. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن 2004.
27. عرفان تقي الحسين، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان-الأردن، 2002.
28. عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الطبعة الأولى، الدار الجامعية قطر 2001.

29. عوف محمود الكفراوي، النقود والصارف في النظام الإسلامي، مؤسسة الثقافة الجامعية.
30. ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الاجنبية و المشتقات المالية بين النظرية و التطبيق ، الطبعة الأولى ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ، 2004
31. مايكل داتزر وآخرون ، من الاقتصاد القومي إلى الاقتصاد الكوني ، دور الشركات المتعددة الجنسيات ، ترجمة عفيف الرزار، مؤسسة الأبحاث العربية بيروت 1989.
32. مجدي محمود شهاب، سوزي عدلي ناشد، أسس العلاقات الاقتصادية الدولية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت-لبنان، 2006
33. محمد بن أبي عقلا: مشكلة الديون الخارجية للدول الإسلامية وآثارها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
34. محمد دياب، التجارة الدولية في عصر العولمة، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للدراسات و التوثيق، بيروت-لبنان، 2010.
35. محمد عبد العزيز عبد الله الاستثمار الاجنبي المباشر الطبعة الأولى دار النقائش للنشر عمان الأردن 2005
36. محمد علي سلامة، الانفتاح الاقتصادي وآثاره لاجتماعية على الأسرة ، دار الوفاء للطباعة والنشر ، الإسكندرية ، مصر ، 2002.
37. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشيفات ، الاستثمار في البورصة، اسهم، سندات ،أوراق مالية ، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر و التوزيع ، عمان الأردن 2006.
38. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1996.
39. مصطفى رشدي شيحة، زين حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الاوراق ، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة بالقاهرة ، مصر 1993
40. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الجزء الثاني، منشأة المعارف للنشر الإسكندرية، مصر 2003.
41. منير ابراهيم هندي، إدارة المخاطر باستخدام التوريق و المشتقات المالية، الجزء الأول: التوريق، الطبعة الأولى، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 2006.
42. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي و الاقتصاد الوصفي، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر
43. هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة . الكويت . تيك الكويت الصناعي . 1999.

44. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الطبعة الأولى دار المنهل اللبناني بيروت، لبنان، بدون سنة نشر.
45. وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت-لبنان، 2001.
46. يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في التنمية العامة، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004.

ثانيا: رسائل الدكتوراه و المذكرات

1. أسماء بلميهوب، العولمة المالية و أثرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، حالة سوقي ماليزيا وكوريا الجنوبية، مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الدولي 2004 جامعة فرحات عباس سطيف.
2. بريش عبد القادر، التحرير المصرفي بمتطلبات تطوير الخدمات المصرفية و زيادة القدرات التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية نقود ومالية جامعة الجزائر 2006.
3. بوزعور عمار، السياسة النقدية و أثرها على المتغيرات الاقتصادية الكلية حالة الجزائر (1990-2005)، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص التخطيط، جامعة الجزائر، 2008.
4. جدايني سامية، اثر الاستثمار الأجنبي على تنمية أسواق الأوراق المالية العربية دراسة حالة دول الخليج ، مذكرة ماجستير تخصص نقود و بنوك، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف دفعة 2009-2010.
5. حريري عبد الغني آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية -دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الشلف 2007.
6. صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية مع الاشارة إلى حالة الجزائر للفترة 1990-2000، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2002-2003.
7. صايفي عمار ، محددات الاستثمار المحفظي وأثاره على محددات الاسواق المالية ، دراسة مقارنة بين مصر ، تونس والجزائر ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة أحمد بوقره بومرداس 2008-2009
8. طيبة عبد العزيز، سياسة استهداف التضخم كأسلوب حديث للسياسة النقدية دراسة حالة الجزائر 1994-2003، مذكرة ماجستير تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف دفعة 2004-2005.
9. كريمة قويدري، الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ماجستير تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2011.

ثالثا: البحوث المنشورة و المداخلات

1. أحمد علي صالح أبو غالية، حسين الفحل، الصادرات النفطية وعلاقتها بمعدلات الانفتاح الاقتصادي الليبي علي الخارج (دراسة تحليلية خلال الفترة 1995-2008)، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث و الدراسات، العدد السابع و العشرون، حزيران 2012.
2. حازم بدر الخطيب ، أهمية الاستثمارات الأجنبية في التنمية الاقتصادية و انعكاساتها و دورها في دعم المشاريع الصغيرة حالة دراسية في الأردن مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا عدد 4.
3. حازم بدر الخطيب، أهمية الاستثمارات الأجنبية في تنمية الاقتصاديات وانعكاساتها ودورها في دعم المشاريع الصغيرة، مجلة اقتصاديات إفريقيا، العدد 4، جامعة الشلف.
4. منى قاسم، الشركات متعددة الجنسيات و تضارب المصالح، مجلة البنوك، العدد الثامن، القاهرة جوان 1997
5. نسيم أبو جمعة، أثر ثورات الربيع العربي على اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول الربيع، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد الأول، جانفي 2013.
6. ماري م نسريلي، عقود المنشآت هل هي طريق الإصلاح ، محلية التمويل و التنمية ، سبتمبر 1996.
7. حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في إقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث، المملكة العربية السعودية 2006.
8. صالح مفتاح، العولمة المالية، كلية العلوم الإنسانية، العدد الثاني جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2002.
9. محمد الخشاني، مغاربة الخارج الهجرة كرهان أساسي في العلاقات الأورومغاربية، منشورات الجمعية المغربية للدراسات والبحوث حول الهجرة الرباط.
10. بدون مؤلف، بعد فشل السياسات الاقتصادية في تونس ومصر، من يعدم العالم العربي اليوم؟، Bitudies Stratcgia، بدون بلد، بدون سنة.
11. بدون مؤلف، دراسات في واقع الاقتصاد التونسي، المعهد التونسي للقدرة التنافسية، تونس، جانفي 2013.
12. التقرير الاقتصادي العربي الموحد , الفصل العاشر تحويلات العاملين في الخارج و التنمية الاقتصادية في الدول العربية . 2006.
13. محمد الخشاني، مغاربة الخارج الهجرة كرهان أساسي في العلاقات الأورومغاربية، منشورات الجمعية المغربية للدراسات والبحوث حول الهجرة الرباط.

14. كرمان عبد الوهاب (محافظ بنك الجزائر)، التطور الاقتصادي والنقدي في الجزائر، مداخلة أمام المجلس الشعبي الوطني، 06 نوفمبر 2000 .
15. محافظ بنك الجزائر، وضعية الاقتصاد العالمي وتطور الاقتصاد الكلي في الجزائر، تدخل أمام اللجنة المالية والميزانية لدى المجلس الشعبي الوطني، 21 أكتوبر 2013.
16. منى قاسم، الشركات المتعددة الجنسيات وأهميتها في الاقتصاد العالمي ، النشرة الاقتصادية ، بنك مصر العدد الأول 1988،
17. أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية، و أثرها على تنمية الدول النامية مع الاشارة للسوق المالي الكويتي، ورقية بحثية في المؤتمر العلمي الرابع " الريادة و الابداع" استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، يومي 15-16 مارس 2005، جامعة فلاديلفيا، كلية العلوم الإدارية و المالية.
18. بشير حمدوش، التجربة المغربية في ادارة سعر الصرف، مداخلة في ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، 16-17 ديسمبر 2002.
19. بن عيسى عمار، بن إبراهيم العالي، واقع الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص مستويات البطالة في الجزائر خلال الفترة 1990-2010، مداخلة مجهولة المصدر.
20. حياة ابن اسماعيل، وسيلة السبتي التمويل المحلي للتنمية المحلية نماذج من اقتصاديات الدول النامية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها الاقتصادية والمؤسسات , دراسة حالة الجزائر والدول النامية يومي 21 و22 نوفمبر 2006 بكلية العلوم الاقتصادية والتسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة محمد خيضر بسكرة
21. زينب أبو زيد أبو بكر، المعونات الدولية و علاقتها بالتنمية "فلسطين نموذجا"، ورقية عمل ضمن مؤتمر المعونات و المنح الدولية و اثرها على التنمية الشاملة في الوطن العربي، المنعقد بالقاهرة، مارس 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2007.
22. علاء الخواجة , الدور الاقتصادي لتحويلات المهاجرين بالتطبيق على دول شمال إفريقيا، ورقة عمل مقدمة لندوة المقربون العرب من شمال إفريقيا في المهجر الأوروبي من تنظيم جامعة الدول الأوروبية. أبريل 2007-.
23. عيسى محمد الفارسي، البيئة الملائمة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة للاقتصاد الليبي، المؤتمر الوطني حول الاستثمار الأجنبي في الجماهيرية العظمى طرابلس ليبيا 2006.
24. محمد الخشاني، العلاقة بين الهجرة والتنمية في شمال إفريقيا، ورقة عمل مقدمة في اجتماع الخبراء المتخصص حول الهجرة الدولية والتنمية في شمال إفريقيا الأمم المتحدة الرباط المغرب 19-20-مارس .

25. محمد الخنشاني , التحويلات المالية للمهاجرين وأثرها على التنمية في بلدان المغرب العربي الثلاث المغرب , الجزائر, تونس, ورقة عمل ضمن اجتماع الخبراء حول الهجرة الدولية والتنمية في المنطقة العربية , التحديات والفرص خلال يومي 16-17 ماي 2006, من طرف اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا , الايسكوا, بيروت 2006.

رابعاً: المواقع الالكترونية

1. صندوق النقد الدولي، إدارة الدين الخارجي . واشنطن، 1991 .
2. عبد المجيد راشد، سياسة الانفتاح الاقتصادي و نتائجه، مجلة الحوار المتمدن، العدد 1749 يوم 2006/11/29 ص 6، وعلى الموقع الالكتروني: www.alhewar.org/search/dsearch.aspx?nr=1749
3. من الموقع الرسمي لبنك المغرب: <http://www.bkam.ma>
4. من الموقع الرسمي لبيانات البنك الدولي: _ <http://data.albankaldawli.org/country/algeria> الجزائر
<http://data.albankaldawli.org/country/tunisia> تونس
<http://data.albankaldawli.org/country/morocco> المغرب
5. التقارير السنوية للجنة تنظيم و مراقبة البورصة Cosob-Rapport annuel 2006 Cosob-Rapport annuel 2004، على الموقع [www. Cosob.com](http://www.Cosob.com)

1. Centre National de L'information et des Statistiques, **Rapport période Année 2006 du Commerce extérieur de L'Algérie**, Ministre finances. Direction Générale des Douanes.
2. DEMBINSKI. M. Pawel , l'endettement international, OCDE, Paris, 1988.
3. HadjseydMahrez, **Développement industriel de L'Algérie : L'industrie, Pesanteurs et réformes**, Communication au séminaire : Quelle Développement Pour L'Algérie, organisé par le Forum des chefs d'entreprises – FCE-, Alger le 19 et 20 Janvier 2002.
4. Lacramioare Dominite, **Ddeterminants and effects of economic openness**, 2005-2006.
5. Maurice obsfeld ,**international Macroeconomic** beyond the Mandell flming "NRBER" Wor King paper no=8369 nationalBureau
6. Mundell,R,**A the appropriate use of monetary and fiscal polisy of international and external stability** , IMF staff paper s 1962 vol 9.
7. OfeconomicResearchDesembre 2000 Californie Barnard Guillon ,AnniaKaueckieconomieinter national commerce et macroéconomie 4eme edition , dunodpunod paris 2003
8. Parkin.M and Bade.R, **Modern macroeconomis**, philip Allan publisher limited, Oxford,1986.
9. Sadi Nacer-Eddine, **La Privatisation des entreprises publiques en Algérie : Objectifs, modalités et enjeux**, Office des Publications Universitaires, Alger, 2005,
10. UNCTAD, **Examen de la Politique de L'Investissement Algérie**, New Y-Genève , 2004,.
11. Word trad organization; GATS, 49 Supplel 2 26 febraury 1998.

الملاحق

الملحق رقم(1): سعر الصرف و سعر الفائدة و تدفقات الاستثمار الأجنبي للجزائر

السنوات	Ti(alg)	Tc(alg)	Dinv الوارد	Dinv الصادر	Dinv(alg)	Idinv(alg)
1990	-8.65	8,96	40,0	4,7	35,3	0,00
1991	-13.09	18,47	80,0	0,0	80	0,00
1992	-18.87	21,84	30,0	0,0	30	0,00
1993	-7.74	23,35	11,6	0,0	11,6	0,00
1994	-10.55	35,06	30,0	0,0	30	0,00
1995	-12.18	47,66	30,0	0,0	30	0,00
1996	-2.38	54,75	270,0	0,0	270	0,00
1997	8.47	57,71	260,0	0,0	260	0,00
1998	6.55	58,74	606,6	1,0	605,6	0,00
1999	8.1	66,57	291,6	7,6	284	0,00
2000	9.66	75,26	280,1	13,7	266,4	0,00
2001	5.27	77,22	1 107,9	9,3	1 098,60	0,00
2002	7.16	79,68	1 065,0	98,6	966,4	0,00
2003	3.86	77,39	633,7	10,9	622,8	0,00
2004	4.04	72,06	881,9	253,5	628,4	0,00
2005	6.62	73,28	1 081,1	55,0	1 026,10	0,00
2006	5.69	72,65	1 795,4	34,6	1 760,80	0,00
2007	4.33	69,29	1 661,8	295,1	1 366,70	5,00
2008	3.14	64,58	2 593,6	317,9	2 275,70	0,00
2009	2.27	72,65	2 760,9	215,0	2 545,90	0,00
2010	4.09	74,39	2 291,2	225,5	2 065,70	-1435,00

2011	3,48	72,94	2720,53	635,1	2 085,50	-8,25
------	------	-------	---------	-------	----------	-------

الملاحق 2: سعر الصرف و سعر الفائدة و تدفقات الاستثمار الأجنبي لتونس

السنوات	Ti الاسمي	Ti(tun)	Tc(tun)	Dinv الوافد	Dinv الصادر	Dinv(tun)	Idinv(tun)
1987	9,94	1,72	0,83	91,71	2,80	88,91	16,89
1988	9,15	1,95	0,86	60,62	0,50	60,12	9,33
1989	9,74	2,00	0,95	77,95	4,80	73,15	15,80
1990	11,49	4,95	0,88	76,28	0,30	75,98	4,55
1991	11,78	3,59	0,92	125,46	3,80	121,66	33,53
1992	11,74	5,92	0,88	525,76	4,70	521,06	47,49
1993	10,54	6,56	1,00	561,90	1,80	560,10	19,93
1994	8,81	4,08	1,01	432,01	7,70	424,31	5,93
1995	8,81	2,57	0,95	264,34	3,40	260,94	11,63
1996	8,68	4,95	0,97	238,34	2,40	235,94	28,76
1997	6,88	3,22	1,11	339,09	9,20	329,89	55,16
1998	6,88	3,75	1,14	649,85	1,80	648,05	57,96
1999	5,99	3,30	1,19	349,85	2,50	347,35	12,91
2000	5,88	2,91	1,37	752,18	1,80	750,38	17,76
2001	6,02	4,03	1,44	451,86	5,80	446,06	-14,60
2002	5,93	3,21	1,42	790,80	6,50	784,30	6,33
2003	5,33	2,61	1,29	540,88	5,40	535,48	13,97
2004	5,00	1,37	1,25	593,67	4,20	589,47	24,09
2005	5,00	2,98	1,30	712,71	12,60	700,11	-12,10
2006	5,07	0,58	1,33	3239,91	33,10	3206,81	-64,84
2007	5,24	1,83	1,28	1515,35	20,10	1495,25	-29,97

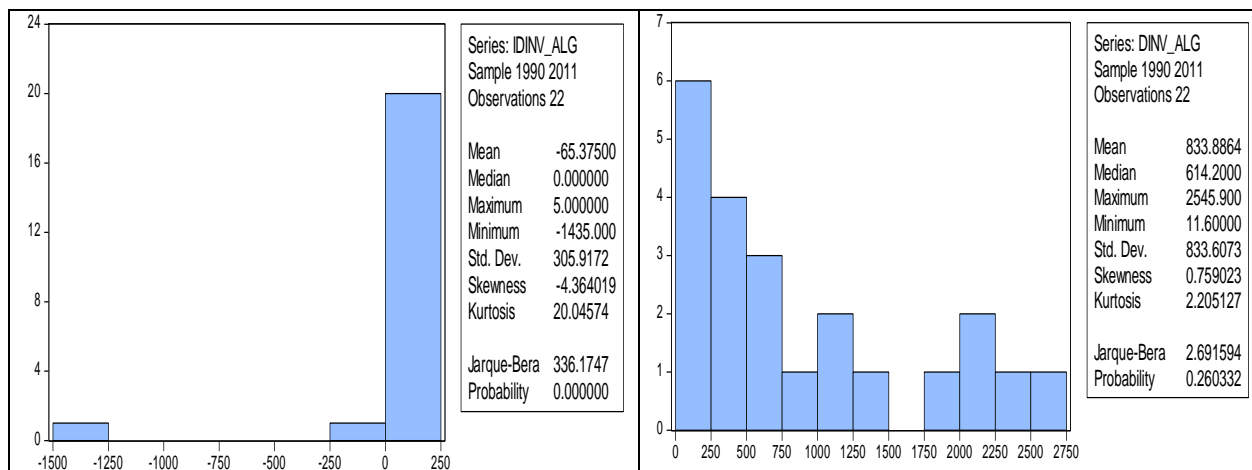
2008	5,22	0,30	1,23	2600,67	41,90	2558,77	39,04
2009	4,30	0,78	1,35	1525,24	76,70	1448,54	88,65
2010	4,43	0,02	1,43	1334,50	73,70	1260,80	25,92
2011	4,03	0,42	1,41	432,67	78,70	353,97	43,76
2012	3,75	-1,75	1,56	412,67	83,70	328,97	15,37

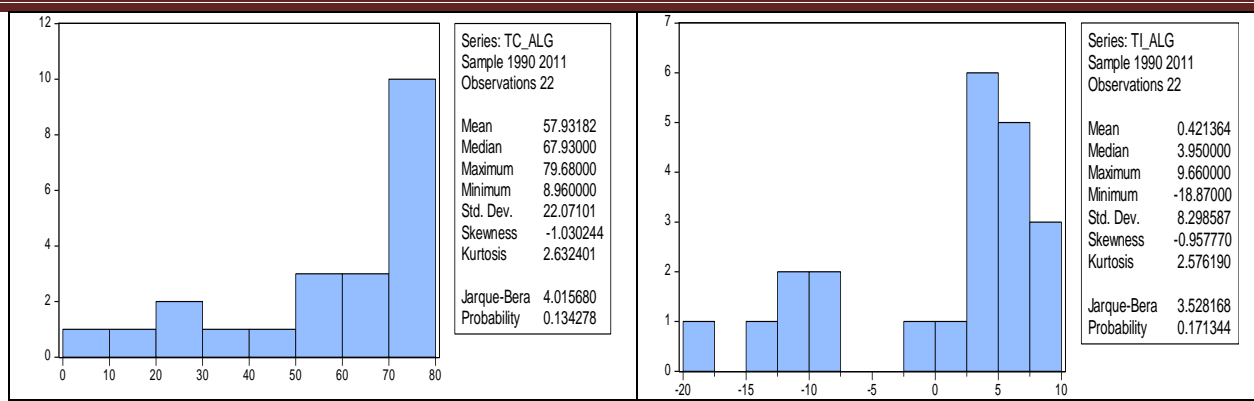
الملحق 3: سعر الصرف و سعر الفائدة و تدفقات الاستثمار الأجنبي للمغرب

السنوات	Ti الاسمية	Ti(mar)	Tc(mar)	Dinv الوافد	Dinv الصادر	Dinv(mar)	Idinv(mar)
1983	7,00	0,79	7,11	46,12	0,00	46,12	0,00
1984	7,00	-5,45	8,81	46,99	0,00	46,99	0,00
1985	8,00	0,27	10,06	19,98	0,56	19,42	0,00
1986	8,50	-0,23	9,10	0,55	1,28	-0,73	0,00
1987	8,50	5,80	8,36	59,57	8,00	51,57	0,00
1988	8,50	6,13	8,21	84,66	14,15	70,51	0,00
1989	8,50	5,24	8,49	167,06	1,62	165,44	0,00
1990	8,50	1,72	8,24	165,12	13,00	152,12	0,00
1991	8,50	0,51	8,71	317,46	23,00	294,46	0,00
1992	8,50	2,76	8,54	422,47	32,00	390,47	0,00
1993	8,50	3,32	9,30	491,47	23,00	468,47	23,66
1994	7,00	1,86	9,20	550,92	24,00	526,92	237,76
1995	7,00	0,88	8,54	92,39	12,00	80,39	20,37
1996	7,00	4,01	8,72	76,41	28,00	48,41	141,81
1997	7,00	5,96	9,53	3,57	8,80	-5,23	37,68
1998	6,00	3,25	9,60	11,87	20,37	-8,50	23,95
1999	5,78	5,10	9,80	2,65	17,85	-15,20	6,02

2000	4,18	2,29	10,63	220,74	58,55	162,19	17,76
2001	4,91	4,29	11,30	143,84	97,08	46,76	-7,00
2002	3,68	0,88	11,02	79,16	28,36	50,80	-7,62
2003	2,55	1,38	9,57	2312,68	12,23	2300,45	7,93
2004	2,42	0,93	8,87	787,05	30,90	756,15	596,83
2005	2,27	1,29	8,87	1670,61	74,12	1596,49	59,85
2006	2,53	-0,75	8,80	2460,79	450,87	2009,92	-294,89
2007	2,45	0,41	8,19	2825,80	631,98	2193,82	80,17
2008	3,10	-0,61	7,75	2466,29	315,93	2150,36	109,12
2009	3,20	2,21	8,06	1970,32	479,02	1491,30	16,60
2010	2,99	2,00	8,42	1240,63	579,98	660,65	-109,88
2011	2,97	2,05	8,09	2521,36	248,02	2273,34	233,51
2012	3,05	1,77	8,63	2841,96	359,56	2482,40	5,72

الملحق 4: الخصائص الاحصائية للسلاسل الزمنية (الجزائر)





الملحق 5: التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلاسل TC_Alغ ، DIVS_Alغ ، Ti_Alغ

<p>Date: 04/17/14 Time: 21:08 Sample: 1990 2011 Included observations: 21</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>-0.222</td><td>-0.222</td><td>1.1950</td><td>0.274</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>-0.308</td><td>-0.376</td><td>3.6095</td><td>0.165</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.162</td><td>-0.019</td><td>4.3169</td><td>0.229</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>-0.000</td><td>-0.088</td><td>4.3169</td><td>0.365</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>0.011</td><td>0.055</td><td>4.3206</td><td>0.504</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.292</td><td>-0.365</td><td>7.0663</td><td>0.315</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>0.226</td><td>0.119</td><td>8.8342</td><td>0.265</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>0.184</td><td>0.058</td><td>10.098</td><td>0.258</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>-0.327</td><td>-0.120</td><td>14.389</td><td>0.109</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>0.106</td><td>0.024</td><td>14.879</td><td>0.137</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>0.048</td><td>-0.065</td><td>14.990</td><td>0.183</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>-0.005</td><td>0.006</td><td>14.991</td><td>0.242</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	-0.222	-0.222	1.1950	0.274		2	-0.308	-0.376	3.6095	0.165		3	0.162	-0.019	4.3169	0.229		4	-0.000	-0.088	4.3169	0.365		5	0.011	0.055	4.3206	0.504		6	-0.292	-0.365	7.0663	0.315		7	0.226	0.119	8.8342	0.265		8	0.184	0.058	10.098	0.258		9	-0.327	-0.120	14.389	0.109		10	0.106	0.024	14.879	0.137		11	0.048	-0.065	14.990	0.183		12	-0.005	0.006	14.991	0.242		<p>Date: 04/16/14 Time: 22:03 Sample: 1990 2011 Included observations: 22</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.818</td><td>0.818</td><td>16.838</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.671</td><td>0.004</td><td>28.726</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.523</td><td>-0.083</td><td>36.324</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>0.348</td><td>-0.180</td><td>39.867</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>0.240</td><td>0.068</td><td>41.652</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>0.081</td><td>-0.223</td><td>41.868</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>0.047</td><td>0.258</td><td>41.948</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>-0.005</td><td>-0.133</td><td>41.948</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>-0.079</td><td>-0.080</td><td>42.202</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>-0.146</td><td>-0.204</td><td>43.145</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>-0.259</td><td>-0.109</td><td>46.363</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>-0.266</td><td>0.121</td><td>50.092</td><td>0.000</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.818	0.818	16.838	0.000		2	0.671	0.004	28.726	0.000		3	0.523	-0.083	36.324	0.000		4	0.348	-0.180	39.867	0.000		5	0.240	0.068	41.652	0.000		6	0.081	-0.223	41.868	0.000		7	0.047	0.258	41.948	0.000		8	-0.005	-0.133	41.948	0.000		9	-0.079	-0.080	42.202	0.000		10	-0.146	-0.204	43.145	0.000		11	-0.259	-0.109	46.363	0.000		12	-0.266	0.121	50.092	0.000	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	-0.222	-0.222	1.1950	0.274																																																																																																																																																									
2	-0.308	-0.376	3.6095	0.165																																																																																																																																																									
3	0.162	-0.019	4.3169	0.229																																																																																																																																																									
4	-0.000	-0.088	4.3169	0.365																																																																																																																																																									
5	0.011	0.055	4.3206	0.504																																																																																																																																																									
6	-0.292	-0.365	7.0663	0.315																																																																																																																																																									
7	0.226	0.119	8.8342	0.265																																																																																																																																																									
8	0.184	0.058	10.098	0.258																																																																																																																																																									
9	-0.327	-0.120	14.389	0.109																																																																																																																																																									
10	0.106	0.024	14.879	0.137																																																																																																																																																									
11	0.048	-0.065	14.990	0.183																																																																																																																																																									
12	-0.005	0.006	14.991	0.242																																																																																																																																																									
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	0.818	0.818	16.838	0.000																																																																																																																																																									
2	0.671	0.004	28.726	0.000																																																																																																																																																									
3	0.523	-0.083	36.324	0.000																																																																																																																																																									
4	0.348	-0.180	39.867	0.000																																																																																																																																																									
5	0.240	0.068	41.652	0.000																																																																																																																																																									
6	0.081	-0.223	41.868	0.000																																																																																																																																																									
7	0.047	0.258	41.948	0.000																																																																																																																																																									
8	-0.005	-0.133	41.948	0.000																																																																																																																																																									
9	-0.079	-0.080	42.202	0.000																																																																																																																																																									
10	-0.146	-0.204	43.145	0.000																																																																																																																																																									
11	-0.259	-0.109	46.363	0.000																																																																																																																																																									
12	-0.266	0.121	50.092	0.000																																																																																																																																																									
D(DIVS_Alغ)	DIVS_Alغ																																																																																																																																																												
<p>Date: 04/17/14 Time: 21:17 Sample: 1990 2011 Included observations: 21</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>-0.065</td><td>-0.065</td><td>0.1018</td><td>0.750</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>-0.254</td><td>-0.260</td><td>1.7480</td><td>0.417</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.304</td><td>0.287</td><td>4.2350</td><td>0.237</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>0.026</td><td>-0.016</td><td>4.2536</td><td>0.373</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>-0.327</td><td>-0.214</td><td>7.4845</td><td>0.187</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.075</td><td>-0.200</td><td>7.6667</td><td>0.264</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.033</td><td>-0.199</td><td>7.7049</td><td>0.359</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>-0.064</td><td>0.020</td><td>7.8575</td><td>0.448</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>0.114</td><td>0.191</td><td>8.3796</td><td>0.496</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>-0.113</td><td>-0.151</td><td>8.9411</td><td>0.538</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>-0.049</td><td>-0.120</td><td>9.0551</td><td>0.617</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>0.038</td><td>-0.260</td><td>9.1317</td><td>0.692</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	-0.065	-0.065	0.1018	0.750		2	-0.254	-0.260	1.7480	0.417		3	0.304	0.287	4.2350	0.237		4	0.026	-0.016	4.2536	0.373		5	-0.327	-0.214	7.4845	0.187		6	-0.075	-0.200	7.6667	0.264		7	-0.033	-0.199	7.7049	0.359		8	-0.064	0.020	7.8575	0.448		9	0.114	0.191	8.3796	0.496		10	-0.113	-0.151	8.9411	0.538		11	-0.049	-0.120	9.0551	0.617		12	0.038	-0.260	9.1317	0.692		<p>Date: 04/17/14 Time: 12:36 Sample: 1990 2011 Included observations: 22</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.810</td><td>0.810</td><td>16.483</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.603</td><td>-0.151</td><td>26.096</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.435</td><td>-0.014</td><td>31.363</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>0.235</td><td>-0.223</td><td>32.984</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>-0.000</td><td>-0.252</td><td>32.984</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>-0.155</td><td>0.020</td><td>33.773</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.231</td><td>0.035</td><td>35.651</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>-0.223</td><td>0.179</td><td>37.533</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>-0.208</td><td>-0.055</td><td>39.292</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>-0.227</td><td>-0.236</td><td>41.568</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>-0.198</td><td>-0.009</td><td>43.453</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>-0.195</td><td>-0.195</td><td>45.458</td><td>0.000</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.810	0.810	16.483	0.000		2	0.603	-0.151	26.096	0.000		3	0.435	-0.014	31.363	0.000		4	0.235	-0.223	32.984	0.000		5	-0.000	-0.252	32.984	0.000		6	-0.155	0.020	33.773	0.000		7	-0.231	0.035	35.651	0.000		8	-0.223	0.179	37.533	0.000		9	-0.208	-0.055	39.292	0.000		10	-0.227	-0.236	41.568	0.000		11	-0.198	-0.009	43.453	0.000		12	-0.195	-0.195	45.458	0.000	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	-0.065	-0.065	0.1018	0.750																																																																																																																																																									
2	-0.254	-0.260	1.7480	0.417																																																																																																																																																									
3	0.304	0.287	4.2350	0.237																																																																																																																																																									
4	0.026	-0.016	4.2536	0.373																																																																																																																																																									
5	-0.327	-0.214	7.4845	0.187																																																																																																																																																									
6	-0.075	-0.200	7.6667	0.264																																																																																																																																																									
7	-0.033	-0.199	7.7049	0.359																																																																																																																																																									
8	-0.064	0.020	7.8575	0.448																																																																																																																																																									
9	0.114	0.191	8.3796	0.496																																																																																																																																																									
10	-0.113	-0.151	8.9411	0.538																																																																																																																																																									
11	-0.049	-0.120	9.0551	0.617																																																																																																																																																									
12	0.038	-0.260	9.1317	0.692																																																																																																																																																									
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	0.810	0.810	16.483	0.000																																																																																																																																																									
2	0.603	-0.151	26.096	0.000																																																																																																																																																									
3	0.435	-0.014	31.363	0.000																																																																																																																																																									
4	0.235	-0.223	32.984	0.000																																																																																																																																																									
5	-0.000	-0.252	32.984	0.000																																																																																																																																																									
6	-0.155	0.020	33.773	0.000																																																																																																																																																									
7	-0.231	0.035	35.651	0.000																																																																																																																																																									
8	-0.223	0.179	37.533	0.000																																																																																																																																																									
9	-0.208	-0.055	39.292	0.000																																																																																																																																																									
10	-0.227	-0.236	41.568	0.000																																																																																																																																																									
11	-0.198	-0.009	43.453	0.000																																																																																																																																																									
12	-0.195	-0.195	45.458	0.000																																																																																																																																																									
D(Ti_Alغ)	Ti_Alغ																																																																																																																																																												
<p>Date: 04/18/14 Time: 10:03 Sample: 1990 2011 Included observations: 21</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.378</td><td>0.378</td><td>3.4529</td><td>0.063</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.044</td><td>-0.115</td><td>3.5022</td><td>0.174</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.284</td><td>0.365</td><td>5.6626</td><td>0.129</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>0.334</td><td>0.103</td><td>8.8248</td><td>0.066</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>0.200</td><td>0.101</td><td>10.035</td><td>0.074</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>0.034</td><td>-0.134</td><td>10.071</td><td>0.122</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.102</td><td>-0.221</td><td>10.432</td><td>0.165</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>-0.150</td><td>-0.237</td><td>11.266</td><td>0.187</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>-0.121</td><td>-0.121</td><td>11.852</td><td>0.222</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>-0.116</td><td>-0.014</td><td>12.444</td><td>0.256</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>-0.189</td><td>0.018</td><td>14.161</td><td>0.224</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>-0.324</td><td>-0.117</td><td>19.791</td><td>0.071</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.378	0.378	3.4529	0.063		2	0.044	-0.115	3.5022	0.174		3	0.284	0.365	5.6626	0.129		4	0.334	0.103	8.8248	0.066		5	0.200	0.101	10.035	0.074		6	0.034	-0.134	10.071	0.122		7	-0.102	-0.221	10.432	0.165		8	-0.150	-0.237	11.266	0.187		9	-0.121	-0.121	11.852	0.222		10	-0.116	-0.014	12.444	0.256		11	-0.189	0.018	14.161	0.224		12	-0.324	-0.117	19.791	0.071		<p>Date: 04/17/14 Time: 13:33 Sample: 1990 2011 Included observations: 22</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>1</td><td>0.835</td><td>0.835</td><td>17.543</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>2</td><td>0.674</td><td>-0.077</td><td>29.553</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>3</td><td>0.512</td><td>-0.100</td><td>36.849</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>4</td><td>0.340</td><td>-0.141</td><td>40.246</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>5</td><td>0.187</td><td>-0.065</td><td>41.331</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>6</td><td>0.067</td><td>-0.014</td><td>41.477</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>7</td><td>-0.034</td><td>-0.045</td><td>41.517</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>8</td><td>-0.123</td><td>-0.081</td><td>42.089</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>9</td><td>-0.218</td><td>-0.144</td><td>44.022</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>10</td><td>-0.283</td><td>-0.029</td><td>47.535</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>11</td><td>-0.305</td><td>0.038</td><td>51.999</td><td>0.000</td><td></td></tr> <tr><td>12</td><td>-0.314</td><td>-0.031</td><td>57.192</td><td>0.000</td><td></td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	1	0.835	0.835	17.543	0.000		2	0.674	-0.077	29.553	0.000		3	0.512	-0.100	36.849	0.000		4	0.340	-0.141	40.246	0.000		5	0.187	-0.065	41.331	0.000		6	0.067	-0.014	41.477	0.000		7	-0.034	-0.045	41.517	0.000		8	-0.123	-0.081	42.089	0.000		9	-0.218	-0.144	44.022	0.000		10	-0.283	-0.029	47.535	0.000		11	-0.305	0.038	51.999	0.000		12	-0.314	-0.031	57.192	0.000	
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	0.378	0.378	3.4529	0.063																																																																																																																																																									
2	0.044	-0.115	3.5022	0.174																																																																																																																																																									
3	0.284	0.365	5.6626	0.129																																																																																																																																																									
4	0.334	0.103	8.8248	0.066																																																																																																																																																									
5	0.200	0.101	10.035	0.074																																																																																																																																																									
6	0.034	-0.134	10.071	0.122																																																																																																																																																									
7	-0.102	-0.221	10.432	0.165																																																																																																																																																									
8	-0.150	-0.237	11.266	0.187																																																																																																																																																									
9	-0.121	-0.121	11.852	0.222																																																																																																																																																									
10	-0.116	-0.014	12.444	0.256																																																																																																																																																									
11	-0.189	0.018	14.161	0.224																																																																																																																																																									
12	-0.324	-0.117	19.791	0.071																																																																																																																																																									
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
1	0.835	0.835	17.543	0.000																																																																																																																																																									
2	0.674	-0.077	29.553	0.000																																																																																																																																																									
3	0.512	-0.100	36.849	0.000																																																																																																																																																									
4	0.340	-0.141	40.246	0.000																																																																																																																																																									
5	0.187	-0.065	41.331	0.000																																																																																																																																																									
6	0.067	-0.014	41.477	0.000																																																																																																																																																									
7	-0.034	-0.045	41.517	0.000																																																																																																																																																									
8	-0.123	-0.081	42.089	0.000																																																																																																																																																									
9	-0.218	-0.144	44.022	0.000																																																																																																																																																									
10	-0.283	-0.029	47.535	0.000																																																																																																																																																									
11	-0.305	0.038	51.999	0.000																																																																																																																																																									
12	-0.314	-0.031	57.192	0.000																																																																																																																																																									
D(TC_Alغ)	TC_Alغ																																																																																																																																																												

الملحق 6: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة صافيتدفقاتالاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر

1- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: DINV_ALG has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.918859	0.1767
Test critical values:				
	1% level		-4.467895	
	5% level		-3.644963	
	10% level		-3.261452	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DINV_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 17:19 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_ALG(-1)	-0.597475	0.204695	-2.918859	0.0092
C	-273.7662	180.8355	-1.513896	0.1474
@TREND(1990)	75.81921	26.54766	2.855966	0.0105

2- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: DINV_ALG has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.693292	0.8277
Test critical values:				
	1% level		-3.788030	
	5% level		-3.012363	
	10% level		-2.646119	
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DINV_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 17:28 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_ALG(-1)	-0.074296	0.107164	-0.693292	0.4965
C	155.1549	118.1855	1.312808	0.2049

3- النموذج الأول:

4-

Null Hypothesis: DINV_ALG has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.315099	0.7673
Test critical values:	1% level	-2.679735
	5% level	-1.958088
	10% level	-1.607830

الملحق 7: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الأولى صافيتدفقاتالاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر

-1 النموذج السادس

Null Hypothesis: D(DINV_ALG) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic		Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.930436		0.0047
Test critical values:	1% level	-4.532598		
	5% level	-3.673616		
	10% level	-3.277364		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_ALG,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 21:19				
Sample (adjusted): 1993 2011				
Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_ALG(-1))	-1.951912	0.395890	-4.930436	0.0002
D(DINV_ALG(-1),2)	0.555591	0.256985	2.161960	0.0472
C	-18.10118	206.4960	-0.087659	0.9313
@TREND(1990)	20.09326	16.70397	1.202904	0.2477

-2 النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(DINV_ALG) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.755327	0.0015
Test critical values:		1% level	-3.831511	
		5% level	-3.029970	
		10% level	-2.655194	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DINV_ALG,2) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 21:21 Sample (adjusted): 1993 2011 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_ALG(-1))	-1.780009	0.374319	-4.755327	0.0002
D(DINV_ALG(-1),2)	0.446349	0.243738	1.831263	0.0857
C	202.0343	96.98433	2.083164	0.0536

-3 النموذج الرابع

Null Hypothesis: D(DINV_ALG) has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.032390	0.0000
Test critical values:		1% level	-2.685718	
		5% level	-1.959071	
		10% level	-1.607456	

الملحق 8: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة أسعار الفائدة الحقيقية بالجزائر

1- النموذج الثالث

Null Hypothesis: TI_ALG has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			1% level	-4.571559
			5% level	-3.690814
			10% level	-3.286909
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TI_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 22:13 Sample (adjusted): 1994 2011 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_ALG(-1)	-0.337666	0.186729	-1.808325	0.0957
D(TI_ALG(-1))	0.163049	0.259924	0.627297	0.5422
D(TI_ALG(-2))	-0.025507	0.218966	-0.116490	0.9092
D(TI_ALG(-3))	0.397145	0.206761	1.920795	0.0788
C	-0.423903	3.628105	-0.116839	0.9089
@TREND(1990)	0.117706	0.274821	0.428300	0.6760

2- النموذج الثاني

Null Hypothesis: TI_ALG has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			1% level	-3.857386
			5% level	-3.040391
			10% level	-2.660551
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 18				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TI_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 22:15				

Sample (adjusted): 1994 2011 Included observations: 18 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_ALG(-1)	-0.284195	0.134424	-2.114161	0.0544
D(TI_ALG(-1))	0.092926	0.195435	0.475484	0.6423
D(TI_ALG(-2))	-0.076586	0.177778	-0.430794	0.6737
D(TI_ALG(-3))	0.356581	0.177927	2.004081	0.0664
C	1.069184	0.973103	1.098737	0.2918

3- النموذج الأول

Null Hypothesis: TI_ALG has a unit root Exogenous: None Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.839809	0.0638
Test critical values:	1% level	-2.699769
	5% level	-1.961409
	10% level	-1.606610

الملاحق 9: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة فروق أسعار الفائدة الحقيقية بالجزائر

1- النموذج السادس:

Null Hypothesis: D(TI_ALG) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.492779	0.0016		
Test critical values:	1% level	-4.532598		
	5% level	-3.673616		
	10% level	-3.277364		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TI_ALG,2) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 22:25 Sample (adjusted): 1993 2011 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TI_ALG(-1))	-1.611144	0.293320	-5.492779	0.0001
D(TI_ALG(-1),2)	0.333641	0.193854	1.721096	0.1058
C	6.582064	2.366731	2.781078	0.0140
@TREND(1990)	-0.413589	0.175694	-2.354027	0.0326

2- النموذج الخامس:

Null Hypothesis: D(TI_ALG) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.663311	0.0016
Test critical values:	1% level		-3.808546	
	5% level		-3.020686	
	10% level		-2.650413	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TI_ALG,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/17/14 Time: 22:28				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TI_ALG(-1))	-1.065814	0.228553	-4.663311	0.0002
C	0.870423	1.094265	0.795441	0.4367

3- النموذج الرابع:

Null Hypothesis: D(TI_ALG) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.643459	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.685718	
	5% level		-1.959071	
	10% level		-1.607456	

الملحق 10: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة سعر صرف الدينار الجزائري

النموذج الثالث: -1

Null Hypothesis: TC_ALG has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			1% level	-4.467895
			5% level	-3.644963
			10% level	-3.261452
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TC_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 22:33 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_ALG(-1)	-0.096588	0.081288	-1.188219	0.2502
C	10.68167	2.764245	3.864226	0.0011
@TREND(1990)	-0.191685	0.292849	-0.654554	0.5210

2-النموذج الثاني

Null Hypothesis: TC_ALG has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			1% level	-3.788030
			5% level	-3.012363
			10% level	-2.646119
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TC_ALG) Method: Least Squares Date: 04/17/14 Time: 22:36 Sample (adjusted): 1991 2011 Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_ALG(-1)	-0.141467	0.043001	-3.289868	0.0039
C	11.14103	2.633152	4.231062	0.0005

Null Hypothesis: TC_ALG has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.379652	0.7842
Test critical values:	1% level	-2.685718
	5% level	-1.959071
	10% level	-1.607456

الملحق 11: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة فروق سعر صرف الدينار الجزائري

1- النموذج السادس

Null Hypothesis: D(TC_ALG) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.642433	0.0515	
Test critical values:	1% level	-4.498307		
	5% level	-3.658446		
	10% level	-3.268973		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TC_ALG,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/14 Time: 10:11				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_ALG(-1))	-0.841744	0.231094	-3.642433	0.0020
C	6.472168	3.204853	2.019490	0.0595
@TREND(1990)	-0.373579	0.217714	-1.715914	0.1043

2- النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(TC_ALG) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.085778	0.0440
Test critical values:	1% level		-3.808546	
	5% level		-3.020686	
	10% level		-2.650413	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TC_ALG,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/14 Time: 10:12				
Sample (adjusted): 1992 2011				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_ALG(-1))	-0.612552	0.198508	-3.085778	0.0064
C	1.383125	1.278482	1.081849	0.2936

3- النموذج الرابع:

Null Hypothesis: D(TC_ALG) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.956191	0.0053
Test critical values:	1% level		-2.685718	
	5% level		-1.959071	
	10% level		-1.607456	

الملحق (12): تحديد الفجوات

Endogenous variables: D(DINV_ALG)
 Exogenous variables: D(TC_ALG)D(TI_ALG) C
 Date: 04/18/14 Time: 13:21
 Sample: 1990 2011
 Included observations: 18

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-142.6938	NA	629994.6	16.18820	16.33660	16.20867
1	-132.7241	15.50843*	233569.4*	15.19157*	15.38943*	15.21885*
2	-132.4461	0.401613	254970.0	15.27179	15.51911	15.30589
3	-130.7880	2.210743	239731.5	15.19867	15.49546	15.23959
4	-130.5565	0.283027	265502.2	15.28405	15.63031	15.33180

* 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

الملحق رقم 13: اختبار علاقة التكامل لـ johansen

Date: 04/18/14 Time: 19:06
 Sample (adjusted): 1993 2011
 Included observations: 19 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: D(DINV_ALG) D(TC_ALG) D(TI_ALG)
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Eigenvalue	Trace	0.05	
No. of CE(s)		Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.432042	25.62270	29.79707	0.1404
At most 1	0.240347	9.217190	15.49471	0.3457
At most 2	0.042032	1.245278	3.841466	0.2645

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

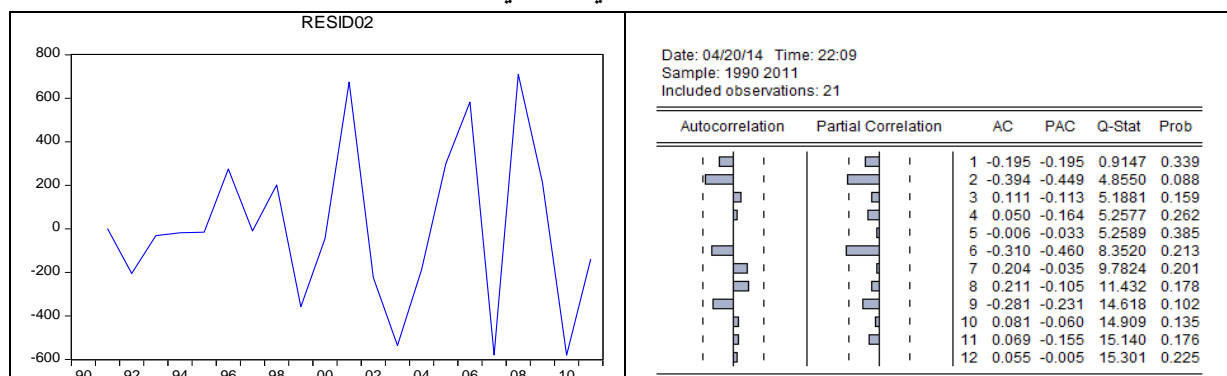
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Eigenvalue	Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)		Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.432042	16.40551	21.13162	0.2020
At most 1	0.240347	7.971913	14.26460	0.3816
At most 2	0.042032	1.245278	3.841466	0.2645

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

الملحق 14: نتائج تقدير العلاقة الانحدارية بين Tc_alg ، $algTi_$ و $Divd_alg$

Dependent Variable: D(DINV_ALG)				
Method: Least Squares				
Date: 04/18/14 Time: 12:21				
Sample (adjusted): 1991 2011				
Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_ALG)	-10.36153	15.90336	-0.651531	0.0464
D(TI_ALG)	-10.06311	18.52667	-0.543169	0.0337
C	136.8646	100.7806	1.358044	0.1912
R-squared	0.478687	Mean dependent var		97.62857
Adjusted R-squared	-0.069543	S.D. dependent var		380.6282
S.E. of regression	393.6407	Akaike info criterion		14.92032
Sum squared resid	2789154.	Schwarz criterion		15.06954
Log likelihood	-153.6633	Hannan-Quinn criter.		14.95270
F-statistic	0.939792	Durbin-Watson stat		2.133207
Prob(F-statistic)	0.039521			

الملحق (15): التمثيل البياني للبقايا ε_t و دوال الارتباط

الملحق (16): اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_i

1-النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RESID02 has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.047797	0.0037
Test critical values:	1% level		-4.532598	
	5% level		-3.673616	
	10% level		-3.277364	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID02) Method: Least Squares Date: 04/20/14 Time: 22:17 Sample (adjusted): 1993 2011 Included observations: 19 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID02(-1)	-1.883933	0.373219	-5.047797	0.0001
D(RESID02(-1))	0.558302	0.245927	2.270196	0.0384
C	-13.99659	201.8354	-0.069347	0.9456
@TREND(1990)	4.283307	15.49897	0.276361	0.7860

2-النموذج الثاني:

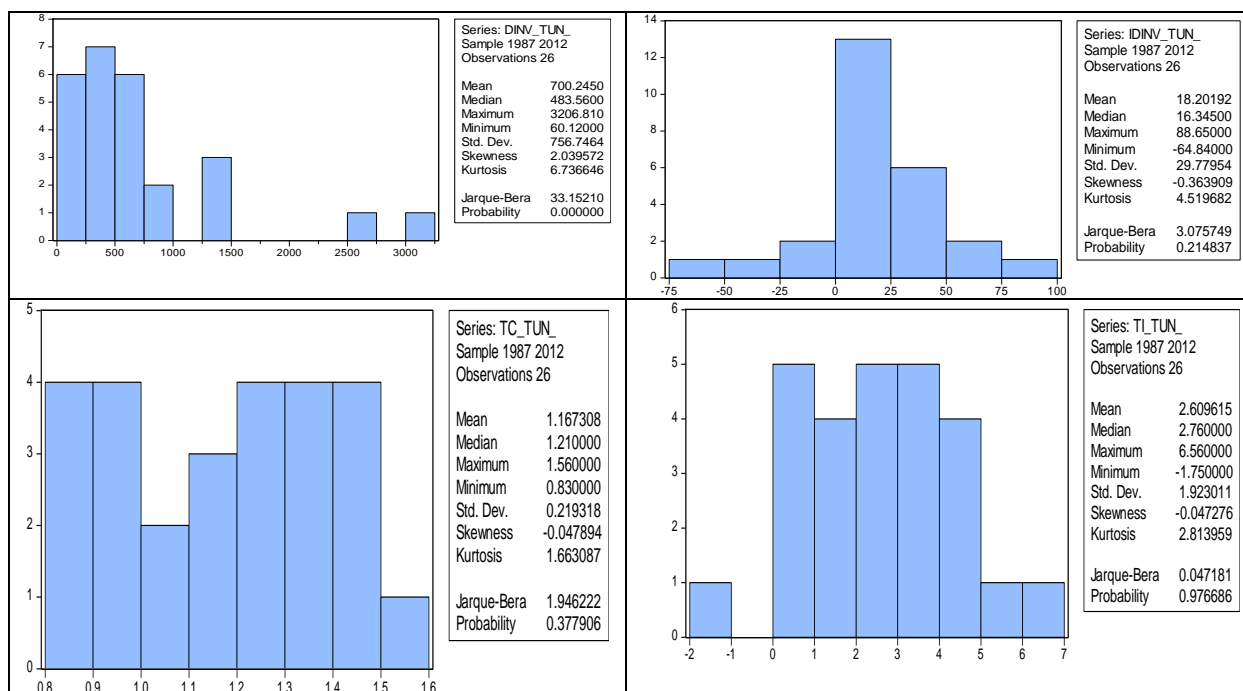
Null Hypothesis: RESID02 has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.243527	0.0005
Test critical values:	1% level		-3.831511	
	5% level		-3.029970	
	10% level		-2.655194	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 19				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID02) Method: Least Squares Date: 04/20/14 Time: 22:19 Sample (adjusted): 1993 2011 Included observations: 19 after adjustments				

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID02(-1)	-1.864059	0.355497	-5.243527	0.0001
D(RESID02(-1))	0.543833	0.233251	2.331539	0.0331
C	36.78349	81.07037	0.453723	0.6561

3- النموذج الأول:

Null Hypothesis: RESID02 has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.351814	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.692358
	5% level	-1.960171
	10% level	-1.607051

الملحق 17: الخصائص الاحصائية للسلاسل الزمنية (تونس)



الملحق 18: التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلاسل 'TC_Tun'، 'DIVS_Tun'،

Ti_Tun

<p>Date: 04/26/14 Time: 20:45 Sample: 1987 2012 Included observations: 25</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 -0.532</td><td>-0.532</td><td>7.9545</td><td>0.005</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.424</td><td>0.196</td><td>13.221</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 -0.329</td><td>-0.064</td><td>16.547</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.177</td><td>-0.095</td><td>17.554</td><td>0.002</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.295</td><td>-0.244</td><td>20.488</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.153</td><td>-0.111</td><td>21.322</td><td>0.002</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.166</td><td>-0.056</td><td>22.353</td><td>0.002</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.179</td><td>0.041</td><td>23.624</td><td>0.003</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.105</td><td>-0.001</td><td>24.086</td><td>0.004</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 0.053</td><td>-0.144</td><td>24.214</td><td>0.007</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.076</td><td>-0.124</td><td>24.490</td><td>0.011</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 0.000</td><td>-0.108</td><td>24.490</td><td>0.017</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 -0.532	-0.532	7.9545	0.005			2 0.424	0.196	13.221	0.001			3 -0.329	-0.064	16.547	0.001			4 0.177	-0.095	17.554	0.002			5 -0.295	-0.244	20.488	0.001			6 0.153	-0.111	21.322	0.002			7 -0.166	-0.056	22.353	0.002			8 0.179	0.041	23.624	0.003			9 -0.105	-0.001	24.086	0.004			10 0.053	-0.144	24.214	0.007			11 -0.076	-0.124	24.490	0.011			12 0.000	-0.108	24.490	0.017	<p>Date: 04/26/14 Time: 20:12 Sample: 1987 2012 Included observations: 26</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.518</td><td>0.518</td><td>7.8114</td><td>0.005</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.529</td><td>0.356</td><td>16.291</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.170</td><td>-0.299</td><td>17.201</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.120</td><td>-0.070</td><td>17.679</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.065</td><td>-0.034</td><td>17.823</td><td>0.003</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.013</td><td>0.125</td><td>17.830</td><td>0.007</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.007</td><td>0.080</td><td>17.832</td><td>0.013</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.056</td><td>-0.032</td><td>17.957</td><td>0.022</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.058</td><td>-0.205</td><td>18.100</td><td>0.034</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.077</td><td>-0.099</td><td>18.368</td><td>0.049</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.135</td><td>0.072</td><td>19.256</td><td>0.057</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.119</td><td>0.061</td><td>19.990</td><td>0.067</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.518	0.518	7.8114	0.005			2 0.529	0.356	16.291	0.000			3 0.170	-0.299	17.201	0.001			4 0.120	-0.070	17.679	0.001			5 -0.065	-0.034	17.823	0.003			6 0.013	0.125	17.830	0.007			7 -0.007	0.080	17.832	0.013			8 0.056	-0.032	17.957	0.022			9 -0.058	-0.205	18.100	0.034			10 -0.077	-0.099	18.368	0.049			11 -0.135	0.072	19.256	0.057			12 -0.119	0.061	19.990	0.067
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 -0.532	-0.532	7.9545	0.005																																																																																																																																																								
		2 0.424	0.196	13.221	0.001																																																																																																																																																								
		3 -0.329	-0.064	16.547	0.001																																																																																																																																																								
		4 0.177	-0.095	17.554	0.002																																																																																																																																																								
		5 -0.295	-0.244	20.488	0.001																																																																																																																																																								
		6 0.153	-0.111	21.322	0.002																																																																																																																																																								
		7 -0.166	-0.056	22.353	0.002																																																																																																																																																								
		8 0.179	0.041	23.624	0.003																																																																																																																																																								
		9 -0.105	-0.001	24.086	0.004																																																																																																																																																								
		10 0.053	-0.144	24.214	0.007																																																																																																																																																								
		11 -0.076	-0.124	24.490	0.011																																																																																																																																																								
		12 0.000	-0.108	24.490	0.017																																																																																																																																																								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.518	0.518	7.8114	0.005																																																																																																																																																								
		2 0.529	0.356	16.291	0.000																																																																																																																																																								
		3 0.170	-0.299	17.201	0.001																																																																																																																																																								
		4 0.120	-0.070	17.679	0.001																																																																																																																																																								
		5 -0.065	-0.034	17.823	0.003																																																																																																																																																								
		6 0.013	0.125	17.830	0.007																																																																																																																																																								
		7 -0.007	0.080	17.832	0.013																																																																																																																																																								
		8 0.056	-0.032	17.957	0.022																																																																																																																																																								
		9 -0.058	-0.205	18.100	0.034																																																																																																																																																								
		10 -0.077	-0.099	18.368	0.049																																																																																																																																																								
		11 -0.135	0.072	19.256	0.057																																																																																																																																																								
		12 -0.119	0.061	19.990	0.067																																																																																																																																																								
D(dinv_tun)	dinv_tun																																																																																																																																																												
<p>Date: 04/26/14 Time: 20:55 Sample: 1987 2012 Included observations: 26</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.446</td><td>0.446</td><td>5.8039</td><td>0.016</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 -0.120</td><td>-0.399</td><td>6.2407</td><td>0.044</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 -0.401</td><td>-0.220</td><td>11.326</td><td>0.010</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 -0.168</td><td>0.178</td><td>12.261</td><td>0.016</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 0.085</td><td>-0.035</td><td>12.510</td><td>0.028</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.118</td><td>-0.096</td><td>13.014</td><td>0.043</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.064</td><td>-0.094</td><td>13.169</td><td>0.068</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 -0.331</td><td>-0.296</td><td>17.596</td><td>0.024</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.331</td><td>-0.104</td><td>22.277</td><td>0.008</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.186</td><td>-0.195</td><td>23.850</td><td>0.008</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 0.188</td><td>0.158</td><td>25.566</td><td>0.008</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 0.209</td><td>-0.197</td><td>27.843</td><td>0.006</td></tr> </tbody> </table>		Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.446	0.446	5.8039	0.016			2 -0.120	-0.399	6.2407	0.044			3 -0.401	-0.220	11.326	0.010			4 -0.168	0.178	12.261	0.016			5 0.085	-0.035	12.510	0.028			6 0.118	-0.096	13.014	0.043			7 -0.064	-0.094	13.169	0.068			8 -0.331	-0.296	17.596	0.024			9 -0.331	-0.104	22.277	0.008			10 -0.186	-0.195	23.850	0.008			11 0.188	0.158	25.566	0.008			12 0.209	-0.197	27.843	0.006																																																																														
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.446	0.446	5.8039	0.016																																																																																																																																																								
		2 -0.120	-0.399	6.2407	0.044																																																																																																																																																								
		3 -0.401	-0.220	11.326	0.010																																																																																																																																																								
		4 -0.168	0.178	12.261	0.016																																																																																																																																																								
		5 0.085	-0.035	12.510	0.028																																																																																																																																																								
		6 0.118	-0.096	13.014	0.043																																																																																																																																																								
		7 -0.064	-0.094	13.169	0.068																																																																																																																																																								
		8 -0.331	-0.296	17.596	0.024																																																																																																																																																								
		9 -0.331	-0.104	22.277	0.008																																																																																																																																																								
		10 -0.186	-0.195	23.850	0.008																																																																																																																																																								
		11 0.188	0.158	25.566	0.008																																																																																																																																																								
		12 0.209	-0.197	27.843	0.006																																																																																																																																																								
Idinv_tun																																																																																																																																																													
<p>Date: 04/26/14 Time: 22:31 Sample: 1987 2012 Included observations: 25</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.039</td><td>0.039</td><td>0.0429</td><td>0.836</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 -0.206</td><td>-0.207</td><td>1.2826</td><td>0.527</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 -0.055</td><td>-0.039</td><td>1.3748</td><td>0.711</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.136</td><td>0.102</td><td>1.9656</td><td>0.742</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.112</td><td>-0.149</td><td>2.3910</td><td>0.793</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 -0.295</td><td>-0.258</td><td>5.4833</td><td>0.483</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.163</td><td>-0.206</td><td>6.4802</td><td>0.485</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.037</td><td>-0.112</td><td>6.5332</td><td>0.588</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.008</td><td>-0.117</td><td>6.5361</td><td>0.685</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.220</td><td>-0.297</td><td>8.7209</td><td>0.559</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.004</td><td>-0.162</td><td>8.7216</td><td>0.648</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 0.326</td><td>0.077</td><td>14.252</td><td>0.285</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.039	0.039	0.0429	0.836			2 -0.206	-0.207	1.2826	0.527			3 -0.055	-0.039	1.3748	0.711			4 0.136	0.102	1.9656	0.742			5 -0.112	-0.149	2.3910	0.793			6 -0.295	-0.258	5.4833	0.483			7 -0.163	-0.206	6.4802	0.485			8 0.037	-0.112	6.5332	0.588			9 -0.008	-0.117	6.5361	0.685			10 -0.220	-0.297	8.7209	0.559			11 -0.004	-0.162	8.7216	0.648			12 0.326	0.077	14.252	0.285	<p>Date: 04/26/14 Time: 22:30 Sample: 1987 2012 Included observations: 26</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.819</td><td>0.819</td><td>19.541</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.677</td><td>0.018</td><td>33.442</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.565</td><td>0.018</td><td>43.556</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.453</td><td>-0.056</td><td>50.351</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 0.365</td><td>0.003</td><td>54.961</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.249</td><td>-0.137</td><td>57.218</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 0.174</td><td>0.034</td><td>58.379</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.119</td><td>0.001</td><td>58.956</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 0.047</td><td>-0.082</td><td>59.051</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.046</td><td>-0.144</td><td>59.147</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.130</td><td>-0.067</td><td>59.970</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.227</td><td>-0.156</td><td>62.652</td><td>0.000</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.819	0.819	19.541	0.000			2 0.677	0.018	33.442	0.000			3 0.565	0.018	43.556	0.000			4 0.453	-0.056	50.351	0.000			5 0.365	0.003	54.961	0.000			6 0.249	-0.137	57.218	0.000			7 0.174	0.034	58.379	0.000			8 0.119	0.001	58.956	0.000			9 0.047	-0.082	59.051	0.000			10 -0.046	-0.144	59.147	0.000			11 -0.130	-0.067	59.970	0.000			12 -0.227	-0.156	62.652	0.000
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.039	0.039	0.0429	0.836																																																																																																																																																								
		2 -0.206	-0.207	1.2826	0.527																																																																																																																																																								
		3 -0.055	-0.039	1.3748	0.711																																																																																																																																																								
		4 0.136	0.102	1.9656	0.742																																																																																																																																																								
		5 -0.112	-0.149	2.3910	0.793																																																																																																																																																								
		6 -0.295	-0.258	5.4833	0.483																																																																																																																																																								
		7 -0.163	-0.206	6.4802	0.485																																																																																																																																																								
		8 0.037	-0.112	6.5332	0.588																																																																																																																																																								
		9 -0.008	-0.117	6.5361	0.685																																																																																																																																																								
		10 -0.220	-0.297	8.7209	0.559																																																																																																																																																								
		11 -0.004	-0.162	8.7216	0.648																																																																																																																																																								
		12 0.326	0.077	14.252	0.285																																																																																																																																																								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.819	0.819	19.541	0.000																																																																																																																																																								
		2 0.677	0.018	33.442	0.000																																																																																																																																																								
		3 0.565	0.018	43.556	0.000																																																																																																																																																								
		4 0.453	-0.056	50.351	0.000																																																																																																																																																								
		5 0.365	0.003	54.961	0.000																																																																																																																																																								
		6 0.249	-0.137	57.218	0.000																																																																																																																																																								
		7 0.174	0.034	58.379	0.000																																																																																																																																																								
		8 0.119	0.001	58.956	0.000																																																																																																																																																								
		9 0.047	-0.082	59.051	0.000																																																																																																																																																								
		10 -0.046	-0.144	59.147	0.000																																																																																																																																																								
		11 -0.130	-0.067	59.970	0.000																																																																																																																																																								
		12 -0.227	-0.156	62.652	0.000																																																																																																																																																								
سعر الصرف																																																																																																																																																													

Date: 04/26/14 Time: 22:32 Sample: 1987 2012 Included observations: 25						Date: 04/26/14 Time: 22:32 Sample: 1987 2012 Included observations: 26							
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob		
		1	-0.459	-0.459	5.9301	0.015			1	0.590	0.590	10.152	0.001
		2	0.172	-0.049	6.8022	0.033			2	0.558	0.322	19.609	0.000
		3	-0.042	0.024	6.8556	0.077			3	0.401	-0.022	24.700	0.000
		4	0.133	0.165	7.4226	0.115			4	0.326	-0.015	28.220	0.000
		5	-0.269	-0.193	9.8629	0.079			5	0.130	-0.205	28.807	0.000
		6	0.285	0.092	12.750	0.047			6	0.183	0.149	30.023	0.000
		7	-0.228	-0.068	14.704	0.040			7	0.001	-0.150	30.023	0.000
		8	0.031	-0.128	14.742	0.064			8	0.043	0.060	30.098	0.000
		9	0.235	0.323	17.078	0.048			9	-0.028	-0.011	30.130	0.000
		10	-0.195	-0.058	18.785	0.043			10	-0.163	-0.304	31.344	0.001
		11	0.094	0.071	19.208	0.057			11	-0.173	0.071	32.792	0.001
		12	-0.071	-0.146	19.468	0.078			12	-0.196	-0.076	34.799	0.001

سعر الفائدة

الملحق 19: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة صافيتدفقاتالاستثمار الأجنبي المباشر بتونس النموذج الثالث:

Null Hypothesis: DINV_TUN_ has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.203393	0.1064
Test critical values:		1% level	-4.374307	
		5% level	-3.603202	
		10% level	-3.238054	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(DINV_TUN_) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 20:49 Sample (adjusted): 1988 2012 Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_TUN_(-1)	-0.708208	0.221080	-3.203393	0.0041
C	27.49622	265.5973	0.103526	0.9185
@TREND(1987)	37.58020	23.08414	1.627966	0.1178

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: DINV_TUN_ has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.718254	0.0851
Test critical values:		1% level	-3.724070	
		5% level	-2.986225	
		10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DINV_TUN_)
 Method: Least Squares
 Date: 04/26/14 Time: 20:50
 Sample (adjusted): 1988 2012
 Included observations: 25 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_TUN_(-1)	-0.477476	0.175655	-2.718254	0.0123
C	351.0433	182.4020	1.924559	0.0667

النموذج الأول:

Null Hypothesis: DINV_TUN_ has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.967877	0.2883
Test critical values:		
1% level	-2.664853	
5% level	-1.955681	
10% level	-1.608793	

الملحق 20: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الأولى صافيتدققا تالاستثمار الأجنبي المباشر بتونس النموذج السادس:

Null Hypothesis: D(DINV_TUN_) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.490530	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.394309	
5% level	-3.612199	
10% level	-3.243079	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(DINV_TUN_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/26/14 Time: 20:52
 Sample (adjusted): 1989 2012
 Included observations: 24 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_TUN_(-1))	-1.548036	0.182325	-8.490530	0.0000
C	252.2412	297.2162	0.848679	0.4056
@TREND(1987)	-17.40641	19.59885	-0.888134	0.3845

النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(DINV_TUN_) has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-8.484879	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.737853	
	5% level		-2.991878	
	10% level		-2.635542	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_TUN_,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 20:54				
Sample (adjusted): 1989 2012				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_TUN_(-1))	-1.531870	0.180541	-8.484879	0.0000
C	17.07614	134.3543	0.127098	0.9000

النموذج الرابع

Null Hypothesis: D(DINV_TUN_) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-8.671418	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.664853	
	5% level		-1.955681	
	10% level		-1.608793	

الملحق 21: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة صافيتدفقاتالاستثمار الأجنبي غير المباشر بتونس
النموذج الثالث:

Null Hypothesis: IDINV_TUN_ has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.673644	0.0443
Test critical values:				
	1% level		-4.394309	
	5% level		-3.612199	
	10% level		-3.243079	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(IDINV_TUN_) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 20:58 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDINV_TUN_(-1)	-0.788777	0.214712	-3.673644	0.0015
D(IDINV_TUN_(-1))	0.424274	0.207919	2.040576	0.0547
C	18.49201	12.89878	1.433625	0.1671
@TREND(1987)	-0.312734	0.799554	-0.391135	0.6998

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: IDINV_TUN_ has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.732591	0.0101
Test critical values:				
	1% level		-3.737853	
	5% level		-2.991878	
	10% level		-2.635542	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(IDINV_TUN_) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 20:59 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDINV_TUN_(-1)	-0.783628	0.209942	-3.732591	0.0012
D(IDINV_TUN_(-1))	0.417665	0.203009	2.057372	0.0523
C	14.18289	6.571900	2.158111	0.0426

النموذج الأول:

Null Hypothesis: IDINV_TUN_ has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.461705	0.0161
Test critical values:	1% level	-2.660720
	5% level	-1.955020
	10% level	-1.609070

الملحق 22: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي لتونس
النموذج الثالث:

Null Hypothesis: TI_TUN_ has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic		Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.178625		0.1113
Test critical values:	1% level	-4.374307		
	5% level	-3.603202		
	10% level	-3.238054		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TI_TUN_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:02				
Sample (adjusted): 1988 2012				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_TUN_(-1)	-0.587428	0.184806	-3.178625	0.0043
C	3.246061	0.998732	3.250181	0.0037
@TREND(1987)	-0.134574	0.043698	-3.079654	0.0055

Null Hypothesis: TI_TUN_ has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.372846	0.8991
Test critical values:	1% level		-3.737853	
	5% level		-2.991878	
	10% level		-2.635542	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TI_TUN_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:04				
Sample (adjusted): 1989 2012				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_TUN_(-1)	-0.070597	0.189346	-0.372846	0.7130
D(TI_TUN_(-1))	-0.458652	0.223878	-2.048667	0.0532
C	0.020662	0.614023	0.033650	0.9735

النموذج الأول:

Null Hypothesis: TI_TUN_ has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.743264	0.3838
Test critical values:	1% level		-2.664853	
	5% level		-1.955681	
	10% level		-1.608793	

الملحق 23: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الأولى سعر الفائدة الحقيقي بتونس النموذج السادس

Null Hypothesis: D(TI_TUN_) has a unit root					
Exogenous: Constant, Linear Trend					
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-8.370828	0.0000	
Test critical values:					
	1% level		-4.394309		
	5% level		-3.612199		
	10% level		-3.243079		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(TI_TUN_,2)					
Method: Least Squares					
Date: 04/26/14 Time: 21:05					
Sample (adjusted): 1989 2012					
Included observations: 24 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(TI_TUN_(-1))	-1.561022	0.186484	-8.370828	0.0000
	C	0.844612	0.593202	1.423818	0.1692
	@TREND(1987)	-0.076235	0.039328	-1.938435	0.0661

النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(TI_TUN_) has a unit root					
Exogenous: Constant					
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.689005	0.0000	
Test critical values:					
	1% level		-3.737853		
	5% level		-2.991878		
	10% level		-2.635542		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(TI_TUN_,2)					
Method: Least Squares					
Date: 04/26/14 Time: 21:06					
Sample (adjusted): 1989 2012					
Included observations: 24 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(TI_TUN_(-1))	-1.497154	0.194714	-7.689005	0.0000
	C	-0.181096	0.284445	-0.636663	0.5309

Null Hypothesis: D(TI_TUN_) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.771800	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.664853
	5% level	-1.955681
	10% level	-1.608793

الملحق 24: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة سعر الصرف لتونس
النموذج الثالث:

Null Hypothesis: TC_TUN_ has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic		Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.090554		0.5258
Test critical values:	1% level	-4.374307		
	5% level	-3.603202		
	10% level	-3.238054		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TC_TUN_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:10				
Sample (adjusted): 1988 2012				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_TUN_(-1)	-0.343493	0.164307	-2.090554	0.0483
C	0.304179	0.138402	2.197798	0.0388
@TREND(1987)	0.009276	0.004652	1.993932	0.0587

Null Hypothesis: TC_TUN_ has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-0.643097	0.8434
Test critical values:				
	1% level		-3.724070	
	5% level		-2.986225	
	10% level		-2.632604	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TC_TUN_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:10				
Sample (adjusted): 1988 2012				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_TUN_(-1)	-0.049675	0.077243	-0.643097	0.5265
C	0.086406	0.090341	0.956443	0.3488

Null Hypothesis: TC_TUN_ has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			1.713876	0.9756
Test critical values:				
	1% level		-2.660720	
	5% level		-1.955020	
	10% level		-1.609070	

الملحق 25: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الأولى سعر الصرف الدينار التونسي
النموذج السادس

Null Hypothesis: D(TC_TUN_) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.132346	0.0174
Test critical values:				
	1% level		-4.394309	
	5% level		-3.612199	
	10% level		-3.243079	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TC_TUN_,2) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 21:12 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_(-1))	-0.952366	0.230466	-4.132346	0.0005
C	0.019004	0.037943	0.500859	0.6217
@TREND(1987)	0.000668	0.002454	0.272010	0.7883

النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(TC_TUN_) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.248941	0.0031
Test critical values:				
	1% level		-3.737853	
	5% level		-2.991878	
	10% level		-2.635542	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TC_TUN_,2) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 21:13 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_(-1))	-0.956411	0.225094	-4.248941	0.0003
C	0.028113	0.017460	1.610162	0.1216

Null Hypothesis: D(TC_TUN_) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.813735	0.0005
Test critical values:	1% level	-2.664853
	5% level	-1.955681
	10% level	-1.608793

الملحق 26: تحديد الفجوات

Endogenous variables: IDINV_TUN_						
Exogenous variables: D(TC_TUN_) D(TI_TUN_) C						
Date: 04/26/14 Time: 21:19						
Sample: 1987 2012						
Included observations: 22						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-106.5017	NA*	1234.642	9.954704	10.10348	9.989751
1	-104.4331	3.385083	1123.006	9.857553	10.05592	9.904283
2	-102.4494	3.065724	1031.043*	9.768125*	10.01609*	9.826538*
3	-101.9406	0.740003	1084.710	9.812784	10.11034	9.882879
4	-101.5899	0.478201	1160.746	9.871813	10.21896	9.953591
* 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						

الملحق رقم 27: اختبار علاقة التكامل لـ johansen

























Date: 04/28/14 Time: 20:04				
Sample (adjusted): 1989 2012				
Included observations: 24 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: TC_TUN_ TI_TUN_				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.326868	9.823437	15.49471	0.2946
At most 1	0.013406	0.323914	3.841466	0.5693
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.326868	9.499523	14.26460	0.2469
At most 1	0.013406	0.323914	3.841466	0.5693
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

الملحق 28: نتائج تقدير العلاقة الانحدارية بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر و سعر الصرف، و سعر الفائدة.

Dependent Variable: IDINV_TUN_				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:32				
Sample (adjusted): 1988 2012				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_)	-78.9792	82.25185	0.960217	0.0317
D(TI_TUN_)	2.50482	4.214766	0.594304	0.0502
C	16.29587	6.633945	2.456437	0.0224
R-squared	0.484108799	Mean dependent var	18.25440	
Adjusted R-squared	-0.038097	S.D. dependent var	30.39239	
S.E. of regression	30.96591	Akaike info criterion	9.815817	
Sum squared resid	21095.52	Schwarz criterion	9.962082	
Log likelihood	-119.6977	Hannan-Quinn criter.	9.856385	
F-statistic	0.961093	Durbin-Watson stat	1.153512	
Prob(F-statistic)	0.057948			

الملحق 29: التمثيل دوال الارتباط للبواقي ε_i

Date: 04/26/14 Time: 21:38
Sample: 1987 2012
Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.048	0.048	0.0632	0.801
		2 -0.327	-0.330	3.0924	0.213
		3 -0.411	-0.420	8.0999	0.044
		4 -0.114	-0.304	8.5020	0.075
		5 0.216	-0.149	10.035	0.074
		6 0.303	-0.007	13.212	0.040
		7 0.057	-0.019	13.331	0.064
		8 -0.253	-0.147	15.834	0.045
		9 -0.168	-0.043	17.001	0.049
		10 -0.129	-0.275	17.739	0.060
		11 0.260	-0.002	20.974	0.034
		12 0.085	-0.261	21.350	0.045

الملحق 30: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_i

1-النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RESID013 has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.003908	0.0235		
Test critical values:	1% level	-4.416345		
	5% level	-3.622033		
	10% level	-3.248592		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESID013)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:41				
Sample (adjusted): 1990 2012				
Included observations: 23 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID013(-1)	-0.865682	0.216209	-4.003908	0.0008
D(RESID013(-1))	0.500192	0.206343	2.424078	0.0255
C	4.654718	12.81811	0.363136	0.7205
@TREND(1987)	-0.343846	0.828269	-0.415139	0.6827

Null Hypothesis: RESID013 has a unit root					
Exogenous: Constant					
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.074822	0.0048	
Test critical values:	1% level		-3.752946		
	5% level		-2.998064		
	10% level		-2.638752		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(RESID013)					
Method: Least Squares					
Date: 04/26/14 Time: 21:42					
Sample (adjusted): 1990 2012					
Included observations: 23 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	RESID013(-1)	-0.861774	0.211488	-4.074822	0.0006
	D(RESID013(-1))	0.495039	0.201663	2.454788	0.0234
	C	-0.153559	5.376371	-0.028562	0.9775

Null Hypothesis: RESID013 has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.175282	0.0002
Test critical values:	1% level		-2.669359	
	5% level		-1.956406	
	10% level		-1.608495	

الملحق 31: تحديد الفجوات

Endogenous variables: D(DINV_TUN_) Exogenous variables: D(TI_TUN_) D(TC_TUN_) C Date: 04/26/14 Time: 22:20 Sample: 1987 2012 Included observations: 21						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-168.3596	NA*	717877.1	16.31996	16.46918	16.35235
1	-166.0444	3.748458	635099.3*	16.19470*	16.39366*	16.23788*
2	-165.6833	0.550192	678062.6	16.25555	16.50425	16.30953
3	-165.6755	0.011217	750523.3	16.35004	16.64848	16.41481
4	-165.5010	0.232640	820172.0	16.42867	16.77684	16.50423
* 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						

الملحق 32: اختبار التكامل المتزامن

Date: 04/26/14 Time: 22:23 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments Trend assumption: Linear deterministic trend Series: DINV_TUN_ TC_TUN_ TI_TUN_ Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.400834	15.21543	29.79707	0.7660
At most 1	0.111727	2.922246	15.49471	0.9703
At most 2	0.003279	0.078825	3.841466	0.7789
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.400834	12.29318	21.13162	0.5190
At most 1	0.111727	2.843421	14.26460	0.9566
At most 2	0.003279	0.078825	3.841466	0.7789
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

الملحق 33: تقدير العلاقة الانحدارية ل dnv_tun , tc_tun , ti_tun

Dependent Variable: D(DINV_TUN_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 21:49				
Sample (adjusted): 1988 2012				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_TUN_)	-177.4711	1936.293	-0.591655	0.02789
D(TI_TUN_)	-171.0504	99.21989	-1.723953	0.05074
C	-8.957245	156.1698	-0.057356	0.54774
R-squared	0.120302	Mean dependent var		9.602400
Adjusted R-squared	0.040329	S.D. dependent var		744.1286
S.E. of regression	728.9691	Akaike info criterion		16.13331
Sum squared resid	11690711	Schwarz criterion		16.27957
Log likelihood	-198.6663	Hannan-Quinn criter.		16.17387
F-statistic	0.504243	Durbin-Watson stat		2.693090
Prob(F-statistic)	0.024415			

الملحق 34: التمثيل البياني للارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 04/28/14 Time: 21:11
 Sample: 1987 2012
 Included observations: 25

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 -0.352	-0.352	3.4874	0.062
		2 0.258	0.153	5.4467	0.066
		3 -0.230	-0.115	7.0630	0.070
		4 0.094	-0.049	7.3477	0.119
		5 -0.198	-0.150	8.6662	0.123
		6 0.055	-0.082	8.7726	0.187
		7 -0.159	-0.141	9.7228	0.205
		8 0.223	0.122	11.690	0.166
		9 -0.129	-0.009	12.389	0.192
		10 0.161	0.022	13.560	0.194
		11 -0.242	-0.185	16.388	0.127
		12 0.010	-0.218	16.393	0.174

الملحق 35: اختبار استقرار البواقي

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RESID000 has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.042501	0.0000
Test critical values:		1% level	-4.394309	
		5% level	-3.612199	
		10% level	-3.243079	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID000) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 22:26 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID000(-1)	-1.403952	0.199354	-7.042501	0.0000
C	380.8154	302.7113	1.258015	0.2222
@TREND(1987)	-27.83561	19.98325	-1.392947	0.1782

النموذج الثاني

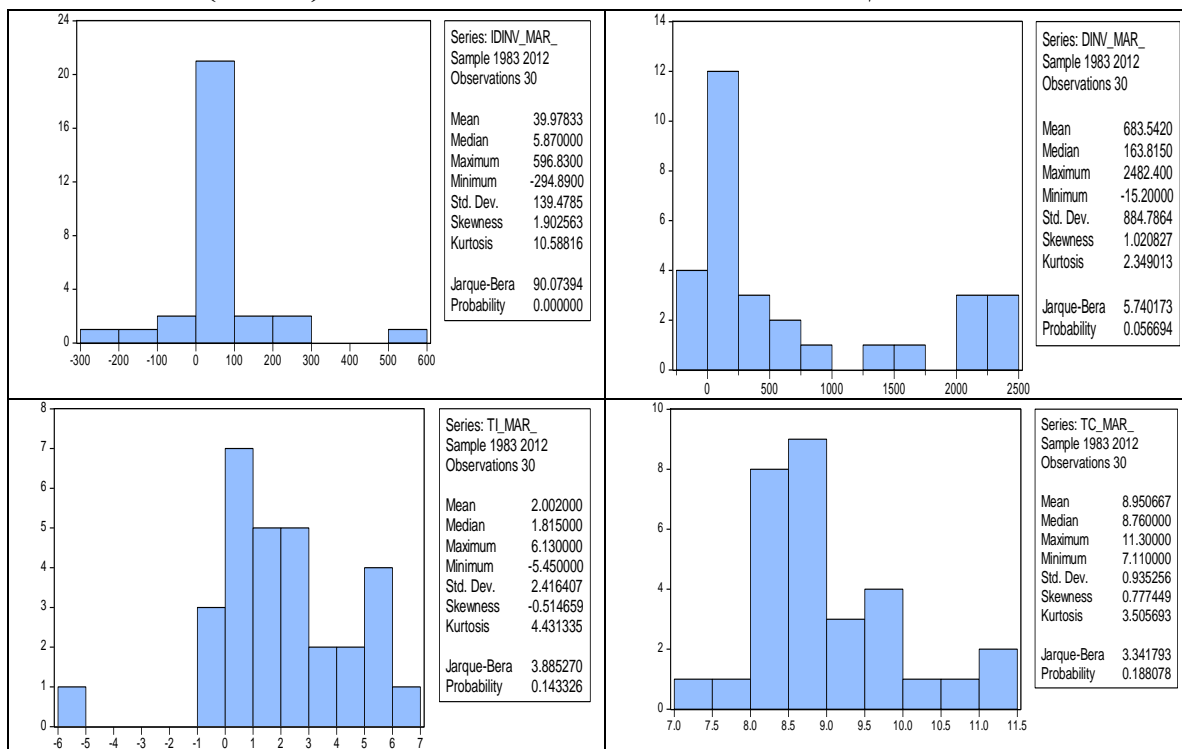
Null Hypothesis: RESID000 has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.762846	0.0000
Test critical values:		1% level	-3.737853	
		5% level	-2.991878	
		10% level	-2.635542	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID000) Method: Least Squares Date: 04/26/14 Time: 22:26 Sample (adjusted): 1989 2012 Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

RESID000(-1)	-1.356228	0.200541	-6.762846	0.0000
C	4.317646	139.1840	0.031021	0.9755

النموذج الأول

Null Hypothesis: RESID000 has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.915622	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.664853
	5% level	-1.955681
	10% level	-1.608793

الملحق رقم 36: الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية (المغرب)



الملحق رقم 37: التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلاسل Ti_Mar ، TC_Mar ، DIVS_mar
dinv_mar

<p>Date: 04/26/14 Time: 22:50 Sample: 1983 2012 Included observations: 29</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 -0.407</td><td>-0.407</td><td>5.3187</td><td>0.021</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 -0.020</td><td>-0.223</td><td>5.3322</td><td>0.070</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.030</td><td>-0.089</td><td>5.3640</td><td>0.147</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 -0.063</td><td>-0.113</td><td>5.5074</td><td>0.239</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 0.061</td><td>-0.016</td><td>5.6477</td><td>0.342</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.081</td><td>0.116</td><td>5.9019</td><td>0.434</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.354</td><td>-0.328</td><td>11.010</td><td>0.138</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.184</td><td>-0.145</td><td>12.457</td><td>0.132</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 0.084</td><td>0.057</td><td>12.771</td><td>0.173</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.056</td><td>0.030</td><td>12.920</td><td>0.228</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 0.017</td><td>-0.017</td><td>12.935</td><td>0.298</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 0.012</td><td>0.060</td><td>12.942</td><td>0.373</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 -0.407	-0.407	5.3187	0.021			2 -0.020	-0.223	5.3322	0.070			3 0.030	-0.089	5.3640	0.147			4 -0.063	-0.113	5.5074	0.239			5 0.061	-0.016	5.6477	0.342			6 0.081	0.116	5.9019	0.434			7 -0.354	-0.328	11.010	0.138			8 0.184	-0.145	12.457	0.132			9 0.084	0.057	12.771	0.173			10 -0.056	0.030	12.920	0.228			11 0.017	-0.017	12.935	0.298			12 0.012	0.060	12.942	0.373	<p>Date: 04/26/14 Time: 22:48 Sample: 1983 2012 Included observations: 30</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.646</td><td>0.646</td><td>13.818</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.519</td><td>0.175</td><td>23.064</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.527</td><td>0.244</td><td>32.956</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.446</td><td>0.013</td><td>40.313</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 0.340</td><td>-0.062</td><td>44.741</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 0.187</td><td>-0.215</td><td>46.148</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 0.001</td><td>-0.307</td><td>46.148</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.029</td><td>0.096</td><td>46.184</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 0.024</td><td>0.118</td><td>46.211</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.154</td><td>-0.134</td><td>47.356</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.124</td><td>0.149</td><td>48.137</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.103</td><td>0.017</td><td>48.703</td><td>0.000</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.646	0.646	13.818	0.000			2 0.519	0.175	23.064	0.000			3 0.527	0.244	32.956	0.000			4 0.446	0.013	40.313	0.000			5 0.340	-0.062	44.741	0.000			6 0.187	-0.215	46.148	0.000			7 0.001	-0.307	46.148	0.000			8 0.029	0.096	46.184	0.000			9 0.024	0.118	46.211	0.000			10 -0.154	-0.134	47.356	0.000			11 -0.124	0.149	48.137	0.000			12 -0.103	0.017	48.703	0.000
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 -0.407	-0.407	5.3187	0.021																																																																																																																																																								
		2 -0.020	-0.223	5.3322	0.070																																																																																																																																																								
		3 0.030	-0.089	5.3640	0.147																																																																																																																																																								
		4 -0.063	-0.113	5.5074	0.239																																																																																																																																																								
		5 0.061	-0.016	5.6477	0.342																																																																																																																																																								
		6 0.081	0.116	5.9019	0.434																																																																																																																																																								
		7 -0.354	-0.328	11.010	0.138																																																																																																																																																								
		8 0.184	-0.145	12.457	0.132																																																																																																																																																								
		9 0.084	0.057	12.771	0.173																																																																																																																																																								
		10 -0.056	0.030	12.920	0.228																																																																																																																																																								
		11 0.017	-0.017	12.935	0.298																																																																																																																																																								
		12 0.012	0.060	12.942	0.373																																																																																																																																																								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.646	0.646	13.818	0.000																																																																																																																																																								
		2 0.519	0.175	23.064	0.000																																																																																																																																																								
		3 0.527	0.244	32.956	0.000																																																																																																																																																								
		4 0.446	0.013	40.313	0.000																																																																																																																																																								
		5 0.340	-0.062	44.741	0.000																																																																																																																																																								
		6 0.187	-0.215	46.148	0.000																																																																																																																																																								
		7 0.001	-0.307	46.148	0.000																																																																																																																																																								
		8 0.029	0.096	46.184	0.000																																																																																																																																																								
		9 0.024	0.118	46.211	0.000																																																																																																																																																								
		10 -0.154	-0.134	47.356	0.000																																																																																																																																																								
		11 -0.124	0.149	48.137	0.000																																																																																																																																																								
		12 -0.103	0.017	48.703	0.000																																																																																																																																																								
<p>D(dinv)_mar</p> <p>Date: 04/26/14 Time: 22:57 Sample: 1983 2012 Included observations: 30</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.421</td><td>0.421</td><td>5.8653</td><td>0.015</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.200</td><td>0.027</td><td>7.2331</td><td>0.027</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 -0.210</td><td>-0.369</td><td>8.8076</td><td>0.032</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 -0.131</td><td>0.109</td><td>9.4411</td><td>0.051</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.137</td><td>-0.009</td><td>10.166</td><td>0.071</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 -0.080</td><td>-0.145</td><td>10.420</td><td>0.108</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.072</td><td>0.006</td><td>10.638</td><td>0.155</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 -0.019</td><td>0.029</td><td>10.654</td><td>0.222</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.012</td><td>-0.063</td><td>10.660</td><td>0.300</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 0.052</td><td>0.058</td><td>10.791</td><td>0.374</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 0.019</td><td>-0.021</td><td>10.810</td><td>0.459</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.033</td><td>-0.112</td><td>10.867</td><td>0.540</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.421	0.421	5.8653	0.015			2 0.200	0.027	7.2331	0.027			3 -0.210	-0.369	8.8076	0.032			4 -0.131	0.109	9.4411	0.051			5 -0.137	-0.009	10.166	0.071			6 -0.080	-0.145	10.420	0.108			7 -0.072	0.006	10.638	0.155			8 -0.019	0.029	10.654	0.222			9 -0.012	-0.063	10.660	0.300			10 0.052	0.058	10.791	0.374			11 0.019	-0.021	10.810	0.459			12 -0.033	-0.112	10.867	0.540	<p>dinv_mar</p> <p>Date: 04/26/14 Time: 22:51 Sample: 1983 2012 Included observations: 30</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 -0.082</td><td>-0.082</td><td>0.2203</td><td>0.639</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 -0.386</td><td>-0.395</td><td>5.3236</td><td>0.070</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.046</td><td>-0.036</td><td>5.3989</td><td>0.145</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.162</td><td>0.013</td><td>6.3649</td><td>0.174</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.182</td><td>-0.185</td><td>7.6341</td><td>0.178</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 -0.152</td><td>-0.154</td><td>8.5598</td><td>0.200</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 0.184</td><td>0.024</td><td>9.9706</td><td>0.190</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.053</td><td>-0.048</td><td>10.091</td><td>0.259</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.038</td><td>0.069</td><td>10.157</td><td>0.338</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 0.120</td><td>0.164</td><td>10.851</td><td>0.369</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 0.009</td><td>0.013</td><td>10.855</td><td>0.456</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.144</td><td>-0.030</td><td>11.959</td><td>0.449</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 -0.082	-0.082	0.2203	0.639			2 -0.386	-0.395	5.3236	0.070			3 0.046	-0.036	5.3989	0.145			4 0.162	0.013	6.3649	0.174			5 -0.182	-0.185	7.6341	0.178			6 -0.152	-0.154	8.5598	0.200			7 0.184	0.024	9.9706	0.190			8 0.053	-0.048	10.091	0.259			9 -0.038	0.069	10.157	0.338			10 0.120	0.164	10.851	0.369			11 0.009	0.013	10.855	0.456			12 -0.144	-0.030	11.959	0.449
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.421	0.421	5.8653	0.015																																																																																																																																																								
		2 0.200	0.027	7.2331	0.027																																																																																																																																																								
		3 -0.210	-0.369	8.8076	0.032																																																																																																																																																								
		4 -0.131	0.109	9.4411	0.051																																																																																																																																																								
		5 -0.137	-0.009	10.166	0.071																																																																																																																																																								
		6 -0.080	-0.145	10.420	0.108																																																																																																																																																								
		7 -0.072	0.006	10.638	0.155																																																																																																																																																								
		8 -0.019	0.029	10.654	0.222																																																																																																																																																								
		9 -0.012	-0.063	10.660	0.300																																																																																																																																																								
		10 0.052	0.058	10.791	0.374																																																																																																																																																								
		11 0.019	-0.021	10.810	0.459																																																																																																																																																								
		12 -0.033	-0.112	10.867	0.540																																																																																																																																																								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 -0.082	-0.082	0.2203	0.639																																																																																																																																																								
		2 -0.386	-0.395	5.3236	0.070																																																																																																																																																								
		3 0.046	-0.036	5.3989	0.145																																																																																																																																																								
		4 0.162	0.013	6.3649	0.174																																																																																																																																																								
		5 -0.182	-0.185	7.6341	0.178																																																																																																																																																								
		6 -0.152	-0.154	8.5598	0.200																																																																																																																																																								
		7 0.184	0.024	9.9706	0.190																																																																																																																																																								
		8 0.053	-0.048	10.091	0.259																																																																																																																																																								
		9 -0.038	0.069	10.157	0.338																																																																																																																																																								
		10 0.120	0.164	10.851	0.369																																																																																																																																																								
		11 0.009	0.013	10.855	0.456																																																																																																																																																								
		12 -0.144	-0.030	11.959	0.449																																																																																																																																																								
<p>Ti_mar</p> <p>Date: 04/26/14 Time: 22:55 Sample: 1983 2012 Included observations: 29</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.259</td><td>0.259</td><td>2.1586</td><td>0.142</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 -0.294</td><td>-0.387</td><td>5.0334</td><td>0.081</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 -0.161</td><td>0.057</td><td>5.9246</td><td>0.115</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.104</td><td>0.039</td><td>6.3167</td><td>0.177</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.064</td><td>-0.208</td><td>6.4684</td><td>0.263</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 -0.219</td><td>-0.095</td><td>8.3360</td><td>0.215</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.111</td><td>-0.083</td><td>8.8415</td><td>0.264</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 0.187</td><td>0.138</td><td>10.338</td><td>0.242</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 0.133</td><td>-0.044</td><td>11.130</td><td>0.267</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.251</td><td>-0.269</td><td>14.107</td><td>0.168</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.191</td><td>0.028</td><td>15.930</td><td>0.144</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 0.117</td><td>-0.031</td><td>16.652</td><td>0.163</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.259	0.259	2.1586	0.142			2 -0.294	-0.387	5.0334	0.081			3 -0.161	0.057	5.9246	0.115			4 0.104	0.039	6.3167	0.177			5 -0.064	-0.208	6.4684	0.263			6 -0.219	-0.095	8.3360	0.215			7 -0.111	-0.083	8.8415	0.264			8 0.187	0.138	10.338	0.242			9 0.133	-0.044	11.130	0.267			10 -0.251	-0.269	14.107	0.168			11 -0.191	0.028	15.930	0.144			12 0.117	-0.031	16.652	0.163	<p>Idinv_mar</p> <p>Date: 04/26/14 Time: 22:54 Sample: 1983 2012 Included observations: 30</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Autocorrelation</th> <th>Partial Correlation</th> <th>AC</th> <th>PAC</th> <th>Q-Stat</th> <th>Prob</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td></td><td></td><td>1 0.673</td><td>0.673</td><td>14.995</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>2 0.331</td><td>-0.223</td><td>18.750</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>3 0.238</td><td>0.222</td><td>20.757</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>4 0.154</td><td>-0.138</td><td>21.637</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>5 -0.039</td><td>-0.185</td><td>21.696</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>6 -0.206</td><td>-0.121</td><td>23.396</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>7 -0.234</td><td>-0.013</td><td>25.683</td><td>0.001</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>8 -0.224</td><td>-0.060</td><td>27.876</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>9 -0.277</td><td>-0.116</td><td>31.394</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>10 -0.405</td><td>-0.270</td><td>39.278</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>11 -0.336</td><td>0.150</td><td>44.969</td><td>0.000</td></tr> <tr><td></td><td></td><td>12 -0.177</td><td>-0.048</td><td>46.642</td><td>0.000</td></tr> </tbody> </table>	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob			1 0.673	0.673	14.995	0.000			2 0.331	-0.223	18.750	0.000			3 0.238	0.222	20.757	0.000			4 0.154	-0.138	21.637	0.000			5 -0.039	-0.185	21.696	0.001			6 -0.206	-0.121	23.396	0.001			7 -0.234	-0.013	25.683	0.001			8 -0.224	-0.060	27.876	0.000			9 -0.277	-0.116	31.394	0.000			10 -0.405	-0.270	39.278	0.000			11 -0.336	0.150	44.969	0.000			12 -0.177	-0.048	46.642	0.000
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.259	0.259	2.1586	0.142																																																																																																																																																								
		2 -0.294	-0.387	5.0334	0.081																																																																																																																																																								
		3 -0.161	0.057	5.9246	0.115																																																																																																																																																								
		4 0.104	0.039	6.3167	0.177																																																																																																																																																								
		5 -0.064	-0.208	6.4684	0.263																																																																																																																																																								
		6 -0.219	-0.095	8.3360	0.215																																																																																																																																																								
		7 -0.111	-0.083	8.8415	0.264																																																																																																																																																								
		8 0.187	0.138	10.338	0.242																																																																																																																																																								
		9 0.133	-0.044	11.130	0.267																																																																																																																																																								
		10 -0.251	-0.269	14.107	0.168																																																																																																																																																								
		11 -0.191	0.028	15.930	0.144																																																																																																																																																								
		12 0.117	-0.031	16.652	0.163																																																																																																																																																								
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob																																																																																																																																																								
		1 0.673	0.673	14.995	0.000																																																																																																																																																								
		2 0.331	-0.223	18.750	0.000																																																																																																																																																								
		3 0.238	0.222	20.757	0.000																																																																																																																																																								
		4 0.154	-0.138	21.637	0.000																																																																																																																																																								
		5 -0.039	-0.185	21.696	0.001																																																																																																																																																								
		6 -0.206	-0.121	23.396	0.001																																																																																																																																																								
		7 -0.234	-0.013	25.683	0.001																																																																																																																																																								
		8 -0.224	-0.060	27.876	0.000																																																																																																																																																								
		9 -0.277	-0.116	31.394	0.000																																																																																																																																																								
		10 -0.405	-0.270	39.278	0.000																																																																																																																																																								
		11 -0.336	0.150	44.969	0.000																																																																																																																																																								
		12 -0.177	-0.048	46.642	0.000																																																																																																																																																								
<p>D(Tc_mar)</p>	<p>Tc_mar</p>																																																																																																																																																												

الملحق 38: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة صافيتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر المغرب

dinv_mar

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: DINV_MAR_ has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.373277	0.0748
Test critical values:				
	1% level		-4.309824	
	5% level		-3.574244	
	10% level		-3.221728	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_MAR_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 23:00				
Sample (adjusted): 1984 2012				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_MAR_(-1)	-0.626188	0.185632	-3.373277	0.0023
C	-314.1706	230.9121	-1.360564	0.1853
@TREND(1983)	52.49093	18.12602	2.895888	0.0076

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: DINV_MAR_ has a unit rootJ				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.647243	0.4465
Test critical values:				
	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_MAR_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 23:00				
Sample (adjusted): 1984 2012				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DINV_MAR_(-1)	-0.240148	0.145788	-1.647243	0.1111
C	233.2644	149.6505	1.558729	0.1307

Null Hypothesis: DINV_MAR_ has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.080600	0.7002
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

الملحق (38): نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الاولى صافيتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر

بتونس $D(\text{dinv_mar})$

النموذج السادس

Null Hypothesis: D(DINV_MAR_) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.857392	0.0000	
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_MAR_,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 23:02				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_MAR_(-1))	-1.423491	0.181166	-7.857392	0.0000
C	-72.98749	257.5934	-0.283344	0.7792
@TREND(1983)	12.49371	14.80859	0.843680	0.4068

النموذج الخامس

Null Hypothesis: D(DINV_MAR_) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.855660	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.689194
	5% level	-2.971853

10% level		-2.625121		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(DINV_MAR_,2)				
Method: Least Squares				
Date: 04/26/14 Time: 23:02				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DINV_MAR_(-1))	-1.407517	0.179172	-7.855660	0.0000
C	119.3943	119.1591	1.001973	0.3256

النموذج الرابع

Null Hypothesis: D(DINV_MAR_) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.791181	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

الملحق 39: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة صافيتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالمغرب

Idinv_mar

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: IDINV_MAR_ has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
	t-Statistic	Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.696135	0.0004		
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(IDINV_MAR_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/14 Time: 13:00				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

IDINV_MAR_(-1)	-1.574439	0.276405	-5.696135	0.0000
D(IDINV_MAR_(-1))	0.436574	0.190229	2.294991	0.0308
C	20.79072	56.06267	0.370848	0.7140
@TREND(1983)	2.767127	3.247887	0.851978	0.4026

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: IDINV_MAR_ has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.663437	0.0001
Test critical values:				
	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(IDINV_MAR_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/14 Time: 13:01				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IDINV_MAR_(-1)	-1.537087	0.271405	-5.663437	0.0000
D(IDINV_MAR_(-1))	0.422524	0.188471	2.241851	0.0341
C	62.20607	27.77510	2.239635	0.0342

النموذج الأول:

Null Hypothesis: IDINV_MAR_ has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.262923	0.0000
Test critical values:				
	1% level		-2.647120	
	5% level		-1.952910	
	10% level		-1.610011	

الملحق 40: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة سعر الفائدة الحقيقي للمغرب Ti_mar

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: TI_MAR_ has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			-3.280947	0.0894
	1% level		-4.309824	
	5% level		-3.574244	
	10% level		-3.221728	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TI_MAR_) Method: Least Squares Date: 04/27/14 Time: 13:02 Sample (adjusted): 1984 2012 Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_MAR_(-1)	-0.579858	0.176735	-3.280947	0.0029
C	1.405160	0.951006	1.477550	0.1515
@TREND(1983)	-0.013723	0.051035	-0.268901	0.7901

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: TI_MAR_ has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic				
Test critical values:			-3.334372	0.0224
	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(TI_MAR_) Method: Least Squares Date: 04/27/14 Time: 13:02 Sample (adjusted): 1984 2012 Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TI_MAR_(-1)	-0.578991	0.173643	-3.334372	0.0025
C	1.197565	0.545726	2.194443	0.0370

Null Hypothesis: TI_MAR_ has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.356337	0.0202
Test critical values:	1% level	-2.647120
	5% level	-1.952910
	10% level	-1.610011

الملحق 41: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة سعر الصرف الدرهم المغربي Tc_mar

النموذج الثالث:

Null Hypothesis: TC_MAR_ has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
		t-Statistic		Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.600253		0.2829
Test critical values:	1% level	-4.323979		
	5% level	-3.580623		
	10% level	-3.225334		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(TC_MAR_)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/14 Time: 13:11				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_MAR_(-1)	-0.322229	0.123922	-2.600253	0.0157
D(TC_MAR_(-1))	0.393180	0.166910	2.355643	0.0270
C	2.864315	1.138014	2.516942	0.0189
@TREND(1983)	0.001583	0.013337	0.118663	0.9065

النموذج الثاني:

Null Hypothesis: TC_MAR_ has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.651585	0.0951
Test critical values:	1% level	-3.689194
	5% level	-2.971853
	10% level	-2.625121

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(TC_MAR_)
 Method: Least Squares
 Date: 04/27/14 Time: 13:12
 Sample (adjusted): 1985 2012
 Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TC_MAR_(-1)	-0.322010	0.121441	-2.651585	0.0137
D(TC_MAR_(-1))	0.388200	0.158331	2.451827	0.0215
C	2.887044	1.099436	2.625932	0.0145

النموذج الأول:

Null Hypothesis: TC_MAR_ has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.163221	0.7261
Test critical values:		
1% level	-2.647120	
5% level	-1.952910	
10% level	-1.610011	

الملحق 42: نتائج اختبار الجذور الأحادية (ADF) لسلسلة الفروق الأولى سعر الصرف الدرهم الغربي $D(Tc_mar)$ النموذج السادس

Null Hypothesis: D(TC_MAR_) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.152203	0.0147
Test critical values:		
1% level	-4.323979	
5% level	-3.580623	
10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(TC_MAR_,2)
 Method: Least Squares
 Date: 04/27/14 Time: 13:13
 Sample (adjusted): 1985 2012
 Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_MAR_(-1))	-0.734658	0.176932	-4.152203	0.0003
C	-0.032245	0.258206	-0.124882	0.9016
@TREND(1983)	0.001066	0.014793	0.072091	0.9431

Null Hypothesis: D(TC_MAR_) has a unit root					
Exogenous: Constant					
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)					
			t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.402669	0.0017	
Test critical values:	1% level		-3.689194		
	5% level		-2.971853		
	10% level		-2.625121		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation					
Dependent Variable: D(TC_MAR_,2)					
Method: Least Squares					
Date: 04/27/14 Time: 13:13					
Sample (adjusted): 1985 2012					
Included observations: 28 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	D(TC_MAR_(-1))	-0.737955	0.167615	-4.402669	0.0002
	C	-0.015600	0.113353	-0.137625	0.8916

النموذج الرابع

Null Hypothesis: D(TC_MAR_) has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.498187	0.0001
Test critical values:	1% level		-2.650145	
	5% level		-1.953381	
	10% level		-1.609798	

الملحق 43: تحديد الفجوات

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-198.0051	NA	520669.1	16.00040	16.09791	16.02745
1	-194.8743	5.510044*	439429.6	15.82995	15.97621	15.87052
2	-192.9297	3.267073	408100.7*	15.75437*	15.94939*	15.80846*
3	-192.5000	0.687445	428304.1	15.80000	16.04378	15.86761
4	-192.1440	0.541134	452793.3	15.85152	16.14405	15.93266

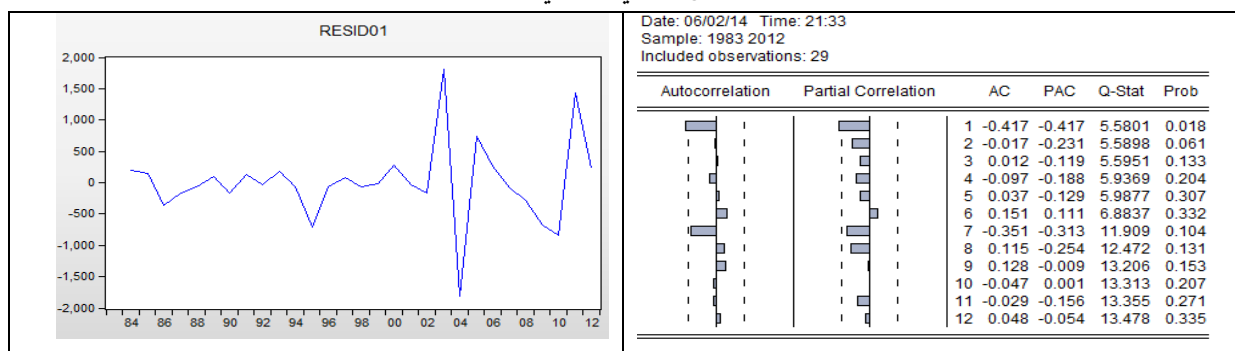
* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق 44: اختبار علاقة التكامل المتزامن ل جوهانسن

Sample (adjusted): 1986 2012				
Included observations: 27 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: DINV_MAR_TC_MAR_				
Exogenous series: D(TC_MAR_)				
Warning: Critical values assume no exogenous series				
Lags interval (in first differences): 2 to 2				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.144376	4.221186	15.49471	0.8849
At most 1	0.000416	0.011238	3.841466	0.9153
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.144376	4.209949	14.26460	0.8366
At most 1	0.000416	0.011238	3.841466	0.9153
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				

الملحق 45: نتائج تقدير العلاقة الانحدارية بين $D(\text{TC_mar})$ و $D(\text{din_mar})$ و Ti_mar

Dependent Variable: D(DINV_MAR_)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1984 2012				
Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_MAR_)	-231.5749	185.1911	-1.250465	0.02226
TI_MAR_	-13.05004	51.57858	-0.253013	0.02248
C	122.8190	163.2886	0.752159	0.04581
R-squared	0.574548	Mean dependent var		84.00966
Adjusted R-squared	-0.015049	S.D. dependent var		660.7170
S.E. of regression	665.6699	Akaike info criterion		15.93716
Sum squared resid	11521027	Schwarz criterion		16.07861
Log likelihood	-228.0889	Hannan-Quinn criter.		15.98146
F-statistic	0.079244	Durbin-Watson stat		2.825519
Prob(F-statistic)	0.046337			

الملحق 46: التمثيل البياني للبقايا ε_t و دوال الارتباط

الملحق 47: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_i

1- النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.876934	0.0000
Test critical values:	1% level		-4.323979	
	5% level		-3.580623	
	10% level		-3.225334	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESID01)				
Method: Least Squares				
Date: 06/02/14 Time: 21:42				
Sample (adjusted): 1985 2012				
Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.423464	0.180713	-7.876934	0.0000
C	-137.8033	250.2187	-0.550731	0.5867
@TREND(1983)	8.199608	14.31497	0.572799	0.5719

2- النموذج الثاني:

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-7.963357	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.				

Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESID01) Method: Least Squares Date: 06/02/14 Time: 21:45 Sample (adjusted): 1985 2012 Included observations: 28 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID01(-1)	-1.419106	0.178204	-7.963357	0.0000
C	-10.67286	114.0374	-0.093591	0.9262

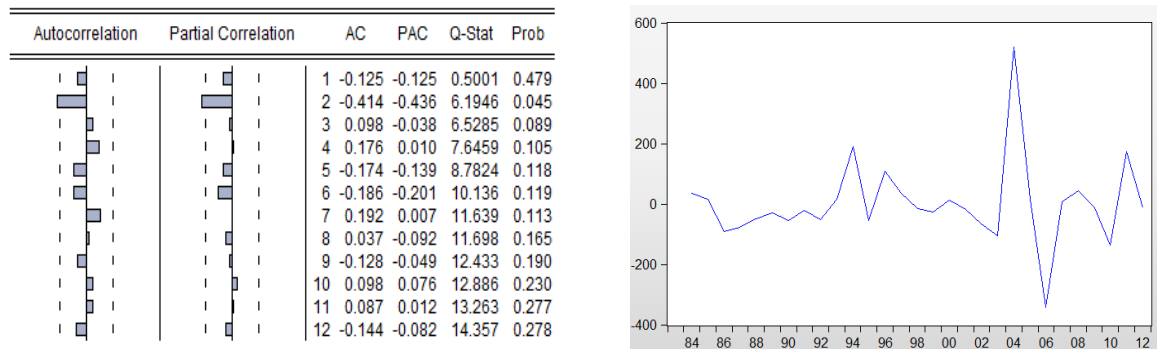
3-النموذج الاول:

Null Hypothesis: RESID01 has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.113134	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145
	5% level	-1.953381
	10% level	-1.609798

الملحق 48: نتائج تقدير العلاقة الانحدارية بين Ti_mar , $D(Tc_mar)$ و $Idinv_mar$

Dependent Variable: IDINV_MAR_ Method: Least Squares Sample (adjusted): 1984 2012 Included observations: 29 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TC_MAR_)	-48.12596	39.81364	-1.208781	0.0237
TI_MAR_	0.383931	11.08872	-0.034624	0.0472
C	44.66404	35.10489	1.272302	0.0214
R-squared	0.530376	Mean dependent var		41.35690
Adjusted R-squared	-0.019441	S.D. dependent var		141.7391
S.E. of regression	143.1103	Akaike info criterion		12.86281
Sum squared resid	532494.3	Schwarz criterion		13.00425
Log likelihood	-183.5107	Hannan-Quinn criter.		12.90710
F-statistic	1.733019	Durbin-Watson stat		2.247015
Prob(F-statistic)	0.049123			

الملحق 49: التمثيل البياني للبقايا ε_t و دوال الارتباط



الملحق 50: اختبار استقرارية سلسلة البواقي ε_t

1-النموذج الثالث:

Null Hypothesis: RESID02 has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.914096	0.0003
Test critical values:			1% level	-4.339330
			5% level	-3.587527
			10% level	-3.229230
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESID02)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1986 2012				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID02(-1)	-1.662840	0.281165	-5.914096	0.0000
D(RESID02(-1))	0.466180	0.189518	2.459823	0.0218
C	-42.74338	58.83851	-0.726453	0.4749
@TREND(1983)	2.369583	3.307430	0.716442	0.4809

Null Hypothesis: RESID02 has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-5.935203	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.699871	
	5% level		-2.976263	
	10% level		-2.627420	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(RESID02)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1986 2012				
Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID02(-1)	-1.645951	0.277320	-5.935203	0.0000
D(RESID02(-1))	0.463458	0.187548	2.471140	0.0210
C	-4.801818	25.37831	-0.189210	0.8515

Null Hypothesis: RESID02 has a unit root				
Exogenous: None				
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-6.050115	0.0000
Test critical values:	1% level		-2.653401	
	5% level		-1.953858	
	10% level		-1.609571	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				