

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسية بن بو علي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

الشعبة: علوم اقتصادية
التخصص : اقتصاد كلي قياسي تطبيقي

العنوان

أثر أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط
وشمال إفريقيا باستخدام نماذج معطيات PANEL

من إعداد
إيمان شقاليل

المناقشة بتاريخ 2024/02/22 من طرف اللجنة المكونة من:

رئيساً	جامعة حسية بن بو علي - الشلف	أستاذ التعليم العالي	بن سفة كمال ماليك
مقرراً	جامعة حسية بن بو علي - الشلف	أستاذ التعليم العالي	راتول محمد
ممتحناً	جامعة حسية بن بو علي - الشلف	أستاذ التعليم العالي	بربري محمد الأمين
ممتحناً	جامعة حسية بن بو علي - الشلف	أستاذة محاضرة قسم "أ"	عميش عائشة
ممتحناً	جامعة أدرار	أستاذ التعليم العالي	بوعزة عبد القادر
ممتحناً	جامعة غليزان	أستاذ محاضر قسم "أ"	قارة ابراهيم

السنة الجامعية: 2024/2023

الاهداء

اهدي عملي هذا إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله

كل أفراد العائلة الكريمة

إلى كل الزملاء والأصدقاء

وإلى كل من شاركني معاناة الوصول، وقف إلى جانبي، شجعني، ودفعني إلى الأمام، وحين نجحت صفق

لي بانبهار،

إليكم أنتم أهدي جهدي المتواضع هذا،

محبةً ووفاء.

الشكر

الحمد لله الذي أعانني ويسر أمري ووفقني لإنجاز هذا العمل فله الحمد كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه.

عرفانا مني بأصحاب الفضل؛ أتقدم بخالص الشكر والعرفان للأستاذ الدكتور محمد راتول لتفضله الإشراف على هذه

الأطروحة، وعلى ما بذله معي من جهد

وارشاد، والذي لم ييخل علي بنصائحه العلمية القيمة مما كان له الأثر الأكبر في انارة دربي وارشادي لما فيه الصواب.

كما أوجه شكري إلى السادة رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لجهودهم الهادفة إلى تقييم هذه

الأطروحة.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
–	الإهداء
–	الشكر والتقدير
II	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة المصطلحات والمختصرات
	قائمة الملاحق
	ملخص
أ-ك	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري لأنظمة سعر الصرف
02	تمهيد
03	المبحث الأول: البعد التاريخي لأنظمة سعر الصرف
03	المطلب الأول: تعريف وأهداف النظام النقدي الدولي
05	المطلب الثاني: نشأة النظام النقد الدولي
14	المطلب الثالث: خصائص الترتيبات الراهنة لأنظمة سعر الصرف
20	المبحث الثاني: التصنيفات القانونية والواقعية لأنظمة سعر الصرف
20	المطلب الأول: التصنيف القانوني أو الرسمي
24	المطلب الثاني: التصنيفات الواقعية أو الفعلية
31	المطلب الثالث: علاقة أنظمة سعر الصرف بمتغيرات الاقتصاد الكلي
39	المبحث الثالث: محددات اختيار نظام سعر الصرف
39	المطلب الأول: إشكالية الثلاثية المستحيلة ومناطق العملة المثلى
44	المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف وطبيعة الصدمات
46	المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف ونظرية الاقتصاد السياسي
48	المطلب الرابع: معايير أخرى لاختيار نظام الصرف الملائم
54	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: الإطار النظري والعملي للاستقرار المالي

58	تمهيد
59	المبحث الأول: الاستقرار المالي عموميات ومفاهيم
59	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستقرار المالي
64	المطلب الثاني: التفسير النظري لعدم الاستقرار المالي
69	المطلب الثالث: تحديات الاستقرار المالي وعلاقته بالاستقرار الاقتصادي والنقدي
75	المبحث الثاني: مؤشرات قياس الاستقرار المالي والتنبؤ بالأزمات المالية
75	المطلب الأول: نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية
81	المطلب الثاني: مؤشرات الحیطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي
93	المبحث الثالث: دور المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية في تعزيز الاستقرار المالي
93	المطلب الأول: جهود صندوق النقد والبنك الدوليين في تحقيق الاستقرار المالي
99	المطلب الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية الأخرى في الحفاظ على الاستقرار المالي
106	المطلب الثالث: دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي
113	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)
115	تمهيد
116	المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأنظمة الصرف والاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)
116	المطلب الأول: تطور أنظمة سعر الصرف في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
141	المطلب الثاني: واقع الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
143	المطلب الثالث: تطور المتغيرات المفسرة المساعدة لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
155	المبحث الثاني: تحديد عينة ومتغيرات الدراسة واختبار جذر الوحدة
155	المطلب الأول: تقديم عينة وبيانات الدراسة
159	المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة
163	المطلب الثالث: دراسة اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة
167	المبحث الثالث: دراسة تأثير أنظمة الصرف على الاستقرار المالي في عينة من اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

167	المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك
170	المطلب الثاني: تقدير نماذج بانل الساكنة لعلاقة أنظمة سعر الصرف الفعلية والمعلنة بالاستقرار المالي
179	المطلب الثالث: تقدير أثر أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي باستخدام نماذج بانل الديناميكية
184	خلاصة الفصل
186	خاتمة
	الملاحق
226	المراجع

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	معايير تصنيف أنظمة سعر الصرف وفق تصنيف LYS	25
2-1	تصنيف LYS لأنظمة الصرف الفعلية ومقارنتها بالأنظمة المعلنة	25
3-1	أنواع أنظمة سعر الصرف بحكم -الواقع- حسب تصنيف Reinhart and Rogoff	27
4-1	تصنيف Bubula et Ötke-Robe	29
5-1	تصنيف Ghosh	30
6-1	نظام سعر الصرف والتضخم	32
7-1	نظام سعر الصرف وأداء النمو الاقتصادي	34
8-1	أنظمة سعر الصرف والأزمات المالية	35
9-1	أهم الدراسات التجريبية التي تناولت أنظمة سعر الصرف	51
1-2	مصنوفة منهج الإشارة (منهجية المؤشرات الرائدة)	77
2-2	مؤشرات أدوات السياسة الاحترازية الكلية	88
3-2	قياس الاستقرار المالي حسب القطاعات	90
1-3	أسعار الصرف الرسمية والأسعار الموازية في الجزائر (الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي)	117
2-3	نظام سعر الصرف بحكم القانون في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	137
3-3	البلدان المدرجة في العينة مع معلومات عن اتجاه وعدد أنظمة أسعار الصرف التي تحولت لفترة العينة	138
4-3	تطور نظام سعر الصرف الفعلي لـ LYS في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	139
5-3	نظام سعر الصرف الفعلي لـ RR في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	140
6-3	تطور متوسط معدلات التضخم لكل دولة (%)	149
7-3	التعريف بمتغيرات نموذج الدراسة	157

160	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	8-3
161	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	9-3
164	اختبار استقرارية المتغيرات IPS test	10-3
166	نتائج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة levin test	11-3
167	نتائج اختبار Hadri لاستقرارية المتغيرات في البائل	12-3
168	نتائج اختبارات التكامل المشترك لـ Kao	13-3
169	اختبار التكامل المشترك Johansen Fisher Test	14-3
171	نتائج تقدير النموذج التجميعي (الأنظمة القانونية)	15-3
172	نتائج تقدير النموذج التجميعي (الأنظمة الفعلية)	16-3
174	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة القانونية)	17-3
174	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة الفعلية)	18-3
176	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (الأنظمة القانونية)	19-3
177	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (الأنظمة الفعلية)	20-3
178	نتائج اختبارات Hausman المفاضلة بين النموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية	21-3
180	نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف القانونية على الاستقرار المالي باستخدام GMM	22-3
181	نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف الفعلية على الاستقرار المالي باستخدام GMM	23-3

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	نظام سعر الصرف والتضخم	32
2-1	مثلث الثلاثية المستحيلة	40
3-1	المثلث الأزلي	41
4-1	نموذج Mundell Fleming	45
1-2	عناصر تحليل مؤشرات الحیطة الكلية	82
1-3	تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	119
2-3	تطور سعر الصرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	120
3-3	تطور سعر الصرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	122
4-3	تطور سعر الصرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	124
5-3	تطور سعر الصرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	127
6-3	تطور سعر الصرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	128
7-3	تطور سعر الصرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	129
8-3	تطور سعر الصرف الدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	131
9-3	تطور سعر الصرف الدينار البحريني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	132
10-3	تطور سعر الصرف الريال العماني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	133
11-3	تطور سعر الصرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	134
12-3	تطور سعر الصرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2020-1999	135
13-3	تطور نظام سعر الصرف وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي (بحكم القانون)	138

139	تطور نظم سعر الصرف الدولية وفقا لتصنيف LYS (%)	14-3
142	تطور احتياطات الصرف الأجنبي لعينة الدراسة (بالدولار الأمريكي)	15-3
145	تطور متوسط الناتج المحلي الإجمالي لدول العينة طيلة الفترة 1999-2020 (بالدولار الأمريكي)	16-3
146	تطور متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)	17-3
168	تطور معدلات التضخم لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)	18-3
150	نسبة الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)	19-3
154	تطور مؤشر سيولة الاقتصاد لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)	20-3

قائمة المصطلحات

والمختصرات

قائمة المصطلحات والمختصرات

المختصرات	اللغة الأجنبية	اللغة العربية
-	Monetary standard	القاعدة النقدية
-	Gold standard	قاعدة الذهب
-	Fixed Exchange Rate Regime	أنظمة سعر الصرف الثابتة
-	Flexible Exchange Rate Regime	أنظمة سعر الصرف المرنة
-	<i>intermediate exchange rate regime</i>	أنظمة الصرف الوسيطة
OCA	Optimum Currency Area	منطقة العملة المثلى
BA	Bank of Algeria	بنك الجزائر
IMF	International Monetary Fund	صندوق النقد الدولي
WB	World Bank	البنك الدولي
BIS	The Bank for International Settlements	بنك التسويات الدولي
BC	The Basel Committee	لجنة بازل
OECD	The Organization for Economic Cooperation and Development	منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية
IBRD	The International Bank for Reconstruction and Development	البنك الدولي للإنشاء والتعمير
-	Financial Stability	الاستقرار المالي
FSAP	Financial Sector Assessment Program	برنامج تقييم القطاع المالي
FSF	Financial Stability Forum	محفل الاستقرار المالي
MENA	Middle East and North Africa	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
-	Panel Data	بيانات السلاسل الزمنية المقطعية
FEM	Fixed Effects Model	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	Random Effects Model	نموذج التأثيرات العشوائية
GMM	The Generalized Method of Moments	طريقة العزوم المعممة

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	تطور سعر الصرف (العملة المحلية) مقابل الدولار الأمريكي لكل دولة من دول عينة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
02	احتياطيات الصرف الأجنبي لعينة الدراسة (بالدولار الأمريكي)
03	تطور الناتج المحلي الإجمالي لدول العينة طيلة الفترة 1999-2020 (بالدولار الأمريكي)
04	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)
05	معدلات التضخم لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)
06	نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)
07	نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)
08	مؤشر سيولة الاقتصاد (المعروض النقدي بمعناه الواسع M_2/GDP لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%))
09	الإحصاء الوصفي
10	مصفوفة الارتباط
11	اختبار استقرارية المتغيرات IPS test عند المستوى
12	اختبار استقرارية المتغيرات IPS test عند الفرق الأول
13	اختبار استقرارية المتغيرات Levin test عند المستوى
14	اختبار استقرارية المتغيرات Levin test عند الفرق الأول
15	اختبار استقرارية المتغيرات Hadri test عند المستوى
16	اختبار استقرارية المتغيرات Hadri test عند الفرق الأول
17	نتائج اختبارات التكامل المشترك Kao
18	نتائج اختبارات التكامل المشترك Johansen
19	نتائج تقدير نموذج التجميعي (الأنظمة القانونية)
20	نتائج تقدير نموذج التجميعي (الأنظمة الفعلية)
21	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة القانونية)
22	نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة الفعلية)
23	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي (الأنظمة القانونية)
24	نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي (الأنظمة الفعلية)
25	اختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج (الأنظمة القانونية)

اختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج (الأنظمة الفعلية)	26
نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف القانونية على الاستقرار المالي باستخدام GMM	27
نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف الفعلية على الاستقرار المالي باستخدام GMM	28

ملخص

الملخص

تهدف هذه الأطروحة إلى قياس أثر أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي في عينة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 1999-2020، حيث تم استخدام الاقتصاد القياسي لبيانات البانل، المتغير التابع احتياطي الصرف الأجنبي كمؤشر للاستقرار المالي، المتغيرات المستقلة أنظمة سعر الصرف متغير صوري، معدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، مؤشر الانفتاح المالي، العرض النقدي، مؤشر الانفتاح التجاري حيث تم تقدير نماذج البانل الساكنة والديناميكية بالإضافة إلى اختبارات التكامل المشترك، ونتائج التكامل المشترك أكدت وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، من جانب آخر نتائج تقدير نموذج البانل الديناميكي بطريقة العزوم GMM أكدت وجود أثر معنوي لأنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي في دول العينة.

الكلمات المفتاحية: الاستقرار المالي، نظام سعر الصرف، بيانات البانل، دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

Abstract

This thesis aims to measure the impact of exchange rate regimes on financial stability in a sample of countries in the Middle East and North Africa region during the period 1999-2020, where econometrics of panel data was used, The dependent variable is the foreign exchange reserve as an indicator of financial stability, the independent variables, the exchange rate regime as a dummy variable, the economic growth, the inflation rate, financial openness, money supply, trade openness, also static and dynamic panel models were estimated in addition to cointegration tests, the results of cointegration confirmed The existence of a long-term equilibrium relationship between the variables of the study. On the other hand, the results of estimating the dynamic panel model by the GMM method confirmed the existence of a significant effect of the exchange rate regimes on financial stability in the sample countries.

Keywords : Financial stability , Exchange rate regime , Panel data , MENA countries

مقدمة

مقدمة

شهد النظام النقدي الدولي تطوراً كبيراً مر بعدت مراحل، فبعد انهيار نظام بروتن ودز 1971، وإقرار نظام تعويم العملات زاد الاهتمام بالسياسات وأنظمة سعر الصرف خاصة بعدما تطورت ترتيبات وتصنيفات أنظمة سعر الصرف الدولية، حيث انقسمت هذه الأخيرة إلى نوعين من التصنيفات: التصنيف القانوني، والتصنيف الفعلي، حيث أن التصنيف القانوني يصدر عن صندوق النقد الدولي ويرتكز أساساً على تصريجات الدول الأعضاء بنظام سعر صرفها المعتمد بصفة دورية، وانقسمت هذه الأخيرة إلى ثلاثة أقسام: أنظمة ثابتة، أنظمة مرنة (معومة)، وأنظمة وسيطة، أما بالنسبة للتصنيفات الفعلية فقد حظيت باهتمام كبير، من طرف المختصين في الأنظمة النقدية الدولية، فأهتمت التصنيفات الفعلية بسلوك سعر الصرف الحقيقي وبعض المؤشرات المالية مثل تغيرات أسعار الفائدة، واحتياطي النقد الأجنبي، وعرض النقود، لأجل تحديد نظام سعر الصرف المعتمد بصفة دقيقة وحقيقية، ومن أهم التصنيفات الفعلية نذكر تصنيف Levy-Yeyati et Sturzenegger، Ghosh، Bubula et Ötcher-Robe، Reinhart et Rogoff، إلخ...

من جانب آخر فإن سياسة ونظام سعر الصرف له دور كبير في إدارة الاقتصاد الكلي وتحقيق النمو الاقتصادي، كما تجدر الإشارة أن الاستقرار المالي لأي اقتصاد ما يرتبط ارتباطاً وثيقاً بنوع نظام سعر الصرف المعتمد، فعلى سبيل المثال فإن نظام سعر الصرف الثابت يعتبر أكثر ملاءمة لتقليل من معدلات التضخم وبالمقابل نجد أن النظام المرن يكون أكثر ملاءمة لأجل تصحيح المركز الخارج وإعادة التوازن في حالة حدوث صدمات خارجية، وبالتالي فإن الاستقرار المالي لأي اقتصاد ما مرتبط ارتباطاً قوياً بنوع نظام سعر الصرف.

وتشير عدة دراسات إلى وجود علاقة قوية بين تراكم الاحتياط النقد الأجنبي وتحقيق الاستقرار المالي، حيث أن زيادة احتياطي النقد الأجنبي يعتبر بمثابة مؤشر كفاءة ائتمانية بالنسبة للاقتصاد المحلي وقدرته على تسوية المدفوعات الدولية وتغطية الواردات، ومن جانب آخر فإن توفر احتياطيات النقد الأجنبي تساهم بشكل كبير في إدارة سياسة سعر الصرف خاصة في حالة انهيار قيمة العملة المحلية، ويتم اللجوء إلى احتياطي الصرف لأجل إعادة التوازن خاصة في حالات حدوث صدمات خارجية.

كما أن عدم الاستقرار المالي يؤدي إلى خسارة كبيرة للمستثمرين بسبب المخاطر المصرفية النظامية وأزمات العملة وأزمات الديون، وتعتبر الأزمات المصرفية أحد رموز عدم الاستقرار المصرفي وحسب الدراسات التجريبية فإن البلدان التي مرت بأزمات مصرفية نظامية كانت أكثر عرضة لتأثيرات سلبية على المدى القصير فيما يتعلق بالوساطة المالية، وفي هذا الجانب يساعد الاستقرار المالي في المفاضلة بين المخاطر والعائد.

وتعتبر دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من بين الدول التي شهدت تطوراً كبيراً في أنظمتها المالية وكذلك سياسات سعر الصرف حيث لجأت العديد من دول هذه المجموعة إلى تبني سياسات التحرير المالي بهدف زيادة التمويل وجذب أكبر لرؤوس الأموال الأجنبية وتمويل التنمية الاقتصادية، أما في مسألة أنظمة سعر الصرف فالعديد من دول منطقة الشرق الأوسط اعتمدت على أنظمة بسيطة بهدف إدارة الاقتصاد الكلي والتكيف الجيد مع الصدمات الخارجية خاصة أن هيكل هذه الاقتصاديات يتركز على موارد محدودة كمصدر للدخل وبالتالي فهي أكثر عرضة للصدمات الخارجية ولذلك دور سياسة سعر الصرف في تحقيق الاستقرار المالي لهذه الدول أخذ حيزاً كبيراً.

فاتجهت العديد من الدراسات التحريية إلى البحث في نوع نظام سعر الصرف الأكثر ملاءمة خاصة من زاوية الاستقرار المالي والحد من الأزمات المالية فنذكر على سبيل المثال فرضية الركن التي كانت نتيجة لعدة أعمال تجريبية والتي تنص على أن الأنظمة الوسيطة أكثر عرضة للأزمات المالية وأن الدول التي تختار أنظمة ثابتة أو أنظمة معومة تكون أقل عرضة للأزمات. على ضوء ذلك سوف نحاول من خلال هذه الأطروحة تسليط الضوء على العلاقة التي تربط بين ترتيبات نظم سعر الصرف والاستقرار المالي بالنسبة لعينة من مجموعة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA وبناءاً على ذلك يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

➤ إشكالية الدراسة:

تتمحور إشكالية الدراسة حول التساؤل الرئيسي الآتي:

إلى أي مدى يؤثر نوع نظام سعر الصرف على الاستقرار المالي في مجموعة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA؟

وللإلمام بكل جوانب الموضوع نجزأ هذه الإشكالية إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي أهم ترتيبات نظم سعر الصرف الفعلية والقانونية؟
- ما هي أهم مؤشرات قياس الاستقرار المالي؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين نظام سعر الصرف والاستقرار المالي؟
- ما هو تأثير أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي؟
- ما هي أنظمة سعر الصرف الأكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟

➤ فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية يمكن وضع جملة من الفرضيات والتي تكون منطلقاً للدراسة، وهي كالتالي:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نوع نظام سعر الصرف والاستقرار المالي.
- تؤثر أنظمة سعر الصرف تأثيراً إيجابياً على الاستقرار المالي.
- الأنظمة الثابتة تعتبر أكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي مقارنة بالأنظمة الأخرى في دول العينة.
- **أهمية الدراسة:** تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة في تحليل واختبار أثر أنظمة سعر الصرف الدولية على الاستقرار المالي، حيث اتجه العديد من الباحثين إلى البحث حول طبيعة هذه العلاقة خاصة مع ازدياد وتيرة الأزمات المالية والمصرفية حيث أصبح من الضروري البحث عن أنظمة سعر الصرف الأكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي من جهة وتفادي الأزمات المالية خاصة أزمات العملة من جهة ثانية.
- **أهداف الدراسة:** من خلال هذا البحث نسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن إنجازها فيما يلي:
- التأصيل النظري للنظام النقدي الدولي (النشأة، التطور التاريخي،...) بالإضافة إلى ترتيبات أنظمة سعر الصرف الدولية.
- تزايد اهتمام الباحثين حول موضوع العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي.
- القياس الكمي لتأثير أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الـ MENA خلال الفترة 1999-2020.
- **منهج الدراسة:** اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي من خلال أداته الوصف والتحليل لعرض المفاهيم النظرية لأنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي في الفصلين الأول والثاني، وعلى المنهج الاستقرائي عن طريق أداتي التحليل والقياس في الفصل الثالث لتحليل تطور أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي وقياس أثر الأنظمة على الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وتم الاعتماد على برامج إحصائية منها برنامج Excel، وبرنامج Eviews.
- **حدود الدراسة:** تمثلت الحدود المكانية في حالة عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (الجزائر، تونس، المغرب، مصر، المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، الكويت، البحرين، قطر، عمان، الأردن، تركيا)، أما الحدود الزمانية فقد اقتصر على الفترة السنوية 1999-2020.
- **الدراسات السابقة:**
- معظم الأدبيات حول اختيار نظام سعر الصرف لا تولي اهتماماً كبيراً للآثار المترتبة على الاستقرار المالي، تركز المساهمات عادةً على العوامل التي تؤكد نظرية مناطق العملة المثلى: الحجم الاقتصادي والانفتاح على التجارة، ومرونة أسواق العمل، وحدوث صدمات الاقتصاد الكلي Mundell (1961)، في حين يلمح Mckinnon (1963) إلى أهمية العوامل المالية، مشيراً إلى أن البلدان التي لديها أسواق مالية عميقة سوف تميل إلى التعويم، أما Heller (1976) يجادل عكس ذلك بأن البلدان ذات الأسواق المالية المتكاملة والمتقدمة

ستفضل الربط، واستندت دراستنا على مجموعة من الدراسات السابقة، وفيما يلي طرح مختصر لأهم الدراسات التحريية والنتائج التي توصلت إليها:

- دراسة منال عفان سنة 2017: مقال منشور في مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد رقم 18، العدد رقم 1، بعنوان: "الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية (دراسة حالة مصر)"، في ظل التحولات التي واجهت النظام النقدي الدولي، والأزمات المالية وزيادة الاندماج المالي الذي مس دول العالم، سعى صانعي السياسة الاقتصادية للتركيز على الاستقرار المالي، لما له آثار واضحة على المتغيرات الاقتصادية الكلية، هدفت الدراسة إلى إيضاح العلاقة بين احتياطات الصرف الأجنبي والذي يعكس الدافع التحوطي والاستقرار المالي في الدول النامية، وبالتطبيق على مصر في الأجلين القصير والطويل للفترة 1975-2015، باستخدام التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ واختبارات الاستقرار للمعلومات المقدرة، أشارت النتائج إلى وجود علاقة طويلة الأجل بينهما، أثر معنوي عكسي للاستقرار المالي على احتياطي الصرف الأجنبي في الأجل القصير، كما توصلت النتائج أن معظم الطلب على احتياطي الصرف الأجنبي في مصر، ناتج من الاستثمار الأجنبي والدين الخارجي قصير الأجل ومعدل الفائدة، وبشكل فاق أثر تقلبات سعر الصرف وعجز الموازنة.

- دراسة (Ronald I. Mckinnon)، سنة 1988: مقال منشور في مجلة Journal of Economic Perspectives، المجلد رقم 2، العدد رقم 1، بعنوان: "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal"، درس الاقتصادي Mckinnon السياسات النقدية وأسعار الصرف ودورها في تحقيق الاستقرار المالي، من خلال دراسة اقتصادات أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية وآسيا الصناعية، ومن خلال التطرق إلى تجارة السلع الأساسية والتدفقات المالية، وسياسات سعر الصرف وأنظمة سعر الصرف "الثابتة" أو "المرنة"، والتي تعتبر هي السبب الرئيسي لعودة الحمائية (سياسة تجارية تهدف إلى حماية الإنتاج الوطني من المنافسة الأجنبية، وتستند إلى مجموعة من الأدوات التي تحد من الاستيراد وتُعيق ولوج السلع الأجنبية إلى الأسواق الداخلية).

حيث أنه في سنتي 1986-1987، أجبرت قيمة الين المبالغ فيه الصناعيين اليابانيين على إغلاق المصانع، وتقاعد العمال، وإيقاف الاستثمارات التي كانت ذات قيمة في المصانع والمعدات، ونفس الشيء اضطر نظرائهم الأمريكيون القيام به بين سنتي 1981 و 1985، عندما أصبح الدولار فجأة مبالغاً في قيمته. وبالمثل، تسارع تقليص القاعدة التصنيعية البريطانية عندما أصبح الجنيه الاسترليني بشكل غير متوقع عملة قوية في سنتي 1979-1981. أما اليابان والدول الأوروبية وفي مجال الزراعة كانت مصممة على عزل أسعارها المحلية للمنتجات الزراعية من التأثيرات الدولية المقلقة، بما في ذلك التقلبات المتقلبة في أسعار صرف الين / الدولار أو مارك / الدولار. وخلصت الدراسة إلى أنه، ما لم يتحقق استقرار التبادل أولاً، فمن المرجح أن

تفشل محاولة الحكومة الأمريكية لتوسيع الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة لتشمل الزراعة والخدمات.

- دراسة Barry Eichengreen، سنة 1998: مقال منشور في مجلة *Open Economies Review*، العدد رقم 9، بعنوان: **"Exchange Rate Stability and Financial Satbility"**، هدفت الدراسة إلى البحث عن سبب الأزمات المصرفية وتفسيرها، والبحث عما إذا كانت أسعار الصرف الثابتة أو المرنة مصدر الاضطرابات، وإذا كانت التهديدات التي يتعرض لها استقرار النظام المصرفي تأتي من "الخارج"، فهناك مبرر لمرونة سعر الصرف لثني المصارف عن الاعتماد المفرط على مصادر التمويل الخارجية وتعزيز قدرة السلطات المحلية على العمل كمقرض. وعلى العكس من ذلك، إذا كانت التهديدات الرئيسية لاستقرار النظام المصرفي تنبع من "الداخل" (على سبيل المثال، السياسات النقدية غير المنتظمة في الداخل)، فهناك سبب لربط سعر الصرف من أجل ضبط صناعات السياسات المحليين والتنفيس عن الصدمات عبر القطاع الخارجي.

- دراسة **Anca Elena Nucu و Vasile Cocris**، سنة 2013: مقال منشور في مجلة *Baltic Journal of Economics*، المجلد رقم 13، العدد رقم 1، بعنوان: **"Monetary Policy and Financial Stability : empirical evidence from Central and Eastern European countries"**، ركزت الدراسة على فعالية السياسة النقدية وتأثيرها على بعض مؤشرات الاستقرار المالي، حيث شملت الدراسة عينة من دول أوروبا الوسطى والشرقية باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) ودوال الاستجابة النبضية خلال الفترة ما بين 2003-2012، قام الباحثان بتحليل تأثير أسعار الفائدة قصيرة الأجل على الإنتاج الصناعي، ونسبة القرض إلى الودائع للنظام المصرفي، وأسعار الأسهم وسعر الصرف (المتغيرات البديلة للاستقرار المالي)، كما قاما باختبار ما إذا كان سعر الفائدة يؤثر على الاستقرار المالي، وتوصلت النتائج إلى أن فعالية سعر الفائدة قصير الأجل في التأثير على أسعار الأصول المختارة كما تعتمد على استراتيجية السياسة النقدية، وفي حالة بولندا والجمهورية التشيكية ورومانيا وهنغاريا، فإن أداة سعر الفائدة المستخدمة لاستهداف التضخم تؤثر على الاستقرار المالي، وفي حالة البلدان التي لديها نظام سعر صرف ثابت، لا يؤدي انتقال اندفاع سعر الفائدة الأجنبية إلى المتغيرات المحلية إلا في بلغاريا إلى تعزيز الاستقرار المالي، بالإضافة إلى ذلك، أظهرت النتائج إلى أن التعديلات في السياسة النقدية للبنك المركزي الأوروبي في لاتفيا وليتوانيا لا تتوافق مع الظروف الخاصة بكل بلد.

- دراسة **Luca Fornaro**، سنة 2014: مقال منشور في مجلة *Journal of International Economic*، المجلد رقم 95 العدد رقم 2، بعنوان: **"Financial Crises and Exchange Rate Policy"**، تهدف الدراسة إلى تقييم أداء سياسات أسعار الصرف البديلة في الاقتصادات المعرضة للأزمات المالية، والعنصر الرئيسي في التحليل هو العوامل الخارجية المالية الناشئة عن الاحتكاكات في أسواق الائتمان

الدولية، مما يخلق مقايضة بين سعر الصرف والاستقرار المالي، والنتيجة الرئيسية هي أن خفض قيمة سعر الصرف أثناء الأزمة المالية يخلف تأثيراً إيجابياً، لأن الحافز الذي يوفره خفض قيمة العملة يدعم أسعار الأصول، وقيمة الضمانات، والقدرة على الوصول إلى أسواق الائتمان الدولية، كما درس الباحث أداء قواعد السياسة النقدية البديلة في نموذج اقتصاد مفتوح صغير، مع الحد من الوصول إلى الائتمان الأجنبي ومع جمود الأجور الاسمي، والواقع أن البنك المركزي أثناء الأزمة المالية يخفض من قيمة سعر الصرف للحفاظ على قيمة الضمانات والقدرة على الوصول إلى الائتمان، وتؤثر سياسة سعر الصرف على المدخرات الاحترازية واحتمال حدوث أزمة، ومن المجالات المثيرة للاهتمام بالنسبة للبحوث المستقبلية استنباط سياسة سعر الصرف المثلى.

- دراسة **Ovidiu Stoica and Iulian Ihnatov**، سنة 2016: مقال منشور في مجلة **Economic Annals**، المجلد رقم LXI، رقم العدد 209، بعنوان: " **Exchange Rate Regimes and External Financial Stability** "، استخدم الباحثان تصنيفات أسعار الصرف القانونية والفعالية، وقما بتطبيق النموذج على عينة بيانات سنوية من 1999 إلى 2010 لـ 135 دولة وإقليم، مجموعة حسب مستوى التنمية الاقتصادية، كما ركزا على التحقيق في آثار أنظمة سعر الصرف في ثلاث مناطق للتكامل الاقتصادي (الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي (EU27)، والسوق المشتركة الجنوبية (MERCOSUR)، ورابطة أمم جنوب شرق آسيا (ASEAN)) على الاستقرار المالي.

ولفحص العلاقة، استخدم الباحثان تصنيفين لنظام سعر الصرف (تصنيف صندوق النقد الدولي بحكم القانون والترتيب الفعلي لسعر الصرف)، حيث أن هذين الآخرين يعكسان جوانب مختلفة من سياسة سعر الصرف: الإعلانات الرسمية للسلطات النقدية مقابل السلوك الحقيقي، كما اعتمد على الاحتياطات الأجنبية كمؤشر يقيس الاستقرار المالي، كما توصل الباحثان إلى أن اختيار نظام سعر الصرف قد يؤثر على المستوى النسبي للاحتياطات الأجنبية، وتوصلت النتائج إلى أن البنوك المركزية تحث على الحد من مرونة أنظمة أسعار الصرف من أجل الحفاظ على الاستقرار المالي، كما وجدت النتائج أنه يوجد تأثير في حالة وجود الأنظمة الوسيطة، مما يعني أن الترتيبات القطبية المعاكسة (ثابتة أو عائمة) غير مناسبة للاستقرار المالي، وأن الرقابة على سعر الصرف من جانب السلطات، قد يدعم تراكم الاحتياطي الأجنبي، كما أن النتائج المتوصل إليها لم تكون قوية، ويرجع ذلك أساساً إلى أنها مبنية على مبادئ مختلفة تماماً، في حين أن التباين في الاحتياطات يرتبط عمومًا بالتزام السلطات النقدية بدعم نظام سعر الصرف الرسمي (بحكم القانون)، فإن مستوى سعر الصرف في السوق الموازية لا يؤثر على سلوك السلطات.

- دراسة **Mikhail Golovnin و Gaiane Oganessian**، سنة 2018: الصادرة عن الملتقى الدولي **Management International Conference**، بـ Slovenia، الفترة من 30 ماي إلى 02 جوان 2018، بعنوان: " **The Relationship Between Financial Stability Indicators and** "،

Exchange Rate in Russia، قام الباحثان بدراسة علاقة الاستقرار المالي بسعر الصرف بروسيا خلال الفترة ما بين 2006-2017، واستخدم الباحثان الانحدار الخطي بالاعتماد على بيانات ربع سنوية، وتوصلت النتائج إلى أن الاحتياطات الأجنبية كمؤشر للاستقرار المالي لها تأثير إيجابي على سعر الصرف.

- دراسة **Pierre R. Agénor، Timothy P. Jackson and Luiz P. da Silva**، سنة 2020، تقرير منشور في **Bank for International Settlements**، **BIS Working Paper**، رقم 889، بعنوان: **"Foreign Exchange Intervention and Financial Stability"**، استهدفت هذه الدراسة آثار التدخل المعقم في سوق الصرف الأجنبي في نموذج، مع التطرق للاحتكاكات المالية وحركة رأس المال، يدير البنك المركزي نظام تعويم مُدار ويصدر سندات تعقيم غير كاملة (نتيجة لاقتصاديات النطاق) لقروض الاستثمار في البنك، النموذج مُحدد ومُستخدم لدراسة تأثيرات الاقتصاد الكلي، والاستجابات السياسية لتدفقات رأس المال الداخلة المرتبطة بصدمة انتقالية لأسعار الفائدة العالمية. تظهر النتائج أن التدخل المعقم يمكن أن يكون توسعياً من خلال تأثير المحفظة المصرفية وقد يزيد من التقلبات ومخاطر الاستقرار المالي. التعقيم الكامل هو الأمثل فقط عندما يكون تأثير المحفظة المصرفية غائباً، تكون الدرجة المثلى من التدخل أكثر شدة عندما يمكن للبنك المركزي أن يختار في وقت واحد درجة التعقيم. وعندما تعتمد الوظيفة الموضوعية للبنك المركزي على تكلفة التعقيم، وتكون المخاوف من هذه التكلفة مرتفعة بما فيه الكفاية، يمكن أن يكون التدخل والتعقيم بديلين -بعض النظر عما إذا كانت اعتبارات سعر الصرف والاستقرار المالي.

وعليه استخدم الباحثون نموذج الاقتصاد المفتوح مع الاحتكاكات المالية، والتعويم المُدار، وحركة رأس المال، كما درسوا أثر التدخل المعقم على الاستقرار المالي، واستجابة لتدفقات رأس المال الناجمة عن صدمة مؤقتة لأسعار الفائدة العالمية، وكان من المفترض أن يصدر البنك المركزي سندات التعقيم التي تعتبر بدائل غير كاملة للقروض الاستثمارية في محافظ البنوك، وثبت أن هذه المحفظة أو قناة الميزانية العمومية تلعب دوراً حاسماً في تحديد ما إذا كان التدخل المعقم يمكن أن يؤدي إلى التوسع في الائتمان والإنتاج، تم اشتقاق الدرجات المثلى لتسوية سعر الصرف وتعقيمه، على افتراض أن الوظيفة الموضوعية للبنك المركزي لا تمثل فقط رفاهية الأسرة ولكن أيضاً للتكلفة شبه المالية للتعقيم ولمخاوف الاستقرار المالي.

- دراسة **Aqeel Abdul-Hussein Odeh, Naeem Sabah Jearah, Faiza Hassan**، سنة 2020، مقال منشور في مجلة **Mosachet, Mustafa Mohammed Ibrahim**، المجلد رقم 6، العدد رقم 1، بعنوان: **"The Causal Relationship Between The Foreign Exchange Window and Financial Stability in Iraq for the Period (2004-2018)"**، عانى الاقتصاد العراقي (الريعي) بعد عام 2003 من اقتصاد أحادي وفشل في تطوير قطاعات اقتصادية أخرى، مما أدى إلى الاعتماد فقط على نافذة

بيع العملات الأجنبية لتغذية الواردات من أجل امتصاص فائض الطلب المحلي مما أدى لفشل في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والمالي، وهذا أدى إلى شل معظم قطاعات الإنتاج، وبالتالي الاقتصاد العراقي.

وبدأ البنك المركزي العراقي تنفيذ نافذة بيع العملات الأجنبية بتاريخ 2003/10/4 واستمرت، حيث أصبح البنك المركزي العراقي سوقاً مركزياً للعملات الأجنبية، واعتمد البنك المركزي العراقي على النظام المدار، أي تعويم سعر صرف الدينار العراقي، وكان الهدف من النافذة هو تقليل التقلبات في قيمة الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي، وتقريب سعر الصرف الحقيقي من مستواه الاسمي بعد أن عانى الدينار العراقي من تعدد في أسعار صرفه قبل عام 2003 حيث وصل (13) سعر صرف الدينار العراقي، وتمكن البنك المركزي العراقي من بناء احتياطات من العملات الأجنبية فاقت توقعات صندوق النقد الدولي بنحو (10) مليارات دولار من أجل ضمان حالة الاستقرار المالي، ومن هذا المنطلق ركز الباحثون في دراستهم على نافذة بيع العملة الأجنبية للتحقق من تأثير النافذة على عناصر الاستقرار المالي، سواء بالنسبة للقطاع المصرفي أو المؤسسات غير المالية، من خلال قياس وتحليل تأثير نافذة بيع العملة الأجنبية على متغيرات الاستقرار المالي المختارة تعتبر نافذة بيع العملات الأجنبية يجعلها متغيراً مستقلاً يمارس تأثيره على متغيرات الاستقرار المالي في العراق، كما تم اختيار مجموعة من المتغيرات، وهي نسبة القروض المدومة إلى إجمالي القروض، ونسبة رأس المال إلى إجمالي الأصول، ونسبة السيولة، ومتغير معدل التضخم، نسبة عجز الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي كممثل لمجموعة متغيرات التعرض المالي، وتوصل الباحثون إلى أن دعم نافذة بيع العملات الأجنبية بأدوات نقدية ومالية ستدعم الاستقرار المالي في الاقتصاد العراقي، وتعاون السياسة النقدية مع السياسة المالية من شأنه أن يحفز البيئة المالية ويدعم مكونات الاستقرار المالي، وكما أكد الباحثون على ضرورة توعية الأفراد بأهمية إجراءات السياسة النقدية والهدف الرئيسي لنافذة بيع العملات الأجنبية.

ما يميز دراستنا على الدراسات السابقة أولاً ركزت على تأثير نظام سعر الصرف على الاستقرار المالي من خلال مؤشر الاحتياطات الأجنبية لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال فترة (1999-2020)، كما أن فترة الدراسة حديثة مقارنة بالدراسات السابقة، كما أنها استخدمت أساليب قياسية متنوعة في البائل نذكر منها نماذج البائل الساكن والديناميكي اختبارات جذر الوحدة واختبارات التكامل المشترك.

انطلاقاً من الإشكالية السابقة والأسئلة الفرعية، سيتم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، سيتم من خلالها الإلمام بالجانب النظري والتجريبي للدراسة والتعريف بمتغيرات الدراسة، وكذا العلاقة البنائية بينها، إضافة إلى تحليل ونمذجة العلاقة النظرية في دول عينة الدراسة (الجزائر، تونس، المغرب، مصر، المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، قطر، الكويت، البحرين، عمان، الأردن وتركيا)، حيث ركزنا:

في الفصل الأول على الجانب النظري لأنظمة سعر الصرف، ونشأة النظام النقدي الدولي والتطور التاريخي له، وأهم تصنيفات أنظمة سعر الصرف الرسمية والفعلية، وعرض العلاقة بين أنظمة سعر الصرف وأداء الاقتصاد الكلي، وأخيرا نتطرق لمحددات اختيار نظام سعر الصرف الأمثل.

أما الفصل الثاني سنحاول القيام بدراسة شاملة حول موضوع الاستقرار المالي والإمام بجميع جوانبه من الناحية النظرية، والتركيز على أهم مؤشرات قياس الاستقرار المالي والتنبؤ بالأزمات المالية، والتطرق لدور المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية في تعزيز الاستقرار المالي.

أما الفصل الثالث والأخير الذي يمثل الدراسة التطبيقية سنقوم بدراسة تحليلية قياسية لأثر نظام سعر الصرف على الاستقرار المالي خلال فترة الدراسة الممتدة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2020 لدول العينة المتكونة من (12) دول تتقدمهم الجزائر، ثم تونس، المغرب، مصر، المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، الكويت، قطر، البحرين، عمان، الأردن وتركيا.

الفصل الأول:

الإطار النظري لأنظمة سعر

الصرف

الإطار النظري لأنظمة سعر الصرف

تمهيد:

عقب انهيار نظام "بريتون وودز"، وبعد حدوث الأزمات العنيفة التي أدت إلى اختلال التوازن الاقتصادي لدول العالم، عرف النظام النقدي الدولي عدة أنظمة للصرف، واتبعت الدول نظم صرف متعددة اختلفت من دولة لأخرى تبعا لسياستها الاقتصادية، وكان لكل نظام نقدي هيكل من القواعد والآليات والمؤسسات، فبعض الدول اتبعت نظم صرف ثابتة وعزلت اقتصادها على الخارج من خلال إعطاء سعر الصرف قيمة غير حقيقية رسمية والمحافظة على الاستقرار الداخلي، في حين دول أخرى تبنت نظم الصرف العائمة وذلك بترك العملة تتحدد في سوق الصرف مع تعرضها لهجمات المضاربة، ومن جهة أخرى بعض الدول اختارت نظم صرف وسيطة حيث تتدخل السلطات دورياً حسب قواعد محددة مسبقاً عن طريق شراء أو بيع الاحتياطي بالعملات الأجنبية، كما هو الحال في نظام سعر الصرف الثابت، غير أنها تتمتع بالمزيد من المرونة، وتكون فعاليات السياسة المالية والنقدية تتغير وتتراوح بين النظامين الثابت والعائم، كما تتضمن الأنظمة في طياتها أطراف من المقاربات وتعطي الانفصال بين سياسات الصرف بحكم القانون *de jure* وبين سياسات الصرف بحكم الواقع *de facto* نتائج مختلفة.

بناءً على ذلك، سيتم خلال هذا الفصل التطرق إلى مختلف المفاهيم والمقاربات النظرية لأنظمة سعر الصرف، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: البعد التاريخي لأنظمة سعر الصرف؛

المبحث الثاني: التصنيفات القانونية والواقعية لأنظمة سعر الصرف؛

المبحث الثالث: محددات اختيار نظام سعر الصرف.

المبحث الأول: البعد التاريخي لأنظمة سعر الصرف

يعتبر النظام النقدي مجموع من الآليات والقواعد المتعلقة بطريقة التسوية بين المقيمين وغير المقيمين في بلد معين بما يكفل تمويل حركة التجارة الدولية، والتي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي أي سلوك سعر الفائدة وصرف العملات.

المطلب الأول: تعريف وأهداف النظام النقدي الدولي

تعددت تعريفات النظام النقدي الدولي بتعدد المراحل التي مر بها، باعتباره إطاراً لتسهيل وتبادل السلع والخدمات ورأس المال بين البلدان بهدف المحافظة على سلامة النمو الاقتصادي، وليكون هذا الإطار فعال لآبد أن يوازن بين احتياجات الاقتصادات المنفردة واحتياجات النظام ككل وأن يقوم بذلك طوال الوقت مع تغيير العلاقات الاقتصادية والمالية.

أولاً: تعريف النظام النقدي الدولي

يشير نظام الصرف إلى جميع المبادئ والقواعد التي تنظم الإطار الذي تتم بموجبه تحديد القيمة الاسمية للعملة المحلية، يمكن تحديد هذه القيمة فيما يتعلق بعملة أجنبية واحدة أو أكثر أو فيما يتعلق بسلعة مثل الذهب أو الفضة، وعليه، فإن نظام الصرف الأجنبي يرشد السلطات النقدية -البنك المركزي بشكل عام - إلى سوق الصرف الأجنبي وربما استخدام السياسة النقدية للدفاع عن التطورات في أسعار الصرف أو التأثير عليها.¹

ويشير كل من Schwartz و Bordo إلى أن النظام النقدي هو مجموعة من الترتيبات والمؤسسات النقدية التي تقيد قدرة السلطات النقدية على التأثير في تطور مجاميع الاقتصاد الكلي، وأن للأنظمة عناصر محلية ودولية، وتعلق العناصر المحلية بالإجراءات السياسية والترتيبات المؤسسية للسلطات النقدية، أما العناصر الدولية تتعلق بالعلاقات النقدية -بما في ذلك ترتيبات سعر الصرف ودرجة السماح بنقل رأس المال - بين الكيانات الاقتصادية.²

كما يعرف Krugman و Obstfeld النظام النقدي الدولي على أنه: "مجموعة الاتفاقيات التي تصادق عليها الدول فيما يخص أسعار الصرف والنقود".³

¹ Lassana Yougbare, *Effets macroéconomique des régimes de change : essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel*, these pour le doctorat de sciences économiques, 2009, p: 27.

² Stephen Hall, George S. Tavlas, *The Debate about the Revived Bretton-Woods Regime : A Survey and Extension of the Literature*, Department of Economics, University of Leicester, Royaume-Uni, Working Paper N°11/21, 2011, P: 3.

³ Y. Crozet, et al, *Les grandes questions de l'économie internationale*, édition nathan, France, 1997, p: 250.

كما يعرف أنه: "جميع أنواع النقود المتداولة في الدولة، وجميع المؤسسات التي تملك سلطة إصدار النقود وإلغائها، وما يحكم هذه العملية من قوانين ولوائح وأنظمة"¹، ولكل دولة نظامها النقدي الذي يشمل النقود المتداولة بين مختلف المؤسسات المنشأة لهذه النقود والأعوان الاقتصاديين، والتنظيمات التي تسهل القيام بالوظائف، ويسعى النظام النقدي الدولي لتسهيل تبادل السلع والخدمات ورأس المال بين البلدان والمحافظة على سلامة النمو الاقتصادي، ولكي يكون هذا الإطار فعالاً، يجب أن يوازن بين احتياجات الاقتصادات المنفردة واحتياجات النظام ككل، وأن يقوم بذلك طوال الوقت مع تغير العلاقات الاقتصادية والمالية.

وبصيغة أشمل فالنظام النقدي الدولي هو إطار عالمي للمعاملات النقدية الدولية، أي مجموعة من الأدوات التي تعزز موازين مدفوعات المعاملات الخارجية كاستخدام وإصدار العملات الدولية وتدفقات رؤوس الأموال ونظم أسعار الصرف وتعزيز الارتباط بين مختلف دول العالم، لتعزيز مستلزمات التنمية الاقتصادية والمالية الدولية. وفي هذا الإطار، فإن النظام النقدي الدولي المناسب ينبغي أن يوفر بيئة مستقرة لاستيعاب التدفق العالمي للمدفوعات وتسهيل الوساطة المالية وتوفير السيولة للدول لكي تتمكن من الوفاء بالتزاماتها الخارجية، ودعم كل ذلك من خلال تدفقات رؤوس الأموال والاستثمار لتعزيز النمو والتنمية المستدامة على الصعيدين الدولي والمحلي.²

¹ حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 51.

² عبد الكريم جبار شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 03، جامعة القادسية، العراق، 2012، ص: 186.

ويتميز النظام النقدي الدولي، كغيره من الأنظمة بجملة من العناصر التي إذا ما تكاملت وتفاعلت فيما بينها أدت إلى كفاءة وفعالية أداء النظام، وهي كالتالي:¹

- وجود مؤسسات تنظيمية تتولى إدارة وتوجيه هذا النظام، كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي؛
- توفير آلية يتم من خلالها تسيير عمل النظام، وتمثل في الإجراءات التي يمكن أن تتخذ لتحقيق الكيفية التي يعمل بها، ويسير بها النظام؛
- وجود وسائل يتم من خلالها عمل النظام، وتمثل في وسائل تسوية المبادلات الدولية كالذهب والعملات الأجنبية وحقوق السحب الخاصة وما إلى ذلك من الأشكال المقبولة كوسائل لتسوية المبادلات والمعاملات على النطاق الدولي؛
- توفير إجراءات يتم من خلالها تسيير التدفقات النقدية لتسهيل المبادلات الدولية، تسويتها، تطويرها واستقرارها.

ثانيا: أهداف النظام النقدي الدولي

تشق أهداف النظام النقدي من أهداف النظام الاقتصادي، وترتبط بواقع الاقتصاد وطبيعته وتطورات واحتياجاته. ويمكن تجميع أهداف النظام النقدي فيما يلي:²

- تحقيق الاستقرار الاقتصادي الداخلي والخارجي فيما يتعلق بالجانب النقدي، من خلال عرض العملة المحلية والطلب عليها مقابل العملات الأجنبية الأخرى، وضمان استقرار قيمتها محليا بالحفاظ على قوتها الشرائية؛
 - تسيير عمل النشاطات الاقتصادية عن طريق توفير النقد، الذي يتيح إمكانية توفير التمويل اللازم للقيام بالنشاطات الاقتصادية واستمراريتها؛
 - مرونة التحكم في كمية النقود المتداولة، عن طريق التوفيق بين الاحتياجات الحقيقية للاقتصاد في مختلف الظروف، مع توفير إمكانية التحويل السلس بين أنواع النقود المتداولة.
- وفي هذا الإطار فإن النظام النقدي الدولي ينبغي أن يوفر بيئة مستقرة لاستيعاب التدفق العالمي للمدفوعات وتسهيل الوساطة المالية وتوفير السيولة للدول كي تتمكن من الوفاء بالتزاماتها الخارجية ودعم كل ذلك من خلال تدفقات رؤوس الأموال الاستثمار لتعزيز النمو والتنمية المستدامة على الصعيدين الدولي والمحلي.³

¹ فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي، المنافسة-أورو-دولار، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 10.

² نور الهدى حفصاوي، دراسة العلاقة بين تطور النظام النقدي والمالي والنمو الاقتصادي حالة الجزائر ومصر (1990-2016)، أطروحة دكتوراه، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، 2018، ص: 4.

³ عبد الكريم جابر شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، مرجع سبق ذكره، ص: 186.

المطلب الثاني: نشأة النظام النقد الدولي

لقد عرف العالم عدد من الأنظمة النقدية المختلفة، ويؤخذ اسم النظام النقدي أو القاعدة النقدية Monetary standard من السلع أو السلع التي تثبت وحدة النقد بدلالتها، فإذا تم تثبيت عملة الدولة بالنسبة إلى الذهب قيل إنها تتبع قاعدة الذهب Gold standard، وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة في آن واحد أطلق على النظام النقدي اسم قاعد المعدنين، أما إذا ثبتت بالنسبة إلى الفضة قيل إنها تسير على قاعدة الفضة، وإذا لم يتم ربط عملة الدولة بأي معدن قيل إنها تتبع النظام النقدي الورقي.¹

لقد شهد النظام النقدي الدولي العديد من التغييرات منذ أكثر من قرن ونصف، مع ظهور الاقتصادات النقدية على حساب اقتصادات التبادل أو المقايضة، حيث كانت الدول تتبع النقود المعدنية في صورة نظام المعدنين، وظهرت صعوبات أدت به إلى الزوال لصالح نظام المعدن الواحد.

أولاً: نظام المعدنين

في بداية القرن الثامن عشر، حددت بريطانيا عملتها بالنسبة إلى كمية معينة من الذهب، يمثل هذا الأمر إدخالاً فعلياً في بريطانيا لمعيار ذهبي استمر حتى اندلاع الحرب العالمية الأولى في عام 1914، في حين ربطت معظم الدول الأخرى في أوروبا عملاتها بالفضة، على الرغم من أن البعض كان لديه معيار متعلق بنظام المعدنين، حيث تم تحديد قيمة العملة بالنسبة لكل من الذهب والفضة. وكانت النتيجة علاقة متعادلة تبادلية ثابتة تربط بين قيمة الذهب وقيمة الفضة في آن واحد أي قاعدة نقدية مزدوجة وأطلق عليه "نظام المعدنين"،² ولقيام هذا النظام لابد من توفر عدة شروط نذكر منها:³

- تحديد الوزن المعدني الذي تساويه وحدة النقد من كل معدنين على التوالي، بما يترتب على ذلك من إنشاء علاقة ثابتة بين الذهب والفضة؛
- إطلاق حرية الأفراد في تحويل سبائك أي من المعدنين إلى مسكوكات والعكس، طبقاً للنسبة القانونية التي يقرها القانون للوزن بينهما.

ومن خصائص هذا النظام مساهمته في زيادة حجم الكتلة النقدية من خلال زيادة حجم القاعدة النقدية، وبالتالي زيادة حجم المبادلات، وفي حالة وجود نظام معدن واحد يتحقق استقرار أسعار الصرف.

¹ ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، المؤسسات النقدية - البنوك التجارية - البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 47-48.

² Ulrik Bie, Astrid Henneberg Pedersen, *The Role of Gold the Monetary System*, Monetary Review, 1999, P: 23.

³ عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999، ص: 65.

أما عيوب هذا النظام هي أنه من الصعب على الحكومة أن تحافظ على استمرار تعادل النسبة القانونية مع نسبة تعادل المعدنين في السوق، وحتى لو تمكنت الدولة من الحفاظ على ثبات تعادل النسبتين القانونية والسوقية، فإن دول أخرى قد لا تتمكن من ذلك، فإذا حصل أن اختلفت النسبة في السوق الداخلية عن السوق الخارجية فإن هذا الاختلاف سيؤدي إلى تصدير المعدن الذي أصبحت قيمته في الداخل أقل من قيمته في الخارج،¹ وتصديره يكون مربح، وفي حالة خروج المعدن يحدث فرق في السوق بين النسبتين القانونية والسوقية وهذا ما يؤدي إلى زوال النظام، وهذا ما أدى إلى إتباع نظام الذهب بعد انهيار نظام المعدنين.

ثانياً: نظام قاعدة الذهب

مع اكتشاف كميات وفيرة من الذهب تحولت إلى الأنظمة الذهبية المتمثلة في نظام الذهب، والذي تميز بوجود علاقة ثابتة بين وحدة النقد ووزن معين من الذهب، ولنظام الذهب ثلاث أشكال:

1- نظام المسكوكات الذهبية 1816-1914

يعتبر نظام المسكوكات الذهبية الشكل الأول لقاعدة الذهب، وشكلت المسكوكات الذهبية القسم الغالب من النقد المتداول، ويقوم هذا النظام على وحدة نظام تداول النقود في السوق الداخلية والخارجية، على أساس تداول القطع الذهبية سواء تعلق الأمر بمبادلات داخلية أم خارجية وعليه تكون كمية الذهب الموجودة في السوق الرأسمالية العالمية مخصصة للمبادلات الداخلية أو الدولية، وللعمل بها لا بد من توفر شروط معينة، نذكر منها:²

- تحديد قيمة ثابتة لوحدة النقد بوزن معين من الذهب الخالص، وهذا بالطبع لا يشترط أن تكون النقود الذهبية متداولة فعلاً، ولكن يكفي أن تكون النقود الورقية المتداولة، قابلة للتحويل فعلاً إلى ذهب بلا قيد أو شرط؛
- يجب توفر حرية سك الذهب، وبأية كميات دون مقابل لمنع زيادة القيمة الاسمية عن طريق القيمة الحقيقية؛
- وجوب توافر حرية كامل لصهر المسكوكات الذهبية، أي تحويلها إلى سبائك، بدون مقابل لمنع ارتفاع السعر السوقي عن السعر القانوني للذهب؛
- قابلية أنواع النقود الأخرى للصرف بالذهب وعند حد التداول؛
- ضمان حرية تصدير واستيراد الذهب (خروج ودخول الذهب) للمحافظة على التعادل بين القيمة الداخلية والقيمة الخارجية للذهب.

¹ ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

² بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006، ص: 40.

2- نظام السبائك الذهبية

يقتصر تداول الذهب في ظل هذا النظام على مجال المبادلات الدولية، وهو ما يعني عدم تداول النقود الذهبية في الداخل، إذ نظراً لقلّة الذهب النسبية (أي قلة كمية الذهب بالنسبة لحجم المبادلات الداخلية والخارجية وهو حجم يتحدد بمستوى النشاط الإنتاجي) يحتفظ بالذهب بتسوية المعاملات الدولية ويجرى تداول أنواع أخرى من النقود لتسوية المعاملات الداخلية، الأمر الذي يفترض استقرار تداول العملة الورقية وتمتعها بالسعر الإلزامي.¹

وفي ظل هذه القاعدة لم تعد الأوراق النقدية قابلة للتحويل إلى ذهب، بل يتم تداول الأوراق النقدية والقطع النقدية المساعدة الإلزامية، وأصبحت العملة ترتبط بمقدار معين من الذهب المتواجد لدى خزائن البنك المركزي، وهكذا اختفت المسكوكة وحلت محلها السبيكة الذهبية في ظل نظام أوقف حرية السك إلا في صورة سبائك ذات أوزان كبيرة، لا يسمح بتداولها داخليا إلا في المعاملات الضخمة حيث يمكن للأفراد والمؤسسات تحويل نقودها الورقية لدى مؤسسات الإصدار إلى ذهب على أساس سعر التكافؤ الرسمي، ويتم تداولها أيضا على المستوى الخارجي لتسوية المدفوعات الخارجية الناجمة عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات.²

3- قاعدة الصرف بالذهب:

إن هذه الصيغة لقاعدة الذهب أوصى بإتباعها رسمياً مؤتمر جنوة في سنة 1922، وقد حذيت البلدان الفقيرة نسبياً باحتياطاتها الذهبية لما توفره من مزايا تتمثل في احتفاظ مصارفها المركزية بغطاء لعملتها الوطنية بصورة أرصدة وسندات أجنبية بدلا من تكوين غطاء العملة من السبائك الذهبية فقط كما عليه الحال في السابق، ومن مزايا نظام الصرف بالذهب:³

- وجود سعر صرف ثابت بين البلد التابع والبلد المتبوع؛
- الاقتصاد في استخدام الذهب والحصول على فوائد، لأن الاحتياطي يتكون أساسا من عملات وأذونات وسندات البلد المتبوع؛
- تخفيض تكاليف تخزين الذهب والحراسة.

¹ محمد دويدار، أسامة القولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 141.

² بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016، ص: 64.

³ عقيل جاسم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 61-62.

مع نشوب نيران الحرب العالمية الثانية (1939) توقف نهائياً العمل بقاعدة الذهب كنظام نقدي دولي نظراً للظروف الاقتصادية والعسكرية التي كانت تعم العالم أجمع، فأعيد العمل على فرض القيود الجمركية وغير الجمركية بشكل أدى إلى تخفيض في حجم المبادلات التجارية الدولية، وانخفاض النمو الاقتصادي العالمي بشكل واضح، أما أهم الأسباب التي أدت إلى اختيار قاعدة الذهب هي:¹

- التفاوت بين إنتاج الذهب ونمو التجارة الدولية، ففي الوقت الذي ينمو فيه إنتاج الذهب سنوياً بمعدل 2% تنمو التجارة الدولية بمعدل 11% بما يعني عدم إمكانية الذهب المتوفر عالمياً من محاكاة نمو التجارة الدولية؛
- نشوب الحرب العالمية الثانية أدت إلى تركيز الذهب بيد الدول المتحاربة لغرض استخدامه للمشتريات العسكرية لقاء إصدار العملات الورقية الإلزامية للتداول المحلي (كغطاء لها).

ثالثاً: المعالم الأساسية لنظام بريتون وودز

أعقاب الحرب العالمية الثانية، شهد الاقتصاد العالمي اضطرابات عنيفة في النظام النقدي وانخفضت حركة التجارة العالمية، هذا ما استدعى إلى إعادة تنظيم النظام النقدي الدولي مرة أخرى، وتم عقد مؤتمر بريتون وودز سنة 1944 في ولاية نيوهامبشر في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف ممثلي الدول الرأسمالية الصناعية، وكان الأمر مختلفاً تماماً عن المعيار الذهبي، فقد كان أكثر تنظيماً ولعبت الأسواق دوراً أصغر، تم تنسيق التعديل من قبل صندوق النقد الدولي. من أهم أسباب انعقاد مؤتمر بريتون وودز ما يلي:²

- استعادة نظام التجارة الحرة بين الدول؛
 - ضمان استقرار العملات وأرصدة ميزان المدفوعات؛
 - تعزيز النمو والوظائف في جميع أنحاء العالم؛
 - إنشاء نظام نقدي دولي جديد أكثر عدالة واستقرار.
- إن الأهداف الرئيسية للتعاون النقدي الدولي على النحو المتفق عليه في بريتون وودز مبنية على أفضل وجه في المادة الأولى من مواد اتفاقية صندوق النقد الدولي، والتي تنص على أن الغرض من صندوق النقد الدولي هو تسهيل التوسع والنمو المتوازن للتجارة الدولية، والمساهمة بذلك في تعزيز والحفاظ على مستويات عالية من العمالة والدخل الحقيقي وفي تنمية الموارد الإنتاجية لجميع الأعضاء كأهداف رئيسية للسياسة الاقتصادية، يعكس هذا الهدف أن النظام النقدي الدولي الجديد كان مع إعادة بناء التجارة العالمية بعد انهياره خلال فترة الكساد الكبير والحرب العالمية الثانية، كما أنه يدل على مركزية الأفكار الاقتصادية الجديدة التي جاءت من الثورة الكينية، والتي

¹ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2002، ص ص: 218-219.

² Mark Carney, L'évolution du système monétaire international, Banque du Canada, 2009, P: 4.

وضعت العمالة كهدف رئيسي لسياسة الاقتصاد الكلي، وبطريقة غير مباشرة أكثر، تم تحديد مصالح البلدان النامية مع الإشارة إلى "تنمية الموارد الإنتاجية" لأعضائها.¹

وفي نهاية هذا المؤتمر نشأت مؤسستين تهدف كل منهما إلى تحقيق نمو طويل الأجل واستقرار بلدانها الأعضاء والاستمرار في ممارسة نشاطاتها بشكل فاعل وهما: صندوق النقد الدولي (IMF)، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير (IBRD)، والذي أصبح فيما بعد البنك الدولي (WB).

1- صندوق النقد الدولي:

تأسس صندوق النقد الدولي (IMF) سنة 1944 بموجب اتفاقية بريتون وودز، اختص بالعمل على إنماء التجارة الدولية وتقوية التعاون النقدي بين الدول بوسائل تكفل حل المشكلات النقدية العالمية، وتحقيق الثبات في أسعار الصرف بين مختلف العملات ثباتاً ويتسم بالمرونة، مع وضع موارد الصندوق تحت تصرف الدول الأعضاء لتصحيح موازين مدفوعاتها، والحد من اختلال تلك الموازين، بما لا تتجه معه هذه الدول إلى اتخاذ تدابير غير مرضية من حيث آثارها على اقتصاداتها الداخلية وعلى علاقاتها الاقتصادية الخارجية، كما اختص بالإقراض قصير الأجل. يسعى صندوق النقد الدولي لتحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها مايلي:²

- تحقيق استقرار في أسعار الصرف بين الدول الأعضاء؛
- تحقيق نمو متوازن للتجارة الدولية بما يكفل رفع مستوى الإنتاجية وزيادة الدخل الحقيقية وتنمية الموارد الإنتاجية وزيادة الدخل الحقيقية وتنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء؛
- تعزيز التعاون النقدي الدولي من خلال المشورة التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء في مجال رسم السياسات الاقتصادية بين الدول وتنسيق السياسات بين الدول الصناعية الكبرى؛
- تقديم التسهيلات الائتمانية للدول الأعضاء لتصحيح الاختلال في ميزان مدفوعاتها؛
- تقديم مساعدات فنية في مجال عمل البنوك المركزية والمحاسبة الخاصة بميزان المدفوعات والضرائب.

2- البنك الدولي للإنشاء والتعمير

يعد البنك الدولي للإنشاء والتعمير الذي انبثق عن مؤتمر بريتون وودز سنة 1944 إحدى المؤسسات المالية التابعة للأمم المتحدة، والتي أوكلت لها في السنوات الأولى إنشائها مهمة إعادة التعمير والبناء للاقتصاديات

¹ José Antonio Ocampo, **A brief history of the international monetary system since Bretton Woods**, United Nations University, Wider Working Paper, 2016, P :3.

² موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 171.

المتضررة من الحرب العالمية الثانية ثم توسعت مهامه لتشمل تقديم مختلف أنواع القروض إلى دول العالم الثالث، وسعيًا منه لتوفير الموارد اللازمة واستكمال نشاطاته وتحقيق أهدافه أنشأ البنك الدولي مؤسسات متعاونة معه ومرتبطة به ارتباطًا وثيقًا أهمها "مؤسسة التمويل الدولية"، وهيئة التنمية الدولية"، إلى جانب مؤسسات أخرى مكلفة بإدارة الاستثمار الأجنبي. كل هذه المؤسسات مجتمعة تشكل ما يعرف بمجموعة البنك الدولي.¹

يهدف البنك إلى تمكين الدول الأعضاء التي خربتها الحرب من الحصول على رؤوس الأموال الضرورية لإعادة التعمير، كما يسعى إلى النهوض باقتصاديات الدول المتخلفة، وتتلخص مهام البنك فيما يلي:²

- المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على تطويرها من خلال توفير رؤوس الأموال للأغراض الإنتاجية؛

- تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي التي يقوم بها الأفراد والهيئات؛

- العمل على نمو التجارة الدولية نموًا متوازنًا طويل المدى، والمحافظة على تعديل موازين المدفوعات الدولية عن طريق تشجيع الاستثمار الدولي لتوسيع موارد الانتاج عند الأعضاء.

واعتبر النظام الذي ظهر مختلفًا إلى حد كبير عن النظام الذي كان مقصودًا،³ بدلاً من نظام عملات متساوية، كان الدولار الأمريكي مركز النظام، حيث لعب دور العملة المركزية (العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى ذهب لذلك كان لها قيمة مرجعية)، وحددت وزارة الخزانة الأمريكية التي استفادة في فترة بريتون وودز من ثلاثة أرباع مخزون الذهب النقدي العالمي، وحدد سعر الدولار عند 35 دولارًا للأوقية من الذهب،⁴ وتم شراء الذهب وبيعه مجانًا للهيئات الرسمية بهذا السعر، مما جعل الدول الأخرى تتدخل من أجل الحفاظ على عملاتهم ضمن 1% من التعادل مقابل الدولار من خلال شراء وبيع الدولار.⁵

في عام 1949 قامت مجموعة من 24 دولة بتخفيض عملاتها مقابل الدولار، ومع ذلك، أصبحت تسويات سعر الصرف بين العملات الرئيسية أقل تواترًا بمرور الوقت، مما يعكس المخاوف من أن تخفيض قيمة العملة

¹ عبيدات ياسين، بيوض محمد العبد، تقييم دور مجموعة البنك الدولي في الإقلال من الفقر في البلدان منخفضة الدخل -دراسة تحليلية تقييمية لمنطقة افريقيا جنوب الصحراء-، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الموسوم بعنوان: تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة"، جامعة الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2014، ص: 208.

² ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 329.

³ Michael D. Bordo, **The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform**, University Chicago press, Chicago, 1993, P: 37.

⁴ Allan H. Meltzer, **U.S. Policy in the Bretton Woods Era**, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 73, 1991, P: 55.

⁵ Michael D. Bordo, **Op. Cite**, P: 49.

سيؤدي إلى انخفاض في المكانة الوطنية ويؤدي إلى تخفيضات تنافسية من قبل الدول الأخرى، وهذا تشكل نظام النقد الدولي وامتد للفترة 1947-1971، حيث أصبح يطلق عليه بنظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل.¹

رابعاً: انهيار نظام بريتون وودز 1971

نتيجة فشل السياسات الاقتصادية في الحد من عجز الميزان التجاري وكبح التضخم، أعلن الرئيس نيكسون في أوت 1971 منع تحويل الدولار إلى ذهب، ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهياراً لنظام بريتون وودز،² كما سعى لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي من خلال إعلانه مجموعة من الإجراءات الاقتصادية، ومن بين هته الإجراءات المتعلقة بسعر الصرف ما يلي:³

- الوقوف المؤقت لتحويل الدولار إلى ذهب أو سندات لصالح الخزنة والبنوك المركزية الخارجية، إلا في حدود مبالغ معينة وفي ظروف تخدم الاستقرار النقدي ومصالح الولايات المتحدة الأمريكية، وبداية مشاورات تستهدف تغيير معدلات التحويل بين الدولار والعملات الأخرى؛
- الضغط على الدول المنافسة لرفع قيمة عملاتها ومن ثم حماية الدولار.

ارتفع الضغط في أسواق النقد الدولية نتيجة التطورات التي حدثت في ميزان المدفوعات الأمريكية خلال عام 1971، حيث دفعت مرحلة التوسعات الدورية والضغط التضخمي القوي بميزان التجاري للولايات المتحدة الأمريكية إلى عجز لأول مرة منذ 35 سنة. كما أظهر ميزان المدفوعات الإجمالي عجزاً هائلاً قدر بحوالي 30 بليون دولار.⁴ وفي 15 أوت 1971 قررت الحكومة الأمريكية اتخاذ إجراءات فعالة ضد التضخم في الولايات المتحدة وضد تدهور ميزان المدفوعات، وبالتالي اتخاذ تدابير تهدف إلى إعادة الاستقرار للاقتصاد الأمريكي وإنقاذ الدولار، ولمعالجة مشكلة التضخم تم تجميد الأجور والأسعار لمدة تسعين يوم تتبعها فترة من مراقبة شديدة للزيادات في الأسعار والأجور، أما فيما يخص معالجة العجز في ميزان المدفوعات فقد تم اتخاذ قرار فرض ضريبة إضافية مؤقتة بنسبة 10% تفرض على الواردات. أما القرار الأكثر أهمية هو تعليق قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وقد كان قرار في غاية الأهمية على الصعيد الدولي حيث أعلن عن نهاية العلاقة بين الدولار والذهب. هذا القرار كان وحيد

¹ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، ص: 220.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييم الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 115.

³ محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 130-131.

⁴ جون هدسون، مارك هرزرد، تعريب: محمود حسن حسني، العلاقات الاقتصادية والدولية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2007، ص: 799.

الطرف، تم صدوره من قبل الولايات المتحدة الأمريكية دون التشاور مع صندوق النقد الدولي أو مع الدول الأعضاء.¹

واجه نظام بريتون وودز خلال فترة تطبيقه العديد من المشاكل أدت إلى حدوث مجموعة من الاختلالات التي عجلت باختياره؛ وتمثلت أهم هذه المشاكل فيما يلي:²

- تعتبر المشكلة الأولى مشكلة السيولة، فبما أن الذهب كان يشكل الاحتياطي الدولي الرئيسي في ظل هذا النظام، ظهر تخوف من أن معدل النمو السنوي لعرض الذهب الذي يتراوح بين 1% و 1.5% لا يزداد بسرعة مقارنة بمعدل نمو حجم التجارة الدولية السنوي الذي يقارب 7%؛
- المشكلة الثانية كانت مشكلة ثقة، حيث أن كمية الدولارات التي احتفظت بها البنوك المركزية الأجنبية بدأت تتفوق على حجم كمية الذهب لدى الولايات المتحدة، وعدم كفاية الدولارات في تغطية الذهب في حالة التحويل، نتيجة لذلك انخفضت الثقة في الدولار كاحتياطي رئيسي؛
- المشكلة الثالثة كانت مشكلة التسوية، إذا تشير هذه المشكلة إلى أن بعض الدول عانت من فائض أو عجز مستمر في موازين مدفوعاتها في ظل عدم وجود آلية تسوية فعالة لأن القوى الديناميكية في النظام لم تعالج هذه الاختلالات.

خامساً: التخلي عن الصرف الثابت والانتقال إلى التعويم المدار

إن إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، لم يضع حداً للمضاربة على الدولار، هذا الواقع دفع الولايات المتحدة الأمريكية والبلدان الأوروبية الرئيسية إلى التوقيع على اتفاقية واشنطن في 18 ديسمبر 1971، هذه الاتفاقية خففت من حدة المضاربة على الدولار، خلال عام 1972، لكن المضاربة هذه عادت لتستفحل منذ بداية العام 1973، ولم يكن تدخل المصارف المركزية الأوروبية كافياً لإزالة ضغطها مما أدى إلى تخفيض جديد لسعر الدولار،³ وبعد كل الاضطرابات التي سادت في الأسواق الدولية بدأت الدول بالتخلي على نظام الصرف الثابت، حيث قامت الولايات المتحدة الأمريكية بإجراء تخفيض ثاني للدولار بنسبة 10% بالنسبة لوحدة حقوق السحب الخاصة وأصبح سعر أونصة الذهب 42.22 دولاراً بعد أن كان 38 دولاراً، وأدى ذلك إلى تقهقر

¹ مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997، ص: 38-39.

² ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر-دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016، ص: 98-99.

³ وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي -قضايا نقدية ومالية-، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2001، ص: 438.

* الدول هي: ألمانيا، هولندا، الدانمارك، بلجيكا، لكسمبورغ.

الدولار، وعندئذ قررت ست دول في السوق الأوروبية المشتركة* في مارس 1973 تعويم عملاتها إزاء الدولار والين الياباني، على أن تقوم بثبوت أسعار صرفها فيما بينها من خلال نظام الثعبان الأوروبي، وقيام بريطانيا وإيطاليا بتعويم عملاتها بشكل مستقل،¹ وبذلك تركت عملاتها تتحدد على أساس قوى العرض والطلب، وأصبح نظام أسعار الصرف المرنة سائداً منذ 1973، وتم التعديل الثاني لصندوق النقد الدولي، وعقد مجلس محافظي الصندوق مؤتمراً في جمايكا عام 1976، وفي هذا الاجتماع تقرر ما يلي:²

- حرية الدول الأعضاء في اختيار ما تشاء من نظم الصرف، بما في ذلك التعويم. ومع ذلك يحظر على الدول الأعضاء محاولة الحصول على أي مزايا تنافسية غير عادلة في مواجهة الأعضاء الآخرين عن طريق التخفيض المتتالي في سعر الصرف، ويظل لصندوق النقد الدولي الإشراف الدقيق على سياسات الدول الأعضاء بالنسبة لسعر الصرف، مع التزامه بمبادئ محددة في مجال إرشاد هذه الدول إزاء هذه السياسات؛
- التخفيض التدريجي في دور الذهب بالنسبة للنظام النقدي الدولي، كإلغاء السعر الرسمي للذهب وتقرير حرية الدول الأعضاء في التعامل به في السوق ما بين بعضها البعض دون الاستناد إلى أي سعر رسمي له، وإنهاء وظيفة للذهب كوحدة لتقويم حقوق السحب الخاصة، وعدم إمكان اتخاذه كأساس لتقويم مختلف العملات للدول الأعضاء في الصندوق، وإلغاء كل الأحكام المنظمة لاستخدام الذهب في التعامل ما بين الصندوق والدول الأعضاء، وتجنب الصندوق في أي تعامل بالذهب أن يدير سعره أو أن يقيم سعراً ثابتاً في السوق؛
- أتاح للصندوق إمكانية التصرف في جزء أو في كل ما يتبقى من رصيده الذهبي بأغلبية 85% من القوة التصويتية.

المطلب الثالث: خصائص الترتيبات الراهنة لأنظمة سعر الصرف

بما أن نظام الصرف يعبر عن الوسيلة الأساسية التي تدخل ضمن استراتيجيات تعديل ميزان المدفوعات من خلال الكفاءة التي يحققها، فإنه يتجسد في معيارين أساسيين هما القوة و الإستقرار، حيث يتعلق الأول بمدى قدرة النظام على امتصاص الصدمات الاسمية (فروقات التضخم) والاضطرابات الحقيقية (اختلالات العرض والطلب)، أما الثاني فيتضمن نتائج وعواقب اختيار سعر الصرف على استقرار أسعاره، فإنه بذلك يمثل الإطار

¹ ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

² زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 118.

القانوني أين تتحدد وتشكل أسعار الصرف وتتم عملياتها، طالما أن هذه القوانين تتحكم في سعر العملات الأجنبية أين يمكن تأخير تعديلاتها مقارنة بقيمتها النظرية¹.

أولاً: أنظمة سعر الصرف الثابتة: "Fixed Exchange Rate Regimes"

تمثل نظم أسعار الصرف الثابتة، نظام لربط العملة النقدية المحلية في عملة صعبة أجنبية مع تكافؤ ثابت، وفي مثل هكذا نظام فإن المعدلات تكون ثابتة أو يمكنها كذلك التقلب داخل مساحة ضيقة. وحينما تتجه العملة النقدية إلى تجاوز الحدود المتوقعة فإن الحكومات تتدخل من أجل جعلها داخل الحدود،² أي أن نظام الصرف الثابت يستوجب تفضيل التوازن الخارجي على الاستقرار الداخلي، فالدولة التي ترى أن قيمة عملتها قد انخفضت دافعةً تيار الذهب إلى الخارج فإنها تقوم بإتباع سياسة مالية انكماشية بغية تشجيع الصادرات وتقليل الواردات لزيادة الطلب على عملتها مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة وبالتالي اقتراحها من السعر الرسمي لها، كما يتم توظيف أدوات السياسة النقدية من خلال تقليص الائتمان في البنوك التجارية ورفع سعر الفائدة.³

وانطلاقاً مما سبق يمكن القول بأنه نظام سعر صرف ملتزم بالحفاظ على عملة محلية ثابتة، وربطها إما بعملة أجنبية أو سلة عملة أو أي مقياس ملموس آخر للقيمة، تحدد السلطة النقدية سعر الصرف وتلتزم بشراء أو بيع العملة المحلية بسعر محدد، يتم الحفاظ على هذا المستوى المحدد سلفاً من قبل السلطة النقدية من خلال تعديلات سعر الفائدة أو التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي.

وفي ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر صرف العملة إلى:⁴

- 1- أسعار صرف ثابتة بحق: وفي هذه الحالة تلتزم السلطات النقدية أو البنك المركزي التزاماً كلياً بالحفاظ على قيمة سعر الصرف المثبتة وتتدخل بشراء وبيع العملات الأجنبية اللازمة للحفاظ على القيمة المثبتة.
- 2- صندوق الإصدار أو (مجلس العملة): وهو نظام نقدي بموجبه تلتزم دولة ما وبصفة صريحة منصوص عليها في القانون بصرف عملتها الوطنية بمعدل ثابت مقابل عملة صعبة، هذا التعهد أو الالتزام يفرض قيوداً على السلطة التي أصدرت هذه العملة من أجل ضمان الالتزامات التي يفرضها القانون.

¹ قاسم محمد فؤاد، كبداني سيد أحمد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ "MENA" باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي "VAR"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 03، 2013، ص: 113.

² سعود جايد الحسين مشكور العامري، المالية الدولية -نظرية وتطبيق-، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 99.

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

⁴ برياطي حسين، زيدان محمد، خيارات نظم سعر الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول: دراسة حالة الدول العربية، Revue algérienne d'économie et gestion، المجلد 10، العدد 2، 2016، ص: 37-38.

- 3- **اتحادات العملة:** يعد من الحالات الأكثر ثبات وصرامة بحيث أن أسعار صرف الدول الداخلة في هذا الاتحاد تكون غير قابلة للتغير فيما بينها، فقد تكون الدولة عضوا في اتحاد نقدي أو عضو في آلية تعاون نقدي اتخذ عملة مشتركة، أي توجد وحدة نقدية تعتبر العملة الوحيدة التي يحدد بها معدل الصرف في الدولة، وبالتالي يتم التنازل عن العملة المحلية وتبني عملة أجنبية أخرى مثل (الدولة). ولنظام الصرف الثابت العديد من المزايا والإيجابيات، يمكن ذكرها:¹
- الحفاظ على التكافؤ يوحى إما بزيادة سعر الفائدة أو تصدير احتياطات العملات الأجنبية؛
 - تعمل أسعار الصرف الثابتة على تقليل مخاطر العملات الأجنبية في المعاملات التجارية والاستثمارية الدولية؛
 - ربط العملة الوطنية بعملة أجنبية منخفضة التضخم هو إجراء تنفذه الحكومات لتحقيق الحفاظ على معدل تضخم منخفض؛
 - تجنب تقلبات العملة والعمل على استقرارها ومصادقيتها.
- إلى جانب هذه المزايا هناك مجموعة من المآخذ على استخدام نظام الصرف الثابت هي:²
- يحتاج هذا النظام إلى احتياطات كبيرة للتدخل في سوق الصرف الأجنبي لشراء العملة المحلية للمحافظة على قيمتها؛
 - تضارب أهداف الاستقرار الاقتصادي مع الحفاظ على القدرة التنافسية للصادرات؛
 - تسهيل المضاربة على قيمة العملة؛
 - عدم القدرة على مواجهة التقلبات قصيرة المدى في أسعار العملات؛
 - فقدان السلطات النقدية لإحدى أدوات السياسة النقدية (سياسة سعر الصرف) التي يمكن استخدامها لمعالجة الاختلال في الموازين الخارجية).

¹ Emilija Beker, **Exchange Rate Regime Choice**, Panoeconomicus, 3, 2006, P: 315.

² ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

ثانياً: أنظمة سعر الصرف المرنة "Flexible Exchange Rate Regimes"

إن هذا النظام يتيح لسعر الصرف الأجنبي أن يتحدد بالطلب والعرض في السوق، ويمثله نظام العملات الورقية التي لا تستند إلى قاعدة الذهب، وبالتالي فإن سعر صرف العملة المحلية بالعملات الأجنبية يتحدد على أساس عرض وطلب العملة المحلية مقارنة بعرض وطلب العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي¹، ولا تتدخل السلطة النقدية في اتخاذ القرارات الاقتصادية المتعلقة بسعر صرف عملتها، ولا تتدخل في سوق الصرف لهذا ليست بحاجة للاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية، وتعد اليابان وكندا وجنوب إفريقيا والولايات المتحدة وبريطانيا العظمى وأستراليا أمثلة حالية على دول ذات سعر صرف عائِم² وهناك حالتين أو صورتين لنظام الصرف المرن:³

1- **نظام الصرف المرن الحر (التعويم الحر):** ففي حالة التعويم الحر يتم تحديد سعر الصرف حسب تقلبات العرض والطلب، أي أن قيمته تتحدد في السوق وكل تدخل في السوق من طرف السلطات النقدية لا يهدف إلى التأثير على معدل وإنما من أجل الحيلولة دون التقلبات غير المرغوبة وليس هدفها أن يكون معدل الصرف في مستوى معين.

2- **نظام الصرف المرن المدار (التعويم المدار):** هنا كذلك يتم تحديد سعر الصرف في السوق حسب العرض والطلب على العملة ولكن يتميز هذا النظام (التعويم المدار) عن التعويم الحر أنه يسمح بتأثير السلطات النقدية على تحركات معدل الصرف بتدخلاتها الفعالة في سوق الصرف دون تخصيص ودون إعلان مسبق عن مسار معدل الصرف.

وللنظام المرن مجموعة من المزايا جعلت منه نظاماً مرغوباً فيه، نذكر أهمها:⁴

- الاستئصال الذاتي (الأوتوماتيكي) للاختلال في ميزان المدفوعات دون الحاجة إلى التدخل في ذلك، إذ أن التوازن يعود إلى ميزان المدفوعات بواسطة التحرك في سعر الصرف، أي عن طريق آلية السوق؛
- تقليل الحاجة إلى الاحتياطيات الأجنبية لدى السلطات النقدية ونظرياً يمكن القول إنه لا حاجة نهائياً إليها، وبذلك استخدام هذه الاحتياطيات بفاعلية في ميادين أخرى؛

¹ فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 73.

² Lassana Youbare, Effets macroéconomique des régimes de change : essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel, Op.cit, p: 30.

³ برياطي حسين، زيدان محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

⁴ سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

- يكون الاستقرار الداخلي أفضل هدف يمكن مواصلته، فالدولة عليها أن تنظر إلى الإستقرارية الداخلية للأسعار والإنتاج والتوظيف وترك سعر الصرف بتغير كما يشاء ليحقق التوازن الخارجي ومثل هذه السياسة تزيل التداخل الداخلي والخارجي؛
- يأخذ سعر الصرف دور مستوعب الصدمات، إذا كان مرنا فهو يدفع، ويحتاج القوى التضخمية أو الانكماشية عن الاقتصاد، بينما النظام الثابت سينقل تلك الصدمات إلى الاقتصاد وعليه النظام المرن يحرر السياسة النقدية والبنوك المركزية من الالتزامات التي تنص على الاحتفاظ بأسعار عملاتها عند قيمة معينة أو ضمن هامش تقلب معين، هذا ما يحقق استقلالية السياسة النقدية.
- هناك مجموعة من العيوب التي تشوب استخدام نظام سعر الصرف المرن، من أهمها ما يلي:
- يؤدي نظام سعر الصرف المرن إلى تفاقم مستويات التضخم الحالية، بحيث إذا كان لدى بلد ما معدل تضخم مرتفع مقارنة بالدول الأخرى، فإن هذا سيجعل صادراته أقل قدرة على المنافسة ووارداته أقل تكلفة، وسينخفض سعر الصرف بعد ذلك لتصحيح الوضع، وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار استيراد السلع التامة الصنع والمواد الخام، وبالتالي تضخم دفع التكلفة مما يؤدي إلى زيادة معدل التضخم الإجمالي؛¹
- يُحدث حالة عدم استقرار، يمكن أن تكون أسعار الصرف المرنة عرضة لتقلبات كبيرة في القيمة وهذا يخلق حالة عدم يقين بالنسبة للشركات وصعوبات في التخطيط والتسعير، بدورها تتأثر الاستثمارات والتجارة سلباً مما يتسبب في تشيبتها؛²
- قيم العملات وأسعار صرفها أمام بعضها البعض قائمة على أسس هشّة بسبب قابليتها للمضاربة والتحكم من قبل دول معينة؛³
- المشكلة التي واجهها النظام المرن هي قيام كثير من حكومات العالم المتقدم بالتدخل في الأسواق العالمية للحفاظ على أسعار صرف معينة ومنعها من الانحرافات الكبيرة؛
- وأخيراً المشكل الحقيقي للوضع النقدي الدولي يتمثل في حقيقة التطاير لأسعار الصرف.

¹ Marc Labonte, **Fixed exchange rate and floating exchange rates: What have we learned?** Confessional Research Service, 2007, p: 03.

² Floating exchange rate, ExchangeratesIB, <https://sites.google.com/site/exchangeratesib/advantages-and-disadvantages-of-high-and-low-exchange-rates/floating-exchange-rate>. View Date:27/05/2020.

³ قاسم محمد فؤاد وآخرون، تأثير أنظمة سعر الصرف على الميزان التجاري لمجموعة من دول الـ "MENA" باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي "VAR"، مجلة دفاتر MECAS، المجلد 10، العدد 1، 2014، ص: 272.

ثالثاً: أنظمة الصرف الوسيطة "Intermediate Exchange Rate Regimes"

يتم فيه تثبيت سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مع السماح لها بالتذبذب وانخفاضا وارتفاعاً بحدود معينة في كلا الاتجاهين، وبالتالي فإن هذا النظام يتوسط النظامين الثابت والمرن فهو لا يمتاز بالجمود كما في الأول، ولا يسمح بالتذبذب بشكل كبير مما يؤدي إلى عدم استقرار حجم التجارة الوطنية كما في الثاني،¹ فهو يأخذ الاستقرار من نظام الصرف الثابت واستقلالية السياسة النقدية من نظام الصرف المرن، ولنظام الصرف الوسيطي كذلك عدة أشكال أو صور:²

- 1- **نظام صرف قابل للتعديل:** وهو نظام صرف ثابت ولكن قابل للتعديل في حالة إذا ما حدث اختلال كبير للميزان التجاري ويسمح بتعديل فروقات التضخم بين الدولة ودول الربط.
- 2- **الربط المتحرك:** ويعتبر كذلك نظام صرف ثابت مثل نظام الصرف القابل للتعديل، ولكن هنا تنص سياسة الصرف على قيام الدولة بتخفيضات بصفة متكررة ولكن بنسبة صغيرة كل شهر أو أسبوع أو كلما كان ذلك ضرورياً حسب معايير وشروط محددة، ويتم تعديل قيمة العملات أوتوماتيكياً وذلك بترجيح الأسعار والمؤشرات.
- 3- **الربط بسلة العملات:** وفي هذا النظام يتم ربط العملة المحلية بسلة من العملات وليس بعملة أجنبية واحدة، فإما أن تختار الدولة أن تربط عملتها بحقوق السحب الخاصة التي هي عبارة عن سلة يصدرها صندوق النقد الدولي من عملات لأكبر الدول الاقتصادية وأهم العملات العالمية لكل منها وزن معين أو تختار ربط عملتها بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين للبلد.
- 4- **منطقة محددة أو ثابت مع هامش أو منطقة مستهدفة:** ففي هذا النظام تحدد الدولة الحد الأعلى والحد الأدنى الذي يمكن أن يبلغه سعر الصرف، فتسمح له بالتقلب في حدود هذا الهامش ولا تتدخل الدول طالما لم يتجاوز الهامش المحدد ولكن تتدخل الدولة (السلطات النقدية) لمنع تجاوز سعر الصرف الهامش المحدد.

من بين مزايا هذه الأنظمة ما يلي:³

- تسمح المرونة المحدودة بالامتصاص الجزئي للصدمات؛

¹ موسى سعيد مطر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

² برياطي حسين، زيدان محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 38-39.

³ ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

- تسمح مصداقية النظام المتبع بإمكانية بقاء الاستقرار والمنافسة في اقتصاد البلد؛
 - انخفاض احتمال وقوع أزمات العملة في الأنظمة الوسيطة ذات الهوامش الواسعة.
- في حين عارض العديد من الاقتصاديين إتباع الأنظمة الوسيطة، من وجهة نظرهم أنها أنظمة لا تستطيع المقاومة والتحمل أمام التدفقات المتزايدة لرؤوس الأموال على المستوى الدولي وأنها دائما سبب الرئيسي للأزمات المالية التي حدثت مؤخرا حيث تكون دائما عرضة للهجمات المضاربة في ظل اقتصاد عالمي يشهد اليوم عولمة مالية متزايدة،¹ كما أنه له بعض السلبيات تكمن فيما يلي:²
- قلة الشفافية، لأن التدخل في ظل هذه الأنظمة لا يستند إلى معيار معين، وبالتالي ترتفع درجة عدم التأكد وانخفاض مصداقية النظام المتبع؛
 - الحاجة إلى احتياطات دولية كبيرة للتدخل للمحافظة على استقرار قيمة العملة.
- في الواقع، لا توجد عملة في العالم يُسمح لها بالتعويم الكامل، حتى عندما تحاول الحكومات عدم التدخل، ستأتي أوقات تخضع فيها العملة لتقلبات شديدة وعليه لا بد للحكومة أو البنك المركزي التدخل. وبنفس الطريقة، فإن التغييرات المتكررة في سعر الصرف، إذا كان معوماً بحرية تامة، قد تسبب حالة من عدم اليقين للشركات، وهذا أمر يؤثر سلباً على التجارة، وبالتالي ستضطر الحكومات إلى التدخل من أجل تثبيت سعر الصرف. وعليه، فإن معظم أنظمة أسعار الصرف في العالم هي أسعار صرف مُدارة، حيث يُسمح بتعويم العملة، ولكن مع تدخل من الحكومة. وهي أكثر الأنظمة شيوعاً حيث يحدد البنك المركزي قيمة سعر صرف أعلى وأقل ثم يسمح للعملة بالتعويم بحرية، طالما أنها لا تتحرك خارج هذا النطاق. وإذا بدأ سعر الصرف في الاقتراب من المستوى الأعلى أو الأدنى، فستدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي لعملته، دون إعلان البنوك المركزية عن القيم العليا والدنيا خوفاً من المضاربة.

¹ آيت يحيى سمير، اختيار "نظام الصرف" الأمثل، "الدول النامية" بين: الثنائية القطبية والأنظمة الوسيطة، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 1، العدد 1، 2011، ص: 64.

² ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

المبحث الثاني: التصنيفات القانونية والواقعية لأنظمة سعر الصرف

لفترة طويلة، كان تقرير "ترتيبات الصرف وقيود الصرف" التي ينشرها صندوق النقد الدولي سنوياً منذ عام 1950 هو المصدر الرئيسي للمعلومات حول أنظمة أسعار الصرف. يسرد التقرير بيانات سياسة الصرف الأجنبي والمدفوعات الدولية للدول الأعضاء، تم استخدام نهجين رئيسيين لتصنيف أنظمة أسعار الصرف: التصنيف القانوني الذي يعتمد على إعلانات الدول والتصنيفات الفعلية التي تستند إلى أفعالهم.¹

المطلب الأول: التصنيف القانوني أو الرسمي

يطلق على تصنيفات صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف الرسمية للبلدان الأعضاء فيه، والتي تعكس نوايا وتعهدات السلطات الوطنية فيما يخص إدارة سياسة الصرف وأحياناً السياسة النقدية.

أولاً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف قبل سنة 1999

اعتمد الصندوق لإعداد تصنيفه بحكم الواقع على تقلبات سعر الصرف الاسمي الرسمي كمعيار لتصنيف أنظمة الصرف للدول الأعضاء فيه، حيث يطلب منها خلال 30 يوم من انضمامها تحديد ترتيبات الصرف الممارسة فيها، وإعلامه بكل تغير قد يحدث في نظام الصرف المعتمد مستقبلاً، وعرفت مدونة الصندوق للتصنيف بحكم الواقع تطورات ملحوظة خلال هاته الفترة.

1- تصنيف 1950-1973

- القيمة الثابتة لسعر الصرف.
- سعر الصرف الفعلي، غير الثابت المستخدم في المعاملات.

2- تصنيف 1974

- الحفاظ على سعر الصرف ضمن هوامش ضيقة نسبياً مقارنة بـ (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، مجموعة من العملات، متوسط أسعار الصرف للشركاء التجاريين الرئيسيين).
- عدم الحفاظ على سعر الصرف ضمن هوامش ضيقة.

¹ Sfia, Mohamed Daly, *Le choix du régime de change pour les économies émergentes*, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 4075, 2007, P: 9.

3- تصنيف 1975-1978

- الحفاظ على سعر الصرف ضمن هوامش ضيقة نسبياً مقارنة بمجموعة من العملات (الدولار الأمريكي، الفرنك الفرنسي، الراند الجنوب إفريقي، البيزيتا الإسباني، أو مجموعة من العملات).
- سعر الصرف غير ثابت داخل هوامش ضيقة.

4- تصنيف 1979-1982

- الحفاظ على سعر الصرف ضمن هوامش ضيقة نسبياً مقارنة بـ (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، الدولار الأسترالي، الإسكودو البرتغالي، الراند الجنوب إفريقي، البيزيتا الإسبانية، مجموعة من العملات أو المؤشرات).
- عدم الحفاظ على سعر الصرف ضمن هوامش ضيقة.

5- تصنيف 1983-1996

- يتم تحديد سعر الصرف على أساس:
- الربط بالنسبة إلى: الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، أو عملات أخرى.
- المرونة المحدودة: بالنسبة لعملة واحدة، التعاونيات النقدية.
- الترتيبات أكثر مرونة يتم تعديلها وفقاً لعدد من المؤشرات وتعويم موجه آخر.
- التعويم الحر.

6- تصنيف 1997-1998

- الربط بالنسبة إلى: عملة، سلة عملات.
- مرونة محدودة.
- تعويم موجه.
- التعويم الحر.

من أهم مزايا التصنيف بحكم القانون اعتماده على التصريحات الرسمية مما يجعل عملية إحصاء أنظمة الصرف سهلة، وشموله لعدد كبير من البلدان، كما يتم تحديثه كل ثلاثة أشهر، وتكشف الأنظمة الرسمية عن توجهات ورغبات السلطات المحلية والدولية فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف والسياسة النقدية، من خلال الإعلان عن نظام سعر صرف معين، وتتعهد السلطات بإمكانية استخدام السياسة النقدية إذا اقتضى ذلك للحفاظ على سعر الصرف المعلن عنه. لذلك، الأنظمة المعلنة De Jure دور مهم في صياغة التوقعات التي تحدد مصداقية قرارات السلطات وتوقعات الأعوان الاقتصاديين وبالتالي على قراراتهم. على سبيل المثال، تعتمد فعالية السياسة النقدية على توقعات الوكلاء بشأن تطورها المستقبلي وعلى القرارات الحكومية الأخرى. ويرتبط قرار الاستثمار ارتباطاً وثيقاً بالمسار المستقبلي المتوقع لأسعار الفائدة والأداء الاقتصادي وما إلى ذلك، لذلك تلعب الأنظمة القانونية دوراً أساسياً في صياغة التوقعات التي تحدد في حد ذاتها مصداقية قرارات السلطات وتؤثر على قرارات الفاعلين الاقتصاديين. وبهذا المعنى، يقترح التصنيف الرسمي نهجاً استباقياً أو استشرافياً، مما يسمح للوكلاء الاقتصاديين بصياغة توقعات التغييرات في سياسة سعر الصرف وربما السياسة النقدية. يمكن أن تسمح للسلطات بالتأثير على توقعات الوكلاء الاقتصاديين وبالتالي على قراراتهم (تحديد الأجور والأسعار، الاستثمار ... إلخ).¹

على الرغم من إدراك السلطات لهذه الحقيقة، فإنها تقرر أحياناً عدم الإعلان علناً عن نظام سعر الصرف الذي تطبقه. على سبيل المثال، عندما يربط بلد عملته بسلة من العملات لكنه لا يكشف عن التكوين أو الترجيح المنسوب إلى كل عملة، يمكن أن يمنح هذا القرار السلطات هامشاً نسبياً للمناورة لأنه يمكن أن يسمح لها بتعديل سعر الصرف، للحد من تقلباته أو للسماح له بالتقلب (Frankel and Wei²، 2008)، دون التراجع عن الالتزام، يكون خط العرض هذا مفيداً بشكل خاص عندما يصبح الدفاع عن سعر الصرف ذو تكلفة مرتفعة (Frenkel and Goldstein³، 1989).

ثانياً: التصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف منذ سنة 1999

يقدم صندوق النقد الدولي تصنيفاً لأنظمة سعر الصرف في البلدان الأعضاء وفقاً لمعيارين: درجة مرونة سعر الصرف ووجود أو عدم وجود التزام نقدي لصالح تطور أو تبادل معين في سعر الصرف، ومنذ أبريل 1999، استخدم صندوق النقد الدولي تصنيفاً رسمياً جديداً يشمل 8 فئات، وهي:

¹ Jeffrey. Frankel. Shang. J. Wei, **Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes : Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights**, IMF Staff Paper, Vol 55, No 03, 2008, p : 385.

² Jeffrey Frankel, Shang-Jin Wei, **Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket**, Op. cit, P : 386.

³ Jacob A. Frenkel, Morris Goldsetein, **Exchange Rate Volatility and Misalignment: Evaluating some Proposals for reform**, NBER Working Paper Series, No. 2894, 1989, P: 12.

- 1- **نظام الدول التي ليس لديها عملة رسمية منفصلة:** وحدة نقدية أخرى هي عملة المناقصة القانونية الوحيدة في الدولة، أو الدولة عضو في اتحاد نقدي أو في آلية تعاون نقدي تبنت عملة البلدية وهي مناقصة قانونية في كل من الدول الأعضاء.
- 2- **مجلس العملة:** هو النظام النقدي الذي تتعهد بموجبه الدولة ضمناً بموجب القانون بتبادل عملتها الوطنية بسعر ثابت مقابل عملة معينة، يفرض هذا الالتزام قيوداً معينة على سلطة الإصدار لضمان الامتثال للالتزامات التي يفرضها القانون.
- 3- **نظام تكافؤ ثابت تقليدي آخر:** تقوم الدولة بربط عملتها (رسمياً أو فعلياً) بسعر ثابت أو بعملة كبيرة أو بسلة من العملات، ويتأرجح السعر ضمن نطاق ضيق من (+ و -) 1%، كحد أقصى على جانبي السعر المركزي.
- 4- **التعلق ضمن نطاقات القلب الأفقية:** يتم الاحتفاظ بقيمة صرف العملة ضمن نطاقات أكبر من 1% على أي من جانبي سعر مركزي ثابت أو رسمي أو بحكم الأمر الواقع.
- 5- **نظام التعادلات المتحركة:** يتم تعديل قيمة صرف العملة بشكل دوري بنسب صغيرة، بسعر ثابت يعلن مقدماً أو استجابة للتغيرات في بعض المؤشرات الكمية.
- 6- **نظام نطاقات التقلبات المتحركة:** يتم الاحتفاظ بقيمة صرف العملة ضمن هامش تقلب معينة على جانبي السعر المركزي الذي يتم تعديله دورياً إلى سعر ثابت يتم الإعلان عنه مسبقاً أو بواسطة الاستجابة للتغيرات في بعض المؤشرات الكمية.
- 7- **التعويم الموجه دون الإعلان المسبق عن مسار سعر الصرف:** تؤثر السلطة النقدية على تحركات سعر الصرف من خلال التدخلات النشطة في سوق الصرف الأجنبي، دون التحديد أو الالتزام بالإعلان مقدماً عن مسار سعر الصرف.
- 8- **التعويم المستقل:** يتم تحديد قيمة الصرف من قبل السوق، وأي تدخل في سوق الصرف الأجنبي يكون الهدف منه هو تعديل سعر الصرف وتجنب التقلبات غير المرغوب فيها بدلاً من وضعه عند مستوى معين.

في حين اعتمدت الدراسات التجريبية لتطورات أسعار الصرف لفترة طويلة على نظام صندوق النقد الدولي الذي يصنف أنظمة أسعار الصرف وفقاً للإعلان الرسمي لسلطات الدولة، قدم هذا التصنيف القانوني بعض نقاط

الضعف، من بينها: أنه غالباً ما كان لديه اختلافات ملحوظة بين ما تدعي الدول القيام به وما قامت به بالفعل، ترى بعض الدول أنها تفرض نظام سعر صرف ثابت، بينما يتم تخفيض قيمته في كثير من الأحيان للحفاظ على قدرته التنافسية ويميل إلى نظام مرن، إعلان آخر يعلن عن نظام تعويم، لكنه غالباً ما يتدخل للحفاظ على سعر صرف معين، وما يجعل نظام سعر صرف ثابت، هو "الخوف من نظام التعويم". في هذا السياق، اقترح بعض المؤلفين تصنيفات بديلة لأنظمة أسعار الصرف، مثل تلك الخاصة بـ Levy-Yeyati و Sturzenegger (2002) و Bailliu و Lafrance و Perrault (2002)، لتجاوز النقائص الموجودة بتصنيفات حكم القانون لجأ صندوق النقد الدولي إلى استحدث تصنيفات أكثر دقة والتي تعكس تقييماً حقيقياً لنظام سعر الصرف في البلدان الأعضاء فيه ويطلق عليها التصنيفات "بحكم الواقع".

المطلب الثاني: التصنيفات الواقعية أو الفعلية

بداية من عام 1999، شرع صندوق النقد الدولي في الإبلاغ عن أنظمة سعر الصرف بحكم الواقع، استناداً على تقييم موظفي صندوق النقد الدولي للمعلومات المتاحة،¹ والتصنيف "بحكم الواقع" يتجاوز ما تعلنه الدولة فيما يخص ترتيبات الصرف فيها إلى ما هو مطبق فعلياً، ولا تعتمد هذه التصنيفات على السلوك الملاحظ لسعر الصرف الاسمي فقط-مثلما هو الحال في التصنيف بحكم القانون- بل تستخدم معلومات مكملية لتصريحات البلدان الأعضاء حول ممارسات الصرف فيها مثل: السياسة النقدية المنتهجة، تغيرات سعر الصرف واحتياطات النقد الأجنبي، معدلات الفائدة، وعلى عكس التصنيفات بحكم القانون التي تحصى التزامات السلطات فإن التصنيفات بحكم الواقع تتبع منهجاً تاريخياً مركّز على المعطيات والسلوكيات الملاحظة لتصنيف أنظمة سعر الصرف.²

وبجانب المدخل المعدل من قبل صندوق النقد الدولي عام 1999 ثم عام 2009، فقد تم تطوير تصنيفات أخرى من خارج الصندوق جاءت على شكل أبحاث مستقلة، ومن أشهرها:

أولاً: تصنيف Levy-Yeyati et Sturzenegger

اقترح الباحثان Levy-Yeyati & Sturzenegger تصنيفاً لنظم أسعار الصرف، والذي يعكس أسعار الصرف بحكم الواقع بدلاً من نظم الصرف المعلنة عبر الوثائق الرسمية، ويستند الباحثان إلى مجموعة بيانات عن

¹ مارك ستون، هارالد أندرسون، رومين فيرون، أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟، مجلة التمويل والتنمية، مارس، 2008، ص: 42.

² عبد الحميد مرغيت، التصنيفات القانونية والواقعية لنظم إدارة سعر الصرف: مدخل مقارنة (مع إشارة خاصة إلى حالة الجزائر)، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 3، العدد 1، 2013، ص: 266.

أسعار الصرف والاحتياطيات الدولية لعينة مكونة من 183 بلد، حيث تقوم جميع هذه البلدان بتقديم تقارير بصورة منتظمة إلى صندوق النقد الدولي IMF خلال المدة 1974-2000.¹

تحدد نظم أسعار الصرف في ظل تصنيف LYS وفقاً لسلوك ثلاثة متغيرات: التغيرات في معدلات الصرف الاسمية، التقلب في تغيرات معدلات الصرف الاسمية، وتقلبات الاحتياطيات الدولية، يرجع سبب اختيار هذه المتغيرات إلى تعريف أنظمة سعر الصرف، حيث ترتبط أنظمة الصرف الثابتة بالتغيرات في الاحتياطيات الدولية التي تهدف إلى الحد من التقلبات في معدلات الصرف الاسمية، أما الأنظمة المرنة تتميز بتقلبات كبيرة في معدلات الصرف الاسمية واحتياطيات مستقرة نسبياً. وبالتالي، يجب أن يكون السلوك المشترك لمتغيرات التصنيف الثلاثة هذه كافياً لتحديد النظام الذي يجب تخصيص كل بلد له في كل نقطة زمنية.²

يبين الجدول الموالي الملاحظات المخصصة لمختلف الأنظمة والمعايير المستخدمة في تحديد والتعريف بالنظام، وتختلف قيم المتغيرات المذكورة لتصنيف LYS وفقاً لاختلاف الأنظمة المتبعة من قبل الدول والمصنفة على النحو التالي:³

الجدول رقم (1-1): معايير تصنيف أنظمة سعر الصرف وفق تصنيف LYS

تقلب سعر الصرف الاسمي	تقلب التغير في سعر الصرف الاسمي	تقلب الصرف	احتياطيات
ضعيف	ضعيف	ضعيف	نظام غير محدد
عالي	عالي	ضعيف	نظام التعويم الحر
عالي	عالي	عالي	نظام التعويم غير النظيف
عالي	ضعيف	عالي	نظام الربط الزاحف
ضعيف	عالي	ضعيف	نظام التشبث

Source: Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger, *A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note*, Op. cit, P: 5.

وهكذا حاول الباحثان إنشاء تصنيف بديل عن تصنيف صندوق النقد الدولي على أساس التحليلات الإحصائية لسلوك سعر الصرف (تقلبات سعر الصرف الاسمي وتغير سعر الصرف الاسمي المقاس بمتوسط سعر

¹ Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, *To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth*, the American Economic Review, 2003, P: 1174.

² Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words*, European Economic Review, 49, 2005, P: 1604.

³ Eduardo Levy-Yeyati and Federico Sturzenegger, *A de facto Classification of Exchange Rate Regimes : A Methodological Note*, Bussiness School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, 2002, P: 5.

الصرف. التغير الشهري في سعر الصرف بالقيمة المطلقة والانحراف المعياري للتغير الشهري في سعر الصرف) وفي تقلب الاحتياطيات الدولية (يقاس بمتوسط التغير الشهري في الاحتياطيات الرسمية)¹.

1- أهم نتائج تصنيف Levy-Yeyati et Sturzenegger

نتائج المقارنة بين تصنيف (Levy-Yeyati et Sturzenegger) والتصنيف الرسمي لصندوق النقد الدولي، النتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): تصنيف LYS لأنظمة الصرف الفعلية ومقارنتها بالأنظمة المعلنة

نظام الصرف	المرحلة الأولى	المرحلة الثانية	انحراف المشاهدات	غير محددة	ad – hoc	LYS	IMF
العائم	419	183				662	516
الوسيط	174	336	90			600	937
الثابت	409	581	36	625	419	2073	1885
المجموع	1062	1100	129	625	419	3335	3335

Source: Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, *Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. Words*, Op. Cit, p: 1617.

يبين الجدول النتائج التي تلخص الفرق بين الأنظمة الفعلية والأنظمة المصرح بها من قبل الدول الأعضاء لدى صندوق النقد الدولي (الأنظمة الرسمية)، وتشير النتائج إلى أن ما يقارب ثلثي مشاهدات العينة تتطابق في التصنيف بين الطريقتين، وهذا إن دل، إنما يدل على أن ثلثي الدول التي تمارس فعليا ما تصرح به رسميا كنظام لإدارة سعر الصرف فيها، كما يوضح الجدول أن أنظمة الصرف الثابتة تحتل المرتبة الأولى، ووفقاً للتصنيفين تمثل أكثر من نصف المشاهدات، تليها أنظمة التعويم من تصنيف (LYS)، بينما سجلت الأنظمة الوسيطة المرتبة الثانية في التصنيف الرسمي (المعلن عليه من طرف صندوق النقد الدولي، كما أن تصنيف LYS يكشف بشكل أفضل عن العلاقة بين نظام سعر الصرف والاقتصاد، كونه يعكس الواقع الفعلي مقارنة بتصنيفات الصندوق والمعلن عنها رسميا عن تبني نظام معين مع وجود فرق بين ما هو مصرح به رسميا وما هو مطبق فعلا.

كما أظهرت النتائج أن هناك تنامي لأنظمة التثبيت والتعويم على حساب الأنظمة الوسيطة خاصة في الدول الناشئة (المنفتحة على الأسواق المالية الدولية) والدول الصناعية، ولوحظ انسجام تام بين أنظمة الصرف العائمة وتقلب الاحتياطيات الأجنبية حيث تحقق مستوى منخفض تماما كما هو متوقع خلال هذا التصنيف LYS،

¹ Sfia, Mohamed Daly, *Le choix du régime de change pour les économies émergentes*, Op.cit, P : 13.

وهذا يعني أن التقلبات في الاحتياطي الأجنبي تعكس مستوى التدخل الشهري المطلق أو الحر من قبل السلطة النقدية.

وعليه فإن هذه الاختلافات بين ما هو مصرح به وما هو معمول به سيقبل من شفافية سياسات أسعار الصرف، مما يجعل النتائج والتوصيات والأبحاث والدراسات التي تجري داخل وخارج صندوق النقد الدولي محلاً لإعادة النظر كونها تعتمد على معلومات مظللة، وبدورها الفروقات بين الأنظمة الفعلية والرسمية ستكون عاملاً في زيادة عدم استقرار النظام النقدي الدولي من خلال تأثيرها على الدور الرقابي لصندوق النقد الدولي على سياسات البلدان الأعضاء فيه.

ثانياً: تصنيف Reinhart et Rogoff

يختلف التصنيف (RR) عن التصنيف السابق (LYS)، حيث يأخذ الباحثان أسعار الصرف المتعددة بعين الاعتبار، ولتمييز ترتيبات أسعار الصرف يستخدمان معلومات سوق الصرف الموازي، ويعتبران أن سعر الصرف الموازي يمثل مؤشر جيد لسياسة سعر الصرف والسياسة النقدية وأنه الأكثر ملائمة، كونه ينخفض عندما تتعارض السياسة النقدية مع هدف ثبات سعر الصرف، وهذا الانخفاض في الدول النامية يؤدي إلى التنبؤ بسعر الصرف الاسمي بشكل فعال.¹

ويضع الباحثان 14 ترتيباً تتراوح ما بين أنظمة الربط (الأصناف من 1 إلى 3)، الأنظمة الوسيطة (الأصناف من 4 إلى 11)، وأنظمة التعويم بالإضافة إلى صنف آخر يضيفه Reinhart و Rogoff يتمثل في السقوط الحر.² وهو ما يمثل الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): أنواع أنظمة سعر الصرف بحكم -الواقع- حسب تصنيف Reinhart and Rogoff

الفئة	نظام سعر الصرف
01	ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة.
02	تثبيت معلن أو ترتيبات مجلس العملة.
03	نطاقات تقلب أفقية معلن عنها سلفاً، تكون أقل من أو تساوي (+/-2%).
04	الربط بحكم الواقع.

¹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, **The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation** The Quarterly Journal of Economics, Iss. 1, Vol. CXIX, 2004, P: 2.

² ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

05	الربط المتحرك المعلن عنه سلفاً.
06	نطاقات تقلب متحركة معلن عنها سلفاً تكون أقل من أو تساوي (+/-2%).
07	الربط المتحرك بحكم الواقع.
08	نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي (+/-2%).
09	نطاقات تقلب متحركة معلن عنها سلفاً تكون أكبر من أو تساوي (+/-2%).
10	نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي (+/-5%).
11	نطاقات تقلب متحركة تكون أقل من أو تساوي (+/-2%) (تسمح بكل من التحسن والتراجع من الزمن).
12	التعويم الموجه.
13	التعويم الحر.
14	العملات في سقوط حر Freely Falling (تخص البلدان ذات التضخم المرتفع بمعدل يفوق 40% سنوياً).

Source: Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*, Op. Cit , P: 25.

1- أهم نتائج تصنيف (R&R)

- يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان (Reinhart & Rogoff) فيما يلي:¹
- أظهرت نتائج التصنيف وجود أنظمة تعدد أسعار الصرف الموازية لحوالي نصف أنظمة الصرف الثابتة الرسمية، حيث أن 45% من البلدان التي تدعي الثبات في نظم صرفها كان لديها أسواق صرف موازية؛
 - وجدت الدراسة أن حوالي 53% من البلدان التي شملها التصنيف تصرح بأنظمة مرنة وتنتهج في الواقع أنظمة التثبيت أو الربط المتحرك، في حين أن دولا أخرى تصرح رسمياً بأنظمة صرف ثابتة لكنها تعتمد في واقع الحال أنظمة مرنة؛
 - توصل الباحثان إلى وجود كبير لأنظمة الصرف الوسيطة، حيث تحتل المرتبة الثانية بعد الأنظمة الثابتة في التصنيف بحكم الواقع للفترة (1991-2001)، في حين أن التصنيف بحكم القانون يظهر تراجعها مع الزمن؛
 - أظهرت الدراسة استخداماً كبيراً لسعر الصرف العائم في إطار نظام تعدد أسعار الصرف سواء كانت رسمية أم لا؛

¹ Reinhart C, Rogoff K., *Op. Cit.*, p: 37-40.

- أبرزت نتائج تصنيف (RR) أن البلدان التي لا تلتزم بأنظمة سعر الصرف الثابتة التي تعهدت بها هي المسيطرة.
- اتضح من خلال هذا التصنيف أن الأنظمة الرسمية للربط إلى سلة من العملات (غير مصرح بتركيبها وأوزانها) قد كانت في الواقع ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف على شكل تعويم موجه، أو تعويم حر، أو الأنظمة التي تشهد سقوطاً حراً.
- ويقوم تصنيف RR على التحليل الوصفي مستنداً على سعر الصرف الموازي وقاعدة بيانات ضخمة، بالإضافة إلى تفصيلات تخص تاريخ أسعار الصرف لكل بلد والإصلاحات النقدية في سعر الصرف، مثل (تاريخ تبني أنظمة سعر الصرف، الرقابة على سعر الصرف، تواريخ تغيير عملات الربط، إلخ). ولاعتماد هذه المنهجية تم استخدام البيانات المحلية والدولية.

ثالثاً: تصنيف Bubula et Ötker-Robe

في هذا التصنيف قام الباحثان بمسيرة تحليل الإحصائيات لسعر الصرف والاحتياطي لمعطيات النوعية لصندوق النقد الدولي، مستخدمان تحليلات ماركوف المتسلسلة لاختبار فرضية اختفاء الأنظمة الوسيطة ولتحديد الاتجاه العام في التحولات إلى أنظمة سعر الصرف، النهج الذي اعتمده الباحثان مطابق تقريباً للنهج الذي اتبعه صندوق النقد الدولي لتصنيفه بحكم الأمر الواقع، وعقدوا مناقشات ثنائية مع ممثلي الدول الأعضاء ومشاورات منتظمة مع خبراء اقتصاديين مختصين في صندوق النقد الدولي، وتم استكمال هذه المقابلات بمصادر معلومات أخرى بما في ذلك التقارير والمقالات والبيانات.¹

البيانات التي استخدمها Bubula و Ötker تغطي جميع البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي ولكنها محدودة لفترة 11 سنة نسبياً من جانفي 1990 إلى ديسمبر 2001، وقد كشفت تحليلاتهم عن 13 فئة من أنظمة أسعار الصرف التي يمكن تصنيفها في أنظمة صرف ثابتة ومتوسطة ومرونة.

يوضح الجدول التالي تصنيف Bubula et Ötker-Robe:

الجدول رقم (1-4): تصنيف Bubula et Ötker-Robe

أنظمة الصرف الثابتة	أنظمة الصرف الوسيطة	أنظمة الصرف المرنة
- الدولة	- الربط الثابت مقابل عملة واحدة	- تعويم مدار

¹ Andrea Bubula, Ötker-Robe, **The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from DE Facto Policies**, International Monetary Fund Working Paper, No.02/155, 2002, P: 24.

- تعويم حر	- الربط الثابت مقابل سلة من العملات - الربط الزاحف إلى الأمام - الربط الزاحف إلى الخلف - مجال تقلب العملة - سعر متحرك - مجال للتحرك - تعويم جد مدار	- اتحاد العملة - مجلس تثبيت العملة
-------------------	--	--

Source: Andrea Bubula, Ötöker-Robe, *The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from DE Facto Policies*, Op. Cit, P: 14.

1- أهم نتائج تصنيف Bubula et Ötöker-Robe:

توصل الباحثان إلى أن هناك تطور كبير في الانتقال إلى التثبيت الجامد أو إلى التعويم خاصة في الدول المتقدمة والاقتصاديات الناشئة، كلا المجموعتين من الدول اتجهت إلى التكامل المالي الدولي على مسار سنوات التسعينات، أما فيما يتعلق بالدول المتقدمة كان الانتقال إلى اليورو كعملة موحدة سنة 1999 دليل على الربط الجامد للعملة،¹ خلصت نتائج الدراسة إلى أن التراجع في الأنظمة الوسيطة لم يكن منظماً.

يقدم هذا التصنيف العديد من المزايا، إلا إن الاستخدام المفرط للمعلومات النوعية يجعل صحتها تعتمد إلى حد كبير على المعلومات التي تم جمعها، مما قد يؤدي إلى عنصر عدم اليقين لأن سلطات البلدان التي تم التشاور معها قد تعرب عن تراجعها في الكشف عن معلومات مهمة معينة، يظل هذا التصنيف أيضاً شخصياً وإلى حد ما لأن تفسير المعلومات التي تم جمعها يعتمد بشكل كبير على أحكام الباحثين.

رابعاً: تصنيف Ghosh وآخرون لأنظمة سعر الصرف

اعتمد هذا الفكر على استغلال وبشكل قوي أفكار "Jure" ومراقبة سعر الصرف، إن واضعي هذا الفكر اعتبروا أن ترتيبات "Facto" بالاستعانة بتحليل البيانات الإحصائية لديه ميزة التعرف على السلوك الفعلي لأسعار الصرف، وأنها لا تفرق بين حد ذاته على استقرار أسعار الصرف الناجمة عن عدم وجود عدد كبير من الصدمات، وتلك التي تنتج عن استجابة للسياسة النقدية الجيدة للاقتصاد الكلي، كما استغل هذا الفكر دراسة

¹ ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 109.

قياسية لمؤشرات 140 بلد لفترة ما بين 1960-1996، والتي اكتشف أنه 25 دولة خرجت عن أنظمة الصرف الوسيطة (سواء الربط إلى عملة واحدة أو سلة من العملات).¹ والجدول الموالي يمثل تصنيف Ghosh وآخرون:

الجدول رقم: (5-1): تصنيف Ghosh وآخرون

نظم الصرف الثابتة
- الربط إلى عملة واحدة. - الربط إلى سلة من العملات. - الربط إلى سلة من العملات المعلن عنها. - الربط إلى سلة من العملات غير المعلن عنها.
نظم الصرف الوسيطة
- الأنظمة التعاونية. - نظام تعويم مع تدخل كبير من طرف السلطات النقدية. - التحرك في نطاق محدد مسبقاً.
نظم الصرف المرنة
- تعويم مدار. - التعويم الحر.

Source : IMF, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions 1999.

1- أهم نتائج تصنيف Ghosh وآخرون

أظهرت نتائج الدراسة أن للتصنيفات الواقعية فائدة في اكتشاف السلوك الفعلي لسعر الصرف، كما أنها تسمح بتمييز السلوك المستقر لسعر الصرف الناتج عن غياب الصدمات، والناتج عن الأداء الجيد للاقتصاد الكلي أو الناتج عن الثقة في أسواق الصرف، والاختيار بين أنظمة الصرف يكون ما بين سعر الصرف الثابت، والأنظمة الوسيطة. أما أنظمة الصرف المرنة فعليا حسب هذا التصنيف غير منصوح بها كون الأداء الاقتصادي الكلي في إطارها يكون ضعيف حيث ترافقت مع تضخم مرتفع ونتائج متوسطة فيما يخص أداء النمو.

¹ بريري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص: 59.

المطلب الثالث: علاقة أنظمة سعر الصرف بمتغيرات الاقتصاد الكلي

أصبحت سياسة سعر الصرف مؤخراً تلعب دوراً كبيراً في إدارة الاقتصاد الكلي وتحقيق التوازن الداخلي والخارجي، لذلك اهتمت العديد من الدول بهذه السياسة لأجل تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية ونخص بالذكر تحقيق النمو الاقتصادي، استهداف التضخم، تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات وتحسين قيمة العملة المحلية، وسنحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على أثر أنظمة سعر الصرف على مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية.

أولاً: علاقة نظام سعر الصرف بأداء التضخم

من أهم الدراسات التطبيقية التي تناولت تأثير أنظمة سعر الصرف على معدلات التضخم، الدراسة التي قام بها Sturzenegger and Gulde , Ostry and Wolf ,1996 Ghosh and al 2001 ، حيث قامت الدراسة الأولى على عينة مكونة من 136 دولة في الفترة 1960 – 1990 وخلصت الدراسة الى معنوية كل من المعروض النقدي و معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي في تأثيرها على معدلات التضخم و عدم معنوية أسعار الفائدة.

الجدول (6-1): نظام سعر الصرف والتضخم

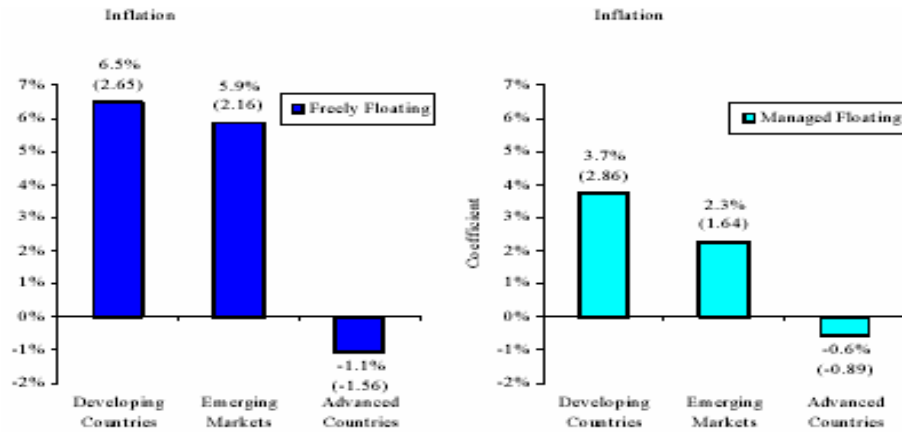
المجموعة أ					نظام سعر الصرف
					عائم
					وسيط
					ثابت
صندوق النقد الدولي					22,3
LYS ((2000-2002))					14,2
المجموعة ب					38,3
					9,7
					نظام سعر الصرف
					التعويم الحر
					السقوط الحر
					التعويم المدار
					المرونة المحدودة
					الثابت
صندوق النقد الدولي					174
RR (2002)					9,4
					444,3
					16,5
					10,1
					38,8

Source : S.MOHAMMED DALY, *Choix de régime de change dans les pays émergents*, 2007, P : 76.

من خلال الجدول أعلاه، تقارن المجموعة -أ- بين النتائج تم الحصول عليها من دراسات LYS مع نتائج صندوق النقد الدولي، التي حصل عليها Gosh et al (2003) واستناداً إلى التصنيف القانوني، لثلاث فئات من الأنظمة: العائمة، الوسيطة والثابتة، تبين نتائج صندوق النقد الدولي أن نظم أسعار الصرف العائمة (المرونة) ترتبط بأعلى معدلات التضخم وأن النظم الوسيطة هي الأقل كفاءة في حين أن النظم الثابتة تنتج أدنى معدلات التضخم.

أما المجموعة ب-، تقارن بين نتائج Reinhart and Rogoff (2002) وبين نتائج صندوق النقد الدولي، وخلصت النتائج إلى أن أنظمة "السقوط الحر" ترتبط بأعلى معدلات التضخم، كما أظهرت النتائج Reinhart and Rogoff (2002) أن مستوى التضخم أقل في ظل الأنظمة العائمة منه في ظل أنظمة التثبيت الصارمة، ووفقا للباحثين، فإن نظام سعر الصرف الثابت لن يكون ضمانا كافيا لانخفاض التضخم.

الشكل (1-1): نظام سعر الصرف والتضخم



Source : MOHAMMED DALY .S., Op. Cit, P : 77.

تشير الأدبيات حول العلاقة بين التضخم وأنظمة أسعار الصرف إلى أن الأنظمة الثابتة ينظر إليها على أنها أداة مهمة لمكافحة التضخم لصانعي السياسة النقدية. يذكر ¹Romer (1993) أن المعدلات الثابتة قادرة على خفض التضخم بسبب دورها كآلية للسلطات النقدية. وبالمثل، يشير ²Field and Cobb (2008) إلى أن هناك حاجة إلى أنظمة ثابتة لتوفير مثل هذه التأثيرات على السياسات النقدية عندما يكافح بلد ما مع معدلات تضخم عالية.

واستنادا إلى النتائج التي توصل إليها ³Abbott and De Vita (2011) بالنسبة للبلدان النامية، فإن الأنظمة الثابتة، لديها معدلات تضخم أقل مقارنة بالبلدان الخاضعة لأنظمة مرنة مع تكلفة تباطؤ النمو. بالإضافة إلى ذلك، قام بالتحقيق في المفاضلة بين التضخم والنمو في ظل سعر صرف بديل باستخدام نظام تصنيف فعلي خلال الفترة الزمنية 1980-2004، أظهرت النتائج التي توصل إليها الباحثين إلى أن الأنظمة الثابتة ترتبط ارتباط وثيق بانخفاض معدلات التضخم، مقارنة بالأنظمة المرنة والوسيطية.

¹ David Romer, **Openness and Inflation: Theory and Evidence**, the Quarterly Journal of Economics, Vol. CVIII, Issue.4, 1993, P: 877.

² Appleyard, D. & Field, A. & Cobb, S. **International economics**. McGraw-Hill Irwin, 6th Edition, 2008.

³ Abbott, A. & De Vita, G., **Revisiting the relationship between inflation and growth: A note on the role of exchange rate regimes**. Economic Issues, Vol. 16, Part., 2011, P: 38.

ثانياً: علاقة نظام سعر الصرف بأداء النمو الاقتصادي

تشير نظرية النمو والأدبيات المتعلقة بأنظمة سعر الصرف إلى أن طبيعة النظام الذي تتبناه دولة ما يكون له عواقب على نموها على المدى المتوسط بطريقتين: إما مباشرة من خلال آثاره على تعديلات الصدمات وعزلها عن الوصول إلى الاقتصاد الحقيقي، أي أن نوع نظام سعر الصرف لا يؤثر على قيم التوازن على المدى الطويل للمتغيرات الحقيقية، لكن من المحتمل أن يؤثر على عملية التعديل، وقد أشار ¹Mundell إلى أن سعر الصرف الحقيقي يجب أن يعود إلى قيمة التوازن على المدى الطويل بعد حدوث صدمة اقتصادية، بغض النظر عن نظام سعر الصرف، أما التأثير غير المباشر يكون من خلال محددات النمو الاقتصادي مثل الاستثمار، التجارة الخارجية وتنمية القطاع المالي.

كما سلطت النظرية الضوء على المزايا والعيوب المحتملة لأنظمة سعر الصرف المختلفة، فقد ثبت أنها غير كافية لإنشاء دليل للعلاقة بين النظام والنمو، وفي الواقع، معظم النظريات الاقتصادية تعتبر أن نظام سعر الصرف المرن يمكنه تحسين الاقتصاد عن طريق امتصاص الصدمات الخارجية، لكن له آثار أخرى كإمكانية التقليل من التجارة، كما يعتبرون النظام الثابت معزز للتجارة والنمو من خلال تخفيض تكاليف المعاملات، وفي الوقت نفسه يشجع الاستثمار عن طريق تخفيض سعر الفائدة وتحقيق الاستقرار فيه، أما فيما يخص نظام الصرف الوسيط من الممكن أن يحسن ويثبت النمو والقدرة التنافسية للاقتصاد، ويمتص الصدمات.²

كما قام 1997 Ghosh et. al بدراسة العلاقة بين نظام سعر الصرف وأداء الاقتصاد حيث شملت هذه الدراسة كل الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي في الفترة 1960 - 1990، وكانت النتيجة أن التفاوت في معدلات النمو في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة كان ضعيفاً.

جدول (7-1): نظام سعر الصرف وأداء النمو الاقتصادي

نظام سعر الصرف			المجموعة أ-
عائم	وسيط	ثابت	
1	2	1.2	صندوق النقد الدولي
1.9	0.8	1.5	LYS (2000-2002)
نظام سعر الصرف			المجموعة ب-

¹ Robert. A. Mundell, **Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates**, The Canadian Journal of Economics and Political Science, No. 4, Vol. 29, 1963, P : 479.

² شقاليل إيمان، راتول محمد، أنظمة سعر الصرف وتأثيرها على النمو الاقتصادي في الدول النامية باستخدام بيانات العينات المقطعية خلال الفترة 1995-2016، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 06، العدد 02، 2020، ص: 439.

الثابت	المرونة المحدودة	التعويم المدار	السقوط الحر	التعويم النقي	
1.4	2.2	1.9	-	0.5	صندوق النقد الدولي
1.9	2.4	1.6	-2.4	2.3	RR (2002)

Source: S.MOHAMMED DALY, Op. Cit, P: 79.

كما قام Sturzenegger and Levy Yeyati 2000 بدراسة العلاقة بين أنظمة سعر الصرف ومعدلات النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام بيانات سنوية للفترة الممتدة من (1974 – 1999)، حيث توصلت الدراسة الى أن أنظمة سعر الصرف الثابتة صاحبها معدلات نمو منخفضة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وذلك في الدول غير الصناعية، بينما في الدول الصناعية فإن معدلات النمو كانت غير مرتبطة بنوع نظام سعر الصرف.

ثالثاً: علاقة أنظمة سعر الصرف بالأزمات المالية

استخدم كل من Bobula، Otker-Robe (2003) التصنيف الفعلي للفترة الممتدة من 1990 – 2001 و قد اثبت الباحثان الأنظمة الثابتة الأكثر تعرضاً لهجمات المضاربة ، نتائج الدراسة توضح أن 73 % من أزمات العملة حدثت في اطار أنظمة سعر صرف ثابتة خلال فترة الدراسة المشار اليها الى جانب هذه الدراسة قام كل من S.Fisher سنة 2001 و K. Rogoff سنة 2001 بدراسة أخرى و أكدوا في هذه الدراسة أن الأنظمة الوسيطة هي الأكثر عرضة للأزمات.

جدول رقم (8-1): أنظمة سعر الصرف والأزمات المالية

الأنظمة	نسبة الأزمات %	تكرار الأزمات حسب أنظمة سعر الصرف		
		كل الدول	الدول الناشئة والمتقدمة	الدول النامية
الأنظمة الثابتة	72.26	1.09	1.10	1.09
الأنظمة المرنة	27.04	0.79	0.61	0.92

Source : Bubula et Otker-Robe (2003)

نلاحظ من الجدول أعلاه العلاقة بين نظام سعر الصرف واحتمال حدوث الأزمات، حيث تظهر نتائج الدراسة أنه في ظل الأنظمة الثابتة نسبة الأزمات مرتفعة.

قدم كل من ¹ Hausmann et al (2004) دليلاً على وجود اختلافات كبيرة في تقلب أسعار الصرف الحقيقية على المدى الطويل عبر البلدان، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن أسعار الصرف الحقيقية في البلدان النامية تتقلب بنحو ثلاثة أضعاف أسعار الصرف الحقيقية في البلدان المتقدمة النمو، ويرجع ذلك إلى أن البلدان النامية تواجه صدمات اسمية وحقيقية أكبر، وتبين الدراسة أيضاً أن الفرق في تقلب أسعار الصرف الحقيقية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى التنمية الاقتصادية.

رابعاً: أنظمة سعر الصرف والاحتياطيات الأجنبية

اقتصرت الدراسات السابقة لنظم أسعار الصرف المرنة على العلاقة بين الاحتياطيات الخارجية والسيولة العالمية، ولكن مع الاعتماد على سعر الصرف بالسوق وتطوير أسواق رأس المال في جميع أنحاء العالم في سبعينيات القرن العشرين، ولم يحظى بالاهتمام الكافي والمتعلقة بكفاية الاحتياطيات الدولية مقابل السيولة العالمية. ومع ذلك، تم إحياء النقاش حول هذا الموضوع بعد الأزمات المالية في تسعينيات القرن العشرين، استناداً إلى حاجة البلدان إلى تجميع مستوى الاحتياطيات المناسبة من أجل حماية نفسها من أزمات العملة وتحقيق الاستقرار المالي، وفي الوقت الحاضر، أصبحت الدول النامية تسعى لتحقيق تراكم الاحتياطيات، ولا سيما في البلدان الآسيوية والأفريقية، ووفقاً للخبراء والمنظمين الماليين فإن حيازات الاحتياطيات تحمي قيمة العملة المحلية وتعمل كمخزن للقيمة لتجميع الثروة الفائضة لأغراض الاستهلاك في المستقبل من أجل تعزيز الجدارة الائتمانية للبلد كما يعتبر حاجزاً ضد الصدمات الخارجية.

درس ² Eliza et al (2008) كل من الطلب على المدى القصير والطويل الأجل للاحتياطيات الدولية في ماليزيا للفترة 1970-2004 باستخدام نهج اختبار حدود التأخر الموزع ذاتي الانحدار (ARDL)، وتشير النتيجة إلى أن رصيد الحساب الجاري والدين الخارجي قصير الأجل يؤثران بشكل كبير على الطلب على الاحتياطيات الدولية على المدى الطويل والقصير على حد سواء.

درس كل من ³ Ahmad and Pentecost (2009) العلاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف والاحتياطيات الدولية في عينة من البلدان الأفريقية، باستخدام تقنية التكامل المشترك للعتبة، وتوصلت النتائج إلى أن هناك ديناميكيات طويلة المدى بين السلسلة، على الرغم من أنه كان واضحاً في الدراسة أن تقدير نقطة العتبة

¹ Hausmann Ricardo, Lant Pritchett and Dani Rodrik, **Growth Accelerations**, Journal of Economic Growth, Vol. 10, 2005, P : 312.

² Eliza, N and Azali M. and Siong-Hook Law and Chin Lee, **Demand For International Reserves in ASEAN-5 Economies**. Universiti Putra Malaysia, 2008, P : 2.

³ Ahmad, A. H. and E. J. Pentecost. **Exchange Rates and International Reserves: A Threshold Cointegration Analysis**. 14th Annual Conference on Econometric Modelling for Africa. University of Bath, 1-18., 2009, P : 3.

يختلف من بلد إلى آخر، نتيجة لأنظمة أسعار الصرف المختلفة في البلد، وخلصت النتائج إلى أن النظم القائمة لها عتبة أعلى من النظم الثابتة.

وجد¹ Daud and Ahmad (2013) أن الاحتفاظ بالاحتياطيات الدولية يؤثر بشكل إيجابي ويطور قدرة البلاد على حماية نفسها من الصدمة الداخلية والخارجية، كما أشارت النتائج إلى أن ماليزيا يجب أن تحتفظ باحتياطيات دولية لا تقل عن 4.96 شهرا من تغطية الواردات، وهو أعلى من القاعدة التقليدية (3 أشهر من تغطية الواردات).

أما² Tariq et al (2014) استخدموا النهج التجاري لتحديد التفاعل بين سعر الصرف الحقيقي واحتياطيات النقد الأجنبي لباكستان خلال الفترة 1973-2008. وكشف التحليل الذي أجروه أن الاحتياطيات في حالة باكستان كانت نتيجة لاستراتيجيات النمو التي تقودها الصادرات من خلال انخفاض سعر الصرف الحقيقي.

كما أعطت الأزمات الآسيوية بعد الأزمة نظرة ثاقبة لتراكم الاحتياطي وإدارته، بمعنى أن البنك المركزي الآسيوي اضطر إلى التدخل لمنع ارتفاع سعر الصرف من أجل تعزيز النمو الذي تقوده الصادرات Folkerts³ and Garber، 2004. كما درس⁴ Aizenman (2012) تأثير الاحتياطيات الدولية على المدى القصير والمتوسط على سعر الصرف الحقيقي، بسبب صدمة أسعار السلع الأساسية، وأظهرت النتائج التي توصل إليها أن الاحتياطيات الدولية تعتبر من أداة مهمة للحد من تقلب أسعار الصرف الحقيقية.

ومن خلال النتائج التي توصلت لها الدراسات النظرية والتجريبية يتبين وجود علاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف والاحتياطيات الخارجية، ويعتبر تراكم الاحتياطيات الخارجية أداة حقيقية لإدارة سعر الصرف، فهو يساعد على تحسين تدفق الاستثمارات إلى الاقتصاد، فضلا عن التعبير عن الجدارة الائتمانية لدولة من بين دول أخرى.

¹ Daud, S. N. M and A.H. Ahmed. (2013). **The Cost of International Reserves: An Empirical from Malaysia.** Journal of Economic Cooperation and Development, 34,4, 2013, P : 24.

² Tariq, M., Z. Haq, S. Jan, M. Jehangir, and M. Aamir. **Real Exchange Rate and Foreign Exchange reserves: A Mercantilist View.** Life Science Journal, 11(3s), 2014, P : 162.

³ Michael P. Dooley, David Folkerts L. Peter Garber, **The Revived Bretton Woods System : The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries,** NBER Working Paper, No. 10332, 2004, P : 7.

⁴ Aizenman, J., D. Riera-Crichton, and S. Edwards. **The Role of Exchange Rate and International Reserves Policies.** Review of Economics and Statistics, 2012, P: 12.

خامساً: أنظمة سعر الصرف والانفتاح التجاري

أجبر انهيار بريتون وودز في عام 1971 الاقتصادات الصناعية على التحول من سعر الصرف الثابت إلى نظام التعويم، وأدى هذا التحول إلى تقلبات أكبر لكل من سعر الصرف الاسمي والحقيقي¹ (Stockman, 1983; Mussa, 1986²)، من وجهة نظر الباحثين تعتبر السلطات النقدية السبب في زيادة تقلب أسعار الصرف الحقيقية خلال سبعينيات القرن العشرين، من الناحية النظرية، أظهر³ Dornbusch (1976) أن صدمات السياسة النقدية غير المتوقعة قد تولد تقلبات كبيرة بشكل غير متناسب في أسعار الصرف، وكانت سرعة التكيف في أسواق السلع (نسبة إلى الأسواق المالية) منخفضة، والتي يمتص سعر الصرف من خلالها بشكل غير متناسب الصدمة النقدية غير المتوقعة على المدى القصير.

ووفقاً⁴ Calderon (2004)، ذكر أنه إلى جانب العوامل النقدية، أصبحت العوامل غير النقدية ذات أهمية متزايدة في تفسير تقلبات أسعار الصرف، ومن بين هذه العوامل غير النقدية، درجة انفتاح الاقتصاد، حيث يرى بأن تقلب سعر الصرف الحقيقي يكون أقل في الاقتصادات الأكثر انفتاحاً، وأن الانفتاح على التجارة يساعد على الحد من تأثير الصدمات الخارجية على تقلب أسعار الصرف الحقيقية، وهناك دراسة حديثة، تحت ما يسمى بـ "الاقتصاد الكلي للاقتصاد المفتوح الجديد"، تجادل بأن العوامل غير النقدية اكتسبت أهمية في تفسير تقلب أسعار الصرف، ينبغي لنا أن ندرج صدمات الإنتاجية، وصددمات معدلات التبادل التجاري، والإنفاق الحكومي، من بين أمور أخرى.

وكما أظهرت نتائج⁵ Li (2004) أن سعر الصرف الحقيقي ينخفض في معظم البلدان بعد التحرير الدائم للتجارة، غير أن سعر الصرف الحقيقي في البلدان التي تمر بعملية تحرير لا ينخفض في البداية بل يتقلب كثيراً مع مرور الوقت، وفي البلدان التي تعاني من عدم استقرار تحرير التجارة، تزداد أسعار الصرف تذبذباً مع زيادة الانفتاح التجاري. من ناحية أخرى، تظهر الدراسة أن نمو الناتج المحلي الإجمالي النسبي هو أحد العوامل الكلية التي تؤثر

¹ Stockman, A.C., **Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange-Rate Systems**, Journal of International Money and Finance 2, 1983, P: 154.

² Mussa, M., **Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications**, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 25, 1986, P: 210.

³ Dornbusch, R., **Expectations and Exchange Rate Dynamics**, Journal of Political Economy 84, 1976, P: 1166.

⁴ Calderon, C. **Trade openness and real exchange rate volatility: panel data evidence** (Working Papers No. 294), 2004, Retrieved from <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=1064739>

⁵ Li, X, **Trade liberalization and real exchange rate movement**. IMF Staff Papers, 51(3), 2004, P: 570. Retrieved from <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/2004/003/article-A007-en.xml>

على تقلب سعر الصرف الحقيقي، كما بينت نتائج الدراسة والتي أجريت على 45 بلدا أن أثر الانفتاح الاقتصادي على سعر الصرف الحقيقي يعتمد إلى حد كبير على خصائص التحرير في ذلك البلد.

في حين تنبأ النموذج النظري لـ ¹Hau (2002) بوجود علاقة عكسية بين الانفتاح التجاري وتقلب أسعار الصرف الحقيقية، فإن هذه الأخيرة تكون أقل تقلبا في الاقتصادات الأكثر انفتاحا، أي أنه في الاقتصاد المفتوح، فإنه يمكن تعديل مستوى السعر المحلي الإجمالي لسلع المستوردة، مما يؤدي إلى انخفاض الآثار قصيرة الأجل لعرض النقود، وانخفاض الآثار على سعر الصرف الاستهلاكي الحقيقي أو المحلي.

¹ Hau, H., **Real Exchange Rate Volatility and Economic Openness: Theory and Evidence**, Journal of Money, Credit and Banking 34, 2002, P : 620.

المبحث الثالث: محددات اختيار نظام سعر الصرف

يعتبر اختيار نظام سعر الصرف من أقدم المسائل التي طرحت في الاقتصاد النقدي الدولي، وزاد اهتمام المختصين في الأنظمة النقدية الدولية خاصة مع تزايد الأزمات المالية، فاتجه العديد من الباحثين إلى دراسة علاقة أنظمة سعر الصرف بمختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية (النمو الاقتصادي، التضخم، الميزان التجاري، إلخ) بالإضافة إلى الأزمات المالية بغيت تحديد نظام سعر الصرف الأكثر ملاءمة والأقل عرضة للأزمات المالية، ومن خلال هذا المبحث نحاول التطرق لمحددات اختيار نظام سعر الصرف.

المطلب الأول: إشكالية الثلاثية المستحيلة ومناطق العملة المثلى

أولاً: إشكالية الثلاثية المستحيلة

قدم مفهوم الثلاثية المستحيلة، في الأصل من طرف R. Mundell سنة 1972، وقد استحدث بعد ذلك من طرف T.Padoa-Schioppa ويوضح الصعوبات التي تعترض الدول في الاحتفاظ بثلاثية العناصر المركزية للنظام النقدي الدولي: ثبات أسعار الصرف، حركة رؤوس الأموال واستقلالية السياسة النقدية. تضع المعضلة الثلاثية أمام السلطات اختيار تحقيق هدفين فقط والتضحية بالهدف الثالث من بين ثلاثية الأهداف،¹ ففي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في انتهاز سياسة نقدية مستقلة، تؤكد النظرية الاقتصادية أن استقرار سعر الصرف يتعارض مع قيادة سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق هدف نمو اقتصادي مستقر، على اعتبار أن سعر الصرف الحقيقي هو دالة في الأسعار المحلية والأجنبية، فتغير عرض النقود ينعكس مباشرة على الأسعار المحلية، ويصبح تقلب سعر الصرف الحقيقي أمر محتوم لا مفر منه، يجب على صانعي السياسات تقييد حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود وذلك لفصل تحركات أسعار الفائدة المحلية عن تحركات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية، والتي تعتبر شرطاً أساسياً لضمان استقلالية السياسة النقدية.²

في حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في تحقيق الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، لن يستطيع صانعو السياسات تطبيق سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستقتصر على أغراض الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغيرات في أسعار الفائدة العالمية، وبالتالي تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية مثل الإنتاج الحقيقي

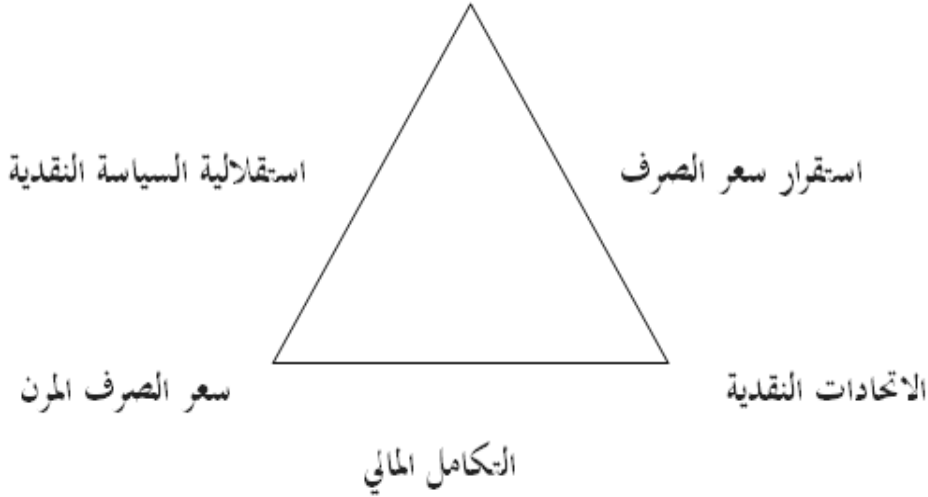
¹ جبوري محمد، اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية في ظل التحولات الراهنة، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، 2017، ص: 2012.

² جبوري محمد، بدرابي شاهيناز، اختيار أنظمة سعر الصرف في الدول النامية: دراسة نظرية نقدية، Les Cahiers du MECAS، العدد 10، 2014، ص: 321.

والبطالة بسبب فقدان أدوات تعديل الصدمات الخارجية والداخلية، وهذا ما يجعل الاختيار مكلفا بالنسبة للاقتصاد والنظام المالي بشكل خاص.

الشكل رقم (2-1): مثلث الثلاثية المستحيلة

انغلاق الأسواق المالية وأسعار الصرف مربوطة



Source : Joshua Aizenman et al, *Assessing the Emerging Global Financial Architecture : Measuring the Trilemma's Configuration over Time*, Op. cit, p : 64.

يعبر هذا المثلث عن الاقتصادات المفتوحة، حيث تظهر زواياه أو رؤوسه مجتمعة الأهداف المرغوبة للسياسات الاقتصادية الكلية، وتحقيق أي زوج من هذه الأهداف يتطلب التخلي عن الهدف الثالث، ويعبر عن ما يلي:¹

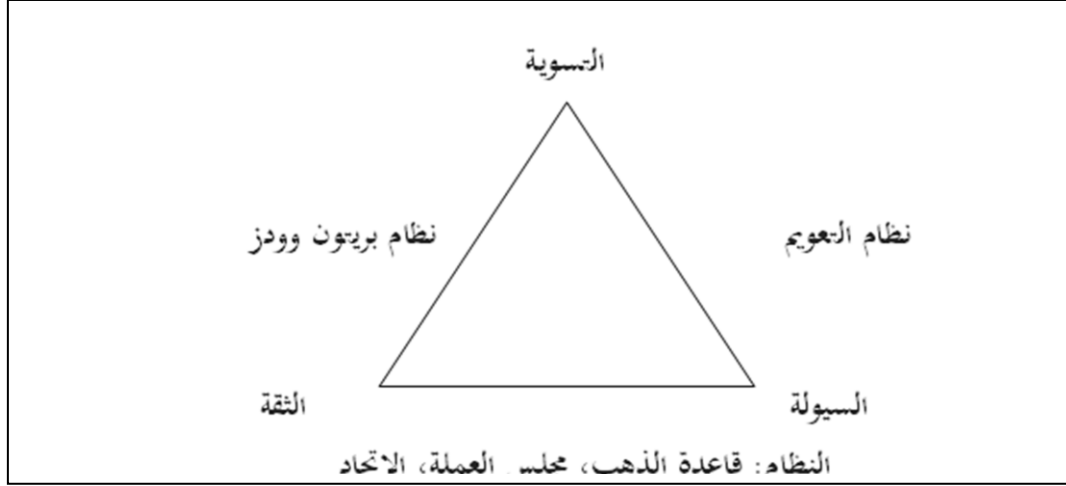
- يمكن تحقيق كل من استقرار سعر الصرف وقابلية رأس المال للحركة من خلال اعتماد سعر الصرف الثابت، أي يجب التخلي عن الاستقلال النقدي؛
- يمكن تحقيق الاستقلال النقدي وحركة رأس المال الحرة من خلال اعتماد سعر صرف عائم، وعليه لابد من التخلي عن استقرار سعر الصرف؛
- استقرار سعر الصرف والاستقلال النقدي يمكن تحقيقهما، لكن يجب التضحية بحرية حركة رأس المال، بالاعتماد على سعر الصرف الثابت والاستقلال النقدي مع غلق حساب رأس المال.

وأعاد Krugman في سنة 1998 مفهوم مثلث الثلاثية المستحيلة، بصياغة جديدة الذي سمي بالمثلث الأزي، انطلاقا من الثلاثية "التسوية، الثقة، السيولة". هذه الثلاثية تمثل ميزات النظام النقدي الموضح في الشكل

¹ Gosh, Soo Khoon, *Managing the Impossible Trinity : The Case of Malaysia*, Munich Personal Repec Archive (MPRA) Paper No. 18094, 2008, P: 2.

التالي:¹

الشكل رقم (1-3): المثلث الأزلي



المصدر: جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 119.

- التسوية تمثل المرجعية لمقدرة السلطات في متابعة السياسات الاقتصادية لتحقيق الاستقرار من أجل تنظيم الدورة الاقتصادية.

- الثقة هي المقدرة على حماية سعر الصرف من الهجمات المضاربة.
- السيولة تتمثل في حركة رأس المال في المدى القصير، من جهة من أجل تمويل التجارة الدولية ومن جهة أخرى من أجل الاختلال التوازني المؤقت في ميزان المدفوعات.

في محيط يتسم بحركة قوية لرؤوس الأموال، تتعرض السلطات النقدية دائماً لتهديد هجمات المضاربة على عملتها، حيث أنها لا تستطيع أن تختار عناصر الثلاثية في آن واحد إذ يجب اختيار اثنين والتضحية بالعنصر الثالث، وكنتيجة لذلك، كل اختيار من هذه العناصر يحمل سلبيات، أين يكون من الضروري القيام بالتحكيم بين هذه السلبيات.

ثانياً: نظرية منطقة العملة المثلى "Optimum Currency Area"

تعرف منطقة العملة المثلى (OCA) على أنها تلك المنطقة التي تشمل دولة واحدة أو عادة مجموعة من الدول التي تكون فيها تكاليف التخلي عن أسعار الصرف كأداة للتكيف أقل بكثير من المنافع المحققة من تبني عملة واحدة، يمكن أن تتقلب فقط في انسجام تام مع بقية العالم، يتم إعطاء مجال للمنطقة من قبل الدول ذات

¹ محمد جبوري، أنظمة أسعار الصرف بين المحددات وفعالية السياسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 119-120.

السيادة التي تختار اعتماد عملة واحدة أو ربط أسعار الصرف الخاصة بها بشكل لا رجعة فيه. يتم تعريف الأمثلة من حيث العديد من خصائص، بما في ذلك تنقل العمالة وعوامل الإنتاج الأخرى، ومرونة الأسعار والأجور، الانفتاح الاقتصادي، التنوع في الإنتاج والاستهلاك، التشابه في معدلات التضخم، التكامل المالي والتكامل السياسي. تقلل مشاركة الخصائص المذكورة أعلاه من فائدة تعديلات سعر الصرف الاسمي داخل منطقة العملة من خلال تعزيز التوازن الداخلي والخارجي، أو الحد من تأثير بعض أنواع الصدمات أو تسهيل التعديل بعد ذلك. وتشكل البلدان منطقة عملات على أمل أن تتجاوز الفوائد الحالية والمستقبلية التكاليف.¹ وتم تطوير هذه المقاربة من قبل Mundell (1961)، McKinnon (1963) و Kenen (1969)، على الرغم من أن بعض هذه الأفكار كانت موجودة بالفعل في مساهمات سابقة مثل: Lerner (1947)، Friedman (1953)، Meade (1951) و Scitovsky (1958).

تم تحديد بعض المعايير الاقتصادية التي يمكن على أساسها تكوين منطقة عملة مثلى، وهذه المعايير هي كالآتي:²

1- **معيار انتقال عوامل الإنتاج لـ 1961 Mundell:** يعتبر Mundell أن منطقة العملة المثلى هي منطقة تتميز فيها عوامل الإنتاج بحرية الحركة داخليا وصعوبة حركتها خارجيا، ففي حالة تحول الطلب من منتجات الدولة (ب) إلى منتجات الدولة (أ) فإن ذلك يسبب بطالة في الأولى وتضخما في الثانية، ويمكن عندئذ حسب رأي Mundell من خلال انتقال عوامل الإنتاج وخاصة عنصر العمل الذي سينتقل الفائض منه من الدولة (ب) إلى الدولة (أ) ما يخفض من البطالة في الأولى ومن التضخم في الثانية، ويعتبر عنصر انتقال عوامل الإنتاج هنا كأساس لمعالجة التضخم والبطالة وتسوية موازين المدفوعات بديلا عن إجراء تعديلات في أسعار الصرف وعاملا مهما في تزويد مناطق مختلفة من الاتحاد النقدي بالخبرات والمهارات وتقريب من مستويات الأجور والأسعار دون الحاجة إلى تغيرات في الأجور الحقيقية نتيجة لتغير ظروف العرض والطلب.

2- **معيار الانفتاح الاقتصادي لـ 1963 McKinnon:** يرى McKinnon أن منطقة العملة المثلى هي المنطقة التي تتميز بوجود انفتاح تجاري بين اقتصاديات الدول المكونة لها، فزيادة التبادل التجاري في السلع بين هذه الأقطار يزيد من انفتاحها على بعضها البعض، مما يقلل من الحاجة إلى استعمال السياسات المالية والنقدية للحفاظ على التوازن الخارجي، الأمر الذي يدعم تثبيت أسعار الصرف بين

¹ Francesco Paolo M., "New" Views on The Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, European Central Bank, Working Paper No. 138, 2002, P : 07.

² بن يوب لطيفة، بزاوية محمد، عوار عائشة، إمكانية تشكيل منطقة عملة مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 01، 2015، ص: 163.

عملات تلك الأقطار، وبالتالي كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحاً زادت المنفعة من تكوين منطقة العملة. كما يرى MickKnonn أن تكامل العملة والسوق المالية يتبع تدفق تجارة السلع بين أقطار المنطقة.

3- **معيار تنوع الإنتاج والصادرات لـ Kenen 1969:** أكد Kenen على أهمية تنوع اقتصاديات المنطقة، باعتبار أن الصادرات والعملية والاستثمارات المحلية في الاقتصاديات المتنوعة تكون أقل تأثراً من الصدمات الخارجية التي تعاني منها الاقتصاديات غير المتنوعة.

4- **معيار تقارب معدلات التضخم Feleming 1971:** يرى أن تقارب دول المنطقة في معدلات التضخم من شأنه أن يحافظ على استقرار شروط التبادل، وذلك لأن اختلاف في معدلات التضخم هو اختلاف في آليات سوق العمل وفي السياسات الاقتصادية بين الدول الأعضاء.

5- **معيار التكامل المالي لـ Ingram 1962:** يعتبر التكامل المالي لدول الأعضاء هو آلية مثلى لتحقيق التوازن، بحيث أن الاختلالات الموجودة يمكنها أن تتلاشى عن طريق تدفقات رؤوس الأموال - قروض أو مساعدات- من الدول ذات الفائض إلى الدول التي تعاني من العجز.

6- **تمثيل الصدمات:** يعتبر أهم معيار من معايير منطقة النقد المثالية وذلك لأنه يجمع الأثر الصافي لعدد من المعايير السابقة، حيث كلما كانت الصدمات المتماثلة كلما زادت قدرة هذه الدول على توحيد عملاتها، أما إذا تميزت دول منطقة التكامل بالصدمات غير المتماثلة كلما زادت في هذه الحالة تكاليف العملة الموحدة فيما بينهم.

تشكل المعايير السالفة الذكر لب المنهج التقليدي والتي لا بد من توفرها حتى يتمكن من الحكم على منطقة العملة بأنها مثلى، لكن دراسة (Frankel & Rose, 1997)¹ تطرح وجهة نظر جديدة ومفادها أنه حتى لو تحققت المعايير السابقة قبل الاتحاد فإنه من الممكن أن تتحقق بعد الاتحاد النقدي وهذا بسبب الآثار الإيجابية للاتحاد، والفكرة الأساسية التي انطلقا منها هو أن ارتباط الدورات يتحسن مع تكثيف المبادلات التي يشجعها الاتحاد النقدي. لكن كل من (Krugman, 1993) و (Eichengreen, 1992) قدما طرحاً مناقضاً (طرح الاتحاد النقدي) مفاده أن التكامل النقدي يتيح للبلدان المنتمة للمنطقة النقدية من مواصلة استغلال مزاياها النسبية وهذا ما يجعل اقتصادها أقل تنوعاً وبالتالي تصبح لها دورات أقل ارتباطاً (يزداد عدم تماثل الدورات).²

¹ Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose, **The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria**, Economic Journal, Vol. 108, 1998, p: 1009-1025.

² فراح صبرينة، جمام محمود، أزمة منطقة الأورو: هل هي أزمة خطأ في التصميم، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 50، ديسمبر، 2018، ص: 457.

المطلب الثاني: أنظمة سعر الصرف وطبيعة الصدمات

يعتمد اختيار نظام الصرف حسب هذه المقاربة التي برزت سنوات 1970 على طبيعة الصدمات التي تواجه الاقتصاد وحجمها ضمن الاعتبارات المهمة عند اختيار نظام سعر الصرف، وهذا ما جاء به نموذج Mundell-Fleming وفقاً لتحليله، فإن اختيار نظام سعر الصرف يجب أن يعتمد على نوع الصدمة التي تضرب الاقتصاد، والاختيار بين الثابتة والعائمة يعتمد على مصادر الصدمات، سواء كانت حقيقية أو اسمية، ودرجة تنقل رأس المال في الاقتصاد المفتوح مع حركة رأس المال،¹ يوفر سعر الصرف العائم العزل ضد الصدمات الحقيقية، مثل التغيير في الطلب على الصادرات أو في شروط التجارة، كما اتضح من الدراسات التجريبية، أن نظم سعر الصرف المعوم تقترون بزيادة سرعة وسهولة تصحيح المركز الخارجي والتي يمكن أن تتوقف فجأة، بينما تقترون النظم الأقل مرونة بارتفاع معدلات العجز هذا ما جاء به كل من (Ghosh, Ostry and Tsangarides, 2010)، (Ghosh, Qureishi, and Tsangaride, 2013)،² في حين أن نظام الصرف الثابت ملائماً بقدر أكبر عندما يواجه الاقتصاد صدمات اسمية، كتلك التي تنشأ من تقلبات الطلب على النقود، هذا ما أثبتته العديد من الدراسات التجريبية لكل من: (Friedman, 1953)، (Broda, 2004)، (Jbili and Kramarenko, 2003).

يسمح لنا نموذج Mundell-Fleming بمقارنة كل من نظام سعر الصرف الثابت والمرن من حيث قدرة كل واحد على تحقيق الاستقرار في الاقتصاد أمام الصدمات المختلفة، ميز الاقتصاديون بين الصدمات الحقيقية (الناشئة من الجانب الحقيقي للاقتصاد) والصدمات الاسمية (الناشئة عن النظام النقدي والمالي المحلي)، وتشمل الصدمات الحقيقية التغيرات في شروط التجارة (الفرق بين الصادرات والواردات)، والتغيرات في الطلب الخارجي على الصادرات.³

أولاً: أنظمة الصرف والصدمات النقدية

في البداية، يكون الاقتصاد في حالة مستقرة في النقطة E، تقلل الصدمة النقدية من المعروض النقدي ويتحول منحني LM إلى اليسار (من LM1 إلى LM2 في الشكل ب)، يؤدي هذا إلى رفع سعر الفائدة مباشرة (الشكل ب: من i1 إلى i2) مما يقلل من إجمالي الطلب (ويتحول الاقتصاد من Y1 إلى Y2 في الشكل ب)،

¹ Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, **Optimal Exchange Rate Regimes : Turning Mundell-Fleming's on its Head**, NBER Working Paper No. 12684, 2006, P : 2.

² هارالد فينغر، دانييلا غريساني، نحو آفاق جديدة: التحول الاقتصادي العربي في غمار التحول السياسي، صندوق النقد الدولي، واشنطن 2014، ص ص: 35-36.

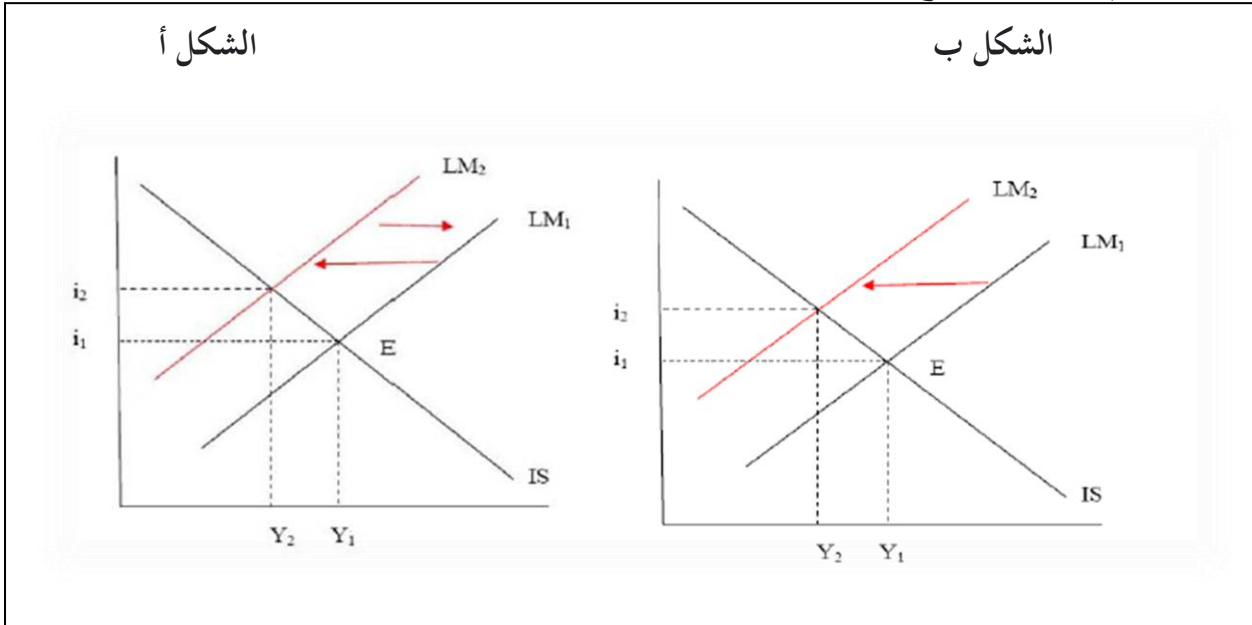
³ Ouchen Mariam, **Optimal Choice of an Exchange Rate Regime: A Critical Literature Review**, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 43907, 2013, P: 5.

بحيث الانخفاض في إجمالي الطلب يؤدي إلى انخفاض الواردات وتقليل المعروض النقدي المحلي مقابل العملات الأجنبية، ومنه يحدث فائض في ميزان المدفوعات وفائض ارتفاع قيمة العملة المحلية.

1- في ظل نظام صرف ثابت: سيبيع البنك المركزي العملة المحلية مقابل عملة أجنبية بسعر محدد مسبقاً مما يعني زيادة المعروض من النقود، هذا يقلل بشكل مباشر من سعر الفائدة (الشكل أ: من i_1 إلى i_2) ويعوض الركود الأولي عن طريق إنشاء التوازن الأولي (الشكل أ: النقطة E).

2- في ظل نظام الصرف المرن: سيؤدي ارتفاع قيمة العملة المحلية إلى تدهور القدرة التنافسية للأسعار، وتقليل الصادرات، وزيادة الواردات، وجعل الركود أسوأ (سيتحول الاقتصاد من Y_1 إلى Y_2 الشكل أ).

الشكل رقم (1-4): نموذج Mundell Fleming



Source : Ouchen Mariam, *Optimal Choice of an Exchange Rate Regime : A Critical Literature Review*, Op. cit, P :7.

ثانياً: أنظمة الصرف والصدمات الحقيقية

تؤدي الصدمة الحقيقية بشكل خاص إلى انخفاض الطلب الأجنبي على السلع المحلية، وبالتالي تنخفض الصادرات المحلية، ويقل احتياطي الصرف المحلي، وينخفض سعر الصرف.

1- في ظل نظام سعر الصرف الثابت: البنك المركزي على استعداد لشراء العملة المحلية بالسعر المحدد مسبقاً، حيث يقوم البنك المركزي بتحويل منحنى LM للحفاظ على سعر الصرف عند سعر الصرف المعلن مسبقاً (من LM_1 إلى LM_2 في الشكل ب)، وبالتالي فإن انخفاض احتياطيات الصرف،

وانخفاض المعروض النقدي وزيادة سعر الفائدة (الشكل أ: من i1 إلى i2) سيجعل الركود الأولي أسوأ (سيتحول الاقتصاد من Y1 إلى Y2 الشكل ب).

2- في ظل نظام سعر الصرف المرن: لن يفعل البنك المركزي شيئاً لمنع انخفاض القيمة، لذا فإن الاستهلاك سيؤدي إلى زيادة الصادرات وسيؤدي تلقائياً إلى تحسين الميزان التجاري، إن زيادة الطلب الأجنبي على السلع المحلية تعوض الركود الأولي الناتج عن انخفاض الطلب الأجنبي. في ظل نظام سعر الصرف الثابت، ينتقل الركود الأجنبي إلى الاقتصاد المحلي وتتضخم آثاره من خلال انكماش عرض النقود (التحول من LM1 إلى LM2 الشكل ب)، كنتيجة لتعادل سعر الصرف الذي يتعين على البنك المركزي القيام بالحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت، ومع ذلك، فإن نظام سعر الصرف المرن يعزل الاقتصاد عن الصدمات الخارجية (من خلال آلية الاستهلاك).

المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف ونظرية الاقتصاد السياسي

برز هذا التيار الفكري بعد أن واجهت العديد من البلدان النامية منذ سبعينيات القرن الماضي صعوبات اقتصادية كبيرة، ناجمة أساساً عن عدم الاستقرار الدولي بسبب انهيار نظام "بروتن وودز" لأسعار الصرف الثابتة 1973، والوضع المتدهور لموازن المدفوعات، إضافة إلى سوء الأوضاع الاقتصادية المحلية مثل: معدلات التضخم المرتفعة، العجز الكبير في الموازنة العامة، التوسع النقدي السريع... الخ، في سياق معالجة الصعوبات الاقتصادية وخاصة موجة التضخم المرتفعة قامت العديد من البلدان النامية في نهاية الثمانينات بتبني برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف أو ما يعرف أيضاً ببرامج "مكافحة التضخم".¹

تطورت نظرية الاقتصاد السياسي لاختيار نظام الصرف بشكل أساسي من مشكلة "عدم الاتساق الزمني" الذي قدمه (Kydland and Prescott 1977)²، وتنشأ هذه المشكلة بسبب وجود حوافز لصانع السياسة لإتباع سياسة تقديرية لتحقيق أهداف قصيرة المدى، مثل ارتفاع النمو والتوظيف، على الرغم من أن النتيجة هي نتائج ضعيفة على المدى الطويل (تضخم مرتفع). (إلا أن للمصادقية والعوامل السياسية دور في اختيار نظام سعر الصرف).

سيجد البلد الذي تتمتع سلطاته بسمعة الاطلاع على السياسات التضخمية صعوبة في التخلص من تلك السمعة دون عملية طويلة ومكلفة من تقليص التضخم. تناقض أدبيات التناقص الزمني أنه لاكتساب سمعة المصادقية، يجب على السلطات إتباع قاعدة سياسية متسقة مع الوقت. تتمثل إحدى طرق كسب المصادقية في

¹ عبد الحميد مرغيت، أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم في أدبيات الفكر الاقتصادي، ص: 7.

² Kydland, F. E., E. C. Prescott, **Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans**, Journal of Political Economy, 85, 1977, P: 486.

"تقييد أيدي" السلطات عن طريق تثبيت سعر الصرف مقابل عملة بلد يتمتع بمصدقية عالية نسبياً لمكافحة التضخم، (Giavazzi and Pagano 1988)¹. بعبارة أخرى، في بيئة ارتفاع التضخم، كما كان الحال في معظم البلدان في السبعينيات والثمانينيات، يُنظر إلى الارتباط بعملة دولة ذات معدل تضخم منخفض أو الانضمام إلى اتحاد نقدي على أنه آلية التزام مسبق لترسيخ توقعات التضخم.

ولذلك فإن الاختيار الأمثل للنظام يعتمد على التوازن بين المصدقية (أو الانضباط) والمرونة. يسمح نظام سعر الصرف المرن للبلد بأن يكون لديه سياسة نقدية مستقلة توفر للاقتصاد المرونة لاستيعاب الصدمات المحلية والأجنبية، بما في ذلك التغييرات في شروط التجارة الخارجية وأسعار الفائدة، ولكن هذه المرونة تأتي عادة على حساب بعض الخسارة في المصدقية ويميل إلى أن يترافق مع ارتفاع معدلات التضخم. بدلاً من ذلك، تقلل أسعار الصرف الثابتة من درجة مرونة النظام، لكنها تعتبر بمثابة تقنية التزام يمكن للسلطات الوطنية استخدامها، إذا اختارت لتعزيز مصداقيتها.

نظرت العديد من الدراسات التجريبية حول محددات اختيار نظام سعر الصرف في المتغيرات المتعلقة بوجهة نظر الاقتصاد السياسي، بما في ذلك مؤشرات عدم الاستقرار السياسي القياسية (تكرار التغييرات الحكومية أو تكرار نقل السلطات إلى حزب معارض)، وخصائص الحكومة (الأنظمة الملكية والديكتاتورية، أو الأنظمة الديمقراطية) واستقلال البنوك المركزية. على الرغم من التنوع في عينة البلدان المأخوذة، الفترات الزمنية، طرق التقدير، تصنيفات الأنظمة وافتراسات النماذج النظرية والاقتصادية القياسية المستخدمة في هذه الأوراق، فإن النتائج التجريبية لهذه المساهمات لا تزال غير حاسمة.²

إن الأنظمة الديكتاتورية تميل غالباً إلى تبني نظام ثابت مقارنة بالأنظمة الديمقراطية، ويرجع ذلك إلى أن الديكتاتوريات السياسية تميل إلى فرض إجراءات التعديل والضبط التحكيمي، عكس الأنظمة الديمقراطية تعتمد على حرية المنافسة والتغيير والاختيار السياسي وهو ما يؤكد العلاقة بين عدم الاستقرار السياسي واختيار نظام الصرف.

وجهة النظر السياسية تسلط الضوء على العوامل السياسية كمحدد لنظام سعر الصرف، قد تتبنى البلدان الأقل نمواً التي تعاني من مصداقية مؤسسية منخفضة نظام الربط كعكاز للسياسة، هذه البلدان أكثر فساداً ولديها مستوى أعلى من البيروقراطية، لذلك فهي بحاجة إلى عملة مستقرة لجذب المستثمرين الدوليين وربما لتوفير فرص

¹ Giavazzi, F., M. Pagano, **The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and the Central Bank Credibility**, European Economic Review, Vol 32, 1988, P :305.

² Sfia M. Daly, **The Choice of Exchange Rate Regimes in the MENA Countries : a Probit Analysis**, Op. cit, P : 5.

غير قانونية لأعضاء المجتمع المؤثرين. في المقابل، بالنسبة للدول الأكثر ديمقراطية تهتم حكوماتها أكثر بالتأثير على الاقتصاد، وبالتالي فهي أكثر عرضة لاستخدام الأنظمة المرنة.¹

من وجهة نظر Cukierman وآخرون (1992) أن عدم الاستقرار السياسي يميل إلى أن يكون مرتبطاً بالاعتماد أكبر على عائدات الحكومة، يجعل عدم الاستقرار السياسي من الصعب على الحكومات اتخاذ خيارات صعبة.² وعلى نفس المنوال، يشير Edwards (1996) إلا أن عدم الاستقرار يجعل الحكومات أكثر ترددًا في اتخاذ تدابير قوية للدفاع عن ربط العملة، بحيث يكون من المرجح أن يعتمدوا على التعويم.³

المطلب الرابع: معايير أخرى لاختيار نظام الصرف الملائم

أولاً: الانفتاح المالي

تنخفض مزايا أسعار الصرف الثابتة مع زيادة اندماج الأسواق المالية العالمية، كانت البلدان التي لديها حسابات رأس مال مفتوحة ومعرضة بشكل أكبر لتدفقات رأس المال الدولية، وأسعار صرف ثابتة أكثر عرضة للأزمات، من الناحية النظرية، لا يتوافق الانفتاح المالي مع سعر الصرف الثابت،⁴ أي كلما زادت حركة رأس المال زادت صعوبة الدفاع عن سعر صرف ثابت، هذا ما أكدته كل من Obsfeld و Rogoff في عام 1998 لا يمكن لبلد أن يحافظ في نفس الوقت على أسعار صرف ثابتة وسوق رأس مال مفتوح مع اتباع سياسة نقدية موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية، كلما كان هيكل الاقتصاد مرن، زادت مرونة نظام سعر الصرف المرغوب فيه.⁵

ثانياً: التنوع الاقتصادي

كلما زاد انفتاح الاقتصاد على التجارة وزادت درجة التكامل، زادت قوة حالة سعر الصرف الثابت حيث أن تقلب سعر الصرف قد يثبط التجارة والاستثمار، ينظر إلى سعر الصرف الثابت على أنه وسيلة لتعزيز التجارة من خلال التخفيضات في تقلب سعر الصرف وتكاليف المعاملات المرتبطة بها، البلدان التي لا يتنوع إنتاجها وصادراتها تكون أكثر عرضة للصدمات وتتطلب مرونة في أسعار الصرف لتسهيل التكيف مع الصدمات. هذا

¹ Ruslan Aliyev, **Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries**, CERGE-EI, Working Paper Series, No 527, 2014, P : 5.

² Cukierman, A., Edwards, S. and Tabellini, G., **Seigniorage and political instability**, *American Economic Review*, No 82, 1992, P: 544.

³ Edwards, S., **The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes**, NBER, Working Paper, No.5756, 1996, P: 1.

⁴ **Morocco: Selected Issues**, IMF Country Report, No. 05/419, 2005, p p: 50-51.

⁵ Laetitia Ripoll, **Choix de regime de change : quelles nouvelles ?**, LAMETA, Université de Montpellier I, 2001, P P : 7-8.

لأن سعر الصرف يمكن أن يكون منحرفاً بشكل خطير عند ربط العملة. ومع ذلك، قد يكون الاقتصاد المتنوع في وضع أفضل للتعويم حيث من المرجح أن يكون سعر الصرف أكثر استقراراً في حالة تعويمه في مثل هذا السياق.

ثالثاً: مستوى الاحتياطات الدولية

في ظل أنظمة الصرف الثابتة تتدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف دفاعاً عن تعادل قيمة العملة باستخدام عمليات البيع والشراء للعملات. وفي حالة عدم تحقق شرط التعادل تلجأ السلطات النقدية إلى تطبيق سياسات تعديل قيمة العملة، وعلى هذا الأساس نجد أن إتباع الدول للأنظمة الثابتة يتطلب مستويات عالية من الاحتياطات الدولية.¹

رابعاً: التضخم والنمو

يقدم نظام الصرف الثابت التزاماً يؤدي دوراً مفيداً كركيزة لتوقعات التضخم، وتشير إحدى النتائج المؤكدة التي خلصت إليها الدراسات إلى وجود علاقة كبيرة بين نظام الصرف الثابت وانخفاض التضخم مقارنة بالترتيبات الأكثر مرونة بسبب قدرتها على تثبيت توقعات التضخم وتحقيق الاستقرار الكلي، كما يعتبر التضخم من العوامل الرئيسية في اختيار نظام الصرف فإتباع نظام صرف ثابت قد نجح في تخفيض مستوى التضخم الذي عانت منه هذه الدول كالمكسيك مثلاً، حيث أدت حالة مكافحة التضخم اعتماداً على تثبيت سعر الصرف في الفترة بين عام 1989 و 1994 إلى انخفاض مستوى التضخم بسرعة كبيرة من نسب شديدة الارتفاع، فلقد هبط من ذروته زهي 180% خلال 12 شهراً من فيفري 1988 إلى 20% في 1989، وبعد فترة من عودة التضخم للارتفاع في 1990 (حيث بلغت نسبته 30%) هبط إلى ما دون 10% بحلول عام 1993، ثم اندلعت أزمة 1995 التي اقترنت بارتفاع سعر الدولار الأمريكي مقابل البيزو بنسبة 121% خلال الفترة من نوفمبر 1994 إلى نوفمبر 1995 ونتيجة لذلك عاد التضخم السنوي إلى الارتفاع حيث بلغت نسبة 52% عام 1995.²

كما يوضح كل من (Ghosh, Ostry, and Tsangarides, 2010) أن ارتباط نظم سعر الصرف هو الأكثر مرونة بأعلى متوسطات أداء النمو عن طريق الاستفادة من بعض منافع نظم التثبيت (انخفاض التقلب في سعر الصرف الاسمي والحقيقي، والتكامل التجاري) وتجنب أبرز عيوبها (مخاطر المبالغة في تقييم سعر الصرف).

¹ بريري محمد أمين، ترقو محمد، اختيار نظام الصرف الأمثل وتحرير تدفقات رؤوس الأموال باستخدام معضلة "تثبيت-تعويم" -دراسة حالة الجزائر، مجلة معارف، العدد 25، 2018، ص: 260.

² ألفريدو كوفيفاس واليخندرو ورتز، تجربة المكسيك مع نظام الصرف المرن، ندوة نظم وسياسات الصرف في 16-17 ديسمبر 2002، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص: 133-134.

وتتراجع خسائر إجمالي الناتج المحلي في البلدان التي تسمح بمرونة سعر الصرف كرد فعل إزاء صدمات معدلات التبادل التجاري السلبية¹

خامسا: مرونة الأجور ونظام تثبيت الأسعار

كلما كان هناك جمود في الأجور الحقيقية ثابتة كلما كانت الحاجة إلى مرونة نظام الصرف أكبر وهذا لمواجهة الصدمات والأزمات الخارجية، في حين أنه عندما يتم تثبيت الأسعار بعملة المستهلك في ظل نظام صرف مرّن لا يتأثر استقرار الاستهلاك، ولكن يتغير مستوى الاستهلاك إذا كانت الأسعار مثبتة بعملة المنتج سواء كان ذلك تحت نظام سعر الصرف الثابت أو العائم.²

سادسا: حجم الاقتصاد

بالنظر إلى هذا المعيار تجد أن البلدان التي قد تسمح لعملائها بالتعويل المستقل هي البلدان التي تتميز بحجم اقتصاد كبير والتي عادة ما تحتل التجارة الخارجية فيها قطاعا صغيرا نسبيا، ولها درجة عالية من الترابط الدولي، أما إذا كان حجم البلد الاقتصادي صغيرا ما عليها إلا تبني نظام الصرف الثابت.³

سابعا: حرية حركة العمالة

تنخفض تكلفة اعتماد سعر الصرف الثابت، حيث تكون الأجور والأسعار المحلية غير مرنة، فإذا ازدادت حرية حركة العمالة فإن ذلك يؤدي إلى استيعاب العمالة الزائدة في الوظائف الأخرى.

تزايد عدد الدراسات التجريبية التي تبحث في اختيار نظام سعر الصرف بشكل مطرد في السنوات الأخيرة. في الواقع، على الرغم من عدم وجود إجماع نظري، حاولت الدراسات التجريبية من خلال نهجها الاستقرائي، الإجابة على الأسئلة التي أثارها هذه الاختلافات. النتائج التي أدت إليها هذه الدراسات متقاربة في بعض الأحيان ومتباينة في بعض الأحيان. كل هذا يتوقف على المنهجية المتبعة (طريقة التقدير الاقتصادي القياسي وتصنيف المخططات المستخدمة)، أو العينة المختارة، أو حتى الفترة المعنية. يلخص الجدول الموالي الدراسات المختلفة وكذلك النتائج التي أسفرت عنها من حيث تأثير المتغيرات المختلفة على الاختيار الملحوظ لنظام سعر الصرف، نذكر منها:

¹ هارالد فينغر، دانيلا غريساني، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

² Laelitia Ripoll, *Choix de regime de change : quelles nouvelles ?*, op.cit, P : 7.

³ محمود حميدات، مدخل التحليل النقدي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 71.

جدول رقم (9-1): أهم الدراسات التجريبية التي تناولت أنظمة سعر الصرف

الباحث	العينة والفترة	المتغيرات المفسرة
Heller (1978)	86 دولة سنة 1976	ZMO: الانفتاح (+) ، حجم الاقتصاد (-) ، تباين التضخم (-) ، التركيز الجغرافي للتجارة (+) ، الاندماج المالي الدولي (-).
Dreyer (1978)	88 دولة نامية سنة 1976	ZMO : الانفتاح (+) ، حجم الاقتصاد (-) ، التركيز الجغرافي للتجارة (+) ، تنويع الانتاج (+).
Holden et Suss (1979)	76 دولة سنّي 1975-1974	ZMO : الانفتاح (+) ، التطور الاقتصادي (-) ، تباين التضخم (-) ، التركيز الجغرافي للتجارة (+) ، حركية رؤوس الأموال (+).
Melvin (1985)	64 دولة سنّي 1978-1976	ZMO : الانفتاح (ns) ، حجم الاقتصاد (-) ، تباين التضخم (-) ، التركيز الجغرافي للتجارة (+) ، صدمات نقدية (+) ، صدمات خارجية (-).
Savvides (1990)	39 دولة نامية سنّي 1984-1976	ZMO : الانفتاح (+) ، التطور الاقتصادي (-) ، حركية رؤوس الأموال (+) ، التركيز الجغرافي للتجارة (-) ، عوامل أخرى : تقلبات سعر الصرف الحقيقي (-) ، تنويع الإنتاج (+).
Caddington, Otoo (1990-1991)	66 دولة سنوات 1986-1983-1980	ZMO : الانفتاح (+/-) ، حجم الاقتصاد (-) ، تباين التضخم (-) ، عوامل أخرى : صدمات نقدية (+) ، صدمات خارجية (-).
Honkaponhja, Pakkarainen (1994)	125 دولة سنة 1991	ZMO : الانفتاح (+) ، حجم الاقتصاد (-) ، تباين التضخم (-) ، عوامل أخرى : صدمات نقدية (+) ، صدمات خارجية (-).
Collins (1996)	24 دولة أمريكية لاتينية والكرايبي في سنة 1992-1978	ZMO : الانفتاح (+/-) ، التطور الاقتصادي (ns) ، حجم الاقتصاد (+/-) ، عوامل أخرى : نمو سلبى (+) ، تضخم (-) ، الرصيد الجارى (+).
Edwards	63 دولة	ZMO : التطور الاقتصادي (-) ، عوامل أخرى : النمو -

(1996)	1992-1980	(+)، التضخم (+)، الاحتياطيات (+)، مراقبة رأس المال (-) (+/-)، تغيرات نمو الصادرات (-)، تقلبات سعر الصرف الحقيقي (-)، نمو القروض المحلية (-)، عوامل سياسية: عدم الاستقرار (-).
Rizzo (1998)	123 دولة 1995-1977	ZMO: الانفتاح (-)، التطور الاقتصادي (+/-)، حجم الاقتصاد (-)، تركيز الجغرافي للتجارة (+)، عوامل أخرى: التضخم (-)، الاحتياطيات (+/-)، تقلبات شروط التبادل (-)، الحساب الجاري (+/-)، الديون الخارجية (-).
Edwards (1999)	49 دولة متقدمة	ZMO: التطور الاقتصادي (+)، عوامل أخرى: النمو (-)، التضخم (-)، الاحتياطيات (+)، تغيرات نمو الصادرات (-)، تقلبات معدل سعر الصرف الحقيقي (-)، نمو الإفراض المحلي (-)، عوامل سياسية: عدم الاستقرار (-).
Berger Sturm et Dehaad (2000)	65 دولة 1994-1980	ZMO: الانفتاح (-)، عوامل أخرى: النمو (-)، الاحتياطيات (-)، الديون الخارجية (-)، عوامل سياسية: عدم الاستقرار (-)، عدم استقلالية البنك المركزي (-).
Poirson (2001)	93 دولة 1998-1990	ZMO: الانفتاح (+)، التطور الاقتصادي (+/-)، حجم الاقتصاد (-)، التركيز الجغرافي للتجارة (-)، عوامل أخرى: النمو (+)، التضخم (-)، الاحتياطيات (+)، مراقبة رأس المال (+)، تقلبات شروط التبادل.
Meon, Rizzo (2002)	125 دولة في سنة 1994-1980	ZMO: الانفتاح (-)، حجم الاقتصاد (-)، التطور الاقتصادي (+)، التركيز الجغرافي للتجارة (+). عوامل أخرى: تطاير آجال التبادل (+). عوامل سياسية: عدم التأكد السياسي (-).

Source : Naziha Fakhri, *Les relations inter-Pays : Quel impact pour le choix d'un régime de change*, Op. cit., P : 03-05.

- تشير العلامة (+) أو (-) إلى أن الاتجاه نحو أسعار الصرف الثابتة أو العائمة لزيادة قيم المتغيرات.
- تشير العلامة (+/-) إلى أن العلامة ليست ثابتة وتختلف باختلاف طريقة التقدير المستخدمة.
- تشير العلامة (ns) إلى أن المتغير غير مهم.

- ZMO المتغيرات المرتبطة بنظرية منطقة العملة المثلى.

- عوامل أخرى: الاقتصاد الكلي، خارجية وهيكلية.

إن استقراء أهم الدراسات التجريبية المقدمة التي فحصت اختيار الدول لأنظمة أسعار صرفها وبالرغم من أنها ليست شاملة إلا أنها هامة وتسمح بزيادة درجة الإدراك حول مسألة اختيار نظام الصرف. فالبحوث والدراسات التجريبية لسنوات السبعينات القرن العشرين، التي اهتمت بتفسير عوامل اختيار أنظمة أسعار الصرف توضح أن الأساسيات المحددة بنظرية المنطقة المثلى للعمليات توفر دليلاً هاماً حول اختيار نظام سعر الصرف Heller (1978)، Holden و Suss (1979). من ناحية أخرى الدراسات التي تلتها تدمج اعتبارات استقرار الاقتصاد الكلي Melvin (1985)، Savvides (1990)، هؤلاء المنظرون يجدون أن اختيار نظام سعر الصرف يتوقف على طبيعة ومصدر الصدمات على الاقتصاد.¹

¹ محمد جبوري، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

خلاصة الفصل

قدم هذا الفصل لمحة موجزة عن مفهوم أنظمة سعر الصرف الدولية من خلال عرض أهم المراحل التي مر بها النظام النقدي الدولي، كما تطرقنا لأنظمة سعر الصرف (الثابتة، الوسيطة والعائمة) ولمختلف ترتيباتها، كما تتضمن الأنظمة في طياتها أطراف من المقاربات وتعطي الانفصال بين سياسات الصرف بحكم القانون *de jure* وبين سياسات الصرف بحكم الواقع *de facto* نتائج مختلفة وقد اتضح من خلال عرض التصنيفات أن التصنيفات الفعلية هي الأكثر فعالية لتحديد تأثير أنظمة أسعار الصرف على المردودية الاقتصادية كونها تعكس الواقع الفعلي مقارنة مع التصنيفات الرسمية المعلن عليها من طرف صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى ذلك حاولنا إبراز الآثار الاقتصادية الكلية لأنظمة سعر الصرف والتطرق لعلاقة الأنظمة بكل من التضخم، النمو الاقتصادي، الأزمات المالية، والاحتياطات الأجنبية، الانفتاح التجاري، وبالتالي يمكن إبراز دور نظام سعر الصرف في امتصاص الصدمات الداخلية والخارجية ودوره في تسيير الاقتصاد الكلي، كما تطرقنا لمحددات اختيار نظام سعر الصرف كونه من القرارات المتعلقة بسياسات الاقتصاد الكلي.

الفصل الثاني:
الإطار النظري والعملي
للاستقرار المالي

الإطار النظري والعملي للاستقرار المالي

تمهيد:

أثرت الأزمة المالية العالمية (2008) على معظم القطاعات الاقتصادية، وامتد تأثير الأزمة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي خلال فترة قصيرة، وهذا ما بين أهمية الاستقرار المالي كعنصر أساسي لتعزيز الاستقرار الاقتصادي الكلي، وقد انعكس ذلك على أهداف السلطات النقدية، فأصبح هدفها تحقيق الاستقرار المالي جنباً إلى جنب مع تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي، كون النظام المالي المستقر (بما فيه المؤسسات المالية والأسواق والهياكل الارتكازية) تتوفر فيه القدرة على التسيير بكفاءة في توزيع الموارد الاقتصادية، مع الاستمرار في أداء الوظائف الرئيسية حتى في حالة الصدمات، وهذا يوضح العلاقة بين النظام المالي وبين النظام الاقتصادي وبين أن بينهما علاقة تأثير متبادل، إذ يتطلب تحقيق الاستقرار المالي استقرار على المستوى الاقتصادي الكلي كما يتطلب تحقيق الاستقرار الاقتصادي نظام مالي قوي، فكلما كانت السياسات الاقتصادية للدولة قوية كلما كانت أقل عرضة للصدمات. ومن جهة أخرى، الاستقرار المالي يتطلب استقراراً نقدياً والمقصود منه قدرة القطاع النقدي على تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار.

وبناء على هذا ركز صانعو السياسات والباحثون الأكاديميون على عدد من التدابير الكمية من أجل تقييم وتحليل صحة واستقرار النظام المالي، وتم وضع مجموعة من المؤشرات لقياس السلامة المالية والتي وضعها صندوق النقد الدولي، وكذلك متغيرات تم استخدامها من طرف على عدد من المقاييس الكمية من أجل تقييم الاستقرار المالي مع التركيز على ضغوطات السوق والضعف الخارجي وضعف النظام المصرفي، الناتجة عن الأزمات المالية أو المصرفية والتي عادة ما ينتج عنها نقاط ضعف خاصة عندما تكون المؤسسة المالية ضعيفة وتواجه صدمات في الاقتصاد الكلي، ولذلك تم ابتكار وتطبيق العديد من الأنظمة لقياس سلامة أداء النظام المالي.

ومن خلال ما سبق قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، وهي:

المبحث الأول: الاستقرار المالي عموميات ومفاهيم؛

المبحث الثاني: مؤشرات قياس الاستقرار المالي والتنبؤ بالأزمات المالية؛

المبحث الثالث: دور المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية في تعزيز الاستقرار المالي.

المبحث الأول: الاستقرار المالي عموميات ومفاهيم

في أواخر تسعينات القرن الـ 20، عقب الأزمة المالية وما لحق بالدول من تداعيات وخيمة على اقتصاداتها، تزايد الاهتمام بالاستقرار المالي كونه يعمل على إعداد القطاع المالي لامتناس واستيعاب الاضطرابات المالية، والحيلولة دون وقوعها، ومنع انتقال تداعياتها إلى مكونات القطاع المالي.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستقرار المالي

يعتبر مصطلح الاستقرار المالي من بين المصطلحات الأكثر استعمالاً وشيوعاً في الأوساط المالية خلال السنوات الأخيرة على المستوى العالمي، ورغم ذلك يصعب تحديد تعريف دقيق له، كونه يقوم على معايير وأسس تحكيمية أكثر مقارنةً بالجانب القياسي.

أولاً: مفهوم الاستقرار المالي

هو التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي والاقتصادي مما يعني غياب الاضطرابات في هذا النظام فالمعزى من الاستقرار المالي يتجاوز المفهوم البسيط لعدم وقوع الاضطرابات، والنظام المالي يكون مستقر إذا ما اتسم بإمكانات معينة مثل: الادخار-الاستثمار-الإقراض-السيولة وتوزيعها وتحديد أسعار الأصول وتراكم الثروة ونمو الناتج وتقييم مخاطر المالية وإدارتها واستمرار القدرة على أداء الوظائف الأساسية للنظام ومكوناته على أكمل صورة.¹

- "Laker": حسب رأيه الاستقرار المالي هو تجنب تعطل النظام المالي ففشل مؤسسة مالية واحدة يؤدي إلى حدوث اضطرابات مالية كبيرة، والذي بدوره يتسبب بتكاليف كبيرة على الناتج الحقيقي.²
- "Schinasi": يرى أن استقرار النظام المالي يعتمد بدرجة كبيرة على التسهيلات التي يمنحها للأداء الاقتصادي، وفض الاختلالات المالية التي تنشأ داخلياً وخارجياً نتيجة لأحداث سلبية غير متوقعة.³
- "Padoa-Schinoppa": يرى أن الاستقرار المالي هو أن يستطيع النظام المالي تحمل الصدمات دون إفساح المجال للعمليات التراكمية، التي تضعف تخصيص المدخرات لفرص الاستثمار وتجهيز المدفوعات في الاقتصاد، وينصب التركيز هنا على قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات أو مرونته، حتى يتمكن من

¹ بحوري نبيل، مقترحات اتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 7، سبتمبر، 2018، ص: 202.

² Laker JF, **Monitoring Financial System Stability**, Reserve Bank of Australia Bulletin, October, 1999, p :2.

³ Garry J. Schinasi, **Defining Financial Stability**, IMF Paper, www.imf.org , 2004, P : 8.

- الاستمرار في أداء وظائفه الأساسية المتمثلة في تخصيص الموارد وتقديم خدمات المدفوعات (الاضطرابات في نظام المدفوعات لديها القدرة على إحداث آثار سلبية على مستوى النشاط الاقتصادي).¹
- "Otman Issing": (عضو بالمجلس التنفيذي للبنك المركزي الأوروبي)، يرى أن الاستقرار المالي هو مقدرة النظام المالي على تخصيص الفعال للمدخرات قصد توجيهها نحو الاستثمار بطريقة دائمة مع مواجهة الإختلالات.²
- "Rosengren S. Eric": من وجهة نظره، النظام المالي بمكوناته (الوسطاء الماليين والأسواق والبنى التحتية للسوق) يكون مستقراً عند قدرته على تحمل الصدمات والاختلالات المالية، وبالتالي التخفيف من احتمالات حدوث اضطرابات في عملية الوساطة المالية بما يكفي لإعاقه تخصيص المدخرات لفرص استثمارية مربحة.³
- وعليه يمكن تعريف الاستقرار المالي على أنه مقدرة النظام المالي (بما فيه المؤسسات المالية والأسواق والهياكل الارتكازية) على الصمود أمام الصدمات المالية والاقتصادية، مع العمل على التحوط ضد الأزمات داخلياً وخارجياً، والتخصيص الأمثل للمدخرات وتوجيهها نحو فرص الاستثمار المنتجة والفعالة، وتسهيل خدمات المدفوعات وموازنة المخاطر.

ثانياً: شروط الاستقرار المالي

لضمان تحقق الاستقرار المالي لابد من توفر عدة شروط، وهي كالتالي:

- الاستقرار المالي هو شرط حيوي للنمو الاقتصادي، حيث تستقر معظم المعاملات في الاقتصاد الحقيقي من خلال النظام المالي، على سبيل المثال قد تكون المصارف تعزف عن تمويل مشاريع مربحة، أسعار الموجودات قد تنحرف بشكل مفرط عن القيم الحقيقية التي تقوم عليها، أو قد لا تتم تسوية المدفوعات في الوقت المناسب في الحالات القصوى مما قد يؤدي عدم الاستقرار المالي لحدوث التضخم، أو انهيار سوق الأسهم؛⁴
- أن يكون النظام المالي قادراً على تحمل الصدمات دون أن يتسع المجال للعمليات التراكمية التي تعوق تخصيص المدخرات لفرص الاستثمار ومعالجة المدفوعات في الاقتصاد ويشير هذا الشرط مسألة تعريف النظام المالي الذي يتلون من جميع الوسطاء الماليين والأسواق المنظمة وغير المنظمة والمدفوعات والتسوية بين الدوائر

¹ Abayomi A. Alawode and Mohammed Al Sadek, **What is Financial Stability?**, Central Bank of Bahrain, Financial Stability Paper Series, N°01, 2008, P :10.

² Otmar Issing, **Monetary and Financial Stability- is there a trade-off ?**, Conference on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", Bank for International Settlements, Basle, March 28-29,2009, P : 1.

³ Rosegren S. Eric, **Defining Financial Stability and Some Policy Implication of Applying the Definition**, Federal Reserve Bank of Boston, 2011, P : 2.

⁴ بشار ذنون محمد الشكرجي، محمد يونس محمد الشراي، التنبؤ بالاستقرار المالي للمصارف الأهلية العراقية باستخدام مؤشرات السلامة المالية للمدة 2008-2012، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017، ص: 207.

- والبنى التحتية التي تدعم النشاط المالي والأحكام القانونية والتنظيمية والوكالات الإشرافية، إذ يعطي هذا الشرط صورة كاملة عن الطرق التي تم فيها توجه المدخرات نحو فرص الاستثمار ونشر المعلومات ومعالجتها ويشارك الخطر بين الوحدات الاقتصادية ويتم تسهيل المدفوعات عبر الاقتصاد؛¹
- التحكم في نسبة الاحتياطي القانوني على الودائع تحت الطلب والودائع الزمنية والادخارية بما يحقق مستويات سيولة للبنوك تمكنها من إعادة توظيفها في النشاط الاقتصادي؛
 - إجراء عمليات مقايضة بين العملة المحلية وعملة أخرى مثلاً الدولار، لتوفير السيولة الكافية وفق الحاجة سواء من العملة المحلية أو من العملة الأخرى، وتحقيق الانسجام التام بين السياسة النقدية والسياسة المالية بحيث يمكن من خلال ذلك تحقيق الاستقرار الاقتصادي المنشود، والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق الاستقرار المالي والاستقرار في الأسعار.²

ثالثاً: عناصر الاستقرار المالي

من وجهة نظر Michael Foot، العناصر التي تحقق حالة الاستقرار المالي، هي كالآتي:

1- الاستقرار النقدي:

يعرف الاستقرار النقدي على أنه الاستقرار في قيمة النقود، ويعبر عن ذلك بالاستقرار في التضخم، وهذا لا يعني مستوى التضخم منعدم أو بنسبة صفر لأن ذلك قد يوقع في الانكماش، والمقصود هنا هو الثابت النسبي لمستويات الأسعار، أي هادئة وقابلة للتوقع دون مفاجآت، ويمكن للاستقرار في مستويات الأسعار أن يساهم في استقرار النظام المالي، بحيث يمنع التشوّهات في أسواق المالية، ويقلل من عدم اليقين المرتبط بتقلبات الأسعار.³

2- استقرار أسعار الأصول المالية:

- تؤثر التقلبات في أسعار الأصول المالية على القطاع المالي ومن ثم الاقتصاد الحقيقي عبر أربع قنوات:⁴
- تغير في ثروة الأسر وبالتالي الاستهلاك بفعل أثر الثروة؛
 - تغير الأسهم، حيث يؤثر على القيمة السوقية لأصول قطاع الشركات نسبة إلى تكلفة الفرصة البديلة، مما يؤثر في الاستثمار؛

¹ مصطفى كامل رشيد، مصطفى محمد إبراهيم، قياس أثر نافذة العملة الأجنبية في مؤشرات مختارة لاستقرار المالي في العراق للمدة (2004-2016)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 54، 2018، ص: 47.

² جريدة العرب الاقتصادية الدولية، 7 خطوات لتحقيق الاستقرار المالي: <http://www.aleqt.com>. تاريخ الاطلاع: 2020/11/23.

³ خالد موسى مبارك، الطيب خليل، منهج التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في تحقيق الاستقرار في النظام المالي، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 2، ديسمبر، 2018، ص ص: 251-252.

⁴ العرابي مصطفى، قدي عبد المجيد، ضوابط وآليات تحقيق الاستقرار المالي للتمويل الإسلامي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 15، 2016، ص: 11.

- التأثير في ميزانيات الشركات مما يؤثر على حجم إنفاقها؛
 - التأثير على تدفقات رؤوس الأموال دخولاً وخروجاً.
- إن تأثير أسعار الأصول المالية على الأداء الاقتصادي قد يكون كبيراً في حالة الاختلالات الكبيرة في تسعير الأصول.

3- الثقة في المؤسسات والأسواق المالية:

من أهم النقاط التي تقوم عليها العلاقة بين المؤسسات المالية وعملائها، أو المؤسسات في حد ذاتها، الثقة والتي تأخذ مكانة كبيرة أساسها قدرة المؤسسات على الوفاء بكافة التزاماتها، أي مقدرتها وتحكمها في مختلف المخاطر التي تحيط بها وتحكمها بمختلف الاختلالات التي لها ارتباط بأنشطة الوساطة المالية وطبيعتها:

أ- الثقة بين المؤسسات المالية وعملائها:

حسب Michael Foot، لا يمكن أن يكون هناك استقرار مالي في فترة إفلاس البنوك، أو إذا كانت القنوات الطبيعية للإدخار والإقراض تعاني خلل، وهذا الخلل في قنوات الإدخار والإقراض ينشأ بسبب فقدان الثقة من قبل الأفراد والمؤسسات غير المالية في المؤسسات المالية، ففقدان عملاء البنوك الثقة فيها يؤدي إلى اندفاعهم لتحويل ودائعهم من مجرد أرقام في سجلات البنوك إلى سيولة أو نقود ملموسة، مما يضع البنوك في وضع حرج في حالة موجات السحب الكبيرة، ويهددها بالإفلاس، وقد يستحيل الخروج من هذا الوضع إلا بتدخل السلطات.¹

ب- الثقة بين المؤسسات المالية:

هناك ترابط كبير بين البنوك، حيث أن جزء كبير من عملياتها هي فيما بينها، فالسوق بين بنكية توفر الائتمان قصير الأجل بين البنوك، وتضمن استمرارية عمل القطاع البنكي ومن ثم النظام المالي ككل. فقدان الثقة بين البنوك يدفعها إلى عدم تقديم الائتمان فيما بينها، ويؤدي إلى تعطيل هذه السوق ويهدد النظام المالي ككل.² فخلال الأزمة المالية العالمية عام 2008 أدت أزمة الثقة إلى شلل شبه تام لهذه السوق، وأصبح من الصعب توفير السيولة، مما هدد بفشل بنوك لم تكن تعاني من مشاكل.³

¹ خالد موسى مبارك، الطبيب لجيلح، مرجع سبق ذكره، ص: 251-252.

² موسى مبارك خالد، صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية، مذكرة ماجستير، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2013.

³ خالد موسى مبارك، الطبيب لجيلح، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

رابعاً: أهمية الاستقرار المالي

في ظل العولمة المالية والتطور الكبير للنظام المالي أصبح الاستقرار المالي ذو أهمية كبيرة، إذ حقق ترابط كبير بين الأنظمة المالية الدولية، وأي خلل يصيب أحد الأنظمة يؤثر على البقية، وعليه تكمن أهمية الاستقرار المالي فيما يلي:

- إن عدم الاستقرار المالي انعكس سلباً على النمو الاقتصادي الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش في الاقتصاد وبالتالي فإن ذلك يرفع من معدلات البطالة التي وصلت في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 6.1% في سبتمبر 2008، وهو المعدل الأعلى في خمس سنوات، حيث قام أصحاب العمل بالاستغناء عما يقارب 605000 وظيفة منذ بداية عام 2008. أما في الاقتصاد الأوروبي فقد ارتفعت معدلات البطالة أيضاً على سبيل المثال في الاقتصاد البريطاني وحسب الإحصاءات ارتفع مستوى البطالة إلى 904900 بزيادة حوالي 32500 حالة وذلك في أوت 2008، كما عانت اسبانيا بدورها من ارتفاع معدلات البطالة أيضاً حيث وصلت إلى 9.9% فقد ازدادت حالات البطالة في الاقتصاد الإسباني بنحو 425 ألف حالة 2007 كل تلك الظواهر الخاصة بالأزمة انتقلت بدورها إلى الدول الأوروبية الأخرى مثل بلجيكا والنمسا وألمانيا والدانمارك والسويد وغيرها من الدول.¹
- انتشار الاضطرابات المالية على نطاق واسع على مستوى الاقتصادي المحلي، وعلى المستوى العالمي فالاختراقات المالية تحدث تأثيراً متزايداً على كل من قنوات الائتمان المصرفية وغير المصرفية في الاقتصاديات المتقدمة؛²
- نتائج الاضطرابات المالية كارثية على جميع الأصعدة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية ممتدة لسنوات بعد حدوثها.

من جهة أخرى، تبرز أهمية الاستقرار المالي من خلال الاهتمام الكبير للمؤسسات المالية الدولية للحفاظ عليه، بحكم أن الاضطرابات المالية تقف على رأس المخاطر التي تهدد استقرار الاقتصاد العالمي، وأصبح الاستقرار المالي أحد أهم الأهداف الأساسية التي يسعى صندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى تحقيقها للدول الأعضاء مما استوجب تدخلهما في الكثير من الحالات من أجل استعادته كما في حالة أزمته المكسيك 1994، والنمور

¹ مشتاق محمود السباعي، سلام أنور أحمد، يالين فاتح سليمان، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي (دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية)، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، 2012، ص: 72.

² مولاي أسماء، محوصي مجدوب، بن وارث حجيبة، دور المنتجات المالية والإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي (الصكوك الإسلامية نموذجاً)، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد 3، 2019، ص: 271.

الآسيوية 1997.¹ وعليه لابد من الحفاظ على الاستقرار المالي والسعي لتحقيقه في إطار صنع السياسات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي.

المطلب الثاني: التفسير النظري لعدم الاستقرار المالي

تنشأ حالة عدم الاستقرار المالي جراء حدوث صدمات، وتعتبر الإجراءات المنتهجة من طرف السلطات في مثل هذا الوضع إجراءات تصحيحية.

أولاً: مفهوم عدم الاستقرار المالي

حاول العديد من الباحثين إعطاء تعريف لعدم الاستقرار المالي، من خلال التغيرات المصاحبة له، ومن بين التعاريف:

- "Mishkin": عرف الاستقرار المالي على أنه حالة النظام المالي عندما يصبح غير قادر على أداء وظائفه كاملة كوسيط مالي، بحيث لا يستغل الفرص الاستثمارية الناتجة عن تدفق الموارد المالية من خلال أصحاب رؤوس الأموال إلى طالبيها.²
- "R. Ferguson": في نظره تكون هنالك حالة عدم استقرار مالي، عندما يتأثر الاقتصاد الحقيقي بالسلب من خلال العوامل الخارجية السلبية للسوق، أي القرارات التي يتخذها المتعاملين الماليين والاقتصاديين وتؤثر على أنشطة باقي المتعاملين بالسلب.³
- "Crockett": عرف عدم الاستقرار المالي بأنه، الوضع الذي يحدث فيه انخفاض في الأداء الاقتصادي مقارنة بمستواه الأصلي، وكما تلازمه تقلبات في أسعار الأصول المالية وفي قدرة الوسطاء الماليين من مقابلة الالتزام التعاقدية.⁴
- وفي تعريف لـ "صندوق النقد الدولي" (IMF)، والذي ركز فيه على الأنواع المختلفة التي يسميها (بالنوبات) ضمن النظام المالي والتي تأخذ فترات من عدم الاستقرار المالي التي تتحول بدورها إلى فترات من الاضطراب الحاد في الأسواق المالية والتي تضعف قابلية النظام على تقديم خدمات الدفع إلى السعر ومخاطر التحويل وتخصيص الائتمان والسيولة ومن المحتمل أن يؤدي إلى انخفاض في النشاط الحقيقي للاقتصاد.⁵

¹ العراي مصطفى، قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص: 9.

² Mishkin S. Frederic, **Global Financial Instability: Framework, Events, Issues**, Journal of Economic Perspectives, Vol 13, N° 04, 1999, P: 4.

³ Roger W. Ferguson, Jr. Vice Chairman, **Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective ?**, Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002, P : 7.

⁴ John Driffill, and al, **Monetary Policy and Financial Stability: What role for the futures market ?**, Journal of Financial stability, 2, 2006, P : 97.

⁵ محمود السباعي، سلام أنور أحمد، بالجين فاتح سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

يمكن تعريف عدم الاستقرار المالي بأنه اختلال عميق في بعض التوازنات المالية، يتبعها انهيار في المؤسسات المالية ومؤشرات أدائها، وتعتبر كذلك عن انهيار مفاجئ في مجموع المتغيرات المالية، مثل حجم الإصدارات، وأسعار الأسهم والسندات وقيمة القروض والودائع المصرفية، وأسعار الصرف، ويمتد آثار ذلك كله إلى القطاعات الأخرى.

ثانياً: مظاهر عدم الاستقرار المالي

تتجلى مظاهر عدم الاستقرار المالي في العناصر التالية:¹

- 1- **الذعر المالي:** ويقصد به تلك الظاهرة التي ينتج عنها حدوث تهاافت على سحب الودائع من المصرف والذعر المالي يكون لو أن كل المطالبين بحقوقهم رغبوا في تسيلها في وقت واحد، ولا توجد أمام المؤسسات المالية أو المصرفية إمكانية لمواجهة تلك السحوبات، ويكون ذلك بسبب مشاكل لدى المصرف في تراجع ثقة المودعين واندفاعهم لسحب أموالهم فعندما يعرف الجمهور أن أحد المصارف أو بعضها في أزمة، يسارع بسحب ودائعه من المصارف، سواء السليمة أو المصابة، فتقل احتياطات المصارف، وعندما تتلاشى الاحتياطات لا يستطيع المصرف بعد ذلك أن يفي بوعوده الخاصة بالسيولة، ويتحتم عليه بقوة القانون أن يغلق أبوابه، أو يتخذ مسلكاً لتخطي هاته العقبات.
- 2- **الانهيار المالي:** وهو ما يتعلق بانحيار سوق الأوراق المالية، حيث توفر الأسواق الثانوية السيولة لحاملي الأوراق المالية مباشرة، عن طريق تشبيك مبيعات أولئك الذين يرغبون في حياة الحقوق، كما هو الحال مع البنوك إذا رغب كل المستثمرين في تسيل أموالهم في الحال يصبح التسيل مستحيلاً، ما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية باندفاع شديد، والنتيجة انهيار سوق الأوراق المالية،² ومن أشهر الأزمات في أسواق المال كانت الأزمة المالية الكبرى في سوق المال الأمريكية عام 1929 حيث استمر انخفاض مؤشر الداو جونز الصناعي حتى وصل إلى نسبة 89% مع حلول شهر جويلية 1932 حيث تدخلت الحكومة الأمريكية لمنع انهيار الاقتصاد الأمريكي. وفي العام 2008 حصل انهيار كبير آخر في سوق المال الأمريكية بدأ بانحيار بعض المصارف الأمريكية وأشهرهم بنك "ليمان براذرز" الذي أدى انهياره إلى انهيار أسواق المال الأمريكية والعالمية. وفي نهاية 2015 كان هنالك انهيار في أسواق المال الآسيوية أدى

¹ أميرة بن مخلوف، آليات الحوكمة لإدارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي "دراسة حالة عينة من البنوك التجارية العاملة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016، ص: 180.

² ماثيو كوهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، النظم المالية والتمويلية - المبادئ والتطبيقات -، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007، ص: 111.

إلى انخفاضات كبيرة في أسواق المال العالمية، والجدير بالذكر أن هذه الانهيارات والأزمات أدت إلى خسائر مالية ضخمة ويصعب تصور حجمها.¹

3- عدم استقرار الأسعار: يأخذ مستوى الاستقرار العام للأسعار أحد الشكليين التاليين:²

- التضخم، أي الارتفاع المستمر في الأسعار؛
 - التقلص والانعكاس في الأسعار، أي الهبوط المستمر والمتواصل.
- ولكل شكل تأثيراته السلبية على الإقراض، حيث تعتبر التقلبات في معدل التضخم عنصرا حاسما في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية، وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة، وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سببا مباشرا لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي، بينما يزيد التقلص في الأسعار من قيمة الأموال المودعة للإقراض، نتيجة لذلك فإن التضخم غير المتوقع تكون آثاره سلبية على المقرضين، وعلى العكس تكون ايجابية للمقترضين، بينما الانعكاس في الأسعار غير المتوقع يكون له تأثير عكسي لما يعمل به التضخم غير المتوقع، إن عدم التأكد حول المستقبل المتوقع للتضخم والتقلص يجعل القروض أكثر خطورة بالنسبة للمقترضين وللمقرضين وهو ما يجعل عملية الإقراض أقل جاذبية.

ثالثا: أسباب عدم الاستقرار المالي

من المهم معرفة أسباب حدوث عدم الاستقرار المالي، وقد أشار (Evanoff et al.) إلى كيفية حدوثه وربطه بالصدمات التي تتداخل من النظم المالية، وهذا أدى إلى التخلص من تدفق المعلومات التي توفر التمويل للاستثمارات المحتملة، كما أشار إلى أنه عندما تتم مقاطعة الأنظمة المالية، يفشل النظام في دفع ثمن الخدمات ولا يمكنه جذب ائتمان لتمويل المشاريع المختلفة، وهذا يؤثر بشكل مباشر على المؤسسات المالية في الغالب البنوك، لأنها تلعب دورا كبيرا في النظام المالي، بحيث تنشط البنوك في توفير التمويل لمختلف المشاريع المحتملة لتعزيز الاقتصاد، ويعني التدخل في هذا الأمر تراجع التمويل من قبل البنك لتمويل الاستثمارات، يجعل البنوك غير قادرة على تقديم القروض مما يؤدي إلى تراجع فرص الاستثمار التي تؤثر تدريجيا على الاقتصاد وبالتالي يؤدي إلى عدم الاستقرار المالي.³

عندما تتعرض النظم المالية لصدمة (تحدث عندما يتم قطع الأموال اللازمة لدفع الاستثمار)، تنخفض القروض في البنوك هذا ما يجعل من الصعب تمويل الاستثمار المقدم بسبب نقص الأموال، وهذا النقص في

¹ أميرة بن مخلوف، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

² مائير كوهين، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

³ Ercan Ekmekcioglu, **Problem of Global Financial Instability**, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, Vol.1, N°.2, 2012, P :190.

التمويل يجبر الأسر والمؤسسات على خفض إنفاقها، مما يؤثر على النمو الاقتصادي في هذه المرحلة، من المحتمل رفع أسعار الفائدة لدرء الاقتراض، يؤدي هذا في النهاية إلى رفع أسعار السلع والخدمات، مما يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم، ويميل الطلب على السلع والخدمات إلى الزيادة لأن تكلفة الإنتاج مرتفعة نسبيًا وقلة من المستثمرين على استعداد لتحمل المخاطر للاستثمار في التصنيع، كما يرتفع معدل البطالة في هذا المنعطف حيث تسعى العديد من الشركات إلى تخفيض التكاليف، وتعمل معظمها على تقليص عدد العمال وتسريحهم لتقليل التكلفة إلى الحد الأدنى، مما يترك معظم الأشخاص بدون مصدر دخل لشراء السلع والخدمات.

سنقوم بتوضيح المكونات الأربعة الرئيسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي، نتيجة للتدخل في تدفق المعلومات العوامل الأربعة التالية:

1- زيادة أسعار الفائدة

تعد معدلات الفائدة المرتفعة أحد العوامل التي تسبب عدم الاستقرار المالي نتيجة للمعلومات غير المتماثلة، عندما يتم التدخل في النظام المالي، ويكون هناك نقص في صندوق الائتمان، هذا يؤدي تلقائيًا إلى زيادة أسعار الفائدة، ومعظم الأشخاص سوف يفشلون في الاقتراض بسبب ارتفاع أسعار الفائدة المفروضة على المبلغ الأساسي وعليه، فإن المقترضين الذين لديهم مشاريع استثمار مخاطرة سوف يواصلون الاقتراض بغض النظر عن أسعار الفائدة بهدف الحصول على عوائد عالية المخاطر على المشروعات المستثمرة، وهذا يؤدي إلى عدم الاستقرار المالي.

كما تؤثر أسعار الفائدة المرتفعة أيضًا على الميزانية العمومية للبنك، مما يتسبب في خلل سليبي، عندما تمنح البنوك قرضًا ويفتقر إلى الاقتراض، يُترك للبنك أصول طويلة الأجل مقابل التزاماته. خلال هذه الفترة، يأخذ البنك ودائع ويقدم القروض التي يجب أن تدفع في فترات أطول، في هذه الحالة الميزانية غير متوازنة بسبب انخفاض القيمة الصافية للبنك وزيادة التزاماته، وذلك لأن القروض التي يقدمها البنك تستغرق وقتًا أطول لسدادها مقابل الودائع.

2- تراجع الميزانية العمومية للقطاع المالي

في الفترات التي تفشل فيها المؤسسات المالية في الحصول على أموال كافية لتقديم قروض للمقترضين، يكون للمؤسسات دائمًا خيارات مختلفة، إما أن تقرر المؤسسة تقليص القروض التي تصدرها المؤسسة وهذا يعني أن تجد هذه الأخيرة طرقًا لثني المقترضين مثل ارتفاع أسعار الفائدة وغرس تدابير كبح لخفض المقترضين، الخيار الآخر الذي يمكن للمؤسسة اختياره هو إيجاد طرق أخرى لزيادة رأس المال لإصدار قروض للمقترضين، وغالبًا ما يكون خيار جمع رأس المال أمرًا صعبًا لأن الأموال محدودة ونادرة بمعنى أن المؤسسة المالية لا تحصل على رأس المال بسعر معقول.

وهذا يؤدي إلى إبطاء نشاط الإقراض وبالتالي إبطاء الاقتصاد، لأن الميزانية العمومية للمؤسسة متعاقد عليها والميزانية العمومية الضعيفة تؤدي إلى أزمة رأس المال التي يمكن أن تقود مؤسسة مالية إلى الإفلاس، عندما تفشل الحكومة في تغطية شبكة البنوك، فقد يؤدي ذلك إلى حالة من الذعر المصرفي في مختلف البنوك، ومنه إلى تثبيط عملاء البنك عن الإيداع خشية فقدان أموالهم في حالة الإغلاق، ليتسبب في نقص المزيد من رأس المال،¹ وبمجرد أن يواجه البنك الإغلاق، يتم تفسير تدفق المعلومات على أنه فقدان الوسيط المالي، مما يجعل البنوك الأخرى تتفاعل من خلال انخفاض في منح القروض للاستثمارات المحتملة، مما يؤدي إلى تراجع القطاع الاقتصادي، بعد ذلك تقوم الميزانية العمومية للبنك بتخفيض صافي قيمتها وزيادة الالتزامات، مما يؤدي إلى عدم الاستقرار.²

3- زيادة عدم اليقين

عدم اليقين المالي هو أحد العوامل التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي لأنه ينبع من تغيير جذري في الأصول المالية التي تزيد من المخاطر الفردية، ولابد من تقييم الأسواق المالية بشكل جيد مع الزيادات المحتملة في عدم الاستقرار المالي، بشكل خاص في الاقتصادات المتغيرة، يكون احتمال المخاطر مرتفعاً، كما أن الابتكار المالي في كل من الاقتصادات الناشئة والمتقدمة يؤدي إلى عدم اليقين، ويعتمد هذا الأخير على السلوك الاقتصادي نتيجة انقطاع تدفق المعلومات في الأسواق المالية، على سبيل المثال في دورة الإقراض قد يفشل الدائن على سداد مدفوعاته عند الضرورة، وقد يؤثر ذلك على السوق حيث ينظر إلى الدائن كمدين، وهذا السلوك الاقتصادي يسبب حالة عدم اليقين في السوق وهذا يعود للنقل الافتراضي من سوق إلى آخر، وبالتالي يمكن أن تأخذ الأصول المالية الجديدة أيضاً سلوكاً غير مؤكد في الاقتصاد حيث يتغير مع الابتكار المالي.

والمقرضون في مثل هذه الحالة سوف يرفضون إعطاء المقترضين على أساس المخاطر غير المؤكدة، كما أن انخفاض الإقراض يعني انخفاض الاستثمارات من قبل المقترضين بسبب نقص التمويل، ويميل عدم اليقين أيضاً إلى إخافة أصحاب المخاطر العالية الذين يمكنهم تحمل أسعار فائدة مرتفعة في السوق، وهذا التحول في الأحداث يحدث عدم استقرار السوق حيث يحجم المقرض والمقترض عن التصرف بسبب المخاطر العالية التي ينطوي عليها الأمر.

في القرن التاسع عشر، ذكر الخبير الاقتصادي "Walter Bagehot" أنه في حالة من الذعر داخل الأسواق المالية، هناك عديد من الأشخاص يستثمرون، لكن هذا الاستثمار يؤدي إلى الكثير من المضاربات، والمضاربة في مثل هذا السوق تؤدي إلى الذعر. وبعد الأزمة الائتمانية بدأ الأشخاص يدركون أن التدفق النقدي

¹ Kenneth Rogoff, **International Institutions for Reducing Global Financial Instability**, NBER Working Paper, N°7265, 1999, P: 8.

² Ben S Bernanke, **Euro at five- ready for a global role ?**, Washington, Institute for International Economics Conference, 2004, P: 5.

المستدام كان ابتكارًا ماليًا لا يمكن التنبؤ به. كان على المقترضين إعادة التفكير في رهن إحدى الشركات وإعادة تمويلها من خلال الدين، وكان على المقرضين التفكير في إعادة تصميم منتجاتهم وضمان الاكتتاب بها في الحالات القصوى وعليه يتأثر الاقتصاد بشدة بسبب انخفاض مستوى الاستثمار ويرتبط عدم اليقين هنا بالسلوك الاقتصادي في السوق، كما يتم تشغيل الاقتصاد من خلال الابتكارات المالية وهذا يخلق الكثير من التخلف عن السداد الذي ينقل ويوسع حالة عدم اليقين، وغالبًا ما تتم مراجعة معيار مجموعة عدم اليقين في كل مرة توجد فيها مجموعة جديدة من الابتكارات المالية في السوق.¹

4- تدهور الميزانية العمومية للقطاع غير المالي

يعتبر الأفراد السبب في تدهور الميزانية العمومية وعدم الاستقرار المالي، حيث يتسبب المقترضون في خلل في الميزانية العمومية بسبب مشاكل السوق، وبسبب ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة نقص التمويل وهذا يجعلهم يرفضون الاقتراض، مما يقلل من التدفق النقدي في الميزانية العمومية للمقرض، بينما يتسبب المقترضون بخلل بسبب زيادة الالتزامات وانخفاض الأصول.

ويؤثر الضمان على استقرار السوق لأنه يقلل من قيمة أصول المقرضين، إذا فشل المقترض في سداد القرض فإن الخيار التالي هو بيع الضمان لتغطية عجز القرض، إذا انخفضت أسعار الأصول خلال هذه الفترة، فإن قيمة أصول المقرض تنخفض وهذا يؤثر لاحقًا على الميزانية العمومية، وعليه ينخفض الاقتصاد مما يؤدي إلى زيادة البطالة، وبالتالي يؤثر على القوة الشرائية للفرد ويؤدي إلى انخفاض طلب الفرد على السلع والخدمات.

المطلب الثالث: تحديات الاستقرار المالي وعلاقته بالاستقرار الاقتصادي والنقدي

يتعرض تحقيق الاستقرار المالي للعديد من التحديات، منها ما هو متعلق بالقطاع المالي وطبيعة عمل مكوناته التي تتصف بالتعقيد والديناميكية، ومنها ما هو متعلق بالبيئة الخارجية المحلية والتي يشغل في إطارها القطاع المالي، وكذلك البيئة الخارجية ونقصانها انتقال الأزمة من بلد لآخر في حالة الانفتاح بين المؤسسات المالية المحلية والخارجية وحالة التشابك بينهما، والتي أضحت ميزة رئيسية للعمل بالقطاع المالي.

أولاً: التحديات التي تواجه تحقيق الاستقرار المالي

أهم التحديات التي تواجه الاستقرار المالي وتحول بين تحقيقه، كالتالي:

¹ Ercan Ekmekcioglu, *Problem of Global Financial Instability*, op-cit, P : 192.

1- تراجع الشفافية

يعتبر غياب الشفافية من بين أهم الأسباب وراء العديد من الأزمات المالية، نتيجة عدم توافر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم، والعدالة الموضوعية في تسعير الأصول، والحد من التأثيرات السلبية للممارسات غير المشروعة من جانب المسؤولين بالمؤسسات في ضوء ما يتاح لهم من معلومات لا تتاح للمستثمرين الآخرين كما يساهم التشابك بين مختلف الأنشطة الاقتصادية في جعل النظم المالية أكثر عرضة لعدوى الأزمات، وفي ظل التأثيرات المتبادلة بين مكونات القطاع المالي، وكون حدوث أي اختلال بأحد هذه المكونات ينعكس بصورة مباشرة وغير مباشرة في أداء المكونات الأخرى، فإن عدم الكشف عن الاختلال نتيجة التعميم وعدم الشفافية أو إظهار البيانات بصورة غير حقيقية أو مضللة يمثل تحدياً أمام تحقيق الاستقرار المالي ولا يمكن للمسؤولين من معرفة المخاطر المحتملة بصورة صحيحة وبالتالي لا يتم اتخاذ الإجراءات الاحترازية المناسبة للتحوط ضد تداعياتها والتعامل معها حال حدوثها.¹

2- الفجوة المعرفية والتكنولوجية

ضرورة مواكبة التكنولوجية الحديثة لأهميتها تخلق فجوة معرفية وتكنولوجية بين الأسواق أو الشركات أو المؤسسات وبين الجهات الإشرافية والرقابية، وهذا نتيجة التكاليف العالية مقارنة بالميزانية المخصصة والتي يتم تحديدها بصورة مسبقة، ولتعديل هاته الفجوة لابد من استغراق وقت طويل واتخاذ قرارات وإجراءات معقدة، ومن جهة ثانية قد يكون لهته الفجوة انعكاس ثاني من خلال عدم قدرة الجهات الرقابية والإشرافية على القيام بعملها بكفاءة وفعالية من خلال المعاملات والأدوات المستخدمة والتي قد تكون ضمن الأنظمة المالية عند استقبال الاستثمارات.²

3- زيادة درجة التوسع والتعقيد بالنظام المالي

أدت زيادة درجة التوسع والتعقيد بالنظام المالي فيما يتعلق بالآليات والأدوات المالية المتداولة، وتنوع الأنشطة والمخاطر المرتبطة بها إلى صعوبة مواكبة التطورات في أسعار الأصول المالية المتداولة، وخاصة في ظل التوسع الكبير لحجم الأصول في العديد من الاقتصادات المتقدمة ليشكل أكثر من ضعف إجمالي الناتج المحلي السنوي في بعض الأحيان. وعلى الرغم من أن هذا التطور في الأدوات والآليات المالية قد أدى إلى تعزيز الكفاءة الاقتصادية وعزز من عمق النظم المالية، إلا أنها أسفرت عن نشوء أنواع جديدة من المخاطر مثلت تحدياً أمام تحقيق الاستقرار المالي

¹ أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد الدولي، 2014، ص: 20.

² Jerry L. Jordan, **Effective Supervision and the Evolving Financial Services Industry**, Federal Reserve Bank of Cleveland, June, 2001., P: 1.

في ضوء تسارع وتيرة حدوثها وتغيرها بما يصعب معه متابعتها وقياسها، والتحوط ضد تداعياتها في بعض الأحيان.¹

4- الخطر المعنوي

ينبغي للمشاركين في الأسواق الخاصة أن يعتبروا أوجه الغموض في ديناميكية الأسواق حافزا لهم على عزل أنشطة أعمالهم وصافي دخولهم وميزانيتهم العمومية عن المخاطر الناجمة عن التحركات الحادة في الأسعار والتغيرات في حجم السيولة في الأسواق. بيد أن بعض أهم المشاركين في السوق يشكلون جانباً حيوياً في نظم الدفع الوطنية والدولية، ومن ثم فإن السماح بإخفاقهم يمكن أن تترتب عليه عواقب وخيمة، بالنسبة للنظام المالي بأكمله. ولتفادي هذا الخطر، عمد صناع السياسات إلى وضع شبكات أمان مالي لتوفير الحماية للمودعين (التأمين الودائع) والمؤسسات المالية (تسهيلات المقرض الأخير) والأسواق (ممارسات الحكومات لضخ السيولة النقدية). غير أن افتراض تدخل القطاع العام لمنع وقع الأزمات يضعف من الانضباط وفق شروط السوق ويخلق خطراً معنوياً حين يضعف الحافز لدى المشاركين في الأسواق على

توخي الحذر في تعاملاتهم.²

5- زيادة مستويات تطور وديناميكية الأسواق

تعد زيادة درجة ديناميكية السوق ظاهرة صحية في الاقتصادات، حيث تؤدي إلى سرعة انتقال أثر استخدام أدوات السياسة النقدية للاقتصاد، وظهور نتائج التغيرات في هذه الأدوات على الأداء الاقتصادي خلال فترات وجيزة، وهذا يمكن المتعاملين في الأسواق من اتخاذ القرارات بناءً على توقعات موثوقة، كما أنه في ضوء ارتفاع ديناميكية الأسواق من الممكن إجراء قدر هائل من المعاملات خلال وقت قصير للغاية، وهو ما تترتب عليه زيادة هائلة في تحركات الأسعار، بما يتطلب إمكانات تقنية وفنية عالية لمتابعتها. وعلى الرغم من الجوانب الإيجابية المنوه عنها لديناميكية الأسواق، إلا أن الجانب السلبي لا يزال يمثل تحدياً في سبيل تحقيق الاستقرار المالي يتمثل في سرعة انتقال المشكلات من سوق مضطربة لسوق آخر بسرعة كبيرة، في ظل عولمة الاقتصاد، وتحول العالم لقرية صغيرة، والانفتاح الذي شهده العديد من الأسواق المالية المحلية على الأسواق بدول أخرى على مستوى العالم.³

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 20-21.

² غاري شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية 36، صندوق النقد الدولي، سبتمبر، 2005، ص: 4.

³ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

ثانياً: الإجراءات التي تساهم في الحفاظ على الاستقرار المالي

يميز الاقتصاديين "Allen" و "Wood" (2006) بين مجموعتين من الإجراءات: الإجراءات الوقائية التي تستعمل في تصحيح اختلالات النظام قبل أن تتحول إلى ظاهرة عدم استقرار مالي، والإجراءات التصحيحية التي يجب أن تستعمل في حالة فشل الإجراءات الوقائية ودخول النظام المالي في مرحلة عدم استقرار. وهي كالتالي:

1- الإجراءات الوقائية: ينظر إلى هذه الإجراءات على أنها جزء من الهيكل المالي تقوم بتدليل خطر عدم الاستقرار المالي وهذا بغض النظر عما إذا كانت هذه الإجراءات تشير إلى مشاكل المؤسسات المالية أو لا تشير إليها:

أ- القوانين: تبين القوانين على سبيل المثال الإجراءات الواجب إتباعها في حالات معينة، كما تشجع القوانين على إتباع تصرف حذر قد يؤدي في بعض الأحيان إلى كبح الاستثمارات، وعليه يجب أن يؤخذ الاستقرار المالي بعين الاعتبار في مرحلة وضع القوانين.

ب- الوكالات الرسمية وتشريعاتها: أنشئت في عدة دول وكالات عديدة كلفت برقابة الاستقرار المالي، وتتمتع هذه الوكالات باستقلالها عن البنك المركزي ويكمن دورها الرئيسي في تنظيم نشاط المؤسسات المالية (مثل: صندوق النقد الدولي الذي يؤدي دوراً رقابياً على القطاع المالي العالمي).

ت- نشر المعلومات العمومية: تكمن هذه الوسيلة في إصدار مجلات وتقارير شهرية تظهر الأوضاع الاقتصادية الكلية وكذلك الاحتياطات المتخذة من طرف الحكومة والبنك المركزي، وتهدف هذه المعلومات المقدمة إلى تبرير التوجه المتبع في مجال السياسة الضريبية والسياسة النقدية، كما تهدف أيضاً إلى تقديم مختلف التقديرات المتعلقة بالمخاطر الرئيسية المحيطة بالاستقرار المالي ومن ثم محاولة التأثير على تصرفات القطاع الخاص وتسليط الضوء على بعض الأخطار.

ث- اتفاقيات السوق: تهدف هذه الاتفاقيات إلى تجنب حالات سوء التفاهم، كما يمكن تغييرها حسب الأوضاع والتشريعات السائدة، وتفترض هذه الاتفاقيات احترام القواعد والتصرفات الصحيحة المطورة من طرف كل الفاعلين في السوق.

2- الإجراءات التصحيحية: عادة ما تظهر حالة عدم الاستقرار المالي أو تهدد بالظهور إذا فشلت الإجراءات الوقائية في أداء دورها، وتخص إجراءات التدخل المتعلقة بالمؤسسات المالية صاحبة دور المقرض الأخير، وهنا يجب أن نميز بين دعم السيولة ودعم الملاءة:

أ- دعم السيولة: يتم اللجوء إلى هذا الإجراء في حالة عدم عمل أنظمة الرقابة القائمة على تقنيات الإعلام الآلي والتكنولوجيا الحديثة للبنك ما بشكل صحيح، حيث تقود العمليات الكلاسيكية للمقرض الأخير إلى ضخ السيولة في البنوك التجارية.

ب- دعم الملاءة: يكون المشكل أكثر خطورة وتهديدا إذا فقدت إحدى المؤسسات المالية كانت أو غير مالية ملاءتها، ويجب على الحكومة في هذه الحالة أن تقرر إذا ما كان من الضروري أن تمنح هذه المؤسسة مساعدة فورية، وتقوم الحكومة بمساعدة هذه المؤسسات من أجل تجنب تشوه النشاط الاقتصادي وحماية الدائنين والقضاء على خطر العدوى.

بالإضافة إلى الإجراءات السابقة ذكرهما أي مجموعة الإجراءات التصحيحية هنالك مجموعة ثالثة تضم الإجراءات التالية:

- 3- إجراءات إدارة الأزمات:** يتم اتخاذها في حالة ما إذا فشلت الإجراءات المتخذة عند اندلاع الأزمة المالية وتتوقف إجراءات إدارة الأزمات على تحليل متوازن للوضع وعلى تحديد الموارد المالية المتاحة اللازمة للخروج من الأزمة، عادة ما تخص الإجراءات المتخذة عدة مؤسسات سواء من نفس الدولة أو من دول مختلفة.
- 4- تشخيص التكلفة الاقتصادية والاجتماعية للأزمة:** يجب القيام بتحليل أثر الأزمة وتشخيص فئات الأعوان الاقتصاديين المعنيين بالاستفادة من المساعدة حتى يتم الخروج من الأزمة.
- 5- تشخيص العوامل المؤدية إلى ظهور الأزمات وتقليل أثرها في المستقبل:** كما سبق الإشارة إليه فإن عوامل ظهور الأزمة عديدة وتتطور باستمرار، ما يحتم ضرورة إعادة النظر في الإجراءات الوقائية لا سيما في التشريعات وعمل بعض المؤسسات.

ثالثا: علاقة الاستقرار المالي بالاستقرار الاقتصادي والنقدي

يتحقق الاستقرار الاقتصادي المستدام بالضرورة مع وجود قطاع مالي متطور ومستقر وقادر على توجيه المدخرات لتمويل فرص الاستثمار المنتجة القادرة على توفير المزيد من فرص العمل، ورفع مستويات الإنتاجية للمستويات القصوى الممكنة. ومن ثم، فإن تحقيق الاستقرار في القطاع المالي يمكن اعتباره نقطة الانطلاق نحو تحقيق الاستقرار الاقتصادي. تعكس سلامة القطاع المالي قدرته على امتصاص الصدمات والحد من تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي.¹

وتشير الدلائل والدراسات الحديثة إلى وجود علاقة بين تطور القطاع المالي وزيادة مستويات النمو الاقتصادي وتحسين بيئة العمل وزيادة كفاءة أسواق السلع والخدمات، والتخفيف من حدة تقلبات دورات

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

الأعمال والناتج المحلي الخام وتعويض أية تغيرات تطرأ على مستويات الدخل الجاري وبالتالي تقليل تقلبات الاستهلاك والاستثمار.¹

كما أن النظام المالي جزء من النظام الاقتصادي وبينهما علاقة تأثير متبادل، إذ يتطلب تحقيق الاستقرار المالي استقرار على المستوى الاقتصادي الكلي كما يتطلب تحقيق الاستقرار الاقتصادي نظام مالي قوي. فكلما كانت السياسات الاقتصادية للدولة قوية كلما كانت أقل عرضة للصدمات التي تسببها حركات رؤوس الأموال المكثفة، كما تتطلب سياسات التحرير المالي في ظل العولة المالية توفر مناخ اقتصادي مستقر.² كما أشار الدكتور طارق عبد العال حماد إلى: "أن تحرير قطاع الخدمات المالية يتطلب مناخ مستقر للاقتصاديات الكلية، يمكن أن يكون لها تأثير عكسي على الاندماج مع النظام المالي الدولي".³

ومن جهة أخرى، الاستقرار المالي يتطلب استقراراً نقدياً والمقصود منه قدرة القطاع النقدي على تحقيق استقرار في المستوى العام للأسعار عند مستويات مستهدفة، ووجود هيكل واضح لأسعار الفائدة ينسجم مع التطورات الاقتصادية المحلية والدولية، ويستطيع بدرجة مناسبة من الكفاءة، تنظيم كمية وأسعار وشروط الائتمان بشكل يدعم النمو الاقتصادي ويحول دون تركيز مخاطر الائتمان وخاصة فيما يتعلق بالقطاعات الأكثر عرضة للتقلبات.⁴

الأهم من ذلك أن الروابط بين السياسة النقدية والاستقرار المالي تعمل في كلا الاتجاهين، وتتضح العلاقة بينهما من خلال عدد من الطرق التي يمكن أن تؤثر بها قرارات السياسة النقدية على الاستقرار المالي، كتأثير أدوات السياسة النقدية على نقاط الضعف، كتخفيض أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى الحد الأدنى الفعال لها وتوفير دعم السيولة على نطاق واسع، وتقديم التوجيه، وإجراء برامج شراء الأصول على نطاق واسع "التييسير الكمي"، التي توفر حافزاً نقدياً بينما تساعد أيضاً في البدء بتجميد أسواق الأصول. إن انخفاض معدلات الفائدة يخلق تحديات لأدوات السياسة، وقد يعني أن السياسات مثل التيسير الكمي تصبح مكوناً أكثر انتظاماً في مجموعة أدوات صانعي السياسة النقدية⁵، كما أن وجود سياسة لسعر الصرف تمنع المضاربة على العملة وتحد من التقلبات غير المبررة، وبهذا تعزز التنافسية الدولية وتدعم جهود تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

¹ محمد طرشي، نبيل بوفليخ، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، مجلة معارف، العدد 22، 2017، ص: 329.

² زهرة بن سعدية، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في ظل الأزمات المالية العالمية، "، مذكرة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011، ص: 16.

³ طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 41.

⁴ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

⁵ Anil K kashyap, Caspar Siegert, **Financial Stability and Monetary Policy?**, Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices, June 5, 2019, P: 13.

المبحث الثاني: مؤشرات قياس الاستقرار المالي والتنبؤ بالأزمات المالية

ركز صانعو السياسات والباحثون الأكاديميون على عدد من التدابير الكمية من أجل تقييم وتحليل صحة واستقرار النظام المالي، وتم وضع مجموعة من المؤشرات لقياس السلامة المالية والتي وضعها صندوق النقد الدولي، وكذلك متغيرات تم استخدامها من طرف (Hawkins and Klau¹ (2000)، Nelson and Perli (2007) and Gray et al² (2005))³ على عدد من المقاييس الكمية من أجل تقييم الاستقرار المالي مع التركيز على ضغوطات السوق والضعف الخارجي وضعف النظام المصرفي، الناتجة عن الأزمات المالية أو المصرفية والتي عادة ما ينتج عنها نقاط ضعف خاصة عندما تكون المؤسسة المالية ضعيفة وتواجه صدمات في الاقتصاد الكلي، ولذلك تم ابتكار وتطبيق العديد من الأنظمة لقياس سلامة أداء النظام المالي.

المطلب الأول: نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية

ظهرت الحاجة القوية لأنظمة الإنذار المبكر من الأزمات المالية لأول مرة في التسعينيات عندما عانى عدد كبير من اقتصادات الأسواق من أزمات مالية، واجهت المكسيك أزمة مالية في 1994-1995، بعد سنوات قليلة، حدثت الأزمات المالية الآسيوية في 1997-1998، والتي أعقبتها الأزمات الروسية والبرازيلية بعد ذلك بوقت قصير. ونشأت الأزمات بسبب ضعف النظم المالية، ولم تقتصر هذه الأزمات في كثير من الأحيان على هاته الدول بل امتدت إلى دول أخرى من خلال العدوى. مما ولد تكاليف باهظة للدول المعنية والنظام المالي الدولي، وقد أدى ذلك إلى إصلاحات النظام ككل لتقليل من عدد الأزمات. استجابة لذلك، اعتمدت المؤسسات المالية الدولية نماذج نظام الإنذار المبكر (EWS)، كان الهدف من هذه النماذج هو تحديد نقاط الضعف الاقتصادية ونقاط الضعف للأسواق واستخدام هذه المعلومات لتوقع الأزمات المالية.

أولاً: مفهوم نظم الإنذار المبكر للأزمات المالية

نظم الإنذار المبكر بالأزمات المالية هي عبارة عن نماذج تحدد نقاط الضعف التي تظهر في النظام المالي وتعبر عن آلية قد تتنبأ بالأزمات، اعتمد الباحثون مناهج مختلفة فيما يتعلق بالجوانب المفاهيمية والعملية المتعلقة بتعريف الأزمة، وكذلك وسائل التنبؤ بها ويتيح EWS للأزمات بالتنبؤ بحدوث أزمة خلال فترة زمنية محددة، قد تنطبق هذه النماذج على أزمات العملات، وكذلك على الأزمات المصرفية أو المالية، وذلك عن طريق تحليل

¹ Johan Hawkins, Marc Klau, **Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies**, BIS Working Paper, no 91, October, 2002, P : 23.

² Dale F. Gray, Robert C. Merton, Zvi Bodie, **New Framework for Measuring and Managing Macro financial Risk and Financial Stability**, NBER Working Paper no 13607, November, 2007, P: 07.

³ William R. Nelson, Roberto Perli, **Selected Indicators of Financial Stability**, 4th Joint Central Bank Research Conference on « Risk Measurement and Systemic Risk », ECB Frankfurt am Main, November, 2007, P : 352.

المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تمكن من الحصول على المعلومات المتعلقة بضعف محتمل لميزان المدفوعات أو عدم استدامة سعر الصرف¹، ويستخدم مصطلح "الإنذار المبكر" في العديد من المجالات لوصف توفير المعلومات عن الظروف الخطرة الناشئة حيث يمكن لتلك المعلومات أن تتيح اتخاذ إجراء مسبق لتقليل المخاطر التي تنطوي عليها،² وتساعد نظم الإنذار المبكر عموماً فيما يلي³:

- الاكتشاف المبكر لاحتمالية حدوث أزمة، مما يساعد واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنبها، بجانب ذلك تجنب تكرار حدوثها.
- التقييم المستمر لنظم المؤسسات المصرفية في شكل إطار أو هيكل رسمي للتقييم سواء عند الفحص أو بين فترات الفحص.
- التعرف على المؤسسات أو المواقع داخل المؤسسات التي تكون فيها المشاكل أو يحتمل وقوعها في مشاكل.
- المساعدة في تحديد أولويات الفحص والتخصيص الأمثل للموارد الإشرافية والتخطيط المسبق للفحص.
- توجيه الاهتمام والتوقيت السليم من قبل المشرفين.
- ومن المهم توفر المواصفات التقنية في نظام الإنذار المبكر، وهي الثلاث عناصر الأساسية التالية:⁴
- عودة الأزمة 'a crisis dating method'؛
- توفر مجموعة من المتغيرات التفسيرية؛
- الربط بين احتمالية حدوث الأزمة والمتغيرات التفسيرية الموجودة.

ثانياً: بناء نماذج الإنذار المبكر

يعتبر موضوع الأزمات المالية من بين المواضيع الرئيسية في الاقتصاد الكلي الدولي، حيث عرف اهتماماً متزايداً بشكل عام، وينظم الإنذار المبكر بشكل خاص، والتي يمكن أن تتوقع حدوث أزمات، كونها مفتاح منع الأزمات واعتراف مبكر بالضعف الاقتصادي. وعليه تم بناء بعض مؤشرات الضعف من أجل تجنب هذه الأزمات.

1- نهج الإشارة "Signalling Approach"

¹ Stanislav Percic, Constantin-Marius Apostoae, Vasile Cocris, **Early Warning Systems for Financial Crises a Critical Approach**, CES Working Paper, 2019, p : 78.

² Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, **Towards a New Early Warning System of Financial Crises**, European Central Bank, Working Paper No. 145, May, 2002, p :9.

³ ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013، ص: 140.

⁴ Elena-Ivona Dumitrescu, **Econometric methods for financial crises**, in candidature for the degree of docteur de l'université d'Orléans en sciences économique and doctor at Maastricht university, 31 May, 2012, p: 6.

نُهج الإشارة أو منهجية المؤشرات الرائدة، والتي تقوم على متابعة مجموعة من المؤشرات والتي تتكرر بشكل كبير وتميل للتصرف بسلوك غير عادي يختلف عن طبيعتها قبل حدوث الأزمة على أن يقوم نظام الإنذار بإعطاء إشارة تعكس احتمال حدوث أزمة¹، ولأول مرة تم تطبيق هذه الطريقة للتنبؤ بالأزمات المالية من قبل Kaminsky و Reinhart سنة 1999، خلال الفترة ما بين 1970-1995 وشملت الدراسة لـ 76 أزمة في 30 بلد، واستعملت لاكتشاف الأزمات المالية ورصد المؤشرات الاقتصادية والمالية التي تظهر بشكل مختلف في مرحلة الأزمة²، بحيث تستخدم طريقة ثنائية الحد (0,1)، بحيث تعطي القيمة (1) في حالة الأزمة، وقيمة الـ (0) في حالة العكس أي عدم وجود أزمة، وهذا بعد تحديد الإطار الزمني للدراسة.³

يتضمن نهج الإشارة مراقبة المتغيرات الرئيسية في البحث عن العلامات على سلوك غير عادي يشير إلى أزمة مستقبلية، يرى كل من Reuven Glick و Michael Hutchison أن هذا النهج يقوم على تحديد عتبة رقمية معينة، بعدها يرسل المتغير إشارة إلى أزمة في المستقبل، كمثال، إذا كانت العتبة الخاصة بكل بلد لنسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي 3%، فإن النسبة التي تتجاوز 3% تشير إلى احتمال حدوث أزمة، وعليه يتم إصدار إشارة تحذير⁴، وبالتالي، حدوث الأزمة يكون عندما تتجاوز المتغيرات مستواها العادي بقيمة تتجاوز عتبة معينة، وهي إشارة لحدوث أزمة أو انفجار أزمة خلال 4 أشهر التالية، وهنا يوجد حالات

فإن حدثت الأزمة خلال 24 شهر بعد الإشارة تسمى "إشارة صحيحة"، أما الإشارة التي لا تتبعها أزمة خلال نفس الفترة الزمنية تسمى "إشارة خاطئة" أو "ضوضاء".⁵

جدول رقم: (1-2): مصفوفة منهج الإشارة (منهجية المؤشرات الرائدة)

البيان	وقوع أزمة بعد 24 شهر تالية	عدم وقوع أزمة بعد 4 شهر تالية
إصدار المؤشر للإشارة	A	B
عدم إصدار المؤشر للإشارة	C	D

Source : Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, *The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments*, The American Economic Review, Vol.89, No. 3, Jun, 1999, P : 488.

¹ أميرة بن مخلوف، مرجع سبق ذكره، ص 187.

² Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart, *Leading Indicators of Currency Crises*, International Monetary Fund, IMF Staff Paper, Vol. 45, No. 1, March 1998, P : 44.

³ العيد صوفان، أحمد غريبي،

مؤشرات نظام الإنذار المبكر للأزمات المصرفية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 10، 2016، ص: 69.

⁴ Reuven Glick, Michael Hutchison, *Currency Crises*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, 2011, P: 12.

⁵ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, *The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance-of-Payments*, The American Economic Review, Vol.89, No. 3, Jun, 1999, P : 488.

- الحالة (A): مؤشر صحيح وهو جيد، لأنه يصدر إشارات إنذار مبكر تدل على حدوث أزمة، وبعد 24 شهر تالية تقع الأزمة.
- الحالة (B): مؤشر خاطئ (كاذب) وهو ليس جيد، لأنه يصدر إشارة بحدوث أزمة، ولكن بعد 24 شهر تالية لم تقع الأزمة.
- الحالة (C): المؤشر ليس جيد، لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة، ولكن بعد مرور 24 شهر تقع الأزمة.
- الحالة (D): المؤشر جيد لأنه لا يصدر إشارة إنذار مبكر بحدوث أزمة، ولا تحدث الأزمة خلال 24 شهر.

هذه الطريقة لا تسمح باختبار مستوى الدلالة الإحصائية للمتغيرات، يمكن التغلب على هذه العيوب من خلال تطبيق نموذج Logit/Probit، ومقارنة النموذج القائم على منهجية الإشارة مع نماذج Probit يوضح Berg و Patillo أن نماذج Probit أفضل للتنبؤ بالأزمات.¹

2- منهجية النماذج الاحتمالية " The Approach that uses Probit/ Logit " Models

تستخدم نماذج الاقتصاد القياسي نماذج الـ Probit/Logit والمعروفة بنماذج الاستجابة الكيفية من تقدير احتمال وقوع أزمة خلال الفترة t+1، وذلك من خلال قياس تأثير كل متغير تفسيري في الفترة t على احتمال حدوث الأزمة، ويسمح باختبارات ذات دلالة إحصائية لها، وينبغي تقييم التنبؤات التي تم الحصول عليها بعناية لأن جودة النتائج مرتبطة بتوفر المعلومات لعدد أكبر من المتغيرات التفسيرية ذات الدلالة.²

3- نموذج Probit Analysis

أجرى الباحث (Zmijewski) دراسة على عينة من الشركات الأمريكية المدرجة في السوق المالي، واعتمد في نمودجه على ثلاث نسب مالية لهذه الشركات، وهي العائد على مجموع الأصول ونسبة المديونية، ونسبة التداول. وقد استخدم النموذج تحليل بروبيت (Probit Analysis)، لتحديد قيمة معاملات التمييز وإيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، حسب الصيغة التالية:³

$$\text{Badjusted} = -4.803 - 3.599X1 + 5.406X2 - 0.1X3$$

¹ Andrew Berg, Catherine Pattilo, **Are Currency Crises Predictable? A Test**, International Monetary Fund, WP/98/154, 1998, P: 54.

² Jeffrey, A. Frankel, Andrew K. Rose, **Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment**, Journal of International Economics, 41, 1996, p: 360.

³ عزت هاني عزت أبوشهاب، مدى فعالية نموذج كيدا بالتنبؤ بالفشل المالي في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2018، ص: 53.

وتطبيق هذا النموذج يحتاج إلى خطوة إضافية عن تلك المستخدمة في نموذج (Altman)، وذلك بضرب المتغيرات الثابتة والمستقلة بالعدد (1.8138)، لتصبح الصيغة المعدلة كما يلي:

$$\text{Badjusted} = -8.7117 - 6.5279X1 + 9.8054X2 - 0.1814X3$$

حيث أن:

X1 : معدل العائد على مجموع الموجودات؛

X2 : نسبة المديونية؛

X3 : نسبة التداول.

وقد أزهرت النتائج المحتملة في تطبيق المعادلة السابقة أنها تقع بين (0 و 1)، وبالتالي يكون تفسير احتمالات الفشل مبيناً على أساس أنه إذا كانت النتيجة تزيد عن (0.5)، فإن المؤسسة مهددة بخطر الفشل المالي، ويحتمل إفلاسها.

4- نماذج الانحدار اللوجستي Logit Models

تحليل الانحدار اللوجستي هو أسلوب أحادي / متعدد المتغيرات يسمح بتقدير احتمال حدوث حدث أم لا من خلال التنبؤ بنتيجة تعتمد على ثنائي لمجموعة من المتغيرات المستقلة،¹ ويتم استخدام تقدير نماذج Logit لتحديد علاقة أكثر قوة إحصائية بين مجموعة متنوعة من المؤشرات ونقاط الضعف في النظام المالي، وتسمح الأساليب التمييزية بتحديد المؤسسات المالية التي تعاني من مشاكل مالية، وتسعى لتقييم وتقدير مؤشرات الإنذار المبكر بالأزمات المالية، وعليه تم اقتراح نماذج Logit من قبل كل من Demirgüç-Künt و Detragiache (1998) و Gonzalez-Hermosillo (1999)، Mulder و Perrelli and Rocha (2001) و Bussiere and Fratzcher، وجمع Gonzalez-Hermosillo بين المؤشرات الحيطية الكلية ومتغيرات الاقتصاد الكلي، كما تضمنت دراسة Mulder و Perrelli and Rocha أيضاً مؤشرات وميزانيات الشركات وحسابات المؤسسات، في حين اعتمدت الدراسات الأخرى متغيرات الاقتصاد الكلي فقط.²

ويستخدم الانحدار اللوجستي عندما يكون المتغير التابع متغيراً وصفيّاً مثلاً كالتأثر بفترة الأزمة المالية أو عدم التأثر بها ويعبر عنها بالقيمتين (1,0) بينما ممكن أن تكون المتغيرات المستقلة متغيرات اسمية أو كمية كالنسب المالية،^{وبذلك} يقوم بدراسة أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية في احتمال حدوث أزمة.

¹ Elena Belyaeva, **One a new logistic regression model for bankruptcy prediction in the IT branch**, Department of Mathematics, Uppsala University, U.U.D.M Project Report, 2014, p :12.

² Delisle Worrell, **Quantitative Assessment of the Financial Sector: An Integrated Approach**, IMF Working Paper, WP/04/153, August, 2004, p : 06.

5- اختبارات الإجهاد المالي:

تعتبر اختبارات الإجهاد تمارين محاكاة يتم إجراؤها لتقييم المرونة في مواجهة سيناريو افتراضي لبنك واحد أو للنظام ككل، يصف صندوق النقد الدولي اختبارات الإجهاد بأنها تمرين كمي، لتقدير مرونة البنوك أو الأنظمة المالية ككل في حالة حدوث صدمات معينة، تستخدمها السلطات لتقييم كيف يمكن لعينة كبيرة من البنوك الفردية أو النظام ككل تحمل الصدمات.

تعرف اختبارات الإجهاد المالي بأنها اختبارات القدرة على تحمل الضغوط التي غالباً ما تكون عن طريق تقييم جانبيين من المؤسسات المالية عامة والبنوك خاصة وهما الملاءة والسيولة، لأن مشكلات في أحدهما يمكن أن يتسبب في خسائر ضخمة ويؤدي في نهاية المطاف إلى وقوع أزمة¹، كما تعتبر تقنية تقيس حساسية النظام المالي ككل عند تعرضه لأحداث افتراضية أو سيناريوهات محددة، فهي اختبارات كمية تتوقع ماذا سيحدث لرأس المال، الربح، التدفقات النقدية... إلخ بالنسبة للمؤسسات المالية بصفة منفردة أو النظام المالي ككل إذا حدث وأن تحققت المخاطر أو معظمها²، كما يمكن تعريفها على أنها: "مجموعة من التقنيات المستعملة لتقييم مدى مقاومة النظام المالي للصدمات الاقتصادية الكلية".

ويوجد نوعان للقيام باختبارات الإجهاد المالي، وقياس مدى مقاومة النظام المالي لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية، وهي كالتالي⁴:

أ- **اختبارات تحليل الحساسية:** تستخدم اختبارات تحليل الحساسية لقياس أثر التحركات في عوامل المخاطر على الوضع المالي للمؤسسات المالية وخاصة البنك، وقياس مثلاً: التغيرات في أسعار الفائدة، التغيرات في أسعار الصرف، التغيرات في أسعار الأسهم... إلخ، وتهدف هذه الاختبارات إلى تحديد درجة حساسية الوضع المالي للبنك تجاه عامل واحد من المخاطر وتقييم قدرة البنك على مواجهته، كما يقوم البنك بتحديد عوامل المخاطر ذات الصلة التي من الممكن أن تؤثر على البنك وعلى وجه الخصوص المخاطر المتعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي.

¹ علاء فرحان طالب، سعدي الموسوي، صباح حسن عبد العكيلي، علاقة اختبارات الجهد في تحقيق الأمان المصرفي (دراسة تحليلية)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 13، العدد 53، 2017، ص: 5.

² بن معنوق صابر، اختبارات الضغط كأداة لتحقيق الاستقرار المالي-دراسة تجربة الأردن-، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 06، العدد 01، ديسمبر، 2019، ص: 32.

³ ذهبي رمة، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

⁴ أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، المنهجيات الحديثة الأوضاع الضاغطة (اختبارات التحمل)، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2018، ص: 10، 11.

ب- اختبارات السيناريوهات: تعمل هذه الاختبارات على تقييم أثر سيناريوهات احتمالية حدوثها التي قد تكون منخفضة ولكن أثرها في حال حصولها على المركز المالي للبنك قد يكون كبيراً، وبشكل عام فإن اختبارات السيناريوهات يجب أن تتضمن نوعين من الاختبارات:

- اختبارات مبنية على أحداث تاريخية حصلت في الدولة أو في دول العالم مثل: الأزمة المالية العالمية.
- اختبارات افتراضية من الممكن أن تحدث (مثل: انخفاض حاد في نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي، ارتفاع معدل البطالة، ارتفاع/انخفاض أسعار الفائدة، ... إلخ).

بشكل عام فإن الاختبارات الافتراضية، تشمل حدوث تغيرات جوهرية على المتغيرات الكلية والتي قد يكون لها آثار سلبية على أوضاع البنك مثل ارتفاع نسب الديون غير العاملة وبالتالي انخفاض ربحية البنك مما قد يؤثر على ملاءته، بالإضافة إلى ذلك فإن الاختبارات الافتراضية ممكن أن تشمل عوامل قد تؤثر بصورة حادة على سيولة البنك.

المطلب الثاني: مؤشرات الحيلة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي

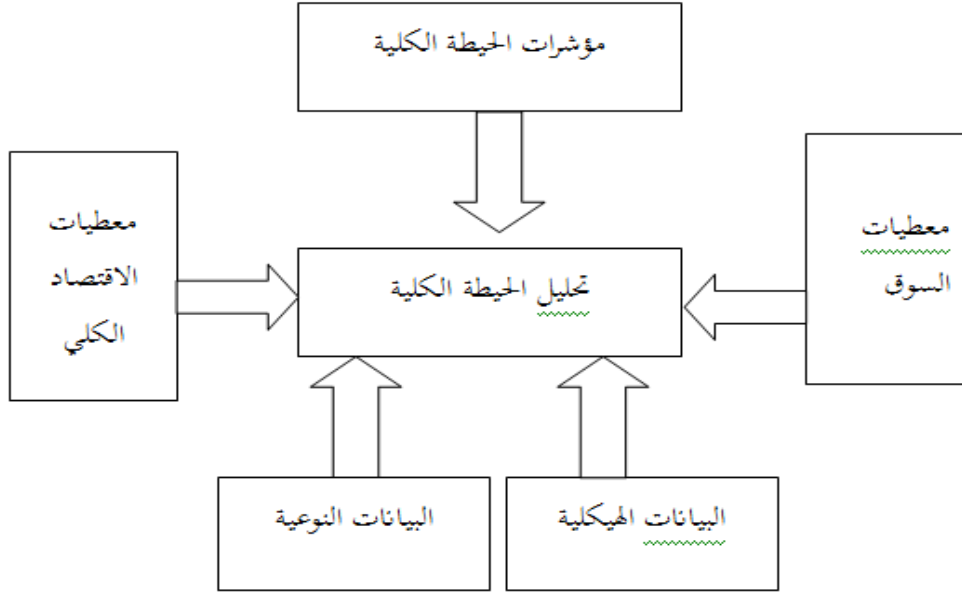
تدل مؤشرات الحيلة الكلية على مدى سلامة واستقرار النظام المالي، وتلعب دور مهم في تقييم مدى قابلية القطاع المالي للتأثر بالأزمات المالية والاقتصادية، وهي كذلك تعمل كأداة للإنذار المبكر. ¹ (Early Warning Sysem)

أولاً: مفهوم مؤشرات الحيلة الكلية

تفترض القدرة على مراقبة السلامة المالية وجود مؤشرات يمكن استخدامها كأساس لتحليل صحة واستقرار النظام المالي، تشتمل هذه المؤشرات الاحترازية الكلية على كل من المؤشرات الاحترازية الجزئية لتقييم سلامة المؤسسات المالية الفردية، ومتغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي، إضافة إلى ذلك تعتبر مؤشرات الحيلة الكلية من المعايير التي تسمح بمقارنة الأوضاع في الدول للكشف عن الأزمات المالية والحد منها، كونها أداة فعالة لقياس سلامة القطاع المصرفي.

¹ أحمد طلفاح، مؤشرات الحيلة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، أبريل، 2005.

شكل رقم (2-1): عناصر تحليل مؤشرات الحيلة الكلية



Source : Ian Woolford, *Macro-financial stability and macroprudential analysis*, Reserve Bank of New Zealand : Bulletin Vol. 64, No.3, p : 31.

تمت مناقشة أسباب عدم الاستقرار المالي مع تقديم الإطار المفاهيمي لمؤشرات الحيلة الكلية، وتحليل مجموعة من المؤشرات لتقييم مدى الضعف المحتمل للنظام المالي أمام مجموعة من الصدمات المحتملة، وتأتي المؤشرات بناء على عدة مصادر، بما في ذلك بيانات النظام المصرفي، وبيانات من المؤسسات المالية وغير المصرفية، ومعطيات الاقتصاد الكلي والسوق. كمثال، يبحث التحليل الاحترازي الكلي في نفس البيانات التي يستخدمها قسم الاقتصاد لصياغة السياسة النقدية، ولكن من خلال نظرة مختلفة على سبيل المثال، يمكن أن يؤثر النمو في المجاميع الائتمانية أو النقدية على كيفية التفكير في الوضع الحالي للاقتصاد، في حين توفر نسب دين الأسرة معلومات حول الميزانيات العمومية للأسرة، ونقاط الضعف المحتملة للاستقرار المالي.¹

ثانيا: مكونات مؤشرات الحيلة الكلية

تفترض القدرة على مراقبة السلامة المالية وجود مؤشرات يمكن استخدامها كأساس لتحليل استقرار النظام المالي، وتشمل هذه المؤشرات الاحترازية الكلية كلا من المؤشرات الاحترازية الجزئية لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي على كل حد، ومتغيرات الاقتصاد الكلي المرتبطة بسلامة النظام المالي، ويمكن أن تشير متغيرات الاقتصاد الكلي إلى اختلالات تؤثر على النظم المالية، حيث أن الأزمات المالية تحدث عادة عندما يشير كلا

¹Ian Woolford, *Macro-financial stability and macroprudential analysis*, Reserve Bank of New Zealand: Bulletin Vol 64, No 3, P: 31.

النوعين من المؤشرات إلى نقاط الضعف، أي عندما تكون المؤسسات المالية ضعيفة وتواجه صدمات في الاقتصاد الكلي.

1- مؤشرات الحيلة الجزئية المجمعة لتقييم سلامة مؤسسات القطاع المالي على كل حد

وهو أحد الأدوات الشائعة التي يستخدمها المفتشون المصرفيون لرقابة المؤسسات الفردية الذي طور في الولايات المتحدة في أوائل التسعينات وتبناه بأشكال متنوعة عدد كبير من البلدان الأخرى، وكلمة CAMELS اختصار يجمع الأحرف الأولى للكلمات التي تدل بالإنجليزية على كفاية رأس المال، نوعية الأصول، الإدارة، الإيرادات، السيولة والحساسية تجاه مخاطر السوق،¹ وعناصره التي يبنى عليه هي كالتالي:²

أ- **كفاية رأس المال:** تحدد مؤشرات كفاية رأس المال عن صلابة المؤسسات المالية في مواجهة الصدمات التي تواجه بنود الميزانية، وتكمن أهمية المؤشرات في أنها تأخذ بعين الاعتبار أهم المخاطر التي تواجه المؤسسات المالية مثل مخاطر أسعار الصرف ومخاطر الائتمان ومخاطر أسعار الفائدة.

ب- **مؤشرات جودة الأصول:** بشكل عام تعتمد مصداقية معدلات رأس المال على درجة موثوقية مؤشرات جودة ونوعية الأصول، كما أن مخاطر الإعسار في المؤسسات المالية تأتي في الغالب من نوعية الأصول وصعوبة تسيلها، ومن هنا تأتي أهمية مراقبة المؤشرات التي تدل على جودة الأصول. كما لا بد لها من الأخذ بعين الاعتبار مخاطر الائتمان المتضمنة في العمليات خارج الميزانية.

ت- **مؤشرات سلامة الإدارة:** سلامة الإدارة مهمة جدا في أداء المؤسسات المالية (كغيرها من المؤسسات) إلا أن معظم هذه المؤشرات تستخدم على مستوى الشركة وليس من السهل أخذ مؤشرات تجميعية في هذا السياق.

ث- **مؤشرات السيولة:** في كثير من الحالات يحدث الإعسار المالي للمؤسسات بسبب سوء الإدارة للسيولة ومن هنا تأتي أهمية متابعة مؤشرات السيولة، كما أنها تشمل بشكل عام جانب الأصول والخصوم ففي جانب الخصوم يجب النظر إلى مصادر السيولة كالإقراض فيما بين البنوك والتمويل من البنك المركزي، كما يجب لمؤشرات السيولة أن تأخذ عدم التطابق في مجال الاستحقاق بين الأصول والخصوم في محمل القطاع المالي أو على مستوى المؤسسات المالية ذات الحجم الكبير لتغطية هذه الجوانب.

¹ مطاي عبد القادر، بلقلة براهيم، حبيش علي، آليات ضبط استقرار النظام المالي في ظل انتهاج سياسة التحرير المالي وانتشار الأزمات - بالإشارة إلى حالة الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 3، 2019، ص: 13

² يوسف بوجلخال، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي (Camels) على فعالية نظام الرقابة على البنوك التجارية -دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مجلة الباحث، العدد 10، 2012، ص ص: 208-209.

ج- الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق: هذا يتعلق بالدرجة الأولى بالمحافظ الاستثمارية بالنسبة للمؤسسات المصرفية، حيث أن هذه المحافظ تحتوي على عدد كبير من الأدوات المالية من الأسهم والسندات الحكومية والأجنبية وسندات المؤسسات والمشتقات المالية مثل الخيارات والمستقبليات التي يتنوع فيها الأصل المالي ليشمل كافة الأصول المالية بما فيها أسعار السلع.

2- مؤشرات الاقتصاد الكلي وتأثيرها على القطاع المالي واستقراره

يعتمد الجهاز المالي على مجمل النشاط الاقتصادي وهو كذلك يتأثر بالتغيرات الاقتصادية التي تصيب الاقتصاد ككل، وقد أشارت بعض الدراسات الحديثة أن بعض التطورات الاقتصادية الكلية تسبق الأزمات، مما يتطلب مراقبة بعض المتغيرات على الاقتصاد ككل وخصوصاً تلك التي تتعلق بحروب رأس المال وأزمات سعر الصرف، ويدل ضعف المتغيرات الاقتصادية على بؤار لأزمة مالية أو مصرفية على المدى القصير، لذلك يتطلب من الدول مراقبة دورية لأهم المتغيرات الاقتصادية المرتبطة بالجهاز المالي¹، وتشمل على سبعة مؤشرات هي كما يلي²:

أ- النمو الاقتصادي

وتتكون من معدلات النمو الاقتصادي الإجمالي، إذ أن انخفاض معدل النمو في الاقتصاد يضعف مقدرة المقترضين المحليين على خدمة الديون ويساهم في رفع مخاطر الائتمان، كما أن تدهور بعض القطاعات التي تتركز فيها قروض المؤسسات المالية واستثماراتها يؤثر بشكل مباشر على قوة المؤسسات المالية، كما يظهر النمو الاقتصادي مقدار التغير في الدخل الكلي للاقتصاد، لذا فإن تراجع معدلات النمو الاقتصادي يؤثر بشكل سلبي على مستويات الدخل الكلي، وبالتالي دخل الفرد. ومع تراجع مستويات الدخل تضعف قدرة المقترضين على السداد فترتفع نسبة القروض المتعثرة مما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر التي بدورها تؤثر على الاستقرار المالي. نتيجة لارتفاع مستويات المخاطر في البنوك وتأثر استقرارها، فإنها تقوم بخفض مستويات الإقراض حتى لا تتأثر رؤوس أموالها، مما يؤدي بدوره إلى خفض مستويات السيولة في الاقتصاد، ومن ثم تراجع مستويات الاستثمار، والاستهلاك، وتراجع مستويات الدخل، مما يفاقم الأوضاع الاقتصادية، ويزيد من حجم القروض المتعثرة، وبالتالي ارتفاع آخر في المخاطر وتأثر أكبر للاستقرار المالي³.

¹ صندوق النقد العربي، مؤشرات السلامة المالية في الدول العربية، 2017، ص: 7.

² علي عبد الرضا حمودي العميد، مؤشرات الحيلة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات (دراسات تطبيقية- حالة العراق-)، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي، ص: 10-11.

³ عبد الكريم قنذوز، سائد خليل، عبد الله سراج، محددات الاستقرار المالي للبنوك المركزية، صندوق النقد العربي، العدد 11، 2022، ص: 12.

ب- ميزان المدفوعات

يعد ارتفاع عجز الحساب الجاري مؤشراً على احتمالية حدوث أزمات في سعر الصرف مما يؤثر سلباً على النظام المالي، ولا سيما إذا تم تمويل هذا العجز في تدفقات مالية الأجل، فضلاً عن أنه انخفاض نسبة الاحتياطيات في الجهاز المصرفي إلى الالتزامات قصيرة الأجل تعد هي الأخرى مؤشراً على عدم الاستقرار في النظام المالي.

ت- التضخم

إن التذبذب في التضخم يقلل من دقة التقييم لمخاطر الائتمان والمخاطر السوقية، ذلك إن التضخم يرتبط بشكل مباشر مع تذبذب مستوى الأسعار، ويشوه المعلومات التي تعتمد عليها المؤسسات المالية في تقييمها لمخاطر الائتمان والاستثمار. كما أن الانخفاض السريع والكبير في معدلات التضخم يؤثر سلباً على مستوى السيولة ودرجة الإعسار المالي في المؤسسات المالية.

وكما هو مستمد من Schwartz (1995، 1997)¹، هناك منظور مشترك أن ظروف التضخم يمكن أن تتداخل مع قدرة القطاع المالي على تخصيص الموارد بشكل فعال (Boyd et.al. 2001²؛ Bordo et.al. 2001؛ Huybens and Smith 1999³). وذلك لأن التضخم يزيد من عدم اليقين. كما يمكن أن يرتبط التضخم المرتفع بتقلبات تضخم عالية وبالتالي مشكلة التنبؤ بالعوائد الحقيقية، وبالتالي الانخفاض السريع في نشاط الإقراض المصرفي لدعم الاستثمار والأنشطة الاقتصادية وأن دورات الأعمال يمكن أن تتفاقم بسبب التفاعل بين عدم استقرار الأسعار والاحتكاكات في أسواق الائتمان. قد يؤدي مسار النمو التصاعدي المصحوب بارتفاع التضخم إلى زيادة الاستثمار وفقاعات أسعار الأصول، وهذا يعني أن عدم الاستقرار المالي ناجم من نمو الائتمان المفرط الناتج عن توقعات العائد الواقعية وليس الاستثمار الحقيقي، ووفقاً لـ Cukierman (1992)⁴، لا يمكن للبنوك تمرير سعر الفائدة في السياسة، وهو مقياس للتحكم في التضخم للبنوك المركزية، بأسرع ما يمكن لأصولها مثل التزاماتها مما يؤدي إلى زيادة عدم تطابق أسعار الفائدة، وبالتالي مخاطر السوق وعدم الاستقرار المالي.

وتؤكد بعض الدراسات أن الاحتكاك المعلوماتي يلعب بالضرورة دوراً جوهرياً فقط عندما يتجاوز التضخم

¹ Schwartz Anna, **Why Financial Stability Depends on Price Stability**, Economic Affairs, 1995, P: 24.

² Boyd. H. John, Ross Levine, Bruce D. Smith, **The Impact of Inflation on Financial Sector Performance**, Journal of Monetary Economics, 47, 2001, P: 244.

³ Huybens Elisabeth, Bruce D. Smith, **Inflation, Financial Markets and long-run Real Activity**, Journal of Monetary Economics, 43, 1999, P : 289.

⁴ Cukierman Alex, **Central Bank Strategy Credibility, and Independance : Theory and Evidence**, Journal des Economistes et des Etudes Humaines, Vol. 3, No. 4, 1992, P : 586

مستوى حرجاً أو حداً معيناً (Azariadas and Smith, 1996¹, Choi et. al, 1996², Rousseau³, 2009⁴ Rousseau and Wachtel 2002). ووفقاً لهذه الدراسات، قد تكون احتكاكات سوق الائتمان غير ملزمة في ظل بيئة تضخم منخفضة، وقد لا يؤدي التضخم المنخفض إلى تشويه تدفق المعلومات أو التدخل في تخصيص الموارد والنمو، وبعيداً عن مستوى عتبة التضخم، تصبح الاحتكاكات في سوق الائتمان ملزمة وتكتف تقنين الائتمان ويتدهور أداء القطاع المالي، وعندما يتجاوز التضخم عتبة، فإنه لا يسمح للاقتصاد بالتقارب إلى حالة مستقرة ويظهر إما نظاماً مالياً نشطاً أو مستوى عالٍ من النشاط الحقيقي. وفقاً لـ Borio (2006)⁵، يمكن أن تتطور الاختلالات المالية في بيئة تضخم منخفضة بسبب التطورات المواتية في جانب العرض، ومكاسب الإنتاجية والعولمة والتقدم التكنولوجي. وعليه، تؤدي مصداقية استقرار الأسعار من خلال ترسيخ التوقعات التضخمية، مما قد يؤخر الضغوط التضخمية على المدى القصير، ولكنه قد يؤدي إلى التوسع غير المستدام في إجمالي الطلب على المدى الطويل، التضخم المنخفض يغني عن الحاجة إلى تشديد السياسة النقدية ويؤدي إلى تطور الاختلالات.

ث- معدلات الفائدة وأسعار الصرف

يعد التذبذب في هذه المعدلات مخاطرة في حد ذاته، وكلما زاد هذا التذبذب ارتفعت مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف بالنسبة للمؤسسات المالية. وبشكل عام فإن ارتفاع درجة التذبذب في أسعار الصرف يمكن أن تتسبب في بعض المصاعب للمؤسسات المالية بسبب عدم التطابق في العملة بين أصول هذه المؤسسات وخصومها المالية.

ج- ازدهار الإقراض وأسعار الأسهم

يعبر عن ازدهار الإقراض بالفارق بين نسبة النمو في الائتمان المقدم من المصارف ونسبة النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مثل هذا النوع من الازدهار يسود عادة قبل الأزمات المالية الحادة. أما فيما يخص ازدهار أسعار الأسهم فتعد السياسة النقدية التوسعية أحد أسباب هذا الازدهار، إذ أن التغير المفاجئ في هذه السياسة لتصبح سياسة نقدية انكماشية يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم والعقارات، وتراجع النشاط الاقتصادي بشكل عام مما يخلق الظروف الملائمة للإعسار المالي بالنسبة للمؤسسات المالية.

¹ Azariadis Costas, Bruce D. Smith, **Private Information, Money, and Growth : Indeterminacy, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect**, Journal of Economic Growth, 1, 1996, P : 312.

² Choi Sangmok, Bruce D. Smith, Boyd H. John, **Inflation Financial Markets, and Capital Formation**, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 78, 1996, P : 23.

³ Rousseau, L. Peter., Yilmazkuday, Hakan, **Inflation, Financial Development, and Growth : a Trilateral Analysis**, Economic Systems, 33(4), 2009, P : 312.

⁴ Rousseau, L. Peter, Wachtel Paul, **Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus**, Journal of International Money and Finance, 21, 2002, P : 780.

⁵ Borio Claudio, **Monetary and Financial Stability : Here to Stay ?**, Journal of Banking & Finance, 30, 2006, P: 3408.

ح- آثار الانتقال بالعدوى

بسبب الترابط بين النظم المالية في البلدان المتخلفة من خلال التدفقات المالية وأسواق رأس المال والتجارة الخارجية فإن انتقال الأزمات المالية عبر الحدود يصبح متوقعاً، فعندما يعاني أحد البلدان من أزمة مالية تظهر على شكل انخفاض حاد في قيمة العملة فإن البلدان الأخرى الشريكة لها في التجارة تعاني من الأزمة بانتقالها إليها من خلال التجارة بسبب تراجع تنافسية هذه البلدان مقارنة مع البلد الذي انخفضت قيمة عملته بشكل حاد، ويزداد أثر العدوى كلما زادت درجة التشابك في النظام المصرفي.

- العوامل الأخرى:

- **الاقتراض والاستثمار الموجه:** إن توجيه الاستثمار والاقتراض بصورة إجبارية إلى نشاطات وقطاعات على أسس غير سوقية تؤدي دائماً إلى تخصيص غير كفء للموارد مما يؤثر سلبياً على درجة الإعسار في المؤسسات المالية.

- **علاقة الحكومة بالقطاع المصرفي والاختلالات في الموازنة:** إذ أن زيادة الائتمان الموجه من البنك المركزي إلى الحكومة يزيد من الضغوط التضخمية مما يؤثر على القطاع المالي.

- **حجم المتأخرات في الاقتصاد:** إن تراكم المتأخرات في الاقتصاد يعكس صعوبات في خدمة الدين من قبل الحكومة والقطاع الخاص، وهذا يؤثر مباشرة على الدرجة السيولة والإعسار المالي في المؤسسات المالية.

ويمكن عرض هذه المؤشرات في الجدول التالي:¹

¹ Evan, O. et al., **Macroprudential Indicators of Financial System Soundness**, Occasional Paper 192, IMF, Washington, D.C., 2000, p :4.

جدول رقم (2-2): مؤشرات أدوات السياسة الاحترازية الكلية

مؤشرات الحيلة الجزئية	مؤشرات الاقتصاد الكلي
- كفاية رأس المال: - نسب رأس المال التجميعية المعدلة بالمخاطر. - التوزيع التكراري لمعدلات رأس المال. - جودة الأصول: - مؤشرات المؤسسة المقرضة: - تركيز الائتمان القطاعي. - الإقراض المقيم بالعملة الأجنبية. - القروض غير العاملة. - القروض للمؤسسات العامة والخاصة. - مؤشرات الرفع المالي. - الاقتراض المرتبط. - مؤشرات المؤسسة المقترضة: - نسبة الدين إلى حقوق الملكية. - ربحية الشركات. - مؤشرات أخرى بحسب ظروف الشركات. - مديونية القطاع العائلي. - سلامة الإدارة: - معدلات الإنفاق. - نسبة الإيرادات لكل موظف. - التوسع في عدد المؤسسات المالية. - الإيرادات والربحية: - العائد على الأصول. - العائد على حقوق الملكية. - معدلات الدخل والإنفاق. - المؤشرات الهيكلية. - السيولة:	- النمو الاقتصادي: - مجموع معدلات النمو - تدهور القطاعات - ميزان المدفوعات: - عجز الحساب التجاري. - كفاية الاحتياطي النقدي الأجنبي. - الدين الخارجي (بما في ذلك هيكل الاستحقاق). - التضخم: - عدم استقرار التضخم. - أسعار الفائدة والصرف: - التقلب في أسعار الفائدة والصرف. - مستوى أسعار الفائدة الحقيقية المحلية. - قابلية سعر الصرف للاستمرار. - ضمانات سعر الصرف. - زيادة الإقراض وسعر الأصول: - نوبات ازدهار الإقراض. - نوبات ازدهار أسعار الأصول. - إطار عدوى: - العلاقة المتبادلة بين الأسواق المالية. - الآثار الجانبية للتجارة. - عوامل أخرى: - الإقراض والاستثمار الموجه. - لجوء الحكومة للنظام المصرفي. - التزامات متأخرة السداد في الاقتصاد.

	- تسهيلات البنك المركزي للبنوك التجارية. - التجزئة في معدلات الإقراض بين البنوك. - الودائع بالنسبة للإجمالي النقدي. - نسبة القروض إلى الودائع. - هيكل استحقاق الأصول والخصوم. - تدابير لسيولة السوق الثانوية. - الحساسية بالنسبة لمخاطر السوق: - مخاطر سعر الفائدة. - مخاطر الصرف الأجنبي. - مخاطر أسعار الأسهم. - مخاطر أسعار السلع. - مؤشرات خاصة بالسوق: - أسعار السوق للأدوات المالية. - مؤشرات على العوائد المفرطة. - تصنيف الائتمان. - هوامش العائد السيادي.
--	---

Source : Evan, O. et al., *Macprudential Indicators of Financial System Soundness*, Occasional Paper 192, IMF, Washington, D.C., 2000, p :4.

تحدث الأزمات المالية غالباً عندما تشير المؤشرات إلى نقاط ضعف، وبالتالي تشير إلى أن المؤسسات المالية ضعيفة، وتواجه صدمات الاقتصاد الكلي.

ويمكن توضيح أهمية هذه المؤشرات من خلال النقاط التالية:¹

- تسمح بأن يكون تقييم سلامة النظام المالي مبنياً على مقاييس كمية موضوعية؛
- تساعد على تكريس مبدأ الشفافية والإفصاح؛
- تسمح بمقارنة أوضاع الدول من خلال مجموعة مؤشرات؛
- تقوم على معيارية النظم المحاسبية والإحصائية باستخدام المؤشرات نفسها التي تسهل المقارنة محلياً ودولياً؛
- تعمل على كشف مخاطر انتقال عدوى الأزمات المالية، والتقليل من حدتها.

¹ نزمين محمد غسان الحموي، نموذج مقترح للتنبؤ المبكر بالفشل المالي في المصارف السورية الخاصة، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2016، ص: 38.

ثالثاً: قياس الاستقرار المالي حسب القطاعات

نظراً للطبيعة غير الدقيقة لاستقرار النظام المالي، يركز معظم المحللين على المخاطر ونقاط الضعف في النظام المالي حيث يسهل فهمها وتحديدتها نسبياً حيث يتم ربط الاستقرار المالي بالأزمات. ومع ذلك، هناك صعوبات في التعريف الضيق، بقدر ما يصعب تحديد الأزمة، ولأن العديد من الدول تعرضت لأزمات مختلفة (الأزمات المصرفية، أزمات العملة، أزمات الديون، أزمات الأسهم)، هناك عدة طرق لتحديد أزمة من كل نوع، من المؤشرات الثنائية البحتة (فشل بنك، تعليق مدفوعات الديون من قبل دائن سيادي) إلى متغيرات أخرى أكثر قابلية للقياس (مثل عدد حالات الإعسار، وحجم الخسائر المصرفية، وخسارة الناتج المحلي الإجمالي، وحجم تقلب أسعار الصرف، وانخفاض مؤشر سوق الأوراق المالية، حجم احتياطات النقد الأجنبي)، يلخص الجدول التالي المقاييس المستخدمة بشكل شائع في الأدبيات، ينصب التركيز على قطاعات رئيسية التالية¹:

جدول رقم (2-3): قياس الاستقرار المالي حسب القطاعات

القطاعات	المتغيرات	القياس
القطاع الحقيقي	النمو الاقتصادي	كدليل على قوة الاقتصاد الكلي، فإن الناتج المحلي الإجمالي هو مقياس رئيسي يستخدم بشكل خاص بالاقتران مع تدابير مثل توسيع الائتمان والعجز المالي
	الموقف المالي الحكومي	قدرة الحكومة على إيجاد التمويل، وتعرض المدين السيادي لعدم توفر التمويل
	التضخم	معدل زيادة مؤشرات الأسعار المختلفة
قطاع الشركات	إجمالي الدين إلى حقوق الملكية	نفوذ الشركات
	الأرباح إلى الفوائد والمصروفات الرئيسية	قدرة الشركات على الوفاء بالتزامات الدفع بالاعتماد على الموارد الداخلية
	صافي التعرض لسعر الصرف الأجنبي لحقوق الملكية	عدم تطابق العملة
	تخلف الشركة عن السداد	حالات الإفلاس في قطاع الشركات

¹Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, Measures of Financial Stability- a review, IFC Bulletin No31, p:367. <https://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ab.pdf>.

المبالغة / التقليل من قيمة العملة	أسعار الصرف (الحقيقية)	القطاع الخارجي
قدرة الدولة على مقاومة الصدمات الخارجية	احتياطات النقد الأجنبي	
التباين في تكوين العملة / آجال استحقاق الأصول والخصوم	الاستحقاق / عدم تطابق العملة	
المعاملات والادخار والائتمان	المجاميع النقدية	القطاع المالي
تكلفة الائتمان، والقدرة على جذب الودائع القادرة على تحمل الديون	أسعار الفائدة (الحقيقية)	
خطورة القطاع المصرفي	النمو في نسب الرفع المالي للبنك، أقساط مخاطر القروض المتعثرة	
حجم وسادة رأس مال البنوك لمواجهة الخسائر المتوقعة أو غير المتوقعة	كفاية رأس المال	
نسبة الموارد قصيرة الأجل المتاحة للبنوك والتي يمكن استخدامها للوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل	معدل السيولة	
القيمة الصافية للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للشركات المكونة للمؤشر	التغيير في مؤشرات الأسهم	الأسواق المالية
مخاطر الديون مقارنة بالأدوات الحالية من المخاطر	هوامش سندات الشركات.	
يمكن أن تعكس الارتفاعات في هذه الأقساط اضطرابات في سيولة السوق	سيولة السوق	
شدة تحركات الأسعار في الأسواق سهولة التداول في السوق	التقلب	

Source: Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, *Measures of Financial Stability- a review*, IFC Bulletin No31, p :367.

- **القطاع الحقيقي:** تم وصف القطاع الحقيقي بنمو الناتج المحلي الإجمالي، والوضع المالي للحكومة، التضخم، ويعكس نمو الناتج المحلي الإجمالي قدرة الاقتصاد على تكوين الثروة وخطر الإنهاك وتشير القيم السالبة أو الموجبة المنخفضة إلى حدوث تباطؤ في حين القيم المرتفعة بشكل مفرط تشير إلى وجود نمو غير مستدام، ويعكس الوضع المالي للحكومة قدرتها على إيجاد تمويل لنفقاتها أعلى من إيراداتها (وما يرتبط بذلك من ضعف الدولة أمام عدم توفر التمويل)، تشير المستويات المرتفعة للتضخم إلى ضعف هيكلي في الاقتصاد وزيادة مستويات المديونية مما يؤدي إلى تشديد الأوضاع النقدية، والعكس في حالة المستويات المنخفضة للتضخم تؤدي إلى الزيادة في الرغبة من المخاطرة في الأسواق المالية.
- **قطاع الشركات:** يمكن تقييم مخاطر قطاع الشركات من خلال نسب نفوذه ونفقاته، وصافي تعرضه للعمليات الأجنبية على حقوق الملكية.
- **القطاع الخارجي:** تنعكس الظروف في القطاع الخارجي من خلال أسعار الصرف الحقيقية، واحتياطات النقد الأجنبي، والحساب الجاري، وتدفقات رأس المال، والتفاوت في مواعيد الاستحقاق/ العملة. ويمكن أن تعكس هذه المتغيرات التغيرات المفاجئة في اتجاه تدفقات رأس المال، وفقدان القدرة التنافسية للصادرات، واستدامة التمويل الأجنبي للدين المحلي.
- **القطاع المالي:** يتميز القطاع المالي بالجاميع النقدية، وأسعار الفائدة الحقيقية، ومقاييس المخاطر للقطاع المصرفي، ونسب رأس المال والسيولة للبنوك، وجودة دفتر قروضه، والتصنيفات الائتمانية المستقلة والتركيز / التركيز النظامي لأنشطتها الإقراضية. يمكن لكل هؤلاء الوكلاء أن يكونوا انعكاساً لمشاكل في القطاع المصرفي أو المالي، وفي حالة حدوث أزمة، يمكنهم قياس تكلفة مثل هذه الأزمة على الاقتصاد الحقيقي.
- **الأسواق المالية:** المتغيرات ذات الصلة بالأسواق المالية هي مؤشرات الأسهم، فروق أسعار الشركات، علاوة السيولة والتقلبات، يمكن أن تشير المستويات العالية من فروق المخاطر إلى فقدان الرغبة في المخاطرة لدى المستثمرين وربما مشاكل التمويل لبقية الاقتصاد، قد تكون اضطرابات السيولة تجسيدا لقدرة السوق على تخصيص الأموال الفائضة بكفاءة لفرص الاستثمار داخل الاقتصاد.

المبحث الثالث: دور المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية في تعزيز الاستقرار المالي

احتلت دراسات تحقيق الاستقرار المالي مركز الصدارة على الساحة الاقتصادية والعالمية وتعتبر من ضمن الاهتمامات الرئيسية لكل من الجهات المالية والاقتصادية سواء الأفراد أو المؤسسات على المستوى المحلي أو الدولي، وأصبحت الشغل الشاغل للبنوك المركزية للدول والمؤسسات المالية والاقتصادية الدولية مثل البنك الدولي (WB) وصندوق النقد الدولي (IMF) وبنك التسويات الدولي (BIS) والتي اعتادت جميعها على إصدار تقارير دورية عن الاستقرار المالي وخصصت جوانب من نشاطها لبحث دراساته والسعي لتحقيقه.

المطلب الأول: جهود صندوق النقد والبنك الدوليين في تحقيق الاستقرار المالي

يتحمل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي على التوالي مسؤولية استقرار سعر الصرف والعملة وإعادة الإعمار والتنمية، وتم توسيع نطاق جدول أعمال ما بعد الحرب المتعلق باستقرار أسعار الصرف وإعادة الإعمار لمساعدة الأعضاء في جهودهم الرامية إلى تحقيق الاستقرار النقدي والمالي، وإيجاد نمو اقتصادي مستدام للحد من الفقر، وتعزيز التنمية، والتركيز على قدرتها على تحسين البنية التحتية المحلية اللازمة في معظم الحالات للتعامل مع المساعدة المنصوص عليها التي تقدمها المؤسسات.

أولاً: الأطر المعتمدة من طرف صندوق النقد والبنك الدوليين

يعمل صندوق النقد الدولي على تعزيز التعاون النقدي العالمي وضمان الاستقرار المالي، من خلال تيسير حركة التجارة الدولية وتشجيع زيادة فرص العمل والنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، بالإضافة إلى ضمان استقرار النظام النقدي الدولي -نظام أسعار الصرف والمدفوعات الدولية- بغرض تتبع الاقتصاد العالمي و اقتصادات البلدان الأعضاء،¹ مع التركيز على صحة العلاقة بين النظام المالي وأداء الاقتصاد الكلي من جهة²، كما يؤكد أنه لا بد من تعزيز قدرات النظام المالي الدولي للصمود أمام الأزمات ورفع كفاءته باعتباره مسؤولية جماعية، كما أنها تقع بشكل كبير على عاتق الدول الصناعية الكبرى،³ والهدف من هذه التدابير هو تعزيز الإشراف على المؤسسات المالية والأسواق المالية من قبل السلطات الوطنية بغية الحد من المخاطر المفرطة

¹ البنك الدولي، مجموعة البنك الدولي وصندوق النقد الدولي: متاح على الرابط:

<https://www.albankaldawli.org/ar/about/history/the-world-bank-group-and-the-imf>

تاريخ الاطلاع: 2021/01/21

² بوهريّة عباس، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر في إرساء الاستقرار المالي دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، غرداية، الجزائر، 2018، ص: 60.

³ IMF, *The Quest for Lasting Stability*, Global financial stability report, world economic and financial survey, April, 2012, P : 112.

وتحسين إدارة المخاطر، حالياً يتبنى الصندوق استراتيجية ثلاثية الأطراف، تتمثل في دعم الأطر الرقابية والتنظيمية الوطنية، العمل على تعزيز الانضباط في الأسواق المحلية والدولية، واعتماد منظور عالمي للاستقرار المالي.

فيما يتعلق بدعم الأطر الوطنية الهادفة لتحقيق الاستقرار المالي، تتضمن الاستراتيجية العمل على سد بعض الفجوات الرقابية القائمة من خلال تكثيف الرقابة على نظم إدارة ورصد المخاطر الداخلية في المؤسسات المالية، وعلى مدى كفاءة الإدارة العليا في هذه الشركات وحجم مشاركتها في إعداد هذه النظم، وآليات حوكمة الشركات بوجه عام، ووضع نظام لفرض عقوبات على المؤسسات التي تحيد عن المسار السليم وذلك بمطالبتها بجائزة رأسمال أكبر من الحد الأدنى الإلزامي بموجب مبدأ كفاية رأس المال المعروف باتفاقية بازل الثانية ومن ناحية ثانية أخرى يعمل الصندوق بالتعاون مع السلطات الوطنية على إنشاء هيكل للحوافز لتشجيع المؤسسات المالية والمستثمرين على تحمل جزء من المخاطر المترتبة على الأزمات، وبما قد يحد من إقدامهم على المخاطر وتشجيعهم على الالتزام بالمبادئ التوجيهية والمعايير وأفضل الممارسات الدولية.¹

أما بالنسبة لتعزيز الانضباط في الأسواق المالية المحلية والعالمية، يتحقق عن طريق دفع الدول لتطوير البنى التحتية للقطاع المالي واستحداثها، وتحسين مستويات الإفصاح التنظيمي والشفافية، لتوضيح وكشف مدى إمكانية تحقق استراتيجيات الاستثمار وتعزيز قدرة الجهات الرقابية والمشاركين في السوق، كما تمكن من إصدار قرارات وأحكام تقديرية من طرف صناع السياسات بخصوص المؤسسات أو أسواق أخرى، وفي هذه الحالة، لا بد من الإشارة إلى علاقة تحسين مستوى الشفافية في التأثير على المخاطر، إن تحسين مستويات الشفافية يخلق ما يعرف بالرقابة الجماهيرية التي تساهم إلى حد كبير في عدم توسع المؤسسات المالية، وبالتالي الإقدام على المخاطر.

أما بخصوص اعتماد صندوق النقد الدولي، في إطار الاستراتيجية المنوه عنها لمنظور عالمي للاستقرار المالي، فقد استهدف من وراء ذلك التأكيد على أن الاستقرار المالي الدولي مسؤولية عامة عالمية، يجب أن يحظى بذات الاهتمام الخاص بتحقيق الاستقرار المالي الوطني والحفاظ عليه، فقد بات من المسلم به أن عدم الاستقرار في النظام المالي الوطني يمكن أن يخلق مشاكل في بلدان أخرى، أو في الأسواق المالية العالمية.²

أما البنك الدولي فيعمل على تعزيز التنمية الاقتصادية طويلة الأجل والحد من الفقر عن طريق توفير الدعم الفني والمالي، بما يقدمه من مساعدة الدول الأعضاء لإصلاح قطاعات معينة أو تنفيذ مشاريع البنية التحتية وحماية البيئة، والمساعدات المالية التي يقدمها البنك الدولي هي مساعدات طويلة الأجل بشكل عام وتمول من مساعدات الدول الأعضاء ومن خلال إصدار السندات في الأسواق المالية³، كما أنه يدفع الدول ويحثهم إلى الاستثمار

¹ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 26-27.

² نفس المرجع، ص: 27.

³ بوهريه عباس، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

الأجنبي، باعتبار الاستثمارات الدولية أفضل من المديونية الخارجية للدول المستقبلية لرأس المال، وكمثال على ذلك، القطاع المالي في مصر قام بتعزيز مشاركة القطاع الخاص في القطاع المصرفي والأدوات المالية المتنوعة والبنية الأساسية للسوق، ومضاعفة القيمة الصافية لدى قطاع البنوك المؤسسية من خلال برنامج تم تخطيطه بنجاح لإصلاح القطاع المالي، وبدعم من البنك الدولي واصلت جهوده في الحفاظ على استدامة النمو الاقتصادي ومعالجة التفاوتات الاقتصادية والاجتماعية والإقليمية أثناء فترة الأزمة المالية العالمية،¹ وتضمن البرنامج الإصلاحي للقطاع المالي إعادة الهيكلة الشاملة للبنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية والأسواق، وتعزيزها بدعم الأطر القانونية والتنظيمية والإشرافية والرقابية، وتحسين البنية الأساسية المؤسسية، وتم تقسيم البرنامج من حيث المفهوم إلى مرحلتين:

- 1- **المرحلة الأولى:** ركزت على الاستقرار المالي عن طريق إجراء تخفيض كبير وملحوس للملكية العامة وتحسين الإدارة وزيادة المنافسة، كما انطوت هذه المرحلة أيضا على إعادة هيكلة قطاع التأمين.
 - 2- **المرحلة الثانية:** ركزت على إجراء المزيد من إصلاحات القطاع المصرفي وتطوير المؤسسات المالية غير المصرفية وسوق الأوراق المالية، بغرض بناء نظام مالي أكثر تنوعاً وتوازناً وقدرته على تقديم مجموعة أوسع نطاقاً من الخدمات المالية، مع تحقيق الكفاءة في الوقت نفسه في مجالات إدارة المخاطر.
- ويعمل الصندوق والبنك الدوليان معا أيضا لإكساب القطاعات المالية في البلدان الأعضاء قدرة على الصمود أمام التقلبات وضمان خضوعها لمستوى جيد من التنظيم، وقد استحدثنا آلية لتقييم مدى سلامة القطاع المالي Financial Sector Assessment Program (FSAP).²

ثانياً: تقييم الصندوق والبنك الدولي للقطاع المالي "برنامج FSAP"

برنامج تقييم القطاع المالي (FSAP) تقييم شامل ومتعمق للقطاع المالي في الدولة، يتم إقراره في الاقتصادات المتقدمة من قبل صندوق النقد الدولي مع التركيز على تقييم مرونة القطاع المالي، وجودة الإطار التنظيمي والرقابي، والقدرة على إدارة الأزمات المالية وحلها، في اقتصادات الأسواق النامية والناشئة، يتم إجراء برامج تقييم القطاع المالي بالاشتراك مع البنك الدولي، تتضمن برامج تقييم القطاع المالي هذه أيضاً تقيماً للتنمية المالية، وهو من مسؤولية البنك الدولي، واستناداً إلى النتائج التي توصلوا إليها، تقدم برامج تقييم القطاع المالي توصيات ذات طبيعة احترازية جزئية وكلية بشأن الاحتياجات التنموية في اقتصادات الأسواق النامية والناشئة،

¹ البنك الدولي، مصر: صمود أمام الأزمة المالية من خلال نظام مالي سليم، نتائج البنك الدولي للإنشاء والتعمير، ص: 1.

² صندوق النقد الدولي، صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، متاح على الرابط التالي:

المصممة خصيصاً للظروف الخاصة بكل بلد. ترد هذه التوصيات في مذكرة المساعدة، وهي وثيقة سرية وشاملة تُركت للسلطات الوطنية في نهاية مهمة برنامج تقييم القطاع المالي الأخيرة.

1- التعريف بالبرنامج (Financial Sector Assessment Program)

أسفرت جهود صندوق النقد والبنك الدوليين عن وضع برنامج لتقييم القطاع المالي (FSAP) بالاعتماد على مؤشرات رئيسية للتقييم، بدأ تطبيق هذا البرنامج أعقاب الأزمة المالية الآسيوية في عام 1999، والهدف منه توفير تحليلاً شاملاً ومتعمقاً للقطاع المالي للبلد، وتجري التقييمات بالاشتراك مع البنك الدولي في البلدان النامية والناشئة، وصندوق النقد الدولي فقط في البلدان المتقدمة، وتشمل تقييم الاستقرار المالي الذي يتحمله صندوق النقد الدولي، وتقييم التنمية المالية وتطوير الأداء المالي التي تقع على عاتق البنك الدولي، وهو برنامج لتحليل وقياس كفاءة القطاع المالي لأي دولة بشكل تفصيلي، ويقيس مدى قدرتها على التعامل مع الأزمات المالية،¹ كما يغطي برنامج FSAP مختلف القضايا في القطاع المالي، على سبيل المثال، البنوك والأوراق المالية، التأمين وشفافية السياسة النقدية والمالية وأنظمة الدفع والتسوية ومكافحة غسيل الأموال. يتألف التقييم من ثلاثة مكونات رئيسية، وهي: تحليل القطاع المالي، بما في ذلك تحليل الكفاءة والقدرة التنافسية والتركيز والسيولة، التحليل الاحترازي الكلي، بما في ذلك اختبار الإجهاد، وتحليل السيناريو، وتحليل مؤشرات السلامة المالية والروابط المالية الكلية وتقييم الالتزام بالمعايير والقوانين الدولية.

كما يعتبر البرنامج جزءاً مهماً من أنشطة المراقبة المستمرة التي يقوم بها صندوق النقد الدولي، حيث تقدم تقييمات مستقلة لقوة ومرونة اقتصادات البلدان والبنية التحتية للنظام المالي، وتستند هذه التقييمات في المقام الأول إلى البعثات الميدانية وغيرها من الأعمال الميدانية التي تقوم بها فرق من ذوي الخبرة وخبراء متخصصين في مختلف جوانب الاستقرار المالي.²

2- أهداف برنامج تقييم القطاع المالي "FSAP"

الهدف من برنامج "FSAP" هو تقييم ثلاثة عناصر أساسية في جميع البلدان، هي:³

- تقييم مصدر المخاطر الرئيسية على الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي على المدى القصير، واحتمالية وقوعها وآثارها الممكنة، استناداً إلى تحليل هيكل النظام المالي وسلامته وأوضاعه وروابطه مع بقية قطاعات الاقتصاد؛

* (FSAP): IMF, Financial Sector Assessment Program
<https://www.imf.org/external/np/exr/facts/fre/fsapf.htm>. View Date: 04/03/2021.

² Michael J. Zamorski, Vincent Choon-Seng Lim, **Financial Stability Insights from Recent IMF/World Bank FSAP Assessments**, seacen financial stability journal, Volume 1, 2013, p. 38.

³ التقرير السنوي 2011 صندوق النقد الدولي، نحو نمو متكافئ ومتوازن، ص: 29، متاح على الرابط:

- تقييم إطار سياسة الاستقرار المالي في البلد المعني، وهو يتضمن تقييم فعالية الرقابة على القطاع المالي مقارنة بالمعايير الدولية؛
- تقييم قدرة السلطات على إدارة الأزمات المالية وتسويتها إذا تحققت المخاطر، والنظر إلى إدارة السيولة وشبكات الأمان المالي والتأهب للأزمات والأطر المستخدمة في تسوية الأزمات في البلد المعني.
- والمساهمة في تعزيز الجهود الرامية إلى تحقيق الاستقرار المالي والنمو على حد سواء، وطنيا ودوليا وتحقيق التحليل المتكامل لقضايا الاستقرار والتنمية باستخدام مجموعة واسعة من الأدوات والتقنيات التحليلية، وكذا تحليل قضايا الاستقرار والتنمية وتقديم تحليلا للقطاع المالي،¹ وللمحافظة على عافية النظام المالي لابد من وجود جو رقابي ووجود هيكلية توفر الحوافز، وتقييم القطاع من خلال تفحص الركائز التشريعية من أجل تقدير قدرة السلطات التنظيمية وأسلوب ممارستها. ويتضمن هذا تقييما منهجيا للتقيد بمبادئ بازل الأساسية الخاصة بالإشراف الفعال على العمل المصرفي، وممارسة الشفافية في السياسات النقدية والمالية، وأنظمة المدفوعات، التأمين ومعايير أسواق الأوراق المالية.

إضافة إلى ذلك، من الضروري النظر في التصور الاستراتيجي لسلطات البلد بالنسبة لتطوير النظام المالي، وفي الدول النامية أن تكون الأسواق المالية غير متطورة، يكون من الضروري توجيه اهتمام خاص لاحتمالات تطوير أسواق الرساميل والادخارات التعاقدية (صناديق التأمين والتقاعد) فهذه الأجزاء من النظام المالي تساهم في دعم النمو الاقتصادي.

3- دور صندوق النقد والبنك الدوليين في برنامج تقييم القطاع المالي

يشترك موظفو الصندوق والبنك الدولي في تنفيذ برامج تقييم القطاع المالي في البلدان النامية وبلدان الأسواق الناشئة، ويشترك في تنفيذ برامج عمل القطاع الخاص، ويقوم بها الصندوق وحده في الاقتصادات المتقدمة، كما يتخصص صندوق النقد الدولي في جوانب الاستقرار بينما يركز البنك الدولي على الاحتياجات الإنمائية للنظام المالي.

أ- دور صندوق النقد الدولي

يتجه الصندوق نحو التركيز على الموضوعات المتعلقة بالمخاطر النظامية في القطاع المالي وأوجه الضعف فيه، خاصة جوانب ارتباطها بالاقتصاد الكلي، ويتم التركيز من قبل الصندوق تقليدياً على الارتباط ذي الاتجاهين بين سلامة القطاع المالي وأداء الاقتصاد الكلي، من جهة، وعلى دعم السياسات التي تقلل من احتمال وقوع أزمات

¹ بوعبدلي أحلام، بوهريه عباس، دور برنامج تقييم القطاع المالي "PESF" في قياس الصلابة المالية وتدنية المخاطر المصرفية في الجزائر- مع إشارة للتجربة الجزائرية-، الملتقى الوطني الثالث حول "إدارة المخاطر في المؤسسات الاقتصادية -بين المقاربات النظرية والممارسات العملية"، جامعة الشاذلي بن جديد -الطارف، الجزائر، يومي 07-08 ديسمبر 2016، ص: 5.

مالية وتخفف من وطأة الأزمات التي تقع، من جهة أخرى¹. وتسعى هذه السياسات إلى تحسين الإشراف على الأسواق المالية والمؤسسات من طرف سلطات البلدان المعنية والغرض منه تقليص المخاطر والتصدي لها، وتعزيز عملية انتقال الأموال بشكل سليم، كما تشمل تحسينات السياسات المتعلقة بالاقتصاد الكلي بهدف تحقيق استقرار المناخ الاقتصادي الكلي، كمثال، يعتبر صندوق النقد الدولي النظام المالي النمساوي مرتباً بشكل خاص ضد الصدمات وأعطى النمسا تقريراً إيجابياً كمركز مالي من حيث الإشراف، وتم تصنيف الإطار التنظيمي لحل وإدارة الأزمات على أنه شامل للغاية وتم إحراز تقدم كبير في مكافحة غسل الأموال، وتقييم الإشراف الاحترازي على أنه فعال وكاف للغاية، وانبثقت هذه النتائج من تقرير صندوق النقد الدولي الذي أجري سنة 2019 للقطاع المالي النمساوي كجزء من برنامج تقييم القطاع المالي (FSAP)، وعن تقييم المخاطر المادية لاستقرار السوق المالية، والإطار القانوني والتنظيمي والمؤسسي، وكذلك قدرات المؤسسات الوطنية على تحمل الأزمة المالية، وعلى الرغم من أن التدابير الاحترازية الكلية قللت من المخاطر التي تهدد استقرار الأسواق المالية، إلا أن المخاطر الهيكلية ما زالت تشكل تحدياً، لذا يقترح صندوق النقد الدولي أن يراقب عن كثب المخاطر على مستوى المجموعة والاعتماد المتبادل المالي.²

وبالإضافة إلى التقييم الواسع لأداء النظام المالي ومتطلبات التنمية في إطار برامج تقييم النظام المالي، يقدم صندوق النقد الدولي أيضاً المشورة بشأن السياسات إلى البلدان الأعضاء فيه وذلك في إطار المساعدة الفنية التي يقوم بتقديمها، وعلى وجه التحديد، تقوم إدارة النقد وشؤون الصرف لدى صندوق النقد الدولي بتقديم وإدارة المساعدة الفنية الخاصة بقضايا تتعلق بالأعمال المصرفية المركزية وسياسات وأدوات النقد والصرف والتنظيم والإشراف المتحوط على المؤسسات المالية، وبالرغم من أن تركيز أنشطة المساعدة الفنية ليس عريض القاعدة كما هو الحال في برامج تقييم النظام المالي، إلا أن هدفها النهائي يتكون أيضاً من تقديم التوجيهات بخصوص كيفية تدعيم نظام مالي سليم وفعال مما يسهل النمو الاقتصادي ويساعد على الحد من الفقر.³

ب- دور البنك الدولي

¹ بن شيخ عبد الرحمن، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009، ص: 108.

² FMA, FSAP 2019, The International Monetary Fund gives the Austria financial system a positive report, 2020 :

<https://www.fma.gv.at/en/fsap-2019-the-international-monetary-fund-gives-the-austrian-financial-system-a-positive-report/>. View Date :23 /05/2021.

³ Paul Holden, Vassili Prokopenko, Financial Development and Poverty Alleviation: Issues and Policy Implication for Developing and Transition Countries, IMF Working Paper, 2001, p : 30.

ركز البنك الدولي على أهمية القطاع المالي في التنمية والحد من الفقر، وقد ثبت أن النظام المالي الذي يعمل بشكل جيد مهم للنمو الاقتصادي وهو عنصر رئيسي للحد من الفقر، وفي هذا الصدد، دعم البنك تقليدياً تطوير وتقوية القطاعات المالية للبلدان،¹ وركز على الموضوعات المرتبطة بالتنمية وتخفيض من عدد الفقراء، وسعى لتطوير وتعزيز القطاع المالي في البلدان المعنية، ويوفر البنك الدولي الدعم للحكومات في وضع استراتيجياتها، ولكن دون التدخل في تحديد النتائج، وكانت له عدة تعاونيات ومبادرات بخصوص إتباع استراتيجيات تخفيض أعداد الفقراء، وتخفيض ديون البلدان المثقلة بالديون الفقيرة، وهناك تعاون وثيق بين البنك الدولي ومنظمة التجارة العالمية، ونظراً لاشتراك المنظمين في الأهداف، تم إعداد استراتيجية للتعاون المؤسسي ووثيقة عمل، ركزت على تقديم التدريب والمعارف والتعاون في تبادل البحوث الخاصة بالسياسات وبناء القدرات في مجال التجارة والتنمية.

يتعاون صندوق النقد الدولي تعاوناً نشطاً مع البنك الدولي وبنوك التنمية الإقليمية ومنظمة التجارة العالمية ووكالات الأمم المتحدة والهيئات الدولية الأخرى، وهي مؤسسات لكل منها مجال تخصص معين ومساهمة خاصة في الاقتصاد العالمي ويتسم تعاون الصندوق مع البنك الدولي في مجال الفقر بطابع وثيق خاص، لأن البنك هو صاحب الخبرة في مجال مساعدة البلدان على تحسين سياساتها الاجتماعية.

المطلب الثاني: دور المؤسسات المالية الدولية الأخرى في الحفاظ على الاستقرار المالي

تقوم المؤسسات المالية والمنظمات الدولية بمراجعة وتقييم المخاطر بغية وضع توصيات أكثر فعالية على مستوى السياسات لمنع تراكم المخاطر، وإجراء عملية إصلاح شاملة لبرامج تقييم القطاع المالي.

أولاً: بنك التسويات الدولية ولجنة بازل

في ظل التحولات الاقتصادية التي حصلت وازدياد المنافسة المحلية والعالمية، وتساعد حالة عدم الاستقرار المالي، سعت السلطات الرقابية والبنوك المركزية للدول للبحث عن فكر مشترك بغية التنسيق والتقليل من المخاطر التي تتعرض لها البنوك، وتحت إشراف بنك التسويات الدولية تم تشكيل لجنة بازل -1 للرقابة المصرفية من مجموعة من الدول الصناعية الكبرى.

1- بنك التسويات الدولية

هو مؤسسة مالية دولية تأسس سنة 1930 في بازل، سويسرا، وكثيراً ما يطلق عليه بالبنك المركزي للبنوك المركزية، الغرض من إنشائه تسريع ودفع التعويضات من جانب ألمانيا لمنتصري الحرب العالمية الثانية والإشراف عليها، وسرعان ما تطور ليصبح مؤسسة مصرفية لمختلف المصارف المركزية للتفاوض ووضع سياسات نقدية

¹ Paul Hilbers, **The IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program**, International Monetary Fund, 2001 : <https://www.globalpolicy.org/global-taxes/42666.html> .View Date:30 /05/2021.

وترتيبات مالية ذات فائدة متبادلة، ظل بنك التسويات الدولية مفتوحاً كبنك مركزي محايد للبنوك المركزية، ووفر اتصالات كبيرة عبر القنوات الخلفية بين دول الحلفاء والمحور لم يكن من الممكن أن تحدث بأي طريقة أخرى. وعلى سبيل المثال، كانت المناقشات جارية لإعادة اعمار ألمانيا بعد الحرب العالمية الثانية بين ممثلي ألمانيا والحلفاء في بنك التسويات الدولية قبل عامين على الأقل من استسلام ألمانيا في ماي 1945.¹

ويعتبر بنك التسويات الدولية مركز عالمي للمصالح المالية والاقتصادية، أما مهمته الرئيسية تتمثل في سعيه لتحقيق الاستقرار النقدي والمالي، وتعزيز التعاون الدولي، كما أنه يقدم خدمات بنكية لمؤسسات مثل البنك المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الفدرالي، وتشمل هذه الخدمات إجراءات معاملات الذهب والعمل، فضلاً عن تقديم قروض مضمونة قصيرة الأجل، يؤدي بنك التسويات الدولية المهام الأساسية التالية للمساعدة في تعزيز الاستقرار المالي العالمي²:

- تعزيز النقاش وتيسير التعاون بين البنوك المركزية؛
- دعم الحوار مع السلطات المسؤولة عن تعزيز الاستقرار المالي؛
- إجراء البحوث وتحليل السياسات المتعلقة بالاستقرار النقدي والمالي؛
- العمل كوكيل أو أمين فيما يتعلق بالعملية المالية الدولية.

كما يعمل بنك التسويات الدولية كمضيف لمختلف اللجان والمنظمات المستقلة التي تقدم توصيات إلى الحكومات بشأن التنظيم المالي الدولي. وفي معظم الحالات، يجب أن تُنقل هذه التوصيات إلى تشريعات وطنية قبل أن تدخل حيز التنفيذ في كل بلد، ومن هذه الهيئات لجنة بازل المعنية بالإشراف على المصارف التابعة لبنك التسويات الدولية، التي تصدر معايير دولية بشأن الحد الأدنى من متطلبات رأس المال (اتفاق بازل 1-بازل 2-بازل 3)، وهذه المعايير قابلة للتطبيق حالياً في أكثر من 100 بلد، وهناك لجتان هامتان أخريان هما اللجنة المعنية بالنظام المالي العالمي ولجنة نظم المدفوعات والتسويات.³

¹ Michael P. Hughes, Chris Palke, **The Bank for International Settlements: An Evolutionary Institution**, Journal of Business Case Studies, Volume 15, Number 1, 2019, p : 19.

² BIS overview. Retrieved from <https://www.bis.org/about/index.htm?m=1%7C1>. View Date:15/06/2021.

³ Kingdom of Belgium Foreign Affairs, Foreign Trade and Development Cooperation, The Bank for International Settlements (BIS), Retrieved from : https://diplomatie.belgium.be/en/policy/international_institutions/financial_and_economic_institutions/bank_international_settlements. View Date :15 /06/2021.

2- لجنة بازل

في ظل تصاعد المخاطر المصرفية، بدأ التفكير في البحث عن آليات لمواجهة تلك المخاطر التي تتعرض لها المصارف، وفي أول خطوة في هذا الاتجاه تشكلت وتأسست لجنة بازل للأنظمة المصرفية والممارسات الرقابية عام 1974 وقد ضمت اللجنة ممثلين عن مجموعة الدول الصناعية العشرة، وكانت اللجنة تعقد اجتماعاتها في مدينة بازل بسويسرا، ومقرها بنك التسويات الدولية،¹ وسلسلة مقررات لجنة بازل تعتبر مجموعة من الأدوات المعدة من قبل المنظمين والتي اعتمدت للسيطرة على مشكلة كفاية رأس المال التي تواجه البنك، وعليه فإن مقررات بازل ما هي إلا سلسلة من التوصيات حول القوانين واللوائح المصرفية، التي وضعتها هذه اللجنة والتي تحدد آليات عمل المصارف ومتطلباتها لمواجهة المخاطر واليوم تتألف هذه الاتفاقية من اتفاقات بازل الأولى، والثانية والثالثة، وكل هذه الأنواع الثلاثة تؤكد أو تتعلق بالحد الأدنى من متطلبات رأس المال الذي تحتاجه المصارف ضمن الاحتياطات²، وقد ابرمت الاتفاقية، وجاءت كالتالي:

أ- اتفاقية بازل الأولى

هي لجنة استشارية فنية أنشأت بمقتضى قرار من محافظي البنوك المركزية للدول الصناعية العشر (G10)*، تجتمع أربع مرات سنوياً لدراسة جوانب الرقابة على المصارف،³ أنجزت اللجنة تقريرها بعد دراسة ما وردها من آراء وتوصيات وقدمته في جويلية 1988، وهو خاص باقتراح معيار موحد لكفاية رأس المال، قامت لجنة بازل بوضع معدل موحد لكفاية رأس المال، يمثل الحد الأدنى الواجب على البنوك الالتزام به، والذي تحددت نسبته بـ 8%، وترتبط متطلبات تحديد الحد الأدنى لكفاية رأس المال بحجم المخاطرة الائتمانية التي تتعرض لها المصارف على وفق تركيبة الموجودات الخطرة بعد اعتماد طريقة الترجيح بالأوزان. فكلما ازداد إجمالي الموجودات المرجحة بالمخاطرة ازداد معها الاحتياج إلى المزيد من رأس المال الرقابي.⁴

¹ خولة جاسم محمد، موفق عبد الحسين محمد، أثر تطبيق الركيزة الثالثة لمقررات بازل 11 (انضباط السوق) في كفاءة المكونات المعنوية لعوامل مخاطر رأس المال المصرفي، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 8، العدد 24، 2013، ص: 35.

² علي حميد هندي العلي، عواطف جلوب محسن، مقررات لجنة بازل الثالثة وآثارها على النظام المصرفي العراقي: دراسة تحليلية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 28، 2018، ص: 4.

³ *الدول الصناعية العشرة (G10): هي كل من الولايات المتحدة، كندا، المملكة المتحدة، فرنسا، إيطاليا، هولندا، السويد، سويسرا، لوكسمبورغ، اليابان. احمد محمد فهمي البرزنجي، نجاة شاكر محمود، العوامل المؤثرة في تطبيق نظام التصنيف الائتماني وفق اتفاقية بازل 2 - بحث استطلاعي في عينة من المصارف العراقية-، مجلة الادارة والاقتصاد، العدد 114، ص: 125.

⁴ حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 41.

ب- اتفاقية بازل الثانية

في عام 2001، وضعت لجنة بازل المعنية بالإشراف على المصارف اتفاق بازل الثاني (اتفاق بازل الجديد لرأس المال) لتوسيع اتفاق بازل الأول (اتفاق رأس المال لعام 1988 يركز فقط على مخاطر الائتمان والذي تم تعديله في عام 1996 يتضمن مخاطر السوق)، أما الاتفاق الثاني لبازل يهتم بالحد الأدنى من متطلبات رأس المال، والمراجعة الإشرافية، وانضباط السوق، وهو يتضمن المخاطر التشغيلية لمخاطر الائتمان ومخاطر السوق، من أجل حساب وتقييم الحد الأدنى من متطلبات رأس المال، أي أن حساب الحد الأدنى لنسبة رأس المال في البنك على أساس مجموع المخاطر الائتمانية، السوقية، والتشغيلية،¹ وعليه اتفاقية بازل 2 تقوم على ثلاثة أسس هي:²

- طريقة مستحدثة لحساب كفاية رأس المال المرجح بالمخاطر واللازمة لمواجهة مخاطر السوق ومخاطر التشغيل ومخاطر الائتمان.
- ضمان وجود طريقة فعالة للمراجعة والمراقبة، أي أن يكون البنك من المؤسسات المالية الخاضعة لإشراف الجهات الرقابية الآلية للتقييم الداخلي لتحديد رأس المال الاقتصادي من خلال تقييم المخاطر المرتبطة بذلك.
- نظام فاعل لانضباط السوق والسعي إلى الاستقرار.

قرارات اتفاقية بازل الثانية صممت لدعم الأهداف التشغيلية في سبيل تحقيق الاستقرار المالي وتحسين ممارسات إدارة المخاطر، لكن بعد الأزمة المالية سنة 2008 وفشلها في حماية المصارف كان لابد من تعديل وتطوير الاتفاق.

ت- اتفاقية بازل الثالثة

بعد حدوث الأزمة المالية عام 2008، اجتمع القائمين على لجنة بازل للإشراف المصرفي من أجل وضع قواعد جديدة لإنقاذ النظام المصرفي من هذه الأزمة، كما أن حدوث الأزمة المالية بعد مدة قصيرة من إقرار متطلبات لجنة بازل 2، جعل هذه الاتفاقية موضع شك وخصوصاً، لأنها جاءت لتعزيز صلابة الأداء المالي، وحماية المصارف من الأزمات المالية،³ وعام 2009 أصدرت لجنة بازل سلسلة من الوثائق الاستشارية في سبيل مراجعة المبادئ التوجيهية الخاصة بالقطاع المصرفي وقد كانت هذه النظم المقترحة موضع نقاش بين محافظي البنوك المركزية ومختلف الخبراء، مما ساعد على خلق مجموعة جديدة من القواعد التي جاءت لتعالج أوجه القصور في بازل

¹ Elbannan A. Mona, *The Financial Crisis, Basel Accords and Bank Regulations: An Overview*, International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 7, No.2, 2017, p 229.

² هيثم عبد القادر الجنابي، قياس مدى تطبيق المصارف العراقية الحكومية لمقررات لجنة بازل 2 دراسة تطبيقية، مجلة كلية المأمون الجامعة، العدد 18، 2011، ص: 86.

³ محمد حسن رشم، علاء داشي دغيم، تأثير كفاية رأس المال وفق متطلبات لجنة بازل 3 على ربحية المصارف التجارية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية الخاصة، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2018، ص: 140.

2، وفي نوفمبر 2010، وخلال قمة G-20 في Seoul تمت الموافقة على النص النهائي من بازل 3، وجاءت لهدفين رئيسيين، الهدف الأول هو تعزيز تنظيم السيولة العالمية، والهدف الثاني هو تحسين قدرة القطاع المصرفي على استيعاب الصدمات الناجمة عن الإجهاد المالي والاقتصادي، الأمر الذي من شأنه أن يقلل بدوره من خطر امتداد القطاع المالي إلى الاقتصاد الحقيقي¹، وتتضمن القواعد الجديدة المقترحة ما يلي:²

- زيادة نسبة رأس المال ضمن الفئة الأولى من 4 إلى 6%؛
 - المطلوب قياس حق الملكية بالنسبة للموجودات المرجحة بالمخاطر بنسبة زيادة من 2 إلى 4.5%؛
 - اعتبار الزيادة بحق الملكية عبر الموجودات المرجحة بالمخاطر بمثابة نقطة مرجعية للبنك مع استبدال نسبة رأس المال ضمن الفئة الأولى؛
 - القواعد الجديدة تستحدث عتبة جديدة لاحتياطي رأس المال (وهو ما يسمى بالمصد buffer أو مخفف الصدمات) والذي يجب أن يكون أكثر من 2.5% على أن يتكون من الأسهم العادية.
- تضمنت إصلاحات بازل 3 عدداً من المتطلبات الرقابية لضمان زيادة مستويات جودة واتساق والشفافية من خلال زيادة رؤوس أموال المصارف، ورفع مستوى جودتها، وتحسين مستويات تغطية رأس المال للمخاطر.

ثانياً: منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية "OECD"

تكثف عمل منظمة التعاون والتنمية "The Organization for Economic Cooperation and Development" في الميدان الاقتصادي بشأن ضمانات القطاع المالي منذ الأزمة المالية العالمية سنة 2008، حيث أن معظم استجابات السياسات لتحقيق الاستقرار المالي والحفاظ عليه كانت تتمثل في توفير ضمانات جديدة أو موسعة لالتزامات المؤسسات المالية، وحتى قبل ذلك، كانت الضمانات تتحول إلى أداة للاختيار الأول لمعالجة عدد من أهداف السياسة المالية مثل حماية المستهلكين والمستثمرين وتحقيق مخصصات ائتمانية أفضل، وقد تم إعداد عدد من التقارير التي تحلل ضمانات القطاع المالي في ضوء التطورات الجارية في السوق، والبيانات الواردة، والمناقشات التي دارت داخل لجنة الأسواق المالية التابعة لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، وبينت التقارير كيف أن تصور تكاليف وفوائد ضمانات القطاع المالي قد تطور كرد فعل لتطورات الأسواق المالية، بما في ذلك توقعات الاستقرار المالي.³

¹ Chatzigakis N., **How the Replacement of Basel 2 by Basel 3 has an Effect on Economic Growth**, Regional Science Inquiry, Vol VIII (3), 2016, p: 148.

² Georgios L. Vousinas, **Supervision of Financial Institutions**, Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol 23, Iss 4, p: 393.

³ Dalvinder Singh, John Raymond Labrosse, **Developing a Framework for Effective Financial Crisis Management**, OECD Journal : Financial Market Trends, volume 2011, Issue 2, 2012, p : 2.

كما شهدت النظم المالية في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي تغييرات هيكلية واسعة النطاق نتيجة للإصلاح التنظيمي والابتكار التكنولوجي، واتسمت النظم السائدة في معظم البلدان في أوائل السبعينات بقيود هامة على قوى السوق شملت فرض ضوابط على أسعار أو كميات الأعمال التي تقوم بها المؤسسات المالية، والقيود المفروضة على الوصول إلى الأسواق، وضوابط على توزيع التمويل بين المقترضين المتنافسين. وقد تطورت هذه النظم التنظيمية لخدمة عدد من أهداف السياسات الاجتماعية والاقتصادية للحكومات، وكان الدافع وراء القيود المفروضة على الوصول إلى الأسواق والمنافسة جزئياً هو الاهتمام بالاستقرار المالي، وكثيراً ما استخدمت الضوابط المفروضة على المصارف والمؤسسات المالية كأدوات لإدارة الاقتصاد الكلي.¹

ثالثاً: محفل الاستقرار المالي FSF

في 20 فيفري 1999، تم الإقرار بإنشاء محفل الاستقرار المالي "Financial Stability Forum" من طرف وزراء المالية ومحافظو البنوك المركزية لمجموعة الدول السبع (G7)، بالاجتماع مع كل من رئيس البنك المركزي الأوروبي والمدير الإداري لصندوق النقد الدولي، لاستعراض التطورات الأخيرة في الاقتصاد العالمي، وناقش الوزراء والمحافظون أيضاً مسائل البنية المالية الدولية، وأسفر هذا الاجتماع على التعاون والتنسيق الدوليين في مجال الإشراف والرقابة على الأسواق المالية لتعزيز الاستقرار المالي الدولي من خلال تعزيز تبادل المعلومات والتعاون الدولي في الرقابة، واتخذت مجموعة السبعة المبادرة بعقد منتدى للاستقرار المالي لضمان أن تتمكن السلطات الوطنية والدولية وهيئات الإشراف الدولية ذات الصلة ومجموعة الخبراء من تعزيز وتنسيق مسؤوليات كل منها على نحو أكثر فعالية لتعزيز الاستقرار المالي الدولي، وتحسين أداء الأسواق، والحد من المخاطر النظامية، مقرر أمانة الـ FSF في بنك التسويات الدولية في بازل بسويسرا.²

ويضم المنتدى معظم الهيئات العليا المعنية بالشؤون الاجتماعية، والمجلس الدولي لمعايير المحاسبة، ودائرة السلامة والأمن الدوليين، والمؤسسات وهيئات الدولية ذات الصلة (صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي، ومصرف التسويات الدولية، ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، ولجنة النظام المالي العالمي)، البنك المركزي، وزارة المالية والسلطة التنظيمية والإشرافية من كل دولة من بلدان مجموعة السبع (إلى جانب البنك المركزي الأوروبي)،³ ويقوم المحفل بدور الهيئة الاستشارية في المساعدة على البناء السليم لتكامل نمو أسواق رأس المال والحد من عدم التوافق الحاصلة حول قواعد العمل على المستوى الدولي بين مختلف الهيئات الفاعلة، وضع الأسس التي

¹ Malcolm Edey, Ketil Hviding, **an Assessment of Financial Reform in OECD Countries**, OECD Economic Studies, No. 25, 1995, p : 8.

² Petersberg, Bonn, **Communiqué of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors**, Financial Stability Board , 1999, p : 6. https://www.fsb.org/1999/02/?content_type=press. View Date : 23/06/2021.

³ Eric Helleiner, **the Financial Stability Board and International Standards**, the Centre for International Governance Innovation, No. 1, June 2010, p 4.

تسمح بمركزية المعلومات، ولا يعمل على التوصية بمعايير جديدة فهذه تبقى مهمة الهيئات الدولية التي تمثل السلطات التنظيمية في كل قطاع.¹

وفي أبريل 2009 تأسس مجلس الاستقرار المالي، امتداداً لمنتدى الاستقرار المالي الذي تم إنشاؤه في عام 1999، وهو جهة دولية تراقب وتقدم التوصيات بشأن النظام المالي العالمي، ويقوم المجلس بهذا الدور من خلال التنسيق بين عمل الهيئات المالية المحلية وهيئات وضع المعايير الدولية، في جهودها الرامية إلى وضع سياسات تنظيمية وإشرافية قوية وغيرها من السياسات المتعلقة بالقطاع المالي، ويتبنى مجلس الاستقرار المالي توفير الفرص المتكافئة من خلال تشجيع التنفيذ المترابط لهذه السياسات عبر مختلف القطاعات، ويسعى من خلال عمل أعضائه إلى تقوية الأنظمة المالية وزيادة استقرار الأسواق المالية الدولية، من خلال توسيع العضوية لتشمل مجموعة العشرين (G20)، من البلدان قدرة مؤسسة التمويل المالية على الإسهام في الإصلاحات الجارية للنظام المالي الدولي، وإلى جانب هذا التوسع، العمل على تعزيز الأسس لمؤسسة الأمن والتعاون، فضلاً عن إجراءاته وأساليب عمله لضمان استمرار الأداء الفعال مع وجود عضوية أكبر، وبشكل أكثر تحديداً تم تأسيس مجلس ال FSB من أجل:²

- تعزيز التنسيق وتبادل المعلومات بين السلطات المسؤولة عن الاستقرار المالي؛
- مراقبة وتقديم المشورة بشأن تطورات السوق، وآثارها على السياسة التنظيمية؛
- مراقبة الممارسات بخصوص المعايير التنظيمية وتقديم المشورة بشأنها؛
- إجراء استعراضات استراتيجية مشتركة للهيئات الدولية لوضع المعايير وتنسيق عمل كل منها في مجال وضع السياسات؛
- ضمان أن يكون هذا العمل في الوقت المناسب ومنسقاً ومركزاً على الأولويات وسد الثغرات؛
- وضع مبادئ توجيهية لإنشاء ودعم الجهات الإشرافية؛
- دعم التخطيط لإدارة الأزمات، لا سيما فيما يتعلق بالشركات ذات الأهمية النظامية؛
- التعاون مع صندوق النقد الدولي لإجراء عمليات الإنذار المبكر؛

¹ Michel Drouin, **le système financier international**, collection cursus/économie, Armond colin/HER, Paris, 2001, p : 175.

² Financial Stability Board, About the FSB : <https://www.fsb.org/about/>. View Date :11 /07/2021.

- تعزيز تنفيذ الدول الأعضاء للالتزامات والمعايير والتوصيات السياسية المتفق عليها، من خلال رصد التنفيذ، والإفصاح.

وكالتزامات بالعضوية، يلتزم أعضاء مجلس الاستقرار المالي بالسعي إلى الحفاظ على الاستقرار المالي، والحفاظ على انفتاح وشفافية القطاع المالي، وتنفيذ المعايير المالية الدولية، باستخدام تقارير برنامج تقييم القطاع المالي العام المشترك بين صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

المطلب الثالث: دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي

في ظل الاتجاه المتزايد نحو العولمة والتحرير المالي وما يرتبط بهما من حرية حركة رؤوس الأموال وتكامل الأسواق أصبح الحفاظ على الاستقرار المالي يمثل تحدياً بالنسبة للبنوك المركزية لكل من الدول المتقدمة والنامية الأمر الذي جعل الاستقرار المالي قضية تقف على رأس قائمة اهتمامات الدول، وباعتبار البنك المركزي يلعب دوراً مهماً في تمثيل الدولة وبسط سيادتها على الأنشطة اليومية (المالية-الاقتصادية-الاستثمارية-التجارية-الاجتماعية) سواء للفرد أو المجتمع، كما أنه يعكس دور الحكومة في النشاط المالي والاقتصادي وذلك من خلال التحكم باتجاهات التعامل النقدي في السوق، وضبط السياسة النقدية، وتوجيه الموارد ومجالات الإنتاج نحو الاستخدام الأمثل والفعال وفق الإمكانيات المتاحة للدول، وإصدار الأوراق النقدية، والحفاظ على مستويات الدخل والأسعار، مراقبة أسعار الصرف واتخاذ التدابير اللازمة لاستقرار الحياة الاقتصادية والمالية عموماً مستعيناً بالأساليب والوسائل التي تمكنه من الأداء الكفء لهذه المهام،¹ وتقوم البنوك المركزية بتحقيق الأهداف من خلال إدارتها للسياسة النقدية أو الرقابة والإشراف على الجهاز المالي والمصرفي بهدف السيطرة على عرض النقود تمهيداً للسيطرة على التضخم ووصولاً إلى توازن ميزان المدفوعات بما يؤدي لتحقيق نمو الاقتصاد.

أولاً: الآليات المتعلقة بالسياسة النقدية لدعم الاستقرار المالي

أشارت بعض الدراسات إلى أن عدم وجود استقرار مالي أو حدوث أزمات مالية ينشأ نتيجة وجود خلل في السياسة النقدية المطبقة من قبل البنوك المركزية، أو لدى حدوث صدمات للنظام المالي والتي قد تتفاقم بشكل كبير بسبب عدم توافر المعلومات الكافية واللازمة مما يؤدي إلى انهيار عملية الوساطة المالية بين المدخرات وفرص الاستثمار. كما قد تؤثر تلك الصدمات بشكل مباشر على الموازنة العامة للدولة واستقرار سعر الصرف والذي بدوره يؤدي إلى المزيد من عدم وجود استقرار مالي، ومن جهة أخرى فإن وجود سياسات للاقتصاد الكلي غير

¹ محمد فوزي، دور المصرف المركزي في تحقيق الاستقرار المالي:

تاريخ الاطلاع: 2021/08/11.

<https://al-sharq.com/opinion/25/05/2014/>

مستقرة وغير متناسقة يؤدي إلى حدوث أزمات في أسعار الصرف لأي دولة، والذي بدوره يؤدي إلى المزيد من عدم وجود استقرار مالي.¹

1- قناة سعر الفائدة

من رأي الاقتصاديين (Isabel Marques Gameiro, Carla Soares, João Sousa)، تعمل قناة سعر الفائدة من خلال انخفاض سعر الفائدة الحقيقي لأن هذا يقلل من الحوافز التي تدفع الأسر إلى الادخار، وبالتالي فإن الاستهلاك سوف يميل إلى الزيادة، وفي الوقت نفسه، فإن التكلفة الحقيقية لرأس المال تنخفض مما يحفز الإنفاق الاستثماري من جانب الشركات، وتركز هذه القناة على وجه الخصوص، على أسعار الفائدة الحقيقية المتوسطة والطويلة الأجل، التي يُنظر إليها على أنها تؤثر بشكل رئيسي على الإنفاق، وقد يكون لعدم الاستقرار المالي عدة عواقب على أداء هذه القناة. في البداية، قد يزيد عدم الاستقرار المالي من صعوبة تأثير السلطة النقدية على أسعار الفائدة في السوق، فإن البنك المركزي سوف يجد صعوبة أكبر في إصلاح أسعار سوق المال عند المستوى الذي يجده مناسباً، ولكي تكون هذه القناة فعالة، من الضروري أيضاً أن يعكس تشديد أو تخفيف السياسة النقدية في أسعار الأصول المالية (السندات والأسهم والصرف الأجنبي)، أي ينبغي أن يؤدي خفض أسعار الفائدة إلى تغييرات في أسعار الفائدة الحقيقية، وإلى تخفيض الحوافز التي تدفع الأسر المعيشية إلى الادخار وإلى خفض تكاليف الاقتراض، وينبغي أن تحفز الاستهلاك أو الاستثمار أو شراء السلع المعمرة والمساكن، غير أن عدم الاستقرار المالي يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع مستوى المدخرات التحوطية مما يقلل من فعالية السياسة النقدية، وعلى نحو مماثل، إذا كانت أسعار الأصول متقلبة، فإن رد فعلها على التغييرات في أسعار الفائدة في البنك المركزي سوف يكون أكثر صعوبة في التنبؤ بذلك مما يزعزع آثار الثروة المترتبة على السياسة النقدية.²

ومن وجهة نظر (Randal K Quarles) يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر على الاستقرار المالي كونها تعمل أساساً من خلال إجراءات تعديلات على مستوى أسعار الفائدة القصيرة الأجل، وهذا الأخير له آثار قوية على النظام المالي برمته، كما أن السياسة النقدية الأكثر تيسيراً تؤدي إلى خفض أسعار الفائدة، والنتيجة هي أن معدلات الرهن العقاري ومعدلات اقتراض الشركات تنخفض، ترتفع أسعار الأسهم، وينخفض سعر صرف الدولار. وبعبارة أخرى، فإن الظروف المالية تحف على نطاق واسع، مما يحفز الأسر والشركات للاستثمار والتوظيف، مما يدعم النمو الاقتصادي واستقرار الأسعار،³ في حين يرى كل من (Hyun Song و Adrian)

¹ أحمد حسين بتال، عثمان فلاح مهدي، العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية المثلى ومؤشرات الاستقرار المالي في الاقتصاد العراقي للمدة 2005-2015، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 10، العدد 21، 2018، ص: 110.

² Isabel Marques Gameiro, Carla Soares, João Sousa, **Monetary Policy and Financial Stability an Open Debate**, Banco de Portugal, Economic Bulletin, Spring, 2011, p : 15.

³ Randal K.Quarles, **Monetary Policy and Financial Stability**, a research conference sponsored by the Federal Reserve Board and the Federal Reserve Bank of New York Washington, D.C, 2019, p : 2.

أن السياسة النقدية تعمل بشكل رئيسي من خلال قدرتها على التأثير على أسعار الفائدة الحالية والمتوقعة في المستقبل، وفي ظروف معينة يمكن أن تؤثر أيضا على المخاطرة من قبل المستثمرين والمؤسسات المالية، وبالتالي ترتبط بالاستقرار المالي،¹ أما (Loretta J. Mester) ترى أن أهداف السياسة النقدية والاستقرار المالي هي متكاملة، على سبيل المثال، استقرار الأسعار يساعد الشركات، الأسر والمؤسسات المالية على اتخاذ قرارات أفضل، وبالتالي تعزيز استقرار النظام المالي، كما أن النظام المالي المستقر يسمح بنقل السياسة النقدية بشكل أكثر فعالية في جميع أنحاء الاقتصاد، وهو مماثل للتكامل بين هديتي السياسة النقدية، وهما استقرار الأسعار والحد الأقصى من العمالة.²

2- استهداف التضخم

قام الاقتصادي (Isarescu)، بدراسة طبيعة العلاقة بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي، وخلصت النتيجة إلى وجود مقاربتين أساسيتين: مقارنة تقليدية يرى بأن كلا الاستقرار ين يتعاونان ويتغذى كل منهما على الآخر بطريقة متبادلة على المدى الطويل، في المقابل مقارنة حديثة ترى بأن تثبيت الأسعار عند مستويات منخفضة يؤدي إلى خلق وضع اقتصادي جديد يتميز بعدم ضمان الاستقرار المالي،³ أما (Bieri) وآخرون، وصفوا المقاربة الحديثة على أنها مدرسة فكرية جديدة تشير إلى أن وجود نسبة تضخم منخفضة أو ثابتة قد تجعل النظام المالي أكثر عرضة للهشاشة أمام خطر ارتفاع أسعار الأصول.⁴

في حين أن الاقتصادي (Jacobson)، يرى بأن أهداف كل من استقرار الأسعار والاستقرار المالي قد لا تتوافق في كافة الحالات، إلا هناك بعض العوامل التي تجعل وقوع التوافق من دون مشاكل، فالحجة الأولى التي يشير إليها في هذه الحالة هي كون الأزمات البنكية تنتج في الغالب عن الوضع الاقتصادي الكلي السائد وعن إتباع سياسة اقتصادية كلية غير مناسبة، ضف إلى ذلك يؤدي إتباع سياسة نقدية هادفة لتحقيق استقرار الأسعار إلى تقليص المخاطر، أما الحجة الثانية التي يشير إليها هي كون البنوك المركزية تحوز في الواقع على أدوات قد تسمح لها بتحقيق هدف استقرار الأسعار وكذلك هدف استقرار القطاع البنكي، وقد توصل الاقتصادي (Albulescu) إلى نتيجة مفادها أن الصراع بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي لا يمكن أن يكون على المدى القصير أي في حالة التضحية بهدف التضخم مقابل الحفاظ على الاستقرار المالي، وإلى أن هذين الهدفين يلتقيان على المدى المتوسط والطويل، وهذا ما تمت ملاحظته خلال الأزمة المالية العالمية 2008 حيث قام عدد كبير من

¹ Tobias Adrian, Hyun Song Shin, **Financial Intermediaries and Monetary Economics**, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 398, October, 2010, p : 55.

² Loretta J. Mester, **Five Points About Monetary Policy and Financial Stability**, Sveriges Riksbank Conference on Rethinking the Central Bank's Mandate Stockholm, Sweden, 2016, p : 2.

³ Claudiu Tiberiu Albulescu, **La stabilité du secteur financier en roumanie dans la perspective de son adhésion à l'UEM**, thèse de doctorat en Sciences Economique, Université de POITIERS, 2009, p : 159.

⁴ Ibid, p : 159.

البنوك المركزية بضخ السيولة في السوق أي أنها قامت في المدى القصير بتضخية هدف التضخم لصالح هدف الاستقرار المالي.¹

وتتضح كذلك العلاقة بين السياسة النقدية والاستقرار المالي من خلال تأثير الأدوات المستخدمة في السياسة النقدية كسعر الفائدة، على قدرة الشركات العاملة بالاقتصاد على خدمة مديونيتها للبنوك، وكذلك تأثير التطورات في أسعار الفائدة على أسعار الأصول المالية والسلع. هذا بالإضافة إلى أن تفعيل دور أدوات السياسة النقدية لتعزيز النمو الاقتصادي، كاستخدام سعر الفائدة لتحفيز النمو، ووجود سياسة لسعر الصرف تحد من تقلبات غير المبررة وتمنع عمليات المضاربة على العملة، كل هذا يدعم جهود تحقيق الاستقرار الاقتصادي، ويعزز التنافسية الدولية، كما أن حالة التكامل بين الدور الذي يقوم به القطاع المالي ودور السياسة النقدية تؤكد على عدم إمكانية تحقيق الاستقرار المالي بمعزل عن الاستقرار الاقتصادي.

3- قناة المخاطرة

يقصد كل من الاقتصاديين (Foglia , Hancock) بـ"قناة المخاطرة" أن السياسة النقدية التوسعية تؤثر على تحمل البنوك للمخاطر مما يؤثر على سلوك الوسطاء الماليين، وأن مجازفة الوسطاء الماليين (تشغيل قناة مختلفة لآلية النقل النقدي) تتأثر بأسعار الفائدة المنخفضة،² وهناك على الأقل طريقتين تسمحان بتشغيل القناة. أولاً، إن انخفاض العائدات على الاستثمارات في الأصول قد يزيد من الحوافز التي تدفع المصارف والمؤسسات المستثمرة إلى تحمل المزيد من المخاطرة بسبب الالتزامات التعاقدية أو المؤسسية، ثانياً، تؤثر أسعار الفائدة المنخفضة على تقييمات أسعار الأصول وتقلبها، الأمر الذي قد يحدد بدوره التعديلات في الميزانيات العمومية للبنوك، وهنا البنوك ستميل إلى استهداف نسب الروافع المالية، فإن الزيادة في أسعار الأسهم وفي قيمة أسهم البنوك تشجع على توسيع ميزانيتها العمومية. وفي هذا السياق، ينبغي لآلية نقل السياسة النقدية أن تأخذ في الاعتبار سيولة الوسطاء الماليين القائمين على السوق وروافعهم المالية، للوسطاء الماليين تأثير على الظروف المالية، مما يؤثر على النتائج الاقتصادية الحقيقية، ولاسيما مكونات الناتج المحلي الإجمالي الأكثر حساسية إزاء العرض الائتماني (الاستثمار في المساكن واستهلاك السلع المعمرة).

وأظهرت الدراسة التجريبية لكل من (Borio and Zhu) أن متغيرات الميزانية العمومية للمؤسسات المالية لها آثار هامة على ديناميكية الاقتصاد الكلي، وأن التوقعات بالزيادة في سعر الفائدة ترتبط بانخفاض أصول البنوك

¹ محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص: 151.

² Antonella Foglia, Diana Hancock, **Transmission Channels between the Financial and Real Sectors of the Basel Committee on Banking Supervision**, Basel Committee on Banking Supervision, 2011, p :3.

الاستثمارية.¹ في حين (Gambacorta) اعتمد في دراسته على قاعدة بيانات شاملة للمصارف المدرجة في قائمة الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة، وخلصت نتائج دراسته إلى أن أسعار الفائدة تكون منخفضة لفترة طويلة من الزمن وعليه تتحمل المصارف المخاطرة بنسبة عالية،² لكن في نظر بعض الاقتصاديين وبعد الدراسة التحريية لـ (Jiménez et al) اكتشفوا أن السياسة النقدية تؤثر على مستوى المخاطر التي تتعرض لها المصارف الإسبانية كل على حده بطريقتين متعارضتين، وأنه في الأجل القصير، تقلل أسعار الفائدة المنخفضة من احتمال التخلف عن سداد القروض ذات الأسعار المتغيرة غير المسددة، عن طريق تخفيض عبء الفائدة على المقترضين الحاليين ولكن في الأجل المتوسط، وبسبب ارتفاع قيمة الضمانات والبحث عن العائد، تميل المصارف إلى منح القروض للمقترضين الأكثر خطورة، تشير هذه النتائج إلى أن أسعار الفائدة المنخفضة تقلل من مخاطر الائتمان في محافظ البنوك على المدى القصير، حيث أن حجم القروض غير المسددة أكبر من حجم القروض الجديدة.³

4- قناة الائتمان

قناة الائتمان هي واحدة من قنوات التحويل النقدي التي تعتمد على نظام مالي يعمل بشكل جيد لنشر سياسة أسعار الفائدة للبنك المركزي، من خلال تحديد عنصرين رئيسيين في قناة الائتمان بشأن نقل السياسة النقدية إلى بقية الاقتصاد: قناة الإقراض المصرفي وقناة الميزانية العمومية. ويركز النهج الأول على أثر السياسة النقدية على كمية الائتمانات التي يمكن للمصارف أن تقدمها للمقترضين، بينما يركز الثاني على أثر السياسة النقدية على قدرة المقترضين على التمويل.

وتعتمد قناة الإقراض المصرفي على تأثير قرارات السياسة النقدية على الميزانية العمومية للمصارف وعلى عرضها الائتماني، ومن شأن تخفيف السياسة النقدية عن طريق التوسع في الاحتياطيات المصرفية أن يؤدي إلى زيادة الودائع وبالتالي عدد القروض المصرفية كما أن انخفاض العرض النقدي يؤدي إلى انخفاض حجم الودائع في المصارف، ما يخفض حجم الائتمان المصرفي الممكن تقديمه وهذا ما يقلل من الاستثمار ويحد من النمو، على غرار قناة الميزانية العمومية التي تركز على القيود الائتمانية للشركات غير المالية وفي الآونة الأخيرة، ركزت الأدبيات على الآثار المماثلة التي تحدث على الميزانية العمومية للوسطاء الماليين، فالبنوك مقيدة في الائتمان لأنها لا تستطيع توسيع ميزانيتها العمومية إلى ما لا نهاية دون زيادة التكاليف. أولاً، لأن هناك قيوداً ناجمة عن الحاجة إلى الامتثال

¹ Claudio Borio and Habin Zhu, **Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism?**, BANK for International Settlements, BIS Working Papers, No 268, 2008, p : 8.

² Leonardo Gambacorta, **Monetary policy and the risk-taking channel**, BIS Quarterly Review, December 2009, p: 49.

³ Jiménez, G., S.O España Dongena, J.LPeydró and J. Saurina, **Credit Supply Identifying Balance-Sheet Channels with Loan Application and Granted Loans**, Banco de España Documentos de Trabajo N.º 1030. P:26.

للمتطلبات التنظيمية المتعلقة برأس المال. ثانياً، لأن البنوك (والمؤسسات الأخرى التي تقدم القروض) المقرضين يطالبون بعلاوة تمويل خارجية، وهو أمر يرتبط بشكل سلبى بقسط رأس المال للمصارف.¹

خلال الأزمة تصبح أهداف الاستقرار المالي والسياسة النقدية متشابكة إلى حد كبير، لأن انهيار النظام المصرفي سيحمل حتما مخاطر سلبية خطيرة، وعليه تسهم إجراءات السياسة النقدية في تحقيق استقرار الأسعار وأهداف الاستقرار المالي، وبالتالي يصبح التمييز بينها أكثر صعوبة.

ثانياً: الاعتماد على آليات الرقابة المصرفية

تعد النظم الرقابة المصرفية أداة جوهرية لتحقيق الاستقرار المالي وبناء قطاع مالي ومصرفي كفء وفاعل من خلال دور الوساطة المالية لتحقيق تنمية مستدامة ونمو اقتصادي قابل للاستمرار وكذلك الحد من المخاطر المصرفية والمساهمة في بناء القدرة التنافسية للمصارف في المجالات المحلية والدولية، لما يمثلها الجهاز المصرفي من أهمية في الحياة الاقتصادية والاجتماعية على اعتبار أن وجود نظام مصرفي سليم ومعافى أصبح من الضروريات الملحة، كما أن نظم الرقابة المصرفية تسعى إلى إيجاد نظام مالي ومصرفي قوي وكفء يحقق أهداف السلطة النقدية من خلال تحديد نقاط الضعف في أداء المؤسسات المصرفية.²

وفي حالة حدوث اختلالات في القطاع المصرفي تشكك في قدرته على مواجهة الصدمات فإن حالة من عدم الثقة، يصعب التكهن بآثارها، قد تسود ليس فقط لدى المتعاملين مع البنوك، بل قد تمتد للمتعاملين بالقطاع المالي بأكمله. ومن الأخطاء الجسيمة الشائعة عند حدوث الأزمات المالية، لجوء أصحاب رؤوس أموال البنوك، ومديريها، والسلطات العامة لعدم الإفصاح عن الخسائر.³

والهدف من الرقابة المصرفية هو التأكد من أن وحدات القطاع المصرفي تعمل في ظل الالتزام بمقررات السياسة النقدية والائتمانية، وعموماً يمكن حصر الأهداف الرئيسية للرقابة المصرفية فيما يلي:⁴

- 1- **الحفاظ على استقرار النظام المالي والمصرفي:** حيث أصبح صناع القرار في مختلف الدول يولون له أهمية بالغة في سياق صنع السياسات الاقتصادية.

¹ Disyatat, Piti, **The bank-lending channel revisited**, BIS Working Paper, no 297, p: 23.

² صلاح الدين محمد أمين الإمام، صادق راشد ألشمري، تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية وتطويرها وفق المعايير الدولية نظام CRAFT نموذجاً، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 90، 2011، ص: 355.

³ أحمد شفيق الشاذلي، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

⁴ محمد طرشي، نبيل بوفليح، مرجع سبق ذكره، ص: 330.

2- **حماية المودعين:** هناك عدد من الأسباب التي تدفع السلطات الرقابية لحماية المودعين بشكل خاص وهي:

- إن المودعين لديهم علاقات قصيرة الأجل مع البنوك، وإن كانوا فرادى أو مجموعات، فليس بمقدورهم التحكم في أنشطة المؤسسات المالية،
- المودعون لا يستطيعون في كل الأوقات التحكم الجيد في تنفيذ العقود لمصلحتهم.

3- **ضمان كفاءة الجهاز المصرفي:** تهتم الرقابة المصرفية بفحص الحسابات والمستندات الخاصة بالبنوك للتأكد من جودة الأصول وتجنب تعرضها للمخاطر.

وفي هذا الإطار، تقوم البنوك المركزية بدور أساسي في تعزيز الاستقرار المالي، وذلك من خلال مسؤولياتها في تحديد السياسات المصرفية والائتمانية، وأهميتها من خلال الرقابة على القطاع المصرفي، ويتسع نطاق مهام للبنوك المركزية ليشمل العمل على تخفيف الاقتصاد للتأثيرات الكارثية، ليس فقط بالقطاع المصرفي بل بالقطاع المالي ككل والاقتصاد الحقيقي أيضاً.

خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل عدة نقاط متعلقة بالاستقرار المالي، انطلاقاً من ماهية الاستقرار المالي وشروطه وعناصره، ومن ثم تم استعراض مفهوم عدم الاستقرار المالي ومظاهره، بالإضافة إلى التحديات التي تواجه تحقيق الاستقرار المالي والإجراءات التي تساهم في المحافظة عليه، كما سلطنا الضوء على مؤشرات قياس الاستقرار المالي والتنبؤ بالأزمات، حيث ركز صانعو السياسات والباحثون الأكاديميون على عدد من التدابير الكمية من أجل تقييم وتحليل صحة واستقرار النظام المالي، وفي الأخير، تطرقنا إلى دور البنوك المركزية للدول والمؤسسات المالية والاقتصادية الدولية مثل البنك الدولي (WB) وصندوق النقد الدولي (IMF) وبنك التسويات الدولي (BIS) والتي اعتادت جميعها على إصدار تقارير دورية عن الاستقرار المالي وخصصت جوانب من نشاطها لبحث دراساته والسعي لتحقيقه، والتي تعتبر الاستقرار المالي شغلها الشاغل.

وفي ضوء ما تم عرضه في هذا الفصل توصلنا إلى أن الاستقرار هو مقدرة النظام المالي (بما فيه المؤسسات المالية والأسواق والهياكل الارتكازية) على الصمود أمام الصدمات المالية والاقتصادية، مع العمل على التحوط ضد الأزمات داخلياً وخارجياً، والتخصيص الأمثل للمدخرات وتوجيهها نحو فرص الاستثمار المنتجة والفعالة، وتسهيل خدمات المدفوعات وموازنة المخاطر، كما أن هناك نظريات مختلفة تحدد أسباب عدم الاستقرار المالي، قد تختلف ملاءمتها وفقاً للفترة الزمنية، وحددت الدراسات النظرية والتجريبية بشكل عام كعوامل لعدم الاستقرار المالي، وهي كالتالي: التحرير السريع للقطاع المالي، وعدم كفاية السياسة الاقتصادية، والتخصيص غير الفعال للموارد، ضعف الإشراف، عدم كفاية أنظمة المحاسبة والتدقيق... إلخ، وبالتالي فإن تحليل الاستقرار المالي هو مهمة معقدة للغاية، وعليه يجب فحص القضايا من حيث تعقيدها في سياق تحليل الاستقرار المالي.

أما الفصل الموالي سنحاول تقديم صورة أوسع عن أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي، حيث سنحلل تطور الأنظمة والاستقرار المالي، ومن ثم نقوم بتقدير أثر أنظمة الصرف على الاستقرار المالي لعينة من اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا باستخدام نماذج البيانات المقطعية بانل.

الفصل الثالث:

دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة
أنظمة سعر الصرف بالاستقرار
المالي لبعض دول الشرق
الأوسط وشمال إفريقيا
(MENA)

دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)

تمهيد:

منذ سبعينيات القرن الـ 20، وبعد انهيار نظام الربط الثابت القابل للتعديل في بريتون وودز، انتقلت المشورة العامة لصندوق النقد الدولي إما نحو أسعار ثابتة لا رجعة فيها (مجلس العملة أو الدولار) أو أنظمة أسعار مرنة (سلة من العملات)، وقد تم تثبيت النظم الوسيطة بشدة خاصة بعد الأزمة الآسيوية التي غالبا ما تم تفسيرها على أنها دليل ضد أنظمة الربط الثابت.

في أوائل 1970، اختارت معظم دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا نظام سعر صرف ثابت قابل للتعديل، كان اعتماد سعر الفائدة الثابت مبررا في الأصل بالرغبة في تخفيف الضغوط التضخمية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، وبمجرد تجنب التهديدات المباشرة لارتفاع التضخم، انتقلت معظم بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى أنظمة وسيطة، ولم يتحول سوى عدد قليل من البلدان إلى أسعار صرف مرنة تماما، وقد جعلت الصدمات الخارجية الحقيقية المنطقة حساسة لهجمات المضاربة، تشير النظرية التقليدية إلى أنه من المستحسن الحصول على درجة أكبر من مرونة سعر الصرف في هذه الحالة، مما يلقي بظلال من الشك على جدوى الأنظمة الوسيطة بالنظر إلى أن الشروط الأخرى تستلزم تضخيم حجم الصدمات مثل مرونة الأجور والأسعار غير متوفرة، والواقع أن غالبية بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي يغطيها هذا التحليل حافظت على درجة معينة من ضوابط الأسعار، مما ساهم في ثباتها، وهي ميزة تؤكد مؤشرات سوق العمل بالنسبة لمعظمها.

في هذا الفصل من الدراسة نسعى إلى تقدير أثر أنظمة الصرف على الاستقرار المالي لعينة من اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا باستخدام نماذج البيانات المقطعية بانل وباعتماد على برنامج EViews12.

بناءً على ما سبق تم تقسيم محتوى هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي:

المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأنظمة الصرف والاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)؛

المبحث الثاني: تحديد عينة ومتغيرات الدراسة واختبار جذر الوحدة؛

المبحث الثالث: دراسة تأثير أنظمة الصرف على الاستقرار المالي في عينة من اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

المبحث الأول: الدراسة التحليلية لأنظمة الصرف والاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)

تعتبر أسعار الصرف وتقلباتها من بين المؤشرات المهمة التي تؤثر على الأنشطة الاقتصادية، وإن اتباع اتجاه تباين مستقر في أسعار الصرف يؤثر بشكل إيجابي على الاستقرار الاقتصادي، ومن هنا ينبغي اعتبار التغيرات في أسعار الصرف بوابة للاستقرار الاقتصادي.

المطلب الأول: تطور أنظمة سعر الصرف في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

اختارت معظم بلدان عينة الدراسة نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل في أوائل السبعينات من القرن الـ 20، كان اعتماد أسعار الفائدة الثابتة مبررًا في الأصل بالرغبة في تخفيف الضغوط التضخمية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، ولتجنب التهديدات المباشرة للتضخم المرتفع، من ثم انتقلت معظم هاته البلدان إلى أنظمة وسيطة، ولم يتحول في الواقع سوى عدد قليل من البلدان إلى أسعار صرف مرنة تمامًا.

أولاً: تصنيف نظام سعر الصرف في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تجنبت دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أزمات حادة أصيبت بها دول أخرى في مناطق مختلفة، وكانت معظم هذه الدول التي تفتقر إلى الموارد النفطية، مغلقة نسبيًا ومخططة مركزيًا، وقللت من تعرضها للصدمات الخارجية باستخدام ضوابط صارمة على حركة رأس المال، وفي حالة الدول المنتجة للنفط، مثل دول الخليج الأكثر انفتاحًا وبالتالي الأكثر ضعفًا، ساعد الكم الكبير من الاحتياطيات بالدولار الأمريكي الناتج عن صادرات النفط وعائدات أرباح الاستثمارات الخارجية على تخفيف حجم الصدمة وبالتالي الحفاظ على الربط. ومع ذلك، إذا نفذت الدول المعنية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أنظمة مستدامة لسعر الصرف في ظل الظروف الاقتصادية والمالية الحالية، فإن دولاً أخرى تتعرض لضغوط للإصلاحات استجابةً للتحديات المحلية والعالمية الجديدة، وتمثل العولمة وتحرير التجارة الدولية والإقليمية بشكل عام أو في إطار الاتفاقيات الإقليمية، مثل اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي أو المنطقة العربية الكبرى للتجارة الحرة، تغييرًا كبيرًا في البيئة الاقتصادية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وكان القرن العشرين عقدًا للإصلاحات الاقتصادية، وقد حققت بعض الدول تقدمًا كبيرًا نحو اقتصاد السوق والتكامل المالي، كما تم تحرير أنظمة الأسعار والتجارة وتم تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، في حين انتقلت بعض الدول إلى أنظمة أكثر مرونة، فقد استمرت في إدارة عملاتها بشكل كبير، على الرغم من الإعلان عنها رسميًا في بعض الأحيان على أنها معومة.

1- الجزائر:

بعد استقلال الجزائر عام 1962 تم إلحاقها بمنطقة الفرنك، كانت العملة قابلة للتحويل، ولمواجهة المخاطر الناتجة عن هروب رأس المال، ومع اختلال توازن ميزان المدفوعات وضعت السلطة النقدية في عام 1963 ضوابط الصرف على جميع العمليات مع بقية العالم، رافق هذا التغيير إجراءات مختلفة تهدف إلى السيطرة على التجارة الخارجية، من خلال: نظام الحصص، إنشاء المكتب الوطني للتجارة، ومراقبة جميع عمليات التصدير والاستيراد، وأنشأت الجزائر البنك المركزي الخاص بها (البنك المركزي الجزائري) ليحل محل بنك الجزائر السابق (بنك الجزائر) في عام 1964، وحافظت على ارتباط ثابت لعملة الوطنية "الدينار" بالفرنك الفرنسي لأكثر من 10 سنوات، من 1964 إلى 1974.

أ- الفترة ما بين 1971-1988

تميز هذه المرحلة بتطبيق نظام إدارة جديد للمؤسسات العامة، لا سيما مع الإدارة الاشتراكية للمؤسسات، والنظام الأساسي العام للعمال وإطلاق خطط التنمية الاقتصادية، الهدف هو تحفيز الاستثمار الإنتاجي وتسهيل عمليات التجارة الخارجية، جاءت العديد من النصوص القانونية لتنظيم الاستثمار بحيث تتميز هذه الفترة بالاحتكار التام للدولة للاقتصاد، يعهد بجميع عمليات الإنتاج والتسويق إلى مكاتب الدولة، وحددت النصوص القانونية طرق الوصول إلى سوق الصرف، وخضعت جميع الواردات المسجلة في إطار الاحتكار للإذن العالمي للاستيراد، ولا يتطلب المنتج الذي لا يظهر في هذا الإطار ترخيصا للاستيراد لا يمكن للمؤسسات العامة والخاصة الاستفادة من تراجع العملات الصعبة الناتجة عن أنشطتها مع بقية العالم، باستثناء شركات الاستثمار المختلطة التي تم تحديد مقدار التراجع فيها بنسبة 20٪.

وهكذا، منذ عام 1974، أدت ضوابط الوصول إلى سوق الصرف مصحوبة بسياسات تحديد حصص الواردات إلى ظهور سوق الصرف الموازية (السوق الموازية أو السوق غير الرسمية أو السوق السوداء للنقد الأجنبي)، يبين الجدول التالي تطور الدينار الجزائري في سوق الصرف الرسمي والموازي الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي:

جدول رقم (3-1): أسعار الصرف الرسمية والأسعار الموازية في الجزائر (الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي)

1987	1980	1977	1974	1970	أسواق سعر الصرف
0.80	0.62	1.3	1.0	1.0	السوق الرسمي
4.0	2.0	1.5	1.1	1.0	السوق الموازي

Source: Henni, A. *Essai sur l'économie parallèle : cas de l'Algérie*, ENAG Editions, Alger, 1992.

ب- الفترة ما بين 1988-1994

أدت الأحداث التي هزت الجزائر في عام 1988 إلى قطيعة أولية مع أسلوب الإدارة الاشتراكية، وهكذا جاءت الإصلاحات الجديدة في المجال الاقتصادي والقانوني لإعطاء نفس جديد للاقتصاد الجزائري، من بينها اعتماد قانون استقلالية المؤسسات (1988)، وقانون النقد والقرض (1990)، وقانون الأسعار.

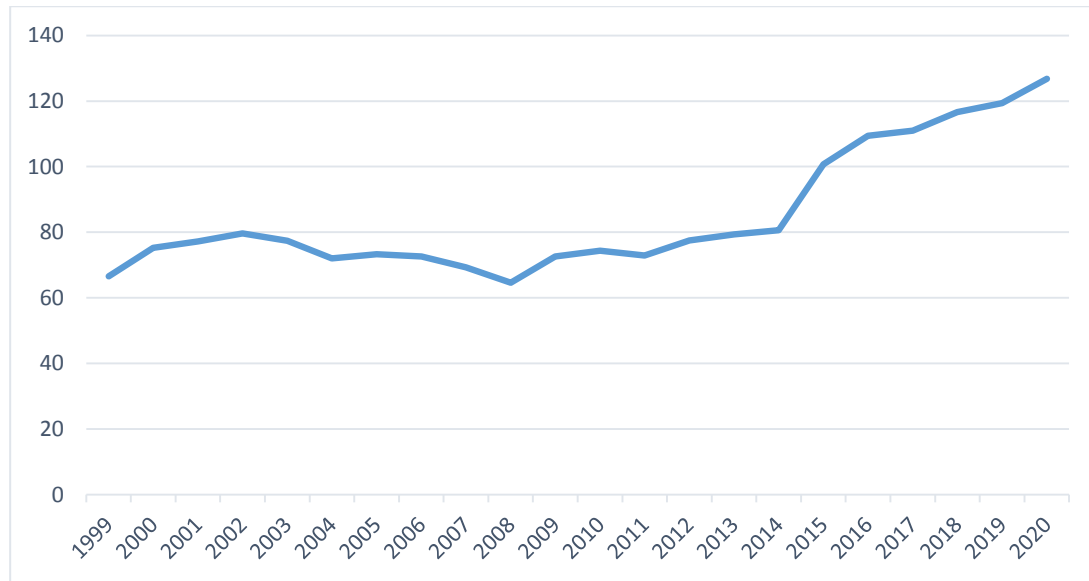
كان الهدف من هذه الإصلاحات الجديدة هو إلغاء احتكار الدولة للتجارة الخارجية وإعادة تأهيل المؤسسات الخاصة، وتقديم استقلالية الإدارة تدريجياً للشركات العامة حتى تتمكن من تشغيل انتقال جيد إلى اقتصاد السوق، وأخيراً لضمان استقلالية البنك المركزي فيما يتعلق بالخزانة، وتوصي الإصلاحات بأن تتمكن المؤسسات الخاصة من دخول سوق الصرف الرسمي عن طريق الغرفة التجارية، وإطلاق قابلية تحويل جزئية، منذ عام 1991، وتحقيق قابلية تحويل كاملة في عام 1993.

ت- الفترة ما بعد 1994

من عام 1994، أصبح الوصول إلى سوق الصرف الرسمي ممكناً من قبل البنك الجزائري لجميع الاقتصاديين (العموميين أو الخاصين)، بعد توقيع الجزائر في عام 1994 على أول اتفاق يتعلق بإعادة جدولة جزء من ديونها، ومن جانفي 1974 إلى أكتوبر 1994، تم تحديد سعر صرف الدينار الجزائري على أساس علاقة ثابتة مع سلة من 16 عملة، يشكل الدولار الأمريكي ثقلاً كبيراً في سلة العملات نظراً لأهميته في عائدات تصدير الهيدروكربونات ومدفوعات خدمات الديون الخارجية، وكجزء من برامج الإصلاح الاقتصادي التي يدعمها صندوق النقد الدولي تبنت السلطة الجزائرية نظام سعر الصرف العائم المدار، بهدف تثبيت سعر الصرف الفعلي الحقيقي، منذ أكتوبر 1994، طبق بنك الجزائر سعر صرف عائم مُدار من خلال جلسات تثبيت يومية تشمل ستة بنوك تجارية. وفي عام 1996، تم إنشاء سوق الصرف الأجنبي بين البنوك لتحديد قيمة الدينار الجزائري، وبين عامي 1994 و2017، صنف صندوق النقد الدولي نظام الصرف الفعلي في الجزائر على أنه "ترتيب مُدار آخر بدون مسار محدد مسبقاً لسعر الصرف".

في واقع الأمر، هناك بعض الاختلافات الجوهرية بين مختلف ترتيبات أسعار الصرف الفعلية في الجزائر، نظام سعر الصرف في الجزائر هو نظام تعويم مُدار بحكم القانون، لكن الأمر الواقع يتأرجح بين التعويم المدار بدون مسار محدد مسبقاً لسعر الصرف (تصنيفات صندوق النقد الدولي)، والتعويم (تصنيفات Levy-Yeyati و Sturzenegger)، ونطاق زاحف حول سعر الصرف، سلة عملات يهيمن عليها الدولار (تصنيفات Rogoff و Reinhart و Ilzetki).

الشكل رقم (3-1): تطور سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

من خلال الشكل أعلاه الذي يوضح تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي نلاحظ أنه خلال الفترة 1999 – 2014 تراوح سعر الصرف بين 65 و 80 أي ان هذه الفترة شهدت استقرارا نسبيا لقيمة العملة المحلية، وانطلاقا من سنة 2014 بدأت قيمة العملة المحلية للدينار الجزائري تشهد انخفاضا كبيرا حيث بلغ سنة 2020 سعر الصرف 126 أي بمعدل انخفاض قدر بحوالي 36%، كما شهدت هذه الفترة ارتفاع المستوى العام للأسعار كنتيجة حتمية لتدهور قيمة العملة المحلية.

ثانياً: تطور أسعار الصرف في تونس، المغرب ومصر

1- تونس

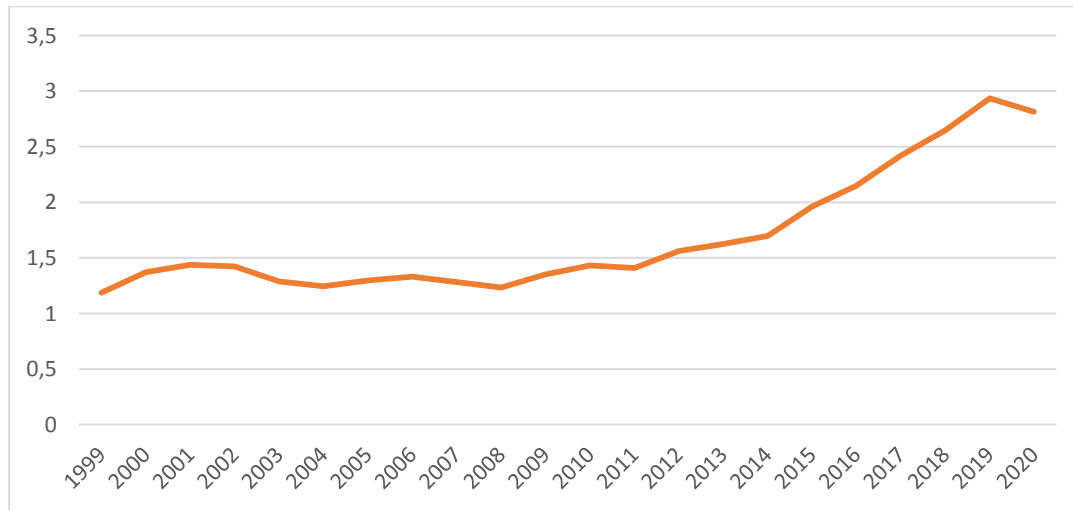
شهد الدينار التونسي حالة كبيرة من عدم الاستقرار في أوائل عام 1970، مما يعكس عدم الاستقرار الصريح للفرنك الفرنسي الذي كان مرتبطاً به بشكل غير رسمي، وفي أبريل من عام 1978، تم ربط الدينار بسلة جديدة تتكون من الفرنك الفرنسي والمارك الألماني والدولار الأمريكي، وتم توسيع السلة في عام 1981 لتشمل الليرة الإيطالية والفرنك البلجيكي، ولاحقاً لتشمل الفلورين الهولندي والبيسيتا الإسبانية، ونجحت هذه السياسات في عكس ارتفاع معدل العائد، وانخفضت قيمة الدينار بالقيمة الحقيقية بنسبة 73% من 1975 إلى 1984.

كما تسببت مشاكل الركود وميزان المدفوعات في منتصف الثمانينيات القرن الـ 20 بضغوط كبيرة على الدينار، وعليه بذلت السلطات محاولات في عام 1985، لتثبيت سعر الصرف عن طريق تغيير أوزان سلة العملات، لكن كانت هذه التصحيحات غير فعالة مما أجبرها، في أوت 1986 على البدء في خفض قيمة الدينار

حتى أوائل عام 1989، لم يكن الاستهلاك الاسمي للدينار خلال الفترة 1985-1988 كافياً للحفاظ على مستوى سعر الصرف الحقيقي، مما أدى إلى تقدير حقيقي بنحو 18% في مواجهة استمرار عدم الاستقرار الاقتصادي، وهذا أدى إلى انخفاض قيمة الدينار، إلى جانب برنامج الإصلاح الاقتصادي في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات القرن الـ 20، إلى استقرار أسواق الصرف الأجنبي، مما سمح بتحرير سعر الصرف لأغراض الحساب الجاري في ديسمبر 1992، وتم الاحتفاظ بمعاملات الصرف الأجنبي بشكل حصري في البنك المركزي حتى إنشاء سوق الصرف الفوري بين البنوك في مارس 1994، كما أدى التحرير الإضافي لسوق الصرف الأجنبي خلال شهري جوان وجويلية 1997 إلى زيادة مرونة السوق الفورية (رفع حد التعرض للعمليات الأجنبية من 5% إلى 10%)، وسمح للبنوك بالتعامل في سوق الصرف الأجنبي.

كما سمح الاستهداف الفعلي لسعر الصرف الحقيقي للدينار التونسي بالتمتع بتضخم منخفض منذ منتصف التسعينيات القرن الـ 20، ويرجع ذلك أساساً إلى السياسات المالية والنقدية الحكيمة، ونمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بلغ في المتوسط 5% خلال الفترة 1996-2001، وتم تسهيل سياسة سعر الصرف في تونس من خلال عدم وجود صدمات كبيرة في معدلات التبادل التجاري وضوابط رأس المال لغير المقيمين، أصبحت السياحة ذات أهمية متزايدة، وانخفض الاعتماد على الزراعة.

الشكل رقم (2-3): تطور سعر الصرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

وقبل الهجوم الإرهابي في أبريل 2002 في جربة، بدأ القطاع على استعداد لمواصلة نموه، في أعقاب الهجوم إلى جانب التباطؤ في الصناعة العالمية وزيادة تصورات المخاطر في الشرق الأوسط ككل، شهد القطاع انخفاضاً بنسبة 19.4% في أعداد الزوار الأوروبيين، إلى 2.9 مليون في عام 2002 من 3.6 مليون عام 2001، أدى التراجع

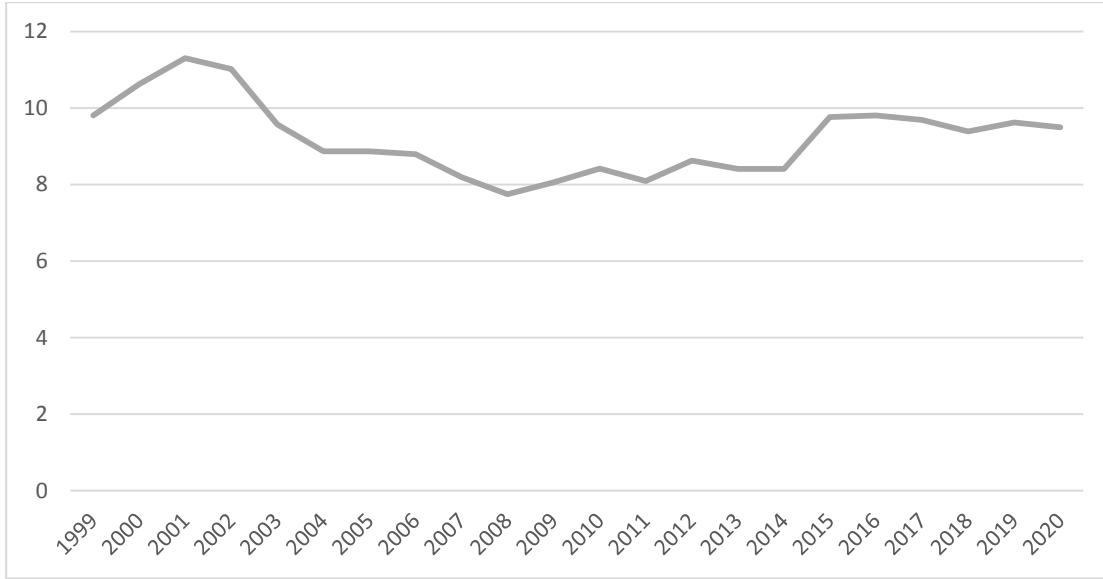
في عائدات السياحة إلى جانب عام من تباطؤ الصادرات والجفاف الشديد إلى انخفاض معدل النمو إلى 1.9% في عام 2002 من 4.9% المتوقعة في ميزانية العام، وهو أدنى مستوى له منذ 15 عامًا.

في حين توقعت الحكومة حدوث انتعاش في قطاع السياحة في عام 2003، استمر عدم الاستقرار الاقتصادي العالمي وتراجع السفر الدولي في أعقاب الهجوم الذي قادتته الولايات المتحدة على العراق في إلحاق الضرر بعائدات السياحة التونسية، والتي استمرت في الانخفاض في الأشهر الأربعة الأولى من عام 2003. ومع ذلك، أعلنت الحكومة في فيفري 2003 أن مخزون تونس من احتياطات النقد الأجنبي ارتفع بنسبة 48% على أساس سنوي إلى 3.492 مليار دينار تونسي، مدعوماً بارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر في عام 2002، ساعد الضعف التدريجي للدينار التونسي على الخروج من الانكماش العالمي بشكل أكثر فعالية من اقتصادات الشرق الأوسط الأخرى، وكان يجب على البنك المركزي التونسي الحفاظ على سياسة تحويل الدينار للصفقات الجارية وعدم تحرير حساب رأس المال، على الأقل حتى يتضح تأثير حرب العراق على المنطقة، وأدى تحرير حساب رأس المال إلى زيادة التقلبات وزيادة التعرض للصدمات الإقليمية والدولية، في عام 2004 أصبحت السياسة النقدية أكثر نشاطاً، مع إدخال هدف نمو نقدي واسع النطاق.

2- المغرب

عانى الدرهم المغربي من عدم استقرار كبير في أوائل عام 1970، مما يعكس عدم الاستقرار في الفرنك الفرنسي الذي تم تثبيت الدرهم عليه وتم قطع الارتباط بالفرنك في 17 ماي 1973، وتم وضع الدرهم في نظام تعويم مُدار، بهدف الحفاظ على سعر ثابت نسبياً للدرهم فيما يتعلق بسلة العملات الأجنبية الرئيسية التي تأخذ في الاعتبار التغيرات في نمط التجارة الخارجية للمغرب وهيكل العملات في التسويات الخارجية، وهدفت سياسة سعر الصرف خلال الفترة 1980-1985 إلى تحقيق انخفاض حقيقي كبير، وإن كان تدريجياً، في قيمة الدرهم، جنباً إلى جنب مع ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي، أدت هذه السياسة إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي بحوالي 84%، في حين أدى تدهور معدلات التبادل التجاري في المغرب وما صاحب ذلك من تدهور في وضع ميزان المدفوعات الذي بدأ في عام 1986، وقد نجح التشديد النسبي للسياسات في استقرار معدل العائد الداخلي من عام 1987 إلى عام 1990 مع تخفيض قيمة الدرهم بنحو 9.3% في عام 1990. وفي جانفي 1993، تم تأسيس قابلية كاملة للتحويل في حساب العملات، تلاها إنشاء سوق ما بين البنوك في جوان 1996.

الشكل رقم (3-3): تطور سعر الصرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

مع فرض قيود على حسابات رأس المال (بشكل أساسي على التدفقات الخارجة من قبل المقيمين)، حافظ البنك المركزي المغربي على بعض استقلالية السياسة النقدية، وارتفعت قيمة الدرهم بنحو 21% بالقيمة الفعلية الحقيقية خلال الفترة من جانفي 1991 إلى مارس 2001، ويرجع ذلك أساسًا إلى وزن الدولار الكبير في السلة. وقد دفع هذا، جنبًا إلى جنب مع تكامل المغرب المتزايد مع الاتحاد الأوروبي، البنك المركزي إلى تعديل تكوين السلة في أبريل 2001، لصالح اليورو، مما أدى إلى انخفاض طفيف نسبيًا في معدل الفائدة الاسمي على الرغم من التقدم في استقرار الاقتصاد الكلي، إلا أن النمو في المغرب كان ضعيفًا نسبيًا، مما يعكس اعتماد الاقتصاد على الزراعة، وبطء وتيرة الإصلاحات الهيكلية، في غياب مكاسب الإنتاجية، قد يكون الارتفاع الحقيقي للدرهم قد أدى أيضًا إلى تباطؤ نمو الصادرات.

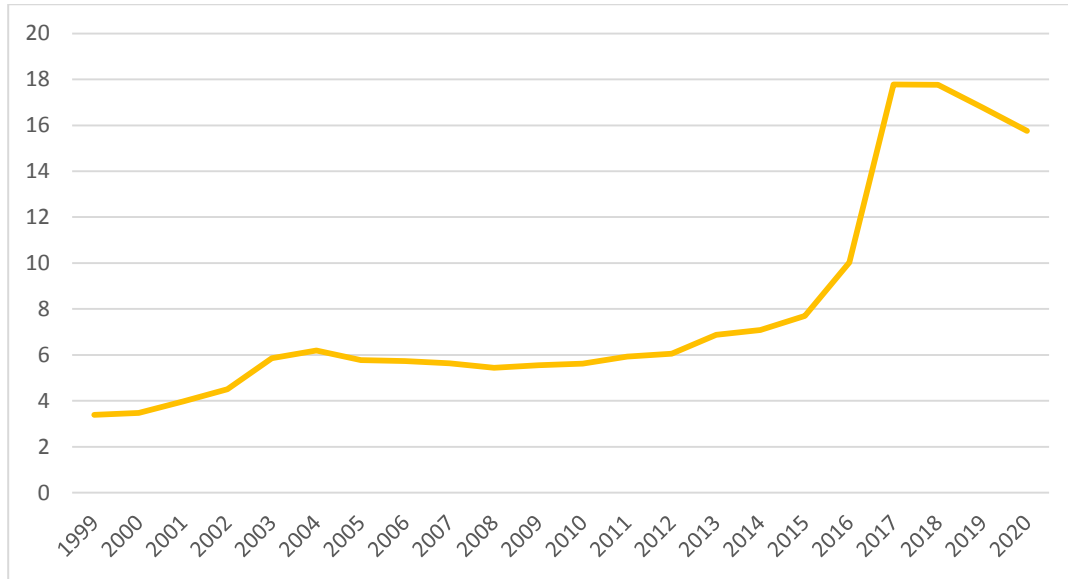
وفي عام 2002، تراجعت عائدات السياحة المغربية بنحو 19% مع انخفاض أكبر في الإنفاق السياحي، يُعزى التراجع إلى الركود العالمي في صناعة السياحة في أعقاب هجمات 11 سبتمبر 2001، والشكوك الإقليمية المستمرة المتعلقة باستمرار الأعمال العدائية للكيان الصهيوني في الأراضي المحتلة، وفي ماي 2003، قامت منظمات إرهابية دولية، بتنفيذ هجمات انتحارية في الدار البيضاء، مركز الأعمال في المغرب حطمت صورة المملكة كوجهة سياحية آمنة، كان للهجوم الإرهابي تأثير مباشر على قيمة الدرهم التي انخفضت من 9.18 درهم لكل دولار في ماي 2003 إلى 9.48 درهم في نهاية جوان. وأعلن مكتب تنظيم التجارة الخارجية في ماي 2003 عن زيادة حادة في العجز التجاري بنسبة 68% نتيجة لزيادة واردات المنتجات النفطية المكررة وتباطؤ الصادرات، وعدم التوازن في تدفقات رأس المال الأجنبي أدى إلى اضطرابات في سعر الصرف الحقيقي للمغرب.

3- مصر

واجهت مصر، من خلال دورها الاستراتيجي الجيوسياسي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، العديد من الصراعات والصدمات، ووضحت الأزمة المصرية بشكل كبير تأثير الصراعات العالمية والإقليمية على الاقتصاد الإقليمي، منذ الستينيات، كان لدى مصر "ارتباط ثابت قابل للتعديل" بالدولار الأمريكي، جنبًا إلى جنب مع ضوابط الصرف الأجنبي وأسعار الصرف المتعددة، والتعديلات التشغيلية في 1979 و 1989 و 1990، ومع بداية برنامج الإصلاح الاقتصادي في عام 1991، وحدت الحكومة نظام سعر الصرف وأعلنت تبني نظام "التعويم المدار". في الواقع، تم تخفيض سعر الصرف ببساطة في 1991-1992، ثم تم الحفاظ عليه ثابتًا حتى جوان 2000. وعليه قام صندوق النقد الدولي بمراجعة تصنيف نظام سعر صرف مصر في عام 1998، وصنفها على أنها استأنفت ترتيب "الربط الثابت التقليدي".

من عام 1997، عرف سعر الصرف المصري العديد من الصدمات الخارجية، منها أزمة شرق آسيا في منتصف عام 1997، والتي أدت إلى تدفقات رأس المال إلى الخارج، وتباطؤ استثمارات سوق رأس المال وخسائر كبيرة للمستثمرين، أدى انخفاض قيمة العملات الآسيوية إلى زيادة تنافسية صادراتها، مما أدى إلى ارتفاع الواردات المصرية من هذه الدول، مما أدى إلى زيادة العجز التجاري بمقدار 1.6 مليار دولار أمريكي في عام 1998. وفي الوقت نفسه، استنزفت التدفقات الرأسمالية من مصر بسبب أداء أسواق الأسهم العالمية. كما أدى هجوم الأقصر الإرهابي في عام 1997 إلى انخفاض عائدات السياحة لعدة سنوات، وتباطؤ في قطاع السياحة، وبالتالي تباطؤ النمو الاقتصادي العام في عام 1998، كما انخفضت أسعار النفط العالمية من 15.6 دولار أمريكي للبرميل إلى 9.7 دولار أمريكي للبرميل، مما أدى إلى تدهور ميزان الحساب الجاري، وتحويله من فائض إلى عجز قدره 2.4 مليار دولار أمريكي، في حين أثر إحياء التوترات في عملية السلام في الشرق الأوسط في نهاية التسعينيات والانتفاضة الفلسطينية الثانية التي انطلقت في أكتوبر 2000 بشكل سلبي على اقتصاد المنطقة بأكملها والاقتصاد المصري على وجه الخصوص، وزاد هروب رأس المال ووصل أداء البورصة إلى أدنى مستوى له.

الشكل رقم (3-4): تطور سعر الصرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

في جانفي 2001، قررت الحكومة استعادة استقرار السوق وثقته بالإعلان عن سعر صرف مركزي جديد قدره 3.85 جنيه مصري لكل دولار أمريكي وإدخال نظام "الربط الزاحف"، وتم تخفيض قيمة العملة من ثلاث مراحل خلال ذلك العام وخسر الجنيه المصري 32% من قيمته، وتحول إلى 4.51 جنيه مصري لكل دولار أمريكي. كان من المتوقع أن يؤدي تخفيض قيمة العملة، إلى جانب بعض عمليات ضخ العملات، إلى استقرار السوق حتى يتعافى انخفاض عائدات الصرف، وتفاقم الآثار السلبية للصدمات الخارجية 1997-1998، بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، مع مزيد من الانخفاض في عائدات السياحة وقناة السويس، وأدت تداعيات هجوم نيويورك الإرهابي مع الحروب اللاحقة على أفغانستان وعلى العراق إلى تعميم صورة مصر كموقع محلي جذاب للاستثمارات الدولية.

في جانفي 2003، أعلن البنك المركزي المصري عن "التعويم الحر" الذي أثار مخاوف صندوق النقد الدولي وكذلك المشاركين في السوق والاقتصاديين المحليين، انخفضت قيمة الجنيه مقابل الدولار من 3.85 جنيه إلى 6.86 جنيه أثناء تداوله وبسعر 7 جنيهات في السوق السوداء. وبعد عام واحد، قام صندوق النقد الدولي بمراجعة تصنيفه لمعدل الخطأ في مصر على النحو التالي: في السنوات 2004 و 2005 و 2006، صنف صندوق النقد الدولي معدل الخطأ في مصر إلى "تعويم مدار بحكم الأمر الواقع مع عدم وجود مسار محدد مسبقاً" إلى جانب إطار سياسة "الهدف الكلي النقدي"، تحسنت قيمة الجنيه إلى 5.80 جنيه للدولار، وارتفع معدل التضخم إلى 15.9% و 16.1%، مقاسا بمؤشر أسعار المستهلك ومؤشر أسعار المستهلكين على التوالي، وزادت الاحتياطات من 14.8 مليار دولار بنهاية جوان 2004 إلى 22.4 مليار دولار بنهاية فيفري 2006. في عام 2008، غير

صندوق النقد الدولي تصنيفه إلى "ترتيب ربط ثابت تقليدي آخر" بحكم الواقع، وفي عام 2009 أعاد صندوق النقد الدولي تصنيفه إلى "تعويم مدار بحكم الواقع مع عدم وجود مسار محدد مسبقاً". وبحلول نهاية عام 2011، أعيد تصنيفها على أنها "ترتيب يشبه الزحف" بحكم الأمر الواقع وبعد بضعة أشهر، في عام 2012، أعيد تصنيفها على أنها "ترتيب مستقر" بحكم الواقع. ثم في عام 2013، أعيد تصنيفها مرة أخرى على أنها "ترتيب يشبه الزحف" بحكم الأمر الواقع.

في 3 نوفمبر 2016، قرر البنك المركزي تعويم الجنيه، وقد اتخذ القرار بعد فترة من عدم الاستقرار الاقتصادي ونقص تدفقات العملات الأجنبية والاضطرابات السياسية، وكان التعويم أيضاً أحد شروط صندوق النقد الدولي للحصول على قرض بقيمة 12 مليار دولار، ويهدف التعويم إلى تعزيز القدرة التنافسية الخارجية وتشجيع المستثمرين الأجانب وزيادة الشفافية ومكافحة السوق السوداء التي كانت تتداول بسعر رسمي مضاعف.

ثانياً: تحليل تطور أسعار الصرف لبعض دول الشرق الأوسط

إن سعر الصرف محدد مهم للمستوى النسبي للصحة الاقتصادية للبلد، وتؤثر التحركات في سعر الصرف تأثيراً مباشراً على القدرة التنافسية العامة للبلد ما، وتنطوي على إمكانية تحسين الأداء التجاري العام لغالبية الشركات وميزان المدفوعات تحسيناً مباشراً، لذلك لا بد للاقتصادات النامية والأسواق الناشئة في جميع المناطق الرئيسية التعامل مع الأزمات المالية بسبب ارتفاع التضخم، وسياسات أسعار الفائدة غير الصحيحة، والخسائر الفادحة في الدخل الحقيقي، وارتفاع أعباء الديون، وعدم كفاية قياس سلوك الذعر لدى الناس بسبب توقع حركة عملة وشيكة. بيد أن استراتيجية تجنب تلك الأزمات المالية وعدم استقرار أسعار الصرف لم تنفذ بنجاح في الماضي، ولا تزال الاستراتيجية القابلة للتطبيق غير واضحة. ويعتبر سعر الصرف متغيراً اقتصادياً كلياً مهماً لأنه يؤثر على القدرة التنافسية لصادرات وواردات الدولة، كما أنه يؤثر على عوائد الأصول المالية المختلفة.

1- السعودية

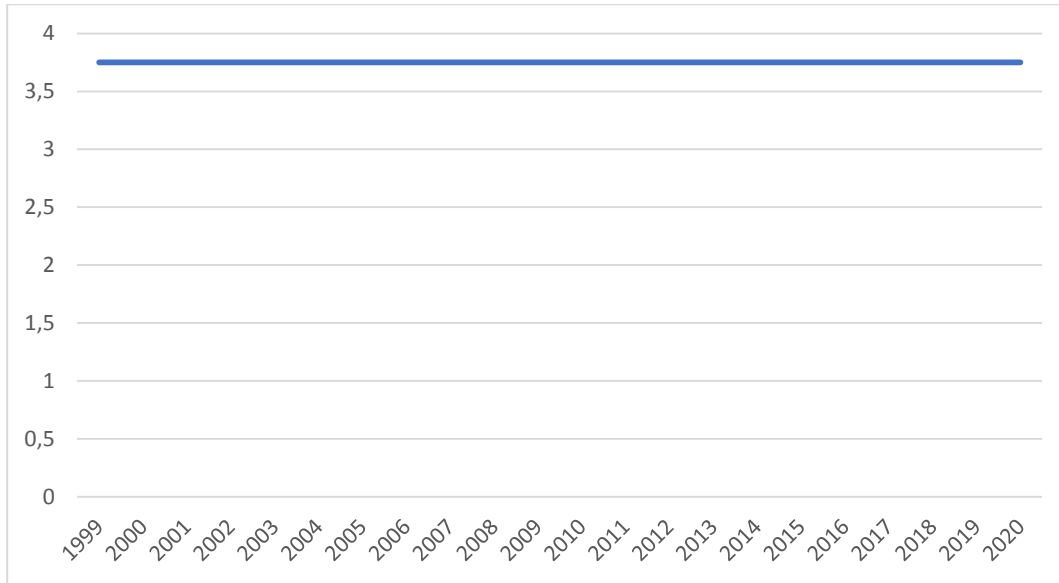
منذ عام 1973، هيمنت السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف في المملكة العربية السعودية، على ربط الريال السعودي فعلياً إما بحقوق السحب الخاصة أو الدولار الأمريكي، وقبل منتصف عام 1981، كان الريال مربوطاً بشكل فضفاض (زائد أو ناقص 7.5%) بسلة عملات حقوق السحب الخاصة بصندوق النقد الدولي، ولكن منذ عام 1986 وحتى الوقت الحاضر، تم ربطه بإحكام بالدولار الأمريكي، عند 3.75 ريال سعودي / دولار، تزامن ربط قيمة معظم عملات العالم بالدولار بسعر ثابت في المملكة العربية السعودية مع حدث فاصل في التاريخ الاقتصادي العالمي - انهيار اتفاقية بريتون وودز - بعد الحرب العالمية الثانية. وبعد الانهيار، بدأت أموال معظم الدول الصناعية الكبرى في أوروبا (على سبيل المثال، الجنيه الإسترليني والمارك الألماني والفرنك الفرنسي

والسويسري)، جنباً إلى جنب مع الين الياباني والدولار الأسترالي، تعويم بشكل مستقل مع ارتفاع معظمهم مقابل الدولار، من أجل تصحيح الانخفاض المزمع في القيمة التي تطورت في 1960 وأوائل 1970.

لكن من ناحية ثانية، كانت الاستجابة الفورية للبلدان النامية أكثر تنوعاً، واختارت بلدان كثيرة مواصلة ربط عملتها بالدولار، ولا سيما في أمريكا الوسطى والجنوبية، في حين اختار آخرون ربط عملاتهم بعملات حكاهم الاستعماريين السابقين (على سبيل المثال، المستعمرات الفرنسية السابقة في إفريقيا). واختارت دول أخرى، بما في ذلك المملكة العربية السعودية، ربط عملاتها بسلة من العملات - في حالة المملكة العربية السعودية، بحقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي.

وبمرور الوقت، تغيرت أنظمة وترتيبات أسعار الصرف المختلفة في البلدان على سبيل المثال، تخلت السعودية عن ربط حقوق السحب الخاصة في منتصف عام 1981، ثم تم ربطها بإحكام بالدولار الأمريكي في منتصف عام 1986، بقيمة لم تتغير منذ ما يقرب من ثلاثة عقود. ولعل التطور الأكثر بروزاً كان الكم الهائل من التوليفات المختلفة من الأنظمة والترتيبات، بدءاً من العملات العائمة مع الحد الأدنى من التدخل إلى الاتحادات النقدية، حيث تتخلى دولة منفردة تماماً عن قدرتها على طباعة النقود وممارسة أي مظهر من مظاهر السياسة النقدية المستقلة، حتى أدنى درجة من السيطرة على السيولة، وترافقت هذه الفترة أيضاً مع ارتفاع معدل التضخم في القطاع الخاص غير النفطي، مع نمو معامل انكماش الأسعار الضمني لهذا القطاع بمعدل سنوي مركب بلغ 21.1%، كان هذا التضخم في المقام الأول ظاهرة جذب الطلب، وعمل الريال الأقوى في الواقع على تخفيفه من خلال المساعدة في إبقاء أسعار الواردات منخفضة. ومع ذلك، فإن الجمع بين ارتفاع قيمة الريال وارتفاع معدل التضخم السعودي يعني أن كلا من سعر الصرف الشرائي الحقيقي (مقابل الدولار الأمريكي) وسعر الصرف الفعلي الحقيقي (المرجح تجارياً) أظهرتا ارتفاعاً كبيراً، مما أدى إلى ارتفاع قيمة العملة بشكل كبير خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (3-5): تطور سعر الصرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

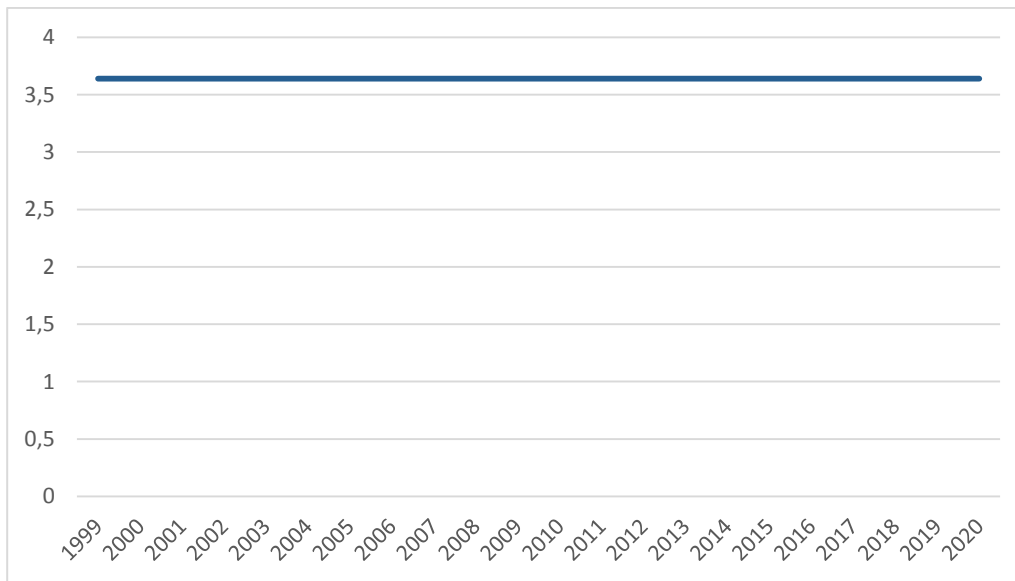
وعليه منذ عام 1986، تم ربط الريال بإحكام بالدولار الأمريكي، من خلال صراعين كبيرين (حربي الخليج 1990-1991 و 2003-2004) وانخفاضين كبيرين في أسعار النفط (1993-2000، و 2013) يفصل بينهما طفرة كبيرة في أسعار النفط، وعلى الرغم من هذه التغيرات الهائلة في الدخل القومي، تعرض الريال السعودي للضغط مرتين فقط خلال هذه الفترة (في أواخر عام 1993 وأوائل عام 1994) و(في أواخر عام 1998 وأوائل عام 1999)، وانخفضت قيمة الريال بنسبة 10/1، (أي أن قيمة الدولار ارتفعت من 3.750 إلى 3.754) في أدنى مستوياتها. ويعزى هذا النقص في الحركة، على الرغم من جهود المضاربين إلى تدخلات متواضعة من جانب مؤسسة النقد العربي السعودي في السوق الآجلة، بلغت 655 مليون دولار في عام 1993 و 820 مليون دولار في عام 1998، وأسفر هذان التدخلان عن ربح صاف من العقود الآجلة عند تصفيتها.

تزامن هذا الربط المحكم بالدولار مع مجموعة من النتائج الاقتصادية التي تحسنت كثيرا، بين عامي 1986 و 2015، تراوح معدل التضخم السنوي في القطاع الخاص غير النفطي بين 3.6% و 6.8%، وهو أقل تقريبا بكثير، حيث كانت السنوات ذات معدلات التضخم السلبية ترجع في المقام الأول إلى انخفاض أسعار تصدير البتروكيماويات، والتي تميل إلى التحرك جنبا إلى جنب مع أسعار النفط، كما كان النمو الاقتصادي للقطاع الخاص أكثر سلاسة إلى حد كبير، وكان نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إيجابيا لمدة 28 عاما متتالية حتى عام 2015.

2- قطر

اعتمد مصرف قطر المركزي سياسة سعر الصرف المتبعة في سلفه مؤسسة النقد القطرية، من خلال تثبيت قيمة الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي عند سعر 3.64 ريال قطري لكل دولار كمرتكز اسمي لسياسته النقدية، ولطالما كان الربط ذا مصداقية عالية، وقد أذن رسمياً بالربط المستهدف بموجب المرسوم الأميري رقم 34 لعام 2001 الصادر في جويلية، ليحل محل سياسة سعر الصرف بحكم القانون المتمثلة في الربط بحقوق السحب الخاصة التي كانت سارية منذ عام 1975، وواصل مصرف قطر المركزي تنفيذ سياسة سعر الصرف المتمثلة في الربط الثابت بالدولار الأمريكي، حيث تتداول البنوك التجارية محليا بالدولار الأمريكي على أساس السعر الذي يحدده مصرف قطر المركزي. ومع ذلك، تضيف البنوك التجارية هامشا صغيرا بنسبة 0.24% إلى السعر الثابت لمصرف قطر المركزي عند التعامل. وبخلاف ذلك، تتداول البنوك التجارية عملات أخرى بناءً على سعر الصرف الذي يحدده مصرف قطر المركزي وهو الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي وسعر الصرف الذي يحدده السوق لعملة معينة مقابل الدولار الأمريكي.

الشكل رقم (3-6): تطور سعر الصرف الريال القطري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

إن المهام الرئيسية للجنة السياسة النقدية هي وضع وتنفيذ السياسة النقدية لمصرف قطر المركزي، ويرأس المحافظ لجنة السياسة النقدية ونائب المحافظ نائبا له وتضم في عضويتها كل من المدير التنفيذي لقطاع استقرار النظام المالي والإحصاء، المدير التنفيذي لقطاع العمليات المالية والأصول والمدير التنفيذي لقطاع الدين العام

والمصرفية والإصدار ومدير المكتب الفني وتعمل إدارة البحوث الاقتصادية وقطاع استقرار النظام المالي والإحصاء مقررًا للجنة السياسة النقدية.

تجتمع لجنة السياسة النقدية مرة كل ثلاثة أشهر، وفي حال الضرورة تعقد اجتماعات إضافية. يقوم قسم السياسة النقدية في إدارة البحوث الاقتصادية بمتابعة أسعار الفائدة على الريال القطري بصورة مستمرة، وذلك في ظل التطورات التي تحدث على أسعار الفائدة العالمية، وبالأخص سعر الفائدة الفيدرالي، ويرفع القسم تقريراً بذلك إلى لجنة السياسة النقدية.

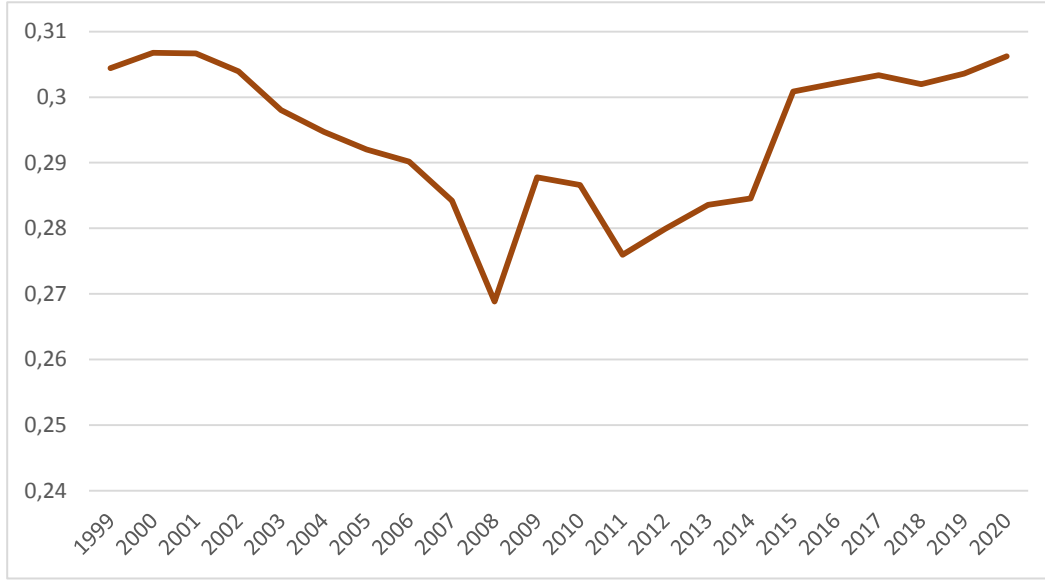
يتم إبلاغ البنوك التجارية العاملة في دولة قطر بقرارات لجنة السياسة النقدية إلكترونياً من خلال شبكة التعامل مع البنوك، ويتم إبلاغ الجمهور (القطاع غير المصرفي) من خلال الموقع الإلكتروني للمصرف ووسائل الإعلام المحلية، كالصحف والمجلات والإذاعة المسموعة والمرئية.

3- الكويت

تهدف سياسة بنك الكويت المركزي الخاصة بسعر صرف الدينار الكويتي إلى المحافظة على الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى وتعزيز هذا الاستقرار، وكذلك حماية الاقتصاد المحلي من آثار التضخم المستورد، مما يعكس أهمية سعر الصرف بالنسبة للاقتصاد الذي لا يفرض أية قيود على حركة رؤوس الأموال.

وقد انتهج بنك الكويت المركزي طوال الفترة الممتدة من 18 مارس 1975 حتى نهاية العام 2002، سياسة ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة مرجحة من العملات العالمية، وطبقاً لهذه السياسة يقوم بتحديد سعر صرف الدينار بناء على سلة خاصة مرجحة من عملات الدول التي ترتبط بعلاقات تجارية ومالية مهمة مع دولة الكويت، وقد أثبتت تلك السياسة فعاليتها في تحقيق درجة عالية من الاستقرار النسبي في سعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات العالمية الرئيسية.

الشكل رقم (3-7): تطور سعر الصرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

وخلال الفترة من 5 جانفي 2003 حتى 19 ماي 2007، تم ربط الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي ضمن هوامش محددة بموجب المرسوم الأميري رقم 2002/266، الذي ينص على ربط سعر صرف الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي ضمن هوامش حول سعر التعادل وذلك مع بداية العام 2003، وعليه قد أعلن سعر التعادل لصرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي في 5 جانفي 2003 بـ 299.63 فلس لكل دولار و بهامش (- / +) 3.5 %، وذلك استناداً إلى نفس الأسس والاعتبارات التي دأب بنك الكويت المركزي على تطبيقها في تحديد سعر صرف الدينار الكويتي بموجب نظام سلة العملات، وذلك لضمان سلاسة الانتقال من ربط سعر صرف الدينار بسلة من العملات المرجحة إلى ربطه بالدولار الأمريكي ضمن هوامش محددة.

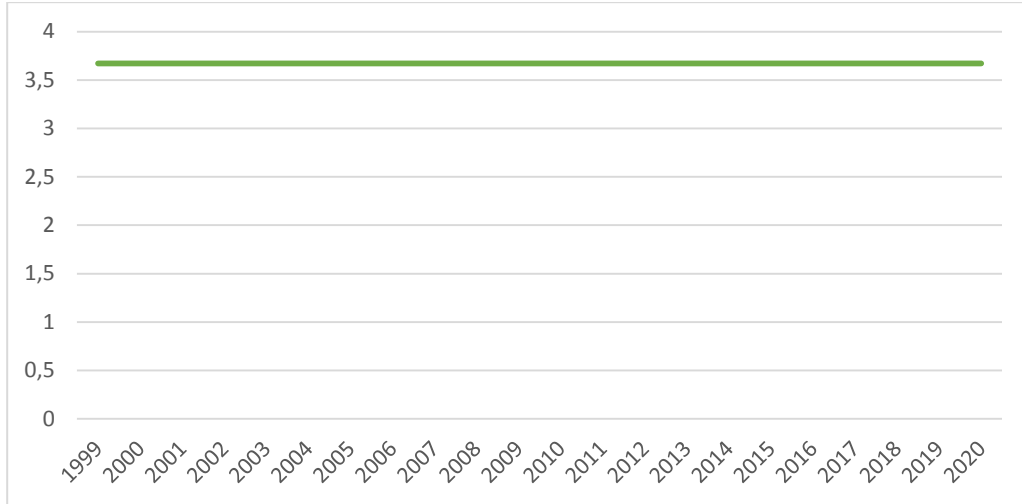
وبدء من 20 ماي 2007، تم إعادة ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة غير مفصّل عنها ومرجحة من العملات العالمية لأهم الشركاء التجاريين والماليين لدولة الكويت كما أن العودة لسياسة سعر الصرف المتبعة قبل 2003 جاءت بهدف المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية واحتواء آثار الضغوط التضخمية على الاقتصاد المحلي، وذلك بعد استنفاد جميع المحاولات لامتناس الاثار غير الموازية من الانخفاض المتواصل للدولار الاميركي آنذاك مقابل العملات الرئيسية الاخرى.

4- الإمارات العربية المتحدة

تم إطلاق الدرهم الإماراتي في عام 1973، وتم ربطه بالدولار الأمريكي منذ عام 1980، تستخدم الإمارات العربية المتحدة نظام سعر الصرف الثابت، وهذا مكنها من الحفاظ على استقرار العملة، وبالتالي جذب

الاستثمارات الأجنبية المباشرة. لكن رغم هذا، أدت الأزمات الاقتصادية في الولايات المتحدة وأوروبا إلى زيادة تقلب الدولار الأمريكي، مما تسبب في تقلبات كبيرة في أسعار السلع الأساسية في الإمارات العربية المتحدة.

الشكل رقم (3-8): تطور سعر الصرف الدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

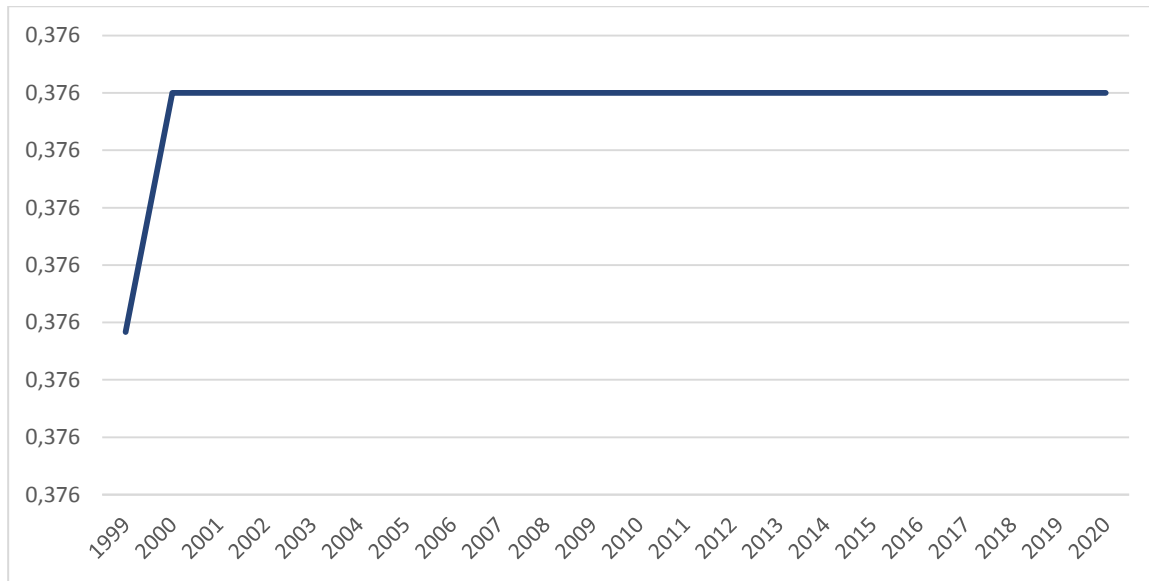
وتم ربط عملة الإمارات العربية المتحدة - الدرهم - بالدولار الأمريكي، بسعر 3.67 درهم لكل دولار أمريكي، وظلت هذه القيمة ثابتة تقريباً منذ ذلك الحين ولكن دون قيود على تبادل العملات الأخرى، في نظام سعر الصرف الثابت، تتدخل الحكومة أو البنك المركزي في أسواق العملات بحيث يظل سعر الصرف قريباً من سعر الصرف المستهدف، وتحدث تحركات أسعار الصرف بشكل رئيسي بسبب عوامل أساسية مثل سعر النفط، كما أنه تم انتهاز سياسة التنويع كاستراتيجية لتعزيز النمو الاقتصادي لدولة الإمارات العربية المتحدة منذ عام 1975، وتعد التجارة الدولية وصادرات النفط المحركين الرئيسيين لاقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة.

وبالنظر إلى مزايا وعيوب أنظمة أسعار الصرف المختلفة، لا يوجد حل مثالي لمشكلة سعر الصرف في الإمارات العربية المتحدة، لأن هيكل الاقتصاد الإماراتي يوفر حجة قوية لسعر صرف ثابت، والتحدي الرئيسي في تثبيت الدرهم مقابل الدولار هو أن الأخير كان يتقلب في السنوات الأخيرة، يمكن لدولة الإمارات العربية المتحدة اعتماد ربط سلة من خلال ربط عملتها بعملات أكثر استقراراً من الدولار.

5- البحرين

تحتفظ مملكة البحرين على ربط الدينار البحريني بالدولار الأمريكي بسعر صرف ثابت يساوي 0.376 دينار بحريني لكل 1 دولار أمريكي، يقدم المصرف المركزي لبنوك التجزئة تسهيلات لشراء وبيع الدولار الأمريكي بسعر الصرف الرسمي.

الشكل رقم (3-9): تطور سعر الصرف الدينار البحريني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01.

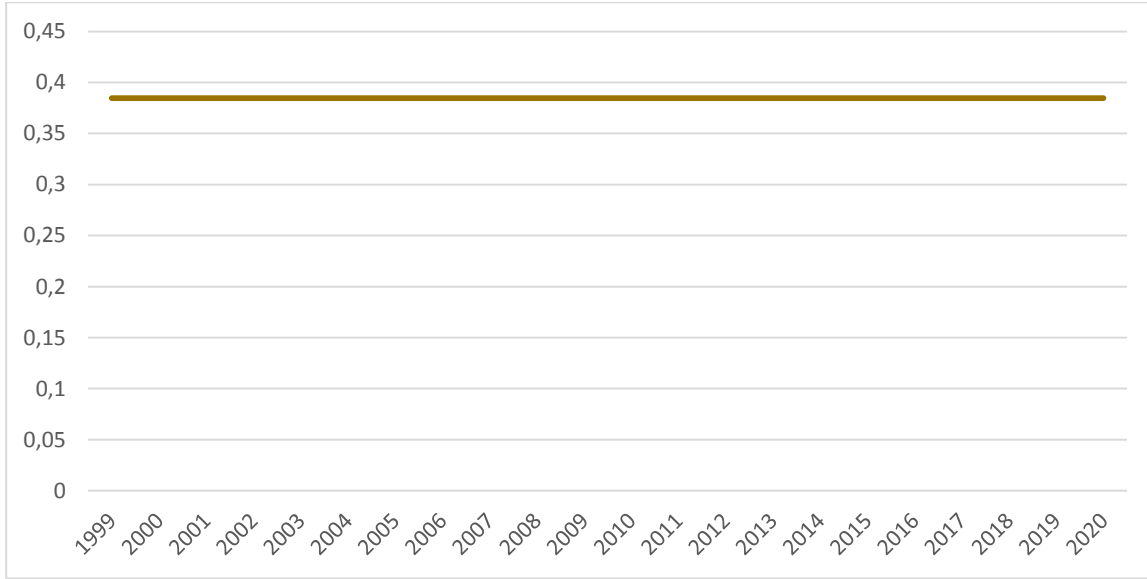
اتبع البنك المركزي البحريني سياسة نقدية تتمحور حول تثبيت سعر صرف الدينار البحريني مقابل الدولار الأمريكي، وتم اتباع هذه السياسة بهدف المحافظة على استقرار وتنظيم المعاملات المالية الخارجية بسلاسة وشفافية بما يعزز الثقة في النظام المصرفي والمعاملات بالدينار في السوق المحلية.

6- عمان

عمان اقتصاد مفتوح يعتمد على النفط، مع الأخذ بعين الاعتبار الهيكل الاقتصادي العماني، ودرجة الانفتاح العالية، ومستوى التطور في الأسواق المالية، فقد تم تنفيذ سياسة الربط الثابت كسعر الصرف المفضل للبلاد.

منذ التغيير الأخير في التعادل في عام 1986، ظل الربط الثابت دون تغيير عند 2.6008 دولار أمريكي لكل ريال عماني، اعتماداً على التحركات اليومية في سعر صرف الدولار الأمريكي فيما يتعلق بعملات البلدان الأخرى، تتغير أسعار صرف الريال العماني أيضاً وفقاً لذلك، وقد ساهم الربط الثابت وما يرتبط به من استقرار سعر الصرف بشكل كبير في تهيئة المناخ الملائم لتعزيز التجارة والاستثمار والنمو في سلطنة عمان، كما تسبب الانضباط النقدي المجسد في الربط في ظروف نقدية منظمة في النظام، وقد أعلن صندوق النقد الدولي إن نظام سعر الصرف الثابت في عمان المرتبط بالدولار الأمريكي يخدم اقتصاد البلاد.

الشكل رقم (3-10): تطور سعر الصرف الريال العماني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01

وأستمر ربط العملة بالدولار الأمريكي في خدمة عمان بشكل جيد، نظرا لهيكل الاقتصاد المعتمد على النفط، واتفق المديرون التنفيذيون لصندوق النقد الدولي على أن ربط سعر الصرف لا يزال مرتكزا مناسباً للسياسة بالنسبة لسلطنة عمان، مما يساعد على تحقيق تضخم منخفض ومستقر، كما أشار إلى أن سعر الصرف الأكثر مرونة يمكن أن يدعم تطوير القطاعات غير الهيدروكربونية القابلة للتداول في عمان بمرور الوقت، وأن الابتعاد عن ربط الدولار سيكون له فوائد محدودة للقدرة التنافسية على المدى القريب، وأعربت السلطات العمانية عن موقف منفتح تجاه الانتقال إلى نظام سعر صرف أكثر مرونة على المدى الطويل مع زيادة أهمية القطاع غير الهيدروكربوني القابل للتداول.

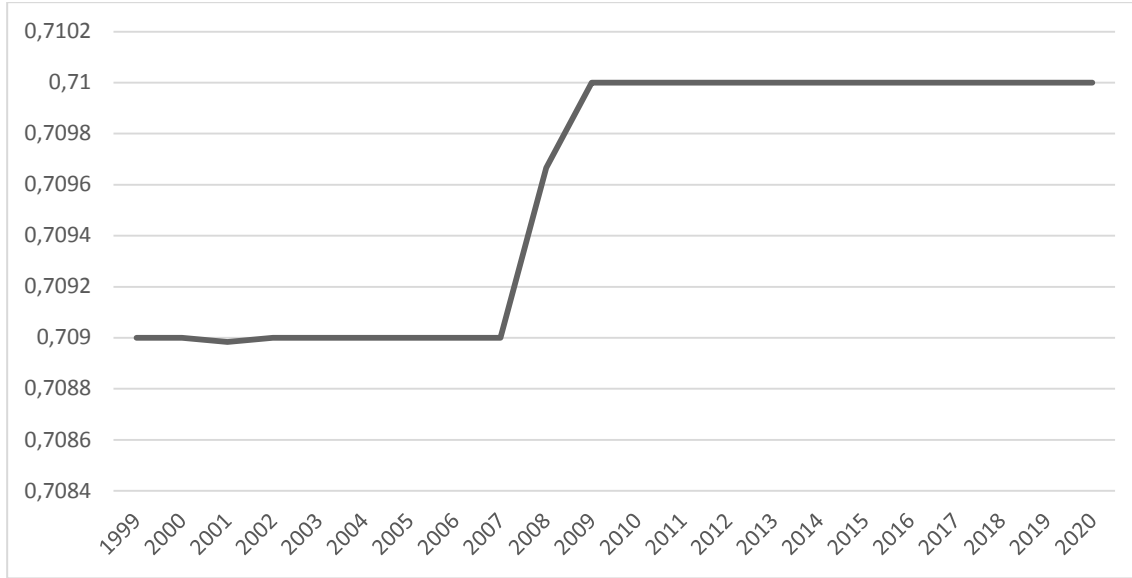
وقدر صندوق النقد الدولي أن الوضع الخارجي للسلطنة في عام 2020 كان أضعف بكثير من المستوى الذي تنطوي عليه الأساسيات والسياسات المرغوبة. ولذلك فإن الخطة المالية متوسطة الأجل والإصلاحات الهيكلية ضرورية لدعم ربط العملة كما أن إطلاق مشروع تعزيز السياسة النقدية سيعزز من فعاليتها.

7- الأردن

الأردن من بين الدول المستوردة للنفط، والتي تعتمد سياسة ربط العملة المحلية الدينار الأردني بالدولار الأمريكي منذ عام 1996، وقد أمنت هذه السياسة كل من الاستقرار المالي والنقدي خلال فترات عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي، وتركز السياسة النقدية في الأردن على الحفاظ على الواردات وتؤمن حماية فعلية للاقتصاد الأردني، وللحفاظ على هذه الاحتياطات، تركز السياسة النقدية على الحفاظ على جاذبية الدينار الأردني من

خلال سعر الصرف المربوط بالدولار، مع حيازة احتياطات أجنبية كافية تبلغ حوالي 15 مليار دولار (دون الذهب).

الشكل رقم (3-11): تطور سعر الصرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01

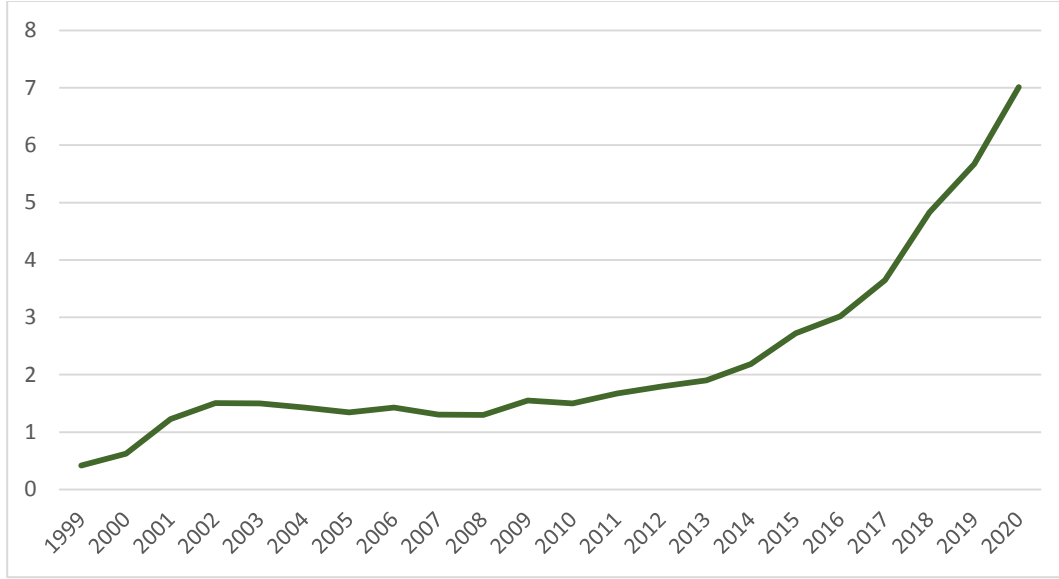
كما ساعدت دعامة سعر الصرف البلاد على خفض التضخم و زيادة ثقة المستثمرين، واستيعاب الصدمات الاسمية للطلب على النقود لكنها جعلتها عرضة لصدمات معدلات التبادل التجاري، وظل هذا الاقتصاد الصغير المفتوح منافساً على الرغم من الارتفاع الكبير في قيمة الدولار وتدهور معدلات التبادل التجاري، ويرجع ذلك جزئياً إلى مرونة سوق العمل، والإصلاحات الهيكلية، واتفاقية التجارة الحرة مع الولايات المتحدة، واتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، والتخفيف المقدم من المنح النفطية العينية من العراق، على الرغم من أن تدفقات رأس المال الخاص ليست كبيرة، إلا أن البنوك التجارية قامت بتكوين أصول أجنبية خلال فترات عدم الاستقرار لتناسب مع تفضيل السكان المتزايد للاحتفاظ بالعملة الأجنبية، وتتم معالجة الضغوط على الدينار من خلال مزيج من تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي وتعديلات أسعار الفائدة، كما أدى تراكم الاحتياطات النقدية إلى تقليل تعرض الأردن للصدمات، في حين أدى التعديل المالي الذي خفض نسب الدين العام إلى تحسين المصادقية وخلق مجال لسياسة مالية معاكسة للتقلبات الدورية.

8- تركيا

منذ عام 1999، تزامناً مع تنفيذ برنامج اقتصادي جديد لخفض التضخم، بدأت الليرة التركية في الارتفاع وأصبح مبالغاً فيها في عام 2000، وتسببت الليرة التركية المبالغ في تقديرها في تدهور ميزان التجارة الخارجية من

خلال انخفاض الصادرات وزيادة الواردات، ومع تأثير تدفقات رأس المال إلى الخارج، بدأ عجز الحساب الجاري في الزيادة وبلغ أعلى مستوى له في عام 2000، وبدأت احتياطات البنك المركزي من النقد الأجنبي، التي تستخدم لتثبيت سعر الصرف، في الانخفاض منذ عام 1999، وتسارع هذا الانخفاض في عامي 2000 و 2001.

الشكل رقم (3-12): تطور سعر الصرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي للفترة 1999-2020



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 01

وبعد الأزمة الاقتصادية في عام 2001، تبنت تركيا نظام سعر الصرف العائم الذي يتم بموجبه تحديد أسعار الصرف من خلال ظروف العرض والطلب في السوق، ولمواجهة هجمات المضاربة، وعدم القدرة على وقف انخفاض أسعار الصرف وانخفاض احتياطات النقد الأجنبي كان لابد من ترك سعر الصرف متقلبا، بعد اعتماد نظام سعر الصرف العائم، مكنت ديناميكيات السوق سعر الصرف من العثور على سعر توازنه، وتحسنت المؤشرات الاقتصادية.

وبسبب عدم وجود انتقال مخطط له إلى نظام سعر الصرف العائم وتحقيق هذا الانتقال بعد اندفاع العملة الأجنبية، تمت الموافقة على استمرار نظام سعر الصرف العائم في البرنامج الاقتصادي الجديد الذي تم تنفيذه بعد الأزمات، واستمر النظام ولم يتم التدخل في أسعار الصرف بأي شكل من الأشكال، فقط عندما يكون هناك تقلب مفرط، يتم إجراء تدخلات للشراء أو البيع، ويعد تنفيذ نظام استهداف التضخم مع نظام سعر الصرف العائم أحد التغييرات النموذجية الحاسمة في السياسة الاقتصادية، وكما ورد في التقارير السنوية المتعلقة بالسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف التي أعلن عنها منذ عام 2002، فإن أسعار الصرف في ظل هذا النظام ليست أداة أو هدفا للسياسة وتحدده ظروف العرض والطلب في السوق، وعلى الرغم من عدم وجود مستوى لسعر الصرف

يمكن الحفاظ عليه في نظام سعر الصرف العائم، فإن وجود مركز احتياطي قوي من النقد الأجنبي يسهم بشكل كبير في القضاء على الآثار السلبية للصدمات الخارجية والمحلية التي قد يواجهها الاقتصاد وزيادة الثقة في الاقتصاد، وفي نظام سعر الصرف العائم، لا يتدخل البنك المركزي التركي في سوق الصرف الأجنبي إلا عند الضرورة، عندما اعتقد البنك المركزي أن التقلبات الحالية في سوق الصرف الأجنبي ستزداد، تدخل في التقلبات.

في ظل نظام سعر الصرف العائم، يمكن للبنك المركزي التركي تنفيذ سياسته النقدية بمرونة أكبر من نظام سعر الصرف الثابت والذي يمكن التنبؤ به والاستجابة لاحتياجات النظام المصرفي من السيولة باليرة التركية بشكل أكثر مرونة وسرعة. أيضا، طالما أنه متوافق مع هدف التضخم، يمكن منع التقلبات المفرطة في أسعار الفائدة في سوق المال، نظرا لأن البنك المركزي لا يحتفظ بمستوى من الصرف للحفاظ عليه، فإن مستوى احتياطات النقد الأجنبي أقل أهمية من أنظمة أسعار الصرف الثابتة أو التي يمكن التنبؤ بها. ومع ذلك، يجب أن يكون لدى البنك المركزي احتياطي قوي من النقد الأجنبي للقضاء على الآثار الضارة للصدمات الخارجية والمحلية في الاقتصادات النامية مثل تركيا، ويؤدي مقدار الاحتياطات دورا هاما في التدخلات السوقية وتوقعات سعر الصرف.

واتخذ البنك المركزي التركي تدابير ضد الارتفاع المفرط أو انخفاض قيمة الليرة التركية للحد من مخاطر الاستقرار المالي، كونه المسؤول عن حفظ وإدارة احتياطات الذهب والعملات الأجنبية في تركيا، كما أن الاحتياطات الدولية قابلة للاستخدام كأداة دفع دولية والتي عادة ما تتحكم فيها السلطات النقدية في البلدان وتكون قابلة للتحويل إلى عملات أخرى، إذا زاد الطلب على الدولار الأمريكي من قبل الشعب التركي، فإن علاقة العرض والطلب ستؤدي إلى زيادة سعر الدولار الأمريكي بالنسبة إلى الليرة التركية.

تعتمد تركيا على مصادر مالية خارجية من حيث الموارد، الطاقة والتكنولوجيا، عندما يرتفع سعر الصرف، يزداد الإنفاق النقدي (معادلة الليرة التركية) للديون تلقائيا. ستؤدي زيادة سعر الصرف إلى اقتصاد غير صحي بسبب انخفاض الاستثمارات الجديدة وانخفاض النمو الاقتصادي وزيادة معدل البطالة، وليس هناك شك في أن سعر صرف الدولار غير المستقر في تركيا له تأثير سلبي ليس فقط على المحاسبة الحكومية ولكن أيضا على مستوى معيشة كل فرد.

ثالثا: تطور أنظمة أسعار الصرف في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

من أجل توصيف تطور أنظمة أسعار الصرف في 12 دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي شملتها الدراسة، نحتاج إلى تصنيف هذه الأنظمة إلى فئات، وكما هو الحال في معظم الأعمال التحريية، فإننا نصنف كلا من نظامي أسعار الصرف بحكم القانون (صندوق النقد الدولي) ونظم أسعار الصرف بحكم الواقع (LYS وRR) إلى ثلاث فئات رئيسية، وهي ثابت ونظام وسيط وتعويم. في الجداول التالية:

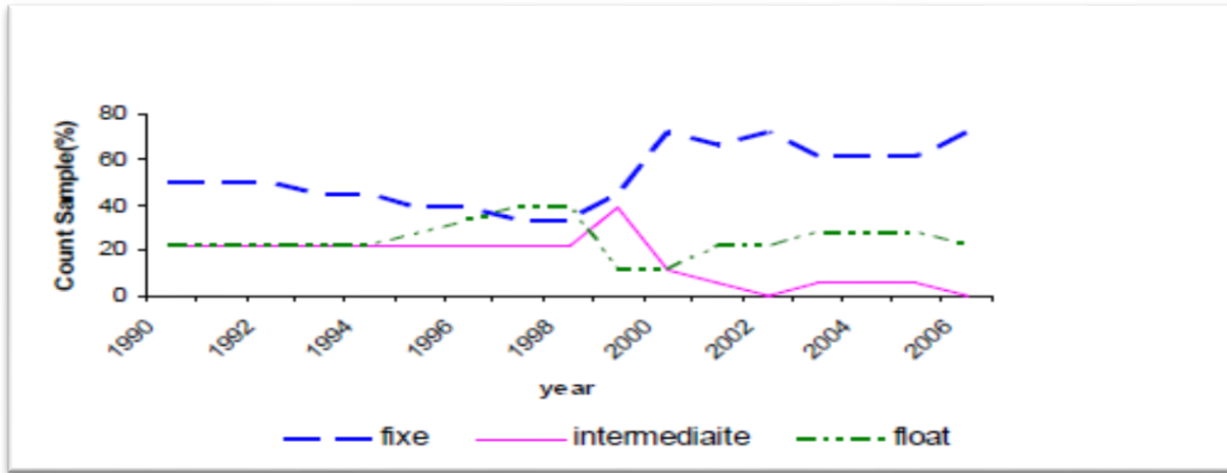
جدول (2-3): نظام سعر الصرف بحكم القانون في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

السنوات	أنظمة ثابتة %	أنظمة وسيطة %	أنظمة التعويم %
2007-1977	67.31	5.81	26.88
1985-1977	88.89	2.96	8.15
1995-1986	62.00	8.00	30.00
2007-1996	58.19	6.21	35.59

Source: Sfia, M Daly, Mouley Sami , *Determinants of Exchange Rate Practices in the MENA Countries: Some Further Empirical Results, 2009, P: 04.*

يبين الجدول أعلاه تطور الفئات الثلاث لنظم أسعار الصرف المجمعة على مدى الفترات الأربعة، استنادا إلى التصنيف القانوني لصندوق النقد الدولي. ويمكننا أن نرى بسهولة أنه على الرغم من الانخفاض الملحوظ في حصتها، ظلت أنظمة أسعار الصرف الثابتة هي النوع الأكثر هيمنة من الترتيبات النقدية بين بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، على مدى العقد (2007-1996)، كما كان أكثر من 58% من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال تتبع أشكالاً مختلفة من الترتيبات المربوطة مقارنة بـ 88% خلال أوائل الثمانينيات (1985-1977). ويرافق هذا الانخفاض في أنظمة أسعار الصرف الثابتة زيادة طفيفة في نسبة الأنظمة الوسيطة بحوالي 3% إلى ما يقرب من 7%، ومع ذلك، فإن الزيادة المعلنة في أنظمة أسعار الصرف المرنة بين بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا قد تكون مجرد وهم لأن النتائج تستند إلى التصريحات الذاتية لهذه البلدان لصندوق النقد الدولي. وبالتالي، فإن الاتجاه نحو التعويم قد يكون مجرد انعكاس للأفكار "التعويم" التي يروج لها صندوق النقد الدولي، أي أن دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تصف نفسها بأنها عائمة لأن هذا ما يريده صندوق النقد الدولي، لكنها في الواقع تتدخل بشكل كبير لتعديل أسعار صرف عملاتها. وبالتالي، يمكننا تعريف موقفهم على أنه "الخوف من صندوق النقد الدولي". ويبين الشكل أدناه تطور نظم الصرف خلال الفترة 2006-1990.

شكل رقم (3-13): تطور نظام سعر الصرف وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي (بحكم القانون)



Source: Darin eGhanem, Claude Bismut, *Choice of Exchange Rate Regime in Middle East and North Africa Countries: An Empirical Analysis*, 2009, P: 05.

من خلال الشكل أعلاه، يمكننا التمييز بين الفترتين: الفترة الأولى، بين عامي 1990 و 1999، تبنت 51% من بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا نظام سعر صرف ثابت، وبشكل أكثر دقة ربط قابل للتعديل، وانخفضت هذه النسبة انخفاضاً طفيفاً خلال بداية عام 1995 لصالح أنظمة أكثر مرونة ولكنها شهدت زيادة كبيرة خلال الفترة الثانية 67.5%. إن تبني أنظمة أكثر صرامة من قبل دول الخليج الست التي هي حالياً في عملية تقارب لاتحاد نقدي في عام 2010، قد يفسر ارتفاع حصة الثابت على حساب الأنظمة الوسيطة التي انخفضت بنسبة 14% بين عامي 1998 و 2006. ويقدم الجدول التالي مزيداً من المعلومات عن التغييرات التي طرأت على النظم خلال هذه الفترة. يوضح الجدول الموالي البلدان المدرجة في العينة مع معلومات عن اتجاه أنظمة الصرف وهو كالتالي:

جدول رقم (3-3): البلدان المدرجة في العينة مع معلومات عن اتجاه وعدد أنظمة أسعار الصرف التي تحولت لفترة العينة

II	I	البلدان	II	I	البلدان
-1	1	المملكة العربية السعودية	4	1	الجزائر
-1	1	قطر	-1	3	تونس
-1	1	البحرين	0	0	المغرب
0	0	عمان	0	5	مصر
0	0	الكويت	0	2	تركيا

الفصل الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)

0	0	الأردن	-1	1	الإمارات العربية المتحدة
ملاحظة:					
- يبين العمود (I) عدد التغيرات في النظام. يشير العمود (II) إلى اتجاه تبديل النظام، - "الرقم الموجب" يعني أن البلد يتجه نحو نظام أكثر مرونة، بينما يشير "الرقم السالب" إلى أن البلد يشدد نظامه.					

Source : Darine Ghanem, Claude Bismut , Op-cit, P : 06.

من خلال الجدول نلاحظ أنه 29.41٪ من البلدان لم تغير النظام الذي تم اختياره في البداية، و 35.29٪ غيرت النظام مرة واحدة فقط، و 32.53٪ غيرت النظام بشكل متكرر خلال هذه الفترة إما لأنها مرت ببعض الأزمات (تركيا، مصر) أو لأن ظروفها الاقتصادية قد تغيرت (تونس)، وفيما يتعلق باتجاه الانتقال، نلاحظ أن 22٪ من هذه البلدان تتحرك في نفس الاتجاه نحو مزيد من المرونة، في حين انتقلت بلدان أخرى من أنظمة أقل مرونة إلى أنظمة أكثر مرونة ثم عكست خياراتها لاحقاً. يبين الجدول الموالي سعر الصرف الفعلي لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وهو كالتالي:

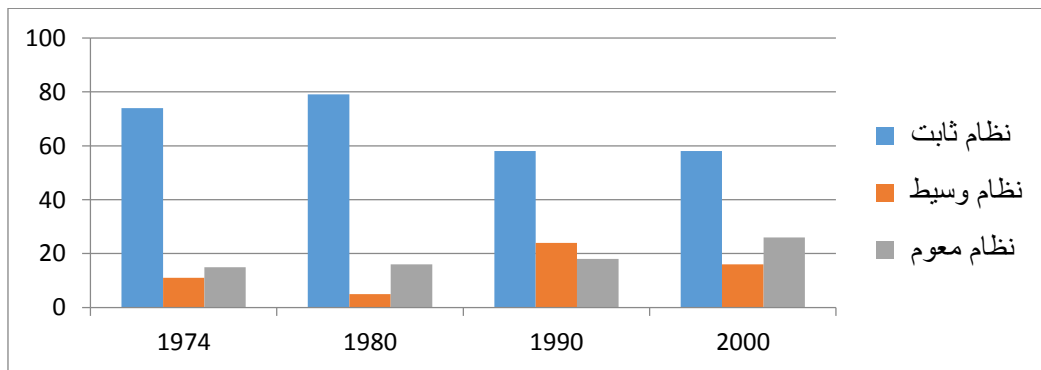
جدول (4-3): تطور أنظمة سعر الصرف الفعلي ل LYS في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

السنوات	أنظمة ثابتة %	أنظمة وسيطة %	أنظمة التعويم %
2000-1977	51.53	33.15	15.32
1985-1977	62.22	31.85	5.93
1995-1986	46.67	36.00	17.33
2000-1996	41.89	29.73	28.38

Source: Sfia, M. Daly, Mouley Sami, Op-cit, P: 04.

كما يوضح الشكل الموالي تطور نظم سعر الصرف الدولية وفقاً لتصنيف LYS:

شكل رقم (3-14): تطور نظم سعر الصرف الدولية وفقاً لتصنيف LYS (%)



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول (4-3)

يبين كل من الجدول أعلاه والشكل، نسب الفئات الثلاث لأنظمة أسعار الصرف التي تم الحصول عليها من تصنيف LYS، وكما أن تصنيف Levy-Yeyati and Sturzenegger، وتصنيف صندوق النقد الدولي يحمل العديد من أوجه التشابه، لأن الاتجاهات في اختيار أنظمة سعر الصرف من قبل بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الموصوفة في تصنيف LYS الفعلي تكاد تكون قابلة للمقارنة مع تلك التي تم الحصول عليها من التصنيف القانوني، وفي حين انخفضت نسبة أنظمة أسعار الصرف الثابتة من 62% في الفترة الفرعية الأولى إلى ما يقرب من 42%، وارتفعت نسبة الأنظمة العائمة من 5.93% إلى 28.38% بين فترتي العينة، ظلت حصة الأنظمة الوسيطة مرتفعة نسبياً ومستقرة حول 30%.

جدول رقم(3-5): نظام سعر الصرف الفعلي لـ RR في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

السنوات	أنظمة ثابتة %	أنظمة وسيطة %	أنظمة التعويم %
2001-1977	10.93	76.80	12.27
1985-1977	16.30	70.37	13.33
1995-1986	4.67	80.67	14.67
2001-1996	13.33	80.00	6.67

Source: Sfia, M. Daly, Mouley Sami, Op-cit, P: 05.

الجدول أعلاه، يبين تطور أنظمة أسعار الصرف في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من خلال استخدام التصنيف الفعلي RR. ووفقاً لهذا التصنيف، كانت الأنظمة الوسيطة ولا تزال أكثر انتشاراً في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مما يوحي به التصنيف القانوني أو تصنيف LYS. وفي حين أن النظم الوسيطة بحكم القانون لا تمثل سوى 5.81% من جميع نظم أسعار الصرف، فإن نسبة النظم الفعلية ذات الدرجة المتوسطة من التعويم تمثل حوالي 75% من جميع النظم الفعلية في تصنيف RR على مدى الفترة بأكملها، ووفقاً لتصنيف RR، زادت حصة بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ذات الأنظمة الوسيطة زيادة كبيرة من 70% في فترة العينة الأولى إلى 80% خلال الفترة 2001-1996.

وخلافاً للعديد من الدراسات التحريية حول تطور نظم أسعار الصرف في البلدان النامية، فإن المقارنة بين النتائج التي تم الحصول عليها من التصنيفات الفعلية لصندوق النقد الدولي بحكم القانون وLYS وRR لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تشير إلى أن ما يسمى بـ "الوسط" على طول بعد المرونة لا يزال يشكل نسبة كبيرة من جميع الأنظمة، كما كان الحال طوال العقود الثلاثة الماضية.

المطلب الثاني: واقع الاستقرار المالي في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تحتفظ البنوك المركزية لكافة دول العالم باحتياطيات النقد الأجنبي، تتمثل في الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات أو التدخل السريع في أسواق الصرف للتأثير في سعر العملة، قصد منح الدول القدرة على مواجهة الصدمات، وتوفير السيولة اللازمة للتمويل الطارئ.

يرى كل من ¹ Obstfeld et al. و ² Ovidiu Stoica أن تراكم احتياطيات النقد الأجنبي أداة رئيسية لإدارة عدم الاستقرار المالي المحلي وأسعار الصرف في عالم تتزايد فيه العولة المالية، والسبب الرئيسي لاحتفاظ البنك المركزي بالاحتياطيات النقد الأجنبي هو حماية القطاع المصرفي المحلي، وأسواق الائتمان المحلية على نطاق أوسع، مع الحد من انخفاض قيمة العملة الخارجية، وتزداد الحاجة إلى مثل هذه الحماية نظراً لتضاعف المخاطر في الاقتصادات الأكثر انفتاحاً من الناحية المالية، حيث يمكن أن يؤدي عدم التطابق المحتمل بين العملات ومزيج من المصارف الداخلية (من الودائع المصرفية إلى العملة) والمصارف الخارجية (الهروب إلى العملات الأجنبية أو البنوك) إلى فرض مطالب غير عادية على احتياطيات البنك المركزي من النقد الأجنبي.

من وجهة نظر كل من (Kaminsky and Reinhart³ 1999)، أن في المصارف الداخلية والخارجية "المزدوجة" ينخفض دعم الاحتياطي عندما يحاول البنك المركزي تخفيف عدم السيولة المحلية من خلال العمل كمقرض، وفي حالة الأسواق الناشئة على وجه الخصوص حيث أسواق السندات المحلية ضعيفة وقد تثير عمليات الإنقاذ الرسمية الواسعة النطاق المخاوف من الإعسار العام، فقد لا تتوفر أي وسيلة عملية قصيرة الأجل لإدارة سعر الصرف بخلاف مبيعات الاحتياطي.

واصلت الاحتياطيات الدولية في ارتفاعها المستمر منذ بداية التسعينات القرن العشرين في عينة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث ارتفعت بـ 8,084 مليار دولار إلى 9,055 بين عامي 1999 و 2000، وفي المقابل ونظراً للارتفاع الكبير الذي شهدته واردات الدول، فقد انعكس اتجاه تغير نسبة احتياطيات الدول إلى وارداتها ليسجل انخفاضاً من 1.52% إلى 8.48% بين عامي 1999 و 2000، وهو الانخفاض الأول خلال عقد التسعينات، وبالنسبة للمجموعات الإقليمية فقد ازدادت احتياطياتها جميعاً وإن كان بنسب متفاوتة، فقد سجلت

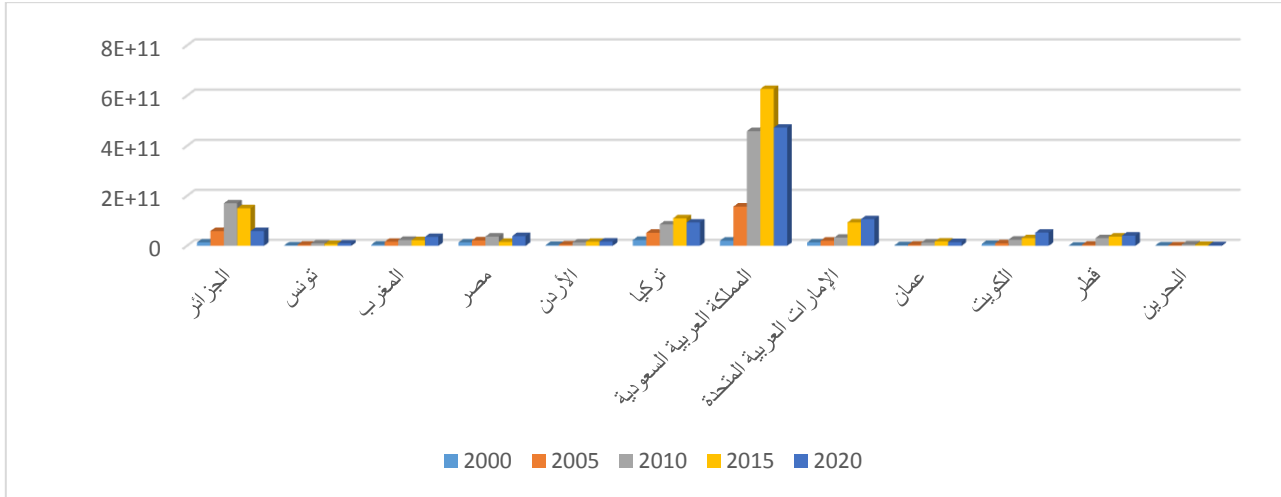
¹ Maurice Obstfeld, Jaya C. Shambaugh, Alan M. Taylor, **Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves**, American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 2, 2010, p: 12.

² Ovidiu Stoica, Iulian Ihnatov, **Exchange Rate Regimes and External Financial Stability**, Economic Annals, Vol. LXI, No. 209, 2016, P: 30..

³ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, **The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems**, The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, 1999, p: 488.

إفريقيا أعلى نسبة ارتفاع بلغت نحو 8.33% تلتها دول الشرق الأوسط بنحو 4.18%، ثم دول نصف الكرة الغربي بنحو 4.8% ودول آسيا بنحو 2.5%.

شكل رقم (3-15): تطور احتياطات الصرف الأجنبي لعينة الدراسة (بالدولار الأمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 02

الاحتياطات الدولية (الإجمالية) تتكون من الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها بحيث تكون رهن استخدامها في تمويل اختلالات المدفوعات، تتضمن الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة، ووضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي، وأرصدة النقد الأجنبي بما في ذلك العملات والودائع والأوراق المالية، وقد ارتفعت معدلات تغطية الاحتياطات للواردات على مستوى الدول بشكل عام. ويعود هذا إلى ارتفاع التغطية في دول العينة عام 2001 إلى 9,686 دولار، وإلى 11,547 مليار دولار عام 2002، وواصلت الاحتياطات الدولية لعينة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا نموها خلال عام 2003، وذلك استمراراً للاتجاه الذي بدأ منذ أوائل التسعينات. وقد كان معدل نموها مرتفعاً بصورة ملحوظة خلال عام 2002، مما أدى لبلوغ الاحتياطات لمستوى 13,733 دولار بنهاية عام 2003، ويلاحظ أن الارتفاع في الاحتياطات كان عاماً بالنسبة لكافة مجموعات الدول، حيث حققت رابطة الدول المستقلة أعلى معدل للنمو، الدول الأفريقية بمعدل 8.19%، ثم دول الشرق الأوسط بمعدل 1.16%.

والجدير بالذكر أن تطورات التجارة الخارجية في السلع والخدمات، وتطورات المدفوعات والتدفقات المالية والرأسمالية، وما نتج عنها من تطورات في الاحتياطات الدولية لدول العينة، واقتصادات السوق الناشئة الأخرى قد أدت بصفة عامة إلى ارتفاع نسبة تغطية الاحتياطات للواردات من السلع والخدمات لتلك المجموعة. وقد كان الارتفاع في نسبة تغطية الاحتياطات للواردات عاماً بالنسبة لكافة المجموعات الفرعية. فقد ارتفعت نسبة التغطية

لدول الشرق الأوسط من 4.71% إلى 0.76%، وواصلت الاحتياطيات الدولية للدول العينة نموها فبلغت 15,888 مليار دولار خلال عام 2004. وقد ارتفع معدل نموها بصورة ملحوظة، في حين يلاحظ أن نسبة الزيادة لعام 2009 كانت أقل من عام 2008، وذلك في ضوء تقلص تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتحويلات العاملين في الخارج إلى لهاته الدول، كما يلاحظ أن الارتفاع في الاحتياطيات كان عاماً بالنسبة لكافة مجموعات الدول، باستثناء دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ودول جنوب الصحراء الإفريقية اللتين انخفضت فيهما الاحتياطيات الخارجية من حوالي 2,1 مليار دولار ونحو 156 مليار دولار في عام 2008 إلى ما يقارب 994 مليار دولار وحوالي 147 مليار دولار على التوالي في عام 2009، دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا فقد سجل حجم احتياطياتها تراجعاً طفيفاً عام 2014، وفيما يخص تطور حجم الاحتياطيات الخارجية لعام 2019، فقد انخفضت في دول العينة.

وعليه تتميز معظم دول العينة، بارتفاع درجة الانكشاف الخارجي لاقتصاداتها، والذي يقاس بارتفاع الميل المتوسط للاستيراد، وتذبذب عوائد النقد الأجنبي، نظراً لاعتماد معظم دولها على الصادرات من المواد الأولية، كما أن الحاجة إلى وجود تنمية مستقرة في دول الـ MENA يتطلب توافر الاحتياطيات، ومن بين محددات حجم الاحتياطيات فيها، ارتفاع تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الاحتياطيات الدولية وعدم استقرار انسياب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها، لذا تسعى دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للاحتفاظ بالاحتياطيات، التي ترتفع وتنخفض كل عام بسبب الارتفاع والانخفاض المسجل في متحصلاتها من النقد الأجنبي عن المدفوعات.

المطلب الثالث: تطور المتغيرات المفسرة المساعدة لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

اعتماداً على عدة دراسات تجريبية سابقة والتي تناولت تأثير أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي تم اقتراح عدة متغيرات تفسيرية لمؤشر الاستقرار المالي وهي الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري، العرض النقدي (مؤشر السيولة)، النمو الاقتصادي، نسبة التضخم وسوف نوضح تطور هذه المتغيرات خلال فترة الدراسة بالنسبة لدول العينة (الجزائر، تونس، المغرب، مصر، المملكة العربية السعودية، الامارات العربية المتحدة، قطر، الكويت، البحرين، عمان، الأردن وتركيا)، كما يلي:

أولاً: النمو الاقتصادي

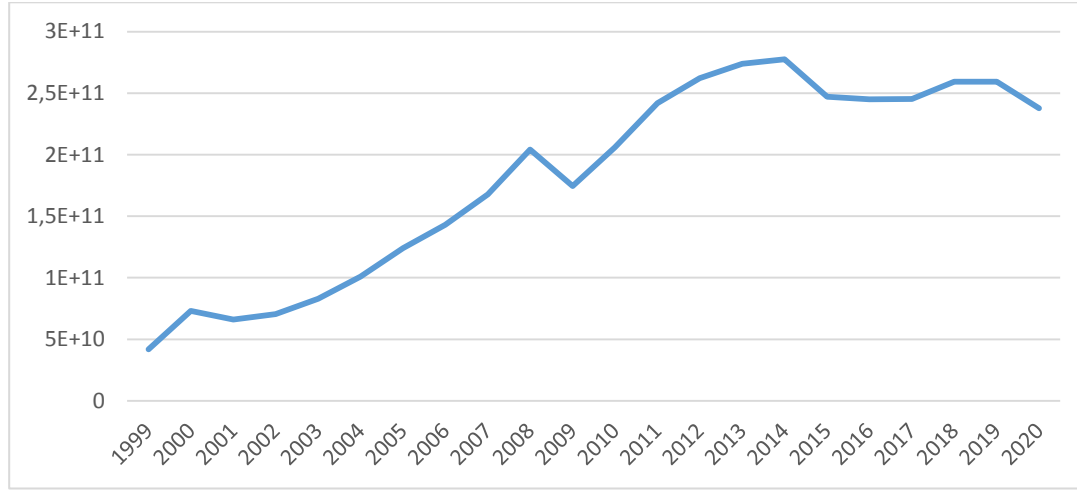
يظهر النمو الاقتصادي مقدار التغير في الدخل الكلي للاقتصاد، لذا فإن تراجع معدلات النمو الاقتصادي تؤثر بشكل سلبي على مستويات الدخل الكلي، وبالتالي دخل الفرد، ومع تراجع مستويات الدخل تضعف قدرة المقترضين على السداد فترتفع نسبة القروض المتعثرة مما يؤدي إلى ارتفاع المخاطر التي بدورها تؤثر على الاستقرار

المالي،¹ ولهذا السبب من المهم لكل بلد في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن يعرف نقاط قوته وضعفه من حيث الهيمنة والاستجابة للصدمات مقارنة بالبلدان الأخرى في نفس المنطقة.

كانت التنمية الاقتصادية لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بطيئة للغاية، وظلت جميع البلدان تقريباً تعتمد على الزراعة وتربية الحيوانات حتى 1970، وبدأ التنقيب القوي عن تعدين النفط، مما بشر بمرحلة جديدة، قادت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا العالم في إنتاج وتصدير النفط، خلقت عائدات النفط الضخمة من النقد الأجنبي بعضاً من أغنى دول العالم، واختفت الزراعة تقريباً من المنطقة بينما أصبحت قطاعات التعدين والتصنيع والبناء والخدمات ركائز مهمة للاقتصاديات الوطنية، أدى تنفيذ إعادة الهيكلة الاقتصادية وتحرير التجارة الخارجية إلى نمو مطرد في الناتج المحلي الإجمالي يزيد عن 3٪ في المنطقة متجاوزاً متوسط معدل النمو البالغ 2.1٪ في عام 1980، بين عامي 2000 و 2013، ارتفعت أسعار النفط الخام العالمية بشكل حاد، من حوالي 20 دولاراً للبرميل سنة 1990 إلى حوالي خمسة أضعاف، وقد أدى ذلك إلى تحسن كبير في ميزان الإيرادات والنفقات في الحسابات المالية والجارية للمنطقة وساهم في نموها الاقتصادي، وفي حين أن النمو الإجمالي لا يزال ثابتاً، فإن تنمية الاقتصادات المختلفة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ليست متوازنة، انخفضت معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة من 2.4٪ و 1.4٪ في عام 1996 إلى 1.8٪ و 0.8٪ في عام 1997 على التوالي. واستمر هذا التباطؤ الاقتصادي إلى أن أدى الارتفاع الحاد في أسعار النفط العالمية إلى تخفيف حدة في النصف الثاني من عام 1999. في الوقت نفسه، وصلت بعض الدول المصدرة غير النفطية إلى مستوى التطور السريع في ذلك الوقت، وقامت كل من الجزائر ومصر وغيرها بإعادة هيكلة وإصلاح اقتصادي مستمر وتكيفت بنجاح مع البيئة الدولية الجديدة على الرغم من أنها واجهت صعوبات اقتصادية في أوائل تسعينيات القرن العشرين.

¹ عبد الكريم قندوز، سائد خليل، عبد الله سراج، محددات الاستقرار المالي للبنوك المركزية، صندوق النقد العربي، العدد 11، 2022، ص: 12.

شكل رقم (3-16): تطور متوسط الناتج المحلي الإجمالي لدول العينة طيلة الفترة 1999-2020
(بالدولار الأمريكي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 03

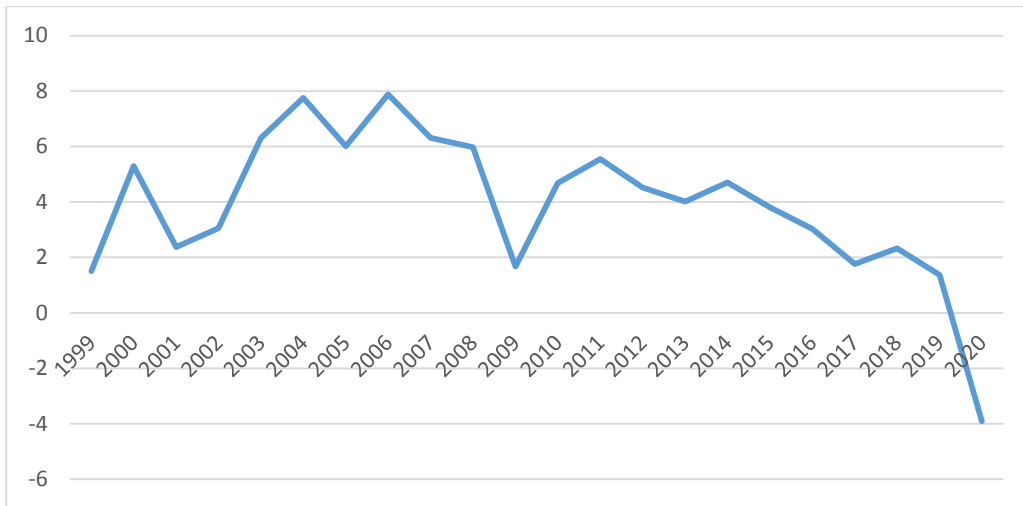
أظهر الشكل أعلاه ارتفاعاً في كل من الناتج المحلي الإجمالي، في حين وصل معدل النمو الاقتصادي في مصر وتونس إلى 6٪، ومع تحسن بيئة الاستثمار، لم يقتصر الأمر على زيادة استثمارات القطاع الخاص، بل ارتفع الاستثمار الخارجي أيضاً ارتفاعاً كبيراً وفقاً للإحصاءات، وارتفعت نسبة الاستثمار الأجنبي في البلدان غير المصدرة للنفط في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من 4٪ إلى 50٪، ولم يعوض رأس المال الأجنبي عن نقص الأموال في هذه البلدان فحسب، بل جلب أيضاً تكنولوجيات جديدة وأسواقاً دولية لتنشيط اقتصادات هذه البلدان. من بين العوامل التي جعلت مهمة تعزيز النمو الاقتصادي في المنطقة صعباً:

1- انخفاض أسعار النفط أقل من 45 دولاراً للبرميل لأن العرض والطلب العالميين على النفط غير متوازنين، لذلك انخفضت أسعار سوق النفط الدولية لأسباب عديدة ولكن بشكل خاص بسبب انخفاض الطلب، حيث كانت الولايات المتحدة أكبر مستورد للنفط في العالم، لكن ظهور ما يسمى بـ "ثورة الغاز الصخري" قللت بشكل كبير من اعتماد الولايات المتحدة على واردات النفط، كما فشل النمو الاقتصادي الأقل من المتوقع في منطقة اليورو واليابان وروسيا في التعويض. وزاد العرض، ودرست أوبك خفض الإنتاج بين الدول الأعضاء في نوفمبر 2014 لكنها لم تفعل، ودفعت الدول الرئيسية المنتجة للنفط إنتاج النفط إلى ما يقرب من الحد الأعلى للقدرة، مما أدى إلى إغراق السوق، لتتأثر بذلك بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا المصدرة للنفط.

2- ساهمت التحديات الأمنية الإقليمية في انخفاض النمو في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، سوريا والعراق وليبيا واليمن، الحرب أهلية. وقد أدت هذه الصراعات إلى أكبر أزمة لاجئين منذ الحرب العالمية

الثانية حيث فر الناس من هذه البلدان إلى جيرانهم الضعفاء اقتصاديا، وكان لحصار تنظيم الدولة الإسلامية لبغداد في العراق في عام 2014، آثار غير مباشرة كبيرة، فالصراع يدمر رأس المال النقدي والبشري والاجتماعي، ويمكن أن يكون التأثير طويل الأمد، لم يتعافى الناتج المحلي الإجمالي للبنان بالكامل من الحرب الأهلية 1975-1990، على الرغم من أن الأدلة تشير إلى أن البلدان المصدرة للنفط سوف تتعافى بسرعة أكبر، أظهر تقرير للأمم المتحدة أن أكثر من 13 مليون طفل في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تمزقها الصراعات لا يذهبون إلى المدرسة، كما قدر المركز السوري لبحوث السياسات الأضرار التي لحقت برأس المال في سوريا بين عامي 2011 و 2014 بنحو 72 مليار دولار.

شكل رقم (3-17): تطور متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 04

- 3- الآثار غير المباشرة للتحديات الاقتصادية في بقية العالم هي السبب الذي يزيد من صعوبة تحقيق النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث استمرت أزمة الديون في اقتصاد منطقة اليورو في التعمق ونموها الاقتصادي راكد تقريبا، وهذا لا يضعف الانتعاش الاقتصادي العالمي فحسب، بل يؤثر سلبا أيضا على صناعة السياحة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأدى الانكماش في السياحة والمساعدات الخارجية والاستثمار إلى خفض الأداء الاقتصادي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- 4- إن التيسير الكمي في الولايات المتحدة هو عامل آخر قيد النمو الاقتصادي في المنطقة، ومع توقع واضعي السياسات رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة والتعافي من الأزمة المالية في الفترة 2007-2009، فإن تقليص التيسير الكمي سيؤثر سلبا على اقتصاد منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بسبب ارتفاع قيمة الدولار، وتدفق رأس المال إلى الخارج، ونقص الاستثمار، إن انخفاض قيمة العملات المرتبطة

بالدولار الأمريكي، بما في ذلك في المغرب، تونس وتركيا منذ جوان 2014 كان نذير بمشاكل أكبر في المستقبل، وقد كان له بالفعل مستوى مماثل.

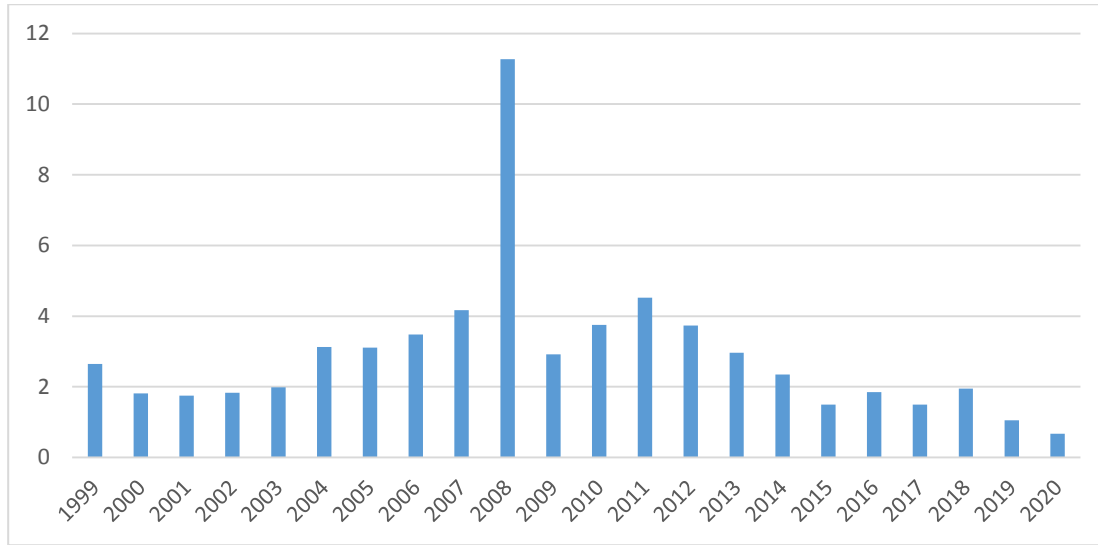
5- تكمن الصلة بين النمو الاقتصادي والاستقرار المالي من خلال التأكيد على أن وجود نظام مالي مستقر ومتطور أمر بالغ الأهمية في تعزيز الكفاءة وتشجيع الاستثمار، هذا ممكن من خلال تمويل الفرص التجارية التي يحتمل أن تكون مربحة، وتعبئة المدخرات، وتمكين التجارة، والتحوط وتسهيل تبادل السلع والخدمات، وبالتالي تضمن هذه الوظائف التخصيص الفعال للموارد، التراكم السريع لرأس المال المادي والبشري، والتقدم التكنولوجي الأسرع، الذي بدوره يعزز النمو الاقتصادي، ومن المرجح أن يؤدي عدم الاستقرار المالي إلى إعاقة النمو الاقتصادي لأن الوظيفة الأساسية للنظام المالي، بما في ذلك دور الوساطة المالية، تكون مقيدة عندما يصبح النظام غير مستقر.

ثانياً: التضخم

شهدت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا العديد من الصدمات التضخمية، وللتعامل مع تقلب الأسعار والحد من التضخم، اختارت العديد من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا سياسة أسعار الصرف الثابتة باعتبارها مرتكز السياسة، وذلك لأنه من خلال ربط عملاتهم الوطنية بعملة قوية (بشكل أساسي بالدولار الأمريكي) يمكنهم استيراد المصدقات والثقة إلى اقتصادهم، ولكن بقيامهم بذلك تفقد البنوك المركزية السيطرة على السياسة النقدية المحلية، ومع ذلك، يبدو أن المؤسسات النقدية المتخلفة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما أنه ربط النظام المالي واستقراره بالتضخم والسياسة النقدية قضية مهمة للغاية تستلزم الدراسة، كون التأثير السلبي للتضخم على الاستقرار المالي سيتفاقم وسط نطاق محدود لتعويض الزيادات في الدخل. يوجد التضخم بأشكال مختلفة، مثل سحب الطلب، أو دفع التكلفة، أو التضخم المستورد أو تضخم الأجور. وعندما يكون التضخم مدفوعاً بصدمات العرض الخارجية أو صدمات دفع التكاليف الناتجة عن ارتفاع أسعار الطاقة، يكون نطاق الدخل المرتفع أكثر محدودية، ويميل ميزان المخاطر إلى الجانب السلبي، ومن المرجح أن تتسع فجوة الدخل، في حين أن الاستقرار المالي هو شرط أساسي لاستقرار الأسعار، فإن استقرار الأسعار يؤثر أيضاً على الاستقرار المالي، كما أن استقرار الأسعار يعتمد على الاستقرار المالي.

شهدت العديد من البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ضغوطاً تضخمية في أواخر 1990، تزامنت وتدفقات ميزان المدفوعات غير المعقمة من صادرات النفط أو الخصخصة أو تحويلات للعمال، واتبعت العديد من بلدان قواعد السياسة النقدية التي كان ينبغي أن تؤدي وفقاً للنظرية النقدية القياسية إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي، وشهدت المنطقة بشكل عام، بعض الاستثناءات الملحوظة، في فترة غير مسبقة من الاستقرار الاقتصادي الكلي المستدام.

الشكل رقم (3-18): تطور معدلات التضخم لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 05

فيما يخص يتعلق بتطورات الأسعار المحلية، يلاحظ الاستقرار النسبي لمعدلات التضخم، حيث لم يتعدى 2%، طيلة الفترة من 2000 إلى 2003، وبلغت على التوالي: 1.81%، 1.74%، 1.83%، 1.98%، مما يعكس جهود الإصلاحات التي انتهجتها تلك الدول خلال هذه الفترة، يلاحظ ارتفاع معدلات التضخم سنة 2006، يعزى ذلك إلى ارتفاع أسعار الأغذية والطاقة، بالإضافة إلى زيادة السيولة المحلية الناجمة عن الفوائض المالية في الدول المصدرة للنفط، كما ساهم الطلب المتعلق بالوقود الحيوي في ارتفاع أسعار المحاصيل الغذائية الأساسية، كما شهدت الدول ارتفاعاً كبيراً في معدلات التضخم، وذلك في ضوء انخفاض سعر صرف عملاتها وارتفاع العجز في موازنات تلك الدول، من جراء انخفاض أسعار صادراتها من النفط والسلع الأولية، ويمكن تفسير هذه الزيادات الجديدة في معدل التضخم بالصدمات الخارجية التي تتعرض لها المنطقة، مثل التدخل الأمريكي في العراق في عام 2003، وارتفاع أسعار النفط والسلع الأساسية الأخرى في السوق الدولية، مما يعكس الطلب المتزايد من بلدان الأسواق الناشئة. والأكثر من ذلك، أن الضعف اللاحق للدولار يؤدي إلى ضغوط تضخمية إضافية خاصة في البلدان التي ترتبط بالدولار والتي لا تنتج فقط عن ترميز سعر الصرف إلى أسعار الواردات ولكن أيضاً بسبب تقييد استقلالية البنوك المركزية في استخدامها لأسعار الفائدة لمعالجة التضخم المتزايد مع الأخذ في الاعتبار أسعار الفائدة التي تعتمد على درجة تحرير حساب رأس المال.

جدول رقم (3-6): تطور متوسط معدلات التضخم لكل دولة (%)

الدول	2005-2001	2010-2006	2015-2011	2020-2016
الجزائر	3.051498	4.099442	4.874255	4.12514
تونس	2.613405	3.508222	4.446206	5.720013
المغرب	1.211848	2.201422	1.214984	1.040649
مصر	5.130958	11.6618	9.417416	14.38388
الأردن	2.41815	5.814662	3.104984	1.620517
المملكة العربية السعودية	0.146635	5.328747	3.133475	1.008182
الإمارات العربية المتحدة	4.016	7.022043	1.811394	0.538493
الكويت	2.059671	6.002612	3.063294	-1.60048
قطر	3.917926	6.671117	2.367898	0.024066
البحرين	0.965932	2.709507	2.03071	0.989859
عمان	0.333978	5.695254	1.824617	0.563518
تركيا	27.54883	8.722994	7.876393	12.54154

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 05

يمثل التضخم المرتفع، الناتج عن الاعتماد الكبير على واردات الوقود والغذاء، تحدياً كبيراً للبلدان الفقيرة بالموارد، ظل تضخم أسعار المستهلكين مرتفعاً منذ ارتفاع أسعار النفط والوقود في 2008، كما هو مبين في الجدول أعلاه، وسجلت معظم البلدان معدلات تضخم أعلى في الفترة 2010-2006. وظلت معدلات التضخم أعلى نسبياً في البلدان الفقيرة بالموارد، والتي تستورد كميات كبيرة من الغذاء والوقود والتي لا تملك الموارد المالية، وكانت الشرائح السكانية ذات الدخل المنخفض والمتوسط هي الأكثر تضرراً، حيث تخصص نصيباً كبيراً من إيراداتها للمواد الغذائية والطاقة، مقارنة بالشرائح الأكثر ثراء في المجتمع.

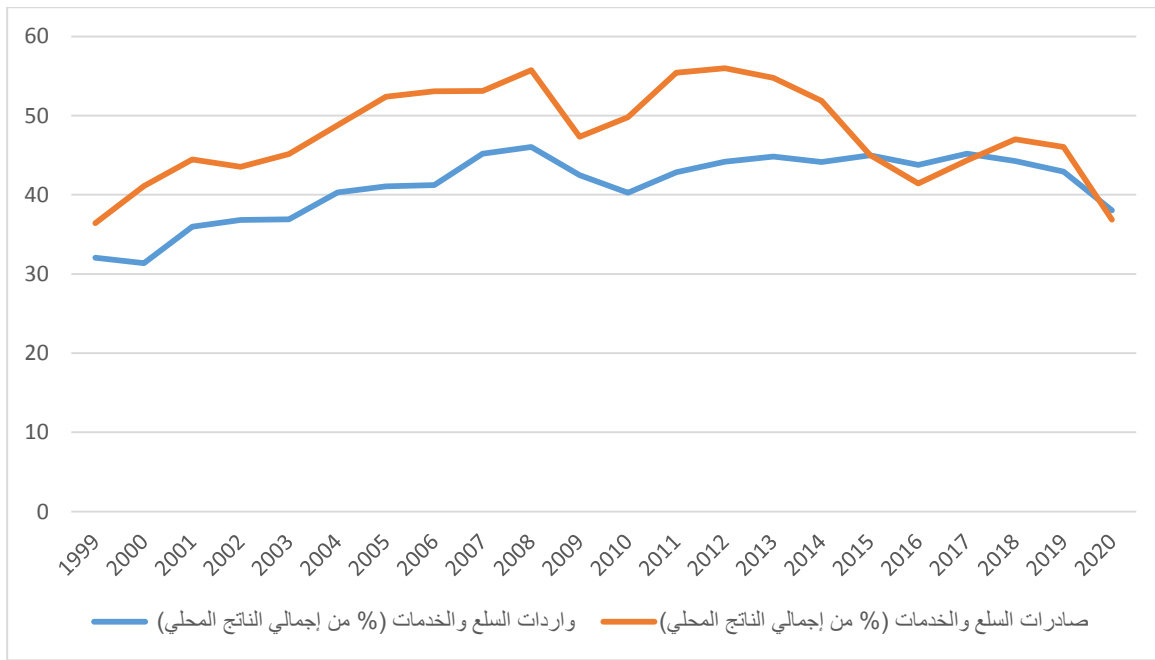
نظراً لارتفاع الدخل وتوسع الطبقة الوسطى في البلدان الناشئة الرئيسية واستمرار عدم الاستقرار في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فمن المحتمل أن تشير الذروات لأسعار الوقود والغذاء إلى زيادات طويلة الأجل في

الأسعار، فإن تنفيذ التدابير التعويضية نتيجة للربيع العربي، ولا سيما الزيادة في دعم الغذاء والوقود، سيضيف مزيداً من الضغط على الأرصدة المالية السلبية بالفعل لتلك البلدان.

ثالثاً: مؤشر الانفتاح التجاري

قد يتوقف تأثير الإصلاحات التجارية وهيكل الميزان التجاري على مستوى التنمية المالي. في الآونة الأخيرة، وجد¹ Do and Levchenko (2004) أن الانفتاح التجاري سيؤثر على الطلب على التمويل الخارجي وبالتالي على العمق المالي في البلدان التجارية. وعلى وجه الخصوص، يتنبأ نموذجهم بأن زيادة الانفتاح في البلدان المرتفعة الدخل ينبغي أن ترتبط بالتنمية المالية الأسرع. بل على العكس من ذلك، يمكن أن يؤدي المزيد من التجارة في البلدان المنخفضة الدخل إلى إبطاء التنمية المالية لأنها تميل إلى استيراد سلع كثيفة مالياً، مما يعوق تطوير نظمها المالية.

شكل رقم (3-19): نسبة الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 06 و 07

سنة 1999، سجلت قيمة التجارة الخارجية تحسناً ملحوظاً، فقد أدى الارتفاع الملحوظ لأسعار النفط في السوق العالمية إلى ارتفاع قيمة الصادرات، وعلى صعيد أداء الصادرات حسب الدول فرادى، تشير التقديرات إلى زيادات في قيمة صادرات الدول التي يشكل فيها النفط الخام السلع الرئيسية، حيث سجلت قطر نسبة 31 %،

¹Quy-Toan Do, Andrei A. Levchenko, *Trade and Financial Development*, RePEc, 2004, p: 23.

ثم الكويت بنسبة 28 %، فالسعودية، الجزائر ومصر على التوالي بنسب تصل إلى 24.9 %، 24 %، 11 %، ومن جانب آخر، ارتفعت قيمة صادرات الدول التي تتمتع بقاعدة تصديرية متنوعة أي خارج قطاع المحروقات كالمغرب وتونس والتي وصلت نسب الصادرات إلى 3.2 % و 2.1 % على التوالي، وحافظت التجارة الخارجية على اتجاهاتها مع الشركاء الاقتصاديين، كالاتحاد الأوروبي والذي يعتبر الشريك التجاري الرئيسي، ارتفع بنسبة طفيفة جدا ويعزى ذلك إلى ثبات مستوى الطلب على الصادرات النفطية، وبخصوص تطور الواردات فإنها لم تكن متماثلة هي الأخرى حيث كانت تتراوح النسب في كل من الجزائر والإمارات والمغرب وتونس بين 1.7 % إلى 6.4 %، وقد أدى تزايد قيمة الصادرات مع تباطؤ نمو الواردات إلى ارتفاع فائض فجوة الموارد، أي الفرق بين صادرات السلع والخدمات وواردات السلع والخدمات، ونظرا لارتفاع نسبة الصادرات النفطية من إجمالي الصادرات، فإن التقلبات التي تتعرض لها السوق العالمية للنفط تنعكس بشكل كبير على إجمالي حصيلة الصادرات، إضافة إلى أن الصادرات غير النفطية تتضمن نسبة هامة من المواد الأولية الزراعية والمنجمية، والتي تتعرض بدورها لتقلبات في الأسعار العالمية وتؤثر بشكل مباشر على حصيلة الصادرات، ولا شك أن هذا الوضع يبرز أهمية مواصلة وتكثيف الجهود التي تقوم بها الدول لزيادة التنوع في هيكل الإنتاج والتصدير لدعم عوامل الاستقرار الاقتصادي والتخفيف من آثار تقلبات الأسعار العالمية على النمو الاقتصادي والسعي لتحقيق الاستقرار المالي، بتخفيف الصدمات، وحققَت الدول التالية (الجزائر، الإمارات، البحرين، تونس، مصر، المغرب)، فائضا في صافي الصادرات (صادرات السلع والخدمات - واردات السلع والخدمات) في عام 2002، كما سعت غالبية الدول لتطبيق سياسات وإجراءات اقتصادية ومالية بغرض ترشيد سياسات الاستيراد، وتحسين جانب العرض في الاقتصاد، وأدى ذلك إلى انخفاض وتيرة نمو الواردات، وارتفعت حصيلة الصادرات بنسبة 2.1 % سنة 2003، مقارنة بالعام 2002، وارتفعت قيمة الصادرات من السلع والخدمات من حوالي 49.64 % سنة 2007، إلى 51.48 % سنة 2008، وفي نفس الوقت ارتفعت قيمة الواردات في سنتي 2007 و 2008 بمعدلي 37.83 %، 38.49 %، وتحسنت نسبة تغطية الصادرات للواردات، في حين تذبذبت قيمة الصادرات والواردات بين ارتفاع وانخفاض طيلة الفترة ما بين 2009 و 2016، وتباينت على مستوى الدول مستويات تغطية الصادرات إلى الواردات ويعزى هذا الانخفاض إلى التراجع في قيمة الصادرات، كما تأثرت هذه الأخيرة بانخفاض أسعار وعائدات الصادرات النفطية حيث تراجعت سنتي 2019 و 2020، وذلك بعد ارتفاع طفيف سنة 2018، ويرجع الانخفاض نظرا لتداعيات جائحة كوفيد-19 - على حركة التجارة العالمية، وتأثرت سلاسل التوريد العالمية وتعطلت شبكات الإنتاج بسبب الإغلاق الكلي والجزئي لغالبية النشاطات الاقتصادية والتجارية للحد من انتشار الوباء، وهذا أدى إلى تقييد حركة رؤوس الأموال وتدفق السلع والخدمات، والذي بدوره أثر على التجارة ومؤسسات الأعمال وانعكس سلباً على التجارة الدولية.

رابعاً: مؤشر الانفتاح المالي

تناولت الدراسات السابقة نظرية الانفتاح بشكل تجريبي، (Law 2009¹، Alamgir Hossain 2020²) et al، ووافقت الدراسات التجريبية وأيدت أن الانفتاح المالي الأعلى يرتبط ارتباطاً إيجابياً بالتنمية المالية للبلدان النامية، وجدت الدراسات الحديثة التي فحصت تأثير الانفتاح المالي على سلوكيات المخاطرة في البنوك على المستوى الجزئي أن الانفتاح المالي الأعلى يؤدي إلى زيادة المخاطرة المصرفية Bourgain et al. 2014³، Cubillas and González 2012³، كما وجد كل من (Bui and Bui, 2019⁵) بشكل أن الاتجاهات والعلاقة بين الانفتاح المالي والمخاطرة المصرفية في القطاع المصرفي تتصرف وتكون بشكل مختلف في البلدان المتقدمة والنامية، ومن المرجح أن تنجو البنوك في الاقتصادات الأكثر انفتاحاً من الأزمات المالية المستقبلية، وتوصل الباحثان (Rahman et al. 2020⁶)، إلى أن الانفتاح المالي يضبط البنوك في تحمل المخاطر لتحقيق الاستقرار، كما يعزز الانفتاح المالي العالمي زيادة الاستثمار الأجنبي في بلد ما. وبالتالي، يدفع هذا البلد إلى توجيه الائتمان باستمرار بأسعار فائدة منخفضة، مما يؤدي إلى سلوك مصرفي محفوف بالمخاطر وبالتالي يهدد الاستقرار، كما أن الدراسات التجريبية أظهرت أدلة غير حاسمة على العلاقة بين الانفتاح المالي على الاستقرار المالي.

كما أكدت العديد من الدراسات على أهمية الانفتاح المالي لتنمية النشاط المالي العام، بما في ذلك القطاع المصرفي، وفي تطوير التحرير وإحداث تحسينات في القدرة التنافسية الخارجية الشاملة لمؤسسات الاقتصاد الخارجي، تجادل بعض الدراسات السابقة مثل الدراسة التي قام بها الباحث Santos-Paulino 2005⁷

يرى بأن تحرير التجارة يؤدي إلى زيادة عامة في الرفاهية من خلال تعزيز التنوع الاقتصادي، وقام بدراسة القنوات والروابط التي يمكن من خلالها لزيادة الانفتاح المالي أن تعزز القدرة التنافسية من الناحية النسبية – أي مقارنة بالاقتصادات الأقل انفتاحاً من الناحية المالية. وبعبارة أخرى، هل يؤدي وجود ضوابط رأس المال إلى إضعاف

¹ Law H. Siong, **Trade Openness, Capital Flows and Financial Development in Developing Economies**, International Economic Journal, 23(3), 2009, p: 415.

² Alamgir SK. Hossain, Syed Moudud-UI-Huq, Marufa B. Kader, **Impact of Trade Openness of Bank Risk-Taking Behavior : Evidence a Developing Country**, Cogent Economics & Finance, 8 :1765468, 2020, p: 11.

³ Bourgain Arnaud, Patrice Pieretti, SkerdilajdaZanaj, **Financial Openness, Disclosure and Bank Risk-Taking in MENA Countries**, Emerging Markes Review, 13(3), 2012, p: 289.

⁴ Cubillas Elena, González, **Financial Liberalization and Bank Risk-Taking: Internaltional Evidence**, Journal of Financial Stability, 11, 2014, p: 44.

⁵ Bui T. Duy, Bui M. H. Thi, **How Does Institutional Development Shape Bank Risk-Taking Incentives in the Context of FinanacialOpenness?**, Pacificbasin Finance Journal, 58, 101209, 2019, p: 16

⁶ Rahman, M.M, Begum, M., Ashraf, B. N., Masud, M., & Kaium, A., **Does Trade Openness Affect Bank Risk-Taking Behavior? Evidence from BRICS Countries**, Economies, 8(3), 2020, P: 75.

⁷ Amelia U. Santos-Paulino, **Trade Liberalisation and Economic Performance: Theory and Evidence for Developing Countries**, The World Economy, Vol. 28, Iss.6, 2005, p:799.

القدرة التنافسية. ومن وجهة نظر¹ Quinn and Toyoda (2008)، فإن انفتاح حساب رأس المال لا يعزز دائما القدرة التنافسية للصادرات، وحرية حركة رأس المال ليست ضمانا لاستخدام أفضل لتدفقات الاستثمار. أما من وجهة نظر² Atolia et al (2020) أن تحرير التجارة ساهم على مدى العقود الأخيرة في زيادة التدفقات التجارية والمالية من تجربة "النمو الآسيوية"، والاستفادة من الانفتاح لتسريع التصنيع والتحول الهيكلي والنمو الاقتصادي، ينبع جزء مهم من هذه الرافعة المالية من أنظمة سعر الصرف، كما ناقش أيضا Guzman et al³ (2018) وجادلوا بأن سياسات سعر الصرف تسهل (أو تعيق) النمو الاقتصادي، من خلال تعزيز التنوع وإدارة التقلبات في معدلات التبادل التجاري، لا سيما في البلدان المصدرة للسلع الأولية، خاصة في البلدان المصدرة للسلع الأساسية، ولأهمية أنظمة أسعار الصرف - وأطر السياسة النقدية الأوسع نطاقا - عدة جوانب ذات صلة. لقد ثبت أن اختيار نظام العملة عامل رئيسي في التنبؤ باحتمال حدوث أزمة عملة (Ghosh et al.⁴ Holtemöller and Mallick، 2013)، كون التعويم المدار أقل عرضة للأزمات (Ghosh et al.⁵، 2014). في حين وجد⁶ Aman et al. (2022) أن اختلال العملة في الأنظمة الثابتة يقلل في وجود مؤسسات مؤسسات أقوى أو في البلدان ذات أطر السياسة النقدية التي تستهدف التضخم (والتي تمثل أحد الجوانب الهامة لإدارة أسعار الصرف).

وفي الوقت الذي تبحث فيه بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في سبل تعزيز النمو الاقتصادي السريع والدائم، لا بد أن يكون المزيد من إصلاح القطاع المالي على رأس جدول أعمالها، وتتلخص النظرية في أن السياسات الرامية إلى تعزيز أداء القطاع المالي سوف تؤدي إلى انخفاض تكاليف المعلومات والمعاملات، وبالتالي تحسين كفاءة تخصيص وزيادة الناتج، وقد فتحت بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تدريجيا حساباتها الجارية والرأسمالية، لدى ما يقرب من نصف البلدان قطاعات مالية مفتوحة، على الرغم من أن العديد منها يفرض قيودا على الملكية الأجنبية للأصول وإعادة الأرباح لبعض البلدان، مثل الجزائر وإيران وموريتانيا وباكستان وسوريا، لديها أسعار عملات متعددة أو أسواق صرف موازية.

¹ Dennis P. Quinn, A. Maria Toyoda, **Does Capital Account Liberalization Lead to Growth**, The Review of Financial Studies, Vol. 21, No. 3, 2008, P:-1440.

² AtoliaManjo, Prakash Loungani, Milton Marquis, Chris Papageorgiou, **Rethinking development policy: What remains of structural transformation?**, World Development, Vol.128, No. 104834, 2020, pp:11.

³ Guzman Martin, Jose Antonio Ocampo, Joseph E. Stiglitz, **Real exchange rate policies for economic development**, World Development, Vol.110, 2018, p: 55.

⁴ Holtemoller Oliver, SushantaMallick, **Exchange rate regime, real misalignment and currency crises**, Economic Modelling, Vol. 34, 2013, p:9.

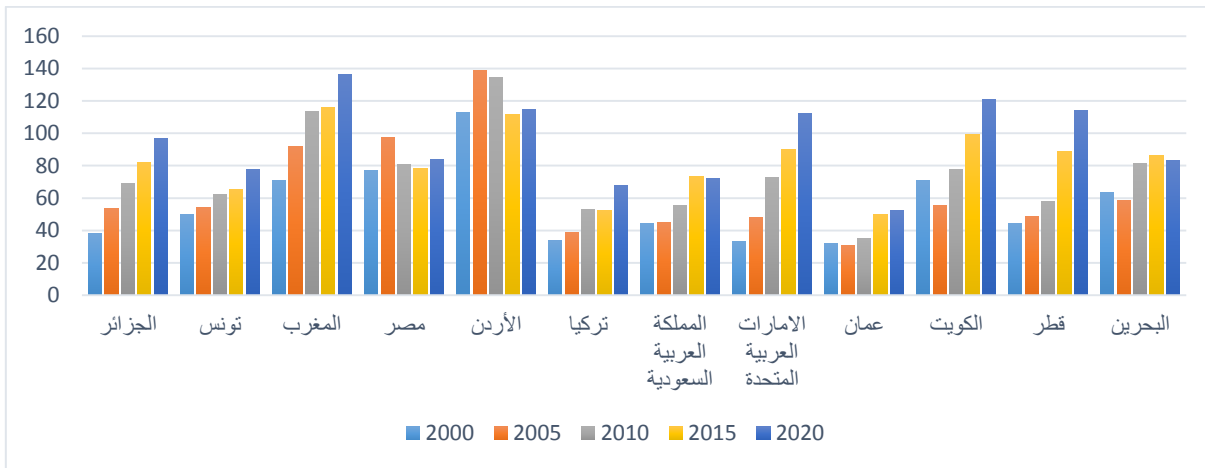
⁵ Ghosh R. Atish, Jonathan D. Ostry, Mahvash S. Qureshi, **Exchange Rate Management Crisis Susceptibility: Susceptibility: A Reassessment**, IMF Working Paper, WP/14/11, 2014, p: 37.

⁶ AmanZunaira, MallickSushanta, IlaydaNemlioglu, **Currency regimes and external competitiveness: the role of institutions, trade agreements and monetary frameworks**, Journal of Institutional Economics, Vol. 18, 2022, p: 420.

خامسا: مؤشر السيولة (M_2 / GDP)

شهد عام 1999، استمرار جهود الدول لتهيئة الاقتصاد لتحقيق النمو القابل للاستمرار، والمحافظة على التوازنات الاقتصادية العامة، وذلك بدرجات متفاوتة في الإصلاح الهيكلي وتطبيق سياسات التصحيح الاقتصادي، بغية جذب الاستثمارات الأجنبية وتوفير فرص العمل، وعليه تحسين مستوى المعيشة، وكذلك تحسين القدرة التنافسية، وفي هذا الإطار، سعت السلطات النقدية في هاته الدول إلى اتباع سياسات نقدية تهدف إلى تحقيق استقرار الأسعار وسعر الصرف والاستقرار النقدي، وتنظيم مستويات السيولة بما يتناسب مع متطلبات حركة النشاط الاقتصادي، ويعتبر مؤشر العمق المالي أهم مؤشر سيولة الاقتصاد حيث يسمح هذا المؤشر بأخذ فكرة حول المعروض النقدي المتداول في الاقتصاد ومكوناته خاصة القروض الموزعة في الاقتصاد حيث تشير النظرية الاقتصادية إلى العلاقة القوية بين العمق المالي وتطور أداء الاقتصاد الكلي.

شكل رقم (3-20): تطور مؤشر سيولة الاقتصاد لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي (World Bank) والملحق رقم 08

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن أغلب الدول شهدت تطور في مؤشر السيولة بين سنتي 2005 و 2020، وهذا يدل على توجه هذه الدول إلى سياسات نقدية توسعية خلال هذه الفترة وبالتالي زيادة ضخ أموال إضافية في الاقتصاد ونخص بالذكر الجزائر تونس والمغرب باعتبار ان هذه الدول شهدت في السنوات الأخيرة ضغوطات تضخمية بسبب زيادة نمو الكتلة النقدية من جهة وتباطؤ نمو الناتج الحقيقي من جهة ثانية وهذا ما انعكس سلبا على المستوى العام للأسعار وتدهور سعر صرف العملة المحلية خاصة في فترة جائحة كوفيد 2019، من جانب آخر نلاحظ ان تركيا تعتبر من بين الدول التي شهد فيها المؤشر معدلات منخفضة مقارنة بدول العينة الأخرى وهذا يدل على طبيعة السياسة المنتهجة من قبل تركيا ونخص بالذكر سياسة استهداف التضخم والحفاظ

على استقرار سعر صرف العملة المحلية خاصة أن الاقتصاد التركي يعتبر من بين الاقتصاديات المتنوعة في مصادر الدخل على عكس العديد من دول العينة الأخرى.

بالنسبة لدول مجلس التعاون الخليجي نلاحظ أن المؤشرات متقاربة نوعا ما خلال الفترة 2000 و 2005 خاصة الامارات العربية المتحدة، الكويت وقطر، حققت السيولة في هاته الدول نمو واضحا طيلة الفترة، والجدير بالذكر أن معدلات نمو السيولة قد تباينت بين الدول، حيث سجلت الدولة الرئيسية المصدرة للنفط نسب أعلى، في حين سجلت معظم الدول الأخرى معدلات نمو أقل.

المبحث الثاني: تحديد عينة ومتغيرات الدراسة واختبار جذر الوحدة

على الرغم من كثرة الدراسات النظرية والتجريبية التي تناولت موضوع أنظمة سعر الصرف إلا أنه ارتبطت بمتغيرات الاقتصاد الكلي كالنمو الاقتصادي، التضخم والاستثمار الأجنبي، والتي اختبرت العلاقة عن طريق استخدام نماذج مختلفة للاقتصاد القياسي، إلا أن موضوع علاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي، لم تكن هناك دراسات تجريبية كافية حول هذا الموضوع، حيث درس Mckinnon (1988) آثار السياسات النقدية وسياسات أسعار الصرف على الاستقرار المالي ولكن نظرياً. في حين يوضح Aizenman and Hausmann (2000) أن اختيار نظام سعر الصرف مرتبط بالهيكل المالي، في حين يسلط Domaç and Martinez Peria (2000) الضوء مرة أخرى على تصنيفات سعر الصرف بحكم القانون والواقع من أجل تحليل علاقة أنظمة أسعار الصرف بالأزمات المصرفية.

من خلال هذا المبحث سنقوم بتحديد عينة ومتغيرات الدراسة، ومصادر بياناتها وفترتها، بالإضافة إلى دراسة الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة واختبار استقراريتها باستخدام اختبارات جذر الوحدة.

المطلب الأول: تقديم عينة وبيانات الدراسة

تغطي البيانات المستخدمة في هذه الدراسة الفترة السنوية الممتدة من عام 1999 إلى عام 2020، لعينة من اثني عشر دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وقد تم اختيار هذه العينة من الدول طبقاً لمعيار مدى توفر البيانات حول متغيرات الدراسة، كما أن هذه الفترة شهدت عدة إصلاحات مالية في العديد من دول العينة.

حتى يمكن استخدام النموذج النظري لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي تطبيقياً اعتمدنا على دراسة تجريبية خاصة بكل من Domaç and Martinez Peria (2000)، Obstfeld et al (2011)، Ovidiu Stoica and Iulian Ihnatov (2016)، ولقد اعتمدنا على معدل نمو الاحتياطيات الأجنبية كمؤشر لقياس الاستقرار المالي، من وجهة نظر Obstfeld et al (2011) يعتبر تراكم الاحتياطي هو أداة رئيسية لإدارة الاستقرار المالي واستقرار سعر الصرف، وتعتبر الاحتياطيات الأجنبية عن قدرة البلد على مقاومة الصدمات الخارجية، وهو جانب يدعم استخدام هذا المتغير كمقياس بديل للاستقرار المالي، وركز الباحثون على عدد من المقاييس الكمية، والتي تم مسحها في ورقة شاملة من قبل Gadanez and Jayaram (2009) والتي تناولت المتغيرات التي تقيس جوانب مختلفة من الاستقرار المالي، في إشارة إلى الاقتصاد الحقيقي أو قطاعات الشركات والخارجية والمالية. ومن منظور القطاع الخارجي، يمكن تحقيق الاستقرار المالي بمستوى الحيازات الاحتياطية الدولية، ولدراسة العلاقة بين الاستقرار المالي وأنظمة سعر الصرف تم إضافة المتغيرات الصورية الخاصة بأنظمة سعر

الصرف النظم الثابتة والوسيلة وذلك وفقاً للتصنيف القانوني (صندوق النقد الدولي) والتصنيف الواقعي الخاص بـ RR (2004).

وسيجرى دراسة العلاقة بناء على دالة التالية:

$$Y = F(EG, FOP, INF, M2, TOP, PEG, INT)$$

وباختصار الصيغة العامة للنموذج تكتب على الشكل التالي مع وضع المتغيرات التفسيرية تحت الرمز $X_{i,t}$ ، كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

بحيث أن:

Y_{it} : يمثل معدل نمو الاحتياطيات الأجنبية من الناتج المحلي الإجمالي للبلد i وفي الفترة t .

α_i : ترمز للتأثير الخاص بكل بلد وذلك عن طريق حصر محددات الاستقرار المالي (الاحتياطيات الأجنبية) التي لا يمكن حسابها بالمتغيرات التفسيرية الأخرى وهو بذلك يحسب الخصائص غير المشاهدة عبر الدول مع ثبات الزمن.

$\beta: k \times 1$ متجه عمودي للمعاملات المراد تقديرها لكل متغير مستقل.

X_{it} : تمثل مصفوفة $T_{n \times k}$ لعدد من المتغيرات المستقلة المؤثرة على الاستقرار المالي i وفي الفترة t .

ε_{it} : متجه عمودي $T_{n \times k}$ لحد الخطأ العشوائي للبلد i وفي الفترة t .

ولتطبيق النموذج تعتمد هذه الدراسة على بيانات مقطعية لسلاسل زمنية -بانل- مع عدد $n = 12$ من الوحدات المقطعية i المتمثلة في 12 دولة عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلاسل زمنية لعدد $t = 22$ من الفترات، وتعتمد على بيانات سنوية تغطي الفترة ما بين 1999 إلى غاية 2020، وبالتالي عدد المشاهدات المعتمد عليها في التحليل $(T \times n)$ هو 264 مشاهدة.

وعلى ضوء ما سبق، ويمكن اقتراح النماذج القياسية التالية:

1. النموذج القانوني:

$$RES_{it} = \alpha_{01} + \beta_{11} * EG_{it} + \beta_{21} * FOP_{it} + \beta_{31} * INF_{it} + \beta_{41} * M2_{it} + \beta_{51} * TOP_{it} + \beta_{61} * PEG_{it} + \beta_{71} * INT_{it} + \varepsilon_{it1} \dots \dots (2)$$

2. النموذج الفعلي:

$$RES_{it} = \alpha_{02} + \beta_{12} * EG_{it} + \beta_{22} * FOP_{it} + \beta_{32} * INF_{it} + \beta_{42} * M2_{it} + \beta_{52} * TOP_{it} + \beta_{62} * PEGFAC_{it} + \beta_{72} * INTFAC_{it} + \varepsilon_{it2} \dots (3)$$

ويقدم الجدول الموالي تعريف مختصر لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (3-7): التعريف بمتغيرات نموذج الدراسة

المتغيرات	التعريف	المصدر
(RES)	نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الناتج المحلي الإجمالي وهو يمثل المتغير التابع ويعتبر مؤشر لقياس الاستقرار المالي	قاعدة بيانات البنك الدولي
(EG)	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي	قاعدة بيانات البنك الدولي
(INF)	معدل التضخم	قاعدة بيانات البنك الدولي
(FOP)	مؤشر الانفتاح المالي أي مؤشر انفتاح حساب رأس المال الذي طوره Chinn and Ito (2008)	Chinn-Ito Index
(M ₂)	مؤشر السيولة أي عرض النقود بمفهومه الواسع من الناتج المحلي الإجمالي (M ₂ / GDP)	قاعدة بيانات البنك الدولي
(TOP)	مؤشر الانفتاح التجاري: نسبة الواردات والصادرات من الناتج المحلي الإجمالي	قاعدة بيانات البنك الدولي
PEGJUR	متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الثابت المعلن	التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي (IMF) عن ترتيبات الصرف وقيود الصرف
INTJUR	متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الوسيط المعلن	
PEGFAC	متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الثابت الفعلي	قاعدة بيانات IRR Data - Ethan Ilzetzki
INTFAC	متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الوسيط الفعلي	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة

لدراسة العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي تم الاعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من المؤشرات والمتغيرات المفسرة للاستقرار المالي بالإضافة إلى أنظمة سعر الصرف، وذلك من أجل تقييم واثراء الدراسة وتوضيح العلاقة في الدول محل الدراسة، وفيما يلي شرح مفصل لمختلف المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي:

- **معدل نمو الاحتياطيات الأجنبية:** احتياطيات الصرف الأجنبي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع (RES)، يشمل إجمالي الاحتياطيات حيازات الذهب النقدي، وحقوق السحب الخاصة، واحتياطيات البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي التي في حوزته، وحيازات النقد الأجنبي التي تحت سيطرة السلطات النقدية، ويتم تقدير قيمة مكون الذهب في هذه الاحتياطيات في نهاية السنة (31 ديسمبر).
- **معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي:** معدل النمو لإجمالي الناتج المحلي هو عبارة عن مجموع إجمالي القيمة المضافة من جانب جميع المنتجين المقيمين في الاقتصاد زائد أية ضرائب على المنتجات وناقص أية إعانات غير مشمولة في قيمة المنتجات. ويتم حسابه بدون اقتطاع قيمة إهلاك الأصول المصنعة أو إجراء أية خصوم بسبب نضوب وتدهور الموارد الطبيعية، وباعتبار الاحتياطيات الأجنبية أداة للسياسة النقدية فلها دور مهم أثناء الأزمة المالية. حيث، تعمل الاحتياطيات كحاجز للسيولة في حالة انهيار السوق المالية الدولية، وكوسيلة لتقليل التعرض للصدمات الخارجية وزيادة الثقة والاستقرار في الأسواق المالية خلال فترات الأزمات المالية، وهذا ما أظهرته الدراسات التجريبية لـ Benigno and Dominquz et al (2012)، Fornaro (2012) و Nwosa (2017)، أن تراكمات احتياطيات ما قبل الأزمة المرتفعة ترتبط بارتفاع نمو الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة. أيضا أن القدرة على استخدام الاحتياطيات لتوفير السيولة في أوقات الأزمات تزيد من التأثير الإيجابي لتراكم الاحتياطي على النمو.
- **معدل التضخم:** هو مؤشر يقيس معدل نمو مؤشر أسعار الاستهلاك بين الفترة t و $t-1$ ، من وجهة نظر كل من Kydland and Prescott (1977)، Mei-Yin Lin and Jue-Shyan Wang (2009)، يعد تحليل العلاقة بين الاستقرار المالي (احتياطيات النقد الأجنبي) ومعدل التضخم، أنه عندما تزيد احتياطيات النقد الأجنبي (أو تنخفض قيمة العملة المحلية)، فإن التضخم سيرتفع بينما يكون تأثير سعر الصرف أقوى، باعتبار استقرار سعر الصرف هدفاً مهماً، يسعى له البنك المركزي من خلال العمليات في سوق الصرف الأجنبي، وفي دراسة كل من Leijonhufvud (2007) و Ömer Yalçinkaya et al (2021) إن عدم استقرار الأسعار يمنع الاستقرار المالي من خلال زيادة تراكم المخاطر النظامية في الأسواق المالية على المدى القصير والمتوسط والطويل.

- **مؤشر الانفتاح المالي:** مؤشر Chinn and Ito (KAOPEN) هو مؤشر يقيس درجة انفتاح حساب رأس المال في الدولة، يعتمد KAOPEN على المتغيرات الوهمية الثنائية التي تقنن جدولة القيود المفروضة على المعاملات المالية عبر الحدود الواردة في التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي بشأن ترتيبات الصرف وقيود الصرف (AREAER).

- **مؤشر الانفتاح التجاري:** وهو عبارة عن إجمالي الصادرات والواردات من السلع والخدمات مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي مضروباً في 100.

- **مؤشر السيولة:** نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي يمثل عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، يقيس هذا المؤشر حجم وسائل الدفع المستخدمة من الوحدة الاقتصادية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعنى يقيس حجم الوساطة المالية M_2/GDP ، كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على ان الاقتصاد يعاني كبح مالي، يعتبر بمثابة مؤشر للتطور النقدي والمالي، يؤثر تغير احتياطي النقد الأجنبي على المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من الناتج المحلي الإجمالي) بعلاقة موجبة، وبالتالي فإن ارتفاع حجم الاحتياطي يؤدي إلى زيادة المعروض ومنه معدل التضخم، باعتبار التضخم ظاهرة نقدية وبالتالي يسلك البنك المركزي سلوكاً انكماشياً للحد من التضخم.

بالإضافة إلى استخدام نوعين من الأنظمة الصرف الثابتة والوسيط ووفقاً للتصنيفين القانوني والواقعي RR (2004)، وتمثل في:

✓ **Fix:** يعبر عن نظام الصرف الثابت، بحيث يأخذ قيمة 1 إذا كان النظام المتبع هو الثابت ويأخذ قيمة 0 في غير ذلك.

✓ **Int:** يعبر عن نظام الصرف الوسيط، بحيث يأخذ قيمة 1 إذا كان النظام المتبع هو الوسيط ويأخذ قيمة 0 في غير ذلك.

المطلب الثاني: الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة

في البداية لابد من دراسة الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة ولعينة مكونة من 12 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (3-8): نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

TOP	M2	INF	FOP	EG	RES	
90.19374	72.06354	4.568218	0.647949	3.859731	27.00218	المتوسط
88.50062	68.00800	2.882874	0.700159	3.626243	18.78925	الوسيط
191.8726	138.8811	64.86749	1.000000	26.17025	113.0462	أعظم قيمة
30.24655	30.51164	-	0.000000	-	4.814966	أدنى قيمة
		4.863278		8.855279		
33.33674	25.68650	7.577165	0.366219	4.308724	22.66276	الانحراف المعياري
0.725421	0.578098	4.933744	-	0.749687	1.926910	معامل الالتواء
			0.416026			
3.274374	2.589373	33.74349	1.462394	7.406335	6.055452	معامل التفلطح
23.98249	16.55943	11467.82	33.62198	238.3030	266.0649	Jarque-bera
0.000006	0.000254	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	الاحتمال JB
23811.15	19024.77	1206.010	171.0585	1018.969	7128.575	المجموع
264	264	264	264	264	264	عدد المشاهدات

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12 والملحق رقم 09.

من خلال جدول الإحصاء الوصفي الموضح أعلاه يمكن استنتاج ما يلي:

- 1- بلغ المتوسط الحسابي لمؤشر الاستقرار المالي -معدل احتياطي الصرف الأجنبي- حوالي 27 بانحراف معياري قدره 22,66 وارتفاع الانحراف المعياري دليل على هذا مشاهدات المتغير أكثر تشتتاً، من جانب آخر نلاحظ أن أكبر مشاهدة بلغت 113 وأصغر مشاهدة بلغت 4,81 وهذا يدل أن المدى كبير جداً أي يوجد اختلاف كبير في معدل احتياطي الصرف الأجنبي بالنسبة لدول العينة خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن معامل التفلطح Kurtosis أكبر من 3 مما يدل على أن المتغير لا يخضع لتوزيع طبيعي ويمكن تأكيد ذلك من خلال القيمة الاحتمالية الإحصائية Jaque-Bera.
- 2- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي 3,85 وبانحراف معياري قدره 4,30، كما نلاحظ أن معامل التفلطح Kurtosis يقدر بـ 7,40 وهو أكبر من 3 مما يدل على أن المتغير لا يخضع لتوزيع طبيعي ويمكن تأكيد ذلك من خلال القيمة الاحتمالية الإحصائية Jaque-Bera.
- 3- بالنسبة لمؤشر الانفتاح المالي بلغ متوسطه خلال فترة الدراسة حوالي 0,64 بانحراف معياري قدره 0,36 حيث تتراوح قيمة هذه المؤشر بين 0 و 1 كما نلاحظ أن إحصائية Jarque-bera حوالي 33 مما يدل على أن المتغير لا يخضع لتوزيع طبيعي ويمكن تأكيد ذلك من خلال القيمة الاحتمالية.

4- يعتبر متغير مؤشر الانفتاح التجاري أكبر متوسط حيث بلغ 90,19 بانحراف معياري قدره 33 كما أن أعلى مشاهدة بالنسبة لهذا المتغير بلغت 191 وأصغر مشاهدة بلغت 30,24 من جاب آخر نلاحظ أن متغير مؤشر الانفتاح التجاري لا يخضع لتوزيع طبيعي حيث أن القيمة الاحتمالية الإحصائية Jaque-Bera أصغر من 0,05.

5- متوسط نسبة التضخم خلال فترة الدراسة بلغت حوالي 4,56 بانحراف معياري قدره 7,57.

6- المتوسط الحسابي لمؤشر السيولة بلغ حوالي 72.06354 خلال فترة الدراسة بالنسبة لدول العينة بانحراف معياري قدره 25.68650 وبلغت أعلى مشاهدة 138.8811 وأصغر مشاهدة 30.51164 كما نلاحظ أن معامل التفلطح Kurtosis بلغ 2,58 وإحصائية Jarque-bera حوالي 16 مما يدل على أن المتغير لا يخضع لتوزيع طبيعي ويمكن تأكيد ذلك من خلال القيمة.

قبل البدء بالدراسة القياسية ندرج أولاً مصفوفة الارتباط بين المتغيرات، قصد أخذ فكرة مسبقة عن اتجاه وقوة العلاقات بين المتغيرات قيد الدراسة، والجدول التالي يوضح النتائج:

جدول رقم (3-9): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation						
	RES	EG	FOP	INF	M2	TOP
RES	1.000000					

EG	- 0.118018	1.000000				
	0.0555	-----				
FOP	- 0.117565	0.119413	1.000000			
	0.0564	0.0526	-----			
INF	- 0.120048	0.050214	- 0.241967	1.000000		
	0.0514	0.4165	0.0001	-----		
M2	0.196193	- 0.199777	0.042175	- 0.200017	1.000000	
	0.0014	0.0011	0.4950	0.0011	-----	

الفصل الثالث: دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)

TOP	-	0.035789	0.565125	-	0.169401	1.000000
	0.093056			0.301441		
	0.1315	0.5626	0.0000	0.0000	0.0058	-----

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12 والملحق رقم 10

من خلال نتائج تقدير مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة يمكن استنتاج ما يلي:

- معامل الارتباط الخطي بين احتياطي النقد الأجنبي والعرف النقدي بالمفهوم الواسع يقدر بـ $r=0,19$ ومعنوي إحصائيا عند مستوى 5%، وهذا ما يدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين وهذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية حيث ان تغيرات عرض النقود تؤثر على رصيد الاحتياطي من النقد الأجنبي.

- معامل الارتباط الخطي بين احتياطي النقد الأجنبي والانفتاح التجاري يقدر بـ $r=-0,093$ أي انه توجد علاقة عكسية بين المتغيرين كما نلاحظ ان معامل الارتباط غير معنوي إحصائيا عند مستوى 5 % وبالتالي فالنتائج تدل على ضعف العلاقة بين المتغيرين.

- معامل الارتباط الخطي بين احتياطي النقد الأجنبي ونسبة التضخم يقدر بـ $r=-0,12$ وغير معنوي إحصائيا عند مستوى 5 %، وبالتالي فان العلاقة بين نسبة التضخم واحتياطي النقد الأجنبي ضعيفة وغير معنوي إحصائيا وهذه النتائج تتعارض مع فرضيات النظرية الاقتصادية، حيث أن عدة دراسات أثبتت قوة العلاقة بين المتغيرين.

- معامل الارتباط الخطي بين احتياطي النقد الأجنبي ومعدل الانفتاح المالي يقدر بـ $r=-0,11$ أي انه توجد علاقة عكسية بين المتغيرين، ومعنى ذلك أن زيادة معدل الانفتاح المالي يؤدي إلى انخفاض رصيد احتياطي النقد الأجنبي، إلا أن هذه الفرضية غير محققة دائما، حيث أن الدراسات التجريبية أكدت أن الانفتاح المالي يزيد من تدفقات النقد الأجنبي الى الداخل.

المطلب الثالث: دراسة اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

لدراسة استقرارية المتغيرات سوف نتطرق لأهم اختبارات جذر الوحدة في البانل وتتمثل في اختبار جذر الوحدة المتجانس Levin، واختبار جذر الوحدة غير المتجانس IPS بالإضافة إلى اختبار Hadri.

أولاً: اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار IPS

يعتبر اختبار (Im, Pesaran and Shin (2003) من أكثر اختبارات جذر الوحدة شيوعاً في إطار السلاسل الزمنية المقطعية، حيث استطاع هذه الاختبار أن يوسع اختبار Levin et al و يسمح باختلاف معلمة الانحدار الذاتي بين الأفراد i

$$y_{it} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

$$i = 1 \dots N ; t = 1 \dots T$$

مع العلم أن القيمة الأولية $i,0$ معلومة، يكون الهدف هو اختبار فرضية العدم $\phi_i = 1$ بالنسبة لكل الأفراد i ، يمكن إعادة صياغة المعادلة (4) على النحو التالي:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \varepsilon_{it} \dots (5)$$

ويمكن صياغة فرضيات جذر الوحدة على النحو التالي:

$$H_0: \beta_i = 0, i \text{ مع جميع قيم}$$

$$H_1: \beta_i < 0, i = 1 \dots N_1$$

حيث:

$$\beta_i = 0, i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots N$$

و لاختبار الفرضية $H_0 = \beta_i = 0$ (فرضية الجذر الأحادي غير المتجانس) اقترح Im et al استخدام الوسط الحسابي لإحصائية t لاختبار ADF بين الأفراد i حيث:

$$\bar{t}_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \tilde{t}_{iT} \dots (6)$$

جدول رقم (3-10): اختبار استقرارية المتغيرات IPS test

الفرق الأول First difference		عند المستوى Level		المتغيرات
الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	
0.0000***	5.41827	0.3259	0.45137	RES
0.0003***	3.47502	0.1318	1.11808	M2
0.0000***	6.17381	0.6728	0.44764	TOP
		0.0000***	-1.2 ^E +12	FOP
0.0000***	6.01212	0.3610	-0.35583	INF

0.0000***	-6.31920	0.4410	-0.14848	EG
***معنوي عند مستوى 1%، **معنوي عند مستوى 5%، *معنوي عند مستوى 10%				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 11 و 12

نتائج اختبار الجذر الأحادي IPS test لبيانات البانل الموضحة أعلاه تؤكد لنا أن كل متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى أي من الشكل I(1) باستثناء المتغير FOP مستقر عند المستوي أي أنه متكامل من الدرجة صفر.

ثانياً: اختبار Levin، Lin and Chu (2002)

يعتبر Levin et al أول من وضعوا اختبار جذر الوحدة في اطار بيانات البانل، يركز هذا الاختبار على الفرضية العدمية التي تنص على وجود جذر احادي متجانس $H_0: \delta = 0$ بالنسبة لكل الافراد i ، واقترح Levin et al انحدار ديكي فولير المطور ADF التالي:

$$\Delta y_{it} = \delta y_{it-1} + \sum_{L=1}^{P_i} \theta_{iL} \Delta y_{it-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \dots (7)$$

$$m = 1, 2, 3 \dots$$

وفقاً لـ Levin et al يتم اجراء الاختبار وفقاً للمراحل التالية:

المرحلة 1: بالنسبة لكل فرد i يتم تقدير نموذج انحدار ADF التالي:

$$\Delta y_{it} = \delta_i y_{it-1} + \sum_{L=1}^{P_i} \theta_{iL} \Delta y_{it-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \dots (7)$$

المرحلة 2: في المرحلة الثانية يتم تقدير مؤشر الانحراف المعياري للمدى الطويل بالنسبة للمدى القصير، ويرمز له بـ S_i

كمرحلة أولى يتم تقدير تباين الأجل الطويل بالنسبة لانحدار ديكي فولير المطور (1) حيث:

$$\hat{\sigma}_{yi}^2 = \frac{1}{T-1} \sum_{t=2}^T \Delta y_{it}^2 + 2 \sum_{L=1}^{\bar{K}} w_{kl} \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{it} \Delta y_{it-L} \right] \dots (8)$$

بالنسبة للنموذج (2) يتم تعويض $\Delta y_{it} - \overline{\Delta y_{it}}$ حيث $\overline{\Delta y_{it}}$ تشير الى الوسط الحسابي للمتغير $\Delta y_{it} -$ بالنسبة للفرد i ، في حالة وجود اتجاه عام في النموذج فيجب إزالة الاتجاه العام من النموذج قبل تقدير

تباين الأجل الطويل، حيث يشير $\bar{K}$ إلى معلمة تأخر اقتطاع The truncation lag parameter والتي يتم تحديدها كما يلي:

المرحلة 3: يتم تحديد إحصائية الاختبار على النحو التالي:

بناءً على عدد مشاهدات قدرها $\bar{N} \bar{T}$

يتم تقدير الانحدار التجميعي Pooled regression التالي:

$$\tilde{e}_{it} = \delta \tilde{v}_{it-1} + \tilde{\varepsilon}_{it} \dots (9)$$

حيث:

$$\tilde{T} = T - \bar{p} - 1, \quad \bar{P} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N P_i$$

ولأجل اختبار الفرضية $H_0: \delta = 0$ (وجود جذر احادي متجانس وبالتالي عدم استقرارية السلسلة الزمنية) يتم حساب الإحصائية t-statistic كالتالي:

$$t_{\delta} = \frac{\hat{\delta}}{STD_{(\hat{\delta})}} \dots (10)$$

$$\hat{\delta} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+P_i}^T \hat{v}_{it-1} \tilde{e}_{it}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2+P_i}^T \tilde{v}_{it-1}^2} \dots (11)$$

الجدول رقم (3-11): نتائج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة باستخدام اختبار levin

المتغيرات		عند المستوى		الفرق الأول	
		الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال
RES	0.58980	0.2777	3.95174	0.0000***	
INFL	0.70958	0.2390	-2.11400	0.0173**	
FOP	3.18689	0.9993	2.35727	0.0092***	
TOP	0.74021	0.2296	6.92252	0.0000***	
M2	0.51890	0.3019	6.73287	0.0000***	
EG	1.21784	0.8884	2.85294	0.0022***	
***معنوي عند مستوى 1%، **معنوي عند مستوى 5%، *معنوي عند مستوى 10%					

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 13 و 14

تُبين نتائج اختبار جذر الوحدة Levin test لبيانات البانل أن كل متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى.

ثالثاً: اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار Hadri

حيث يركز اختبار Hadri على اختبار مضاعف لاغرانج لاختبار الفرضية العدمية H_0 التي تعبر عن استقرارية السلسلة الزمنية في البانل مقابل الفرضية البديلة H_1 التي تعبر عن احتواء السلسلة الزمنية على جذر الوحدة (غير مستقرة) في البانل.

واقترح Hadri النموذجين التاليين:

$$y_{it} = r_{it} + \varepsilon_{it} \dots (12)$$

$$y_{it} = r_{it} + \beta_{it} + \varepsilon_{it} \dots (13)$$

كما اقترح Hadri اختبار الفرضيتين التاليين:

$$H_0: \lambda = 0$$

$$H_1: \lambda > 0$$

حيث $\lambda = \frac{\sigma_\mu^2}{\sigma_\varepsilon^2}$ ، وتحدد الاحصائية LM وفقاً للعلاقة التالية:

$$LM = \frac{1}{\hat{\sigma}_\varepsilon^2} \frac{1}{NT^2} \left(\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T S_{i,t}^2 \right) \dots (14)$$

حيث:

$$S_{i,t} = \sum_{j=1}^t \hat{\varepsilon}_{i,j}$$

الجدول رقم (3-12): نتائج اختبار Hadri لاستقرارية المتغيرات لبيانات البانل

المتغيرات		المستوى		الفرق الأول	
		الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية	الاحتمال
RES		8,01	0,0000	3,829	0,05
EG		5,79	0,0000	6,807	0,0000
M2		6,69	0,0000	4,68	0,0000
INF		6,887	0,0000	2,665	0,0038
TOP		6,26	0,0000	1,209	0,113
FOP		5,433	0,0000	2,301	0,0107

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 15 و 16

من خلال نتائج اختبار Hadri نلاحظ أن متغيرات الدراسة متكامل من الدرجة الأولى أي أنها مستقرة بعد الفرق الأول.

المبحث الثالث: دراسة تأثير أنظمة الصرف على الاستقرار المالي في عينة من

لأجل تقدير العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي سوف نقوم باختبار العلاقات في الآجل الطويل باستخدام اختبارات التكامل المشترك لبيانات البانل كمرحلة أولى، وبعد ذلك يتم تقدير نماذج البانل الساكنة والديناميكية.

المطلب الأول: اختبار التكامل المشترك

أولاً: اختبار Kao

حيث اقترح kao نموذج الحدار الأثر الثابت التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \dots (15)$$

حيث:

$$i = 1, 2 \dots N ; t = 1, 2 \dots T$$

$$y_{it} = \sum_{s=1}^t \mu_{is} , x_{it} = \sum_{s=1}^t v_{is}$$

أول اختبار اقترحه Kao هو اختبار ديكي فولير DF للبواقي $\hat{\varepsilon}_{it}$ وذلك لاختبار فرضية احتواء سلسلة البواقي على جذر احادي متجانس $\rho = 1$ ، حيث:

$$\hat{\varepsilon}_{it} = \hat{\rho} \hat{\varepsilon}_{it-1} + \mu_{it} \dots (16)$$

حيث يتم تقدير المعلمة $\hat{\rho}$ بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS على النحو التالي:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{\varepsilon}_{it} \hat{\varepsilon}_{it-1}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{\varepsilon}_{it-1}^2} \dots (17)$$

في حين أن الإحصائية t تحدد وفقاً للعلاقة التالية:

$$t_{\rho} = \frac{(\hat{\rho}-1) \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{\varepsilon}_{it-1}^2}}{s_e} \dots (18)$$

حيث:

$$s_e^2 = \frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\hat{\varepsilon}_{it}^* - \hat{\rho} \hat{\varepsilon}_{it-1}^*)^2 ,$$

$$\hat{\varepsilon}_{it}^* = \hat{y}_{it}^* - \hat{\alpha}_i^* - \hat{\beta}_i^* \hat{x}_{it}^*$$

$$\hat{y}_{it}^* = y_{it} - \sigma_{0\mu\nu} \sigma_{0\nu}^{-2} x_{it} \quad , \quad \hat{x}_{it}^* = x_{it} \sigma_{0\nu}^{-1}$$

والجدول التالي يلخص النتائج المحصل عليها بعد إجراء اختبار التكامل المشترك لـ Kao

جدول رقم (3-13): نتائج اختبارات التكامل المشترك لـ Kao

Kao Residual Cointegration Test			
Series: RES EG INF FOP M2 TOP			
User-specified lag length: 1			
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel			
		t-Statistic	Prob.
ADF		-2.041627	0.0206
Residual variance		32.20759	
HAC variance		40.11931	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12، والملاحق رقم 17

من خلال نتائج اختبار التكامل المشترك لـ KAO يتضح لنا أن القيمة الاحتمالية تقدر بـ 0,02 وهي أقل من 0,05 وبالتالي نرفض الفرضية العدمية H_0 أي يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة أي أن هذه المتغيرات لا تبعد كثيراً عن بعضها البعض في الأجل الطويل حيث تسلك سلوكاً متشابهاً.

- اختبار التكامل المشترك Johansen Fisher Test

آخر فقد اقترح Larsson et al (2001) اختبار الإحصائية المعيارية $\overline{LR}_{NT}^{max}$ لاختبار عدد متجهات التكامل المشترك، وفقاً لهذا الاختبار يتم صياغة الفرضيات التالية:

$$H_0 : \text{rank}(\Pi_i) = r_i \leq r, \text{ من أجل } i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1 : \text{rank}(\Pi_i) = r_i \leq r + 1, \text{ من أجل } i = 1, 2, \dots, N$$

و يتم تحديد الإحصائية LR_{iT}^{max} و التي تمثل القيمة الذاتية العظمى بالنسبة للأفراد i على النحو التالي:

$$LR_{iT}^{max} \{H(r) | H(r+1)\} = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{i,r+1}) \dots (19)$$

حيث $\hat{\lambda}_{i,r+1}$ تمثل الرتبة $r+1$ للقيمة الذاتية للمصفوفة بالنسبة للفرد i ، ويتم تحديد القيمة المتوسطة للقيم الذاتية العظمى $\overline{LR}_{NT}^{max}$ بين الأفراد وفقاً للصيغة التالية:

$$\overline{LR}_{NT}^{max} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N LR_{iT}^{max} \{H(r) | H(r+1)\} \dots (20)$$

ثم يتم تحديد القيمة المعيارية $\gamma \overline{LR}^{max}$ وفقاً للصيغة التالية:

$$\gamma \overline{LR}^{Max} = \frac{\sqrt{N}(\overline{LR}_{NT}^{max}\{H(r)|H(r+1)\} - E(z_k^{max}))}{\sqrt{var(z_k^{max})}} \dots (21)$$

حيث:

$$\gamma \overline{LR}^{Max} \sim N(0, 1)$$

و يتم مقارنة الإحصائية المعيارية $\gamma \overline{LR}^{Max}$ مع القيم الحرجة الجدولية، و يتم اختبار الفرضية $H_0: r = 0$ ، ففي حالة رفض هذه الفرضية نمر الى اختبار الفرضية الموالية $H_0: r = 1$.

جدول رقم (3-14): اختبار التكامل المشترك Johansen Fisher Test

Johansen Fisher Panel Cointegration Test				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized	Fisher Stat.*		Fisher Stat.*	
No. of CE(s)	(from trace test)	Prob.	(from max-eigen test)	Prob.
None	171.6	0.0000	88.74	0.0000
Atmost 1	99.51	0.0000	55.80	0.0000
Atmost 2	54.24	0.0000	40.90	0.0000
Atmost 3	22.43	0.0130	15.87	0.1035
Atmost 4	14.08	0.1694	11.12	0.3481
Atmost 5	16.43	0.0878	16.43	0.0878
* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12، والملاحق رقم 18

من خلال نتائج اختبار Fisher للتكامل المشترك، يتضح لنا أن إحصائية الأثر $\lambda trace$ أصغر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5 % بالنسبة للفرضية $H_0: r = 3$ وبالتالي يوجد ثلاث متجهات للتكامل المشترك أي أنه توجد علاقات توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وبعبارة أخرى يمكن القول إن متغيرات الدراسة لا تبتعد كثيراً عن بعضها البعض في الأجل الطويل حيث تسلك سلوكاً متشابهاً.

المطلب الثاني: تقدير نماذج بانل الساكنة لعلاقة أنظمة سعر الصرف القانونية والفعلية بالاستقرار المالي

من أجل تقدير الأثر المحتمل لأنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي ودراسة العلاقة بينهما في عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1999-2020)، تم الاعتماد على نماذج بانل الساكنة والديناميكية ويعرض الجدول الموالي نتائج تقدير النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية باستخدام التصنيف الفعلي (De Facto) والتصنيف المعلن (De Jure):

أولاً: تقدير النموذج التجميعي Pooled Effect Model

يعتبر النموذج التجميعي من أبسط نماذج البانل، حيث تكون فيه جميع معاملات الانحدار ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن) بالإضافة إلى استبعاد الآثار الفردية.¹ ليكن لدينا النموذج التالي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1,it} + \beta_2 X_{2,it} + \dots + \beta_k X_{k,it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

✓ Y_{it} : المتغير التابع

✓ X_k : المتغيرات التفسيرية في النموذج

✓ i : يشير إلى الفرد في البانل *cross section*

✓ α : العنصر الثابت

✓ β_i : معاملات الميل بالنسبة للمتغيرات التفسيرية

✓ ε_{it} : خطأ التقدير العشوائي

بالنسبة للنموذج التجميعي Pooled Model فإنه يتم اعتبار أن معاملات ميل الانحدار β_i والعنصر الثابت α متساوية بالنسبة لكل الأفراد i

وتتم صياغة النموذج التجميعي بعبارة المصفوفات على النحو التالي:

$$Y = X \beta + \varepsilon$$

Y من البعد $NT \times 1$ ، X من البعد $(K+1) \times 1$ ، ε من البعد $NT \times K$ و $NT \times 1$

مع فرضية أن:

- $E(\varepsilon) = 0$
- $E(\varepsilon \varepsilon') = \sigma_\varepsilon^2 I$
- $\text{Rank}(X) = K+1 < NT$
- $E(\varepsilon / X) = 0$

¹ Badi, H. Baltagi , Georges Bresson, Alain Pirotte, **Fixed Effects, random effects or Hausman-Taylor? A pretest estimator**, Economics Letters, 79(3), 2003, P: 361-369.

و يتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS على النحو التالي:

$$\hat{\beta}_{OLS}^{Pooled} = (X'X)^{-1} X'y$$

$$\text{Avec } \text{Var} (\hat{\beta}_{OLS}^{Pooled}) = \sigma_{\varepsilon}^2 (X'X)^{-1}$$

حيث أن المصفوفة X' تشير الى منقول المصفوفة X

الجدول رقم (3-15): نتائج تقدير النموذج التجميعي (الأنظمة القانونية)

Dependent Variable: RES				
Method: Pooled Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.47169	1.717500	7.843783	0.0000
EG	-0.262690	0.091360	-2.875336	0.0041
FOP	-3.790901	1.448552	-2.617028	0.0089
TOP	-0.072753	0.014345	-5.071659	0.0000
M2	0.147785	0.015905	9.291601	0.0000
INTJUR	19.38600	1.544369	12.55270	0.0000
PEGJUR	12.83892	1.576463	8.144128	0.0000
معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 19

- يمكن تفسير نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بالنسبة للأنظمة القانونية على النحو التالي:

إحصائية F تقدر بـ 63,88 بقيمة احتمالية 0,000 وبالتالي يمكن استنتاج أن النموذج المقدر معنوي إحصائياً، من جانب آخر نلاحظ أن معامل انحدار كل من النظام الوسيط و النظام الثابت يقدر بـ 19,38 و 12,83 على الترتيب ولهما تأثير معنوي إحصائياً عند مستوى 5% و 1% حيث أن تأثير النظام الوسيط أكبر من النظام الثابت وبالتالي يمكن استنتاج أن الأنظمة الوسيطة تساهم في تحقيق الاستقرار المالي أكبر مقارنة بالأنظمة الثابتة القانونية و هذه النتائج تتوافق مع عدة دراسات سابقة حول الموضوع.

الجدول رقم (3-16): نتائج تقدير النموذج التجميعي (الأنظمة الفعلية)

Dependent Variable: RES				
Method: Pooled Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.12486	2.247874	5.838791	0.0000
EG	-0.337961	0.091682	-3.686238	0.0002
FOP	-11.87934	1.596158	-7.442459	0.0000
TOP	-0.094297	0.014889	-6.333287	0.0000
M2	0.142172	0.015874	8.956279	0.0000
INTFAC	17.07978	2.132283	8.010092	0.0000
PEGFAC	24.60901	2.399675	10.25514	0.0000
معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 20

- يمكن تفسير نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي بالنسبة للأنظمة الفعلية على النحو التالي:

إحصائية F تقدر بـ 54,77 بقيمة احتمالية 0,000 وبالتالي يمكن استنتاج أن النموذج المقدر معنوي إحصائياً، من جانب آخر نلاحظ أن معامل انحدار كل من النظام الوسيط والنظام الثابت الفعلي يقدر بـ 17,07 و 24,6 على الترتيب ولهما تأثير معنوي إحصائياً عند مستوى 5% و 1% حيث أن تأثير النظام الثابت الفعلي أكبر من النظام الوسيط الفعلي وبالتالي يمكن استنتاج أن الأنظمة الثابتة الفعلية تساهم في تحقيق الاستقرار المالي أكبر مقارنة بالأنظمة الوسيطة الفعلية.

كخلاصة للنتائج المحصل عليها أظهرت نتائج تقدير الانحدار التجميعي أن الأنظمة الوسيطة القانونية أكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي من الأنظمة الثابتة القانونية، لكن عند استخدام التصنيف الفعلي De facto تكون الأنظمة الثابتة أحسن مقارنة بالأنظمة الوسيطة.

من جهة أخرى نلاحظ أن كل متغيرات النموذج معنوية إحصائياً ونخص بالذكر مؤشر الانفتاح المالي، مؤشر الانفتاح التجاري وعرض النقود وهذا يدل على وجود علاقة بين هذه المتغيرات وتحقيق الاستقرار المالي وهذه النتائج عموماً تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية ونتائج عدة دراسات تجريبية سابقة حول الموضوع.

ثانياً: تقدير نموذج الآثار الثابتة Fixed Effect Model

يمكن صياغة نموذج الأثر الثابت على النحو التالي:

$$y_i = \beta x_i + \alpha_i + \varepsilon_i \dots (22)$$

حيث:

$$i = 1, 2 \dots N$$

ويرتكز النموذج على الفرضيات التالية:

$$E(\varepsilon_i) = 0,$$

$$E(\varepsilon_i, \varepsilon'_i) = \sigma^2 I_T,$$

$$E(\varepsilon_j, \varepsilon'_j) = 0 \text{ si } i \neq j$$

وبعبارة أخرى يمكن صياغة النموذج على النحو التالي:

$$Y = X\beta + D\alpha + \varepsilon \dots (23)$$

حيث أن Y و ε من البعد $NT \times 1$ ، X عبارة عن مصفوفة ذات البعد $NT \times k$ ، β عبارة عن شعاع $k \times 1$ ، أما D فهي عبارة عن متغيرات وهمية أو صورية (d_1, d_1, d_N)

يمكن تقدير معلمات هذا النموذج وفقاً للعلاقة التالية:

$$\hat{\beta} = (X'M_D X)^{-1} X'M_D Y \dots (24)$$

حيث أن D هي عبارة عن مصفوفة يتم تحديدها وفق العلاقة التالية:

$$M_D = I_{NT} - D(D'D)^{-1}D \dots (25)$$

الجدول رقم (3-17): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة القانونية)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.023654	9.166675	-0.875307	0.3823
M2	0.340587***	0.073433	4.638075	0.0000
INF	0.282193**	0.139976	2.016018	0.0449
TOP	0.069353	0.063267	1.096193	0.2741
FOP	10.54193	7.104102	1.483921	0.1391
EG	0.313870	0.226017	1.388701	0.1662
INTJUR	-3.960703	6.158156	-0.643164	0.5207
PEGJUR	-6.104979	6.819274	-0.895254	0.3715
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 21

معامل انحدار المعروض النقدي بمفهومه الواسع يقدر بـ 0,340587 ومعنى ذلك أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,34% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 1%، وهذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.

معامل انحدار التضخم يقدر بـ 0,282193 ومعنى ذلك أن ارتفاع التضخم بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,28% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 5%، وهذه النتائج لا تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.

الجدول رقم (3-18): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة الفعلية)

Dependent Variable: RES				
Method: Panel Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.691843	8.298190	-1.047438	0.2959
M2	0.366940***	0.074302	4.938464	0.0000
INF	0.263614*	0.136003	1.938300	0.0537
TOP	0.074419	0.063099	1.179411	0.2394
FOP	11.58846	7.106536	1.630676	0.1042
EG	0.345977	0.224590	1.540487	0.1247
INTFAC	-3.276727	5.644167	-0.580551	0.5621
PEGFAC	-10.24772	6.999963	-1.463968	0.1445
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 22

- معامل انحدار المعروض النقدي بمفهومه الواسع يقدر بـ 0,336940 ومعنى ذلك أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,33% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 1%، وهذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.
- معامل انحدار التضخم يقدر بـ 0,263614 ومعنى ذلك أن ارتفاع التضخم بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,26% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 10%، وهذه النتائج لا تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.

ثانياً: نموذج الآثار العشوائية Random effect model

نموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل فرد i أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي ويشار إليه بنموذج مكونات الخطأ Error components model أو مكونات التباين. ليكن النموذج التالي:

$$Y_{it} = \beta * X'_{it} + \alpha + \mu_i + \varepsilon_{it} \dots (26)$$

مع افتراض أن:

$$E(\varepsilon_{it}) = E(\mu_i) = 0$$

$$E(\varepsilon_i^2) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$E(\mu_i^2) = \sigma_\mu^2$$

$$E(\varepsilon_{it} \mu_j) = 0, \forall t, t', j$$

$$E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{js}) = 0 \text{ si } t \neq s \text{ ou } i \neq j$$

$$E(\mu_i \mu_j) = 0 \text{ si } i \neq j$$

$$\text{Cov}(X_{it}, \mu_i) = 0, t = 1, 2, \dots, T$$

وبعبارة أخرى يمكن صياغة النموذج على النحو التالي:

$$Y = X\beta + \eta \dots (27)$$

حيث أن Y و η عبارة عن مصفوفتين ذات البعد $NT \times 1$ ، X مصفوفة ذات البعد $NT \times k$ ، β شعاع معاملات الانحدار من البعد $k \times 1$. يتم تقدير النموذج وفق العلاقة التالية:

$$\hat{\beta} = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} X' \Omega^{-1} y = (\sum_{i=1}^N X'_i \Omega^{-1} X_i)^{-1} (\sum_{i=1}^N X'_i \Omega^{-1} X_i y_i) \dots (28)$$

الجدول رقم (3-19): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (الأنظمة القانونية)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.616707	9.920925	-0.465350	0.6421
M2	0.334642***	0.069684	4.802298	0.0000
EG	0.305326	0.222056	1.374993	0.1703
INF	0.250607*	0.137873	1.817659	0.0703
TOP	0.057220	0.059888	0.955439	0.3403
FOP	6.970549	6.515653	1.069816	0.2857
INTJUR	-2.400015	5.911339	-0.406002	0.6851
PEGJUR	-5.681786	6.433777	-0.883118	0.3780
Root MSE	12.68609	R-squared	0.135481	
Sum squared resid	42487.31	F-statistic	5.731179	

Durbin-Watson stat	0.229565	Prob(F-statistic)	0.000004
$RES_{it} = -4.61 + 0.33M2_{it} + 0.30EG_{it} + 0.25INF_{it} + 0.05TOP_{it} + 6.97FOP_{it} - 2.40INTJUR_{it} - 5.68PEGJUR_{it} \dots (29)$			
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 23

- معامل انحدار المعروض النقدي بمفهومه الواسع يقدر بـ 0,334642 ومعنى ذلك أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,33% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 1%، وهذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.
- معامل انحدار التضخم يقدر بـ 0,250607 ومعنى ذلك أن ارتفاع التضخم بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,25% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 10%، وهذه النتائج لا تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.

الجدول رقم (3-20): نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية (الأنظمة الفعلية)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.692272	10.27791	-0.651131	0.5155
M2	0.359706***	0.071390	5.038586	0.0000
EG	0.329067	0.221712	1.484210	0.1390
INF	0.246543*	0.135182	1.823785	0.0694
TOP	0.067409	0.060860	1.107609	0.2691
FOP	9.477910	6.734874	1.407288	0.1606
INTFAC	-2.586315	5.607909	-0.461191	0.6451
PEGFAC	-9.556462	6.911859	-1.382618	0.1680
Root MSE	12.51748	R-squared	0.147577	
Sum squared resid	41365.46	F-statistic	6.331479	
Durbin-Watson stat	0.223225	Prob(F-statistic)	0.000001	
$RES_{it} = -6.69 + 0.35M2_{it} + 0.32EG_{it} + 0.246INF_{it} + 0.06TOP_{it} + 9.47FOP_{it} - 2.58INTFAC_{it} - 9.55PEGFAC_{it} \dots (30)$				
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 24

- معامل انحدار المعروض النقدي بمفهومه الواسع يقدر بـ 0,359706 ومعنى ذلك أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,35% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 1%، وهذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.
 - معامل انحدار التضخم يقدر بـ 0,246543 ومعنى ذلك أن ارتفاع التضخم بوحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع احتياطي الصرف الأجنبي بـ 0,24% وهو تأثير معنوي احصائياً عند مستوى 10%، وهذه النتائج لا تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية.
- وفقاً لنتائج تقدير نماذج الأثر الثابتة والعشوائية فإن أنظمة سعر الصرف الفعلية والقانونية لا تؤثر معنوياً على مؤشر الاستقرار المالي.
- تُظهر نتائج التقدير المتضمنة في الجدول أعلاه أن النماذج المقدرية معنوية إحصائياً وهو ما تشير إليه قيمة إحصائية فيشر التي جاءت معنوية عند مستوى دلالة أقل من 1%.

من خلال نتائج تقدير النموذج بنموذج الأثر الثابتة ونموذج الأثر العشوائية، يمكن استنتاج ما يلي:

ثالثاً: المفاضلة بين النماذج اختبار Hausman

من أجل المفاضلة بين النماذج المقدرية نستعين باختبار هوسمان (Hausman) للمفاضلة بين نموذج الأثر الثابتة ونموذج الأثر العشوائية، يقوم اختبار Hausman على أساس المفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي، حيث يركز على اختبار الفرضيتين التاليتين:

$$H_0 : E (\alpha_i | X_i) = 0$$

$$H_1 : E (\alpha_i | X_i) \neq 0$$

$$H = (\hat{\beta}_{MCG} - \hat{\beta}_{LSDV})' [var ((\hat{\beta}_{MCG} - \hat{\beta}_{LSDV}))]^{-1} (\hat{\beta}_{MCG} - \hat{\beta}_{LSDV}) \quad (31)$$

حيث أن:

$$\hat{\beta}_{MCG} - \hat{\beta}_{LSDV} : \text{يمثل الفرق بين متجه مقدرات الأثر العشوائي والأثر الثابت.}$$

$var ((\hat{\beta}_{MCG} - \hat{\beta}_{LSDV}))$: يمثل الفرق بين مصفوفة التباين-التباين المشترك لمقدرات التأثيرات العشوائية والثابتة على التوالي، إذا كانت الإحصائية H أكبر من القيم الجدولية الجرجة لـ χ^2 فانه يتم رفض فرضية العدم H_0 و قبول الفرضية H_1 ، وهذا يعني وجود ارتباط بين الأثر الفردي و المتغيرات المستقلة، أي أن نموذج الأثر الثابت FEM هو النموذج الأفضل و تعتبر مقدراته متسقة و تتميز بالكفاءة مقارنة بمقدرات نموذج

الأثر العشوائي، حيث تُبين النتائج في الجدول رقم (3-19) أن الاحتمال الحرج لإحصائية χ^2 المحسوبة هو 0,51 بالنسبة للتصنيف الفعلي، و0,16 بالنسبة للتصنيف المعلن، مما يدل على أنهما غير معنويين إحصائياً عند 5%، وبالتالي نرفض الفرضية البديلة، ونقبل الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم للدراسة.

الجدول رقم (3-21): نتائج اختبارات المفاضلة بين النموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

De Facto استخدام التصنيف الفعلي				
الاختبار	قيمة الاختبار الاحتمال	المقابل	إحصائية	القرار الإحصائي
الاختبار				
اختبار Hausman	6.18	0.51	نموذج الآثار العشوائية هو الملائم	
De Jure استخدام التصنيف المعلن				
الاختبار	قيمة الاختبار الاحتمال	المقابل	إحصائية	القرار الإحصائي
الاختبار				
اختبار Hausman	10.53	0.16	نموذج الآثار العشوائية هو الملائم	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS12، والملاحق رقم 25 و26

المطلب الثالث: تقدير أثر أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي باستخدام نماذج بانل الديناميكية

سنقوم باستخدام طريقة العزومة المعممة، من أجل دراسة العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي، والتي تم تطويرها من قبل Holtz-Eakin et al (1988)، Arellano and Bond (1991)، Rousseau and wachtel (2000)، و Levine et al (2000)، من بين الدراسات الأولى التي اعتمدت في تحليلها على بيانات بانل الديناميكي، حيث يمكن كتابة معادلة الانحدار الذاتي، كما يلي¹:

$$Y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \beta X_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots (32)$$

$$i = 1, 2 \dots N ; t = 1, 2 \dots T$$

حيث:

¹ بن دحمان آمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص ص: 258-259.

- α و β : تمثل معلمات النموذج المراد تقديرها.

- μ_i : تمثل الآثار الخاصة المتعلقة بعدم التجانس.

- ε_{it} : يمثل حد الخطأ لكل ملاحظة.

وقد اقترح Arellano and Bond (1991) التفاضل الأول First-differencing للمعادلة

(30) من أجل الحد من آثار الخاصة بالبلدان μ_i :

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha \Delta y_{i,t-1} + \beta \Delta X_{it} + \Delta \varepsilon_{it} \dots (33)$$

برغم من أن الفارق الأول يحد من الآثار المتعلقة بعدم التجانس، إلا أنه من خلال بناء حد خطأ جديد

والذي ويرتبط مع تباطؤ المتغير التابع $\Delta \varepsilon_{it}$ يدخل تحيز جديد من خلاله، تحت افتراض أن:

- لا يوجد ارتباط بشكل تسلسلي لحد الخطأ؛

- المتغيرات المفسرة X خارجية بدرجة ضعيفة (أي أنه في المستقبل لا يوجد ارتباط بين المتغيرات المفسرة وحد

الخطأ)، واقترح Arellano and Bond، الشروط التالية للعزوم، وهي كالتالي:

$$E[y_{i,t-s}(\Delta \varepsilon_{i,t})] = 0 \dots \text{for } s \geq t=3, \dots, T \dots (34)$$

$$E[X_{i,t-s}(\Delta \varepsilon_{i,t})] = 0 \dots \text{for } s \geq t=3, \dots, T \dots (35)$$

باعتماد هذين الشرطين، اقترح Arellano and Bond (1991) مقدر GMM على مرحلتين، في المرحلة

الأولى يفترض أن حد الخطأ يكون مستقل ويحقق فرضية ثبات تباين الخطأ العشوائي homoskedasticity

للعينة خلال الزمن. في المرحلة الثانية يتم استخدام البواقي المتحصل عليها في المرحلة الأولى لبناء مقدر متنسق

لمصفوفة التباين والتباين المشترك Variance-Covariance Matrix للخطأ، وبالتالي يتم إهمال افتراض

الاستقلال و homoskedasticity، وبالتالي يعتبر المرحلة الثانية أكثر كفاءة من مقدر المرحلة الأولى. ويتم

الإشارة إلى مقدر GMM الذي يعتمد على الشرطين السابقين بمقدر الفروق، أو طريقة التقدير باستخدام

الفروق الأولى للقيمة الأصلية لمتغيرات النموذج محل التقدير.

تعتبر النتائج التحريبية الناتجة عن تقدير النماذج الديناميكية لبيانات البانل بواسطة طريقة GMM جيدة إذا

كانت القيم المقدرة لمعاملات انحدار هذه النماذج بواسطة الطريقة متنسقة.

الجدول رقم (3-22): نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف القانونية على الاستقرار المالي باستخدام

GMM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES (-1)	0.167055	0.070597	2.366327	0.0188**
EG	0.034670	0.106601	0.325233	0.7453
INF	-0.055636	0.124555	-0.446675	0.6555

FOP	8.425321	6.111688	1.378559	0.1694
TOP	-0.007325	0.052278	- 0.140107	0.8887
M2	0.324508	0.058866	5.512670	0.0000***
PEGJUR	6.297250	2.431230	2.590149	0.0102**
INTJUR	6.111006	2.165024	2.822604	0.0052***
	EffectsSpecification			
Cross-section fixed (first differences)				
Root MSE	5.537565	Meandependent var	0.713117	
S.D. dependent var	6.164843	S.E. of regression	5.632232	
Sumsquaredresid	7359.511	J-statistic	157.3932	
Instrument rank	181	Prob(J-statistic)	0.796602	
$RES_{i,t} = 0.167RES_{it-1} + 0.034EG_{it} - 0.055INF_{it} + 8.42FOP_{it} - 0.007TOPi_t + 0.324M2_{it} + 6.29PEGJUR_{it} + 6.11INTJUR_{it} \dots \dots \dots (36)$				
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS12، والملاحق رقم 27

ويلخص الجدول رقم (3- 21) نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف الفعلية على الاستقرار المالي باستخدام

الـ GMM:

الجدول رقم (3-23): نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف الفعلية على الاستقرار المالي باستخدام طريقة

الـ GMM

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	0.148146	0.071334	2.076791	0.0389
EG	0.037288	0.110578	0.337209	0.7363
INF	-0.018445	0.122250	-0.150882	0.8802
FOP	9.869622	6.188379	1.594864	0.1121
TOP	-0.020292	0.053077	-0.382306	0.7026
M2	0.314262	0.059155	5.312535	0.0000
PEGFAC	-1.704188	7.694347	-0.221486	0.8249
INTFAC	0.289567	4.492499	0.064456	0.9487
Root MSE	5.622484	Mean dependent var	0.713117	
S.D. dependent var	6.164843	S.E. of	5.718602	

		regression	
Sum squared resid	7586.959	J-statistic	161.4605
Instrument rank	181	Prob(J-statistic)	0.725304
$RES_{it} = RES_{it-1} + 0.03EG_{it} - 0.018INF_{it} + 9.86FOP_{it} - 0.02TOP_{it} + 0.314M2_{it} - 1.70PEGFAC_{it} + 0.28INTFAC_{it} \dots \dots \dots (37)$			
*معنوي عند مستوى دلالة 10%، **معنوي عند مستوى دلالة 5%، ***معنوي عند مستوى دلالة 1%.			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews12، والملاحق رقم 28

من خلال نتائج تقدر النموذج بطريقة GMM ولأنظمة القانونية والفعالية يمكن استنتاج ما يلي:

- معامل انحدار العرض النقدي بمفهومه الواسع يقدر بـ 0.324508، ومعنوي إحصائياً عند مستوى 1% و 5% حيث أن ارتفاع المعروض النقدي بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة احتياطي الصرف بـ 0.32 وحدة و هذه النتائج تتوافق مع فرضيات النظرية الاقتصادية حيث أن أغلب الدراسات التجريبية أثبتت قوة العلاقة بين السياسة النقدية التوسعية و الاستقرار المالي خاصة بالنسبة للاقتصاديات المنتجة وبالي تحتوي على هيكل إنتاج متنوع حيث أن التوسع النقدي سوف يؤدي في المدى القصير إلى زيادة القروض والاستثمار و التالي زيادة الإنتاج، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة قدرة البلد على التصدير و كمحصلة لذلك دخول كميات من الصرف الأجنبي و هذا ما تم تأكيده فعلاً من خلال هذه النتائج.
- من خلال النتائج كذلك يمكن استنتاج أن معامل انحدار احتياطي الصرف بإبطاء فترة واحدة موجب ومعنوي إحصائياً عند مستوى 5% ويقدر بـ 0.167 ويمكن تفسير ذلك ان احتياطي الصرف متزايد خلال فترة الدراسة بالنسبة لدول العينة في البائل.
- أكدت لنا نتائج تقدير GMM أن أنظمة الصرف القانونية (النظام الثابت والنظام الوسيط) لهما تأثير معنوي إحصائياً على الاستقرار المالي ويمكن تفسير ذلك على النحو التالي:
- يعتبر احتياطي الصرف أحد أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تعكس الاستقرار المالي والثقة في النظام المالي بالنسبة لاقتصاد أي دولة ما، وبالتالي أي تغير في احتياطي الصرف سواء بالزيادة أو النقصان قد يدل على تغيرات في نظام سعر الصرف لذلك البلد، سواء في حالة ارتفاع سعر صرف العملة المحلية أو تدهور قيمتها.
- ومن خلال النتائج يتضح لنا أن مضاعف النظام سعر الصرف الثابت أكبر من مضاعف نظام الصرف الوسيط وعليه نظام سعر الصرف الثابت هو أكثر ملاءمة أو يحقق الاستقرار المالي من خلال الزيادة في احتياطي الصرف الأجنبي.

خلاصة الفصل:

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق وتحليل تطور كل من أنظمة سعر الصرف ومؤشر الاستقرار المالي (احتياطات الصرف الأجنبي) والمتغيرات المساعدة (النمو الاقتصادي، التضخم، مؤشر الانفتاح التجاري، مؤشر الانفتاح المالي، مؤشر السيولة)، خلال فترة الدراسة 1999-2020 في دول العينة، كما قمنا باختبار العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والاستقرار المالي باستخدام الاقتصاد القياسي لبيانات البانل، حيث في المرحلة الأولى قمنا بإجراء اختبارات التكامل المشترك وأكدت النتائج علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وفي المرحلة الثانية قمنا بتقدير نماذج الأثر الثابت والعشوائي وأكدت لنا النتائج أن الأنظمة لا تؤثر معنويًا على متغير الاستقرار المالي، بالإضافة إلى ذلك أكدت لنا نتائج بانل الديناميكي تفوق الأنظمة الثابتة على الأنظمة الوسيطة في تحقيق الاستقرار المالي في دول العينة.

خاتمة

لقد حاولنا من خلال هذه الأطروحة دراسة علاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي من خلال دراسة تحليلية وقياسية لعينة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة من 1999 إلى 2020.

في الفصل الأول تطرقنا للإطار النظري لأنظمة سعر الصرف، حيث تم عرض مراحل تطور النظام النقدي الدولي بعد انهيار نظام بروتون وودز والانتقال الدول أنظمة سعر الصرف العائمة، كما تم تسليط الضوء على أهم التصنيفات الفعلية و القانونية لأنظمة سعر الصرف الدولية خاصة التصنيف الفعلية الحديثة والتي ظهرت بعد التصنيف القانوني لصندوق النقد الدولي FMI سنة 2003 بالإضافة الى ذلك تم عرض أهم الآثار الاقتصادية الكلية لأنظمة سعر الصرف خاصة فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي، التضخم، التجارة الخارجية من جانب آخر حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لمحددات اختيار أنظمة سعر الصرف.

في الفصل الثاني حاولنا تسليط الضوء على الإطار النظري والمفاهيم الأساسية للاستقرار المالي وأهم مؤشرات بالإضافة إلى النظريات التي فسرت الاستقرار المالي من جانب آخر تضمن هذا الفصل دور المؤسسات المالية الدولية والبنوك المركزية في تعزيز الاستقرار المالي.

الفصل الثالث هو عبارة عن دراسة تحليلية وقياسية لعلاقة أنظمة سعر الصرف بالاستقرار المالي لعينة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حيث تم استخدام الاقتصاد القياسي لبيانات البائل الساكن والديناميكية، فيما يخص متغيرات الدراسة فت استخدام احتياطي النقد الأجنبي كمؤشر للاستقرار المالي و يعتبر متغير تابع في النموذج القياسي، المتغيرات التفسيرية نسبة التضخم، مؤشر الانفتاح التجاري، مؤشر الانفتاح المالي، المعروض النقدي بمفهومه الواسع (إلى الناتج المحلي الإجمالي)، النمو الاقتصادي والمتغيرات الصورية التي تعبر عن نوع نظام الصرف القانوني و الفعلي وهو مؤشر ثنائي يأخذ القيمة صفر أو القيمة واحد حسب نوع نظام سعر الصرف.

ومن أهم النتائج المحصل عليها نذكر ما يلي:

- نتائج اختبارات الجذر الأحادي لمعطيات البائل أكدت لنا أن متغيرات الدراسة عبارة عن سلاسل زمنية متكاملة من الدرجة الأولى أي من الشكل $I(1)$ ، ومعنى ذلك أنه يجب تحويل هذه المتغيرات إلى الفروق الأولى للحصول على سلاسل زمنية مستقرة وهذه النتائج تتوافق مع عدة دراسات تجريبية لمتغيرات اقتصادية كلية.

- نتائج تقدير نماذج البائل الساكن ونخص بالذكر نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي حيث أكدت النتائج أن نوع نظام سعر الصرف لا يؤثر على مؤشر الاستقرار المالي سواء بالنسبة للأنظمة القانونية أو الأنظمة الفعلية وهذه النتائج لا تتوافق مع عدة دراسات تجريبية.
- نتائج اختبار التكامل المشترك لـ Fisher و kao للبائل أكدت لنا وجود علاقات تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ومعنى ذلك أنه توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين مؤشر الاستقرار المالي والمتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة لسلوكه.
- نتائج تقدير نماذج البائل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM أكدت لنا أن أنظمة سعر الصرف القانونية De jure تؤثر معنويًا على الاستقرار المالي في دول العينة حيث تبين لنا من خلال النتائج أن مضاعف نظام سعر الصرف الثابت أكبر من مضاعف نظام سعر الصرف الوسيط وهذه النتائج تدل على أن الأنظمة الثابتة تعتبر أكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي مقارنة بالأنظمة الأخرى وهذه النتائج تتوافق إلى حد ما مع فرضيات النظرية الاقتصادية.

نتائج اختبار الفرضيات

بناءً على النتائج التطبيقية المحصل عليها يمكن اختبار فرضيات الدراسة على النحو التالي:

- بالنسبة للفرضية الأولى والتي تنص على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نوع نظام سعر الصرف والاستقرار المالي فالنتائج المحصل عليها لنموذج البائل الديناميكي بطريقة GMM تدل على صحة هذه الفرضية حيث أن متغير نظام سعر الصرف القانوني تأثيره معنوي إحصائياً على مؤشر الاستقرار المالي.
- بالنسبة للفرضية الثانية والتي تنص على أن أنظمة سعر الصرف المرنة تعتبر أكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي فنتائج الدراسة التطبيقية أكدت لنا عدم صحة هذه الفرضية حيث أن متغير نظام سعر الصرف الوسيط تأثيره غير معنوي إحصائياً على مؤشر الاستقرار المالي.
- بالنسبة للفرضية الثالثة والتي تنص على أن الاستقرار المالي يتحقق بالتنسيق بين مختلف سياسات الاقتصاد الكلي، ومن خلال النتائج المحصل عليها يمكن الحكم على صحة هذه الفرضية حيث أن بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في النموذج تأثيرها معنوي إحصائياً على الاستقرار المالي.
- بالنسبة للفرضية الرابعة والتي تنص على أن الأنظمة الثابتة أكثر ملاءمة لتحقيق الاستقرار المالي فالنتائج التطبيقية تدل على صحة هذه الفرضية حيث أن الأنظمة الثابتة القانونية كان تأثيرها معنوي إحصائياً.

توصيات

في سياق النتائج المتوصل إليها، نوصي بـ:

- اهتمام الدول خاصة النامية لسياسات سعر الصرف حيث أصبحت هذه السياسة يلعب دورا كبيرا في إدارة الاقتصاد الكلي وتصحيح الاختلالات خاصة بالنسبة للدول الأكثر عرضة للصدمات الخارجية وهي خاصية موجودة في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA).
- لتحقيق استقرار الأسواق المالية وتعزيزها، ينبغي على حكومات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أن تتخذ قرارات صارمة بشأن الاستقرار المالي، وذلك باتخاذ قرارات تضم مسؤولين من الوزارات المالية، ومحافظي البنوك المركزية، ومنظمي الأسواق المالية والمشرفين عليها لتسهيل تنسيق السياسات من أجل استقرار القطاع المالي وتنميته، وتجنب حدوث أزمات مالية.
- ونوصي بمواصلة تطوير أسواق السندات ووضع "خريطة طريق" وإطار زمني لزيادة التكامل المالي الإقليمي.
- يحتاج صناع السياسات إلى أدوات ملائمة للتصدي للاضطرابات في قطاع المؤسسات الوسطة المالية غير المصرفية التي قد يكون لها تأثير سلبي على الاستقرار المالي.
- من أجل تحقيق الاستقرار المالي لابد من التنسيق بين مختلف سياسات الاقتصاد الكلي، خاصة السياستين النقدية والمالية، بحيث يكون الهدف هو تحقيق أعلى معدلات للنمو الاقتصادي، بغية التحكم في معدلات التضخم من جهة، وتوفير العرض النقدي للنشاط الاقتصادي من جهة ثانية.

آفاق الدراسة

- يمكن تلخيص أهم الآفاق المتعلقة بدراسة موضوع أثر أنظمة سعر الصرف على الاستقرار المالي من خلال النقاط التالية:
- زيادة حجم عينة الدراسة (الدول) بالنسبة للدراسة ومحاولة المقارنة بين نظم سعر الصرف المختلفة في عدة مجموعات للدول لأجل الحصول على نتائج أكثر دقة.
 - استخدام طرق قياسية أخرى مثل مقدرات وسط المجموعة المدجة ومقدرات وسط المجموعة في نماذج PANEL ARDL والتي تساعد على الحصول على مقدرات متسقة بالنسبة لنماذج.
 - استخدام نماذج قياسية أخرى في التحليل القياسي كنماذج متجه الانحدار الذاتي الهيكلي SVAR أو النماذج ذات التحول الهيكلي MSVAR..... إلخ.
 - استخدام مؤشرات أخرى لسياسة سعر كمؤشر تغير سعر الصرف والذي يعبر عنه بالقيمة المطلقة لتغيرات سعر الصرف ومؤشر تغير احتياطي النقد الأجنبي حيث أن هذه المتغيرات تساعد على فهم السلوك الفعلي لنظام سعر الصرف المطبق فعلا في الدول لأن هذه المؤشرات تقيس الانحرافات عوض عن المستويات.
 - كما نقترح مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تعالج نفس الإشكالية كما يلي:
 - تأثير الاستقرار المالي على النمو الاقتصادي: دراسة تطبيقية لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
 - محددات الاستقرار المالي -دراسة حالة مجموعة من الدول-

- أثر الشمول المالي على الاستقرار المالي.
- دراسة علاقة الاستقرار المالي بالسياسة النقدية باستخدام نموذج TVP-SVAR.

الملاحق

قائمة الملاحق

الملاحق (01): تطور سعر الصرف (العملة المحلية) مقابل الدولار الأمريكي لكل دولة من دول عينة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	المملكة العربية السعودية	الإمارات العربية المتحدة	قطر	الكويت	الأردن
1999	66,57	1,186	9,804	3,395	3,75	3,673	3,64	0,304	0,709
2000	75,26	1,371	10,63	3,472	3,75	3,673	3,64	0,307	0,709
2001	77,22	1,439	11,3	3,973	3,75	3,673	3,64	0,307	0,709
2002	79,68	1,422	11,02	4,5	3,75	3,673	3,64	0,304	0,709
2003	77,39	1,288	9,574	5,851	3,75	3,673	3,64	0,298	0,709
2004	72,06	1,245	8,868	6,196	3,75	3,673	3,64	0,295	0,709
2005	73,28	1,297	8,865	5,779	3,75	3,673	3,64	0,292	0,709
2006	72,65	1,331	8,796	5,733	3,75	3,673	3,64	0,29	0,709
2007	69,29	1,281	8,192	5,635	3,75	3,673	3,64	0,284	0,709
2008	64,58	1,232	7,75	5,433	3,75	3,673	3,64	0,269	0,71
2009	72,65	1,35	8,057	5,545	3,75	3,673	3,64	0,288	0,71
2010	74,39	1,431	8,417	5,622	3,75	3,673	3,64	0,287	0,71
2011	72,94	1,408	8,09	5,933	3,75	3,673	3,64	0,276	0,71
2012	77,54	1,562	8,628	6,056	3,75	3,673	3,64	0,28	0,71
2013	79,37	1,625	8,406	6,87	3,75	3,673	3,64	0,284	0,71
2014	80,58	1,698	8,406	7,078	3,75	3,673	3,64	0,285	0,71
2015	100,7	1,962	9,764	7,691	3,75	3,673	3,64	0,301	0,71
2016	109,4	2,148	9,807	10,03	3,75	3,673	3,64	0,302	0,71
2017	111	2,419	9,692	17,78	3,75	3,673	3,64	0,303	0,71
2018	116,6	2,647	9,386	17,77	3,75	3,673	3,64	0,302	0,71
2019	119,4	2,934	9,617	16,77	3,75	3,673	3,64	0,304	0,71
2020	126,8	2,812	9,497	15,76	3,75	3,673	3,64	0,306	0,71

السنوات	عمان	البحرين	تركيا
1999	0,385	0,376	0,419
2000	0,385	0,376	0,625
2001	0,385	0,376	1,226
2002	0,385	0,376	1,507
2003	0,385	0,376	1,501
2004	0,385	0,376	1,426
2005	0,385	0,376	1,344
2006	0,385	0,376	1,428
2007	0,385	0,376	1,303
2008	0,385	0,376	1,302
2009	0,385	0,376	1,55
2010	0,385	0,376	1,503
2011	0,385	0,376	1,675
2012	0,385	0,376	1,796
2013	0,385	0,376	1,904
2014	0,385	0,376	2,189
2015	0,385	0,376	2,72
2016	0,385	0,376	3,02
2017	0,385	0,376	3,648
2018	0,385	0,376	4,828
2019	0,385	0,376	5,674
2020	0,385	0,376	7,009

الملاحق (02): احتياطات الصرف الأجنبي لعينة الدراسة (بالدولار الأمريكي)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	قطر	الكويت
1999	6146079211	2324618304	5893811631	15190021677	1309747493	5560511603
2000	13556106802	1871427065	5016934755	13785040868	1163240535	7779055735
2001	19625060613	2049572901	8669348377	13598234040	1317979112	10599228051
2002	25151012703	2364944046	10375315952	14076054423	1573357087	10078199079
2003	35454600266	3036243872	14146568781	14603576021	2952140936	8636260734
2004	45691652467	4031139050	16646737349	15338514717	3414202841	9353825022
2005	59167068864	4548431874	16550639874	21856784929	4552170762	10165102735
2006	81462730475	6911623380	20790794061	26006845068	5394808792	14179782170
2007	1,14972E+11	8032361912	24713570214	32214421786	9749045696	18776552865
2008	1,48099E+11	9038905599	22719558204	34330505048	9996578244	19320771658
2009	1,55112E+11	11294387681	23568387093	34896678266	18803758798	23028171516
2010	1,70461E+11	9764265037	23709466594	37028506135	31181698263	24801842016
2011	1,91369E+11	7785305507	20167412692	18637541110	16809490743	29681701460
2012	2,00587E+11	8717830201	17138210439	15672467971	33185072530	33109896469
2013	2,01437E+11	7550027500	18797794940	16536236826	42082172538	32410244557
2014	1,86351E+11	7498010303	20272045639	14926998052	43215459718	35175442352
2015	1,50595E+11	7559201960	22749566244	15858887326	37257529105	30960893268
2016	1,20788E+11	6137077790	25096263444	23642691706	31887349773	33936274928
2017	1,04853E+11	6143986080	26189585939	36400242556	15007730965	36889754717
2018	87382910154	5661370259	24461023093	41839242991	30358280804	40282453060
2019	71795950715	7919981405	26412762237	44568837112	39718464943	43668410965
2020	59434389110	9810630875	35997639773	38972812937	40972506521	52918606999
السنوات	الأردن	عمان	البحرين	تركيا	المملكة العربية السعودية	الامارات العربية المتحدة
1999	2770018266	2851826330	1412574532	24432663964	18330921206	10790300349
2000	3441302675	2459611529	1605306698	23514529510	20846854711	13631620189
2001	3174221853	2445296352	1725453561	19911331847	18866525322	14256130113
2002	4116412745	3173684751	1777159820	28348030217	22185731358	15355431325
2003	5365764579	3593748667	1840973998	35548509276	24537673815	15087811904
2004	5446636728	3597609065	2006203185	37304121309	29303891020	18529923698
2005	5461160796	4358381770	2051923932	52493941950	1,57387E+11	21010295842
2006	6982163598	5014439182	2895643505	63264841174	2,28957E+11	27617445823
2007	7924938971	9523990110	4342187750	76496127491	3,09287E+11	77238765358
2008	8918475754	11582398509	4050919099	73674684816	4,51279E+11	31694454694
2009	12135159071	12203595446	4008299045	74933099954	4,20984E+11	26104201598
2010	13632983538	13025235620	5299463737	85959461666	4,59313E+11	32785291883
2011	12094960533	14366193706	4774194829	87937253858	5,56571E+11	37269318423
2012	8830598045	14401122658	5454261307	1,19183E+11	6,7374E+11	47035150431
2013	13826035948	15951037291	5527718440	1,31054E+11	7,37796E+11	68202650660

2014	16047206177	16324457252	6229406003	1,27422E+11	7,44441E+11	78424381665
2015	16571894983	17543980313	3546207932	1,1049E+11	6,2699E+11	93929134196
2016	15543454210	20262241805	2611989314	1,04811E+11	5,47267E+11	85390832746
2017	14400000000	16088803823	2823123079	1,07657E+11	5,09457E+11	95377648626
2018	13400000000	17388370607	2334278370	92997230041	5,09469E+11	99503335479
2019	14300000000	16661756725	3902650742	1,0562E+11	5,14963E+11	1,08359E+11
2020	15900000000	15007356725	2523073657	93511562720	4,72851E+11	1,06702E+11

الملحق (03): تطور الناتج المحلي الإجمالي لدول العينة طيلة الفترة 1999-2020 (بالدولار الأمريكي)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	قطر	الكويت	البحرين
1999	4,86E+10	2,29E+10	4,16E+10	9,07E+10	1,24E+10	3,01E+10	6,62E+09
2000	5,48E+10	2,15E+10	3,89E+10	9,98E+10	1,78E+10	3,77E+10	9,06E+09
2001	5,47E+10	2,21E+10	3,95E+10	9,67E+10	1,75E+10	3,49E+10	8,98E+09
2002	5,68E+10	2,31E+10	4,22E+10	8,51E+10	1,94E+10	3,81E+10	9,59E+09
2003	6,79E+10	2,75E+10	5,21E+10	8,03E+10	2,35E+10	4,79E+10	1,11E+10
2004	8,53E+10	3,12E+10	5,96E+10	7,88E+10	3,17E+10	5,94E+10	1,32E+10
2005	1,03E+11	3,23E+10	6,23E+10	8,96E+10	4,45E+10	8,08E+10	1,6E+10
2006	1,17E+11	3,44E+10	6,86E+10	1,07E+11	6,09E+10	1,02E+11	1,85E+10
2007	1,35E+11	3,89E+10	7,9E+10	1,3E+11	7,97E+10	1,15E+11	2,17E+10
2008	1,71E+11	4,49E+10	9,25E+10	1,63E+11	1,15E+11	1,47E+11	2,57E+10
2009	1,37E+11	4,35E+10	9,29E+10	1,89E+11	9,78E+10	1,06E+11	2,29E+10
2010	1,61E+11	4,62E+10	9,32E+10	2,19E+11	1,25E+11	1,15E+11	2,57E+10
2011	2E+11	4,81E+10	1,01E+11	2,36E+11	1,68E+11	1,54E+11	2,88E+10
2012	2,09E+11	4,73E+10	9,83E+10	2,79E+11	1,87E+11	1,74E+11	3,07E+10
2013	2,1E+11	4,87E+10	1,07E+11	2,88E+11	1,99E+11	1,74E+11	3,25E+10
2014	2,14E+11	5,03E+10	1,19E+11	3,06E+11	2,06E+11	1,63E+11	3,34E+10
2015	1,66E+11	4,58E+10	1,1E+11	3,29E+11	1,62E+11	1,15E+11	3,11E+10
2016	1,6E+11	4,44E+10	1,12E+11	3,32E+11	1,52E+11	1,09E+11	3,22E+10
2017	1,7E+11	4,22E+10	1,19E+11	2,36E+11	1,61E+11	1,21E+11	3,55E+10
2018	1,75E+11	4,27E+10	1,27E+11	2,5E+11	1,83E+11	1,38E+11	3,78E+10
2019	1,72E+11	4,19E+10	1,29E+11	3,03E+11	1,76E+11	1,36E+11	3,87E+10
2020	1,45E+11	4,25E+10	1,21E+11	3,65E+11	1,44E+11	1,06E+11	3,47E+10

الأردن	عمان	المملكة العربية السعودية	الإمارات العربية المتحدة	تركيا
8,15E+09	1,56E+10	1,62E+11	8,44E+10	2,56E+11
8,46E+09	1,95E+10	1,9E+11	1,04E+11	2,74E+11
8,98E+09	1,95E+10	1,84E+11	1,03E+11	2,02E+11
9,58E+09	2,01E+10	1,9E+11	1,1E+11	2,4E+11
1,02E+10	2,16E+10	2,16E+11	1,24E+11	3,15E+11
1,14E+10	2,48E+10	2,59E+11	1,48E+11	4,09E+11
1,26E+10	3,11E+10	3,28E+11	1,81E+11	5,06E+11
1,51E+10	3,72E+10	3,77E+11	2,22E+11	5,57E+11
1,71E+10	4,21E+10	4,16E+11	2,58E+11	6,81E+11
2,27E+10	6,09E+10	5,2E+11	3,15E+11	7,7E+11
2,45E+10	4,84E+10	4,29E+11	2,54E+11	6,49E+11
2,71E+10	6,5E+10	5,28E+11	2,9E+11	7,77E+11
2,95E+10	7,75E+10	6,71E+11	3,51E+11	8,39E+11
3,16E+10	8,74E+10	7,36E+11	3,85E+11	8,81E+11
3,45E+10	8,99E+10	7,47E+11	4E+11	9,58E+11
3,68E+10	9,27E+10	7,56E+11	4,14E+11	9,39E+11
3,86E+10	7,87E+10	6,54E+11	3,7E+11	8,64E+11

3,99E+10	7,51E+10	6,45E+11	3,69E+11	8,7E+11
4,16E+10	8,09E+10	6,89E+11	3,91E+11	8,59E+11
4,34E+10	9,15E+10	8,17E+11	4,27E+11	7,78E+11
4,5E+10	8,81E+10	8,04E+11	4,18E+11	7,6E+11
4,42E+10	7,59E+10	7,03E+11	3,49E+11	7,2E+11

الملحق (04): معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	قطر	الكويت	الأردن
1999	3,200002	6,054634	1,081333	6,053439	-0,4	-1,78901	3,38953
2000	3,8	4,709973	1,912873	6,370004	2,5	4,694582	4,245712
2001	3	3,796272	7,319967	3,535252	3,898187	0,213333	5,269957
2002	5,6	1,322557	3,12145	2,390204	7,182152	3,014283	5,783808
2003	7,2	4,7024	5,961162	3,193455	3,719959	17,32602	4,161667
2004	4,3	6,235791	4,797018	4,092072	19,21892	10,2403	8,567215
2005	5,9	3,486546	3,29164	4,471744	7,492758	10,60904	8,146595
2006	1,7	5,2441	7,574632	6,843838	26,17025	7,514773	8,092975
2007	3,4	6,709521	3,531594	7,087827	17,98566	5,991576	8,17617
2008	2,4	4,237781	5,923278	7,156284	17,66356	2,479757	7,220386
2009	1,6	3,04345	4,243757	4,6736	11,95656	-7,07606	5,02371
2010	3,6	2,971133	3,815718	5,147235	19,59233	-2,37026	2,314834
2011	2,9	-2,04663	5,245697	1,764572	13,37518	9,628407	2,73718
2012	3,4	4,216677	3,009961	2,2262	4,730012	6,625818	2,429358
2013	2,8	2,429931	4,535424	2,185466	5,556041	1,1493	2,609947
2014	3,8	3,090328	19,04728	2,915912	5,334323	0,500877	3,384078
2015	3,7	0,967497	4,344583	4,372019	4,753346	0,59302	2,496529
2016	3,2	1,118015	0,521186	4,346643	3,064192	2,925868	1,994181
2017	1,3	2,244345	5,057898	4,181221	-1,4976	-4,71211	2,473599
2018	1,2	2,590367	3,065641	5,314121	1,234872	2,433981	1,919071
2019	1	1,503428	2,890975	5,557684	0,774808	-0,55196	1,927372
2020	-5,1	-8,62114	-7,18708	3,569669	-3,64045	-8,85528	-1,56947

السنوات	المملكة العربية السعودية	الإمارات العربية المتحدة	عمان	البحرين	تركيا
1999	-3,76329	2,902214	0,331496	4,299999	-3,26317
2000	5,625416	10,8527	6,551067	5,30007	6,93324
2001	-1,21074	1,399085	4,482803	2,490948	-5,75001
2002	-2,81917	2,433457	-1,10091	3,348551	6,447722
2003	11,24206	8,800541	-2,66859	6,296442	5,763206
2004	7,958442	9,566437	1,292206	6,980961	9,795936
2005	5,57385	4,855141	2,490221	6,768998	8,992305
2006	2,788402	9,83732	5,371889	6,467	6,947988
2007	1,84713	3,18439	4,452684	8,29396	5,043508

2008	6,249773	3,191836	8,200078	6,245011	0,815025
2009	-2,05925	-5,24292	6,112396	2,539886	-4,82315
2010	5,039484	1,60285	1,713985	4,334299	8,427104
2011	9,996865	6,928509	2,89461	1,983515	11,20011
2012	5,411423	4,776626	8,863122	3,728108	4,788493
2013	2,699281	5,05556	5,227704	5,41684	8,485817
2014	3,652486	4,165692	1,292252	4,350391	4,939715
2015	4,106394	6,786773	5,017058	2,485379	6,084487
2016	1,670664	5,561491	5,046424	3,558128	3,323084
2017	-0,74153	0,735069	0,304058	4,29095	7,501997
2018	2,514166	1,313914	1,287104	2,11113	2,979885
2019	0,333781	1,108348	-1,12871	2,166965	0,78361
2020	-4,13767	-4,95705	-3,37971	-4,93585	1,940032

الملحق (05): معدلات التضخم لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	قطر	الكويت	الأردن	عمان
1999	2,645511	2,690125	0,684783	3,079499	2,181703	2,99081	0,606257	0,51
2000	0,339163	2,962308	1,894635	2,683805	1,650335	1,812946	0,666881	-1,2
2001	4,225988	1,983333	0,619802	2,269757	1,471334	1,3	1,772204	-0,81667
2002	1,418302	2,721033	2,79562	2,737239	0,24	0,88845	1,832994	-0,27958
2003	4,268954	2,712592	1,167734	4,507776	2,264565	0,96135	1,63	0,231329
2004	3,9618	3,63228	1,493444	11,27062	6,799337	1,248564	3,361868	0,624969
2005	1,382447	2,017786	0,982642	4,869397	8,814395	4,142976	3,493685	1,909836
2006	2,311499	3,225253	3,284762	7,644526	11,83581	3,057013	6,251725	3,544986
2007	3,678996	2,966944	2,042085	9,318969	13,75816	5,48495	4,743906	5,830484
2008	4,858591	4,345028	3,714843	18,31683	15,05015	10,58271	13,97123	12,37541
2009	5,73706	3,664903	0,971863	11,7635	-4,86328	4,609595	-0,73907	3,46881
2010	3,911062	3,33898	0,993557	11,26519	-2,42526	4,496403	4,845519	3,25658
2011	4,524212	3,240028	0,906925	10,06493	1,138366	4,839403	4,162442	4,042189
2012	8,891451	4,611844	1,287122	7,111729	2,315349	3,255146	4,51523	2,947735
2013	3,254239	5,316235	1,880655	9,46972	3,221978	2,682297	4,824623	1,045528
2014	2,916927	4,625551	0,44231	10,07022	3,349721	2,908927	2,899479	1,022343
2015	4,784447	4,437371	1,557907	10,37049	1,814077	3,271702	-0,87685	0,06529
2016	6,397695	3,629399	1,635311	13,81361	2,676592	3,198398	-0,77843	1,109208
2017	5,591116	5,308848	0,754663	29,50661	0,394879	2,171833	3,323894	1,597161
2018	4,26999	7,307592	1,803917	14,40147	0,255815	0,543133	4,462311	0,881302
2019	1,951768	6,720075	0,303386	9,1528	-0,66664	1,091848	0,761514	0,133795
2020	2,415131	5,634151	0,705969	5,044933	-2,54032	2,10173	0,333294	-0,90387
السنوات	المملكة العربية	الامارات العربية	البحرين	تركيا				

	السعودية	المتحدة		
1999	-1,33376	2,1	-1,28759	64,86749
2000	-1,12499	1,35	-0,70485	54,91537
2001	-1,12094	2,8	-1,20757	54,40019
2002	0,247187	2,92	-0,49554	44,96412
2003	0,612194	3,12	1,593625	21,60244
2004	0,515507	5,04	2,352941	8,598262
2005	0,47923	6,2	2,586207	8,17916
2006	2,209024	9,29	2,00747	9,597242
2007	4,167823	11,13	3,256667	8,756181
2008	9,870248	12,25042	3,526003	10,44413
2009	5,057223	1,561813	2,795513	6,250977
2010	5,339417	0,877983	1,961885	8,566444
2011	5,826216	0,877347	-0,40004	6,47188
2012	2,866269	0,662269	2,757397	8,89157
2013	3,532525	1,101118	3,300012	7,49309
2014	2,23629	2,346269	2,647553	8,854573
2015	1,206073	4,069966	1,848627	7,670854
2016	2,06884	1,617488	2,786793	7,775134
2017	-0,83819	1,966826	1,386718	11,14431
2018	2,458142	3,068634	2,087669	16,33246
2019	-2,09333	-1,93108	1,00582	15,17682
2020	3,445458	-2,0794	-2,31771	12,27896

الملحق(06): نسبة الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
(%)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	المملكة العربية السعودية	الامارات العربية المتحدة	قطر	الكويت
1999	22,779	39,92607	28,83232	23,30949	23,17959	30,14983	25,69218	39,43422
2000	20,78863	42,90908	32,3744	22,81682	24,76118	30,1647	22,3293	30,14615
2001	22,01686	46,73538	31,20884	22,33064	23,92691	40,70535	29,07581	35,54206
2002	25,62963	44,55734	31,61647	22,67089	23,64399	43,56831	28,12695	36,60915
2003	23,87594	42,90678	30,82397	24,38323	23,97703	46,37697	28,46737	34,46366
2004	25,6482	44,72727	33,48893	29,58994	24,09749	53,05488	26,2042	32,38053
2005	24,07341	45,31896	36,9957	32,6091	24,90333	51,96756	29,6605	28,26662
2006	21,91933	47,91241	38,74093	31,56872	30,1127	50,84287	35,75319	24,16736
2007	24,86996	52,98118	43,91549	34,82814	34,92587	64,41406	35,83673	28,31746
2008	28,71118	58,69083	49,93047	38,63763	33,99113	69,64566	28,07049	25,92391
2009	35,95268	47,97707	39,91193	31,59662	37,76972	73,80863	29,00929	29,37743
2010	31,42211	52,19128	43,01462	26,5871	32,98003	61,63509	23,75061	30,35442

2011	28,68618	54,05173	48,72677	24,68821	29,49428	61,58938	26,10193	25,89199
2012	28,51443	55,63788	50,19537	24,3148	29,24095	62,33551	29,27388	26,27955
2013	30,40093	54,0652	47,24292	23,35519	30,79109	63,0929	29,66537	26,74517
2014	31,92666	52,9676	41,76058	22,67606	33,76518	67,10571	31,03626	31,5308
2015	36,52335	48,84869	37,29282	21,6621	37,79897	71,91305	36,64613	44,93333
2016	35,05318	48,79737	40,38807	19,90109	30,71783	73,23997	41,83376	48,52718
2017	32,68917	54,08841	41,5669	29,30836	29,33195	74,46103	38,60517	46,64373
2018	32,20434	58,38608	43,42645	29,3663	25,66677	65,9258	35,89659	45,61996
2019	29,09411	56,38228	41,90506	25,73984	27,24445	70,7194	37,97242	44,88951
2020	27,9953	46,29067	38,05161	20,65243	25,89368	70,6453	40,90022	39,16824

السنوات	الأردن	عمان	البحرين	تركيا
1999	61,15959	38,56107	62,96445	18,85401
2000	68,50151	32,55733	56,62847	22,47324
2001	67,15119	37,06232	53,4155	22,68953
2002	66,6176	37,30202	58,62507	22,87728
2003	68,33456	40,02087	56,02851	23,21892
2004	82,43212	44,51961	62,13216	25,20108
2005	94,20431	35,94671	64,41948	24,26609
2006	87,87305	37,02339	62,46524	26,36804
2007	91,75933	46,18964	58,10552	25,96129
2008	84,86243	43,65418	63,30516	26,98196
2009	67,07653	44,50876	49,49813	23,41687
2010	67,22554	37,29217	50,93508	25,50033
2011	72,1491	37,72426	74,7366	30,31047
2012	72,6296	39,35142	83,73913	28,46993
2013	70,15592	46,51276	87,06775	28,73429
2014	67,80643	40,83854	79,51709	28,56076
2015	59,02554	46,72436	71,82417	26,55727
2016	54,83815	41,54325	65,41973	25,24468
2017	55,36323	43,2375	67,30699	29,72275

		7		
2018	52,8368	38,6579 1	71,55353	31,40149
2019	48,81434	36,9841 2	65,21487	30,16153
2020	41,70015	44,8197 5	67,09261	32,2228

الملحق (07): نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%)

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	المملكة العربية السعودية	الإمارات العربية المتحدة	قطر	الكويت
1999	28,15011	37,97904	25,15437	15,05202	34,66649	54,64434	60,04079	45,93389
2000	42,06972	39,73003	26,78743	16,20112	43,40527	54,67144	67,28336	56,47217
2001	36,68931	42,81682	28,20917	17,47979	39,63372	49,15923	65,89286	51,30841
2002	35,50454	40,78483	28,91761	18,31618	40,94879	49,50335	60,34277	44,61605
2003	38,24883	39,48356	27,50378	21,79641	45,85417	55,9232	61,69758	52,09151
2004	40,05322	42,19808	28,1076	28,22996	50,98531	63,56773	64,16822	56,91711
2005	47,2052	44,93229	30,91916	30,34355	57,05073	67,58531	65,08504	63,97606
2006	48,81069	46,02852	32,75536	29,94981	59,83191	68,6278	62,81773	65,54573
2007	47,06816	51,07822	34,57168	30,24973	59,93743	72,3841	60,27737	63,41504
2008	47,97334	55,65283	35,74235	33,04299	62,11151	78,86789	61,36235	66,75955
2009	35,37165	45,03981	28,00317	24,95682	47,08862	79,65332	51,13488	59,43363
2010	38,44455	47,95973	32,23302	21,34925	49,56978	82,24239	62,31968	66,67332
2011	38,78812	46,05465	34,70003	20,56743	56,04924	90,07656	72,61971	73,19838
2012	36,89055	45,91285	34,92955	16,39697	54,27084	97,63496	76,47242	74,73169
2013	33,2099	44,88964	32,77764	17,01785	51,91796	98,00759	72,71784	70,86153
2014	30,48766	42,56624	30,13299	14,24413	46,87529	96,9238	67,99812	68,50614
2015	23,17178	38,39984	29,99585	13,18385	33,32118	97,56319	57,06148	53,76625
2016	20,87249	38,2953	30,7346	10,34546	31,1442	97,66312	47,71384	47,63172
2017	22,63223	41,72079	32,60646	15,81844	34,85306	98,34239	52,88942	51,19632
2018	25,86115	45,48575	33,82844	18,91198	38,56537	91,99478	55,94186	57,49549
2019	22,71346	45,95033	34,09306	17,50061	35,57169	96,66417	52,34727	53,29343
2020	17,31579	37,9501	30,79566	13,10675	26,1829	95,9266	49,11888	46,29242

السنوات	الأردن	عمان	البحرين	تركيا
1999	43,31079	49,05837	78,86725	18,81091
2000	41,8274	60,33996	79,18067	19,8812
2001	42,13429	59,42822	73,61076	27,18194
2002	47,42125	58,48593	72,50857	25,10512
2003	47,37228	56,97958	72,06307	23,00618
2004	52,1895	57,02761	78,60515	23,62475
2005	52,70458	63,16429	83,89405	21,87627

2006	53,87433	61,53164	84,63894	22,39483
2007	54,23491	62,68214	79,67953	21,88953
2008	56,0505	64,95276	82,57735	23,56629
2009	45,07547	60,49727	68,46559	23,3702
2010	46,99714	59,09439	69,53732	21,19413
2011	46,55058	63,91646	99,41867	22,9937
2012	45,22599	62,72275	102,1455	24,36088
2013	41,2956	66,03047	104,8048	23,79301
2014	42,13276	61,43962	96,05075	25,20554
2015	36,59408	49,65124	83,10721	24,53128
2016	34,05203	41,31893	74,20083	23,08351
2017	34,36837	45,71526	75,77968	26,03942
2018	34,79912	50,62131	79,25252	31,15288
2019	35,93844	49,49202	76,48596	32,5272
2020	23,63926	47,05595	72,71532	28,73313

الملحق (08) : مؤشر سيولة الاقتصاد (المعروض النقدي بمعناه الواسع M_2/GDP لعينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (%))

السنوات	الجزائر	تونس	المغرب	مصر	المملكة العربية السعودية	الإمارات العربية المتحدة	قطر	الكويت
1999	42,2077	47,45655	66,14432	76,04337	49,73696	35,50138	57,59615	83,73229
2000	37,82972	50,08519	70,90967	76,7419	44,33698	33,13569	44,48241	70,55305
2001	56,84895	54,96507	77,53608	82,37828	47,9532	40,8092	62,36553	86,06095
2002	62,72423	54,68426	81,95505	87,8365	53,64809	42,43194	61,48414	83,22959
2003	62,81908	53,27345	82,55116	96,67885	51,13737	43,16015	53,38213	72,90321
2004	59,26531	52,47725	84,32496	96,67863	50,01015	44,92406	47,81381	66,70901
2005	53,82771	54,11354	92,01916	97,13784	44,64606	48,03536	48,67715	55,46619
2006	57,28394	55,34575	99,47292	97,38731	46,87477	48,16231	49,71465	54,02392
2007	64,09367	57,5783	109,0197	96,20641	50,99315	58,65211	52,98443	58,19397
2008	62,98582	58,86894	111,5692	88,40425	48,10371	58,15073	43,85427	55,40211
2009	73,16088	62,58174	114,3586	83,1559	64,57072	78,19942	60,41859	81,63561
2010	69,05472	62,04713	113,6679	80,74556	55,16824	72,71478	58,12244	77,49336
2011	68,0616	66,37812	115,7558	75,79391	49,16938	63,14301	50,75564	65,2512
2012	67,9544	65,76385	117,0183	69,71546	52,23908	60,15346	56,03115	60,63072
2013	71,72973	65,27411	113,9091	74,61184	55,79304	70,95538	62,99899	65,64556
2014	79,30948	65,30296	108,465	75,44265	61,5892	74,00227	67,14446	72,638
2015	82,00065	65,42101	106,4853	77,98588	73,26666	87,27644	88,56012	99,32136
2016	78,88437	66,61258	109,8848	98,13613	74,73413	90,36678	90,08568	108,2377
2017	79,32875	69,66591	110,4624	92,29564	70,10222	88,98083	102,8873	101,4676
2018	81,57841	67,37406	110,4906	81,77493	38,23493	83,42788	84,51594	92,51236

2019	80,53577	68,68099	110,5403	77,23484	38,25371	92,0589	90,30618	92,21247
2020	96,49804	77,87614	128,8696	84,03971	38,2725	115,2066	114,1213	120,6437
السنوات	الأردن	عمان	البحرين	تركيا				
1999	108,5673	37,81819	78,59812	38,0748				
2000	112,5505	32,0514	63,28995	33,53148				
2001	114,6916	35,61549	69,80637	44,27226				
2002	116,6565	36,30471	72,06706	38,66139				
2003	127,8579	34,6215	66,39632	33,92996				
2004	126,1834	31,4798	58,23676	33,2018				
2005	138,8774	30,51164	58,50414	38,67857				
2006	131,0184	31,71331	58,00549	40,39752				
2007	129,6201	37,76669	68,80869	41,72642				
2008	118,4167	32,16829	69,59958	46,10903				
2009	135,8447	42,40676	82,54481	51,75953				
2010	134,179	35,15325	81,37511	52,8836				
2011	126,6423	33,07253	75,18577	50,63523				
2012	115,7801	32,46785	73,21389	49,67066				
2013	121,3521	34,23309	74,86081	52,19255				
2014	108,7485	37,20799	77,70966	51,49284				
2015	111,6765	50,04743	86,02026	52,44159				
2016	112,7136	53,39363	18,45412	55,22272				
2017	108,0172	51,68578	18,46296	53,85433				
2018	103,79	15,28294	18,4718	53,15093				
2019	105,1786	15,29037	18,48064	58,85561				
2020	113,254	15,29779	18,48948	67,48274				

الملحق (09): الإحصاء الوصفي

	RES	EG	TOP	FOP	M2	INF
Mean	27.00218	3.859731	90.19374	0.647949	72.06354	4.568218
Median	18.78925	3.626243	88.50062	0.700159	68.00800	2.882874
Maximum	113.0462	26.17025	191.8726	1.000000	138.8811	64.86749
Minimum	4.814966	-8.855279	30.24655	0.000000	30.51164	-4.863278
Std. Dev.	22.66276	4.308724	33.33674	0.366219	25.68650	7.577165
Skewness	1.926910	0.749687	0.725421	-0.416026	0.578098	4.933744
Kurtosis	6.055452	7.406335	3.274374	1.462394	2.589373	33.74349
Jarque-Bera	266.0649	238.3030	23.98249	33.62198	16.55943	11467.82
Probability	0.000000	0.000000	0.000006	0.000000	0.000254	0.000000
Sum	7128.575	1018.969	23811.15	171.0585	19024.77	1206.010
Sum Sq. Dev.	135077.0	4882.621	292282.0	35.27260	173526.4	15099.73
Observations	264	264	264	264	264	264

الملحق (10): مصفوفة الارتباط

Date: 06/19/23 Time: 18:20

Sample: 1999 2020

Included observations: 264

Covariance

Correlation

Probability	RES	M2	INF	EG	TOP	FOP
RES	511.6552 1.000000 -----					
M2	113.7764 0.196193 0.0014	657.2971 1.000000 -----				
INF	-20.53651 -0.120048 0.0514	-38.78196 -0.200017 0.0011	57.19595 1.000000 -----			
EG	-11.48056 -0.118018 0.0555	-22.02678 -0.199777 0.0011	1.633159 0.050214 0.4165	18.49478 1.000000 -----		
TOP	-70.03758 -0.093056 0.1315	144.5090 0.169401 0.0058	-75.85496 -0.301441 0.0000	5.121180 0.035789 0.5626	1107.129 1.000000 -----	
FOP	-0.972035	0.395237	-0.668890	0.187712	6.873226	0.133608

-0.117565	0.042175	-0.241967	0.119413	0.565125	1.000000
0.0564	0.4950	0.0001	0.0526	0.0000	-----

الملحق رقم (11): اختبار استقرارية المتغيرات IPS test عند المستوى

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: RES

Date: 04/28/23 Time: 11:45

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.45137	0.3259

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: M2

Date: 04/28/23 Time: 11:46

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.11808	0.1318

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: TOP

Date: 04/28/23 Time: 11:47

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	0.44764	0.6728

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: FOP

Date: 04/28/23 Time: 11:48

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 5 (7 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	1.2E+12	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: INF

Date: 04/28/23 Time: 11:48

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.35583	0.3610

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: EG

Date: 04/28/23 Time: 11:53

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.14848	0.4410

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (12): اختبار استقرارية المتغيرات IPS test عند الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(RES)

Date: 04/28/23 Time: 11:46

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	5.41827	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(M2)

Date: 04/28/23 Time: 11:46

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	3.47502	0.0003

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(TOP)

Date: 04/28/23 Time: 11:47

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Im, Pesaran and Shin W-stat	6.17381	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Series: D(EG)

Date: 04/28/23 Time: 11:53

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.31920	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (13): اختبار استقرارية المتغيرات Levin test عند المستوى

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: RES

Date: 06/15/23 Time: 18:38

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	0.58980	0.2777

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: FOP

Date: 06/15/23 Time: 18:39

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 120

Cross-sections included: 6 (6 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	3.1868 9	0.9993

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: TOP

Date: 06/15/23 Time: 18:40

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	0.74021	0.2296

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: M2

Date: 06/15/23 Time: 18:41

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	0.51890	0.3019

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: EG

Date: 06/15/23 Time: 18:44

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	1.2178 4	0.8884

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: INF

Date: 06/15/23 Time: 18:44

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 240

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	0.70958	0.2390

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (14): اختبار استقرارية المتغيرات Levin test عند الفرق الأول

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(RES)

Date: 06/15/23 Time: 18:38

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	3.95174	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(FOP)

Date: 06/15/23 Time: 18:40

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 57

Cross-sections included: 3 (9 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	2.35727	0.0092

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(TOP)

Date: 06/15/23 Time: 18:41

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	6.92252	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(M2)

Date: 06/15/23 Time: 18:45

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 216

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	6.73287	0.0000

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(EG)

Date: 06/15/23 Time: 18:44

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
	-	
Levin, Lin & Chu t*	2.85294	0.0022

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)

Series: D(INF)

Date: 06/15/23 Time: 18:45

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 228

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-2.11400	0.0173

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (15): اختبار استقرارية المتغيرات Hadri test عند المستوى

Null Hypothesis: Stationarity

Series: RES

Date: 06/19/23 Time: 13:38

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	8.01009	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	4.76492	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: INF

Date: 06/19/23 Time: 13:39

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	6.88764	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	5.53872	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: M2

Date: 06/19/23 Time: 13:40

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	6.69001	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	3.96052	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: FOP

Date: 06/19/23 Time: 13:41

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.43340	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	12.4268	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: TOP

Date: 06/19/23 Time: 13:41

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	6.26409	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	6.49903	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: EG

Date: 06/19/23 Time: 13:42

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 264

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	5.79029	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	4.16328	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,

leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (16): اختبار استقرارية المتغيرات **Hadri test** عند الفرق الأول

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(RES)

Date: 06/19/23 Time: 13:39

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 252

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	3.82930	0.0001
Heteroscedastic Consistent Z-stat	11.2564	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(INF)

Date: 06/19/23 Time: 13:40

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 252

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	2.66545	0.0038
Heteroscedastic Consistent Z-stat	8.63915	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(M2)

Date: 06/19/23 Time: 13:40

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 252

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	4.68204	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	7.05522	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test, leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(FOP)

Date: 06/19/23 Time: 13:41

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 210

Cross-sections included: 10 (2 dropped)

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	2.30118	0.0107
Heteroscedastic Consistent Z-stat	4.12961	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(TOP)

Date: 06/19/23 Time: 13:42

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 252

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	1.20989	0.1132
Heteroscedastic Consistent Z-stat	10.0028	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Stationarity

Series: D(EG)

Date: 06/19/23 Time: 13:42

Sample: 1999 2020

Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 252

Cross-sections included: 12

Method	Statistic	Prob.**
Hadri Z-stat	6.80776	0.0000
Heteroscedastic Consistent Z-stat	9.80553	0.0000

* Note: High autocorrelation leads to severe size distortion in Hadri test,
leading to over-rejection of the null.

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

الملحق رقم (17): نتائج اختبارات التكامل المشترك Kao

Kao Residual Cointegration Test

Series: RES EG INF FOP M2 TOP

Date: 04/26/23 Time: 18:30

Sample: 1999 2020

Included observations: 264

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-2.041627	0.0206
Residual variance	32.20759	
HAC variance	40.11931	

الملحق رقم (18): نتائج اختبارات التكامل المشترك Johansen

Johansen Fisher
Panel Cointegration
Test
Series: RES EG INF FOP M2 TOP
Date: 04/26/23 Time: 18:30
Sample: 1999 2020
Included observations: 264
Trend assumption: Linear deterministic trend
Lags interval (in first differences): 1 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Fisher Stat.* (from trace test)	Prob.	Fisher Stat.* (from max-eigen test)	Prob.
None	171.6	0.0000	88.74	0.0000
At most 1	99.51	0.0000	55.80	0.0000
At most 2	54.24	0.0000	40.90	0.0000
At most 3	22.43	0.0130	15.87	0.1035
At most 4	14.08	0.1694	11.12	0.3481
At most 5	16.43	0.0878	16.43	0.0878

* Probabilities are
computed using
asymptotic Chi-
square distribution.

الملحق رقم (19): نتائج تقدير نموذج التجميعي (الأنظمة القانونية)

Dependent Variable: RES

Method: Pooled Least Squares

Included observations: 264

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 3168

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.47169	1.717500	7.843783	0.0000
EG	-0.262690	0.091360	-2.875336	0.0041
FOP	-3.790901	1.448552	-2.617028	0.0089
TOP	-0.072753	0.014345	-5.071659	0.0000
M2	0.147785	0.015905	9.291601	0.0000
INTJUR	19.38600	1.544369	12.55270	0.0000
PEGJUR	12.83892	1.576463	8.144128	0.0000

Root MSE	21.36164	R-squared	0.108150
Mean dependent var	27.00218	Adjusted R-squared	0.106457

S.D. dependent var	22.62337	S.E. of regression	21.38528
Akaike info criterion	8.965490	Sum squared resid	1445621.
Schwarz criterion	8.978882	Log likelihood	-14194.34
Hannan-Quinn criter.	8.970294	F-statistic	63.88643
Durbin-Watson stat	0.134522	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم (20): نتائج تقدير نموذج التجميعي (الأنظمة الفعلية)

Dependent Variable: RES

Method: Pooled Least Squares

Included observations: 264

Cross-sections included: 12

Total pool (balanced) observations: 3168

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	13.12486	2.247874	5.838791	0.0000
EG	-0.337961	0.091682	-3.686238	0.0002
FOP	-11.87934	1.596158	-7.442459	0.0000
TOP	-0.094297	0.014889	-6.333287	0.0000
M2	0.142172	0.015874	8.956279	0.0000
INTFAC	17.07978	2.132283	8.010092	0.0000
PEGFAC	24.60901	2.399675	10.25514	0.0000

Root MSE	21.52837	R-squared	0.094174
Mean dependent var	27.00218	Adjusted R-squared	0.092455
S.D. dependent var	22.62337	S.E. of regression	21.55219
Akaike info criterion	8.981039	Sum squared resid	1468275.
Schwarz criterion	8.994431	Log likelihood	-14218.97
Hannan-Quinn criter.	8.985843	F-statistic	54.77213
Durbin-Watson stat	0.126166	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم (21): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة القانونية)

Dependent Variable: RES

Method: Panel Least Squares

Date: 06/19/23 Time: 14:36

Sample: 1999 2020

Periods included: 22

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 264

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.023654	9.166675	-0.875307	0.3823

M2	0.340587	0.073433	4.638075	0.0000
INF	0.282193	0.139976	2.016018	0.0449
TOP	0.069353	0.063267	1.096193	0.2741
FOP	10.54193	7.104102	1.483921	0.1391
EG	0.313870	0.226017	1.388701	0.1662
INTJUR	-3.960703	6.158156	-0.643164	0.5207
PEGJUR	-6.104979	6.819274	-0.895254	0.3715

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	12.32563	R-squared	0.703079
Hannan-Quinn criter.	8.108593	F-statistic	32.22976
Durbin-Watson stat	0.249168	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم (22): نتائج تقدير نموذج الأثر الثابت (الأنظمة الفعلية)

Dependent Variable: RES
Method: Panel Least Squares
Date: 06/19/23 Time: 14:33
Sample: 1999 2020
Periods included: 22
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 264

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.691843	8.298190	-1.047438	0.2959
M2	0.366940	0.074302	4.938464	0.0000
INF	0.263614	0.136003	1.938300	0.0537
TOP	0.074419	0.063099	1.179411	0.2394
FOP	11.58846	7.106536	1.630676	0.1042
EG	0.345977	0.224590	1.540487	0.1247
INTFAC	-3.276727	5.644167	-0.580551	0.5621
PEGFAC	-10.24772	6.999963	-1.463968	0.1445

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Root MSE	12.26520	R-squared	0.705983
Hannan-Quinn criter.	8.098763	F-statistic	32.68258
Durbin-Watson stat	0.236113	Prob(F-statistic)	0.000000

الملحق رقم (23): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي (الأنظمة القانونية)

Dependent Variable: RES
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/19/23 Time: 17:43
Sample: 1999 2020

Periods included: 22

Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 264

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.616707	9.920925	-0.465350	0.6421
M2	0.334642	0.069684	4.802298	0.0000
EG	0.305326	0.222056	1.374993	0.1703
INF	0.250607	0.137873	1.817659	0.0703
TOP	0.057220	0.059888	0.955439	0.3403
FOP	6.970549	6.515653	1.069816	0.2857
INTJUR	-2.400015	5.911339	-0.406002	0.6851
PEGJUR	-5.681786	6.433777	-0.883118	0.3780

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	18.26608	0.6709
Idiosyncratic random	12.79464	0.3291

Weighted Statistics

Root MSE	12.68609	R-squared	0.135481
Mean dependent var	3.988234	Adjusted R-squared	0.111841
S.D. dependent var	13.66987	S.E. of regression	12.88278
Sum squared resid	42487.31	F-statistic	5.731179
Durbin-Watson stat	0.229565	Prob(F-statistic)	0.000004

Unweighted Statistics

R-squared	-0.079130	Mean dependent var	27.00218
Sum squared resid	145765.6	Durbin-Watson stat	0.066913

الملحق رقم (24): نتائج تقدير نموذج الأثر العشوائي (الأنظمة الفعلية)

Dependent Variable: RES
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/19/23 Time: 17:39
Sample: 1999 2020
Periods included: 22
Cross-sections included: 12

Total panel (balanced) observations: 264
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.692272	10.27791	-0.651131	0.5155
M2	0.359706	0.071390	5.038586	0.0000
EG	0.329067	0.221712	1.484210	0.1390
INF	0.246543	0.135182	1.823785	0.0694
TOP	0.067409	0.060860	1.107609	0.2691
FOP	9.477910	6.734874	1.407288	0.1606
INTFAC	-2.586315	5.607909	-0.461191	0.6451
PEGFAC	-9.556462	6.911859	-1.382618	0.1680

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	22.16749	0.7519
Idiosyncratic random	12.73191	0.2481

Weighted Statistics

Root MSE	12.51748	R-squared	0.147577
Mean dependent var	3.281955	Adjusted R-squared	0.124268
S.D. dependent var	13.58356	S.E. of regression	12.71156
Sum squared resid	41365.46	F-statistic	6.331479
Durbin-Watson stat	0.223225	Prob(F-statistic)	0.000001

Unweighted Statistics

R-squared	-0.108349	Mean dependent var	27.00218
Sum squared resid	149712.4	Durbin-Watson stat	0.061677

الملحق رقم (25): اختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج (الأنظمة القانونية)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.539373	7	0.1600

الملحق رقم (26): اختبار Hausman للمفاضلة بين النماذج (الأنظمة الفعلية)

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
--------------	----------------------	--------------	-------

Cross-section random	6.182456	7	0.5186
----------------------	----------	---	--------

الملحق رقم (27): نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف القانونية على الاستقرار المالي باستخدام GMM

Dependent Variable: RES
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: First Differences
Date: 04/27/23 Time: 22:50
Sample (adjusted): 2001 2020
Periods included: 20
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 240
2SLS instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(RES,-2) EG(-1) INF(-1) FOP(-1) TOP(-1)
M2(-1) PEGJUR(-1) INTJUR(-1)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	0.167055	0.070597	2.366327	0.0188
EG	0.034670	0.106601	0.325233	0.7453
INF	-0.055636	0.124555	-0.446675	0.6555
FOP	8.425321	6.111688	1.378559	0.1694
TOP	-0.007325	0.052278	-0.140107	0.8887
M2	0.324508	0.058866	5.512670	0.0000
PEGJUR	6.297250	2.431230	2.590149	0.0102
INTJUR	6.111006	2.165024	2.822604	0.0052

Effects Specification

Cross-section fixed (first differences)

Root MSE	5.537565	Mean dependent var	0.713117
S.D. dependent var	6.164843	S.E. of regression	5.632232
Sum squared resid	7359.511	J-statistic	157.3932
Instrument rank	181	Prob(J-statistic)	0.796602

الملحق رقم (28): نتائج تقدير أثر أنظمة سعر الصرف الفعلية على الاستقرار المالي باستخدام GMM

Dependent Variable: RES
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: First Differences
Date: 06/19/23 Time: 17:35
Sample (adjusted): 2001 2020
Periods included: 20
Cross-sections included: 12
Total panel (balanced) observations: 240
2SLS instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(RES,-2) EG(-1) INF(-1) FOP(-1) TOP(-1)
M2(-1) PEGFAC(-1) INTFAC(-1)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RES(-1)	0.148146	0.071334	2.076791	0.0389
EG	0.037288	0.110578	0.337209	0.7363
INF	-0.018445	0.122250	-0.150882	0.8802
FOP	9.869622	6.188379	1.594864	0.1121
TOP	-0.020292	0.053077	-0.382306	0.7026
M2	0.314262	0.059155	5.312535	0.0000
PEGFAC	-1.704188	7.694347	-0.221486	0.8249
INTFAC	0.289567	4.492499	0.064456	0.9487
Effects Specification				
Cross-section fixed (first differences)				
Root MSE	5.622484	Mean dependent var	0.713117	
S.D. dependent var	6.164843	S.E. of regression	5.718602	
Sum squared resid	7586.959	J-statistic	161.4605	
Instrument rank	181	Prob(J-statistic)	0.725304	

المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2006.
- 2- جون هدرسون، مارك هرند، تعريب: محمود حسن حسني، العلاقات الاقتصادية والدولية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2007.
- 3- حاكم محسن الربيعي، حمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 4- حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، المبادئ والأساسيات، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 5- زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 6- سعود جايد الحسين مشكور العامري، المالية الدولية -نظرية وتطبيق-، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 7- ضياء مجيد، الاقتصاد النقدي، المؤسسات النقدية - البنوك التجارية - البنوك المركزية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 8- طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 9- عبد الجليل عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 10- عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر (مدخل مالي)، الطبعة الأولى، دار إي-كتب، لندن، بريطانيا، 2018.
- 11- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييم الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 12- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2002.
- 13- عقيل جاسم عبد الله، النقود والمصارف، الطبعة الثانية، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 1999.

- 14- فاطمة الزهراء خبازي، النظام النقدي الدولي، المنافسة-أورو -دولار، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
 - 15- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
 - 16- مائير كوهين، ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي، النظم المالية والتمويلية -المبادئ والتطبيقات-، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007.
 - 17- محمد دويدار، أسامة الفولي، مبادئ الاقتصاد النقدي، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر، 2003.
 - 18- محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
 - 19- محمود حميدات، مدخل التحليل النقدي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
 - 20- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1997.
 - 21- موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
 - 22- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي -قضايا نقدية ومالية-، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان، 2001.
- ثانياً: الأطروحات والرسائل الجامعية**
- 1- أميرة بن مخلوف، آليات الحوكمة لإدارة المخاطر المصرفية وتعزيز الاستقرار المالي "دراسة حالة عينة من البنوك التجارية العاملة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2016.
 - 2- بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العملة الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.
 - 3- بن دحمان آمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
 - 4- بن شيخ عبد الرحمن، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009.
 - 5- بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016.

- 6- بوهريرة عباس، دور الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر في إرساء الاستقرار المالي دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، الجزائر، 2018.
- 7- ترقو محمد، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر-دراسة قياسية-، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016.
- 8- جهاد حمدي إسماعيل مطر، نموذج مقترح للتنبؤ بتعثر المنشآت المصرفية العاملة في فلسطين (دراسة تطبيقية)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2010.
- 9- ذهبي ريمة، الاستقرار المالي النظامي: بناء مؤشر تجميعي للنظام المالي الجزائري للفترة (2003-2011)، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013.
- 10- زهرة بن سعدية، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي في ظل الأزمات المالية العالمية، "، مذكرة ماجستير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011.
- 11- عزت هاني عزت أبوشهاب، مدى فعالية نموذج كيدا بالتنبؤ بالفشل المالي في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2018.
- 12- محمد الأمين وليد طالب، دور السياسة النقدية في معالجة الأزمات المالية "حالة البنك المركزي الأوروبي (BCE) والأزمة المالية 2007-2008"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
- 13- نرمين محمد غسان الحموي، نموذج مقترح للتنبؤ المبكر بالفشل المالي في المصارف السورية الخاصة، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا، 2016.
- 14- نور الهدى حفصاوي، دراسة العلاقة بين تطور النظام النقدي والمالي والنمو الاقتصادي حالة الجزائر ومصر (1990-2016)، أطروحة دكتوراه، جامعة باتنة 1، باتنة، الجزائر، 2018.

ثالثاً: المجالات والدوريات

- 1- أحمد حسين بتال، عثمان فلاح مهدي، العلاقة بين متغيرات السياسة النقدية المثلى ومؤشرات الاستقرار المالي في الاقتصاد العراقي للمدة 2005-2015، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 10، العدد 21، 2018.
- 2- احمد محمد فهمي البرزنجي، نجاة شاكر محمود، العوامل المؤثرة في تطبيق نظام التصنيف الائتماني وفق اتفاقية بازل 2 -بحث استطلاعي في عينة من المصارف العراقية-، مجلة الادارة والاقتصاد، المجلد 41، العدد 114، 2018.
- 3- آيت يحيى سمير، اختيار "نظام الصرف" الأمثل، "الدول النامية" بين: الثنائية القطبية والأنظمة الوسيطة، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 1، العدد 1، 2011.

- 4- بريري محمد أمين، ترقو محمد، اختيار نظام الصرف الأمثل وتحرير تدفقات رؤوس الأموال باستخدام معضلة "تثبيت-تعويم" -دراسة حالة الجزائر، مجلة معارف، المجلد 13، العدد 2، 2018.
- 5- برياطي حسين، زيدان محمد، خيارات نظم سعر الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول: دراسة حالة الدول العربية، *Revue algérienne d'économie et gestion*، المجلد 10، العدد 2، 2016.
- 6- بشار ذنون محمد الشكرجي، محمد يونس محمد الشراي، التنبؤ بالاستقرار المالي للمصارف الأهلية العراقية باستخدام مؤشرات السلامة المالية للمدة 2008-2012، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017.
- 7- بن معتوق صابر، اختبارات الضغط كأداة لتحقيق الاستقرار المالي-دراسة تجربة الأردن-، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 06، العدد 01، ديسمبر، 2019.
- 8- بن يوب لطيفة، بزاوية محمد، عوار عائشة، إمكانية تشكيل منطقة عملة مثلى بين دول مجلس التعاون الخليجي، مجلة الدارسات الاقتصادية الكمية، المجلد 1، العدد 01، 2015.
- 9- بهوري نبيل، مقترحات اتفاقية بازل 3 للوقاية من الأزمات البنكية لتعزيز استقرار النظام المالي في ظل الإطار العولمي الجديد، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 7، سبتمبر، 2018.
- 10- جبوري محمد، اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية في ظل التحولات الراهنة، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 1، العدد 16، 2017.
- 11- جبوري محمد، بدرابي شاهيناز، اختيار أنظمة سعر الصرف في الدول النامية: دراسة نظرية نقدية، *Les Cahiers du MECAS*، العدد 10، 2014.
- 12- حسن صبحي حسن، سرمد كوكب الجميل، تقدير القيمة المعرضة للمخاطر لأسواق الأوراق المالية العربية باستخدام الشبكات العصبية الاصطناعية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، 2008.
- 13- خالد موسى مبارك، الطيب ليلح، منهج التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في تحقيق الاستقرار في النظام المالي، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
- 14- خولة جاسم محمد، موفق عبد الحسين محمد، أثر تطبيق الركيزة الثالثة لمقررات بازل 11 (انضباط السوق) في كفاءة المكونات المعنوية لعوامل مخاطر رأس المال المصرفي، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 8، العدد 24، 2013.
- 15- دلير موسى أحمد، تعزيز تطبيق معيار التدقيق الدولي (570) المتعلق باستمرارية الوحدة الاقتصادية باستعمال نموذجي Kida and Z-Score دراسة تطبيقية على عينة من المصارف في إقليم كردستان العراق، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 15، العدد 48، 2019.
- 16- شقاليل إيمان، راتول محمد، أنظمة سعر الصرف وتأثيرها على النمو الاقتصادي في الدول النامية باستخدام بيانات العينات المقطعية خلال الفترة 1995-2016، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 06، العدد 02، 2020.

- 17- صلاح الدين محمد أمين الإمام، صادق راشد أَلشمري، تفعيل أنظمة الرقابة المصرفية وتطويرها وفق المعايير الدولية نظام CRAFT نموذجاً، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 90، 2011.
- 18- عبد الحميد مرغيت، التصنيفات القانونية والواقعية لنظم إدارة سعر الصرف: مدخل مقارنة (مع إشارة خاصة إلى حالة الجزائر)، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 3، العدد 1، 2013.
- 19- عبد الكريم جبار شنجار العيساوي، عبد المهدي رحيم حمزة العويدي، الأزمة المالية العالمية وإصلاح النظام النقدي الدولي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 03، 2012.
- 20- العرابي مصطفى، قدي عبد المجيد، ضوابط وآليات تحقيق الاستقرار المالي للتمويل الإسلامي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02، العدد 15، 2016.
- 21- علاء فرحان طالب، سعدي الموسوي، صباح حسن عبد العكيلي، علاقة اختبارات الجهد في تحقيق الأمان المصرفي (دراسة تحليلية)، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، المجلد 13، العدد 53، 2017.
- 22- علي حميد هندي العلي، عواطف جلوب محسن، مقررات لجنة بازل الثالثة وآثارها على النظام المصرفي العراقي: دراسة تحليلية، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 28، 2018.
- 23- العيد صوفان، أحمد غريبي، مؤشرات نظام الانذار المبكر للأزمات المصرفية، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 10، 2016.
- 24- فراح صبرينة، جمام محمود، أزمة منطقة الأورو: هل هي أزمة خطأ في التصميم، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 50، ديسمبر، 2018.
- 25- قاسم محمد فؤاد وآخرون، تأثير أنظمة سعر الصرف على الميزان التجاري لمجموعة من دول الـ "MENA" باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي "VAR"، مجلة دفاتر MECAS، المجلد 10، العدد 1، 2014.
- 26- قاسم محمد فؤاد، كبدي سيد أحمد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ "MENA" باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي "VAR"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 03، 2013.
- 27- مارك ستون، هارالد أندرسون، رومين فيرون، أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة؟، مجلة التمويل والتنمية، مارس، 2008.
- 28- محمد حسن رشم، علاء داشي دغيم، تأثير كفاية رأس المال وفق متطلبات لجنة بازل 3 على ربحية المصارف التجارية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية الخاصة، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، 2018.
- 29- محمد طرشي، نبيل بوفليح، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي، مجلة معارف، العدد 22، 2017.

- 30- مشتاق محمود السبعواوي، سلام أنور أحمد، يالين فاتح سليمان، الاستقرار المالي في ظل النظام المالي والمصرفي الإسلامي (دراسة تحليلية لعينة من المصارف الإسلامية في ضوء المؤشرات العالمية للأزمة المالية)، مجلة جامعة كركوك للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، 2012.
- 31- مصطفى كامل رشيد، مصطفى محمد إبراهيم، قياس أثر نافذة العملة الأجنبية في مؤشرات مختارة لاستقرار المالي في العراق للمدة (2004-2016)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 54، 2018.
- 32- مطاي عبد القادر، بلقلة براهيم، حبيش علي، آليات ضبط استقرار النظام المالي في ظل انتهاج سياسة التحرير المالي وانتشار الأزمات —بالإشارة إلى حالة الجزائر—، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 3، 2019.
- 33- منال عفان، الطلب على احتياطات الصرف الأجنبي والاستقرار المالي في الدول النامية (دراسة حالة مصر)، مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد رقم 18، رقم 1، 2017.
- 34- مولاي أسماء، بحوصي مجدوب، بن وارث حجيلة، دور المنتجات المالية والإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي (الصكوك الإسلامية نموذجاً)، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد 3، 2019.
- 35- هيثم عبد القادر الجنابي، قياس مدى تطبيق المصارف العراقية الحكومية لمقررات لجنة بازل 2 دراسة تطبيقية، مجلة كلية المأمون الجامعة، العدد 18، 2011.
- 36- يوسف بوخلخال، أثر تطبيق نظام التقييم المصرفي الأمريكي (Camels) على فعالية نظام الرقابة على البنوك التجارية —دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية—، مجلة الباحث، العدد 10، 2012.

رابعاً: تقارير ومنشورات

- 1- أحمد شفيق الشاذلي، الإطار العام للاستقرار المالي ودور البنوك المركزية في تحقيقه، صندوق النقد الدولي، 2014.
- 2- أحمد طلفاح، مؤشرات الحيطة الكلية لتقييم سلامة القطاع المالي، المعهد العربي للتخطيط، أبريل، 2005.
- 3- أمانة مجلس محافظي المصارف المركزية ومؤسسات النقد العربية، المنهجيات الحديثة الأوضاع الضاغطة (اختبارات التحمل)، صندوق النقد العربي، الإمارات العربية المتحدة، 2018.
- 4- البنك الدولي، مصر: صمود أمام الأزمة المالية من خلال نظام مالي سليم، نتائج البنك الدولي للإنشاء والتعمير
- 5- صندوق النقد العربي، تقرير مؤشرات السلامة المالية في الدول العربية، أبو ظبي، 2017.
- 6- علي عبد الرضا حمودي العميد، مؤشرات الحيطة الكلية وإمكانية التنبؤ المبكر بالأزمات (دراسات تطبيقية—حالة العراق—)، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، البنك المركزي العراقي.

- 7- غاري شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية 36، صندوق النقد الدولي، سبتمبر، 2005.
- 8- هارالد فينغر، دانييلا غريساني، نحو آفاق جديدة: التحول الاقتصادي العربي في غمار التحول السياسي، صندوق النقد الدولي، واشنطن 2014.
- 9- عبد الكريم قندوز، سائد خليل، عبد الله سراج، محددات الاستقرار المالي للبنوك المركزية، صندوق النقد العربي، العدد 11، 2022.
- 10- ألفريدو كوفاس واليخندرو ورتز، تجربة المكسيك مع نظام الصرف المرن، ندوة نظم وسياسات الصرف في 16-17 ديسمبر 2002، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- 11- عبيدات ياسين، بيوض محمد العيد، تقييم دور مجموعة البنك الدولي في الإقلال من الفقر في البلدان منخفضة الدخل —دراسة تحليلية تقييمية لمنطقة افريقيا جنوب الصحراء—، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الموسوم بعنوان: تقييم سياسات الإقلال من الفقر في الدول العربية في ظل العولمة"، جامعة الجزائر، يومي 08-09 ديسمبر 2014.

المراجع باللغة الأجنبية

أولاً: الكتب

- 1- Appleyard, D. & Field, A. & Cobb, S. International economics. McGraw-Hill Irwin, 6th Edition, 2008.
- 2- Liu. R, VaR derivatives, Capital market strategic, September. 1996.
- 3- Michel Drouin, le système financier international, collection cursus/économie, Armond colin/HER, Paris, 2001.
- 4- Y. Crozet, et al, Les grandes questions de l'économie internationale, édition nathan, France, 1997.

ثانياً: الأطروحات والرسائل الجامعية

- 1- Claudiu Tiberiu Albuлесcu, La stabilité du secteur financier en roumanie dans la prespective de son adhésion à l'UEM, thèse de doctorat en Sciences Economique, Université de POITIERS, 2009.
- 2- Elena-Ivona Dumitrescu, Econometric methods for financial crises, in candidature for the degree of docteur de l'université d'Orléans en sciences économique and doctor at Maasttricht university, 31 May, 2012.
- 3- Lassana Yougbare, Effets macroéconomique des régimes de change : essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel, these pour le doctorat de sciences économiques, 2009.

ثالثاً: المجلات والدوريات

- 1- Abbott, A. & De Vita, G., Revisiting the relationship between inflation and growth: A note on the role of exchange rate regimes. Economic Issues, Vol. 16, Part., 2011.
- 2- Aizenman, J., D. Riera-Crichton, and S. Edwards. The Role of Exchange Rate and International Reserves Policies. Review of Economics and Statistics, 2012.
- 3- Alamgir SK. Hossain, Syed Moudud-UI-Huq, Marufa B. Kader, Impact of Trade Openness of Bank Risk-Taking Behavior : Evidence a Developing Country, Cogent Economics & Finance, 8 :1765468, 2020.
- 4- Ali Amjad, Foreign Debt, Financial Stability, Exchange Rate Volatility and Economic Growth in South Asian Countries, MPRA, No. 116099, 2020.
- 5- Allan H. Meltzer, U.S. Policy in the Bretton Woods Era, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 73, 1991.
- 6- AmanZunaira, MallickSushanta, IlaydaNemlioglu, Currency regimes and external competitiveness: the role of institutions, trade agreements and monetary frameworks, Journal of Institutional Economics, Vol. 18, 2022.
- 7- Amelia U. Santos-Paulino, Trade Liberalisation and Economic Performance: Theory and Evidence for Developing Countries, The World Economy, Vol. 28, Iss.6, 2005,
- 8- Anca Elena Nucu, Vasile Cocris, Monetary Policy and Financial Stability : empirical evidence from Central and Eastern European countries, Baltic Journal of Economics, 13(1), 2013.
- 9- Aqeel Abdul-Hussein Odeh, Naeem Sabah Jearah, Faiza Hassan Mosachet, Mustafa Mohammed Ibrahim, The Causal Relationship Between The Foreign Exchange Window and Financial Stability in Iraq for the Period (2004-2018), Multicultural Education, 6(1), 2020.
- 10- AtoliaManjo, Prakash Loungani , Milton Marquis, Chris Papageorgiou, Rethinking development policy: What remains of structural transformation?, World Development, Vol.128, No. 104834, 2020
- 11- Azariadis Costas, Bruce D. Smith, Privte Information, Money, and Growth : Indeterminacy, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect, Journal of Economic Growth,1, 1996.
- 12- Barry Eichengreen, Exchange Rate Stability and Financial Satbility, Open Economies Review, Vol. 9, 1998.
- 13- Borio Claudio, Monetary and Financial Stability : Here to Stay ?, Journal of Banking & Finance, 30, 2006.

- 14- Bourgain Arnaud, Patrice Pieretti, SkerdilajdaZanaj, Financial Openness, Disclosure and Bank Risk-Taking in MENA Countries, *Emerging Markes Review*, 13(3), 2012
- 15- Boyd. H. John, Ross Levine, Bruce D. Smith, The Impact of Inflation on Financial Sector Performance, *Journal of Monetary Economics*, 47, 2001.
- 16- Bui T. Duy, Bui M. H. Thi, How Does Institutional Development Shape Bank Risk-Taking Incentives in the Context of FinanacialOpenness?,*Pacificbasin Finance Journal*, 58, 101209, 2019
- 17- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, the Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation the *Quarterly Journal of Economics*, Iss. 1, Vol. CXIX, 2004.
- 18- Chatzigakis N., How the Replacement of Basel 2 by Basel 3 has an Effect on Economic Growth, *Regional Science Inquiry*, Vol VIII (3), 2016.
- 19- Cubillas Elena, Gonzàlez, Financial Liberalization and Bank Risk-Taking: Internaltional Evidence, *Journal of Financial Stability*, 11, 2014
- 20- Cukierman Alex, Central Bank Strategy Credibility, and Independance : Theory and Evidence, *Journal des Economistes et des Etudes Humaines*, Vol. 3, No. 4, 1992.
- 21- Cukierman, A., Edwards, S. and Tabellini, G., Seigniorage and political instability, *American Economic Review*, No 82, 1992.
- 22- Dalvinder Singh, John Raymond Labrosse, Developing a Framework for Effective Financial Crisis Management, *OECD Journal: Financial Market Trends*, volume 2011, Issue 2, 2012.
- 23- David Romer, Openness and Inflation : Theory and Evidence, the *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CVIII, Issue.4, 1993.
- 24- Dennis P. Quinn, A. Maria Toyoda, Does Capital Account Liberalization Lead to Growth, *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3, 2008
- 25- Dornbusch, R.,. Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy* 84, 1976.
- 26- Eduardo Levy-Yeyati, Federico Sturzenegger, To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth, the *American Economic Review*, 2003.
- 27- Elbannan A. Mona, The Financial Crisis, Basel Accords and Bank Regulations: An Overview, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 7, No.2, 2017.
- 28- Emiliya Beker, Exchange Rate Regime Choice, *Panoeconomicus*, 3, 2006.
- 29- Ercan Ekmekcioglu, Problem of Global Financial Instability, *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, Vol.1, N°.2, 2012.

- 30- Georgios L. Vousinas, Supervision of Financial Institutions, Journal of Financial Regulation and Compliance, Vol 23, Iss 4, 2015.
- 31- Ghosh R. Atish, Jonathan D. Ostry, Mahvash S. Qureshi, Exchange Rate Management Crisis Susceptibility: A Reassessment, IMF Working Paper, WP/14/11, 2014.
- 32- Giavazzi, F., M. Pagano, The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and the Central Bank Credibility, European Economic Review, Vol 32, 1988.
- 33- Gosh, Soo Khoon, Managing the Impossible Trinity: The Case of Malaysia, Munich Personal Repec Archive (MPRA) Paper No. 18094, 2008.
- 34- Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems, The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, 1999
- 35- Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart, the Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments, the American Economic Review, Vol.89, No. 3, Jun 1999.
- 36- Guzman Martin, Jose Antonio Ocampo, Joseph E. Stiglitz, Real exchange rate policies for economic development, World Development, Vol.110, 2018.
- 37- Hau, H.,Real Exchange Rate Volatility and Economic Openness: Theory and Evidence, Journal of Money, Credit and Banking 34,2002.
- 38- Hausmann Ricardo, Lant Pritchett and Dani Rodrik, Growth Accelerations, Journal of Economic Growth, Vol. 10, 2005.
- 39- Holtemoller Oliver, SushantaMallick, Exchange rate regime, real misalignment and currency crises, Economic Modelling, Vol. 34, 2013.
- 40- Huybens Elisabeth, Bruce D. Smith, Inflation, Financial Markets and long-run Real Activity, Journal of Monetary Economics, 43, 1999.
- 41- I. Khindanova, S. Rachev, Stable Modeling of Value at Risk, Mathematical and Computer Modelling, 34, 2001.
- 42- Jeffrey A. Frankel, Andrew K. Rose, the Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria, Economic Journal, Vol. 108, 1998.
- 43- Jeffrey, A. Frankel, Andrew K. Rose, Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment, Journal of International Economics, 41, 1996.
- 44- John Driffill, and al, Monetary Policy and Financial Stability: What role for the futures market?, Journal of Financial stability, 2, 2006.
- 45- Kydland, F. E, E. C. Prescott, Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy, 85, 1977.
- 46- Law H. Siong, Trade Openness, Capital Flows and Financial Development in Developing Economies, International Economic Journal, 23(3), 2009.

- 47- Leonardo Gambacorta, Monetary policy and the risk-taking channel, BIS Quarterly Review, December 2009.
- 48- Luca Fornaro, Financial Crises and Exchange Rate Policy, Journal of International Economic, 95(2), 2014.
- 49- Maurice Obstfeld, Jaya C. Shambaugh, Alan M. Taylor, Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves, American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 2, 2010.
- 50- Michael D. Bordo, The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, University Chicago press, Chicago, 1993.
- 51- Michael J. Zamorski, Vincent Choon-Seng Lim, Financial Stability Insights from Recent IMF/World Bank FSAP Assessments, seacen financial stability journal, Volume 1, 2013.
- 52- Michael P. Hughes, Chris Palke, the Bank for International Settlements: An Evolutionary Institution, Journal of Business Case Studies, Volume 15, Number 1, 2019.
- 53- Mishkin S. Frederic, Global Financial Instability: Framework, Events, Issues, Journal of Economic Perspectives, Vol 13, N° 04, 1999.
- 54- Ouchen Mariam, Optimal Choice of an Exchange Rate Regime: A Critical Literature Review, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 43907, 2013.
- 55- Ovidiu Stoica, Iulian Ihnatov, Exchange Rate Regimes and External Financial Stability, Economic Annals, Vol. LXI, No. 209, 2016.
- 56- Quy-Toan Do, Andrei A. Levchenko, Trade and Financial Development, RePEc, 2004.
- 57- Rahman, M.M, Begum, M., Ashraf, B. N., Masud, M., & Kaium, A., Does Trade Openness Affect Bank Risk-Taking Behavior? Evidence from BRICS Countries, Economies, 8(3), 2020
- 58- Robert. A. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, The Canadian Journal of Economics and Political Science, No. 4, Vol. 29, 1963.
- 59- Ronald I, Mckinnon, Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal, Journal of Economic Perspectives, 2(1), 1988.
- 60- Rousseau, L Peter., Yilmazkuday, Hakan, Inflation, Financial Development, and Growth: a Trilateral Analysis, Economic Systems, 33(4), 2009.
- 61- Rousseau, L. Peter, Wachtel Paul, Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus, Journal of International Money and Finance, 21, 2002.
- 62- Schwartz Anna, Why Financial Stability Depends on Price Stability, Economic Affairs, 1995.

- 63- Sfia, Mohamed Daly, Le choix du régime de change pour les économies émergentes, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 4075, 2007.
- 64- Stockman, A.C., Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange-Rate Systems, Journal of International Money and Finance 2, 1983.
- 65- Tariq, M., Z. Haq, S. Jan, M. Jehangir, and M. Aamir. Real Exchange Rate and Foreign Exchange reserves: A Mercantilist View. Life Science Journal, 11(3s), 2014.
- 66- Tolga Daglaroglu, Baki Demirel, Monetary and Exchange Rate Policy for Financial Stability and Growth in MENA Countries, Procedia Economics and Finance, Vol. 38, 2016.
- 67- Ulrik Bie, Astrid Henneberg Pedersen, the Role of Gold the Monetary System, Monetary Review, 1999.

رابعاً: تقارير ومنشورات

- 1- Abayomi A. Alawode and Mohammed Al Sadek, What is Financial Stability?, Central Bank of Bahrain, Financial Stability Paper Series, N°01, 2008.
- 2- Alicia G. Herrero and Pedro D. Rio, Financial Stability and the Design of Monetary Policy, Banco de Espana 'Documento de Trabajo, Working Paper, No. 03115, 2003.
- 3- Amartya Lahiri, Rajesh Singh, Carlos A. Vegh, Optimal Exchange Rate Regimes : Turning Mundell-Fleming's on its Head, NBER Working Paper No. 12684, 2006.
- 4- Andrea Bubula, Ötoker-Robe, The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from DE Facto Policies, International Monetary Fund Working Paper, No 02/155, 2002.
- 5- Andrew Berg, Catherine Pattilo, Are Currency Crises Predictable? A Test, International Monetary Fund, WP/98/154, 1998
- 6- Anil K kashyap, Caspar Siebert, Financial Stability and Monetary Policy?, Monetary Policy Strategy, Tools, and Communication Practices, June 5, 2019
- 7- Antonella Foglia, Diana Hancock, Transmission Channels between the Financial and Real Sectors of the Basel Committee on Banking Supervisin, Basel Committee on Banking Supervision, 2011
- 8- Ben S Bernanke, Euro at five- ready for a global role ?, Washington, Institute for International Economics Conference, 2004
- 9- Blaise Gadanecz, Kaushik Jayaram, Measures of Financial Stability- a review, IFC Bulletin No31, 2009.
- 10- Calderon, C. Trade openness and real exchange rate volatility: panel data evidence (Working Papers No. 294), 2004

- 11- Choi Sangmok, Bruce D. Smith, Boyd H. John, Inflation Financial Markets, and Capital Formation, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, 78, 1996
- 12- Claudio Borio and Habin Zhu, Capital regulation, risk-taking and monetary policy : a missing link in the transmission mechanism?, BANK for International Settlements, BIS Working Papers, No 268, 2008
- 13- Dale F. Gray, Robert C. Merton, Zvi Bodie, New Framework for Measuring and Managing Macro financial Risk and Financial Stability, NBER Working Paper no 13607, November, 2007
- 14- Edwards, S., The determinants of the choice between fixed and flexible exchange rate regimes, NBER, Working Paper, No. 5756, 1996
- 15- Elena Belyaeva, One a new logistic regression model for bankruptcy prediction in the IT branch, Department of Mathematics, Uppsala University, U.U.D.M Project Report, 2014
- 16- Eliza, N and Azali M. and Siong-Hook Law and Chin Lee, Demand For International Reserves in ASEAN-5 Economies. Universiti Putra Malaysia, 2008.
- 17- Eric Helleiner, the Financial Stability Board and International Standards, the Centre for International Governance Innovation, No. 1, June 2010
- 18- Evan, O. et al., Macropprudential Indicators of Financial System Soundness, Occasional Paper 192, IMF, Washington, D.C., 2000
- 19- Francesco Paolo M., "New" Views on The Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, European Central Bank, Working Paper No. 138, 2002
- 20- Gaiane Oganessian, Mikhaul Golovnin, The Relationship Between Financial Stability Indicators and Exchange Rate in Russia, Management International Conference, Slovenia, 2018.
- 21- Garry J. Schinasi, Defining Financial Stability, IMF Working Paper, 2004.
- 22- Graciela Kaminsky, Saul Lizondo, Carmen M . Reinhart, Leading Indicators of Currency Crises, International Monetary Fund, IMF Staff Paper, Vol. 45, No. 1, March 1998
- 23- Ian Woolford, Macro-financial stability and macroprudential analysis, Reserve Bank of New Zealand : Bulletin Vol. 64, No.3
- 24- IMF, Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions 1999
- 25- IMF, The Quest for Lasting Stability, Global financial stability report, world economic and financial survey, April, 2012
- 26- Irina-Raluca Badea, Gheorghe Matei, The Z-Score Model for Predicting Periods of Financial Instability. Z-score Estimation for the Banks Listed on Bucharest Stock Exchange, Finances, The challenges of the future, No.18, 2016

- 27- Isabel Marques Gameiro, Carla Soares, João Sousa, Monetary Policy and Financial Stability an Open Debate, Banco de Portugal, Economic Bulletin, Spring, 2011
- 28- Jacob A. Frenkel, Morris Goldsetein, Exchange Rate Volatility and Misalignment : Evaluating some Proposals for reform, NBER Working Paper Series, No. 2894, 1989, P : 12.
- 29- Jeffrey. Frankel. Shang. J. Wei, Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes : Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights, IMF Staff Paper, Vol 55, No 03, 2008.
- 30- Jerry L. Jordan, Effective Supervision and the Evolving Financial Services Industry, Federal Reserve Bank of Cleveland, June, 2001
- 31- Jiménez, G., S.O España Dongena, J.LPeydró and J. Saurina, Credit Supply Identifying Balance-Sheet Channels with Loan Application and Granted Loans, Banco de España Documentos de Trabajo N.º 1030
- 32- Johan Hawkins, Marc Klau, Measuring Potential Vulnerabilities in Emerging Market Economies, BIS Working Paper, no 91, October,2002
- 33- José Antonio Ocampo, A brief history of the international monetary system since Bretton Woods, United Nations University, Wider Working Paper, 2016
- 34- Kenneth Rogoff, International Institutions for Reducing Global Financial Instability, NBER Working Paper, N°7265, 1999
- 35- Laetitia Ripoll, Choix de regime de change : quelles nouvelles ?, LAMETA, Université de Montpellier I, 2001
- 36- Laker JF, Monitoring Financial System Stability, Reserve Bank of Australia Bulletin, October, 1999
- 37- Li, X, Trade liberalization and real exchange rate movement. IMF Staff Papers, 51(3), 2004
- 38- Loretta J. Mester, Five Points About Monetary Policy and Financial Stability, Sveriges Riksbank Conference on Rethinking the Central Bank's Mandate Stockholm, Sweden, 2016
- 39- Malcolm Edey, Ketil Hviding, an Assessment of Financial Reform in OECD Countries, OECD Economic Studies, No. 25, 1995
- 40- Marc Labonte, Fixed exchange rate and floating exchange rates: What have we learned? Confessional Research Service, 2007
- 41- Mark Carney, L'évolution du système monétaire international, Banque du Canada, 2009
- 42- Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, Towards a New Early Warning System of Financial Crises, European Central Bank, Working Paper No. 145, May, 2002
- 43- Michael P. Dooley, David Folkerts L. Peter Garber, The Revived Bretton Woods System : The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates & Exchange Rates in Center Countries, NBER Working Paper, No. 10332, 2004

-
- 44- Morocco: Selected Issues, IMF Country Report, No. 05/419, 2005
 - 45- Mussa, M., Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 25, 1986.
 - 46- Naziha Fakhri, Les relations inter-Pays : Quel impact pour le choix d'un régime de change, Université de la Méditerranée, CEFI-CNRS, 2005
 - 47- Otmar Issing, Monetary and Financial Stability- is there a trade-off ?, Conference on "Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", Bank for International Settlements, Basle, March 28-29, 2009
 - 48- Paul Holden, Vassili Prokopenko, Financial Development and Poverty Alleviation: Issues and Policy Implication for Developing and Transition Countries, IMF Working Paper, 2001
 - 49- Pierre R. Agénor, Timothy P. Jackson and Luiz P. da Silva, Foreign Exchange Intervention and Financial Stability, Bank for International Settlements, BIS Working Paper, No. 889, 2020.
 - 50- Randal K. Quarles, Monetary Policy and Financial Stability, a research conference sponsored by the Federal Reserve Board and the Federal Reserve Bank of New York Washington, D.C, 2019
 - 51- Reuven Glick, Michael Hutchison, Currency Crises, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, 2011
 - 52- Roger W. Ferguson, Jr. Vice Chairman, Should Financial Stability Be An Explicit Central Bank Objective ?, Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems Conference at the IMF in Washington, D.C., September 16-17, 2002,
 - 53- Rosegren S. Eric, Defining Financial Stability and Some Policy Implication of Applying the Definition, Federal Reserve Bank of Boston, 2011
 - 54- Ruslan Aliyev, Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries, CERGE-EI, Working Paper Series, No 527, 2014
 - 55- Ruslan Aliyev, Determinants of the Choice of Exchange Rate Regime in Resource-Rich Countries, CERGE-EI, Working Paper Series, No 527, 2014
 - 56- Sfia M. Daly, The Choice of Exchange Rate Regimes in the MENA Countries : a Probit Analysis, William Davidson Institute Working Paper, No 899, 2007
 - 57- Stanislav Percic, Constantin-Marius Apostoaie, Vasile Cocris, Early Warning Systems for Financial Crises a Critical Approach, CES Working Paper, 2019.
 - 58- Stephen Hall, George S. Tavlas, The Debate about the Revived Bretton-Woods Regime : A Survey and Extension of the Literature, Department of Economics, University of Leicester, Royaume-Uni, Working Paper N°.11/21, 2011.

-
- 59- Tobias Adrian, Hyun Song Shin, Financial Intermediaries and Monetary Economics, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 398, October, 2010.
- 60- William R. Nelson, Roberto Perli, Selected Indicators of Financial Stability, 4th Joint Central Bank Research Conference on « Risk Measurement and Systemic Risk », ECB Frankfurt am Main, November, 2007.

المواقع الإلكترونية

صندوق النقد العربي، <https://www.amf.org>.

- International Monetary Fund, <https://www.imf.org/> .
- UNCTADstat, <https://unctadstat.unctad.org> .
- World Bank Open DATA, <https://www.worldbank.org>.