وزارة التعليم العالي والبحث العلـــــمي
جامعة الدكتـور يحـي فارس – المديـــــة
كلية العلوم الاقتصاديـــــة والعلوم التجاريـــــة وعلوم التسييـــــــر
قسم العلوم الاقتصاديـــــة

الموضوع:

نحو بناء نموذج اقتصادي لمحددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد ومالية دولية

من إعداد الطالبـــة:
قسول فاطمـــــة

تحت اشراف الأستاذ:
د. حميدي يوســـف

أعضاء لجنة المناقشة:

أ.د. تومي صالـــح	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر	رئيسا
د. حميدي يوسف	أستاذ محاضـــــر	جامعة المدية	مشرفا
أ.د. رعّاد علـــيّ	أستاذ التعليم العالي	جامعة الجزائر	ممتحنا
د. بوشنافة الصادق	أستاذ محاضـــــر	جامعة المدية	ممتحنا

السنة الجامعية: 2015/2014

بسم الله الرحمن الرحيم

كلمة شكر

بِسمِ اللّه الرَّحمنِ الرَّحِيم

« فَتَبسَّم ضاحَكِاً مِن قولَها وَقَال رَبِّ أوزعنَي أِن أَشكُرَ نعمتكَ التِّي أنعَمت عَليّ وَعَلَى والدَيّ وَأَن أَعمَلَ صَالحاً ترضَاه وَأدخَلنِي بِرِحمَتكَ فَي عِبادَكِ الصَالحِين «

- الآية 19 من سورة النمل -

الحمد لله حمداً كثيراً طيباً مباركا فيه على نعمه ظاهرها وباطنها, والشكر له وحده على كل شيء يأتي من عنده ،وله المنة على كريم فضله بالعلم والعافية والصبر ..

كل الشكر والتقدير الى أستاذي المحترم «الدكتور حميدي يوسف» الذي تفضل علينا بقبوله الاشراف على هذه المذكرة، و حرصه على متابعتها لنا بتوجيهاته القيّمة وملاحظاته البناءة , والتي كان له الأثر الطيّب في اخراج هذه المذكرة في صورتها النهائية.

كل الشكر والعرفان الى من أستلهم من دعمهم المادي والمعنوي في سبل التفوق والنجاح : أساتذني العظام وزملاء الدراسة الكرام ...

شكر خالص لوالدي الفاضل الأستاذ «عبد الجليل» الذي كان له الدور الفعّال في التدقيق اللغوي للمذكرة، وكذا أختي «سميّة» على جهدها في التنسيق والاخراج الفني لها.

كل الشكر و الامتنان الى كل الذين كانوا سندا لنا من قريب أو بعيد في اتمام هذا البحث بنجاح وكذا موظفي المكتبة الجامعية بولاية المدية والشلف .

وللجميع وافر الصحة وتمام العافية وعظيم التوفيق ..

فاطمة

اهداء

الى حرّائر العالـــــــم ...

الى أمي وأبي ... أطال اللّه عمرهما في طاعته وحفظهما في عزّه ...

الى أخواتي وإخوتي ... مصدر الصبر وارادة العمل ... أكرمهم اللّه بالتوفيق والتفوّق...

الى قرّة عيني .... زوجي العزيز ... أدام اللّه بيننا المودة والرحمة ...

الى كل الأهل والأقارب ... كل باسمه وعزّه ...

الى من جمعني بهم منبر العلم ... أساتذتي الأجلاء وزملاء الدراسة الأوفيّاء ...

سـل المعالـي عـن أمجـاد أمتنـــــا شـعارنا المجـد يهوانـا ونهـواه

استرشـد الغـرب بالماضـي فأرشـده ونحـن كان لنـا مـا نسـيناه

هذا البحث اهداء الى ...

... كل جاد في طلب العلم حريص على نهضة أمّته ومساهم في صناعة مجدها

مع وافر الاحترام والتقدير

وأعطر الأماني

وأخلص الدعاء

فاطمة

فهرس المحتويّـــات

الموضوع	الصفحة
كلمـــــة شكـــــر	
الإهـــــــــــداء	
فهرس المحتويـــــات	
قائمة الأشكال والجداول	
مقدمـــــــــة عامة	
الفصـــل الأول: مفاهيم حول سعر الصـــــرف	01 - 60
تمهيـــــد	02
المبحث الأول: سعر الصرف الأجنبـــــي	03
المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف، أشكاله ووظائفه	03
أولا: ماهية سعر الصـــرف	03
ثانيا: أشكال الصرف الأجنبي	06
ثالثا: وظائف سعر الصـرف	07
المطلب الثاني: صيغ سعـــر الصـــرف	08
أولا: سعر الصرف الثنائي (الاسمي/ الحقيقي)	08
ثانيا: سعر الصرف الفعلي (الاسمي/ الحقيقي)	15
المطلب الثالث: أهميـــة سعر الصـــرف	20
المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبـــــي	22
المطلب الأول: تنظيم سوق الصـــــرف	22
أولا: قاعدة الوحدات الثـــــــلاث	22
ثانيا: الجهات الفاعلية في سوق الصرف	25
ثالثا: وظائف سوق الصـــــــــرف	28
المطلب الثاني: آلية تحديد سعر الصرف	29
المطلب الثالث: تصنيف العمليات التي تتم في سوق الصرف	33
أولا: المعاملات التقليديـــــة	33
ثانيا: المعاملات المشتقـــــة	35
المبحث الثالث: أنظمة الصرف الأجنبـــــي	37
المطلب الأول: النظام النقدي الدولي وتطور أنظمة الصرف... رؤية تاريخية	38
أولا: نظام تثبيت أسعار الصرف (النظام النقدي الدولي قبل 1973)	38
ثانيا: نظام تعويم أسعار الصرف (النظام النقدي الدولي بعد 1973)	41

ثالثا: أنظمة الصرف في وقتنا الحاضر	42
المطلب الثاني: الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف وآلية الانتقال بين الأنظمة	44
أولا: الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف الأجنبي	44
ثانيا: آلية الانتقال من التثبيت الى التعويم	51
المطلب الثالث: محددات إختيار نظام الصرف الأمثل	57
خاتمة الفصـــل الأول	60
الفصـــل الثاني: تطور نظرية تحديد سعر الصـــــــرف	61 - 128
تمهيـــــد	62
المبحث الاول: المقاربات النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى الطويل	63
المطلب الأول: المقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف	63
أولا: نظرية تعادل القوة الشرائية PPP	63
ثانيا: نظرية الأرصدة	75
المطلب الثاني: المقاربة النقدية لتحديد سعر الصرف	76
أولا: النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة	78
ثانيا: النموذج النقدي ذو الأسعار غير المرنة	83
ثالثا: نموذج توازن المحفظة على المدى الطويل	91
المبحث الثاني: المقاربات النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى القصير	95
المطلب الأول: نظرية تعادل أسعار الفائدة	95
أولا: تعادل أسعار الفائدة المغطـــاة	96
ثانيا: تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة	101
المطلب الثاني: نموذج توازن المحفظة على المدى القصير	105
أولا: الهيكل العام للنموذج	105
ثانيا: ديناميكية سعر الصرف في ظل نموذج توازن المحفظة	108
المبحث الثالث: المقاربة التوازنية لتحديد سعر الصرف ونماذج تفسير عدم إستقراره	113
المطلب الأول: نماذج التوازن الداخلي والخارجي لتحديد سعر الصرف	113
أولا: نموذج *Mundell-Fleming*	114
ثانيا: نموذج *Swan*	120
المطلب الثاني: النماذج المفسرة لعدم إستقرار أسعار الصرف	122
أولا: نموذج التعديل الزائد	123
ثانيا: نموذج فقاعات المضاربة العقلانية	123
ثالثا: نموذج عدم تجانس الأعوان	125

خاتمة الفصــل الثاني	128
الفصل الثالث: سياسة سعر الصرف ومحددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر [1980-2011]	168 ـ 129
تمهيـــــــد	130
المبحث الاول: تطور سياسة الصرف في الجزائر	131
المطلب الأول: تطورنظام تسعير الدينار الجزائري والصرف في الجزائر	131
أولا: نظام ثبات سعر الصرف (1962-1994)	131
ثانيا: نظام التعويم المدار من 1994 الى 2014	138
المطلب الثاني: نظام الرقابة على الصرف في الجزائر	142
أولا: سياسة الرقابة على الصرف قبل 1990	143
ثانيا: سياسة الرقابة على الصرف بعد 1990	145
المبحث الثاني: محددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر [1980-2011]	149
المطلب الأول: لمحة عن أهم الدراسات القياسية السابقة في تحديد سعر الصرف الحقيقي	149
المطلب الثاني: تحديد النموذج	152
أولا: دراسة وصفية للمتغيرات محل الدراسة	152
ثانيا: تحديد مجال الدراسة	156
المطلب الثالث: تقدير النموذج	156
أولا: أسلوب وطريقة التقدير	156
ثانيا: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية	156
ثالثا: طبيعة العلاقة المتوقعة والمقدرة بين المتغيرات المختارة وسعر الصرف الحقيقي	160
رابعا: نتائج التقدير	166
خاتمة الفصل الثالث	167
خاتمة عامــة	175 ـ 170
قائمة المراجع	
الملاحـــــق	

قائمة الأشكال والجداول

أولا: قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل 1_1	الارتفاع والانخفاض في سعر الصرف (الاسمي و الحقيقي)	09
الشكل 1_2	مخطط لكافة عمليات سوق الصرف وأهم الفاعليـــــن فيه	27
الشكل 1_3	منحنى تحديـــــد سعر الصرف	31
الشكل 1_4	أهم محددات سعر الصرف عنـــــد David Eiteman	32
الشكل 1_5	الحاجة الضرورية لأنظمة صرف مستقـــــرة	43
الشكل 1_6	المستوى المستجدي زحفه مع شريط لتخفيض قيمة العملة	47
الشكل 2_1	الأثر المباشر للتغير في عرض النقود في النموذج التقدي للأسعار المرنة على تحديد سعر الصرف	80
الشكل 2_2	منحنى تعادل معدل الفائدة	100
الشكل 2_3	توازن نموذج المحفظة على المدى القصير	107
الشكل 2_4	آلية انتقال أثر زيادة M لمرة واحدة ونهائية على سعر الفائدة المحلي ومعدل الصرف	109
الشكل 2_5	التوسع النقدي في نموذج توازن المحفظة على المدى القصير	110
الشكل 2_6	أثر زيادة عرض السندات المحلية على سعر الفائدة المحلي ومعدل الصرف	111
الشكل 2_7	التوازن في الاقتصاد المفتوح (BP/IS LM)	117
الشكل 2_8	السياسة المالية في ظل سعر الصرف الثابت	119
الشكل 2_9	السياسة النقدية في ظل سعر الصرف المرن	120
الشكل 2_10	التوازن الداخلي والخارجي وتحديد حجم النفقات المحلية وسعر الصرف الحقيقي	120
الشكل 3_1	تطور سعر الصرف الحقيقي الفعلي خلال الفترة 1980_2011	152
الشكل 3_2	تطور سعر الصرف الاسمي الفعلي خلال الفترة 1980_2011	153
الشكل 3_3	تطور معدل الفروق الانتاجية خلال الفترة 1980_2011	153
الشكل 3_4	تطور معدل التبادل الدولي خلال الفترة 1980_2011	154
الشكل 3_5	تطور درجة الانفتاح التجاري خلال الفترة 1980_2011	154
الشكل 3_6	تطور الانفاق الحكومي على السلع قابلة للتداول وغير القابلة للتداول خلال الفترة 1980_2011	155
الشكل 3_7	تطور الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 1980_2011	155
الشكل 3_8	تطور صافي الأصول الأجنبية خلال الفترة 1980_2011	155

ثانيا: قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول 1_1	التداولات اليومية على مدار 24 ساعة في أسواق الصرف الأجنبية العالمية	23
الجدول 1_2	*الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف الأجنبي* "***Frankel***"	44
الجدول 2_1	فعالية السياسة المالية والنقدية في ظل نظامي الصرف الثابت والمرن	118
الجدول 3_1	ملخص عن الدراسات القياسية السابقة التي تناولت محددات سعر الصرف الحقيقي	151
الجدول 3_2	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسة TCRE	157
الجدول 3_3	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة Prod	158
الجدول 3_4	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة TOT	158
الجدول 3_5	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة OUVER	158
الجدول 3_6	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة Dpub	159
الجدول 3_7	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة IDE	159
الجدول 3_8	اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة NAE	159

مقدمة عامّـــة

تتيح التجارة الخارجية الفرصة أمام الدول لرفع مستويات معيشتها من خلال التخصص في مجالات تتمتع فيها بالمزايا المقارنة، هذا ما يفسر دافع الدول في الاتجار بين بعضها البعض وهو الحصول على منافع التخصص. فالدول مثلها مثل الأفراد لا يمكنها انتاج جميع السلع المنظورة، بل تعم المنفعة عند قيام كل دولة بإنتاج السلع التي تتميز بها، ومبادلة الفائض من السلع المنتجة بالسلع المنتجة في دول أخرى. ونفس الأمر يخص قطاع السلع غير المنظورة كالخدمات، تبادل عناصر الإنتاج العمل، الهجرة الدولية، تدفقات الاستثمارات و رؤوس الأموال،.....هنا تكمن أهمية التجارة و العلاقات الدولية في رفع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة الدخل الوطني، كما تسمح بتفريغ الفائض من الانتاج عن حاجة السوق المحلية، كما توفر التمويل لكثير من المشروعات الهيكلية عن طريق الاستثمار وجلب رؤوس الأموال، وكذا الاستعانة بالخبرات الدولية للحصول على التقنية التي تعمل على زيادة معدلات الانتاجية.

في المقابل يتم تسوية المعاملات التي تتم داخل حدود الدولة عن طريق وسائل الدفع المحلية وبنفس عملة الدولة، ولكن على المستوى الدولي لا توجد هناك عملة تسوية دولية. وفي ظل العدد الكبير للعملات تقضي حتمية التبادل وضرورة تسوية المعاملات والمدفوعات الدولية ايجاد أداة نقدية مشتركة للتسوية ومقياس للقيمة للوفاء بالتزامات الدول خارج حدودها. من هنا نشأت مشكلة تحويل العملات لبعضها البعض، وتعرف القوى التي تتحكم في تحديد نسب المبادلة بين عملة وأخرى بسعر الصرف الذي يعرف على أنه سعر عملة مقومة بعملة أخرى، وهو يعمل على التمييز بين المعاملات المحلية والأجنبية. و تتحدد قيم الصرف الأجنبي في سوق الصرف أين تتم عمليات تبادل جميع أنواع العملات تحت مظلة نظام سعر الصرف.

قد شهد النظام النقدي الدولي الذي تتم في إطاره مختلف التحويلات العديد من التطورات بداية من 1870 وإلى غاية 1914 حيث تم تثبيت قيم كل العملات الأساسية بالذهب، ليتم التخلي بعدها عن هذا النظام في غضون الحرب العالمية الأولى (1914-1918) و إلزام الدول بمراقبة أسعار صرفها. و بعدها، أي من 1918 إلي 1922، ظهر التعويم الحر لأسعار الصرف الذي رافق التضخم الجامح المميز العديد من الدول، ليتم الرجوع بعد ذلك (1926 -1944) لقاعدة الذهب من جديد، مع تثبيت سعر الذهب في سنة 1934 بـ 35 دولار للأوقية. ووفقاً لاتفاقية Bretton Woods التي تم التوصل إليها

بعد الحرب العالمية الثانية، فإن الذهب لم يعد هو المعيار الأساسي لقيمة العملات، بل تم إستبداله بالدولار الأمريكي (USD) ليصبح محور النظام الحديث، حيث تم ربط كل العملات بالدولار عند سعر ثابت و الذي هو بدوره ربط بقيمة من الذهب. ونظرا لما أحاط هذا النظام الجديد من صعوبات كبيرة لدول عدة حينما إستلزمت عملية الإستقرار وجود أصول إحتياطية (ذهب) إضافة إلى الدولارات في جو يتميز بتوسع التجارة الدولية (ضرورة حصول زيادة في السيولة الدولية) و عجز متزامن في ميزان المدفوعات الأمريكي، أدى كل هذا في بداية السبعينيات و بالضبط في سنة 1973 إلى التخلي عن نظام" **Bretton Woods**"، والتوصل إلى ترتيبات النقد الحالية في إطار نظام نقدي دولي جديد يتسم بكونه خليطا بين أسعار الصرف الثابتة (كالنظام النقدي الأوروبي) و الحرة.

ونظرا لحجم التعاملات الكبير للعملات في أسواق الصرف، وكذا لتأثير أسعار الصرف على مستويات النشاط الاقتصادي لاسيما أمام اتساع دور التجارة الخارجية في التنمية الاقتصادية، وتطور أسواق المالي الدولية يظهر هذا السعر مختلفا اختلافا جذريا في مدلوله عن المتغيرات الاقتصادية الأخرى، حيث يعتبر متغيرا شديد الحساسية يستجيب لأي تغيرات على مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي الآنية الحقيقية (معدلات التبادل الدولي، الانتاجية،الدخل الحقيقي، رصيد موازين المدفوعات، الكتلة النقدية، الاستثمار الأجنبي،...) والنقدية (معدلات التضخم، أسعار الفائدة،)، وكذا التغيرات المتوقعة لهذه المتغيرات في الاقتصاد. الأمر الذي جعل سعر الصرف ليس مجرد نسبة تتحدد وفق منهج معين بل تعددت مقاربات تحديده.

في هذا السياق تبحث نظريات سعر الصرف عن تفسير التغيرات و التطورات التي يتعرض لها سعر الصرف. من بين هذه النظريات نذكر النظرية المرجعية التي هي أقرب ما تكون في الزمن الطويل عنه في الزمن القصير و هي نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP). مع بداية السبعينيات ظهرت المقاربة النقدية لتحديد سعر الصرف في اطار نموذجين: نموذج السعر المرن الذي يعتبر سعر الصرف ظاهرة نقدية ويقوم على العرض والطلب النسبيين للعملة بين الدول، ونموذج السعر غير المرن الذي ترتكز ديناميكية سعر الصرف فيه على سرعات تعديل مختلفة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية. وفي أواسط السبعينيات سلط الضوء على نظرية توازن المحفظة لتفسير تطور سعر الصرف. ولقد قامت العديد من

النظريات بتفسير تغيرات أسعار الصرف استنادا الى متغيرات مالية مثل الفروق بين أسعار الفائدة بين الدول، من أهمها نظرية تعادل معدلات الفائدة في شكليها المغطى وغير المغطى حيث يتحدد سعر الصرف من خلالها بواسطة التحكيم بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. أما على المدى القصير فقد جاءت مجموعة أخرى من النماذج تفسر ظاهرة عدم استقرار أسعار الصرف في اطار نوعين من المقاربات، حيث تصف المقاربة الأولى ظاهرة المبالغة في تقدير سعر الصرف، التي تؤدي الى تبني ديناميكية تعديله على سرعات مختلفة لتعويض هذا التجاوز بين أسواق السلع والخدمات وأسواق الأصول المالية. في حين تركز الثانية على دور العوامل النفسية والتوقعات التي تقتصر على الدور الفعال للشائعات وسلوك الأعوان في تفسير فقاعات المضاربة.

لتدعيم هذه الدراسة وإبراز مكانتها العلمية اخترنا حالة الجزائر كنموذج للدراسة، فبعد مبادرة الجزائر إلى تجسيد سيادتها بكل أشكالها وصورها من خلال استرجاع امتياز الإصدار النقدي وإيجاد عملة وطنية، ظهرت الوحدة النقدية الوطنية "الدينار الجزائري DZD ", المجسدة بموجب القانون رقم 64-11 المؤرخ في 10 أفريل 1964, بذلك أكدت الجزائر بإيجادها ترتيبات نقدية ذات سيادة وجودها الفعلي على الصعيد العالمي, ما يبرر حاجة الاقتصاد الوطني للتعامل بالنقد الأجنبي مقابل النقد المحلي ضمن التعاملات الدولية. ولقد عرفت أنظمة تسعير الدينار الجزائري والصرف عدة تغيرات وتحولات هامة منذ بداية السنوات الأولى التي خلفت تاريخ الاستقلال, أبرزها التي جرت في أواسط التسعينات من القرن 20 بفعل تطبيق سياسة التعديل الهيكلي, خلصت إلى حقيقة وضع قيمة الدينار في أن قدرته الشرائية أصبحت ضعيفة جدا خاصة بالنسبة لتبادله مع العملات الأجنبية مما انعكس سلبا على تنافسية الاقتصاد التي يقيسها سعر الصرف الحقيقي (كما يعرفه Edwads 1988)، مايبرر السعي إلى تبني وتطبيق إصلاحات اقتصادية حقيقية تعين على تحديد سعر صرف حقيقي مستقر على المدى الطويل.

وهكذا ينصرف موضوع بحثنا الى دراسة متغير سعر الصرف وأهم المقاربات النظرية والنماذج المفسرة للتغيرات التي يتعرض لها، مع التركيز على اعطاء المتغيرات الأساسية للاقتصاد الكلي الاهمية في تفسير تغيرات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر.

تبعا لما سبق ذكره فإن الاشكالية التي نسعى لصياغتها يمكن حصرها في السؤال المحوري التالي:

"ماهي العوامل المحددة لسعر الصرف الحقيقي في الجزائر؟ و إلى أي مدى يمكن للمحددات الكلية الأساسية من بلورة سعر صرف حقيقي للدينار الجزائري يمكن استخدامه كمرجع لمتابعة تنافسية الاقتصاد الوطني؟".

وللاجابة على هذه الاشكالية، فقد حصرنا موضوع بحثنا في التساؤلات التالية:

1. ما معنى سعر الصرف، وما مختلف عملياته، وكيف يتحدد في ظل نظمه؟
2. ما هي أهم النظريات التي تفسر تغيرات سعر الصرف؟
3. ماهي سياسة سعر الصرف المتبعة في الجزائر؟
4. ماهي الكيفية التي يتم بها تحليل وتضمين تأثير المتغيرات الأساسية الكلية على مستوى سعر الصرف الحقيقي في الجزائر؟

للقيام بدراستنا المتضمنة للاشكالية المطروحة أعلاه، يمكن طرح عدد من الفرضيات كمايلي:

1. توجد هناك علاقة سببية بين سعر الصرف الحقيقي (TCR) في الجزائر وأساسيات الاقتصاد الكلي والمحصورة فيمايلي: سعر الصرف الاسمي (TCN)، معدل الإنتاجية (Prod)، معدل التبادل الدولي (TOT)، والإنفاق الحكومي (Dpub)، درجة الانفتاح التجاري (OPEN)، معدل الاستثمار الأجنبي المباشر (IDE)، صافي الأصول الأجنبية (NAE). ؛
2. تربط سعر الصرف الحقيقي (TCR) علاقة طردية بالمتغيرات التالية: سعر الصرف الاسمي (TCN)، معدل الإنتاجية (Prod)، معدل التبادل الدولي (TOT) عندما يهيمن أثر الدخل والعكس عندما يهيمن أثر الإحلال، والإنفاق الحكومي (Dpub) عندما ينحاز إلى السلع غير قابلة للتداول والعكس عندما ينحاز إلى الإنفاق على السلع قابلة للتداول؛
3. تربط سعر الصرف الحقيقي (TCR) علاقة عكسية بالمتغيرات التالية: درجة الانفتاح التجاري (OPEN)، معدل الاستثمار الأجنبي المباشر (IDE)، حيث يؤدي انحياز الإنفاق الاستثماري إلى الاستهلاك القابل للتداول إلى زيادة سعر الصرف الحقيقي، والعكس حين يستخدم العائد منه لشراء السلع غير القابلة للتداول؛ صافي الأصول الأجنبية (NAE).

يكتسي هذا البحث أهميتة من خلال الدراسات والبحوث الحديثة التي قامت بها مختلف المؤسسات المالية ومراكز البحث العالمية التي تهتم بالبحوث النقدية والمالية، حيث أصبح الاهتمام البارز للخبراء في مجال المالية الدولية وكذا صناع القرار البحث عن النموذج الأكثر تلاؤما مع التحولات النقدية والمالية، ويضمن استقرار الاقتصاد الكلي، في خضم ما يعرفه العالم من تزايد الاتجاهات نحو التحرير الاقتصادي والمالي على المستوى العالمي وإعمال آليات السوق.

تهدف هذه الدراسة الى إثبات أن الدينار الجزائري خلال مسار تطور سياسة صرفه عرف ولا يزال يعرف اختلالات عميقة وهيكلية تؤثر على دلالاته التأثيرية المعروفة على الاستقرار الكلي للبلاد، وكذا محاولة فحص القدرات الكلية للاقتصاد الجزائري من خلال وصف مختلف المحددات الكلية الحقيقية والمالية من جهة, ومن جهة ثانية اعطاء البعد الاحصائي لها ما يساهم في تحديد نموذج قياسي يبرز دورها في تحديد سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري وكذا تفسير العلاقات الارتباطية في النموذج بين المتغيرات الكلية و سعر الصرف الحقيقي للدينار.

لقد استخدمنا في دراستنا المنهج الوصفي للإلمام بكل الجوانب المفاهيمية لسعر الصرف، نظمه وأسواقه، الى جانب الاستعانة بالمنهج التحليلي الاستنباطي في بيان أهم النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف لاستخلاص طبيعة واتجاه العلاقة بين متغيرات هذه الدراسة. إضافة الى ذلك استخدمنا الأساليب الاحصائية والقياسية المناسبة في الجانب التطبيقي للدراسة للوصول الى نموذج مفسر لتغيرات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر وأهم المتغيرات الكلية بالاعتماد على مجموعة من الأدوات:

- الاحصائيات المتعلقة بالمتغيرات المكونة للنموذج؛
- التقارير والدوريات المتعلقة بموضوع الدراسة؛
- استخدام برنامجي Eviews 7 و Spss والمتخصصين في الدراسات القياسية والإحصائية.

للاجابة على اشكالية البحث المطروحة واختبار الفرضيات، و للوصول الى تحقيق أهداف الدراسة وإيضاح أهميتها، اقتضت الضرورة تناول الموضوع في ثلاثة فصول:

- تناول الفصل الأول الجوانب المفاهيمية لسعر الصرف، أسواقه التي يتحدد فيها وأنظمته التي يخضع لها. حيث تم القاء الضوء على مفردات الموضوع محل الدراسة، عن طريق تقسيم الفصل الى

ثلاثة عناصر بدءا بالمفاهيم الأساسية لسعر الصرف: مفاهيمه، أشكاله، صيغه وأهميته. ثم تطرقنا الى أسواق الصرف: تصنيفها، وظائفها، أهم المتعاملين فيها ومختلف المعاملات التي تجري بها.

- الفصل الثاني المعنون بتطور نظرية تحديد سعر الصرف، فيتناول كيفية تحديد سعر الصرف من خلال النظريات المحددة والنماذج المفسرة له، ضمن ثلاثة عناصر: حيث يضم العنصر الأول المقاربات طويلة الأجل في إطار المقاربتين الحقيقية والمتضمنة لنظريتي تعادل القوة الشرائية والأرصدة، والنقدية التي تتضمن النموذج النقدي في ظل الأسعار المرنة والجامدة، وكذا نموذج المحفظة. في حين يتناول العنصر الثاني المقاربات قصيرة الأجل لتحديد سعر الصرف التي تتضمن نظرية أسعار الفائدة في شكليها المغطى وغير المغطى، وكذا عرض نموذج توازن المحفظة على المدى القصير. في حين تم تخصيص العنصر الأخير للمقاربات التوازنية التي تعكس نماذج التوازن الداخلي والخارجي لكل من Mundell-Fleming و Swan، وكذا النماذج المفسرة لعدم استقرار أسعار الصرف التي تستند الى نموذج التعديل الزائد، نموذج الفقاعات العقلانية ونموذج عدم تجانس الاعوان.
- وأخيرا يأتي الفصل الثالث المعنون بسياسة سعر الصرف ومحددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر خلال الفترة الممتدة مابين (1980-2011)، من خلال عنصرين اساسين: يتناول الأول تطور سياسة سعر الصرف في الجزائر مع استعراض لأهم محطات تطور أنظمة تسعير الدينار وسياسة الرقابة عليه. وفي العنصر الثاني والأخير حاولنا اختبار المحددات الاقتصادية الاساسية والمفسرة لتطورات وتغيرات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر وتحديد طبيعة علاقتها به، وذلك باستعمال مجموعة من الوسائل الاحصائية والقياسية أهمها طريقة المربعات الصغرى (MCO) للوصول الى النموذج الأمثل لتحليل الظاهرة المدروسة.

الفصل الأول

مفاهيـــم حول سعر الصـــرف

تمهيـــــد:

تنطوي المفاهيم الاقتصادية الأساسية على عنصرين في غاية الأهمية ضمن الروابط الاقتصادية التي تجمع بين مختلف الدول وهي: التجارة الدولية و التمويل. حيث تتيح التجارة الدولية الفرصة أمام الدول لرفع مستويات معيشتها، من خلال التخصص في مجالات تتمتع فيها بالمزايا المقارنة. و في ظل العدد الكبير من العملات تقتضي حتمية التبادل ضرورة تسوية المعاملات و المدفوعات الدولية، بإيجاد أداة نقدية مشتركة للتسوية و مقياس للقيمة للوفاء بالتزاماتها خارج حدود دولتها. من هنا تنشأ مشكلة تحويل العملات لبعضها البعض، حيث تعرف قوى التدخل في تحديد نسب المبادلة بين عملة و أخرى بسعر الصرف الأجنبي الذي يتحدد في سوق الصرف الأجنبي حيث تتم فيه عمليات تبادل جميع أنواع العملات تحت مظلة نظام سعر الصرف. لذا سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى بعض الجوانب المفاهمية التي تخص سعر الصرف في النقاط التالية :

ماهية سعر الصرف و أهميته؛

1. سوق الصرف و آلية تحديد سعر الصرف؛
2. أنظمة الصرف المتعارف عليها ومحددات اختيار النظام الأمثل.

المبحث الأول: سعر الصرف الأجنبي (*forgien exchange rate*)

إن العملة القابلة للتحويل يمكن مبادلتها بشكل قانوني بعملة أخرى قابلة للتحويل عند سعر الصرف. كذلك يمكن مبادلة العملات غير القابلة للتحويل ولكن بشكل غير قانوني في السوق السوداء. وقد تكون العملة قابلة للتحويل بشكل جزئي عندما يمكن استخدام العملة بشكل قانوني في شراء الصرف الأجنبي لتمويل عمليات معينة فقط ما يطلق عليه سعر الصرف المزدوج (*dual*)[1]. كما أن عملية تحويل العملات تحكمها قوى تؤثر في تحديد نسب مبادلات الدول المختلفة و بالتالي معرفة سعر العملة الوطنية بما تعادله من وحدات من العملات الأجنبية.

المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف، أشكاله ووظائفه

أولا: ماهية سعر الصرف

يعرف سعر الصرف على أنه سعر وحدة من عملة معينة مقابل وحدة من عملة أخرى[2]. ويقصد به أيضا سعر مبادلة عملتين[3]، وهكذا تعد إحدى العمليتين سلعة والأخرى السعر النقدي لها.و يعتبر الحصول على العملة الأجنبية بمثابة حيازة ائتمان تجاه البلد المعني، و يعتبر الحائز على العملة الأجنبية دائنا لذلك البلد بقيمة ما لديه من وحدات نقدية[4]. على هذا الأساس فان الصرف الأجنبي هو مجموعة الوسائل التي يتم الحصول عليها أو حيازتها في دولة ما ليتم استخدامها في تسوية التزامات و مدفوعات دولة أخرى. وبذلك لا تنحصر حيازة الصرف الأجنبي في المفهوم الضيق للعملة الأجنبية بل تشمل كافة الودائع، المدفوعات المستحقة بعملة ما إضافة إلى الأوراق المالية التي تمثل التزاما تجاه الدول الأجنبية (الحوالات، الشيكات السياحية و الكمبيالات).

---

[1] سي بول هالـــــوود، رونـــــالد ماكدونالد تعريب: محمد حسن حسني، ونيس فرج عبد العال: **"النقـــود والتمويل الدولي"**، دار المريخ للنشر، الرياض 2007 ، ص 39.

[2] *Paul A . samuelson , william D .nordhaus : "**economics**", 16th edition, Mcgraw-Hill Companies USA 1988, p 677.*

[3] *Michel jura: "**technique financière international**", 2e édition, DUNOD paris 2003, p 77.*

[4] *alain siaens:" **monnaie et finance**", édition adeboeck , Bruxelles 1981 , p237.*

تسعير العملات:

في الواقع هناك طريقتان لتسعير العملات بين الدول: التسعير المباشر و التسعير غير المباشر، كما يمكننا تسعير عملتين بشكل تقاطعي استنادا الى عملة ثالثة[1].

1. التسعير المباشر/المؤكد: *(direct quotation)*

يعتمد هذا النوع من التسعير في دول قليله أهمها: أستراليا، نيوزلندا، المملكة المتحدة، و دول من الاتحاد الأوروبي قبل *1999*، و يعني عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الوطنية. فإذا كنا في المملكة المتحدة مثلا: فإن سعر الصرف بالتسعير المباشر للجنيه الإسترليني *GBP* (العملة المحلية) يعادل *EUR* 1.46 (العملة الأجنبية).

2. التسعير غير المباشر/غير المؤكد: *(indirect quotation)*

تعتمد معظم دول العالم (عدا المذكورة أعلاه) على التسعير غير المباشر لعملاتها والذي يعني عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية. ففي نيويورك مثلا صرف *EUR* بالتسعير غير المباشر يعادل *USD* 0.96 ويعادل صرف *GBP* *USD* 1.52.

إن كل التسعيرات تعطي سعر الشراء (*bid price*) و سعر البيع (*ask price*)[2]، فسعر شراء عمله هو السعر الذي يشتري به البنك العملة الأجنبية، وسعر البيع هو السعر الذي يبيع به البنك العملة الأجنبية، و يسمى الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء هامش البنك *(spread)*.

مثلا في سوق باريس للعملات لدينا التسعيرة التالية: *USD/EUR = 0.8450-0.8470*[3]

تعني أن البنك يشتري USD بـ *EUR 0.8450* (سعر الشراء) و يبيعه بـ *EUR 0.8470* (سعر البيع).

---

[1] *Josette Peyrard, "**gestion financière inter national** ", 4e edition, Vuibert, 1999, p55-56.*

[2] *Michel jura, op cit, p 78*

[3] *يعبر عن تسعير العملة بـ 04 أرقام بعد الفاصلة، حيث يسمى الرقمين الأوليين الصورة (Figure) وهي ثابتة عبر الزمن، والأخيرة تسمى النقطة (points beep) لمعرفة عدد نقاط تحسن أو تدهور عملة عن أخرى. وبالعودة للمثال السابق يمكن كتابة سعر شراء وسعر بيع USDمقابل EUR بالنقطة كما يلي: USD\EUR=0,8450-70 حيث أن سعر الشراء يعبر عنه كاملا (0,8450) ويعبر عن سعر البيع بالنقطة (70).*

3. **الأسعار التقاطعية** : *(cross Price)*

يقارب عدد العملات في العالم حوالي 150 عملة - أنظر الملحق 01 - فيكون عدد أسعار الصرف الطبيعية لكل عملة حوالي 22350 (فكل 150 عملة لها سعر صرف مع 149 الباقية) ولا لزوم له في سوق الصرف بسبب أنه إذا عرفنا سعر الصرف عملة X مقابل Y يمكننا معرفة سعر Y مقابل X، كما يمكننا حساب سعر الصرف بين X/Z إذا أعطي لنا سعر صرف Z/Y وسعر الصرف X/Y في غياب وجود فارق بين أسعار البيع والشراء، وتسمى الأسعار المحسوبة بهذه الطريقة بالأسعار التقاطعية.

فالأسعار التقاطعية إذن هي حسابات تقارن بين تسعيرات عملتين استنادا إلى عملة ثالثة مشتركة كقاعدة[1]، بشكل عام *USD*، *EUR*. وتعطى عادة أسعار الشراء والبيع التقاطعية للعملة X مقابل Y استنادا الى *USD* في سوق مابين البنوك على الشكل التالي[2]:

$$X/Y_{(a)} = \frac{X/USD(a)}{Y/USD(b)} \qquad \frac{X/Y(b)}{Y/USD(a)} = X/USD_{(b)}$$

فإذا انطلقنا من التسعير غير المباشر للعملات في مركز نيويورك المالي يمكننا أن نحسب سعر أي عملة بدلالة الأخرى، ليكن المثال التالي:

CHF/USD = 0,6810 - 15

MXP/USD = 1,0060 - 76

من خلال هذه المعطيات يحسب سعر الصرف *MXP/USD* كما يلي:

$$MXP/CHF_{(b)} = \frac{MXP/USD\ (b)}{CHF/USD(a)} = \frac{1,0060}{0,6815} = 1,4762$$

$$MXP/CHF_{(a)} = \frac{MXP/USD(a)}{CHF/USD(b)} = \frac{1,0076}{0,6810} = 1,4796$$

$$= \quad MXP/CHF = 1,4762\text{- }96$$

[1] *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, "**finance international, marches des changes et gestion des risques financiers**", Armand coin, paris 2011, p54.*

[2] *Michel jura, op cit, p 93, plus détails, p 92 au 94*

ثانيا: أشكال الصرف الأجنبي

يمكن أن يكون لسعر الصرف ثلاثة أشكال يتميز كل منها بخصائص أساسية تلبي احتياجات مختلفة وسنتطرق إلى: سعر الصرف اليدوي *(manual)*، العاجل *(spot)* و الآجل *(forward)*.

1. سعر الصرف اليدوي *(manual exchange rate)*

يكون هناك صرف يدوي عند الوجود الفعلي لواحدة من الأدوات النقدية أثناء عملة المبادلة فيما بين الصراف (البنوك/ الصيارفة) والمشتري (أفراد/ الشركات) كما يحدث في واقع الأمر مع التذاكر، الشيكات السياحية[1]،...

2. سعر الصرف العاجل *(spot exchange rate)*

يشير سعر الصرف الآني إلى عملية تبادل الودائع المصرفية مقومة باثنين من العملات المختلفة مع التسليم الفوري (عملية دفع واستلام ثمن العمليتين فورية أو خلال يومي عمل بعد اليوم الذي تمت فيه المعاملة)، كما أن غياب الفارق الزمني بين عمليات البيع والشراء للعملات الأجنبية في السوق الحاضرة يؤدي إلى غياب المخاطرة. ويتم الصرف العاجل بطريقتين[2] :

- **التثبيت** *(the fixing)*: هو تلقي البنوك لأوامر (الشراء/البيع) عملائها على أن يتم تنفيذها في جلسة التداول التي تجمع بين البنوك الأساسية التي تم عقدها خلال اليوم.
- **التراضي** *(the OTC)*: هو سوق لا مركزي يتم فيه تنفيذ كل معاملة بشكل مستمر لحساب المتعاقد بمعدل ثابت ويعتمد على حالة السوق في تلك اللحظة. وعادة ما يتم التعامل في هذا الشكل من أشكال الصرف عند شراء العملات الأجنبية لعدة أسباب مثل: تمويل عمليات الاستيراد وشراء أحد الأصول الأجنبية (سندات،عقارات أو تمويل المصاريف الخاصة بالإجازات و رحلات العمل).

[1] *Michel jura, op cit, plus détails, p 79 au 81.*

[2] *Michel jura, op, plus détails, p 82 au 101.*

3. **سعر الصرف الآجل** *(forward exchange rate)*

الصرف الآجل هو عملية مغلقة تتضمن خصائص يتم تحديدها في العقد (أسعار البيع أو شراء العملات) ولكن التنفيذ الفعلي يتم تأجيله الى تاريخ لاحق محدد في العقد[1]. وعادة ما يتم تحديد هذه الأسعار عن طريق البنوك التجارية، أما المعاملات التي تتضمن مدة أطول فيتم التفاوض بشأنها. وعادة ما نكون بصدد عملية الصرف لأجل إذا كان تنفيذ العملية يتم بعد 48 ساعة من تاريخ ابرام العقد.

ثالثا: وظائف سعر الصرف

يقوم سعر الصرف بوظائف عدة، نوجزها فيما يلي[2]:

1. **وظيفة قياسية:** حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية (لسلعة معينة) مع أسعار الأسواق العالمية. و هكذا فإن سعر الصرف يمثل بالنسبة لهؤلاء حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والعالمية (أنظر المثال المذكور عند تحديد أهمية سعر الصرف).

2. **وظيفة تطويرية:** يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات بلد معين الى بلدان معينة أخرى من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي سعر الرصف الى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو الاستعاضة عنها بالواردات التي تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، في حين يمكن الاعتماد على سعر صرف ملائم لتشجيع واردات معينة. وبالتالي فإن سعر الصرف يؤثر في التركيب السلعي والتركز الجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

وهنا يمكننا الاستشهاد بواقع التبادل التجاري بين الولايات المتحدة الامريكية واليابان، فقد أحدث الارتفاع لسعر ***USD*** مقابل ***JPY*** الى اقبال الأمريكيين على شراء السيارات اليابانية التي تبدو لهم أرخص من السيارات الأمريكية، علاوة على ما تحتويه من جودة ودقة تقنية، مما ادى الى انتعاش الصادرات اليابانية من السيارات عامة والى الولايات المتحدة خاصة.

---

[1] *Michel jura, op, plus détails, p 101 au 116.*

[2] *عرفان تقي الحسني، **"التمويل الدولي"**، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة2، 2002، ص 149.150.*

3. **وظيفة توزيعية:** بفعل ارتباط سعر الصرف بالتجارة الخارجية فإنه يمارس وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي، حيث يقوم بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين الدول. ولتوضيح آلية ذلك نعود الى المثال السابق، ففي حالة ارتفاع القيمة الخارجية لـ ***USD*** في ظل افتراض أن اليابان تستورد الحبوب من الولايات المتحدة فهنا ستضطر اليابان الى دفع ***USD*** أكثر على استيرادها تعادل معدل الارتفاع في قيمة ***USD*** مقابل ***JPY*** مما سيؤثر على احتياطات اليابان من ***USD***، وينطبق ذلك أيضا على حالة انخفاض قيمة ***USD*** مقابل ***JPY***. وبالتالي فإن عملية تخفيض أو رفع القيمة الخارجية للعملة (التغير في سعر الصرف) سيؤثر على حجم الاحتياطي الموجودة على هيئة رصيد لدى البنوك المركزية في الدول الأخرى، وتنسحب هذه الآلية لسعر الصرف الى حالة التدفقات الدولية لرأس المال طلبا للاستثمارات والمضاربات في أسواق النقد أيضا.

المطلب الثاني: صيغ سعر الصرف

تدخل عدة اعتبارات خارج التسعيرات اليومية المعلن عنها في فترة معينة تحدد العلاقة بين عملة دولة معينة وعملات أخرى، تكسب سعر الصرف صيغا عديدة لكل منها استعمالها الخاص ومدلولها. ويمكننا التمييز بين صيغتين أساسيتين: أسعار الصرف الثنائية (الاسمية، الحقيقية) و أسعار الصرف الفعلية (الاسمية، الحقيقية).

أولا: سعر الصرف الثنائي: *(bilateral exchange rate)*

1. **سعر الصرف الاسمي** *NER: (Nominal exchange rate)*

يعبر سعر الصرف الاسمي الثنائي *(NER)* بين عمليتين عن سعر الصرف العاجل والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من السلع والخدمات بين البلدين، ويعرف على وجهين:

- سعر العملة المحلية مقابل وحدات من العملة الأجنبية (التسعيرة المباشرة);
- سعر العملة الاجنبية مقابل وحدات من العملة المحلية (التسعيرة غير المباشرة).

الشكل (1.1): الارتفاع والانخفاض في سعر الصرف (الاسمي و الحقيقي).

$NER = e$ سعر USD بـ EUR ، الولايات المتحدة الأمريكية / أوروبا		$RER = E$ أسعار السلع الأجنبية مقـــابل السلع المحلية
ارتفـــــــاع EUR		الارتفـــــــــاع الحقيقي
سعر USD بـ EUR	انخفض	↑ أسعار السلع المحلية (p_A) مقابل أسعار السلع الأجنبية (p_B)
سعر EUR بـ USD	ارتفـــع	↓ أسعار السلع الأجنبية (p_B) مقابل أسعار السلع المحلية (p_A)
↓e انخفاض NER		↓E انخفـــاض RER
انخفـــــاض EUR		الانخفـــــــــاض الحقيقي
سعر USD بـ EUR	ارتفـــع	↓ أسعار السلع المحلية (p_A) مقابل أسعار السلع الأجنبية (p_B)
سعر EUR بـ USD	انخفـض	↑ أسعار السلع الأجنبية (p_B) مقابل أسعار السلع المحلية (p_A)
↑e ارتفـاع NER		↑E ارتفـــــاع RER

Source: Olivier Blanchard, Daniel Cohen, "macroeconomie", 4e edition, Pearson education, france2006, p 340 (nominal) et 344 (real).

ويتم تحديد *(NER)* لعملة ما تبعا لقوى العرض والطلب عليها في سوق الصرف عند لحظة زمنية معينة ـ *أنظر الشكل (2)*ـ، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتغير باستمرار تبعا لتغير ظروف العرض والطلب وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد المعني، وتسمى هذه التغيرات تدهورا أو تحسنا اسميا[1]، فحسب تعريف *(NER)* بصيغته غير مباشرة فإن التحسن في قيمة العملة المحلية هو ارتفاع سعر العملة مقابل العملة الاجنبية ويعرف على أنه انخفاض سعر الصرف *(NER)*، أما التدهور فيعني ارتفاع سعر الصرف[2] *(NER)* -أنظر الشكل (1)-.

[1] Olivier Blanchard, Daniel Cohen, "**macroeconomie**", 4e edition, Pearson education, france2006, p 340.

[2] هناك خطأ شائع عادة ما يقع بين معنى مصطلح تخفيض القيمة (devaluation) ومصطلح انخفاض القيمة (depreciation)، ويمكن القول عند انخفاض قيمة عملة دولة ما أمام عملة دولة أخرى، أنه قد حدث انخفاض في قيمة (depreciation) العملة المحلية الأولى وارتفاع (appreciation) في قيمة عملة الدولة الأخرى. ونكون أمام انخفاض اسمي لسعر الصرف e، بينما الارتفاع في سعر الصرف الاسمي e يعتبر على انه ارتفاع في قيمة العملة المحلية وانخفاض في قيمة عملة الدولة الأخرى.

اضافة الى ذلك، عملية تخفيض القيمة (devaluation) تقتصر على بعض الأوضاع التي تقوم فيها الدولة بصفة رسمية بتحديد (أو تثبيت) سعر الصرف الخاص بها مقارنة بعملة واحدة أو غيرها من العملات الأخرى وفي هذه الحالة تتم عملية تخفيض قيمة سعر الصرف المحدد (أو الثابت) من خلال خفض سعر العملة. أما مصطلح رفع القيمة (revaluation) فهو يظهر عند رفع السعر الرسمي أو زيادته.

2. سعر الصرف الحقيقي RER: (real exchange rate)

يأتي سعر الصرف الحقيقي (*RER*) في مفهومه النظري ليجيب عن السؤال التالي: كم عدد وحدات السلع الأجنبية التي يمكننا الحصول عليها مقابل وحدة واحدة من سلعتنا المحلية؟. وقد عرف (*RER*) في الأدبيات الاقتصادية بعدد من الطرق البديلة، ويمكن من خلالها أن نميز بين مجموعتين رئيسيتين: الأولى تتعلق بسعر الصرف الحقيقي الخارجي *(external RER)*، والثانية تقوم على سعر الصرف الحقيقي الداخلي *(internal RER) Hinkle et montiel 1999 ـ Edwards1988.*

1.2 سعر الصرف الحقيقي الخارجي (RER external)

يعرف سعر الصرف الحقيقي الخارجي على أنه سعر الصرف الاسمي (*NER*) معدلا بالفروق في مستوى الأسعار الأجنبية P^* الى مستوى الأسعار المحلية P[1]. أي أنه نسبة اجمالي مستوى الاسعار (أو التكلفة) الأجنبية الى اجمالي مستوى الاسعار (أو التكلفة) في بلد المنشأ مقومة بعملة مشتركة. ويستمد سعر الصرف الخارجي (RER_e) مفهومه من نظرية تعادل القوى الشرائية (*ppp approach*) التي تقارن بين دولتين والأسعار النسبية لسلال السلع المنتجة (أو المستهلكة) فيها. كما يؤدي (RER_e) هدف قياس قدرة الدولة على المنافسة الخارجية[2].

ووفقا لمؤيدي هذا التعريف الأكثر تقليدية وتداولا بين الاقتصاديين أن الفكرة الرئيسية للتعريف في أن التضخم في العالم يتغير، وبذلك لن يكون لسعر الصرف الاسمي أي معنى واضح، وأنه ينبغي النظر بشكل صريح الى التغير المعطى في قيم العملات الأجنبية والمحلية قياسا منها الى معدلات التضخم. ويمكن أن يعطى تعريف (RER_e) رياضيا على النحو التالي:

$$RER_e = e\left(\frac{p^*}{p}\right) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

---

[1] *Edward ,"**introduction of real exchange rate, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries**", university of California at los Angeles and NBER, wp n516, sep 1988, P8*

[2] *Fabien candau, Michael goujon et autres ,"**taux de change réel et compétitivité de l'économie réunionnaise**", CFRDI, Études et documents, F 2010, P7*

RER_e: سعر الصرف الحقيقي الثنائي حسب منهج تعادل القوى الشرائية؛

e: سعر الصرف الاسمي؛

P^*،P: مستوى الأسعار المحلية والأجنبية على التوالي (اعتمادا على ما إذا كانت P،P^* هي مؤشرات اسعار الاستهلاك (CPI) أو مؤشرات أسعار الانتاج (PPI) فان (RER_e) سوف يكون السعر النسبي الأجنبي إلى المحلي لسلة الاستهلاك أو الانتاج).

واستنادا الى منهج تعادل القوة الشرائية فان (RER_e) يقارن بين القيمة النسبية للعملات من خلال قياس الأسعار النسبية لسلال الاستهلاك (أو الانتاج) المحلي أو الأجنبي مما يجعل الانفاق أساسا للتعريف *hinkle and nsengiyumva 1999 -*.

ويواجه المنهج في تحديد سعر الصرف الحقيقي مشكلتين رئيسيتين (*Edward1989*)[1] :

1. تعريف *RER* يتطلب استخدام الارقام القياسية للأسعار بدل السعر الواحد. فيمكن بالتالي الحصـــول على قيم متعددة لـ *RERe* باستخدام هذا التطبيق في ظل وجود العديد من المؤشرات العامة للأسعار (وتشمل الرقم القياسي لأسعار الجملة *WPI*، الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك *CPI*، مكمش الناتج المحلي الاجمالي *GDP deflator*). هذا يقودنا للسؤال عن أي الارقام القياسية للأسعار ينبغي استخدامه في احتساب RER_e ؟.

2. في الواقع، إن منهج (*PPP*) في طرحها الأصلي تبين حقيقة سعر الصرف الحقيقي كمؤشر يعطي معلومات عن درجة القدرة التنافسية الدولية لاقتصاد ما، ولا توضح في المقابل أي تغيرات في الحوافز النسبية التي تدلنا على تخصيص الموارد بين القطاعات القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في الاقتصاد.

- **سعر الصرف الحقيقي الداخلي** *(RER internal)*

استندت معظم الدراسات الحديثة في الآونة الأخيرة الى نموذج "*dependent economy type*"الاقتصاديات التابعة كأساس نظري في تعريف سعر الصرف الحقيقي، والذي تم تطويره خصيصا لدراسة البلدان النامية الصغيرة *(salter 1959 swan 1960 aukrist 1977)* . يمكن الاشارة الى أن اختلاف التكلفة بين الدول

[1] *Lansana daboh, "**real exchange rate misalignment in the west African monetary zone**", journal of monetary and economic integration, vol 10 N°02, p4*

وارتباطها الوثيق مع هيكل الأسعار النسبية في هذه الاقتصاديات يعتبر الجوهر المنطقي وراء هذا التعريف . هذا النموذج لا يفترض أن الاقتصاد المحلي يتخصص بشكل كامل في الانتاج، بل إن هيكل الانتاج المحلي يتكون من سلعتين واحدة منها تنتج وتستهلك محليا (سلعة غير قابلة للتداول)، في حين يتم انتاج السلعة الأخرى واستهلاكها محليا وفي الخارج على حد سواء (سلعة قابلة للتداول).

وفي سياق نموذج *(swan and salter)* وفي ظل افتراض تساوي أسعار السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول في جميع أنحاء العالم، وعدم وجود ضرائب على التجارة الدولية، ينطوي تعريف سعر الصرف الحقيقي الداخلي (RER_i) على أنه نسبة الأسعار المحلية للسلع القابلة للتداول *(tradable goods)* الى السلع غير قابلة للتداول *(non- tradable goods)* داخل البلد الواحد[1]، فإذا كان e سعر الصرف الاسمي، p_t^* السعر الدولي للسلع القابلة للتداول بالعملة الأجنبية، p_t الأسعار المحلية للسلع القابلة للتداول، p_n أسعار السلع غير القابلة للتداول، ويمكن التعبير رياضيا عن تعريف (RER_i) على النحو التالي:

$$RER_i = \left(\frac{pt}{pn}\right) = \left(e\ \frac{pt^*}{pn}\right) \text{ ..... (2)}$$

إن سعر الصرف الحقيقي المحسوب كمؤشر أسعار في سنة الأساس يساوي 1، فان مستواه يفسر عند تغير اتجاه سعر الصرف الحقيقي والذي يجمع بين كل من تقلبات (*NER*) وتفاضل معدلات التضخم، فأي ارتفاع في السعر النسبي للسلع المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية بمعنى انخفاض في الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية يعتبر تحسنا حقيقيا، أما الانخفاض الحقيقي فهو يوافق الارتفاع في الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية ويعني انخفاض أسعار السلع المحلية مقارنة بأسعار السلع الأجنبية[2] - أنظر الشكل(1) -.

[1] *Edwards, "**real exchange rate in the developing countries**", NBER, , Cambridge, MA 02138, April 1989, p3.*

[2] *andrew B.abel - ben S.bernanke - deam croushare, "**Macroeconomic**" 6^the edition, p 480*

ويكمن السبب وراء تعريف RER بهذه الطريقة:

- يأتي تعريف (RERi) في سياق نموذج السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول كمؤشر للقدرة التنافسية الداخلية (مؤشرا لحوافز تخصيص الموارد المحلية في البلد الاصلي)[1]، حيث يلخص لنا الحوافز النسبية الداخلية لدى أي اقتصاد لإنتاج السلع القابلة للتداول بدلا من السلع غير القابلة للتداول، فالارتفاع في سعر الصرف الحقيقي (RERi) سوف يجعل الانتاج القابل للتداول أكثر ربحية نسبيا، الأمر الذي يؤدي الى خروج الموارد من القطاع غير القابل للتداول الى القطاع القابل للتداول.
- وكذا أن الحساب التجاري لميزان المدفوعات يعتمد على السعر النسبي المحلي للسلع القابلة للتداول الى السلع غير القابلة للتداول وليس على تعريف RERe ، يلي هذا حقيقة الحساب التجاري الذي يساوي الفائض من معروض السلع القابلة للتداول[2]، وبافتراض أن عرض السلع القابلة للتداول يعتمد ايجابا على السعر النسبي لهذه السلع والطلب يعتمد سلبا على هذا السعر النسبي وايجابا على الدخل الحقيقي، فالحساب الجاري (الذي يعرف بأنه الفائض في المعروض من السلع القابلة للتداول) سيكون دالة موجبة في الدخل الحقيقي والسعر النسبي لأسعار السلع القابلة للتداول وغير قابلة للتداول أو ما يعرف بـ RER. في هذا الاطار فان الارتفاع في السعر النسبي للسلع القابلة للتداول سيؤدي الى الزيادة في العرض وانخفاض الطلب على هذه السلع، والنتيجة أنه بافتراض حصول شرط مارشال ولينير يتم تسجيل تحسن بالحساب الجاري .
- هذا التعريف لسعر الصرف الحقيقي يوفر لنا اضافة الى ذلك مؤشر جيد لدرجة القدرة التنافسية الدولية للدولة في القطاع القابل للتداول التي تعبر عنها القدرة التنافسية الداخلية تلقائيا[3]، فقد كتب ***Williamson*** (1983) :"**القدرة التنافسية الدولية لسلعنا، ...يمكن"** مع بقاء الاشياء الأخرى ثابتة " **تعريفها بسعر الصرف الحقيقي"**، من جهة أخرى كتب ***Maciejewski*** (1983) **:" أي قيم لمؤشر سعر**

---

[1] *Maxwell opoku -afari-, "**measuring the real effective exchange rate in Ghana**", CREDIT research paper,dec 2004, p3*

[2] *Edwards(1989), op cit, p4.*

[3] *Yam belie.B, "**measalignements et dynamique de convergence du taux de change réel en zone CFA**", thèse pour obtenir le garde de docteur, université de paris1, 2007,p50.*

الصرف الحقيقي يمكن أن تعطينا بعض المؤشرات الواسعة عن الربح أو الخسارة في السعر (التكلفة) ... **أي القدرة على المنافسة...**" من هنا تبرز أهميته بالنسبة لهيكل الاقتصاد الكلي دوره في تجسيد القدرة التنافسية الدولية للبلد[1].

في الواقع هذا السعر النسبي يقيس لنا تكاليف الانتاج المحلي للسلع القابلة للتداول، فالانخفاض في قيمة سعر الصرف الحقيقي الداخلية أو ارتفاع سعر الصرف الحقيقي ، يعكس حقيقية أن هناك ارتفاع في التكاليف المحلية لإنتاج السلع القابلة للتداول، إذا لم يكن هناك تغيرات في الاسعار النسبية في بقية العالم، ذا الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي، يمثل تدهور في درجة القدرة التنافسية الدولية للبلد :فالبلد الآن ينتج السلع القابلة للتداول نسبيا (هذا بالنسبة لبقية العالم) بطريقة أقل فعالية من ذي قبل .

وقد يكون من المفيد أخذ مثال عددي يظهر كيفية استخدام تعريف سعر الصرف الحقيقي كمقياس للقدرة التنافسية:

في أي فترة من الزمن، على سبيل المثال 1995 يمكننا اعطاء أسعار السلع القابلة للتداول أسعار السلع غير القابلة للتداول على التوالي (1، 4)، في هذه الحالة فإن سعر الصرف الحقيقي لهذه السنة سيكون 0،25. دعونا الآن نفترض أن السعر القابل للتداول يبقى نفسه، والسعر غير قابل للتداول يرتفع بوحدة واحدة (5) في السنة الموالية، فيصبح سعر الصرف الحقيقي الجديد لتلك السنة 0،20.

في هذا المثال كانت قيمة السلع غير قابلة للتداول للحصول على وحدة واحدة من السلع القابلة للتداول هي 4 وحدات في1995 ، وفي 1996 أصبحت 5 وحدات، مما يعني ارتفاع السعر النسبي المحلي للسلع القابلة للتداول .وفي ظل افتراض أن هيكل الاسعار في الدول الأجنبية من دون تغير فارتفاع السعر النسبي للسلع غير قابلة للتداول يؤدي الى تدهور مستوى القدرة التنافسية للبلاد والذي تعكسه حقيقة وجود حافز أكبر لإنتاج السلع غير قابلة للتداول) انخفاض تكاليف انتاجها (على السلع القابلة للتداول يسبب ذلك تدهور القدرة على التصدير وإنتاج سلع بدائل الواردات عن طريق نقل الموارد الإنتاجية

[1] *Edwards (1988), op cit, p7.*

وبذلك فقدان القدرة التنافسية، أما تفسير الارتفاع في الاسعار النسبية للسلع القابلة للتداول لسعر الصرف الحقيقي أو الانخفاض الحقيقي متناظر تماما ويمثل تحسنا في درجة القدرة التنافسية الدولية .

ثانيا: سعر الصرف الفعلي: *(Multilateral/effective exchange rate)*

يتم استخدام مؤشر سعر الصرف الفعلي *(EER)* على العموم عند تعدد الشركاء التجاريين للدولة. لكن هناك معنيان متميزان في علم الاقتصاد للاصطلاح على سعر الصرف الفعلي[1]: المفهوم الثنائي والمتعدد الأطراف.

1. **المفهوم الثنائي لأسعار الصرف الفعلية:**

هو مفهوم يمثل "السعر المحلي الحقيقي" للنقد الأجنبي لأنه يأخذ في الحسبان تدابير السياسات التجارية الأخرى، التي تؤثر تأثيرا مباشرا على أسعار الصادرات والواردات كالتعريفات والرسوم والدعوم[2]. وبهذا الشكل فإن *(EER)* :" هو عدد وحدات العملة المحلية التي تدفع أو تحصل فعليا، مقابل ما قيمته دولارا واحدا مثلا من الصادرات والواردات". ونظرا الى أن مختلف المعاملات تخضع لضرائب وتدابير مختلفة فانه من الواضح على وجه العموم أنه لا يوجد سعر صرف فعلي واحد ويمكننا التمييز بين متوسط سعر الصرف الفعلي للصادرات (EER_X) ومتوسط آخر للواردات(EER_M):

1.1 **سعر الصرف الفعلي للصادرات** (EER_X)**:** "هو عدد وحدات العملة المحلية التي يمكن أن تحصل مقابل قيمة دولارا واحد من الصادرات، مع مراعاة ما يرتبط بهذه الصادرات من رسوم، دعوم وجبايات إضافية، وأسعار صرف خاصة، ودعوم عناصر الإنتاج الداخلية في الصادرات وغير ذلك من التدابير المالية والضريبة التي تؤثر في الصادرات".

2.1 **سعر الصرف الفعلي للواردات** (EER_M)**:** "هو عدد وحدات العملة المحلية التي تدفع مقابل ما قيمته دولار واحد من الواردات، على أن تؤخذ في الحسبان التعريفات الجمركية، الرسوم والجبايات الإضافية وكذا الفوائد إلى ودائع الاستيراد، وغيرها من التدابير التي تؤثر على سعر الواردات".

---

[1] *Peter takaendesa, "**the behavior and fundamental determinants of the real exchange rate in south africa**", degree of masters in commerce, Rhodes University, 2006, p14.*

[2] *حميدات محمود، **"مدخل للتحليل النقدي"**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2000، ص76.77.*

وترمي نسبة (EER_X) إلى (EER_M)، إلى التعبير عن تغير الأسعار النسبية بين ما هو قابل للتصدير وماهو قابل للاستيراد، ومن الممكن النظر إلى سعر الصرف على أنه مؤشر على مدى ربحية الصادرات بالنسبة للإنتاج المنافس للواردات. وقد تضاءل استخدام الاصطلاح بهذا المفهوم بسبب صعوبة تقدير متوسط تكلفة أي من هذه الرسوم، الدعوم والتعريفات والتي تتغير بشكل ملحوظ خلال فترة قصيرة من الوقت، وكذا قلة انتشارها خلال السنوات الاخيرة بسبب تعاظم الحواجز غير تعريفية.

2. **المفهوم المتعدد الأطراف لأسعار الصرف الفعلية:**

يشير المفهوم الثاني الى حساب متوسط أسعار صرف البلد المعني مع شركائه التجاريين الرئيسيين، بهذا المعنى يصبح مفهوم سعر الصرف الفعلي متعدد الأطراف. ولمعرفة القيمة الخارجية للعملة مقارنة بمجموع شركائها الرئيسيين فإننا نراعي التالي[1]:

- بالنسبة للدولة المعنية ليست كل العملات بنفس الأهمية، لذلك تشمل أسعار الصرف الفعلية لها الأوزان الترجيحية لسلة من العملات على أساس كثافة حجم التبادل التجاري والمالي مع شركائها;

- تتغير أسعار الصرف العائمة بتواتر، فخلال نفس الفترة يمكن لعملة ما أن تتدهور مقابل عملات كما يمكن أن تتحسن مقابل أخرى، وتطور سعر الصرف الفعلي يزودنا بقياس للتطور الكلي لها مقابل كل العملات[2].

1.2 **سعر الصرف الفعلي الاسمي** *(NEER)*

يعرف مؤشر *NEER* (متعدد الاطراف) على أنه متوسط مرجح لأسعار الصرف الاسمية محتسبا بالقياس إلى فترة الأساس. ولا يؤخذ في الحسبان اتجاهات الأسعار العامة في البلد المعني إزاء نظراءها في بلاد الشركاء التجاريين، ولذا يسمى المعنى بهذا الاسم مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي، إن الغرض من الترجيحات هو التعبير عن الأهمية النسبية لكل عملة أجنبية بالنسبة للبلد المحلي، ومع تواجد العديد

[1] *Henri bourguinat,"finance international", 4e edition revue et corrigée, Thémis économie, France 1992, p 247.*

[2] *Philippe d'arvisenet, "finance international", 2e edition, DUNOD paris 2008, p 197-198*

من الأوزان فإن الاختيار السليم لها يتوقف بشكل حاسم على الغرض التي يتم حساب *NEER* له[1]. فإذا كان الهدف المقصود هو تقييم أثر تغير سعر الصرف على الميزان التجاري للبلد المعني فان الترجيحات المثالية عندئذ هي الآثار النسبية لتغيرات أسعار العملات الأجنبية في الميزان التجاري للبلد الأصلي، ولا يمكن تقدير هذه الترجيحات إلا بواسطة الطرق الكمية، ومن الشائع أيضا حساب مؤشرات *NEER* استخدام حصص التجارة الثنائية كترجيحات (حصص الاستيراد، التصدير أو متوسطها)[2].

نفرض أن بلدا معينا يتعامل مع (n) من البلدان، وليكن (e_{it}) سعر العملة المحلية في الزمن (t) بقيم العملة الأجنبية التي يصدرها البلد (i). ولنفرض أن (γ_{it}) يمثل وحدة واحدة من عملة البلد رقم (i)، في الزمن (t). بقيمة العملة المحلية للبلد المعني، وتربط المعادلة التالية سعر الصرف it و γ_{it}.

$$\gamma_{it} = \frac{1}{e_{it}} \qquad \ldots\ldots\ldots (1)$$

يمكن التعبير عن مؤشرات سعر الصرف بالقياس إلى فترة أساس بقيم e_{it} و it حيث أن:

$$E_{it} = \frac{e_{it}}{e_{i0}} \qquad\qquad S_{it} = \frac{\gamma_{it}}{\gamma_{io}}$$

ومنه يمكن اشتقاق وتعريف أربعة مؤشرات محتملة لسعر الصرف الفعلي بالنسبة لمجموعة معينة من الأوزان الترجيحية (Wi) وذلك يتوقف على طريقة اشتقاق المتوسطات المستخدمة.

- **الطريقة الحسابية :**

$$NEER1_t = \sum_{i=1}^{n} E_{it} \cdot W_i$$

$$NEER2_t = 1/\sum_{i=1}^{n} S_{it} \cdot W_i$$

---

[1] *Luci ellis, "**measuring the real exchange rate: pitfalls and practicalities**", economic research department, reserve bank of australia, august 2001, p6.*

[2] *يستخدم الصندوق النقدي الدولي (IMF) نموذج التوازن العام في التجارة العالمية لبناء مؤشرات NEER والذي يهدف الى تقدير استجابات انماط التجارة لتحركات أسعار الصرف. وتقتصر هذه الترجيحات على السلع والخدمات التي يتم تداولها في الواقع وهذا لا يتوافق بالضرورة مع حصص الدول في الانتاج العالمي، لهذا السبب من الافضل في بعض الاحيان استخدام حصص الدول من الناتج الاجمالي العالمي رغم ما يثيره من تعقيدات اضافية لتحويل مختلف ناتج الدول بعملة مشتركة لأجل حساب الأوزان. ومع ذلك قد يكون من الأفضل استخدام الترجيحات التي تعتمد على خصائص أسواق الدول لرأس المال مثل مواقفهم في الاستثمار العالمي أنظر Luci ellis لمزيد من القضايا الاضافية حول الموضوع ..*

- **الطريقة الهندسية:**

$$NEER3_t = \boldsymbol{\pi}_{i=1}^{n} E_{it}^{wi}$$

$$NEER4_t = 1/\boldsymbol{\pi}_{i=1}^{n} S_{it}^{wi} \qquad / \sum_{i=1}^{n} W_i = 1$$

وبما أن: $E_{it} = 1/S_{it}$ فان: $NEER3_t = NEER4_t$

ويعد مؤشر سعر الصرف الفعلي الهندسي مستقلا عن تعريف سعر الصرف، ومنه فإن ثلاثة تعريفات محتملة *NEER* بالنسبة لمجموعة من الأوزان الترجيحية وهي: المؤشر الحسابي *NEER1*; المؤشر التوافقي *NEER2*; المؤشر الهندسي *NEER3* و *NEER4*.

ويتطلب حساب مؤشر سعر الصرف الفعلي تعريفا للأوزان الترجيحية التجارية ويمكن اشتقاق هذه الأوزان باعتبارها أنصبة للتصدير أو الاستيراد، أي نصيب أو حصة صادرات بلد معين في صادرات البلد i، W_{xi}:

$$W_{xi} = x_i / \sum_{i=1}^{n} x_i \qquad \text{..... (2)}$$

و حصة إيرادات البلد i، W_{mi} في مجموع إيرادات البلد محل الدراسة :

$$W_{mi} = M_i / \sum_{i=1}^{n} M_i \qquad \text{..... (3)}$$

المعادلة (2)، (3) تقيسان على الترتيب سعر الصرف الفعلي المرجح بالصادرات والمرجح بالواردات.

و يمكن صياغة سعر الصرف الفعلي المرجح بالصادرات أو بالواردات على الشكل التالي:

$$NEER_x = \boldsymbol{\pi}_{i=1}^{n} E_{i}^{w_{xi}} \qquad \text{.....(4)}$$

$$NEER_m = \boldsymbol{\pi}_{i=1}^{n} E_{i}^{w_{mi}} \qquad \text{.....(5)}$$

ويمكن اشتقاق الأوزان الترجيحية على أنها متوسط حسابي بسيط لحصص الصادرات أو الواردات، ولتجنب مؤشرين لـ *NEER*:

$$W_{xi+mi} = \frac{W_{xi}+W_{mi}}{2} \qquad \text{.....(6)}$$

في هذه الحالة يعرف سعر الصرف الفعلي المتعدد الأطراف:

$$NEER_{(x+m)} = \pi_{i=1}^{n} E^{\frac{W(xi+mi)}{2}}$$

ومن المعادلة (4)، (5) يمكن كتابة المعادلة (7) كمايلي:

$$NEER_{(x+m)} = (NEER_x + NEER_m)/2 \text{ ..... (7)}$$

2.2 سعر الصرف الفعلي الحقيقي *(REER)*

يقيس سعر الصرف الفعلي الحقيقي *(REER)* مدى تغير القوة الشرائية لعملة معينة عبر الزمن قياسا الى شركائها التجاريين، اضافة الى انه مؤشر بالغ الأهمية للإشارة الى اتجاه تحركات أسعار الصرف من حيث التدهور أو التحسن الحقيقي، كما يمكن أن يوفر لنا مؤشرات للربح او الخسارة في الأسعار، والتكلفة التنافسية بالنسبة لفترة الأساس المحددة.

من الناحية النظرية يمكن حساب *(REER)* بإخضاع سعر الصرف الفعلي الاسمي *(NEER)* - لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية - الى التصحيح بإزالة أثر تغيرات مستويات الأسعار النسبية. أما عمليا هناك مجموعة من الاعتبارات يجب الأخذ بها لأغراض تحليلية منها[1]: المعدلات الثنائية التي يجب أن يشمل المعدل الفعلي; الأرقام القياسية التي ينبغي اختيارها; الأوزان التي ينبغي استخدامها; كيفية تجميع مختلف تحركات أسعار الصرف الحقيقية الثنائية.

ومن المقاييس الشائعة لحساب *(REER)* هو *المتوسط المرجح لأسعار الصرف المنخفضة للشريك التجاري، والمعادلة التالية تمثل مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي الهندسي:*

$$REER = \pi_{i=1}^{n} \left(E_i \left(E_i(P_j|P_i) \right) \right)^{wi} \ldots\ldots\ldots\ldots (8)$$

$(P_j|P_i)$: *نسبة مؤشر الأسعار في البلد محل الدراسة الى مؤشر الأسعار في البلد الأجنبي (i) في الفترة (t) وسنة الأساس هي نفسها سنة الأساس الخاصة (Ei)؛*

W_i : الوزن الترجيحي لعملة الشريك التجاري رقم *(i)*.

ويمكن بنفس الشكل يمكن تعريف *المتوسط المرجح* لمقاييس *(REER)* الأخرى (الحسابية والتوافقية)، عن طريق استبدال (*pi*) في صيغة *(REER)* بـ : $E_i(P_j|P_i)$.

[1] More details: *Luci ellis, "**measuring the real exchange rate: pitfalls and practicalities**", op.cit, p7-14.*

المطلب الثالث: أهمية سعر الصرف الأجنبي

يعتبر سعر الصرف مهما لأنه يؤثر في الاسعار النسبية للسلع المحلية مقارنة بالسلع الاجنبية، حيث يتحدد السعر بـ EUR لسلعة صنعت في الولايات المتحدة الامريكية بواسطة عاملين اثنين: سعر هذه السلعة بـUSD وسعر الصرف (EUR/USD).

نفترض أن فرنسيا قرر شراء حاسوب يباع بمبلغ USD 2000 في الولايات المتحدة الأمريكية، إذا كان سعر الصرف EUR/USD=1,1789 (كما هو الحال في 4 جانفي 1999) فإن هذا الحاسوب سيكلفه بفرنسا EUR 1696 ($\frac{2000}{1,1789}$). نفترض مرة أخرى أن هذا الفرنسي سينتظر إلى غاية 26 أكتوبر 2000 لينفذ عملية الشراء، في حين أن سعر الصرف EUR انخفض الى 0,8252 (في نفس التاريخ): نفس الحاسوب (مع افتراض أن سعره بـ USD يبقى ثابتا) سيكلفه أكثر، أي EUR 2424 ($\frac{2000}{0,8252}$). هذا التدهور في EUR هو متوافق مع التحسن في USD الذي خفض سعر السلع الأوروبية في الولايات المتحدة الأمريكية .

نفترض أن أمريكيا قام بشراء قارورة عطر بمبلغ EUR 1000 في فرنسا، لذا فإنه سيدفع 1178 USD إذا اشترى في بداية سنة 1999 (1000×1,1789) مقابل فقط 825 EUR (1000×0,8252) إذا انتظر إلى غاية أكتوبر 2000. عقب تحسن EUR قد يرتفع إلى 1,3621 فإن سعر الحاسوب لا يساوي EUR 1468 ($\frac{2000}{1,3621}$) وبالعكس الأمريكيون سيدفعون أكثر لقاء شراء السلع الأوروبية، (في نفس التاريخ)، سعر قارورة العطر يرتفع إلى USD 1326(1000×1,3621).

هذا الاستدلال يقودنا إلى الخلاصة التالية :**"عندما تتحسن عملة اقتصاد ما (يعني قيمتها ترتفع مقارنة بالعملات الاخرى) فإن السلع المحلية لهذا الاقتصاد التي تباع الى الاجانب ستصبح اكثر غلاءا والسلع الاجنبية المستوردة ستصبح أقل غلاء . وبالعكس عندما تتدهور عملة اقتصاد ما فان سعر صادراته سينخفض في حين ان سعر وارداته سيرتفع"[1].**

---

[1] *Frederic S.Mishkin « the economic of money, banking , and financial market", 4th edition , HarperCollins college publishers, 1994 ,P177.*

إن تدهور قيمة عملة اقتصاد ما فان مبيعاته للخارج ستصبح سهلة، في حين أن السلع الأجنبية ستصبح أقل تنافسية بالنسبة له. لذلك فالتدهور العنيف الذي شهده EUR مقابل USD بين بداية سنة 1999 و أكتوبر 2000 قد سهل المبيعات الى الخارج بالنسبة للمؤسسات الأوروبية ولكن قد عاقب مستهلكي منطقة EUR الذين سيدفعون أكثر مقابل السلع المستوردة وكذا سيتحملون تكاليف أكبر لقاء قضائهم قارورة عطر في USA.

بهذا كله فان سعر الصرف يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات. فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفه الموارد المستوردة -المثال أعلاه- ومن ذلك على التضخم والعمالة.

اضافة إلى أن أهميته الحقيقية تنبع من إمكانية استخدامه كمؤشر للقدرة التنافسية للتجارة الخارجية للدولة، وكذا اهميته بالنسبة للبنك المركزي في انه يربط بين الآثار الناجمة عنه في ميزانية البنك المركزي، وبالتالي على قدرته في تبني سياسة نقدية حكيمة. وإن أي تغيرات في سعر الصرف الحقيقي يؤدي إلى تقلبات في تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الأجل. هذه التقلبات لها تأثير بعد ذلك على صافي الاصول الأجنبية في البنك المركزي. والتغيرات في حجم صافي الاصول الاجنبية يؤدي إلى تغيرات في حجم النقد المتداول في مقابل خصوم الميزانية، وبالتالي فان التغيرات في حجم النقد المتداول يتطلب إدارة تقلبات السيولة في الاقتصاد من خلال استفادة البنك المركزي من أدوات السياسة النقدية، والذي يتمثل هدفه النهائي في استقرار المستوى العام للأسعار[1].

[1] *Central bank of the republic of turkey, "**the real exchange rate definitions and calculations**", research department, publication no: 97-1, P2.*

المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبي

تتفاوت أسعار الصرف الأجنبي شأنها شأن جميع الأسعار الأخرى، من فترة الى أخرى وفقا لقوى العرض والطلب السائدة في السوق. و تعد سوق الصرف المكان الذي يتم فيه بيع عملات الدول المختلفة وشراءها وتحديد أسعار الصرف. و من الضروري أن يكون هناك فهم واضح لهذه السوق من أجل تحديد سلوك سعر الصرف. لذا تتطلب الخطوة التالية تحليل تنظيم سوق الصرف ومختلف العمليات التي تتم فيه، وآلية تحديد سعر الصرف.

المطلب الأول: تنظيم سوق الصرف الأجنبي

كما أن لسوق الصرف الأجنبي مهمة أساسية في تسهيل المدفوعات عبر الحدود الدولية من خلال توفير أدوات وآليات لنقل الأموال بين الأطراف في مختلف البلدان (باعتباره سوقا يتم في اطاره تحويل العملات لبعضها البعض)، فإنه يلعب دورا فاعلا في عالم الأسواق المالية لأنه يشكل أساسا لجميع الأسواق المالية الأخرى[1].

ويعرف سوق الصرف الأجنبي (*FOREX*) على أنه سوق محدد نسبيا من حيث عمله وفقا لقاعدة الوحدات الثلاث (*the three units*)، كما أنه يضع في الخدمة أيضا الجهات الفاعلة التي تؤدي وظائف محددة[2].

أولا: قاعدة الوحدات الثلاث

1. **وحدة الزمن:**

يصف"*krugman*" سوق الصرف بالسوق الذي لا تغيب عنه الشمس، حيث يتميز بخاصية العمل باستمرار على مدار 24/24 ساعة[3]، إذ يبدأ أسبوعيا صباح يوم الاثنين في الساعة 05:00 بتوقيت سيدني، فلا يتوقف تقريبا إلا لفترات قصيرة خلال عطلة نهاية الأسبوع.

---

[1] *Peter takaendesa, op cit, p23, Quoted by FAURE, A.P, "The foreign exchange market", Cape Town: Quoin Institute, 2005, p10.*

[2] *Henri bourguinat, op cit, p253, plus détails p 253 au 256.*

[3] *Dominique Plihon, "Les taux de change", la découverte, Paris, 4ème,2006, p 7.*

ووفقا لمدونة (*code of conduct*) جمعية *ACI (association cambiste international* الجمعية الدولية *للمضاربين)*. يتم تحديد التداول اليومي لسوق الصرف في الجدول (1.1).

الجدول (1.1): *التداولات اليومية على مدار 24 ساعة في أسواق الصرف الأجنبية العالمية*

توقيت JHB	توقيت لندن	توقيت نيويورك	العمل في السوق
الاثنين 01:00	الاثنين 00:00	السبت 19:00	يبدأ التداول في طوكيو
الاثنين 03:00	الاثنين 02:00	السبت 21:00	تفتتح هونغ كونغ، سنغافورة
الاثنين 08:00	الاثنين 07:00	الاثنين 02:00	يبدأ التداول في أوروبا
الاثنين 09:00	الاثنين 08:00	الاثنين 03:00	تغلق طوكيو
الاثنين 09:00	الاثنين 08:00	الاثنين 03:00	تفتتح لندن
الاثنين 10:00	الاثنين 09:00	الاثنين 04:00	تغلق هونغ كونغ
الاثنين 14:00	الاثنين 13:00	الاثنين 08:00	تفتتح نيويورك
الاثنين 17:00	الاثنين 16:00	الاثنين 11:00	تفتتح سان فرانسيسكو
الاثنين 19:00	الاثنين 18:00	الاثنين 13:00	تغلق لندن، أوروبا
الاثنين 22:00	الاثنين 21:00	الاثنين 16:00	تغلق نيويورك
الثلاثاء 01:00	الثلاثاء 00:00	الاثنين 19:00	تغلق سان فرانسيسكو
الثلاثاء 01:00	الثلاثاء 00:00	الاثنين 19:00	يبدأ التداول في طوكيو

Source: *SOUTH AFRICAN INSTITUTE OF FINANCIAL MARKETS (SAIFM), 2003. Introduction to the forex market: a South African perspective. Johannesburg: South African Institute of Financial Markets, p39.*

إن انتشار أسواق الصرف في أماكن عديدة ومختلفة التوقيت، وفر خاصية التداول على مدار 24/24 ساعة التي تسمح لأي متعامل بشراء وبيع العملات في أي وقت، وهذا ما يمكن ملاحظته من الجدول في أن هناك ثلاث جلسات للتداول في كل يوم من 24 ساعة أي يوم لكل من:

- **المنطقة الزمنية الآسيوية:** تمتاز هذه المجموعة بأنها أول من يتيح أبوابه للتعامل بسبب طلوع الشمس فيها قبل أي مجموعة[1]، وتضم أسواق الشرق الأقصى ـ طوكيو، هونغ كونغ، سنغافورة ـ، وكذا أسواق الشرق الأوسط ـ البحرين، دبي، الرياض ـ بعد خمس ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى.
- **المنطقة الزمنية الأوروبية:** التي يبدأ العمل فيها بعد ساعتين أو ثلاثة من بدأ العمل في أسواق الشرق الأوسط وتضم (سوق لندن، فرانكفورت، زيوريخ، باريس).

[1] *اسماعيل ابراهيم الطرد، **"إدارة العملات الأجنبية"**، مطبعة الروزنا، الطبعة الأولى 2001، أربد، الأردن، ص18.*

- **المنطقة الزمنية الأمريكية:** التي تفتتح أبوابها للتعامل بعد خمس ساعات من أسواق أوروبا وتضم (سوق نيويورك، شيكاغو، لوس آنجلس،تورينتو).

ومن الملاحظ أنه في المنطقة التي تنطلق فيها المعاملات بداية اليوم العملي لتنتهي نهاية اليوم، تبدأ حينها تعاملات جديدة في منطقة توقيت أخرى، وهكذا تستطيع كل سوق بدء العمل والاستفادة من أسعار اغلاق الأسواق التي أغلقت أبوابها.

2. **وحدة المكان:**

ليس هناك في سوق الصرف التقاء مادي بين طالبي وعارضي الصرف الأجنبي أي لا يوجد له مكان محدد جغرافيا، كما لا يتم فيه التبادل الرسمي. وينظم السوق في شكل *OTC (over-the-country)* والذي يوصف على أنه سوق لا مركزي يتكون من أسواق تتعاون فيما بينها تعاونا وثيقا[1]، كما أن لها عدة متعاملين (معظمهم من المصارف) يكونون على استعداد لشراء وبيع الودائع بالعملات الأجنبية[2].

تختلف أسعار صرف العملات من بائع الى بائع في أي لحظة، أي لا يوجد أسعار عالمية لكل زوج من العملات في لحظة زمنية معينة. لأن كل وكيل في سوق الصرف أو وسيط حر في تحديد الأسعار التي يريد، والمتعامل حر أيضا في قبول أو رفض أو التفاوض على السعر، ويستند التداول في السوق على الثقة بين الأطراف المشاركة. ولضمان اتخاذ المتعاملين في السوق القرارات المناسبة وإجراء عمليات الصرف في الوقت الفعلي، تعرض شاشات غرف التعامل بالصرف الأجنبي والموجودة على مستوى البنوك العاملة في مختلف المراكز المالية التغيرات الفورية التي تطرأ على أسعار العملات المختلفة وكذا أسعار الفائدة من خلال المعلومات التي تنقلها أجهزة تداول الكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أقمار صناعية تم انشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية (جمعية الاتصالات السلكية واللاسلكية ـswift، Reuters، Telerate،...).

---

[1] *لا يوجد لسوق الصرف موقع مركزي مثل البورصة حيث يتم تداول جميع العملات وتحديد أسعار صرفها، ولكن يمكن في بعض الأحيان أن تقدم البورصة المنظمة للصرف (فرانكفورت، باريس، ميلانو، لندن، زيوريخ، نيويورك) الأسعار الرسمية والمرجعية لأوامر بيع وشراء العملات الأجنبية. ومع ذلك فان سوق الصرف يمتد الى ابعد من البورصات المتخصصة فاكبر حجم للمعاملات يتم خارجها، كما أن عمليات الصرف تستمر بعد اغلاق البورصة.*

[2] *Frederic S. Mishkin , op cit, p177.*

3. وحدة العمليات:

نجد في كل مكان تقريبا أن (*FOREX*) يقوم بنفس عمليات الصرف (الطويلة و القصيرة الأجل، التحكيم، المضاربة، *swaps* ....) ـ التفاصيل لاحقا، ويستخدم نفس المنتجات وأدوات تسوية المدفوعات الدولية (التحويلات البرقية والبريدية، الشيكات والحولات المصرفية، الاعتمادات المستندية، كمبيالات الصرف الاجنبي.....)، ويحوي نفس أجهزة الكمبيوتر المتطورة والتقنيات الالكترونية. كما أن الجوانب التقنية والجهات الفاعلة في السوق تتعدى في كل مكان تقريبا ـ الشكل (1ـ2).

يشير "*Mishkin*" الى ان هذه المميزات جعلت من سوق الصرف تنافسيا لا يختلف في وظائفه عن السوق المركزي. فقد عرف حجم التعامل فيه نموا متسارعا وفقا لإحصائيات (BRI)، حيث سجل أول بيان احصائي 650 مليار دولار (أفريل 1989)، ليقفز الى 3324 مليار دولار (أفريل 2007)، ليتجاوز 4000 مليار دولار (أفريل 2010) في آخر تقرير له. ويعادل الرقم الأخير عشرة أضعاف حجم التعامل في سوق الأسهم وأربعة أضعاف في سوق السندات.

ثانيا: الجهات الفاعلية في سوق الصرف:

تعتبر البنوك التجارية، العملاء (مثل مؤسسات التجارة الدولية والمؤسسات المالية غير البنكية)، البنوك المركزية والسماسرة من أهم الفاعلين والمتعاملين في سوق الصرف[1]. كما يمكن للأفراد التدخل في السوق (كالسائح الذي يشتري عملات أجنبية عند شباك الفندق) لكنها لا تمثل إلا جزء صغير من مجموع مبادلات العملات.

1. البنوك المركزية:

يتمثل الدور الأساسي لتدخل البنك المركزي في سوق الصرف (بطريقة مباشرة أو غير مباشرة) تلبية لاحتياجات سياسة الدولة النقدية والتي تهدف في جانب منها الى ضمان استقرار العملة الوطنية من خلال تعديل أو تقليص تقلبات أسعار صرف العملات عند تجاوزها حدود الهوامش المحددة. كما يمكنها التدخل لإدارة احتياطاتها الدولية وتغذية حساباتها المختلفة من العملات الأجنبية. ويفرض اتجاه تدخلات

[1] *Josette Peyrard, op cit, p52.*

البنك المركزي حتمية متابعتها من قبل الفاعلين في السوق قصد معرفة أهداف السياسة الاقتصادية الكلية التي تؤثر على أسعار الصرف. وتؤثر البنوك المركزية على سعر الصرف من خلال قناتين[1]:

- قناة تغيير الأسعار النسبية للأصول المحلية والأجنبية، حيث تقوم السلطات النقدية بتعقيم شراء المواطنين للعملات الأجنبية، وذلك عن طريق قيامها بشراء السندات المحلية.
- قناة التوقعات، حيث يعتقد المتعاملون أن السلطات النقدية لديها معلومات أكثر عن تلك التي بحوزتهم حول سوق الصرف، فإنهم مباشرة بعد شعورهم بتدخلها في الاسواق يقومون بتعديل توقعاتهم حول سعر الصرف، وفقا لاتجاه تدخل الحكومة، فإذا كان التدخل في شكل شراء للعملة فإن سعر الصرف سيحقق انخفاضا.

1. **البنوك التجارية:**

تقوم سوق الصرف الأجنبي قبل كل شيء بتحويل المخاطر بين البنوك، و يمثل التعامل فيما بينها ثلثي حجم المبادلات (تمثل الأسعار المنشورة في الجرائد والشاشات الأسعار التي تتعامل بها البنوك فيما بينها)، وبعدها المؤسسات المالية غير البنكية بحوالي الربع ثم المؤسسات بحوالي 10%[2]. ونظرا لكبر حجم معاملات البنوك فيما بينها داخل سوق الصرف، فانه يمكن اعتباره سوقا بين البنوك (*Interbank market*)[3].

وتتدخل البنوك بطريقة منتظمة في سوق الصرف كوسيط لزبائنها من أجل اشباع حاجاتهم وتسوية التزاماتهم، كما يمكنها التدخل في السوق لصالحها الخاص كجزء من عمليات ادارة السيولة وتقوية حسابها، أو للإشارة الى مختلف البنوك بأسعار الصرف المنشورة داخل غرف الصرف والتي هي على استعداد بأن تشتري أو تبيع بها العملات الأجنبية. كما يمكنها التدخل عن طريق سماسرة مختصين كوسطاء.

[1] علي توفيق صادق وآخرون، ***"السياسات النقدية في الدول العربية"***، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، سلسلة بحوث ومناقشات،حلقات العمل، أبو ظبي، العدد02، 1996، ص27.

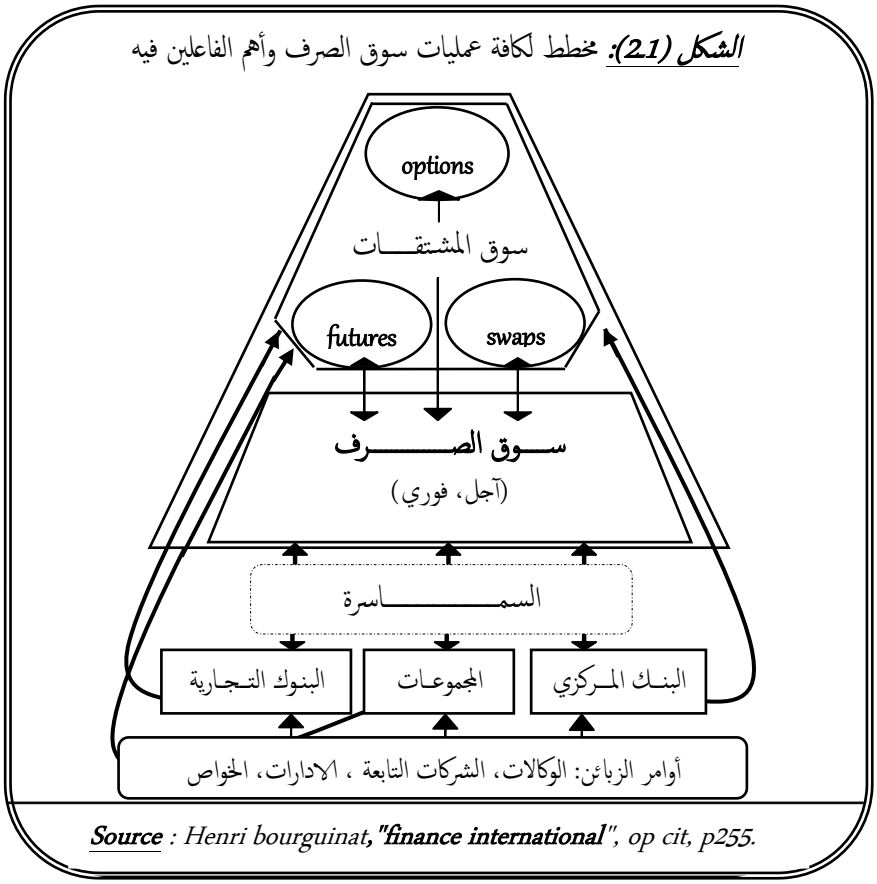
[2] *Frederic S. Mishkin , op cit, p596.*

[3] *Dominique Plihon, op cit, p7.*

2. **السماسرة:**

يعتبر سماسرة الصرف وسطاء فاعلين لا يتدخلون لصالحهم الخاص، بل يقومون بإبلاغ مختلف المتعاملين بالمعلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء دون اجبارهم على تنفيذ القرار، وكذا العمل على تجميع الأوامر (شراء/بيع) لصالح مختلف العملاء والتفاوض بينهم حول عمليات النقد الأجنبي. و في العادة هناك سماسرة معتمدين في مختلف الاسواق المالية ويحصلون على رواتبهم من عمولات السمسرة التي يتقاضونها مقابل تسوية المعاملات والتي تعتمد على خبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وحجم المخاطر التي تنجم ربما عن عمليات الصرف.

الشكل (2.1): مخطط لكافة عمليات سوق الصرف وأهم الفاعلين فيه



Source : Henri bourguinat, "finance international", op cit, p255.

3. **العملاء:**

- **المؤسسات التجارية:** تأتي مشاركة بعض المؤسسات التجارية في سوق الصرف نتيجة نشاطها في كثير من الدول الأجنبية، والذي يفرض عليها غالبا تلقي مقبوضات من عملائها أو تسديد التزاماتهم بعملات غير عملة بلدها الأصلي، وقد تقوم بذلك مباشرة أو عبر المصارف أو المؤسسات المالية.

- **المؤسسات المالية غير المصرفية:** نجد من بينها المؤسسات المالية غير البنكية، الفروع المالية للمجموعات الصناعية، صناديق المعاشات والتقاعد، شركات التأمين، شركات تسيير الأصول،... التي أصبحت تقدم خدمات متعلقة بالمعاملات بعملات أجنبية كانت تقدمها البنوك، ويعود سبب انتقال هذا الدور الى ظهور الاختلال في الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة في كل من اليابان، بريطانيا، الو.م.أ.

ثالثا: وظائف سوق الصرف:

تعد عملية تحويل القدرة الشرائية لعملة بلد معين الى بلد آخر، و توفير الائتمان لتسوية المدفوعات الدولية وكذا تقديم التسهيلات لتغطية مخاطر الصرف من أهم وظائف سوق الصرف الأجنبي[1].

1. **تحويل القدرة الشرائية لعملة بلد معين الى بلد آخر:**

لاستيضاح آلية عملية تحويل القدرة الشرائية نفترض أن شركة امريكية تبيع الكمبيوترات (المصدر) لشركة بريطانية (مستورد)، وترغب الشركة الامريكية في الحصول على USD (عملة المصدر) بينما لدى المستورد الانكليزي GBP (عملة المستورد) فقط، لذا يجب ان يتم استبدال GBP بـ USD لتتم عملية التسوية. وتولد عملية تدفق السلع و الخدمات من امريكا الى انكلترا عرضا من GBP وطلبا على USD، أي أن صادرات أمريكا تتطلب تحويلGBP (أو اي عملة أخرى تقترن ببلد المستورد) الى USD، فتولد عرضا من GBP وطلبا على USD. أما الواردات الامريكية فتتطلب تحويل USD الى GBP (أو عملات اجنبية أخرى تقترن ببلد المصدر)، فتولد طلبا على GBP وعرضا لـ USD.

2. **توفير الائتمان لتسوية المدفوعات الدولية:**

تقتضي حتمية التبادل الدولي توفير الائتمان لتسوية المعاملات والمدفوعات الدولية[2]، وهذا ما تقوم به سوق الصرف. وبما أن عملية تدفق السلع بين البائع والمشتري تأخذ مدة، لابد من جهة تمول عملية التبادل، وما على المستورد الا ان يطالع النشرات اليومية لسعر صرف عملة المستورد مقابل العملة المحلية ويقوم اما بعملية التسوية المباشرة عن طريق الدفع الفوري للمصدر، واذا وفر المصدر حسابا

---

[1] *Alain siaens, op cit, p258.*

[2] هزاع مفلح، *"التمويل الدولي"*، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب كلية الاقتصاد 2007، ص 282، 283.

مفتوحا للمستورد مقابل استلام وعد بالدفع خلال مدة محددة (غالبا ثلاثة اشهر) لكي يتمكن المستورد من بيع البضاعة ودفع قيمة المستوردات عند الاستحقاق، فان المصدر هو الذي يقوم بعملية التمويل.

3. **توفير التسهيلات لتغطية مخاطر الصرف:**

إن ندرة عملية تسوية المعاملات عن طريق الدفع الفوري بين الأعوان الاقتصادية (أي توجد مهلة للدفع)، وكذا عدم الاستقرار النقدي، يترجم لنا التعرض لخطر الصرف. و بوجود هذا الخطر هناك موقفين محتملين: إما بحث العون الاقتصادي عن التغطية من هذا الخطر، أو التعرض له بقصد تحقيق ربح أي المضاربة والتي سنقوم بشرحها في الفقرة المتعلقة بمختلف العمليات التي يقوم بها سوق الصرف.

أسعار السلع اليابانية مقارنة بالسلع الأمريكية، وبالتالي رغبة الأمريكيين في شراء المزيد من السلع اليابانية، والذي سيؤدي بدوره الى زيادة عرض USD، وهذا هو سبب ميل منحنى العرض الى أعلى.

المطلب الثاني: آلية تحديد سعر الصرف الأجنبي

يتوقف سعر الصرف شأنه شأن أثمان السلع المادية الأخرى على القوى المتصلة بالعرض والطلب عليه. وهنا يمكننا الاستعانة بتحليل منحنيي العرض و الطلب على USD بالشكل(4). و الذي يظهر في المعاملات التجارية مع اليابان (تبادل تجاري ثنائي) في المثال التالي لتوضيح كيفية قيام الأسواق بتحديد سعر صرف العملات الأجنبية.

. تحليل قوى العرض السوقية:

تنشأ أساسا عملية عرض USD (طلب على JPY) في سوق الصرف للأغراض الرئيسية التالية:

1. حاجة الأمريكيين JPY لشراء السلع والخدمات اليابانية، وكذا الأصول المالية أو لأغراض الاستثمار المباشر;
2. وكذا تجنبا للخسارة أو رغبة في تحقيق الربح الذي يمكن أن يحدث نتيجة التغيرات في سعر الصرف.

في الشكل (3) يمثل المحور الرأسي سعر الصرف المحدد (e) والمقاس بالتسعير المباشر - *USD/* JPY. ومن ناحية أخرى يوضح المحور الافقي كمية USD التي يتم بيعها وشراؤها في سوق الصرف الأجنبي.

ويمثل منحنى SS المائل لأعلى عرض USD، حيث يشير الميل الى اعلى الا انه كلما ارتفع سعر الصرف، ازداد عدد وحدات JPY التي يمكن شراؤها مقابل كل USD واحد. ويعني (بافتراض ثبات باقي المتغيرات) هبوط أسعار السلع اليابانية مقارنة بالسلع الأمريكية، وبالتالي رغبة الأمريكيين في شراء المزيد من السلع اليابانية، الذي سيؤدي بدوره الى زيادة عرض USD، وهذا هو سبب ميل منحنى العرض الى أعلى.

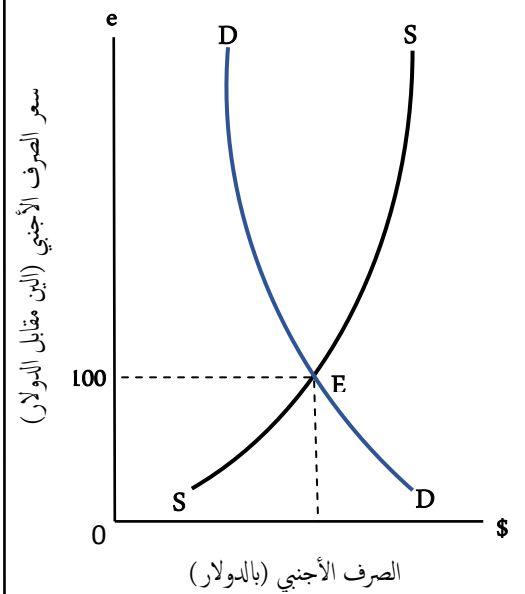
. تحليل قوى الطلب السوقية: يحدث الطلب على USD (عرض JPY) والممثل في الشكل (3) من خلال منحنى الطلب DD للصرف الأجنبي لـ USD لنفس الأسباب:

1. رغبة الأجانب في دفع التزاماتهم مقابل مشترياتهم من السلع والخدمات الأمريكية، الأصول المالية أو لأغراض الاستثمار الأجنبي في الولايات المتحدة;
2. كما يمكن أن توفر المضاربة ونشاطات التغطية مصدرا للعملات الأجنبية.

يشير منحنى الطلب المائل الى أسفل في الشكل (3) الى أنه بانخفاض قيمة USD (أي ارتفاع قيمة JPY) سيرغب اليابانيون في شراء المزيد من السلع والخدمات و الاستثمارات الأمريكية، وهو ما يؤدي لارتفاع الطلب على USD في سوق الصرف الأجنبي.

وهكذا نفهم أن قوى السوق هي المسؤولة عن تحرك سعر الصرف الأجنبي الى أعلى أو أسفل لموازنة العرض و الطلب، ويستقر السعر عند الوصول لمستوى التوازن (أي المعدل الذي يتوازن عنده كم USD المرغوب في شرائه مع الكم المراد بيعه). ويمكننا القول أن **سعر صرف عملة ما يتحدد وفقا لتوازن كل من العرض والطلب على الصرف الأجنبي لها** دون ميل الى أعلى أو أسفل و الموضح في النقطة E في الشكل (3.1).

الشكل (3.1): منحنى تحديـــــد سعر الصرف



تكمن المشتريات من السلع والخدمات والأصول المالية خلف العرض والطلب على العملة الأجنبية، حيث تحفز رغبة اليابانيين في شراء السلع والاستثمارات الأمريكية الطلب على USD. أما عرض USD فيأتي نتيجة رغبة الأمريكيين في شراء السلع والأصول اليابانية. ويتحقق التوازن عند E. وإذا ما ارتفع سعر الصرف عن E، فينتج عرض زائد لـUSD. فاذا لم تقم الحكومة بشراء فوائض العرض من خلال الاحتياطي الرسمي، ستدفع قوى السوق بسعر الصرف الأجنبي للخلف لموازنة كل من العرض والطلب عند.

وبالنظر الى أسواق الصرف الأجنبية الفعلية أين توجد العديد من العملات المختلقة، يتحتم علينا ايجاد عرض وطلب كافة تلك العملات. وفي ظل عالمنا الذي يضم دولا عديدة فان عمليات التجارة والصرف متعددة الجوانب هي التي تحدد المنظومة المتكاملة لأسعار الصرف الأجنبي[1].

ان تحديد سعر الصرف الأمثل لعملة ما يتأثر بتركيبة واسعة من المتغيرات التي تجعل من حالة السوق الحرة حالة غير واقعية (خاصة الدول التي تعاني مشاكل في توفير النقد الأجنبي). وإذا وضعنا الأحداث السياسية، والعسكرية والطبيعية جانبا، فان أهم المتغيرات التفسيرية والمؤثرة على جانبي العرض والطلب للصرف الأجنبي يمكن تقسيمها الى مجموعتين[2] (التفاصيل لاحقا في الفصل 2):

1. **المجموعة الأولى**: تؤثر على أسعار الصرف بين عملتين على المدى الطويل، وتعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية (ppp) احدى النظريات التي ناقشت كيفية تحديد الأسعار على المدى الطويل والتي تفترض أن سعر العملة بين دولتين يتم تعديله ليعكس التغير في مستويات الأسعار بينهما. كما أن هناك عوامل أخرى تؤثر في تحديد أسعار الصرف على المدى البعيد والتي نذكر منها: مستويات الاسعار النسبية، التعريفات الجمركية، نظام الحصص، تفضيلات السلع المحلية مقابل السلع الأجنبية وإنتاجية الدولة.

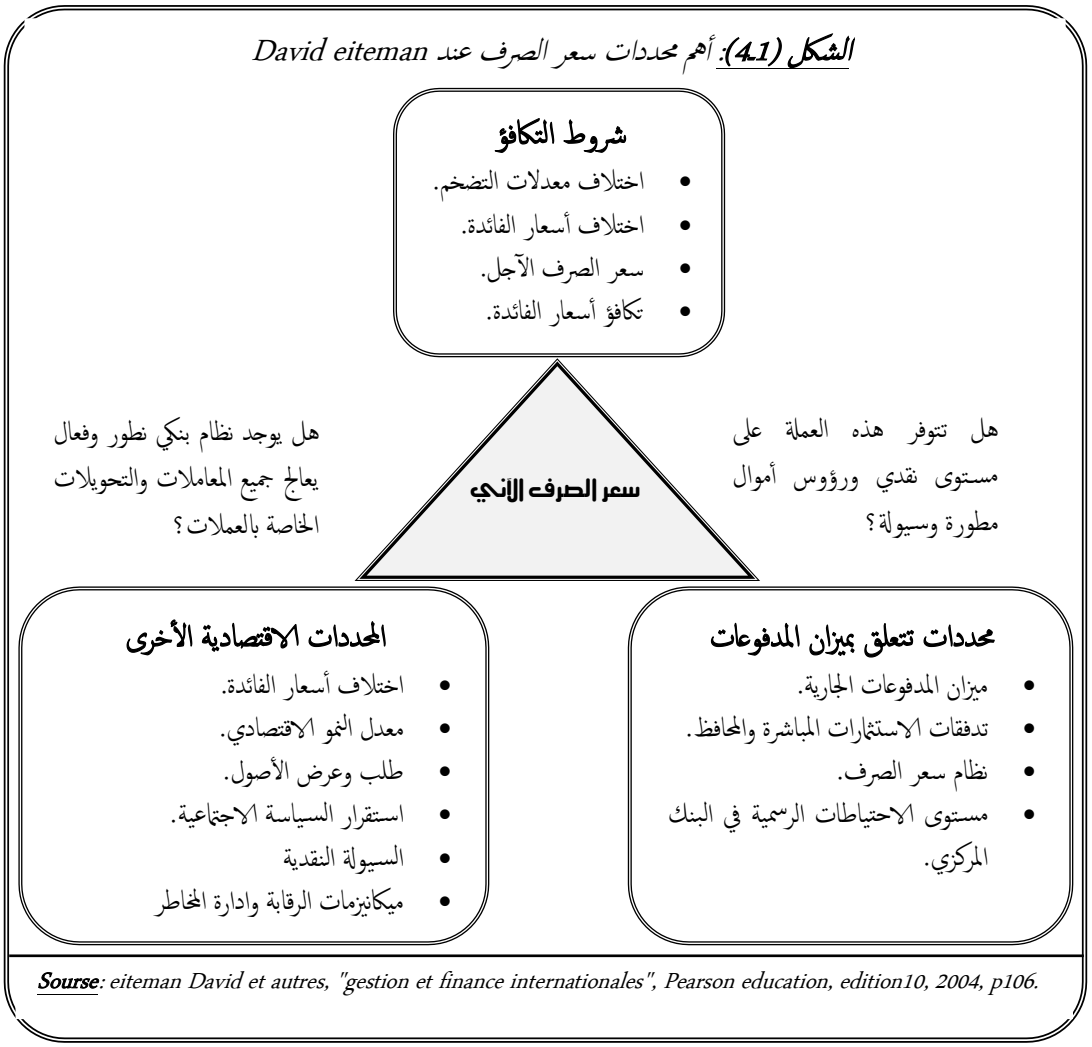
[1] *Paul A. samuelson ,william D .nordhaus, op cit, p 679.*

[2] *Frederic S. Mishkin , op cit, p180 to 183.*

2. **المجموعة الثانية:** هي مجموعة العوامل المؤثرة على أسعار الصرف على المدى القصير، واحدى النظريات التي ناقشت تحديد الأسعار على المدى القصير هي نظرية تعادل أسعار الفائدة التي تفترض أن العائد المتوقع من الودائع المحلية يساوي العائد المتوقع على الودائع الأجنبية، وبالتالي فان أي عامل يؤثر على عائد الودائع المحلية، سيؤدي الى تغيرات في أسعار الصرف مثل أسعار الفائدة على الودائع المحلية والأجنبية.

يمثل الشكل (4) العوامل الكلية المؤثرة على اسعار الصرف التوازنية حددها *"Eiteman"* في ثلاث مجموعات: تركز الأولى على شروط التكافؤ التي تدل على المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بين الاقتصاد المحلي والأجنبي، والمجموعة الثانية على العناصر المتعلقة بميزان المدفوعات في حين تشمل المجموعة الثالثة باقي المتغيرات الاقتصادية.

الشكل (4.1): *أهم محددات سعر الصرف عند David eiteman*



Sourse*: eiteman David et autres, "gestion et finance internationales", Pearson education, edition10, 2004, p106.*

المطلب الثالث: تصنيف العمليات التي تتم في سوق الصرف الأجنبي

نميز في أسواق الصرف بين نوعين من المعاملات[1]: المعاملات التقليدية في سوق ما بين البنوك و تشمل المعاملات الفورية والآجلة، والتي تستحوذ على 37% من اجمالي معاملات الصرف الأجنبي والتي بلغت 4000 مليار دولار تم تسجيلها خلال سنة 2010 وفقا لإحصاءات بنك التسويات الدولية BRI ، في حين تغطي العقود المشتقة 63% التي تضم كلا من العقود المستقبلية،عقود الخيار ومقايضات العملة.

أولا: المعاملات التقليدية:

1. **أسواق الصرف الفورية** *(spot exchange market)*

تمثل في الأساس سوق مابين البنوك التي تلعب الدور الفاعل فيها، حيث يتم تبادل عروض وطلبات العملات الأجنبية، وتسوية المعاملات (تحدد شروط التبادل من السعر والكمية يوم عقد الصفقة) بحدود يومين (j+2) من اليوم الذي تمت فيه الصفقة[2]. وعادة مايتم التعامل في الأسواق الحاضرة لعدة أسباب أهمها:

- المقاصة التي تقوم بها البنوك لتمويل عمليات الاستيراد والتصدير من خلال تسوية المبالغ الدائنة والمدينة بالعملة التي يريدها المتعاملون.
- المراجحة الفورية التي يستغل الأعوان الاقتصادية من خلالها انحرافات أسعار الصرف بين مختلف المراكز المالية من أجل تحقيق مكاسب، فيقومون بشراء العملة من المراكز المالية التي يكون فيها السعر منخفضا قصد اعادة بيعها فورا في المركز الذي يكون فيه السعر أكثر ارتفاعا وهكذا يبقى سعر الصرف بين عملتين متقاربا بين مختلف المراكز.
- المضاربة في السوق العاجل يمكن أن توجد في السوق العاجل عندما يقوم الأشخاص بشراء العملات التي يتوقعون ارتفاع قيمتها، وبيع تلك التي يتوقعون انخفاض قيمتها. ولو كانت العملة ضعيفة ومقدرة الحكومة للدفاع عنها ضعيفة، يمكن أن يتوقع المضاربون ضغوطا إضافية، وذلك من

[1] Larbi Dohni, Carol Hainaut, *"Les taux de change"*, de Boeck, Bruxelles, 2004, p 17.

[2] *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, op cit, p39.*

خلال بيعهم للعملة بكميات كبيرة ومبادلتها بعملات أخرى. ويشار لرأس المال قصير الأجل بالنقود الساخنة (hot mony) والتي يمكن أن تغادر الدولة لمراكز مالية أخرى، ويعتقد أنها تحتوى على عملات قوية ومرغوب فيها. ويتم شراء تلك العملات من قبل المضاربين[1].

2. **أسواق الصرف الآجلة** (*forward market exchange*):

يتم في الأسواق الآجلة الاتفاق الحالي على أوامر (شراء/بيع) الصرف الأجنبي بناءا على شروط محددة (السعر، الكمية وتاريخ التسوية الذي يتراوح بين شهر الى ستة أشهر، سنة أو لعدة سنوات) يوم عقد الصفقة، على أن يتم التنفيذ بعد مرور يومي عمل بعد هذا اليوم[2]. ويسمى سعر الصرف في هذه الحالة بالصرف الآجل والذي يختلف عن السعر العاجل عند اتمام عملية التبادل، فاذا تم الاتفاق على سعر آجل أقل من العاجل يقال عن العملة الأجنبية أنها عند خصم آجل بالنسبة للعملة المحلية، ومن ناحية أخرى ان كان السعر الآجل أعلى من العاجل يقال أن العملة الأجنبية عند علاوة آجلة[3]. ويعود سبب استخدام العقود الآجلة الى مساعدة الجهة المصدرة (دائني العملة الأجنبية) في الحصول على ضمان بالعملة المحلية مقابل تسوية عملائها للمستحقات. وبالنظر للجهة المقابلة، يمكن أيضا للجهة المستوردة (مديني العملة الأجنبية) الحصول على ضمان مقابل قيمة العملة المحلية من المبلغ المستحق على دائنيه من العملات الأجنبية[4]. وتستخدم الأسواق الآجلة للقيام بثلاث عمليات رئيسية[5]:

- **التغطية** *(hedging)*: تنشأ مخاطر الصرف الأجنبي من وجود الفجوات الزمنية (lags) بين تاريخ عقد الصفقة وتاريخ التسوية والتي تشكل مصدرا لتقلبات الصرف، وبسبب حالة عدم تأكد العون الاقتصادي من التعرض للخطر (اتخاذ الوضع المفتوح يعرض لخطر الصرف) يبحث عن التغطية.

---

[1] موردخاي كريانين، تعريب: د.محمد ابراهيم منصور، د.علي مسعود عطية، **"الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"**، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007،ص 273.

[2] *Henri bourguinat, op cit, p 263.*

[3] سامي خليل، **"الاقتصاد الدولي"**، دار النهضة العربية، القاهرة 2007، ص 853.

[4] *Philippe d'arvisenet, preface de michel pebereau, "**finance internationale**", 2^e edition, DUNOD, paris 2008, p16.*

[5] سي بول هالـــوود، رونـــالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

- **المضاربة** *(speculation)*: تمثل المضاربة الموقف المحتمل الثاني للعون الاقتصادي في حالة عدم التأكد بسبب خطر الصرف، ونعرف على أنها التعرض الارادي وعن قصد لخطر الصرف بهدف تحقيق ربح. فالمضاربة إذن عكس التغطية لأن المضارب يكون مقبلا وباحثا عن مخاطر الصرف الأجنبي على أمل الحصول على الربح متخذا بنفسه الوضع المفتوح بالنسبة للعملة التي يضارب عليها[1]. وبالتحديد فإن المضاربين يتخذون مواقف قصيرة (short position) عندما يقومون ببيع العملة الأجنبية مستقبلا مع عدم امتلاكهم لتلك الكمية في نفس الوقت، في ظل التوقع بشرائها بسعر صرف عاجل أقل عندما يحين وقت تنفيذ العقد. ويقال إن المضاربين اتخذوا موقفا طويلا (long position) عندما يشترون العملة الأجنبية مستقبلا من غير التزامهم بتوفير مبيعات عاجلة عند وقت التسليم، وعند هذا الوقت سوف يحققون أرباحا[2].
- **المراجحة الآجلة** *(arbitrage)*: تقوم عمليات التحكيم الآجلة على صفة عدم الكمال التي تتميز به أسواق الصرف، حيث يقوم العون الاقتصادي بشراء العملة الأجنبية في السوق الحاضرة والبيع في السوق اللآجلة بشكل متزامن، بهدف توزيع الأموال بين مختلف المراكز المالية من أجل تحقيق أعلى معدل عائد ممكن، وتجنب المخاطر في نفس الوقت. فعندما يكون لدينا عملتين ومركزين نقديين داخلين في عملية التحكيم فإننا أمام عملية تحكيم ثنائي، وعندما يكون هناك ثلاث عملات وثلاث مراكز نقدية داخلة في عملية التحكيم فإنه يكون لدينا عملية تحكيم ثلاثية، ورغم أن هذه الأخيرة غير شائعة فإنها تعمل بنفس الطريقة لتحقيق سعر صرف تبادلي مناسب غير مباشر بين ثلاث عمليات في ثلاث مراكز نقدية.

ثانيا: المعاملات المشتقة *(Derivative transactions)*

اضافة الى عقود الصرف الآجل، هناك ثلاثة بدائل مشتقة حديثة تهدف الى التغطية من خطر الصرف والمضاربة فيه وتشمل: العقود المستقبلية، الخيارات وعقود المبادلات، ويتم تداولها اما في

[1] عرفان تقي الحسني، مرجع سبق ذكره، ص184.
[2] موردخاي كريانين، مرجع سبق ذكره، ص272.

البورصات المنظمة وفق شروط محددة أو في الأسواق خارج البورصات *(OTC markets)* وفق شروط قابلة للتفاوض:

1. **العقود المستقبلية***(futures)*: تشبه العقود الآجلة، فهي عقود نمطية يتم الاتفاق فيها على شراء أو بيع لكمية من أصول الصرف الأجنبي وفق شروط محددة، إلا أن الاختلاف الجوهري بينهما يكمن في أن تداول العقود الآجلة يتم بالتراضي *(OTC)*، في حين أن تداول العقود المستقبلية يتم في البورصات المنظمة من خلال مزاد علني مفتوح (*open outcry*) وفق شروط تسوية محددة.
2. **الخيارات** (*options*): هي عقود تعطي المشتري الحق وليس التعهد في شراء *(call option)* أو بيع *(put option)* كمية محددة من أصول الصرف بسعر معين (سعر الممارسة) عند الموعد المحدد (نمط أوروبي) أو قبل ذلك (نمط أمريكي). إضافة الى أنواع الخيارات المذكورة يمكن أن نميز كذلك بين الخيار القابل للتعامل الذي يكون فيه كل من المبلغ أو كمية العملات المتداولة وتاريخ التنفيذ ثابت في كل العقود، كما أن هذا النوع من المعاملات تتم في السوق المنظم، على عكس الخيار غير القابل للتعامل الذي يتم في سوق يكون فيه اجراء الصفقات بالتراضي *(OTC)*.
3. **المبادلات***(swaps)*: هي عقود يتفق فيها الطرفان بالتراضي لتبادل سلسة من الدفعات النقدية لمدة معينة من الزمن، ونميز نوعين[1]:

- **مبادلة العملة** (the currency swaps): تعتبر عملية مبادلة العملات كهندسة مالية جديدة لايجاد تسهيلات للتسليف على الصعيد الدولي، و مارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات اسعار الصرف. ويمكن تعريفها على أنها عملية بيع فورية للعملة مرتبط مع شراء آجل للعملة ذاتها ضمن عملية واحدة، أي أن الطرفين (البنوك، المؤسسات) يلتزمان بتبادل تدفقات مالية من عملتين مختلفتين وبأسعار صرف ثابتة. ففي بداية العقد يقوم الطرفان المتعاقدان بتبادل المبلغ الخاص من كلا العملتين، وسعر المقايضة فقط هو الذي سيدفع نهاية مدة العقد، حيث يمثل سعر المقايضة الذي يحدد عادة على أساس سنوي بالفرق بين السعر الفوري

[1] *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, op cit, p40.*

والآجل من خلال مبادلة العملة، وفي النهاية يقوم كلا الطرفين بتسديد أصل المبلغ في نهاية مدة عقد المقايضة.

تقوم عملية المقايضة بمجموعة من الفوائد من أهمها[1]: تخفيض تكاليف الاستدانة مع الحماية من خطر الصرف، وكذا تمكن المؤسسات من دخول واستعمال أسواق ليست سهلة الوصل.

- The swaps treasury: تعتبر هذه العقود كعمليات على المدى القصير، حيث تتعامل بها البنوك كأداة للتغطية من خطر الصرف، حيث تتمثل هذه العقود في عملية التبادل بين طرفين (خاصة البنوك) لمبلغ معطى من الصرف الأجنبي وبسعر صرف فوري، مع الالتزام بإجراء العملية المعاكسة في تاريخ لاحق وبسعر صرف معروف من البداية.

المبحث الثالث: أنظمة الصرف الأجنبي

لقد شهدت حقبة التسعينيات تعاقب العديد من الأزمات المتعلقة بالتمويل الدولي في مختلف أرجاء العالم*، ورغم النجاح النسبي لبعض الدول (الولايات المتحدة مثلا) في تجنب معظم عواقبها، إلا أن حالات عدم الاستقرار المالي، النقدي والاقتصادي التي ميزت تلك الفترة قد سلطت الضوء بشكل لافت على حتمية وجود نظام نقدي دولي سليم الأداء يكون اطارا مؤسسيا للتبادل الدولي. فأضحت عملية اختياره تحتل اهتماما بارزا لدى الدول لما له من أهمية تضمنتها دراسة قام بها الاقتصادي "*Robert Solomon*" نوجزها فيما يلي:

"يعتبر نظام النقد الدولي من الأمور المسلم بها، فإذا اختل أداؤه أفسد على الناس حياتهم، فالنظام النقدي جيد الأداء يؤدي الى تيسير التجارة والاستثمار الدولي وسرعة التأقلم مع التغيرات الطارئة. أما النظام النقدي سيئ الأداء، فهو لا يعرقل عمليات تطوير التجارة والاستثمارات بين الدول فحسب، وإنما قد يعرض اقتصاديات الدول للصدمات العنيفة، نتيجة تعطل عمليات الضبط الضرورية لإحداث التغيرات اللازمة أو تقلصها".

ويشير مصطلح النظام النقدي الدولي الى المؤسسات التي يتم تحت مظلتها تحويل مدفوعات العمليات التجارية التي تتخطى الاطار المحلي، فهو يقوم خصيصا بتحديد طريقة وضع أسعار الصرف

[1] *Dominique Plihon, op cit, p29.*

الأجنبي، وكيفية تدخل الحكومات للتأثير على أسعار الصرف[1]. وقد عرف محطات عدة في تطوره، بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم الى النظام العائم، ويرتبط هذا التعدد أساسا بتعدد أنظمة الصرف. إلا أن جميعها يهدف في أساسه الى تحديد سلوك أسعار الصرف. ويمكن بذلك تقسيم نظم الصرف في العالم الى نظم ثابتة و أخرى عائمة، وتتوزع بينهما أشكال وسيطة، حيث يرتبط هذا التعدد أساسا باختلاف القواعد النقدية (Standard monetary).

المطلب الأول: النظام النقدي الدولي و تطور أنظمة الصرف... رؤية تاريخية

1. نظام تثبيت أسعار الصرف (النظام النقدي الدولي قبل 1973):

1.1 قاعدة الذهب مابين 1870 حتى 1933:

سادت خلال هذه الفترة فلسفة الحرية الاقتصادية التي تؤمن بكفاءة جهاز السوق في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد وتصحيح الاختلالات (*آلية الضبط الدولية Hume*)[2]. وكانت بريطانيا آنذاك قوة اقتصادية في محيط العلاقات الاقتصادية الدولية ففرضت نظامها النقدي المرتكز على قاعدة الذهب التي أرست قواعد نظام الصرف الثابت، والتي تقوم على أساس ربط قيمة عملة البلد بوزن محدد من الذهب والذي يحدد معدل صرف العملات لبعضها البعض على أساس وزنها من الذهب. وقد عرفت هذه القاعدة شكلين مختلفين:

- **قاعدة الذهب التقليدية** (*gold standard*): يتم في اطار هذا التنظيم النقدي تداول النقد في شكل مسكوكات (قطعة لها شكل وعيار معين) على المستوى الداخلي، في حين يستخدم الذهب على المستوى الخارجي كوسيلة للمدفوعات في تسوية مختلف الالتزامات.
- **قاعدة الصرف بالحوالات الذهبية** (*Gold exchange standard*): تم العودة الى قاعدة الذهب في صورة الحوالات الذهبية بعد ح.ع1، وكان ذلك في اطار مؤتمر"Genes 1922" حيث تقرر على البلدان التي تملك إحتياطات ذهبية كافية السير على قاعدة الحوالات في التداول المحلي،

*أوروبا (1991 ـ 1992)، المكسيك وأمريكا اللاتينية (1994 ـ 1995)، شرق آسيا وروسيا (1997 ـ 1998).

[1] *Paul A. samuelson ,william D .nordhaus, op cit, p679.*

[2] *قام الاقتصادي الكلاسيكي David Hume بتوضيح كيف يمكن أن يؤدي اختلال ميزان المدفوعات بصورة تلقائية الى تعديلات موازنة في ظل قاعدة الذهب. وتمثلت نتائج لـ Hume ذات الخطوات الأربع في أن تحركات الذهب تؤدي الى تغير عرض النقود ومستوى السعر.*

واقتصار التعامل بالذهب على المستوى الخارجي. أما التي ليس لها احتياطات مناسبة تتبع قاعدة الصرف بالذهب بحيث يتم مبادلة العملة الورقية بعملة أجنبية قابلة للتحويل ذهبا (ارتباط غير مباشر بالذهب)، فتقوم العملة القابلة للتحويل ذهبا بدور الوسيط الذي يشترط فيه عدم خضوعه لأي قيد. و بعد انتهاء ح.ع.2 جرى تغير محسوس في نظام المدفوعات الدولية بالانتقال الى نظام معدل لقاعدة الحوالات الذهبية، فبخروج الو.م. أ كقوة اقتصادية من حيث وزنها في محيط العلاقات الاقتصادية الدولية أصبحت و بريطانيا الأساس الذي تستند عليه هذه القاعدة بقابلية تحويل الدولار والإسترليني الى ذهب بناء على طلب الحكومات الأجنبية التي تملك حوالات دولاريه أو استرلينية[1].

بوادر انهيار قاعدة الذهب كانت بعد ح.ع.1 في شكلها التقليدي حيث تقلصت العلاقات التجارية بين الدول، وانخفضت صادرات الذهب وقيدت حركة رؤوس الأموال. ورغم كل ما تميزت به في عملها على استقرار الأسعار على المستويين الداخلي و الخارجي، ومنح الثقة في القيمة الداخلية للعملة نظرا للارتباط الوثيق بين قيمتها النقدية وغطائها الذهبي، فقد تم التخلي عنها تماما تزامنا مع فوضى في المخطط النقدي الدولي التي عرفتها فترة مابين الحربين، وكذا بداية التدخل المحسوس للدولة في النشاط الاقتصادي وتطور سياسة الحمائية بعد أزمة الكساد 1929 (أين أعلنت بريطانيا خروجها عن نظام قاعدة الذهب وتبعتها الو.م.أ بعد 1931)، فقامت العديد من الدول بوضع السياسات الاقتصادية والمالية لمواجهة الأزمات بفرض القيود على المعاملات الخارجية وكذا اعادة تقييم عملاتها بغرض المنافسة التصديرية وعلاج العجز في موازين مدفوعاتها[2].

2.1 نظام Bretton woods وأسعار الصرف القابلة للتعديل مابين 1944 وحتى 1973:

ما ان انتهت ح,ع.2 حتى بدأت عمليات التعمير والتنمية في أووبا و بعض الدول المتخلفة، حيث أدركت هذه الأخيرة أن الاحتفاظ بالذهب والعملات الأجنبية ينطوي على نفقة كبيرة للفرصة البديلة (***opportunity cost***)، فبدا واضحا أنه يمكن استخدامها في تمويل شراء الآلات والمعدات الانتاجية اللازمة لعمليات التعمير والتنمية أو لتمويل الزيادة في الواردات التي نشأت اليها الحاجة بسبب موجات

[1] رمزي زكي، "***الاحتياطات الدولية والازمة الاقتصادية في الدول النامية***"، دار المستقبل العربي، القاهرة 1994، ص 56.

[2] *Josette Peyrard, op cit, p 6 - 7.*

التضخم التي سادت معظم الدول في أعقاب الحرب[1]. وبدأ عدد كبير من الدول يسحب من هذه الاحتياطات لأغراض تمويلية، وجاء على اثرها خلل في حركات رؤوس الأموال وفوضى في المضاربات أخلت بالقواعد التي كان يمثلها توازن المدفوعات الدولية في ظل قاعدة الذهب.

وبدلا من النظام القديم استحدث نظام "***Bretton woods***" في ظل القيادة الفكرية لكل من (***J-M Keynes***) و (***H-D White***) والتي عقدت العزم على تفادي تكرار حالة الفوضى الاقتصادية التي أفرزتها الصرامة البالغة لقاعدة الذهب بحيث أدت الى تعميق الدورات الاقتصادية وإطالة أمدها[2]، واجتمعت الدول عام 1944 في مدينة بريتن وودز عاصمة نيوهامبشير حيث تم التوقيع على اتفاقية تمخضت عن ظهور المؤسسات الاقتصادية الرائدة (الصندوق النقدي الدولي، البنك الدولي للانشاء والتعمير) والتي واصلت دورها الحيوي رغم التغيرات التي طرأت على شروط تلك الاتفاقية، والإجماع على نظام يقوم بتوجيه العمليات المالية الدولية.

يتمثل الفرق الجوهري بين نظام"***Bretton woods***"والنظام القديم لقاعدة الذهب في وجود خاصية المرونة وقابلية ضبط أسعار الصرف عند حدوث اختلال في التوازن. حيث ابتكر نظام ثبات أسعار الصرف مع مرونتها وقابليتها للضبط والتعديل والتقلب في حدود ضيقة على جانبي قيمة التعادل **(1%)**، فسعر التعادل لكل عملة يتحدد وفقا لكل من الدولار والذهب، إلا أن طريقة تحديد أسعار صرف العملات فيما بينها استمرت كما كانت في ظل قاعدة الذهب. و عند انحراف العملات عن قيمتها الأساسية يمكن تغيير سعر التعادل و ضبطه.

مع ارساء قواعد الصرف الثابت القابل للضبط، كان هدف صناع القرار في" ***Bretton woods***"الوصول لأفضل حل لكل الأطراف، من جهة يمكن الحفاظ على الاستقرار الذي تتمتع به قاعدة الذهب حيث يمكن التنبؤ بأسعار الصرف من فترة لأخرى وكذا تشجيع التجارة والتدفقات المالية عن طريق التوزيع السليم للسيولة ومنح قروض طويلة الأجل، ومن جهة أخرى يمكن ادخال عمليات الضبط اللازمة من خلال مرونة أسعار الصرف.

[1] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 58.

[2] Paul A. samuelson ,william D .nordhaus, op cit, p732.

وخلال النصف الثاني من الأربعينيات وحتى النصف الأول من الستينيات كان ميزان مدفوعات الو.م.أ يحقق فائضا في مواجهة عجز موازين البلدان الأوروبية، وتدفقت أحجام كبيرة من رؤوس الأموال الامريكية (أبرزها مشروع مارشال) للدول الأوروبية، فشهدت آنذاك فترات ازدهار واضحة في غمار التعمير وإعادة البناء في سنوات ما بعد الحرب. وسرعان ما استردت دول أوروبا قوتها الاقتصادية وانتعشت[1]، وتراجع الوزن النسبي للو.م.أ التي بدأت تعاني من تقلبات حادة أبرزها العجز في ميزان المدفوعات نتيجة ارتفاع قيمة الدولار بصورة مبالغ فيها، الى جانب زيادة العجز في الميزانية جراء تمويل الحروب الفيتنامية.

وبحلول 1971 تضخم مخزون الأرصدة الدولارية السائلة بصورة هائلة الى الحد الذي واجهت فيه الحكومات صعوبات بالغة للحفاظ على أسعار التعادل الرسمية و حمايتها، واستفحلت نسبة العجز الى أكثر من 2 مليار دولار مع موجة واسعة من البطالة و ارتفاع قياسي لمعدلات التضخم، وأعلن على اثرها الرئيس نيكسون ايقاف أي التزام بتحويل احتياطات الدولار الخارجية الى ذهب حتى عند السعر الرسمي وأغلقت بالتالي أغلق رسميا ما كان يطلق عليها نافذة الذهب[2].

بصفة عامة يمكن القول أن السبب المباشر لانهيار نظام ***"Bretton woods"*** هو العجز المهول في ميزان مدفوعات الو.م.أ من سنة 1970 الى سنة 1971، بينما السبب الجوهري والأساسي يرجع الى وجود مشاكل متصلة بالسيولة وفي تسوية المدفوعات والثقة[3].

2. *أنظمة تعويم أسعار الصرف (النظام النقدي الدولي ما بعد 1973):*

أقر نظام الصرف المرن رسميا سنة 1978 في اجتماع للصندوق النقدي الدولي بجمايكا، حيث ألغي الدور النقدي للذهب وترك للمصارف المركزية المصدرة للعملات الرئيسة حرية التدخل في السوق للمحافظة على استقرار أسعار صرف عملاتها. إلا أن بوادر تبني النظام كانت بعد سقوط Bretton " woods"من خلال محاولات مابين 1971 ـ 1973 للانتقال الى قاعدة الدولار"Dollar Standard" ،

---

[1] *تبلورت قوة أوروبا الغربية آنذاك في تكوين السوق الأوروبية المشتركة 1957، وفي تكوين الاتحاد الاقتصادي الأوروبي 1958. مع تزايد الدور النسبي للين الياباني أواخر الستينات.*

[2] *هزاع مفلح، مرجع سبق ذكره، ص 81.*

[3] *لمزيد من التفصيل، أنظر: سامي خليل، "**الاقتصاد الدولي**"، مرجع سبق ذكره، ص 1303.1306.*

هذا المسعى الذي عرف باتفاقية سميثونيان و التي تعرف باتفاقية اعادة استقرار لأسعار صرف العملات و تقضي بإعادة تقييم العملات الأوروبية من خلال ربطها بالدولار مع السماح بحرية حركتها بمقدار (2.1.4%)، ورفع على اثرها سعر أونصة الذهب من 35 الى 38 $.

مع بداية 1973 غدت إعادة التقييم غير ضرورية بسبب تراكم العجز في الميزان التجاري للو.م.أ واستمرت ضغوط المضاربة بالدولار وبالنتيجة تم التوجه نحو سعر صرف معوم منذ 1973. وفي تلك الأثناء سارعت دو ل الجماعة الاوروبية بابتكار نظام النقد الأوروبي الذي بدأ العمل به في مارس 1979 من خلال اصدار عملة ECU التي تتكون من سلة من عملات هذه الدول مرجحة بأوزان نسبية معينة تحددها القوة الاقتصادية لها. ورغم النجاح النسبي الذي حققه في مجال استقرار أسعار صرف هذه العملات فيما بينها وفيما بينها وبين الدولار، إلا أن تباين طبيعة وحدة المشكلات الاقتصادية والاجتماعية فيما بينها قد عرض النظام الاقتصادي لاضطرابات شديدة بلغت ذروتها في سبتمبر 1992 و أغسطس 1993 حينما خرجت ايطاليا وبريطانيا عن النظام[1].

وفي سنة 1985 اجتمع رسميون من G5 (بريطانيا، فرنسا، ألمانيا الغربية، اليابان، و.م.أ) لتجسيد قاعدة الصرف المعوم بالدولار في فندق "بلازا" بمدينة نيويورك وأصدروا اعلانا رسميا للتدخل المشترك لتشجيع انخفاض الدولار. وقد هبط فعلا واستمر حتى 1987 مما جعل الاوروبيين يخشون على تنافسية صناعاتهم التصديرية، وأضحت عملية تعديل العجز في الميزان التجاري الامريكي صعبة، فحاول صانعوا السياسات اضافة الى كندا في لقائهم بـ "لوفر" بباريس سنة 1987 للوصول الى سعر صرف تعاوني، واتفقوا على تأمين استقرار سعر الصرف حول مستواه آنذاك، كما تأكدت في اللوفر فكرة ادارة الصرف التي أطلق عليها البعض بالتعويم غير النظيف[2].

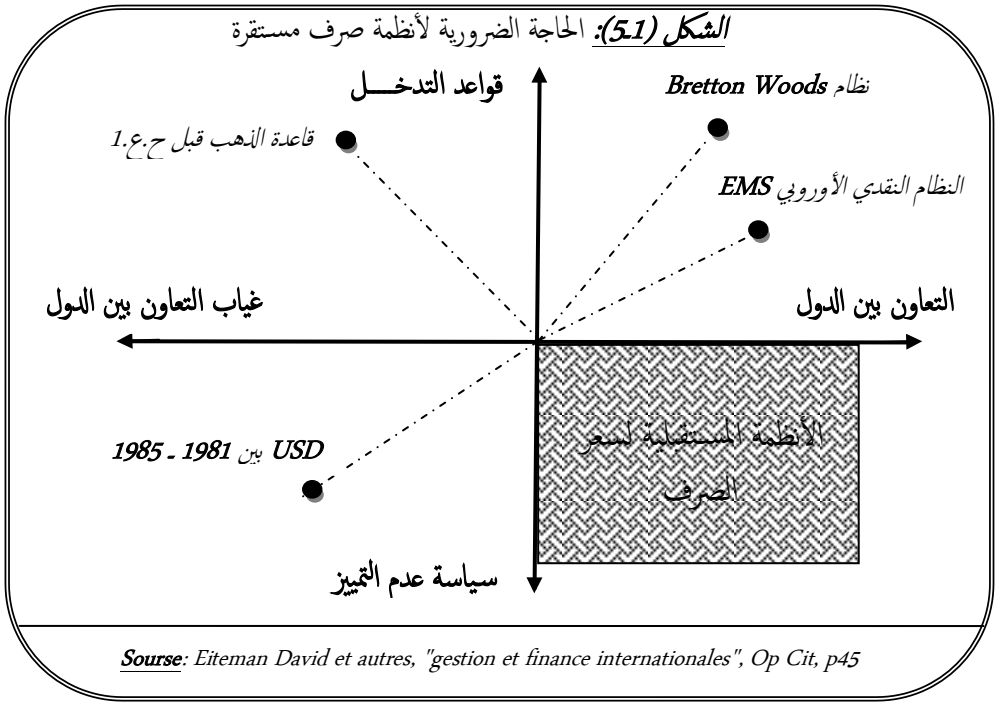
3. أنظمة الصرف في وقتنا الحاضر:

من خلال العرض السابق لمحطات تطور نظام النقد الدولي الرئيسة يمكن التمييز بين مختلف الانظمة من خلال الشكل (1.6)، حيث يمثل المحور الأفقي درجة التعاون بين الدول، ويمثل المحور العمودي قواعد

[1] رمزي زكي، مرجع سبق ذكره، ص 60،61.
[2] هزاع مفلح، مرجع سبق ذكره، ص 102.

التدخل في جزئه العلوي وسياسة عدم التمييز في جزئه السفلي، مبرزا في جانب منه شاكلة الأنظمة المستقبلية للصرف كيف هي ؟.

الشكل (1.5): الحاجة الضرورية لأنظمة صرف مستقرة



Sourse: Eiteman David et autres, "gestion et finance internationales", Op Cit, p45

و على خلاف النظام *النقدي الدولي* الموحد السابق في ظل قاعدة الذهب أو نظام **Bretton woods**، *لا يتخذ في وقتنا الحاضر شكلا معينا حيث يتجه العالم الى نظام سعر صرف جديد تتمثل سماته الرئيسة* فيمايلي[1]:

- عدم تدخل بعض الدول في ظل التعويم دون قيود بتحديد قيمة عملاتها إلا في حدود ضيقة. وقد طبقت كـل من الو.م.أ هذا النموذج على مدى معظم العقدين السابقين، وكذا أوروبا رغم حداثة نشأة *الأورو* ***(EUR)*** كعملة تداول.
- تقوم بعض الدول النامية و دول كبرى (مثل اليابان، كندا) في ظل الصرف الموجه وإن كان مرن،ببيع عملتهـا أو شرائها لتقليص تأثير تقلبات العملة، اضافة الى التدخل بشكل منظم لتوجيهها نحو مستوى ملائم.
- تقوم دول صغيرة اليوم بربط عملاتها بأخرى رئيسية أو سلة من العملات في ظل الصرف الثابت، وفي بعض الأحيان تسمح بالانسياب بسلاسة في ظل الدفع الزاحف لأعلى أو أسفل. وهناك

[1] *Paul A. samuelson ,william D .nordhaus, Op Cit, p* 682.

عدد قليل من الدول تملك القدرة على التحديد الصارم لعملتها من خلال مجلس ادارة البنك المسؤول عن تحديد سعر الصرف.

- اضافة الى ذلك تميل كافة الدول تقريبا لانتهاج سياسة التدخل سواء عندما تعتري الاسواق فوضى أو عنـد انحراف اسعار الصرف عن أساسياتها أي عندما لا تتلاءم أسعار الصرف مع مستويات السعر القائمة وتدفقات التجارة. ويبقى السؤال مطروحا كيف تختار الدول المختلفة بين هذا التعدد في الأنظمة ؟.

المطلب الثاني: الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف وآلية الانتقال بين الأنظمة

أولا: الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف

احتلت الاسهامات المختلفة التي قامت بوضع تصنيفات عديدة لأنظمة الصرف الدولية أهمية لافتة في الاقتصاد النقدي الدولي. التي نذكر من أبرزها[1]: تصنيفات*IMF (1950 ـ 1998)*، *"Hybride - Ghosh"* 1997، *"Lys"* 1999، التصنيفات الطبيعية "Reinhart - Rogoff" 2002، فرضية الركن *"Barry Eichengreen"*، "Latter[2]" 1996. وتعتبر تصنيفات"Frankel"1999 الحديثة الأكثر تداولا بين الأكاديميين، لخصها في الجدول (2) الذي يتضمن قائمة تحوي تسع ترتيبات سائدة اليوم، مرتبة من الأعلى الى الأسفل حسب درجة الثبات.

الجدول (1ـ 2): *الترتيبات الحديثة لأنظمة الصرف الأجنبي* **"Frankel"**

الترتيبات الثابتة	الترتيبات الوسيطة	الترتيبات العائمة
◆ اتحادات العملة	◆ الربط القابل للتعديل	◆ أسعار الصرف العائمة الموجهة
◆ مجالس العملة	◆ الربط المتحرك	◆ أسعار الصرف العائمة الحرة
◆ الثابتة بحق	◆ الربط بسلة من العملات	
	◆ المناطق المستهدفة	

*Source : Jeffrey A. Frankel, **"no single currency regime is right for all countries or at all times"**, NBER, Cambridge, WP September 1999, p2 to 5.*

[1] *Plus détails, Sfia Mohamed Daly, **"le chois du régime de change pour les économies émergentes"**, MPRA, Tunis, May 2007.*

[2] *More details, Tony Latter, **"the choice of exchange rate regime"**, issued the centre for central banking studies bank of England, 1996, p8 to 12.*

- **الترتيبات الثابتة:** و تتضمن الترتيبات الثابتة:

1. **الثـــابتة بحق:** التي تنطوي على ربط العملة المحلية على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو سلة تضم عملات شركاء البلد التجاريين والماليين، مع اعطائها أوزانا ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي لمختلف أشكال التدفقات، فيكون السعر المركزي قابلا للإلغاء مثل ما يتم العمل به بمنطقة الفرنك للجماعة المالية الافريقية. حيث يسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm$ **1** % حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره **2** % لمدة ثلاثة أشهر على الأقل. وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت من حلال التدخل المباشر (بيع/شراء النقد الأجنبي في/من السوق) أو التدخل غير المباشر (الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي، أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسة النقدية ضمن هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الاستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات مجالس العملة واتحادات العملة، لأنها تستمر بالسماح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف ضمن حدود التقلب الضيقة.

2. **مجالس العملة:** هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الاصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعود تبني هذا النوع من الأنظمة الى فترة انتشار أقاليم المستعمرات خلال النصف الأول من القرن العشرين، حيث انتهى العمل به عندما تم التخلي عن النظم الاستعمارية. وهو نظام يجمع بين ثلاثة عناصر[1]:

- سعر الصرف المثبت غالبا ما تكون عملة التثبيت الدولار الأمريكي، فيتوقف اختيار العملة التي يتم على أساسها التثبيت على مدى قوة وضعف العملة المختارة ودرجة استخدامها على النطاق الدولي؛
- عدم اصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماما بالأصول الأجنبية، حيث تستحوذ فيها السلطات النقدية على **100%** من الاحتياطات بالعملة الأجنبية مقابل القاعدة النقدية؛

[1] تشالز اينوخ، وآن ماري جولدي، ***"هل مجالس العملة علاج لكل مشكلة نقدية؟"***، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، ديسمبر 1998، ص40.

- الالتزام طويل الأجل في هذا الترتيب، الذي كثيرا ما يتم تحديده بصورة مباشرة في قانون البنك المركزي.

3. **اتحادات العملة [اسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة]:** يتداول فيه الدول الأعضاء نفس العملة القانونية سواء عملة بلد آخر أو عملة بلد عضو في الاتحاد النقدي أو يشترك الأعضاء في عملة قانونية موحدة، وبهذا تتخلى السلطات النقدية على كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.

- **الترتيبات العائمة:** تتضمن الترتيبات العائمة:

1. **التعويـــــم الحر:** حيث يترك هذا النظام الحرية لقوى سوق الصرف في تحقيق التوازن التلقائي الذي يحدد سعر الصرف دون تحديد مستوى معين له، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استنسابي ولا يحدث بشكل متكرر وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون الانحرافات المفرطة التي تسببها المضاربات المبالغ فيها بهدف تعزيز قوى السوق في تحديد سعر الصرف.

2. **التعويم الموجه:** حيث تسعى السلطات النقدية الى التأثير بتواتر على سعر الصرف دون هدف معين سلفا لهذا التأثير. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف: مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطات الدولية و تطورات السوق الموازية[1]. و لا يجوز أن تكون التعديلات تلقائية، فالهدف هو الحفاظ على تغيرات سعر الصرف عند حدود مقبولة يتم تصميمها لتفادي التقلبات الحادة فيه بشكل مباشر (بيع العملات الأجنبية وشراءها) أو غير مباشر (السياسة النقدية من خلال تعديل معدلات الفائدة).

- **الترتيبات الوسيطة:** إن الحل الأوسط الذي يقع بين النقيضين هو الترتيبات الوسيطة والتي تشمل:

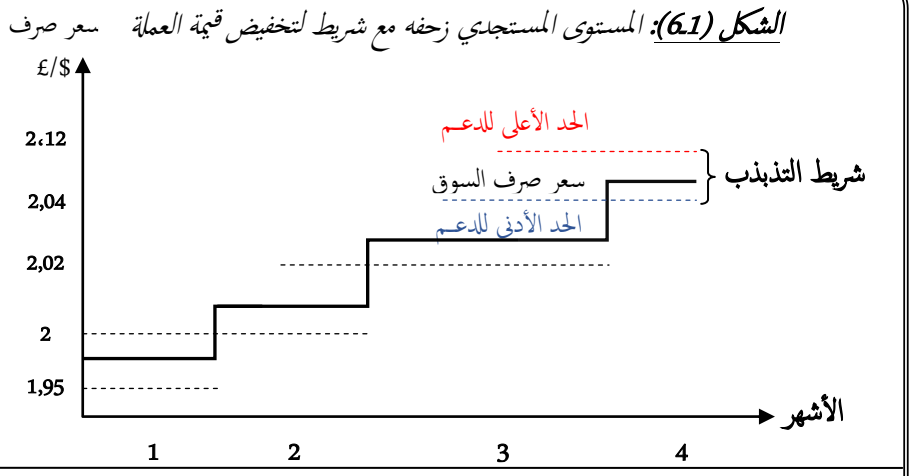
[1] *روبا دوتاغوبتا، غيلدا فرناندیز، وسیم کاراکاداغ، " التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟ "،قضايا اقتصادية دولية 38، IMF 2006، ص 4.*

1. **الربـط القابل للتعديل:** يمكن للبلدان من خلاله تعديل النسبة المركزية والمجال بشكل دوري بنسبة ثابتة، أو استجابة لتغير أحد المؤشرات الكلية المهمة (التضخم مثلا)، كما أن المجال إما أن يتماثل حول المركز الزاحف أو أن يختلف حول المركز حسب الاختيار وفي الحالة الأخيرة لا تعلن الدولة النسبة المركزية. ووفقا لهذا النظام فإن الدولة تلتزم بإبقاء تغير سعر الصرف داخل المجال، وبهذا فإن درجة استقلالية السياسة النقدية سوف تعتمد على حجم المجال المسموح لسعر الصرف فيه بالتقلب.

2. **الربط المتحرك [الزاحف]:** يطلق عليه أيضا النظام المستجدي زحفه، ففي ظل هذا النظام فإن قيم التعادل تتغير بنسب ضئيلة (هامش تقلب ضيق) دون سابق اعلان في فترات متعددة محددة، لتكن مثلا شهر حتى يمكننا الوصول الى سعر صرف التوازن، وهذا موضح في الشكل (7.1) لدولة تتطلب ظروفها الاقتصادية تخفيض قيمة عملتها المحلية، فبدلا من التخفيض دفعة واحدة في قيمة العملة قدره 6% بعد ثلاثة أشهر فإن الدولة تلجأ الى تخفيض عملتها بحوالي 2% نهاية كل شهر لمدة ثلاثة أشهر. وتستطيع الدولة أن تمنع المضاربات المؤدية لعدم الاستقرار باحداث التغييرات المطلوبة في سعر الفائدة قصير الأجل حتى يتحقق الحياد في الأرباح التي كانت من الممكن أن تتحقق للمضاربين من المتغيرات المجدولة في سعر الصرف[1].

بعبارة أخرى، تعتمد قيمة العملة على العلاقة بين سعر الصرف الفعلي والحدود المسموح بها للتقلب فيها خلال فترة زمنية سابقة[2]، ويمكن توضيح مقترح نظام الصرف الزاحف بالشكل التالي:

الشكل (6.1): *المستوى المستجدي زحفه مع شريط لتخفيض قيمة العملة*



المصدر: *سامي خليل، مرجع سبق ذكره، بتصرف الطالبة، ص1259.*

[1] *سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص 1258.*

[2] *موردخاي كريانين، مرجع سبق ذكره، ص385.*

يستطيع النظام الزاحف تحقيق درجة أكبر من المرونة عندما يصحب بشريط للتذبذب، ويجب على الدول التي تعتزم تطبيق النظام أن تحدد مقدار التكرار ومجال التقلب (عرض شريط التذبذب) ومقدار التغيرات في قيم التعادل. ويبدو أن هذا النظام يناسب الدول التي تواجه هزات حقيقية ومعدلات تضخم متغيرة التي تتيح حدودا أوسع لتقلب أسعار الصرف، وهو يماثل ما فعله نظام النقد الأوروبي (EMS) عقب أزمة 1992.

يحتفظ هذا النظام مزيتين أساسيتين[1]، بأنه يسمح بالتعديل التدريجي لأسعار الصرف قبل وصول الدولة الى نقطة الغليان، كما أنه يزيل الحرج السياسي من التغيرات الكبيرة في أسعار الصرف.

3. **الربط بسلة العملات:** هو نظام يماثل النظم الثابتة بحق أي أن سعر الصرف يتحدد حسب سلة مرجحة من العملات الأجنبية، ولكنه يتيح لسعر الصرف التذبذب حول سعر التعادل مع امكانية تعديله.

4. **المنطقة المستهدفة:** وهي مشابهة لأنظمة التثبيت التقليدية، ولكن هناك امكانية أكبر للتقلب بإضافة بعض الهوامش لزيادة التقلب الاسمي (أو الحقيقي) حول السعر المركزي. بحيث يكون التقلب داخل مجال معين ويلتزم البنك المركزي بالحفاظ عليه حيث تتدخل السلطات النقدية بصلاحية محدودة في تنفيذ سياستها النقدية عندما يصل سعر الصرف الى هوامش معلن عنها من قبل على أي من جانبي سعر التعادل، وتمتاز بضيق التقلب. ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية، حيث يتيح هذا النظام قدرا محدودا من الصلاحية الاستنسابية في تنفيذ السياسة تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب.

ويعتبر الخط الفاصل بين الترتيبات الثابتة والوسيطة هو ما إذا كانت السياسة الزامية الى التثبيت تمثل التزام مؤسسيا، والخط الفاصل بين الترتيبات الوسيطة و التعويم هو ما إذا كان هناك نطاق مستهدف محدد تتدخل السلطة في اطاره.

[1] مرجع سبق ذكره، ص385.

على العموم نجد أن أنظمة الصرف في مجملها تنقسم الى نظاميين:

1. **النظام الثابت:** تكون فيه عملية تبادل العملات بأسعار محددة (ثابتة أو تتحرك بهامش ضيق) من طرف السلطة النقدية التي تستند الى معيار معين (ذهب، عملات رئيسية، سلة من العملات) لتحديد سعر التعادل بالنسبة لعملتها المحلية. وسنحاول فيما يلي أن نقدم عرضا تقييما للمزايا التي يتمتع بها نظام التثبيت والتحديات التي يواجهها:

1.1 **مزايا نظام التثبيت:**

- تجنب التذبذبات الكبرى، وبالتالي بقاء أسعار العملة المحلية ضمن مجالات تقلب مسموح بها لتفادي العديد من الإختلالات الاقتصادية التي تعيق المبادلات الدولية؛
- يسعى هذا النظام لضمان الاستقرار الداخلي للأسعار[1]، وبالتالي تخفيض التوقعات التضخمية؛
- يساعد هذا النظام على التكامل النقدي بسبب الاختلافات الطفيفة في شروط التكافؤ، كما يسهل عملية تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات[2]؛
- يلزم هذا النظام السلطات الحكومية على اعداد سياستها النقدية بالشكل الذي يتماشى مع السياسة الإقتصادية، مع امكانية التحكم الجيد في وضعية المؤشرات الاقتصادية الأخرى (الأسعار، عجز الميزانية،..)[3].

1.2 **تحديات نظام التثبيت:** كما أن لنظام التثبيت مزايا فله مآخذ نوردها فيمايلي:

- عدم القدرة على مواجهة التقلبات القصيرة الأجل في أسعار صرف العملات؛
- عدم قدرة الدولة على التدخل في الكتلة النقدية من أجل استقرار اقتصاد البلد؛
- يفرض هذا النظام على البنوك المركزية الاحتفاظ بإحتياطات صرف كبيرة للتدخل في المحافظة على استقرار قيمة العملة المحلية حول سعر التعادل؛

---

[1] *Josette Peyrard, op.cit, p06.*

[2] *Mondher Chérif, "**les taux de change**", revue banque, les essentiels de la banque, juin, 2002, p87.*

[3] *Op.cit, p87.*

- يعمل هذا النظام على تقييد استقلالية السلطة النقدية، حيث يعمل على حرمان الدولة من اتباع سياسة نقدية تتماشى وظروفها الداخلية فالأولوية لتحقيق الاستقرار الخارجي على حساب الاستقرار الداخلي ؛
- لا يمكن اعتبار سعر صرف العملة المحلية والذي يعطيه النظام الثابت مؤشرا حقيقيا يعكس وضعية الاقتصاد الوطني.

2. **نظام التعويم:** لا يوجد فيه التزام معين فيما يخص تحديد القيمة الحقيقية لسعر الصرف، الذي يعوم أو يتغير بحرية (نظيف) وفق تأثير قانون السوق الحر للصرف الأجنبي فتلغى بذلك كل أشكال الرقابة من قبل السلطات النقدية، وبذلك تتحكم في عملية تحويل العملات في إطار أنظمة التعويم خاصية الحرية في التقلب وعدم الارتباط بعملة قابلة للتحويل. كما أن للنظام الثابت مزايا وتحديات، فللنظام المرن مؤيدون يستدلون ببعض نقاط القوة لتبرير تحليلاتهم وأفكارهم، ومعارضون يقدمون بعض نقاط الضعف لدحض حجج معارضيهم. وسنحاول فيما يلي أن نقدم عرضا تقييما للمزايا التي يتمتع بها نظام التعويم والتحديات التي يواجهها:

1.2 مزايا نظام التعويم:

- يضمن النظام العائم التوازن الدائم في ميزان المدفوعات من خلال التعديلات المستمرة المتواصلة لأسعار الصرف[1]، بما يضمن الحرية للبلد في اتباع السياسة النقدية المحلية التي يراها مناسبة دون قيد خارجي؛
- يعمل النظام العائم على تثبيط نشاط المضاربات عوض تشجيعها، بحيث أنه كلما زاد الطلب على العملة ارتفع سعرها وقل شراؤها بغرض المضاربة؛
- لا يلزم هذا النظام البنك المركزي الاحتفاظ بإحتياطات صرف ضخمة قصد التدخل في أسواق الصرف للدفاع عن قيمة العملة المحلية، لأن سعر الصرف يتحدد وفق قوى العرض والطلب؛
- يوفر النظام المرن مرونة أكبر للسياسة النقدية في مواجهة الصدمات المحلية، كما يسمح بنسبة كبيرة في التعديل لمواجهة الأزمات الخارجية، فالتعديل في ظل هذا النظام مستمر وثابت.

[1] موردخاي كريانين، مرجع سبق ذكره، ص372.

2.2 تحديات نظام التعويم:

- إن التذبذب الدائم لأسعار الصرف يولد الشك والمخاطرة في نفوس المتعاملين فيما يخص قيم المبادلات التي تتم مستقبلا، بالرغم من أنه يمكن تغطية مخاطر الصرف لكن مع زيادة التكاليف مما سيضر بالتجارة والاستثمار الدوليين[1]؛
- قلة الثقة بالعملة مقارنة بالثقة التي تحظى بها في ظل النظام الثابت، مما يزيد الحاجة لتطبيق ركيزة نقدية بديلة أكثر استقرار وإطارا نقديا ملائما؛
- استفحال ظاهرة التضخم العالمي بسبب عدم استقرار أسعار الصرف نتيجة التدهور في قيم العملات؛
- تأثير آلية التعديل في ميزان المدفوعات بالتضخم الناشئ من تطبيق السياسة المالية التوسعية، بحيث أنه كلما ارتفعت المداخيل الاسمية ومعها الطلب المحلي أدى ذلك الى انخفاض سعر العملة المحلية في سوق الصرف مما يمنع تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات؛
- يتأثر سعر الصرف في ظل النظام العائم بالعامل النفسي، حيث أنه حساس للإشاعات من خلال التنبؤات التي تؤثر في درجة الثقة الممنوحة للعملة المحلية على مستوى سوق الصرف.

ثانيا: الانتقال من التثبيت الى التعويم

من الملاحظ أن هناك الكثير من الدول التي ترفض تبني نظام تعويم أسعار صرف عملاتها، بسبب المخاطر التي تتكبدها نتيجة التقلب المفرط، وفي المقابل تتضاءل في ظل هذا النظام القدرة على ضبط التوقعات التضخمية، كما أن الخروج المنظم والمدروس يتطلب إعداد مسبق وتوقيت مناسب وإطارا سياسيا قويا. كما أن هناك دولا أخرى تخلت عن نظام الصرف الثابت وانتقلت لتبني النظام المرن لأسباب ترجع الى المزايا التي يتيحها في ظل اتساع حجم العلاقات الاقتصادية الدولية، والحركات الكبيرة لرؤوس الأموال. في حين أن الواقع أثبت أن أغلب عمليات الانتقال الى الأنظمة المرنة جاءت عقب اضطرابات كبيرة في أسواق الصرف الأجنبي، أي عمليات انتقال غير منظمة والتي كانت أكثر من عمليات الانتقال المنظمة.

[1] دومينيك سالفاتور، **" الاقتصاد الدولي"**، سلسلة ملخصات شوم، دار ماكجروهيل للنشر،1984، ص 187.

1. **دواعي الانتقال الى نظام التعويم:**

إن الجدل الدائر حول مزايا نظم التعويم مقارنة بنظم الصرف الأخرى لتحديد السعر أو اتخاذ ركيزة ليس بجديد، والملاحظ على مستوى النظام النقدي الدولي ظاهرة التحرك نحو نظام الصرف المرن بشكل كبير عقب الأزمات المالية والمصرفية التي مست العديد من الدول والتي أطلق عليها صندوق النقد الدولي اسم "ظاهرة التفريغ"[1]. ويرجع الكثير من الاقتصاديين دواعي الانتقال الى مجموعة اعتبارات أهمها[2]:

- **عدم كفاية إحتياطات النقد الأجنبي:** بدون مستوى آمن وكاف من احتياطات الصرف الأجنبي لا يكون للدولة مصداقية في الالتزام بالدفاع عن سعر صرف عملتها الثابت أو الواقع ضمن مجال للتقلب، وهو ما أبرزته حجم المعاملات في أسواق الصرف الأجنبي التي تصل الى 2,5 تريليون دولار في اليوم عبر أنحاء العالم، ويزداد الأمر تعقيدا مع كثافة نشاط السمسرة (المضاربة، المراجحة،...)، ما يلح على السلطات النقدية التدخل المستمر للحفاظ على استقرار عملتها المحلية.
- **الحاجة الى المعلومات:** من الصعب على أي بلد أن يحدد سعر صرف متوازن مستديم على المدى الطويل في ظل أنظمة الصرف الثابتة، ويشتد الأمر تعقيدا عندما يضطلع البلد بإصلاحات هيكلية عميقة، حيث أن أي انحراف لسعر الصرف عن مستواه التوازني يلح على السلطات إعادة تحديده لإصلاح الخلل، ومن شأن هذا أن يقوض الثقة ويقلل وضوح الاشارات المتعلقة باتجاه سياسة الحكومة في المراحل المبكرة للإصلاح.
- **الافتقار الى الاستقرار على صعيد الاقتصاد الكلي:** كان هذا الافتقار واضحا في معظم الدول التي تبنت التعويم (مثل: البرازيل، البيرو، رومانيا، الزايير،...)، حيث كانت تعاني من ارتفاع الضغوط التضخمية في المراحل الأولى من عملية الإصلاح، أو عدم وجود برامج قوية بالقدر الكافي. وفي ظل هذه الظروف لا يكون في الوسع تصحيح أسعار الصرف المحددة بالسرعة الكافية لتوائم الأسعار، أو لتقوم بتحديد الإمكانات الكبيرة لعمليات المراجحة في مواجهة سعر الصرف الموازي في ظل نظام التثبيت.

---

[1] بريبري محمد أمين، ***"مبررات ودوافع التوجه الحديث نحو أنظمة الصرف الدولية: دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"***، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة، جامعة ورقلة، 2002، ص50-51.

[2] هرنان كورتيس، دوغلاس، بيتر كريك، ***"تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة"***، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، جوان 1993، ص28-29.

- **الاعتبارات السياسية:** لا يمكن بحال من الأحوال الفصل بين اختيار نظام الصرف وهذه الإعتبارات، وفي معظم الحالات كانت البلدان التي تنتقل الى التعويم على درجة من العسر المالي الشديد، حيث بينت السلطات أن هناك أسباب قوية تدعو الى ترك السوق مسؤولا عن تصحيح أسعار الصرف. اضافة الى ما يتعلق باقتصاديات التخطيط المركزي السابقة كان الانتقال الى ترتيبات الصرف التي تقررها السوق دليلا على اجراء تغيير جوهري في السياسة الاقتصادية[1].

2. **آلية الانتقال المنظم من التثبيت الى التعويم:**

تحكم عملية الانتقال المنظم والآمن من نظم الصرف الثابتة الى نظم الصرف المرنة جملة من العوامل التي نذكر منها[2]: الخطوات التي يمكن للدول اتخاذها للتقليل الى أدنى حد من المخاطر المصاحبة لعملية الانتقال، الوتيرة التي ينبغي الانتقال بها، وكذا ترتيب الأولوية من خلال الخروج من نظام التثبيت أو تحرير حساب رأس المال أولا. وعليه فإن الأسئلة المطروحة حول آلية الانتقال المنظم التي سوف يتم الاجابة عنها ما يدور حول كيفية تمكن اقتصاد بلد ما من تقليص حجم التكاليف التي يتحملها عند مرحلة الإنتقالية؟، وبأي وتيرة تكون عملية الانتقال؟، وفي أي وقت يتم تحرير حساب رأس المال، قبل أو بعد التخلي عن نظام الصرف الثابت؟. ورغم ما يكتنف هذه العملية من مخاطر ومجازفات إلا أن هناك آليات محكمة تحكم عملية الانتقال الآمن التي نذكر منها:

- **سوق الصرف الأجنبي:** يجب على الدولة التي تريد تبنى نظام التعويم أن يكون لها أسواق صرف وأسواق مالية أخرى متطورة جدا لأجل امتصاص الصدمات بدون تغيرات كبيرة في أسعار الصرف، وكذا توفرها على أدوات مالية حديثة لتجنب المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الصرف[3]. ولتفعيل أداء هذه الأسواق بالشكل المطلوب لا بد من توفر الشروط التالية[4]:

- الحد من دور البنوك المركزية في التأثير على نشاط السوق؛

---

[1] بربري محمد أمين، ***"مبررات ودوافع التوجه الحديث نحو أنظمة الصرف الدولية: دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"***، مرجع سبق ذكره، ص54.

[2] سيم كاراكاداج وآخرون، ***"من التثبيت الى التعويم، لا داعي للخوف الآن"***، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، ديسمبر 2004، ص20.

[3] *Mark stone, Harold Anderson, and Romain keyrune, "**regimes de change: fixes ou flottants?**", finances and development, mars 2008, p42.*

[4] سيم كاراكاداج وآخرون، ***"من التثبيت الى التعويم، لا داعي للخوف الآن"***، مرجع سبق ذكره، ص21.

- تطوير المعلومات في السوق حول مصارد واستخدامات الصرف الأجنبي، من خلال توفير معلومات حول الوضعية الاقتصادية وتطور المؤشرات الكلية من أجل المساعدة في عملية التنبؤ؛
- التخلص التدريجي من القيود المفروضة على معاملات النقد الأجنبي؛
- تنسيق وتبسيط التشريعات القانونية المتعلقة بتنظيم الصرف، والعمل على تحديدها بشكل محكم لتفادي ادخال تعديلات دورية قصد تعزيز الثقة والمصداقية في السوق؛
- تطويل وتسهيل الأدوات الخاصة بإدارة مخاطر الصرف، وتوكيل المؤسسات المالية التي لها قدرة كافية على ادارة المخاطر على تسييرها بشكل جيد.

- **التدخلات الرسمية:** للدولة مسؤولية رسم سياستها بما يخدم أهدافها مع مراعاة الوقت ودرجة التدخل في سوق الصرف، فالدولة ذات نظام الصرف الثابت يكون تدخل البنك المركزي فيها حرا، أما تبني النظام المرن يفرض على البنك المركزي التدخل لأجل تعديل الانحرافات الكبيرة في سعر صرف عملتها، يواجه هذا النوع من التدخل عدة صعوبات أهمها[1]:

- لا تعكس تقلبات سعر الصرف القصيرة الأجل إلزامية التدخل الدائم، حيث لابد من معرفة انعكاسات التقلب على مختلف المتغيرات الاقتصادية؛
- التدخل لا يثبت دائما نجاعته كما حدث هذا مع الشيلي، المكسيك، وتركيا؛
- إن التدخلات الفعالة تختلف باختلاف الآثار التي يمكن أن تشكلها تقلبات سعر الصرف، التي تهدف في مجملها الى تقوية الثقة في سوق الصرف؛
- لا تمكننا التقلبات الشديدة في سعر الصرف من التقيد بطريقة واحدة في قياس سعر الصرف التوازنـــي.

- **تطور نظام الضبط والسياسة النقدية:** تعتبر هاتان النقطتان أساسيتين في منهج الانتقال المنظم لنظام الصرف المرن، حيث تتطلب استراتيجية الانتقال من نظام التثبيت الى التعويم تصميم اطار جيد للضبط الاقتصادي وصياغة سياسة نقدية جيدة تتضمن نتائج تقديرية مسبقة بما يتواءم

[1] بريري محمد أمين، ***"مبررات ودوافع التوجه الحديث نحو أنظمة الصرف الدولية: دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"***، مرجع سبق ذكره، ص52. نقلا عن: *Paul r.krugman et Maurice obstfeld, "economie internationale", de boeck universite2003, p570.*

مع عملية التحول. ولأجل ايجاد طريقة مثلى للحد من الضغوط التضخمية، قامت العديد من الدول بترك هذه المهمة لسعر الصرف، حيث كانت البداية توسيع مجال تقلب العملة كمرحلة تمهيدية للوصول الى التعويم.

إن مدة الانتقال تبقى مرهونة بطبيعة ودرجة هيكلة المؤسسات والاقتصاد الوطني ككل، وقوة وفاعلية السياسة النقدية على ضمان استقرار الأسعار الذي يعتبر هدفها الرئيسي، وكذا درجة استقلالية البنك المركزي الذي يعمل على تحقيق الشفافية والخضوع للمساءلة عند إدارة السياسة النقدية وإظهار القدرة الكافية على التنبؤ بالمستويات المتوقعة للتضخم[1].

- **إدارة مخاطر الصرف:** إن إجراء تحليل شامل لمخاطر الصرف المتوقعة في كافة القطاعات الاقتصادية خطوة رئيسية بالنسبة للدول التي تريد ضمان عملية انتقال منظمة، ورغم وجود مثل هذه المخاطر في نظام التثبيت، إلا أن عملية تنظيم وإدارة المخاطر تكون مطلبا أساسيا في نظام التعويم لما يتميز به من تقلبات يومية في أسعار الصرف، ويقتضي ذلك تطوير الأساليب التقنية والتحليلية الدقيقة لقياس المخاطر المستقبلية والعمل على وضع إجراءات داخلية كفيلة بإدارتها ومراقبتها قصد التخفيف من حدتها والتصدي لآثارها السلبية[2]. وقد كشفت الأزمة المكسيكية 1994 عن كيفية إثارة الإدارة الضعيفة لسيولة النقد الأجنبي أزمة عملة، وبالمثل أظهرت الأزمة الآسياوية 1997 كيف يمكن لاقتراض النقد الأجنبي غير المغطى من جانب قطاع الشركات أن يتحول الى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة، ولهذا ينصح الدولة التي تريد مغادرة نظام الصرف الثابت أن تراعي أصولها وخصومها من العملة الصعبة، عن طريق تكليف المؤسسات المالية بالحماية من خلال الاهتمام أكثر بدقة وتوافر المعلومات، وتبني طرق للتحكم في الأخطار والاحتراز منها.

- **توقيت تحرير حساب رأس المال:** يبقى التحدي المطروح فيما إذا كان يتعين على الدولة القيام بتحرير حساب رأس المال قبل أو بعد تبني نظام التعويم، فتجربة الكثير من الدول النامية خلال عشر سنوات الأخيرة سجلت الأخطار التي يمكن أن يشكلها الاختيار الأول (المكسيك 1994، تايلاند

[1] سيم كاراكاداج وآخرون، ***"من التثبيت الى التعويم، لا داعي للخوف الآن"***، مرجع سبق ذكره، ص22.
[2] مرجع سبق ذكره، ص22.

في جويلية 1997، البرازيل بداية 1999)، حيث أن التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال سوف تجبر السلطات النقدية حتما على أن تدخل مرونة في سعر صرف عملتها لتفادي التوتر الذي يمكن أن يحدث في الاقتصاد المحلي (مثل ما حدث في الشيلي وبولونيا سنة 1990). حتى بالنسبة للدول التي تقوم بتحرير تدفقات رؤوس الأموال قبل ضمان مرونة في سعر صرف العملة يمكن أن تحدث حالة من اللاتوازن في وضعية السيولة الداخلية، والتدهور في وضعية الاقتصاد الكلي، مع امكانية التعرض لهجمات المضاربة، أما إذا كان الانتقال الى نظام الصرف المرن مرفقا بتحرير حساب رأس المال فلن يشكل هذا خطرا على وضعية الاقتصاد المحلي، بشرط أن تتمتع بمايلي[1]: استقلالية البنك المركزي، تطوير وسائل التنبؤ بالتضخم، العمل على تجسيد الشفافية في السياسة النقدية، تطوير نظام المعلومات الخاصة بمخاطر الصرف، ثم القيام بادخال مرونة على نظام الضبط قصد تفعيل نشاط سوق الصرف والعمل على تطوير ميكانيزمات عملياته.

- **وتيرة الانتقال من التثبيت الى التعويم:** يتعين على الدول التي تقرر مدى السرعة التي ينبغي أن تأخذ بها للتحول الى مرونة سعر الصرف، التدرج باتباع خطوات محسوبة نحو التعويم الحر، كأن تقوم في البداية بالتحول من التثبيت مقابل عملة واحدة (حسب درجة المبادلات التجارية) الى التثبيت مقابل سلة من العملات، وبعدها الى نطاق لتقلب أسعار الصرف مع زيادة متتابعة في مدى النطاق، وعلى النقيض من ذلك يتضمن النهج السريع خطوات وسيطية أقل.

إن الوجهة التدريجية من دون شك هي أحسن سبيل وأنجع طريقة للوصول الى الهدف بأقل التكاليف، كما يشترط أن يكون هذا الانتقال التدريجي متماشيا مع الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة، وكذا القيام بترشيد مجال تقلب العملة تفاديا للتعديلات المتوالية التي تؤثر على المصداقية والثقة في السياسة النقدية والعملة. من جهة أخرى فإن استراتيجية التحول السريع توفر مزايا مهمة بشرط أن تتوافر الدعائم المؤسسية لإدارة سعر الصرف العائم، فالنهج السريع يمكن أن يكون مؤشرا على الالتزام بمرونة سعر الصرف والذي يحظى بمصداقية أكثر من النهج التدريجي.

[1] مرجع سبق ذكره، ص23.

المطلب الثالث: محددات إختيار نظام الصرف الأمثل *(the optimal exchange system)*

إن مسألة اختيار نظام الصرف الأمثل تتفق مع ما يركز عليه "***Frankel***" في أنه ليس هناك نظام عملة واحد يمثل أفضل نظام لكل البلدان، حتى فيما يتعلق ببلد واحد معين قد لا يكون هناك نظام واحد يمثل أفضل نظام في جميع الأوقات[1]. إن المفاضلة في الاختيار بين مختلف الترتيبات يحتل أهمية في الاقتصاد الكلي منذ ان نشر "***Mundell***" نظرية منطقة العملة المثلى ***(optimal currency areas)***[2] ويتصل الاختيار الأمثل في ظلها الى محددات طويلة الأجل وهي مستقرة نسبيا مع مرور الوقت، و تعكس الصدمات في الدول الأعضاء ودرجة الانفتاح وحركة اليد العاملة والقدرة على اجراء التحويلات المالية. أما من جانب الدراسات التجريبية التي قام بها كل من ***Dreyer (1978)، Heller (1978)، Holden و Suss (1979)*** فقد ركزت على العوامل الهيكلية وسياسات استقرار الاقتصاد الكلي وبعض العوامل السياسية والمؤسسية مثل استقلالية البنك المركزي كمحددات محتملة لاختيار نظام الصرف الأنسب.

و ينطوي تحليلنا للمحددات المحتملة لاختيارات أنظمة الصرف على العديد من المتغيرات التفسيرية التي اقترحت من قبل النظرية وكذا المستخدمة في الدراسات التجريبية السابقة وهي على النحو التالي:[3]

- **حجم الاقتصاد:** تميل اقتصاديات الحجم المتسع الى تبني أنظمة مرنة قادرة على التكيف مع تقلبات أسعار الصرف.
- **درجة الانفتاح:** تتميز الاقتصاديات المنفتحة (التي تزيد فيها الأهمية النسبية لقطاع الصادرات والواردات بالنسبة لباقي القطاعات في تكوين اجمالي الناتج الوطني) بتزايد درجة تأثير التغيرات في أسعار الصرف على مستوى الأسعار المحلية خاصة التي تعاني من جمود كل من مستوى الاسعار والأجور في الاتجاه التنازلي، حيث يكون الإختيار الأمثل اتباع سياسة التثبيت للتقليل من تأثير التقلبات. من جهة

---

[1] *Jeffrey A. Frankel, "**no single currency regime is right for all countries or at all times**", NBER, Cambridge, WP Sept 1999, p2.*

[2] *Robert A. Mundell, "**a theory of optimum currency areas**", the American economic review, vol 51 n4, Sept 1961,p657,665.*

[3] *Safia M. Daly and Mouly Sami, "**determinants of exchange rate practices in the MENA countries: some further empirical results**", the William Davidson institute, WP n 952, Jan 2009, P8-9.*

أخرى تتميز الاقتصاديات المنفتحة بارتفاع الميل الحدي للاستيراد، مما يجعل سياسة تخفيض الطلب المحلي أقل عبئا من تعويم سعر الصرف لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، وعلى العكس فإن الاقتصاديات الأقل انفتاحا قد يلائمها اتباع سياسة التعويم نظرا للارتفاع النسبي لعبء سياسة تخفيض الطلب المحلي، لانخفاض الميل الحدي للاستيراد[1].

- **درجة تنوع هيكل التجارة والإنتاج:** كلما زادت درجة التنوع قل التعرض للاختلال الهيكلي في ميزان المدفوعات وتقل الحاجة لإجراء تصحيح سعر الصرف ما يشجع على التوجه نحو الترتيبات المرنة.
- **التركز الجغرافي للتجارة:** بقدر ما تزداد حصة التجارة الخارجية لبلد ما مع بلد له أهمية نسبية في التجارة الخارجية، تقوى حوافز ربط العملة المحلية بعملة هذا البلد.
- **فروق التضخم:** عندما يشتد ارتفاع معدلات التضخم المحلية فإن التثبيت يتيح القدرة على التحكم في

السياسة المعتمدة لضبط معدلاته، ما يضفي مصداقية أكبر على برامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

- **درجة التطور المالي:** القطاعات المالية الأقل تطورا تختار التثبيت لافتقارها الى أدوات إجراء عمليات السوق المفتوح ورغبتها في حماية صناعاتها المصرفية الوليدة.
- **درجة انتقال رأس المال:** تتيح سياسة التعويم امكانية تكييف التغيرات في سعر الصرف و القدرة على جذب رؤوس الأموال التي تعمل على تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، كما أن تبني الدولة لسياسة التحرير المالي يصعب الاحتفاظ بالترتيبات الثابتة.
- **كمية الأرصدة النقدية الدولية:** يتحدد اختيار نظام الصرف الملائم كذلك بمدى كفاية حجم الاحتياطات الدولية، فهي بمثابة تأمين ذاتي ضد الصدمات ومصدر تمويلي لتصحيح الإختلالات، فتبني نظام الصرف الثابت يلائم الحجم الكبير لتراكم الاحتياطات الذي يخفض الحاجة لاتخاذ اجراءات تصحيحية لإختلالات موازين المدفوعات خارج الاحتياطات.

[1] بلقاسم العباس، ***"سياسات سعر الصرف"***، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 23، نوفمبر 2003، ص18.

- **حركة العمالة:** حرية الحركة (مع ثبات الأجور والأسعار) تتناسب وتبني ترتيبات مرنة تسمح بانعدام وجود تكلفة وصعوبة التعديل، مع امكانية استيعاب العمالة الفائضة في الوظائف الأخرى.
- **الاستقرار الأمثل:** يعتبر النظام الثابت الأمثل إذا كانت الاضطرابات التي يتعرض لها الاقتصاد تعكس

وجود صدمات محلية اسمية فتنشأ الحاجة لتثبيت التوقعات التضخمية، كما يفضل النظام المرن اذا كانت الاضطرابات ترجع الى صدمات خارجية أو محلية حقيقية.

و اجمالا يمكن القول أن افضل نظام لسعر الصرف هو الذي تتحقق عنده التوازنات في المتغيرات الاقتصادية الأساسية، نمو اقتصادي حقيقي، توازن في ميزان المدفوعات و التوازن بين الادخار والاستثمار وكذلك تنافسية مقبولة للاقتصاد في النظام التجاري والمالي الدولي[1].

[1] *Eiteman David et autres, "**gestion et finance internationales**", Op Cit, p44.*

خاتمة الفصل الأول:

يتم تسوية مختلف أشكال المعاملات داخل حدود الدولة بعملتها المحلية، في حين أن الامر يختلف مع المعاملات الدولية حيث لا توجد هناك عملة دولية للتسوية. الأمر الذي يجعل مختلف أشكال تدفقات التجارة ورؤوس الاموال بين الدول تقتضي عملية التحويل بين العملات، حيث تعرف آلية تحديد نسب المبادلة بين عملة و أخرى بـ ***سعر الصرف الأجنبي***، والذي يعرف على أنه "سعر عملة ما مقومة بعملة آخرى". ويكتسي سعر الصرف أهمية جوهرية في التفريق بين المعاملات المحلية و الدولية، وكذا التأثير في مستويات الاسعار المحلية والأجنبية، كما أن له عدة دلالات اقتصادية باعتباره مؤشرا جيدا للتعبير عن درجة القدرة التنافسية للدولة.

ومما لا شك فيه أن سعر الصرف شأنه شأن أي سلعة أخرى يتأثر بعوامل العرض والطلب عليه، ويعد ***سوق الصرف الأجنبي*** المكان الذي يتم فيه تجارة العملات وتحديد نسب المبادلة بينها، حيث يعرف هذا السوق بأنه "الاطار المحدد نسبيا من حيث عمله وفقا لقاعدة الوحدات الثلاثة (الزمن، المكان والعمليات) كما تؤدي الجهات الفاعلة فيه وظائف محددة". ويضطلع سوق الصرف بمهمة أساسية في تسهيل المدفوعات عبر الحدود الدولية من خلال توفير أدوات وآليات لنقل الأموال بين الأطراف تلبي مختلف احتياجات الاعوان.

ويشير مصطلح ***نظام سعر الصرف*** الى المؤسسات التي يتم تحت مظلتها تحويل مدفوعات العمليات التجارية والمالية والتي تتخطى الاطار المحلي، حيث يقوم بتحديد طريقة وضع اسعار الصرف الأجنبي، وكيفية تدخل الحكومات للتأثير على أسعار الصرف. وقد وجدت عدة أنواع من الأنظمة قبل 1973 والتي جاءت متتابعة حيث يتدارك كل منها مشاكل النظام الذي سبقه، انطلاقا من نظام الصرف الثابت في ظل قاعدة الذهب الى غاية نظام استقرار أسعار الصرف (نظام بريتن وودز) وتعويم العملات. أما في وقتنا الحاضر فيتم تصنيف أنظمة الصرف الى أنظمة ثابتة ومرنة تتوسطها أنظمة صرف وسيطة. ونظرا للفوضى التي تشهدها الساحة الاقتصادية الدولية تبقى اشكالية الاختيار بين مختلف الأنظمة واختيار النظام الأمثل تحديا مطروحا تحكمه عدة متغيرات ترتبط بالعوامل الهيكلية وسياسات استقرار الاقتصاد الكلي، وبعض العوامل السياسية والمؤسسية.

الفصل الثاني

تطور نظرية تحديد سعر الصرف

تمهيد:

من خلال دراستنا للمفاهيم الأساسية لسعر الصرف ظهر لنا أن هذا السعر مختلف اختلافا جوهريا في مضمونه ومدلوله الاقتصادي عن بقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى، على اعتبار أنه حلقة الوصل بين مختلف الاقتصاديات الدولية، ومقياسا هاما لحجم معاملاتها الدولية، اضافة الى أثره الواسع على التوازنات الكلية بحكم ارتباطه بالعديد من المؤشرات الاقتصادية الكلية. لذلك يعتبر سعر الصرف متغيرا شديد الحساسية للمؤشرات الداخلية والخارجية لاسيما أمام اتساع دور التجارة الخارجية في التنمية الاقتصادية، وتطور أسواق المال الدولية.

تختلف درجة تأثير سعر الصرف في الاقتصاد تبعا لنظم الصرف المتبع التي تعود بدورها الى تباين محددات كل نظام. فخلال سنوات 1950-1960 تمحورت نظريات الصرف حول المقارنة بين مختلف أنظمة الصرف الثابتة والمرنة من وجهة نظر السياسة الاقتصادية، وشهدت تطورا مستمرا منذ سنوات السبعينيات بعد انهيار نظام "***Bretton Woods***" حيث شهدت أسعار الصرف ظاهرة عدم الاستقرار، وظهور العديد من المحاولات لتفسير الهزات القوية التي رافقت أسعار الصرف خلال سنوات الثمانينيات ولكنها تميزت بعدم تطابق نتائجها النظرية مع الواقع. ومن هنا تبرز أهمية هذا الفصل في دراسة تطور نظرية تحديد سعر الصرف، ومختلف الاسهامات التي قامت بتفسير ظاهرة عدم الاستقرار في اطار العناصر التالية:

1. المقاربة النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى الطويل؛
2. المقاربة النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى القصير؛
3. المقاربة التوازنية ونماذج تفسير عدم استقرار أسعار الصرف.

المبحث الأول: المقاربات النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى الطويل

اهتمت الكثير من النظريات الاقتصادية بكيفية تحديد سعر صرف العملة، في ظل اختلاف المؤشرات الاقتصادية والمالية المقدمة، وكذا تعدد الأنظمة النقدية التي اتخذت مقاييس مختلفة، يتم على أساسها اختيار القاعدة النقدية. وتعني هذه المقاربة محل الدراسة المحددات الحقيقية (التي تولي اهتماما الى التبادلات التجارية)، والنقدية (التي تهتم بتحركات رؤوس الأموال) لأسعار الصرف التي ساهمت في تفسير تغيرات أسعار الصرف وتوقع اتجاه تحركاتها على المدى الطويل.

المطلب الأول: المقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف

تهتم المقاربة الحقيقية لسعر الصرف بالمحددات الحقيقية والتي تشمل الأسعار النسبية للسلع والخدمات المحلية (نظرية تعادل القوة الشرائية) وميزان المدفوعات (نظرية الأرصدة.)

أولا: نظرية تعادل القوة الشرائية (purchasing power parity)

يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية من أقدم النظريات المستخدمة في دراسة العوامل المحددة لتغيرات أسعار الصرف وتوقع اتجاه تحركها. وإن كانت جذور النظرية تعود نشأتها الى توليفة من أعمال اقتصاديي ق 16 أمثال الاسباني ***"Navarro"*** و الانجليزي ***"Gerard de Malynes" (1601)*** ، وبعدها بقرن ونصف ظهر ***" Ricardo "*** مدافعا عن فكرة مفادها أن قيمة العملة هي نفسها في كل مكان[1]، فإن فضل المعالجة النظرية بصورتها الحديثة يرجع الى الاقتصادي السويدي ***"Gustav Cassel"*** في سلسلة مقالات نشرها في الفترة مابين ***1921 - 1922*** ليتم تجميعها وصياغتها في كتابه الذي أصدره عام **1923** تحت عنوان"النقود وأسعار الصرف"[2].

طبقا للصيغة العامة لمبدأ تعادل القوة الشرائية وفي محاولة منها للإجابة على العوامل المحددة لتغيرات أسعار الصرف، يتمثل الجوهر الفكري للنظرية كما يراه ***"G.Cassel"*** أن سعر أي عمله يتحدد وفقا لقوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، ومن ثم فان العلاقة بين عمليتين تتحدد تبعا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كل من الدولتين، ومنه فان التغيرات التي تحدث على

[1] *Henri bourguinat, op cit, p417.*

[2] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p153.*

مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعمليتين.

كما تؤسس النظرية للعلاقة بين الفروق في معدلات التضخم في بلدين والتطور الخاص في أسعار عملاتها، أي أن سعر الصرف يتطور تبعا للتغيرات الحاصلة في القوة الشرائية الخاصة بالعملتين. كما تؤكد النظرية على أن الدول التي تعاني من معدلات تضخم مرتفعة هي أكثر عرضة لانخفاض قيمة عملاتها، فعلى سبيل المثال:[1] إذا ما بلغ حجم التضخم في دولة A معدلا قدره 10% في حين بلغ 2% في الدولة B، فإن قيمة عملة الدولة الأولى ستنخفض مقارنة بالعملة الثانية بفارق معدلات التضخم التي تبلغ 8% سنويا، وحسب نظرية تعادل القوة الشرائية فإن الفرق بين معدلات التضخم لبلدين اثنين يفسر التطور الحاصل في أسعار صرف عملاتها. ولنفترض أن التضخم الجامح قد أدى الى ارتفاع الأسعار في روسيا بعشرة أضعاف على مدار عام واحد، في حين لم يطرأ أي تغير على مستوى الأسعار في الو.م.أ، و وفقا لنظرية تعادل القوة الشرائية فإنه ينبغي أن تنخفض قيمة RUB بحوالي 99% حتى يتسنى أن يتحقق توازن الأسعار بين كل من السلع الأمريكية والروسية.

1.1 قانون السعر الواحد (the law of one price):

يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية امتدادا لما يسمى قانون السعر الواحد، فإذا كنا أمام دولتين تنتجان سلعة متجانسة ومع افتراض عدم وجود العوائق أمام التجارة الدولية مثل العوائق الجمركية، وعدم وجود تدفقات رأسمالية، و الاقتصاديين يعملان عند مستوى التوظيف الكامل، فإن القانون ينص على أن التدفق الحر للتجارة الدولية سيؤدي الى تساوي أسعار السلع بين الدول. بذلك يكون سعر السلعة في كلا البلدين هو نفسه عندما يعبر عنه بنفس العملة.

ولتبسيط المفهوم نأخذ المثال التالي: نفترض أن تكلفة سعر سلة من السلع الاستهلاكية المشتملة على السيارات، الأحجار الكريمة، النفط، الأغذية،... تبلغ 1000 *USD* بالولايات المتحدة، و 10000 MXN بالمكسيك. فعند سعر صرف *USD/MXN*=100، ستبلغ تكلفة هذه السلة من السلع 100 *USD* بالمكسيك. وبافتراض هذه الأسعار النسبية وتوافر التجارة الحرة بين الدولتين، فمن المتوقع أن تتهافت كل

[1] *Paul A. samuelson ,william D .nordhaus, op cit, p678.*

من الشركات الأمريكية والمستهلكين خارج حدود الدولة للشراء بالأسعار المكسيكية المنخفضة، الأمر الذي سيؤدي الى ارتفاع الواردات من المكسيك وزيادة في الطلب على *MXN*. يفسر ذلك بدوره عن ارتفاع قيمة سعر صرف *MXN* أمام *USD*، الأمر الذي يتطلب الحصول على المزيد من *USD* لشراء نفس الكمية من *MXN*. ونتيجة لذلك سترتفع أسعار السلع المكسيكية وفقا للدولار، على الرغم من عدم تغير الأسعار وفقا للبيزو المكسيكي.

لكن يبقى السؤال المطروح: متى تنتهي تلك العملية؟ في ظل عدم تغير الأسعار المحلية في كلا الدولتين، يتعين أن يهبط سعر صرف *USD/MXN*=10 ، عند هذا السعر سيتساوى سعر سلة السلع الاستهلاكية في كل من السوقين. وفي ظل تلك النسبة يمكن القول بأن للعملتين قوى شرائية متساوية ومتعادلة وفقا للسلع المتبادلة.

فقانون السعر الواحد إذا يشترط تساوي أسعار السلع المتجانسة والمتبادلة بين مختلف الدول، كما يسمح بإيجاد علاقة ما بين الأسعار الداخلية للسلع وأسعار الصرف. ويمكن التعبير عن هذا بالقانون التالي:[1]

$$P_i = E_i \cdot P_i^*$$

P_i:السعر المحلي للسلعة i؛

E_i: سعر الصرف؛

P_i^*: السعر الأجنبي للسلعة i.

من خلال هذه العلاقة يوضح قانون السعر الواحد أن السعر المحلي للسلعة (i) هو نفسه السعر الأجنبي ومنه يمكننا استخراج سعر الصرف من الصيغة السابقة والمعبر عنه بالنسبة مابين الأسعار النقدية للسلعة (i) في كل من الدولة المحلية والأجنبية كالتالي:

$$E = \frac{P_i}{P_i^*}$$

[1] *Henri bourguinat, op cit, p417.*

2.1 مناهج نظرية تعادل القوة الشرائية:

قدمت نظرية تعادل القوة الشرائية ضمن ثلاثة صيغ: الصيغة المطلقة، النسبية والصيغة النقدية.

1.2.1 المنهج المطلق لنظرية تعادل القوة الشرائية *(absolute purchasing power parity)*

طبقا للصيغة المطلقة لمبدأ تعادل القوة الشرائية فان معدل سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما، هي مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر[1]. ويمكن التعبير رياضيا عن هذه الصيغة كمايلي:

$$\boldsymbol{E = \frac{P_i}{P_i^*}} \qquad \textbf{(01)}$$

$\boldsymbol{E}$: سعر الصرف بين عملة البلد المحلي والأجنبي؛

$\boldsymbol{P_i}$ ، $\boldsymbol{P_i^*}$: تشير على التوالي الى مستوى الأسعار لكل من البلد المحلي والأجنبي؛

ومن ثم فإن منطق النظرية هو أن مستوى الأسعار المحلية يتكافأ مع سعر الصرف مضروبا في مستوى الأسعار الأجنبية، فلو فرضنا مثلا أن مستوى الأسعار المحلية في الجزائر يساوي ضعف مستوى الأسعار الأجنبية في بريطانيا، ووفقا للمعادلة رقم (01) فإن سعر صرف التوازن يكون: $\boldsymbol{E = \frac{2(DZD)}{1(GBP)}}$، حيث أن استبدال وحدة واحدة من العملة الأجنبية (GBP) يتطلب وحدتين من العملة المحلية (DZD) وذلك لأن القوة الشرائية لـ GBP تساوي ضعف القوة الشرائية لـ DZD. اجمالا يمكن القول أن سعر الصرف وفق نظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها المطلقة ما هو إلا سعر الصرف الذي يساوي بين القوة الشرائية للعملة الوطنية في كل من السوق المحلية والأجنبي[2].

وتستند نظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها المطلقة الى مجموعة من الشروط[3]:

- ✓ عدم وجود تكاليف نقل؛
- ✓ لا توجد عوائق للتبادل (لا وجود لتعريفات وقيود تعيق حرية تدفق التجارة بين الدول)؛

---

[1] *Redriger Dorunbush, "exchange rate and inflation", Cambridge, USA, 1994, p266.*

[2] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p 174.*

[3] *Henri bourguinat, op cit, p419-420.*

- ✓ سيادة فرضية الاستبدال التام، في عدم وجود تجانس كامل من حيث (السعر، النوعية، الجودة، الشكل) بين السلع المحلية والأجنبية؛
- ✓ المنافسة التامة وعدم وجود تطبيقات الاحتكار (التام، القلة) الذي يؤدي الى اختلاف أسعار السلع في مختلف الدول؛

نلاحظ أن الشروط الأربعة الأولى تتضمن قانون السعر الواحد، حيث يجب أن تكون أسعار السلع المتجانسة والمتاجر بها دوليا واحدة في كلا الدوليتن عند التعبير عنها بنفس العملة. ولكننا نسجل اختلافا بين نظرية *PPA* وقانون السعر الواحد من خلال الشرط الموالي، حيث يطبق قانون السعر الواحد على سلع فردية، في حين تطبق النظرية على المستوى العام للأسعار الذي يعتبر كمؤشر يتكون من أسعار كل السلع الداخلة في السلة المرجعية.

- ✓ إن الأرقام القياسية للأسعار يجب أن تكون لها ترجيحات متماثلة على السلع المكونة للسلات.

2.2.1 المنهج النسبي لنظرية تعادل القوة الشرائية *(relative purchasing power parity)*

اهتمت الصيغة النسبية بطرح تصور أكثر تهذيبا لنظرية تعادل القوة الشرائية من خلال إدراج مؤشر التضخم في تحديد سعر الصرف التوازني، حيث يجب أن يتناسب التغير في سعر الصرف عبر فترة من الزمن مع التغيرات النسبية في الأسعار في كل من الدولتين عبر نفس الفترة من الزمن[1].

فإذا قمنا بكتابة معادلة الصرف المحلي مقارنة بالخارج عند اللحظة (0) اعتمادا على شروط نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة بالشكل التالي:

$$\boldsymbol{E_0 = \frac{\sum \alpha_i P_0}{\sum b_i P_0^*}} \qquad \textbf{(02)}$$

ويمكننا كتابة $\boldsymbol{PI_1}$ و $\boldsymbol{PI_1^*}$ التغير في مستويات الأسعار بين الفترتين (0) و (1) في كل بلد على النحو التالي:

$$\boldsymbol{PI_1 = \frac{\sum \alpha_i P_{i(1)}}{\sum b_i P_{i(0)}}} \qquad \textbf{(03)}$$

[1] *Henri bourguinat, op cit, p420.*

$$PI_1^* = \frac{\sum b_i \, P_{i(1)}^*}{\sum b_i \, P_{i(0)}^*} \qquad (04)$$

بذلك يكون سعر الصرف حسب نظرية تعادل القوة الشرائية النسبية في الفترة (1) على النحو التالي:

$$E_1 = E_0 \frac{PI_1}{PI_1^*} \qquad (05)$$

على العموم يعكس التغير في سعر الصرف حسب نظرية (PPP) النسبية التغير في مؤشرات الأسعار:

سعر الصرف$_{(1)}$= سعر الصرف$_{(0)}$ (مؤشر الأسعار المحلية$_{(\text{الفترة } 1)}$/مؤشر الأسعار الأجنبية$_{(\text{الفترة } 1)}$)

أي عندما تكون عملتين اثنتين معنيتين بالتضخم فان سعر الصرف يساوي سعر الصرف القديم مضروبا في حاصل قسمة درجة معدل التضخم في بلد ما على درجة التضخم في البلد الآخر، فنظرية تعادل القوة الشرائية في صيغتها النسبية تقتضي أن العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر الأسعار تتحقق على أساس وجود تغير[1].

فعلى سبيل المثال إذا افترضنا أنه بين الفترتين (0) و (1) ارتفعت مؤشرات الأسعار الفرنسية (المحلية) بنسبة 50% مقارنة بمؤشرات الأسعار البريطانية (الأجنبية) التي سجلت نسبة ارتفاعا قدره 20%. في حين أن سعر صرف GBP مقابل EUR كان: GBP/EUR=4 خلال الفترة (0). فإن سعر الصرف في الفترة (1) حسب الصورة النسبية يكون كالتالي:$E_1 = 4 \times \frac{150}{120} = 5$ أي: GBP/EUR=5.

3.2.1 المنهج النقدي لنظرية تعادل القوة الشرائية *(PPP monetary approach)*:

ساهم النقديون في ظهور نظرية تعادل القوة الشرائية ***(PPP_m)*** بقالب مختلف وعميق حاول علاج معظم أوجه قصور الصيغتين السابقتين، و أهمها أن معدل الصرف يتحدد من خلال مستوى الأسعار المحلية ***(P)*** ومستوى الأسعار الأجنبية ***(P^*)*** للسلع قابلة للتداول فقط مع افتراض عدم وجود تكاليف نقل وغياب القيود الجمركية وغير جمركية، الذي يمكن التعبير عنه كما يلي:

$$E = \frac{P_T}{P_T^*} \qquad (06)$$

[1] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p 153.*

يكمن الاختلاف عند النقديين هو وصف الأرقام القياسية المستخدمة في حساب سعر الصرف بالاتساع[1]،حيث أن كل بلد ينتج ويستهلك سلعا قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول[2]، و كل نوع يشكل الأسعار النسبية للسلع في كل من الاقتصاد المحلي و الأجنبي مع احتفاظ جوهر التكوين النظري بمبدأ قانون السعر الواحد بالنسبة للسلع القابلة للتداول.

الصيغة النقدية:

لتحديد سعر الصرف عند النقديين نعتبر أن المستوى العام للأسعار المحلية ***(P)*** يشمل على أسعار السلع قابلة للتداول دوليا ***(P_T)*** وأسعار السلع غير قابلة للتداول ***(P_N)*** وفق الصيغة التالية[3]:

$$P = \alpha . P_T + (1 - \alpha)P_N \qquad (07)$$

α: حصة السلع المتداولة من مجموع السلع المنتجة محليا.

كما يمكن التعبير عن مستوى الأسعار الأجنبية (P^*) ينفس الشكل كما يلي:

$$P^* = \alpha^* . P_T^* + (1 - \alpha^*)P_N^* \qquad (08)$$

α^*: حصة السلع المتداولة دوليا من مجموع السلع المنتجة في البلد الأجنبي.

إذا افترضنا أن (β) تشير الى السعر النسبي التوازني للسلع المحلية غير قابلة للتداول الى السلع المحلية قابلة للتداول، و (β^*) الى السعر النسبي التوازني للسلع الأجنبية غير قابلة للتداول الى السلع الأجنبية قابلة للتداول لدينا الصيغتين التاليين:

$$\beta = \frac{P_N}{P_T} \qquad (09)$$

$$\beta^* = \frac{P_N^*}{P_T^*} \qquad (10)$$

---

[1] *سي بول هالـــــود، رونـــــالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 219.*

[2] يكمن السبب وراء وجود سلع غير قابلة للتداول هو وجوب استهلاكها مباشرة عند الشراء وهذا ما يفسر نفقة معاملات مرتفعة جدا اذا رغب مواطن أجنبي في الحصول على خدمة ما من دولة أخرى، وتشمل اجمالا كل السلع التي تتميز بخصائص تتعلق بذوق المستهلك وبطبيعة السلع في حد ذاتها مثل: السكنات، تكاليف النقل،...كما أن أهميتها النسبية تختلف في مستويات أسعار البلدان المتاجرة في السوق العالمية.

[3] *Ronald Macdonald, "**what determines read exchange rates? The long and short of it**". IMF department research, WP 1997, P 6-7.*

بإعادة صياغة المعادلة (09) للتعبير عن السلع المحلية غير قابلة للتداول، و المعادلة (10) للتعبير عن السلع الأجنبية غير قابلة للتداول نحصل على:

$$\boldsymbol{P_N = \beta . P_T} \qquad \textbf{(11)}$$

$$\boldsymbol{P_N^* = \beta^* . P_T^*} \qquad \textbf{(12)}$$

يمكن إذن من خلال تعويض المعادلة (11) و (12) في (07) و (08) على التوالي تحديد مستوى الاسعار بدلالة أسعار السلع قابلة للتداول فقط في كل من الاقتصاد المحلي والأجنبي كما يلي:

$$\boldsymbol{P = \alpha . P_T + (1-\alpha)\beta . P_T}$$

$$\boldsymbol{= P_T(\alpha + \beta(1-\alpha))} \qquad \textbf{(13)}$$

$$\boldsymbol{P^* = \alpha^* . P_T^* + (1-\alpha)\beta^* . P_T^*}$$

$$\boldsymbol{= P_T^*(\alpha^* + \beta^*(1-\alpha^*))} \qquad \textbf{(14)}$$

وإذا رمزنا الى:

$$\boldsymbol{\lambda = \alpha + \beta(1-\alpha)}$$

$$\boldsymbol{\lambda^* = \alpha^* + \beta^*(1-\alpha^*)}$$

بتعويض ($\boldsymbol{\lambda}$) و ($\boldsymbol{\lambda^*}$) في المعادلتين (13) و (14) على التوالي نحصل على مستوى الاسعار المحلية ***(P)*** و مستوى الأسعار الأجنبية ***($\boldsymbol{P^*}$)***:

$$\boldsymbol{P = \lambda . P_T} \qquad \textbf{(15)}$$

$$\boldsymbol{P^* = \lambda^* . P_T^*} \qquad \textbf{(16)}$$

بتعويض المعادلتين (15) و (16) في المعادلة (06) يمكن اعادة صياغة معادلة سعر الصرف كما يلي:

$$\boldsymbol{E = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\lambda^*}{\lambda}} \qquad \textbf{(17)}$$

بعد سلسلة من التحليل الرياضي نحصل على المعادلة (17)[1] التي تبين أن معدل الصرف يتحدد من خلال نسبة مستوى الأسعار المحلية الى مستوى الأسعار الأجنبية، مع أخذ اعتبار الأهمية النسبية للسلع قابلة للتداول ($\boldsymbol{\alpha}$)،($\boldsymbol{\alpha^*}$) من اجمالي السلع المنتجة في الاقتصادين المحلي والأجنبي على التوالي، وكذا

[1] *تختلف المعادلة (17) عن المعادلة (01) والتي تحدد أن معدل الصرف يساوي بين مستوى الأسعار الصرف المحلية والأجنبية ($E=P/P^*$). ومع افتراض أن مستوى الأسعار الأجنبية معطى، فإن المعادلة (17) توضح أن معدل الصرف لا يتحدد فقط بمستويات الأسعار، بل بعوامل أخرى حقيقية. ومن ثم لن يكون معدل الصرف مساويا لنسبة مستويات الأسعار في الاقتصادين (P/P^*) إلا إذا كانت ($\boldsymbol{\lambda}$) و ($\boldsymbol{\lambda^*}$) تساوي الواحد، بمعنى التماثل التام بينهما، وفي حالة عدم تساوي كل منهما مع الواحد فإن E لن يساوي (P/P^*).*

الأهمية النسبية لأسعار السلع غير قابلة للتداول ($\boldsymbol{\beta}$)،($\boldsymbol{\beta}^*$) في الرقم القياسي لمستوى الاسعار في الاقتصادين المحلي والأجنبي على التوالي.

يقوم المنهج النقدي لمعدل الصرف على افتراض ثبات $\frac{\boldsymbol{\lambda}^*}{\boldsymbol{\lambda}}$ على الأقل في الأجل القصير، فيكون التحليل مركزا عند تحليل معدل الصرف على العلاقة بين مستويات الاسعار في الاقتصاد المحلي والأجنبي، وبذلك يمكننا اشتقاق المعادلة (18):

$$\frac{\boldsymbol{dE}}{\boldsymbol{E}} = \frac{\boldsymbol{dP}}{\boldsymbol{p}} - \frac{\boldsymbol{dP^*}}{\boldsymbol{P^*}} \qquad \textbf{(18)}$$

تعتبر المعادلة (18) أساسية فهي تعكس التغير في معدل الصرف التوازني عندما تتباين معدلات التضخم بين الاقتصاد المحلي والأجنبي. كذلك مع افتراض ثبات العوامل الحقيقية ($\boldsymbol{\lambda}$) و ($\boldsymbol{\lambda}^*$) التي تؤثر على معدل الصرف فإنها لن تؤثر على معدل الصرف التوازني في الأجل الطويل.

تعرف العلاقة التي تربط بين معدل التضخم وتغير معدل الصرف بسعر الصرف الحقيقي ***(RER)*** والذي يمكن الحصول عليه عن طريق اعادة صياغة المعادلة (06) كمايلي:

$$\boldsymbol{RER} = \boldsymbol{E}\frac{\boldsymbol{P_T^*}}{\boldsymbol{P_T}} \qquad \textbf{(19)}$$

من المعادلة أعلاه نلاحظ أن معدل التضخم أو الأسعار النسبية تؤثر على معدل الصرف الحقيقي التوازني، وبفرض أن معدل التضخم في الاقتصاد المحلي يفوق مثيله في الاقتصاد الأجنبي، فإن السعر النسبي للسلع الأجنبية الى السلع المحلية (p/p^*) سوف ينخفض عن ذي قبل، وطبقا للمعادلة (19) لن يظل **RER** ثابتا إلا إذا تم رفع معدل الصرف الاسمي (**E**) بنفس مقدار انخفاض (p/p^*). و بالتالي فإن شرط انطباق المنهج النقدي لتحديد معدل الصرف هو ثبات معدل الصرف الحقيقي، حيث تعكس تغيرات معدل الصرف التغيرات في معدلات التضخم لمختلف الدول عبر الزمن.

نجد من خلال المعادلة (19) أيضا أن معدل الصرف الحقيقي يعكس مقدار ما يستورده الاقتصاد المحلي مقابل ما يقوم بتصديره من السلع المحلية، بمعنى أنه يقيس القوة الشرائية للسلع المحلية، وبالتالي فما

هو إلا مقلوب معدل التبادل الدولي ***(terme of trade)*** للاقتصاد المحلي ($\frac{P_T}{E.P_T^*}$)، بصورة أخرى فهو يعكس معدل التبادل الدولي للاقتصاد الأجنبي[1].

3.1 التطبيق العملي لنظرية تعادل القوة الشرائية [أثر الإنتاجية المتحيزة]:

من الناحية التجريبية وعند محاولة تطبيق مبدأ تعادل القوة الشرائية في حساب سعر الصرف الثنائي بين دولة متقدمة وأخرى متخلفة لوحظ وجود انحراف منتظم بين اسعار الصرف الثابتة الاسمية و أسعار الصرف الحقيقية، وتعرف هذه المشكلة ـ عكس استنتاجات نظرية ***(PPP)*** ـ[2] باسم فرضية ***"Balassa-Samuelson thesis"***، التي تحاول تفسير سبب تحسن سعر الصرف الحقيقي بالاقتصاديات التي تتميز بنمو في معدل الانتاجية الخاص بها[3].

لقد قام كل من ***"Paul Samuelsn - Bela Balassa"*** بناء نظرية على خلفية ما لاحظاه عام (1964) أن هناك انخفاضا محسوسا في الأسعار النسبية للسلع قابلة للتداول وغير قابلة للتداول في الدول المتخلفة عنها لدى الدول المتقدمة، بينما تتعادل أسعار السلع القابلة للتداول عند القياس بعملة مشتركة. ويكمن السبب وراء هذا التفاوت في أن الانتاجية لدى الدول المتخلفة أقل مقارنة بالدول المتقدمة وهذا في قطاعات السلع القابلة للتداول، بينما الاختلاف في معدل انتاجية بين الدول في السلع غير القابلة للتداول فهو مهمل. فإذا كانت أسعار السلع المتبادلة متماثلة في كل الدول، فإن الانتاجية الضعيفة في الدول المتخلفة في القطاعات المنتجة للسلع القابلة للتداول يستلزم تسجيل ضعف في الأجور مقارنة بما هي عليه الدول المتقدمة وكذلك ضعف تكاليف الانتاج بالنسبة للسلع غير القابلة للتداول وهذا ما يفسر انخفاض أسعار هذه الأخيرة[4]. ومن وجهة نظر الدول المتقدمة، ومع تواجد خاصية الانتاجية المرتفعة للعمل في

---

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص33.

[2] يقتضي مبدأ تعادل القوة الشرائية بأن تحويل JPY (عملة اليابان كدولة متقدمة) على أساس سعر الصرف الاسمي لتعادل القوة الشرائية يجب أن يقوم بشراء نفس المقدار من السلع والخدمات في كلا من اليابان وبلد آخر متخلف، هذا عكس ما تم ملاحظته من طرف بالاسا وساموبلسن في أن تحويل مقدار معين من JPY الى العملة المحلية لدولة متخلفة طبقا لسعر الصرف الاسمي سوف يمكنه من شراء سلة أكبر من السلع والخدمات قياسا الى ما يمكن أن يشتريه مقدار JPY في السوق المحلية اليابانية، وهذا ما يفسر كذلك وجود علاقة طردية بين مستويات الأسعار والمداخيل.

[3] Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p 160.

[4] سي بول هالـــوود، رونـــالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 225./ مقارنة نصيب الفرد من الدخل لا يكون من خلال تحويلات سعر الصرف الاسمي حيث أن هذا الاخير لا يعكس القوة الشرائية الحقيقية للعملات وبدلا من ذلك يجب أن تكون مقارنة نصيب الفرد من الدخل بين الدول المتخلفة باستخدام سعر الصرف الحقيقي أي حساب أسعار سلع والخدمات الواردة في الرقم القياسي للأسعار الامريكية على أساس الاسعار المحلية السائدة في الدول المتخلفة.

قطاع السلع قابلة للتداول، فانه سيكون هناك أسعار مرتفعة للسلع غير قابلة للتداول وبالتالي مستويات أسعار اجمالية أكثر ارتفاعا.

بافتراض أن سعر الصرف الاسمي يتحدد من خلال الأسعار النسبية للسلع قابلة للتداول وغير قابلة للتداول (أسعار السلع غير قابلة للتداول لا تتعادل بواسطة آلية التجارة الدولية ولكنها مرتفعة نسبيا في الدول المتقدمة فقص الشعر مثلا يكلف في الو.م.أ **USD10** مقارنة بالبرازيل الذي يعادل **USD1**)، فإن نظرية تعادل القوة الشرائية سوف تتنبأ بسعر صرف أقل من قيمته بالنسبة للدول المتقدمة التي تكون عملتها ذات قوة شرائية أكبر لسلة واسعة من سلع الدول المتخلفة التي تسجل سعر صرف أعلى من قيمته، ومع اتجاه المستوى العام للأسعار لأن يصبح أكبر مما هو متوافق عليه مع نظرية تعادل القوة الشرائية فان سعر الصرف الحقيقي سيتحسن[1].

كنتيجة يمكن من خلالها اثبات عدم صحة افتراض نظرية تعادل القوة الشرائية القائم على عدم ثبات سعر الصرف الحقيقي عبر الزمن، فوجود اختلاف محسوس في مستويات الانتاجية بين الاقتصاديات سيؤدي (بفعل تواجد السلع غير قابلة للتداول) الى تغيرات في سعر الصرف الحقيقي، أي أن الصدمات الحقيقية تفسر بشكل لافت التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف الحقيقية.

4.1 انتقادات النظرية

تعتبر نظرية تعادل القوة الشرائية من أهم النظريات المفسرة لتطور سعر الصرف في المدى المتوسط والبعيد، كما يعتبر نموذج تعادل القوة الشرائية أحد المدخلات الأساسية في النماذج الأخرى لتحديد سعر الصرف، إلا أنها لا تخلو من طرح بعض القضايا العالقة التي تبرز عند اجراء اختبارات واقعية للنظرية في شرح بعض تغيرات أسعار الصرف ومن بينها:

1. تتأثر الاختبارات الواقعية لنظرية تعادل القوة الشرائية بثلاثة مكونات أساسية:

✓ المستوى العام للأسعار: حيث أن نظرية تعادل القوة الشرائية تتعرض للكثير من النواقص التي تكمن في حساب هذه الأسعار، من حيث صعوبة تركيبها، فالكثير من السلع لا تدخل ضمن نطاق التجارة الدولية وبالتالي فإن أسعارها لا تؤثر على تحركات أسعار الصرف. إضافة الى أن تقدير نظرية تعادل القوة

[1] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p 160.*

الشرائية بواسطة أسعار الاستهلاك (الأكثر استخداما بسبب توافرها) يمكن أن ينجر عنه اختلالات بسبب الفروقات الموجودة بين مختلف القطاعات من حيث الانتاجية والتضخم؛

✓ سنة الأساس: من الناحية النظرية يتم تحديد سنة الأساس التي يتساوى فيها سعر صرف السوق مع قيمة السعر المستنتج من نظرية (*PPP*). أما عمليا فإنه من غير المؤكد أن يكون سعر الصرف المأخوذ كأساس للانطلاق هو سعر التوازن، حيث يمكن أن يكون مقوما أعلى أو أقل بالنظر الى نظرية (*PPP*)، ما يساهم في تغيير النتائج حيث تنقل النظرية كل الأخطاء الواردة في السعر القديم الى السعر الجديد؛

✓ الدول: تتحقق فرضيات نظرية PPP مع الدول المتقدمة والمتماثلة من حيث البنية الاقتصادية ومستوى التقدم؛

2. تتعلق نظرية تعادل القوة الشرائية بجزء من ميزان المدفوعات وهو ميزان العمليات الجارية، في حين أن سعر الصرف يتأثر بمكونات الميزان الأخرى كالعمليات المتعلقة بالأصول المالية، هذا ما يفسر قصرها في تقديم توقعات قصيرة المدى حول تحركات أسعار الصرف؛

3. أهملت النظرية تأثر الميزان التجاري وميزان المدفوعات بعناصر أخرى غير الأسعار، خاصة مرونة الطلب بالنسبة للدخل والأسعار وكذا مرونة الصادرات والواردات لنفس المتغيرين[1]؛

4. لا يقتصر تحديد سعر الصرف على التغير في القدرة الشرائية للعملة، بل يتجاوز ذلك الى تأثير عوامل أخرى على تغيرات أسعار الصرف منها: سلوك المستهلكين (وفق معايير الأذواق، التقاليد، القيم والمستوى الثقافي)، وكذا ظهور السلع البديلة؛

5. أشار "Keynes" في انتقاده لنظرية (*PPP*) في أنها تجاهلت نفقات نقل البضائع وشحنها من دولة لأخرى، وكذا وجود أثر للرسوم الجمركية على سعر الصرف حيث أن لها تأثيرا مباشرا على حجم الصادرات والواردات[2].

[1] عبد المجيد قدي، **"المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية"**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص119.

[2] مدحت صادق، **" النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"**، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1997، ص131.

6. هناك مشكل التمييز بين المتغير التابع من المتغير المستقل، حيث أن نظرية (*PPP*) تفترض أن مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع، في حين نلاحظ أن التغيرات في أسعار الصرف تحدث تغيرات في مستوى الأسعار.

ثانيا: نظرية الأرصدة [منهج ميزان المدفوعات]

تمثل المعلومات المستمرة عن ميزان المدفوعات التي تخص كل الصفقات الاقتصادية بين مقيمي دولة ما والدول الأخرى، فائدة مهمة في تفسير مستوى سعر الصرف، و يركز نموذج الأرصدة في أساسه على النتيجة النهائية لميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف.

مضمون النظرية يقوم على أساس أن القيمة الخارجية للعملة (مستوى سعر الصرف) تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغير (فائض/عجز)، فإذا حقق ميزان مدفوعات دولة ما عجزا (رصيد سالب) فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهو ما يقود الى، مع ثبات بقية العوامل، انخفاض قيمة العملة المحلية في سوق الصرف، ويحدث العكس عند حدوث فائض (رصيد موجب) في ميزان الدفوعات أي ارتفاع قيمة العملة الوطنية في سوق الصرف.

من أجل تفسير تطور سعر الصرف نهتم أولا بميزان العمليات الجارية وبالأخص أرصدة التجارة الخارجية، مع ثبات العوامل الأخرى، فإذا حقق هذا الأخير عجزا فإن هذا يؤدي الى انخفاض العملة المحلية مقارنة بالعملات الأخرى المستخدمة في المبادلات، ويكون العكس عند حدوث الفائض، حيث تعرف العملة المحلية تحسنا نتيجة تفوق رصيد العملات الأجنبية الواردة الى البلد عن الصادرة عنه. يصل سعر الصرف الى المعدل الأمثل عندما يستقر رصيد ميزان العمليات الجارية[1].

رغم سهولة تطبيق العلاقة بين سعر الصرف وميزان العمليات الجارية، إلا أنها ليست بالضرورة محققة دائما، فعلى سبيل المثال خلال سنوات 1998 و2001 عرف الميزان التجاري للو.م.أ عجزا حادا مع شريكه التجاري اليابان لكن في المقابل ارتفعت قيمة USD مقارنة بـ JPY. هذه الظاهر تنافي نتائج نظرية الأرصدة التي تقضي بأن يكون هناك انخفاض في قيمة USD. ويعود السبب الى في تفسير هذا التناقض الى عدم

[1] *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, "**finance international, marches des changes et gestion des risques financiers**", op cit, p77.*

الأخذ بعين الاعتبار التدفقات المالية التي تستطيع أن تعوض الأثر الايجابي أو السلبي لرصيد العمليات التجارية. فالفروقات التي سجلتها معدلات الفائدة بين الو.م.أ واليابان ساهمت في تعديل العجز في الميزان التجاري الامريكي وارتفعت من خلاله قيمة العملة الأمريكية. وبذلك لا يمكن النظر الى رصيد العمليات الجارية بمعزل عن التدفقات المالية التي يمكن أن تعكس النتائج التي تم استنتاجها.

يضم الرصيد المالي كل أرصدة العمليات الخارجية، حساب رأس المال، الاستثمارات المباشرة، إذ يستعمل هذا الرصيد كذلك كأداة لتفسير تطور سعر الصرف، فعندما يسجل هذا الحساب رصيدا موجبا فإن سعر الصرف سوف يرتفع، والعكس صحيح.

يعتبر الكتاب أن فترة الحرب العالمية الأولى كانت مؤشرا على صحة النظرية لأن قيمة المارك الألماني لم تتأثر رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستويات الأسعار، والسبب في ذلك هو توازن الميزان التجاري لألمانيا بالشكل الذي يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها، أي لم يكن هناك رصيد دائن أو مدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للمارك[1].

المطلب الثاني: المقاربة النقدية لتحديد سعر الصرف

تستمد المقاربة النقدية منهجها النظري من نظرية ميزان المدفوعات التي تنسب الى الاقتصادي D-Hume حين انتقد التجاريين خلال القرن الثامن عشر في تركيزهم على الفائض التجاري كهدف للاقتصاد السياسي. وأعاد G-Cassel بداية العشرينيات (1921) النظر في هذه الوجهة، حيث قام بالربط بين نظرية تعادل القوة الشرائية والعلاقة التي انتقدها على Hume للتجاريين، على سياستهم التجارية التي تعتبر أن الفائض التجاري الخارجي من الذهب يؤدي بالضرورة الى حدوث التضخم الذي يؤدي بدوره الى تدني المنافسة بين الدول بارتفاع الأسعار ومنه تعديل الموازين التجارية، وهذا الربط بين النظريتين كان على أساس فرضية أن تكون نظرية تساوي القدرة الشرائية ليست ناتجة عن قانون السعر الواحد الذي ينطبق على السلع فرديا بل هو راجع الى تساوي القدرة الشرائية بين عملتين، هذا يعني أن العملة التي تكون أقل قيمة مقارنة بالعملات الأخرى، يكون الطلب عليها أكثر (كونها تؤدي الى اقتناء سلع اكثر من غيرها من العملات). وتؤول قيمة العملة تدريجيا الى الارتفاع حتى تتحقق نظرية تعادل القوة

[1] عبد المجيد قدي، **"المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية"**، مرجع سبق ذكره، ص123-124.

الشرائية مع مرور الوقت.

بذلك يكون الهدف الأساسي للمقاربة النقدية هو تبيان أن ميزان المدفوعات هو ظاهرة نقدية في اقتصاد عالمي نقدي وكنتيجة لذلك يصبح كذلك سعر الصرف ظاهرة نقدية خالصة.

النموذج النقدي الأساسي

من الملاحظ أن السياسة النقدية قد مارست تأثيرا كبيرا على سعر الصرف خلال سنوات سبعينيات، حيث ارتبطت القيمة المرتفعة للدولار بتعويمه في 1973 وإتباع سياسات نقدية انكماشية، في حين أن انخفاضه في الفترة ما بين 1978-1988 يعزى الى تطبيق الو.م.أ لسياسة نقدية توسعية، ثم عادت قيمة الدولار للارتفاع بقوة بداية الثمانينيات نتيجة تبني سياسة نقدية مقيدة. والسؤال المطروح هنا: كيف تمارس السياسة النقدية تأثيرها على معدلات الصرف والى أي مدى؟. تتم الإجابة على هذا السؤال في ظل المنهج النقدي الذي يؤكد على دور السياسة النقدية على مستوى الاقتصاد القومي في تحديد كل من معدل التضخم والصرف في الأجلين الطويل والقصير، ويعتبر كذلك أن عرض النقود والطلب عليها من المحددات الرئيسية لسعر الصرف.

وتنقسم النماذج النقدية الى صنفين:

1. الأول له علاقة طويلة المدى، مع وجود مرونة تامة للأسعار حيث يتم تعديل المتغيرات عند مستوى قيمتها التوازنية بدون وجود مهلة لذلك؛
2. أما الثاني فهو نموذج التعديل الزائد الذي يعتبر أن تعديل ووصول المتغيرات الى قيمتها التوازنية يتأخر قليلا لأن بعض الأسعار تعتبر ساكنة على المدى القصير.

ويقوم المنهج النقدي الأساسي على مجموعة من الافتراضات:

- ينتقل تأثير تغيرات السياسة النقدية الى معدل الصرف عبر قناة تعادل القوة الشرائية (أي تحقق نظرية تعادل القوة الشرائية)[1]؛
- تحكم السلطات في الكتلة النقدية؛
- حركة تامة لرؤوس الأموال؛

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص236.

- الأصول المالية المحلية والأجنبية ذات بدائل كاملة، في حين يكون غير ذلك بالنسبة للأصول النقدية.

أولا: النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة:

تنطلق الفكرة الأساسية للنموذج من أن أسعار الصرف تابعة للقيمة الجارية للاحتياطات النقدية (الأجنبية والمحلية)، ولمحددات الطلب على النقود وبالأخص للدخل ومعدلات الفائدة (المحلية والأجنبية). كما أنه يهدف الى تبيان كيفية تأثير التغير في عرض و طلب النقود على أسعار الصرف بأسلوب مباشر أو غير مباشر[1].

1.1 بناء معادلات النموذج:

تنطلق عملية بناء النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة وفق الفرضيات التي يقوم عليها النموذج كمايلي[2]:

- الفرضية الأولى (*H1*):

مرونة الأسعار في البلدين محل الدراسة، يتم الانتاج في حالة التشغيل التام، اضافة الى تحقق نظرية تعادل القدرة الشرائية، وبالتالي تعطى صيغة سعر الصرف بالعلاقة التالية:

$$\boldsymbol{E_t = P_t - P_t^*} \qquad \textbf{(01)}$$

حيث:

$\boldsymbol{E_t}$: لوغاريتم سعر الصرف الأسمي؛

$\boldsymbol{P_t}$: لوغاريتم مستوى الاسعار المحلية؛

$\mathbf{P_t^*}$: لوغاريتم مستوى الأسعار الأجنبية.

وبما أن نظرية تعادل القدرة الشرائية محققة فإن انخفاض مستوى الأسعار في الخارج يؤدي الى ارتفاع سعر الصرف حتى نحافظ على المساواة (التعادل).

- الفرضية الثانية (*H2*):

الطلب على النقود عبارة عن دالة مستقرة عبر الزمن في البلدين محل الدراسة، حيث يتوقف حجم الطلب على النقود على مستوى الأسعار (P)، الدخل (Y_t)، الكتلة النقدية (M_t) وعلى معدل

[1] محمد ناظم محمد حنفي، *"مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات"*، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 1999، ص134.

[2] *Henri bourguinat, op cit, p461.*

الفائدة الاسمي(i_t). ويكون للطلب على النقود علاقة طردية مع الدخل الحقيقي، وعكسية مع سعر الفائدة كما هو مبين في العلاقة الرياضية لدالة الطلب على النقود في البلدين:

$$m_t - p_t = \phi y_t - \lambda i_t \qquad \phi i \lambda > 0 \qquad (02)$$

$$m_t^* - p_t^* = \phi y_t^* - \lambda i_t^* \qquad \phi i \lambda > 0 \qquad (03)$$

حيث:

m_t، m_t^*: لوغاريتم الكتلة النقدية المحلية والأجنبية على التوالي؛

y_t، y_t^*: لوغاريتم الدخل الحقيقي؛

i_t، i_t^*: لوغاريتم سعر الفائدة الاسمي.

وتعطى المعادلة المحددة لسعر الصرف في كلا البلدين بالعلاقة التالية:

$$E_t = (m_t - m_t^*) - \phi(y_t - y_t^*) + \lambda(i_t - i_t^*) \qquad (04)$$

- الفرضية الثالثة ($H3$):

تتوازن أسواق النقود عن طريق أسعار الفائدة أي أنه توجد حرية تامة في انتقال رؤوس الأموال (لا توجد رقابة على الصرف) اضافة الى قابلية الإحلال بين رؤوس الأموال بين البلدين، الأمر الذي يسهل التوازن عند وجود الاختلالات في موازين المدفوعات، هذه الفرضيات تجعل من تساوي أسعار الفائدة غير المغطاة محققة وبالتالي نكون أسعار الفائدة بين البلدين معطاة بالعلاقة التالية:

$$\dot{E}_{t+1}^a + i_t^* = i_t \qquad (05)$$

$\dot{E}_{t+1}^a$: نسبة الانخفاض المتوقع في للصرف والتي تعرف بالشكل التالي:

$$\dot{E}_{t+1}^a = E_{t+1}^a - E_t \qquad (05')$$

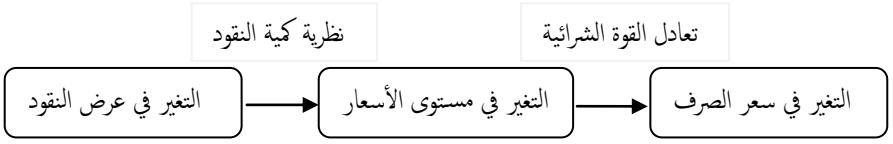
وبتعويض المعادلة $(05')$ ضمن المعادلة **(04)**، بعد التعديل نحصل على معادلة الصرف بدلالة الطلب على النقود، الدخل الحقيقي ومعدل انخفاض سعر الصرف المتوقع:

$$E_t = (m_t - m_t^*) - \phi(y_t - y_t^*) + \lambda(\dot{E}_{t+1}^a) \qquad (06)$$

2.1 تحديد سعر الصرف

في النموذج النقدي يعتبر العرض المحلي للنقود كمحدد للمستوى المحلي للأسعار، وحسب نظرية تعادل القوة الشرائية يتحدد سعر الصرف عن طريق العرض النسبي للنقود (أي عرض النقود في كلا البلدين) كما هو موضح في الشكل (1.2).

الشكل (1.2): الأثر المباشر للتغير في عرض النقود في النموذج النقدي للأسعار المرنة على تحديد سعر الصرف



المصدر: محمد ناظم محمد حنفي، "**مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات**، مرجع سبق ذكره، ص135.

من خلال المعادلة النقدية الأساسية لسعر الصرف (04) التي تبين أن معدل الصرف التوازني مرتبط بالفوارق النسبية بين كميات النقود التي تدور في الاقتصادين، الدخول الحقيقية وكذا معدلات الفائدة. وبافتراض حدوث صدمة خارجية على مستوى المحددات الثلاث المذكورة (عرض النقود، الدخل الحقيقي ومعدل الفائدة المحلي)، مع بقاء المتغيرات الأجنبية ثابته، يمكننا أن نستنتج ثلاث خلاصات أساسية للنموذج النقدي[1]:

- يؤدي ارتفاع عرض النقود المحلي الى ارتفاع المؤشر العام للأسعار المحلية، وتدهور في قيمة العملة المحلية، وهذا ما تقوم عليه نظرية **(PPP)**. و مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، يتحدد سعر الصرف عن طريق كمية النقود المتداولة و المصدرة من قبل السلطات النقدية؛
- يؤدي ارتفاع الدخل الحقيقي (الانتاج) المحلي الى وجود ارتفاع (فائض) في مستوى الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، الذي يتم امتصاصه عن طريق خفض المستوى العام للأسعار المحلية، وبالتالي تتحسن قيمة العملة المحلية كما تقضي بذلك نظرية (**PPP**)؛

يفسر النقديون نتيجتهم هذه على أن ارتفاع الدخل الحقيقي المحلي نتيجة حدوث صدمة خارجية حقيقية مثلا تتمثل في مكاسب الانتاجية في قطاع السلع قابلة للتداول التي تؤدي الى ارتفاع الطلب، على

[1] *Henri bourguinat, op cit, p462.*

ضرورة زيادة الصفقات لأجل تحصيل أرصدة نقدية حقيقية. مع وجود عرض نقدي ثابت،يظهر أنه سيكون هناك انخفاض مباشر في مستوى الأسعار من أجل الدفع بارتفاع الأرصدة النقدية الحقيقية المحصلة وهذا بهدف إعادة التوازن لسوق الصرف. كما تقضي نظرية (**PPP**) سيرافق هذا الانخفاض الآني في الأسعار المحلية، تحسن آني في قيمة العملة المحلية. هذا الاستنتاج يتناقض مع ما نلاحظه عند ربط تطور سعر الصرف مع دخول وخروج العملات الأجنبية، حيث أن ارتفاع الدخل الحقيقي يتولد عنه (عن طريق ارتفاع حجم السلع المستوردة) عجز تجاري سيؤدي الى تدهور قيمة العملة المحلية.

- يؤدي ارتفاع معدل الفائدة المحلي (ارتفاع تكلفة حيازة النقود)، الى انخفاض الطلب على النقود، ووجود فائض في عرض الأرصدة النقدية الحقيقية، الذي يتم امتصاصه عن طريق ارتفاع المستوى العام للأسعار المحلية. ما سيؤدي الى تدهور قيمة العملة المحلية، كما تقضي بذلك نظرية (**PPP**) أيضا.

تسجل النتيجة الثالثة تناقضا أيضا، بسبب أن ارتفاع معدل الفائدة المحلي قد صاحب تدهور في قيمة العملة المحلية، وهو ما يتناقض مع ما جاء به نموذج الكنيزيون الجدد لـ "***Mundell-Fleming***" الذي يعتبر أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية هو حافز لدخول رؤوس الأموال وبالتالي تحسن قيمة العملة المحلية.

3.1 النموذج النقدي في ظل التوقعات الرشيدة:

يتمثل اسهام النموذج النقدي في ظل التوقعات الرشيدة في توضيح أن سعر الصرف لا يتحدد فقط بواسطة المتغيرات الأساسية (الكتلة النقدية، الدخل الحقيقي)، لكن أيضا عن طريق التوقعات العقلانية لهذه المتغيرات. فإذا افترضنا مثلا زيادة العرض النقدي المحلي بنسبة (**X**)، فإن ذلك يؤدي الى زيادة متوقعة في العرض النقدي المحلي بنسبة أكبر من (**X**) مستقبلا. أي أن معدل الصرف ينخفض بنسبة أكبر من (**X**) في الفترة الأولى نتيجة زيادة عرض النقود بنسبة (**X**). ويمكن تفسير ذلك طبقا للمنهج النقدي للسعر المرن من خلال أثرين على معدل الصرف، حيث تؤثر الزيادة في عرض النقود بشكل مباشر على معدل الصرف نتيجة لاختلاف معدل التضخم المحلي عن الخارجي ($\boldsymbol{P_t - P_t^*}$). ويتأثر معدل الصرف بشكل غير مباشر من خلال توقعات نمو النقود مستقبلا ($\boldsymbol{m_t - m_t^*}$)، ويؤثر الأخير

على توقعات التضخم مستقبلا، الذي يؤثر بدوره على تغير أسعار الفائدة في الأجل الطويل، بما يؤدي الى تغير الطلب المحلي الحقيقي على النقود ويؤثر بالطبع على معدل الصرف.

نظرا لأهمية التوقعات ومدى رشادتها في المنهج النقدي، لدينا المعادلة (05)[1]:

$$\boldsymbol{E_t = (m_t - m_t^*) - \phi(y_t - y_t^*) + \lambda(\dot{E}_{t+1}^a)} \qquad \textbf{(06)}$$

بتعويض معادلة انخفاض سعر الصرف التالية:

$$\mathbf{E_{t+1}^a - E_t = i_t - i_t^*} \quad / \quad \boldsymbol{\dot{E}_{t+1}^a = E_{t+1}^a - E_t}$$

يمكننا تحديد القيمة الأساسية لسعر الصرف في النموذج النقدي كالتالي:

$$\boldsymbol{E_t = (m_t - m_t^*) - \phi(y_t - y_t^*) + \lambda(E_{t+1}^a - E_t)} \qquad \textbf{(07)}$$

ويمكننا إعادة صياغة المعادلة (07) لتأخذ الشكل التالي:

$$\boldsymbol{E_t = (1+\lambda)^{-1}(m_t - m_t^*) - (1+\lambda)^{-1}\phi(y_t - y_t^*) + (1+\lambda)^{-1}\lambda(E_{t+1}^a - E_t)} \qquad \textbf{(08)}$$

مع افتراض رشادة التوقعات، فإن مزيدا من التكرار يجعل وضع المعادلة (08) في شكل الحل الآجل كمايلي:

$$\boldsymbol{E_t = (1+\lambda)^{-1} \sum_{i=0}^{\infty} \left[\frac{\lambda}{1+\lambda}\right]^i [(m_{t+i}^a - m_{t+i}^{*a}) - \phi(y_{t+i}^a - y_{t+i}^{*a})]} \qquad \textbf{(09)}$$

تشير المعادلة (09) أن سعر الصرف مرتبط بنمو مستقبلي للكتلة النقدية والدخل لكلا البلدين محل الدراسة.

4.1 نقد النموذج:

إن النتائج التي توصل اليها النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة تقدم شرحا جيدا للعوامل التي تتحكم في مستوى الصرف في حالات خاصة مثل حالات التضخم الجامح. فقد أثبتت الدراسة التي قام بها "**Jacob frankel**" عن طور معدل صرف المارك الألماني خلال فترة التضخم الجامح التي شهدها الاقتصاد الألماني (1920-1923) باستخدام بيانات شهرية (فيفري - نوفمبر) وجود علاقة قوية بين زيادة عرض النقود وتدهور قيمة المارك.

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص 248،247.

غير أن هذا النموذج تعرض لعدة انتقادات أهمها[1]:

- افتراض النموذج سريان نظرية تعادل القوة الشرائية على الدوام في مختلف الآجال (القصير، المتوسط والطويل)، وهو مالم تؤيده معظم الدراسات التطبيقية، التي تشير الى عدم انطباق نظرية (**PPP**) في الأجلين القصير والمتوسط، وإن أيدت انطباقها في الأجل الطويل؛
- افتراض مرونة الأسعار دائما، وهو ما يخالف الواقع أيضا ولا يتحقق دائما؛
- استقرار دالة الطلب على النقود، وكذا الأهمية الكبيرة المقتصرة على المتغيرات النقدية، في حين تبين الاختبارات التجريبية عكس ذلك.

من ثم يمكن القول أن النموذج النقدي للسعر المرن يصلح لدراسة وتحليل محددات سعر الصرف في الأجل الطويل فقط، وفي الحالات التي تتسم بالتضخم الجامح، حيث ترتفع مرونة الأسعار فعليا، إلا أن النموذج النقدي للسعر المرن يعجز عن تحديد معدل الصرف في الأجل القصير، حيث تتقلب الأسعار بشدة في المدى القصير، بمعنى دراسة تطورات معدل الصرف يوميا أو أسبوعيا أو شهريا. فلا يمكن ارجاع هذه التقلبات الى تغيرات مستويات الأسعار أو الى تغيرات كمية النقود المعروضة، لأنهما لا تتغيران بنفس السرعة.

ثانيا: النموذج النقدي ذو الأسعار غير المرنة

لقد كان من بين الانتقادات الموجهة للنموذج النقدي ذو الأسعار المرنة هو أن نظرية تعادل القوة الشرائية غير محققة بصفة دائمة، خاصة في العشرية الأولى لنظام الصرف المرن. لذلك بادر كل من ***Dornbusch*** (1976) و ***Frankel*** (1979) الى استحداث نموذجين أكثر صلابة وثباتا في تعديل النظام الإقتصادي، يعتمدان على الأسعار غير المرنة.

1. نموذج *Dornbusch*:

إن نموذج **Dornbusch** هو محاولة اصلاح بين النموذج النقدي والملاحظات الواقعية، حيث يعرض ديناميكية لسعر الصرف لها خصائص التوازن في المدى الطويل للنموذج النقدي، بينما ينحرف في المدى القصير كل من: سعر الصرف الاسمي (وكذا سعر الصرف الحقيقي بفعل صلابة الأسعار) ومعدل

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص 248، 249.

الفائدة عن مستواهم للمدى الطويل. بصيغة اخرى ينتج عن التغيير الحاصل في مستوى العرض الاسمي للنقود، تغير على مستوى العرض الحقيقي بسبب صلابة بعض الأسعار. مما يحدث آثارا حقيقية خاصة على مستوى سعر الصرف. من خلال هذا يقوم مفهوم التعديل الزائد على الفكرة التالية: تبتعد بعض المتغيرات عن مستواها التوازني للمدى الطويل من أجل تعويض بطء استجابة وتصحيح متغيرات أخرى خاصة أسعار السلع.

يقوم النموذج على اقتصاد صغير مفتوح مع وجود حركة تامة لرؤوس الأموال. كما يعتبر معدل الفائدة الأجنبي متغيرا خارجيا. ولأجل تبسيط الدراسة نهمل الجانب الحقيقي للنموذج ونحتفظ بفرضية أن الإنتاج في مستوى التشغيل الكامل للعمالة.

1.1 معادلات النموذج:

يعمل النموذج وفق مايلي[1]:

- ينطلق ***Dornbusch*** في نموذجه من سوق الأوراق المالية، حيث أوضح أن سعر الفائدة المحلي (i) على الأصول سوف يزيد (ينخفض) عن سعر الفائدة الأجنبي (i^*) بمقدار معدل الانخفاض (الارتفاع) المتوقع لقيمة العملة x أي:

$$\boldsymbol{i = i^* + x} \qquad \textbf{(01)}$$

$$\boldsymbol{i = i^* + \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}} \qquad \textbf{(02)}$$

حيث يعكس المقدار ($\frac{e_{t+1}-e_t}{e_t}$) المعدل المتوقع لتغير معدل الصرف في نموذج ***Dornbusch***، فإذا كانت النتيجة موجبة فهو يعكس المعدل المتوقع لارتفاع سعر الصرف، والعكس حينما يكون المقدار سالبا.

تعكس المعادلة (02) شرط التوازن في سوق المال في حالة تجانس الأصول المحلية والأجنبية من حيث المخاطر والآجال من جهة، فضلا عن الحرية الكاملة لتنقل رؤوس الأموال من جهة أخرى. كما تبين كذلك مدى تباين مقدار معدل الصرف الحاضر عن المعدل المتوقع في حال اختلاف سعر الفائدة المحلي

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص253-261.

عن الأجنبي، يعني ذلك أن معدل الصرف المتوقع يعتبر الدعامة التي يرتكز عليها سعر الصرف الحاضر. والسؤال المطروح: ماهي محددات سعر الصرف المتوقع؟.

- يبني ***Dornbusch*** إجابته على أن الأفراد يقومون بتكوين توقعاتهم حول معدل الصرف الحقيقي بشكل عقلاني، وأوضح أن تكوين التوقعات يتمثل في أن معدل الانخفاض المتوقع لمعدل الصرف قصير الأجل (e_s) عن معدل الصرف طويل الأجل (e_L) هو نسبة الاختلاف بين السعرين، أو معامل تعديل يؤخذ كمعلمة θ اي أن:

$$x = \theta(e_L - e_S) \qquad (03)$$

- بناءا على فرضيات النموذج فإن سعر الصرف المتوقع e_{t+1} ما هو إلا سعر الصرف طويل الأجل e_L، والذي يتحدد عن طريق نظرية تعادل القوة الشرائية، ومن ثم يمكن كتابة المعادلة (02) كمايلي :

$$i = i^* + \frac{e_L - e_t}{e_t} \qquad (04)$$

- يستكمل ***Dornbusch*** عرض نموذجه من خلال سوق النقود، حيث يفترض أن معدل الفائدة المحلي (i) يتحدد بالتوازن في سوق النقد المحلي، وأن الطلب على الأرصدة الحقيقية يعتمد على سعر الفائدة المحلي والدخل الحقيقي، ويتحدد التوازن من خلال تساوي عرض النقود والطلب عليها. ويأخذ النموذج الشكل اللوغاريتمي المألوف لدالة الطلب على النقود كدالة خطية في لوغاريتم الدخل الحقيقي وسعر الفائدة كمايلي:

$$\frac{M}{P} = Y^a\, e^{-bi} \qquad (05)$$

بإدخال اللوغاريتم على طرفي المعادلة تصبح:

$$m - p = ay - bi \qquad (06)$$

حيث تمثل M كمية النقود الاسمية، P المستوى العام للأسعار، Y الدخل الحقيقي.

بتجميع المعادلات (01)، (02)، (03)، (04)، (06) نتحصل على العلاقة بين معدل الصرف الحاضر، مستوى الأسعار ومعدل الصرف طويل الأجل في ظل افتراض توازن سوق النقود وفق مايلي:

$$p - m = -ay + bi^* + b\theta(e_L - e_S) \qquad (07)$$

يمكن تبسيط المعادلة (07) على اعتبار أن التوازن الساكن لعرض النقود يتضمن أسعار الفائدة، ويعزى هذا الأخير الى أن أسعار الصرف الجارية والمتوقعة تكون متساوية، ومن ثم يصبح المستوى العام للأسعار للتوازن طويل الأجل P_L كمايلي:

$$p_L = m + (bi^* - ay) \qquad (08)$$

وبتعويض المعادلة (08) في (07) نصل الى العلاقة بين معدل الصرف ومستوى الأسعار كمايلي:

$$e_s = e_L - \frac{p_S - p_L}{b\theta} \qquad (09)$$

تعتبر المعادلة (09) أساسية في نموذج ***Dornbusch*** وتقضي هذه المعادلة أن معدل الصرف قصير الأجل e_s هو دالة في المستوى العام للأسعار قصير الأجل P_s في ظل مستوى معين للأسعار طويلة الأجل P_L ومستوى الصرف طويل الأجل e_L، حيث أن حدوث زيادة في المستوى العام للأسعار يؤدي الى ارتفاع سعر الفائدة المحلي، مما يؤدي الى زيادة تدفقات رؤوس الأموال من الخارج، وما يؤدي بدوره الى ارتفاع معدل الصرف قصير الأجل.

- وفيما يتعلق بسوق السلع يقرر ***Dornbusch*** أن الناتج المحلي يعتمد على السعر النسبي للسلع المحلية (e-p)، أسعار الفائدة (i)، الدخل الحقيقيy، وبالتالي تأخذ دالة الطلب الشكل التالي:

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

حيث تعبر $\ln D$ عن الطلب على الناتج المحلي الاجمالي، μ ثابت.

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

$$\Delta P = \pi \ln (D/Y) = \pi \ln [\mu + \delta(e - P) + (\alpha - 1)y - \beta i] \qquad (11)$$

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

$$e_L = P_L + (\frac{1}{\delta}) = [\beta i + (\alpha - 1)y - \mu] \qquad (12)$$

حيث أن P_L معرف في المعادلة (08)، وتظهر المعادلة (12) أن معدل الصرف طويل الأجل يعتمد أساسا على المتغيرات النقدية، وبشكل أوضح على المتغيرات الحقيقية.

كما أنه يمكن تبسيط المعادلة (11) باستخدام معدل الصرف طويل الأجل في المعادلة (12)، وبتطبيق التغير في أسعار الفائدة يساوي الانخفاض المتوقع في قيمة العملة $\boldsymbol{i - i^* = \theta(e_L - e_t)}$ لتصبح كمايلي:

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

ويمكن حل معادلة تكييف (تعديل) السعر بالنسبة للعائد في المعادلة (13) كمايلي:

$$\boldsymbol{P(t) = P_L + (P_t - P_L)e^{(-vt)}} \qquad \textbf{(14)}$$

تشير المعادلة (14) الى أن مستوى الأسعار المحلية P_t سوف يقترب من مستواه طويل الأجل P_L بمعدل محدد بـ v.

وبتعويض المعادلة (14) في (09) نحصل على معادلة المسار الزمني لمعدل الصرف كمايلي:

$$\boldsymbol{e_t = e_L - \left({}^{1}\!/_{b\,\cdot\,\theta}\right)(P_t - P_L)e^{(-vt)}} \qquad \textbf{(15)}$$

$$\boldsymbol{e_t = e_L + (e_t - e_L)e^{(-vt)}}$$

حيث أن:

$\boldsymbol{\theta}$: نسبة الاختلاف بين معدل الصرف طويل الأجل $\boldsymbol{e_L}$ ومعدل الصرف قصير الأجل (الأولي) $\boldsymbol{e_t}$؛

$\boldsymbol{b}$: حساسية الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة؛

$\boldsymbol{\delta}$: حساسية الطلب الكلي بالنسبة للسعر النسبي للسلع المحلية؛

$\boldsymbol{\beta}$: حساسية الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة.

- بأخذ فرضية عقلانية التوقعات أوضح النموذج أن معدل اقتراب e_t من e_L، P_t من P_L يعتمد على معامل التوقعات $\boldsymbol{\theta}$ الذي يعتمد على كل المعلومات المتاحة أي:

$$\boldsymbol{\theta = v = \pi\frac{(\delta + \beta\theta)}{(\theta b + \delta)}} \qquad \textbf{(16)}$$

عن طريق حل المعادلة (16) يمكن الحصول على معامل التوقعات، وهو دالة في المعلمات الهيكلية في الاقتصاد الوطني كمايلي:

$$\boldsymbol{\theta = \pi\frac{\beta/b + \delta}{2} + \left[\frac{\pi^2(\beta/b + \delta)^2}{4 + \beta\delta/b}\right]^{\frac{1}{2}}} \qquad \textbf{(17)}$$

حيث تشير المعادلة (17) الى معدل اقتراب الاقتصاد الوطني من المسار الزمني طويل الأجل للتوازن، ولكي تؤدي عملية تكوين التوقعات الى تنبؤ دقيق بمعدل الصرف يجب أن يكون $(\boldsymbol{\theta = v})$، ولكي يقترب الاقتصاد من التوازن طويل الأجل عند كل من P_L و e_L بشكل أسرع يجب توافر عدة شروط:

1. انخفاض مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة b؛
2. ارتفاع مرونة الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة β؛
3. *ارتفاع مرونة الطلب السعرية على الناتج* δ .

2. نموذج *frankel* لفروق معدلات الفائدة الحقيقية

استطاع ***Jeffrey Frankel*** بناء نموذج نقدي أكثر عمومية لتحديد سعر الصرف، حيث يشتمل على مزيج من النموذج النقدي للسعر المرن (***Jacob frankel, Bilson***)، وكذا النموذج النقدي للسعر الجامد (مايعرف بنموذج التعديل الزائد لـ ***Dornbusch***). حيث قام بتطوير نموذج نقدي عام أطلق عليه: النموذج النقدي لفروقمعدلات الفائدة الحقيقي، من أجل تحليل أثر تغيرات معدلات الفائدة على سعر الصرف.

"وإذ يقوم نموذج ***Frankel*** لفروق أسعار الفائدة على نموذج ***Dornbusch*** للسعر الجامد، فإنه يفترض عدم سريان نظرية (PPP) في الأجل القصير، ولا يقتصر سريانها على الأجل الطويل فحسب. بل الاختلاف الأساسي بين النموذجين يتلخص في العوامل المؤثرة على توقعات معدل الصرف. حيث يرى ***Dornbusch*** أن توقعات معدل الصرف تتوقف على سرعة تجاوز الفجوة بين معدل الصرف الحاضر الجاري ومعدل الصرف التوازني طويل الأجل، فمع تلاشي هذه الفجوة يكون كل من التغير في معدل الصرف الجاري والتضخم المتوقع مساويا للصفر. بينما يقر ***Frankel*** بتأثير هذه الفجوة ولكنه يضيف تأثير فروق مستويات التضخم المتوقعة. أي أن نموذج ***Frankel*** يقوم بالتوليف بين نموذج ***Dornbusch*** والنموذج النقدي للسعر المرن"[1].

[1] *نفس المرجع، ص291.*

تنطلق نظرية فروق الفائدة الحقيقية من ثلاث فروض أساسية[1]:

- الفرضية الأولى (H1):

تقضي بتحقق نظرية تعادل القوة الشرائية في المدى الطويل فقط، فيكون بذلك سعر الصرف تابعا للأسعار المحلية والأجنبية. وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\widetilde{E}_t = \widetilde{P}_t - \widetilde{P}_t^* \quad (a) \qquad (10)$$
$$\widetilde{E}_t = (\widetilde{m}_t - \widetilde{m}_t^*) - \phi(\widetilde{y}_t - \widetilde{y}_t^*) + \lambda(\widetilde{\imath}_t - \widetilde{\imath}_t^*) \quad (b)$$

حيث:

(b): تعبر عن معادلة الطلب على النقود؛

$(\sim)$: يعبر الخط الموجود فوق كل متغير على المدى الطويل.

- الفرضية الثانية (H2):

توقع انخفاض سعر الصرف يعطى بالعلاقة التالية:

$$E_t(\dot{E}_{t+1}^a) = -\gamma\left(E_t - \widetilde{E}_t\right) + (\pi_t^a - \widetilde{\pi}_t^{*a}) \qquad (11)$$
$$0 < \gamma < 1$$

E_t: عبارة عن التوقع الرياضي الشرطي للمعلومات المتوفرة في الزمن t.

$$E_t(\dot{E}_{t+1}^a) = E_{t+1}^a - E_t \qquad (12)$$

$\pi_t^a, \widetilde{\pi}_t^{*a}$: عبارة عن التضخم المتوقع على المدى البعيد.

- الفرضية الثالثة (H3):

تحقق شروط تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة والمعبر عنها رياضيا بالعلاقة التالية:

$$E_t(\dot{E}_{t+1}^a) = i_t - i_t^* \qquad (13)$$

بتعويض المعادلة (12) في (11) نتحصل بعد التعديل على المعادلة التالية:

$$E_t - \widetilde{E}_t = -\left[\frac{1}{\gamma}\right](i_t - i_t^*) + \left[\frac{1}{\gamma}\right](\pi_t^a - \widetilde{\pi}_t^{*a}) = -\left[\frac{1}{\gamma}\right](r_t - r_t^*) \qquad (14)$$

---

[1] آيت سيدهم جمال، "***سلوك بعض المتغيرات الكلية نتيجة تغير سعر الصرف, دراسة حالة اقتصاد الجزائر***"، مذكرة ماجيستير، جامعة الجزائر، 2000-2001، ص12،13، نقلا عن:

*J.Frankel, "**on the market a theory of floating exchange rates bassoon real interest differentials**", American economic review, vol 09, 1979, pp610_622*

حيث:

$\mathbf{r_t}$، r_t^*: يعبر عن سعر الفائدة الحقيقي المتوقع.

"إن التحرك الحاصل في سعر الصرف الفوري حول قيمته التوازنية هو محدد عن طريق فرق معدلات الفائدة الحقيقية النسبية. ويلاحظ أنه في الأجل الطويل وعندما $\boldsymbol{E_t = \tilde{E}_t}$ يجب أن تكون: $\boldsymbol{\tilde{\imath}_t - \tilde{\imath}_t^* = \pi_t^a - \tilde{\pi}_t^{*a}}$ ، حيث تشير $(\boldsymbol{\tilde{\imath}_t - \tilde{\imath}_t^*})$ الى معدلات الفائدة طويلة الأجل. لذلك يمكن إعادة كتابة ما بين قوسين بالشكل التالي: $\boldsymbol{\left[(\mathbf{i_t} - i_t^*) - (\tilde{\imath}_t - \tilde{\imath}_t^*)\right]}$، ويمكن وصف المعادلة (14) بأنها بديهية، حيث يؤدي إحكام السياسة النقدية المحلية الى زيادة فروق الفائدة الاسمية $(\mathbf{i_t} - i_t^*)$ عن مستواها طويل الأجل$(\tilde{\imath}_t - \tilde{\imath}_t^*)$ (الذي يحصل عن طريق التضخم المتوقع النسبي)، وهو ما يؤدي الى تدفق رؤوس الأموال الى الداخل، وتؤدي الأخيرة الى تحسن نسبي في قيمة العملة المحلية عن مستواها التوازني"[1].

بتعويض المعادلة (14) في (a10) نتحصل على سعر الصرف الحقيقي$(\boldsymbol{q_t})$ معبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\boldsymbol{q_t = \left[\frac{1}{\gamma}\right](\mathbf{r_t} - r_t^*)} \qquad \textbf{(15)}$$

وبتعويض (13) في (11) نحصل على معادلة لسعر الصرف الاسمي بدلالة سعر الصرف الحقيقي، إضافة الى متغيرات النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة كما يلي:

$$\boldsymbol{E_t = (m_t - m_t^*) - \phi(y_t - y_t^*) - \lambda(i_t - i_t^*) - \left[\frac{1}{\gamma}\right](\mathbf{r_t} - r_t^*)} \qquad \textbf{(16)}$$

تبين المعادلة (15) الشكل الأعم لنظرية تعادل القدرة الشرائية عندما يتوازن سعر الصرف الحقيقي مع القيم الطويلة الأجل التي تتميز بالاستقرار. في حين تعطي المعادلة (16) تمثيلا أشمل من النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة على الرغم من كونها متكافئتين على المدى الطويل، لكون الأسعار في هذا المدى يجب أن تتعادل لإحداث التوازن في سوق السلع.

[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص295.

ثالثا: نموذج توازن المحفظة على المدى الطويل

إن النماذج التي تستخدم عدم القابلية التامة للإحلال، وتأخذ في حسبانها التفاعلات بين الرصيد والتدفق ***(stock-flux)***، تسمى ***" نماذج توازن المحفظة"*** ، وترجع الجذور الأولى لأدبيات نموذج توازن المحفظة الى سنوات الخمسينيات في كل من الكتابات التي قام بها[1]: ***Markowitz, Sharpe, Tobin***. إلا أنه تم التوسع في مجال هذه النماذج انطلاقا من النصف الثاني لسنوات السبعينيات على يد كل من: ***McKinnon and Oates (1966)***، ***McKinnon(1969)***، ***Branson (1968-1975)***. وقد تم تطبيق هذا النموذج لتحديد سعر الصرف لأول مرة بالنسبة لحالة دولة صغيرة بواسطة: ***Branson***، ***Kouri***، ***Fisher Dornbusch and Allen and Kenen***. تتمثل احدى السمات الخاصة بنماذج توازن المحفظة إدراج الثروة كمتغير للقياس في معادلات الطلب على الأصول، وأن عملية تحديد سعر الصرف تعتمد على مايلي[2]:

- يرتكز تحديد سعر الصرف في الأجل القصير على تفاعل قوى العرض والطلب في أسواق الأصول المالية (النقود والسندات)؛
- يرتكز تحديد سعر الصرف في الأجل الطويل على التفاعل بين أسواق الأصول المالية والتدفقات الحقيقية (تدفقات الحساب الجاري)؛ أي تفاعل من نوع ***(stock-flux)***.

يرى ***Dornbusch (1980)*** أن نموذج توازن المحفظة يعتبر أحد المداخل النقدية لتحديد سعر الصرف، حيث يقدم هذا المدخل أبعادا أكثر عمقا فيما يتعلق بالمتغيرات التي تحدد معدل الصرف. وعلى الرغم من ذلك فإن هذا النموذج يختلف عن النموذج النقدي الأساسي في عدة نقاط نوجزها فيمايلي[3]:

1. يفترض النموذج النقدي أن معدل الصرف يتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب على النقود، في حين يفترض نموذج توازن المحفظة أن معدل الصرف يتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب على الأصول

---

[1] *Dominique Plihon, **"Les taux de change"**, op cit, p55.*

[2] *Philippe d'arvisenet, **"finance international"**, op cit, p290.*

[3] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص 313-315.

المالية. ومن ثم فإن النموذج النقدي يعتبر أكثر محدودية، على عكس ذلك يرتكز نموذج توازن المحفظة على مجموعة أكثر تنوعا من المتغيرات التي تسهم في تحديد سعر الصرف؛

2. يتمثل الفرق الأكثر أهمية بين النموذج النقدي ونموذج توازن المحفظة في فروض كل منها حول امكانية الإحلال بين السندات المحلية والسندات الأجنبية. حيث يفترض النموذج النقدي إمكانية الإحلال الكامل بينها (بدائل كاملة)، على عكس افتراضات نموذج توازن المحفظة أن السندات المحلية والأجنبية ليست قابلة للإحلال الكامل (بدائل غير كاملة)، حيث يأخذ المستثمر في اعتباره العوائد النسبية والمخاطر المحتملة للسندات المحلية والأجنبية كل على حده، وهو ما يؤدي الى أن يفضل المستثمرون تنويع المحفظة بين السندات المحلية والأجنبية بدلا من التركيز على نوع واحد فقط من السندات؛

3. يقرر النموذج النقدي أن تغير الثروة لا يؤثر على معدل الصرف، وعلى العكس من ذلك يؤكد نموذج توازن المحفظة على أن تغير حالة (رصيد) الميزان الجاري يؤدي الى إعادة توزيع الثروة بين دول العالم، حيث تنتقل الثروة من دولة (دول) العجز الى دولة (دول) الفائض.

فإذا قام المقيمون في دول الفائض باستخدام الأخير في شراء المزيد من السندات المحلية، فإن تغير الثروة (نتيجة الفائض المحقق في الميزان الجاري) سوف يؤدي الى تغير الطلب النسبي على السندات، وهو ما يؤثر مباشرة على معدلات الصرف وأسعار الفائدة. وبهذه الطريقة ومن خلال ميكانيزم تحويل الثروة يلعب منهج توازن المحفظة دورا بارزا في تحديد معدل الصرف.

يلقي نموذج توازن المحفظة على المدى الطويل على دور الحساب الجاري وأثره في تحديد سعر الصرف، حيث تمارس تغيرات رصيد الثروة وكذلك تغييرات التدفقات التجارية تأثيرات متبادلة على معدل الصرف. إذا يمكن أن يكون سعر الصرف ملائما لشروط توازن المحفظة على المدى القصير (كما سيأتي تحليله لاحقا في المبحث الثاني) لكن يولد التأثير الذي يمارسه سعر الصرف على الميزان الجاري تغيرات على مستوى حيازة الأصول الأجنبية من الأعوان المقيمين. فعدم توازن المحفظة يحدث بدوره تغير في سعر الصرف من أجل استعادة وضع التوازن.

يمكن التعبير عن الشكل البسيط لنموذج توازن المحفظة في المدى الطويل على الشكل التالي[1] (بافتراض أن مستوى الأسعار الأجنبية هو متغير خارجي ثابت، والميزان الجاري معبر عنه بالعملة الأجنبية):

$$CC = N(S/P) + i^{*}F \quad \text{..... (01)}$$

حيث:

N: تمثل الميزان التجاري، إذ هو دالة متزايدة مقارنة بـ S ودالة متناقصة مقارنة بـ P؛

$i^{*}F$: تمثل دخول الفائدة الصافية الناتجة عن حيازة المقيمين للأصول الأجنبية F.

تبين المعادلة (01) أنه إذا كان الاقتصاد يعتبر مصدرا لرؤوس الأموال، فإنه سيحصل تدفقات منظمة للفوائد، وبالتالي يقتضي شرط توازن الميزان الجاري أن يكون الميزان التجاري محققا لعجز. وسيتم تفسير هذه المعادلة بإدخال سعر الصرف في التحليل.

نفترض أن السلطات النقدية قررت تطبيق سياسة نقدية توسعية عن طريق شراء سندات الدين الحكومي ($\Delta M + \Delta B = 0$) في السوق المفتوحة. في التوازن الابتدائي، يكون الميزان التجاري متوازن (رصيد 0) والحيازة الصافية للأصول الأجنبية تساوي 0، وبالتالي يكون الميزان الجاري مساويا للصفر (النقطة A في الشكل 2.4)، مع وجود $P_0=S_0=0$.

يولد التوسع النقدي تدهور مباشر للعملة المحلية (يزيد S)، أي ينتقل التوازن من A الى C. ولكن يولد كذلك الانتقال من S_0 الى S_1 تحسن في تنافسية الاقتصاد، أي يصبح الميزان التجاري موجب على طول FG في الشكل (2.4). وبالتالي يصبح الميزان الجاري في حالة فائض، مما يؤدي بالأعوان المقيمين الى أن يراكموا السندات الأجنبية (عندما يكون الحساب الجاري في حالة فائض، فإن الاصول الأجنبية سوف تتراكم في محافظ المستثمرين المحليين)، مما ينتج عنه كذلك تحسن في قيمة العملة المحلية (ينخفض S_1) على طول CD. وبالفعل يظهر في سوق الصرف فائض عرض للصرف الأجنبي كما ان قيمة السندات الاجنبية والمعبر عنها بالعملة المحلية SF تنقص. ويجب أن تستمر هذه الصيرورة الى غاية

[1] صحراوي سعيد، **"محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر"**، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2009-2011، ص108-110 نقلا عن:

*Jean-Pierre Allegret, **"économie monétaire international"**, HACHETTE livre, 1997-43, p146-148.*

الرجوع الى توازن المحفظة، أي الى غاية اللحظة التي يستعيد فيها SF قيمته الابتدائية. كما أن هذا التحسن في قيمة العملة المحلية يضغط على تطور الميزان التجاري الذي يتضاءل على طول GH.

يحدث التوسع النقدي زيادة في الأسعار من P_0 الى P_1 على طول AB. إذ تؤكد هذه العملية على الاضرار بتنافسية الاقتصاد. وفي النقطة E، تجد النسبة S/P والميزان التجاري في مستواهما الابتدائي. مع ذلك في النقطة E، لم يصل الاقتصاد الى مستواه التوازني. إذ يجب الأخذ بعين الاعتبار أن الأعوان يحصلون على دخول من الفوائد على ما يحوزونه من F (i^* F). وبالتالي يقتضي شرط توازن الميزان الجاري تدهور جديد للميزان التجاري على طول FG الذي يجب أن يصبح في حالة عجز (في النقطة E يكون الميزان التجاري مساويا للصفر). من أجل حصول هذا يجب أن يحدث تحسن إضافي للصرف باتجاه مستواه التوازني الجديد S_2، هذا مع تحقق مايلي: $\boldsymbol{S_0 < S_2 < S_1}$. في هذا المستوى يبلغ الاقتصاد مستوى الأسعار طويلة الأجل P_1، ويكون الميزان الجاري في حالة توازن حسب التالي:

$$-N\left(\frac{S}{P}\right) = i^*F$$

نكون بذلك قد تحصلنا على تعديل زائد في سعر الصرف الذي ينتقل مباشرة من فوق مستواه التوازني ثم يتناقص بعد ذلك ببطئ من أجل موازنة الحساب الجاري.

بذلك قد تم الوصول الى نتيجة مفادها أن الحساب الجاري يلعب دورا مهما في نموذج توازن المحفظة الذي تم توصيفه بشكل سليم بتحديد سعر الصرف، بالرغم من أن سعر الصرف يتحدد عند أي نقطة زمنية تؤدي الى توازن سوق الأصول، فإن مدى الأصول ملائمة لتحديد سعر الصرف من المرجح أن تكون أكثر اتساعا من المعروض النقدي النسبي. باعتبار أن الحساب الجاري هو عبارة عن تدفق، فإن الاختلال فيه سوف يؤثر على رصيد الأصول عبر الزمن، ومن ثم يؤثر على سعر الصرف. قد سمح هذا النوع من التحليل بتفسير جزء من مسار الدولار الأمريكي خلال سنوات الثمانينيات، قد عرف تحسنا في الفترة ما بين 1982-1985 في جو من العجوزات الجارية ودخول مكثف وهائل لرؤوس الأموال مما يمنع كل تعديل في الحسابات الخارجية، ثم تدهور متسارع بعد 1985 من أجل الحد من تزايد الالتزامات الخارجية الأمريكية.

المبحث الثاني: المقاربة النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى القصير

تقترن هذه المقاربة بالنظريات التي تربط تحركات أسعار الصرف بمتغيرات مالية كمعدل الفائدة المحلي والأجنبي (نظرية تعادل معدل الفائدة) وكذا العرض والطلب على الأصول المالية (نظرية توازن المحفظة).

المطلب الأول: نظرية تعادل أسعار الفائدة

يعتبر معدل الفائدة من بين المتغيرات المالية الهامة في تحديد سعر الصرف، حيث أن وجود فارق في عوائد الاستثمارات بين المراكز المالية التي تتميز بأسعار فائدة أكثر ارتفاعا وأخرى أقل سينتج عنه حتميا تحركات لرؤوس الأموال طلبا لعائد أعلى، ومنها الى انحرافات في أسعار الصرف عن قيمتها التعادلية[1].

فلنفترض مثلا عند الزمن T أن عوائد الاستثمار في أذونات الخزانة الأمريكية هو 5% وعلى أذونات الخزانة البريطانية هو 7%، عندها سيقوم المستثمرون الأمريكيون أصحاب الأرصدة الدولارية (USD) بالتخلص منه لأجل الاستثمار في المراكز المالية التي تعرض أذونات الخزانة البريطانية. هذا التغير في تشكيلة المحفظة المالية يؤدي الى ارتفاع في عرض USD في أسواق الصرف من جانب حاملي الأرصدة الدولارية، وارتفاعا في الطلب على GBP من جانب المستثمرين الراغبين في امتلاك أذونات الخزانة البريطانية، ما ينتج عنه تحسنا في قيمة GBP.

لكن نظرية تعادل معدل الفائدة (***PTI***) التي تربط في مبدئها (القائم على أن اختلاف معدلات الفائدة بين بلدين لا بد أن يؤثر في نسبة تغير سعر الصرف الآجل) بين السوق النقدي وسوق الصرف، التي فسرها ***"kyenes-1923"*** في مؤلفه: ***"tract on monetary reform"***، أثبتت عدم امكانية حصول المستثمرين على معدلات عائد مرتفعة عند توظيف أموالهم في الدول التي يكون معدل الفائدة فيها اكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، لأن حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل من المراكز المالية تؤدي الى الحد من الفوارق الموجودة بين أسعار الصرف الفورية والآجلة، فقيام المتعاملين في أسواق الأصول بعمليات التحكيم ينتج عنه تعريف لعلاقات تعادل معدلات الفائدة.

[1] *Olivier Blanchard, Daniel Cohen, op cit, p 389.*

وترتكز نظرية تعادل أسعار الفائدة على صورتين[1]:

ـ نظرية تعادل معدلات الفائدة المغطاة (covered interest parity) التي تقيم العلاقة بين سعر الصرف الآجل والعاجل، انطلاقا من الفرق بين معدلات الفائدة.

ـ نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة (uncovered interest parity) التي تقدم التنبؤات بالقيمة المستقبلية لسعر الصرف، كما توضح الدور الاساسي لعملية المضاربة في أسواق الصرف، كما سيأتي تفصيله لاحقا. وقبل العرض التفصيلي لنظرية (***PTI***) من المهم تقديم فروضها التي تستند الى[2]:

- غياب تكاليف المعاملات;
- تعتبر الأصول المعنية (titres) المحلية والأجنبية متماثلة من حيث درجة المخاطرة وتاريخ الاستحقاق;
- عدم وجود رقابة على حركة رؤوس الأموال، أي حركة تامة;

<u>أولا: تعادل أسعار الفائدة المغطاة:</u>

تتمحور نظرية (***PTI***) في صورتها المغطاة في أن الامر سيان بالنسبة للمستثمرين المقيمين عند توظيف أرصدتهم النقدية في أذونات الخزانة المحلية أو الأجنبية التي تعطي معدل فائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي (معدل فائدة محفز)، فالفوارق بين معدلات الفائدة لابد أن تنعكس على معدلات الصرف الآجل ويتم التعادل بينهما[3].

بالنظر الى المثال المذكور أعلاه، فإنه عند استثمار أرصدة الدولار الأمريكية في أذونات الخزانة المحلية سوف يعطي نفس العائد مثلما هو الحال عند تحويل *USD* بسعر الصرف الفوري الى *GBP* (عملة أجنبية) وشراء أذونات الخزانة البريطانية على أن يتم الاتفاق على بيع حصيلة *GBP* (أصل المبلغ + الفائدة) بشكل آني (أي نفس توقيت شراء أذونات الخزانة البريطانية) و يتم التسليم في تاريخ استحقاق الأذون بسعر الصرف الآجل.

---

[1] *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, "**finance international, marches des changes et gestion des risques financiers**", P79.*

[2] *Henri bourguinat, op cit, p380.*

[3] *Josette Peyrard, op cit, p 74.*

ويمكن التعبير عن آلية سير العملية بشكل رياضي مختصر ودقيق كالتالي[1]:

نفترض أن المقيمين بالو.م.أ يريدون استثمار أرصدتهم النقدية الدولارية *USD* في سندات الخزينة المحلية التي تمنحهم سعر فائدة قدره i، بعد سنة سيحصلون على عائد قدره:

$$R_{US} = 1 + i_D \qquad (01)$$

أما إن أرادوا امتلاك أذونات الخزانة البريطانية التي لها مميزات استثمارية محفزة فإن العائد بعد سنة سيكون:

$$R_{Uk} = 1 + i_F \qquad (02)$$

ولكن بما أن الأمريكيين لا يمكنهم بصفة أكيدة معرفة سعر الصرف المستقبلي الذي سيسمح لهم بتحويل أرصدتهم من *GBP* التي تحصلوا عليها جراء استثمارهم في أذونات الخزانة البريطانية الى شكل نقدي مقوم بـ USD، فهم يخشون انخفاض قيمة GBP مقابل USD. في ظل هذه الظروف فانه من الأفضل التغطية ضد هذا الخطر عن طريق عملية التحكيم وفق ثلاث خطوات:

1. الشراء الفوري لـ **GBP**: يجب على الأمريكيين تحويل أرصدتهم بـ USD الى ما يعادله من GBP، عند سعر الصرف العاجل $\frac{1}{S}$ GBP لكل USD، حيث s هو سعر الصرف العاجل (تسعير غير مباشر) لـ *GBP مقابل USD*.
2. *استثمار رصيد **GBP***: بعد تحصيل رصيد *GBP* يمكن لمستثمرين الأمريكيين توظيفه في أذوانات الخزانة البريطانية والتي ستمكنهم من الحصول بعد سنة استحقاق واحدة على عائد قدره:

$$\frac{1}{S}(1 + i_F) \qquad (03)$$

3. *البيع الآجل لـ **GBP***: في نفس يوم ابرام عقد الشراء العاجل لـ ***GBP*** يقوم المستثمرون الأمريكيون *بعملية* بيع عكسية آجلة لـ ***GBP*** بهدف تغطية مخاطر الصرف، حيث يمكنهم العقد من الالتزام ببيع قيمة استثماراتهم بـ ***GBP*** نهاية مدة استحقاقها مقابل ***USD*** وبسعر الصرف الآجل **F**، حيث **F** يمثل سعر الصرف الآجل لـ ***GBP*** مقابل ***USD***، وسيحصلون وقت تصفية الأصول الاسترلينية بعد سنة استحقاق على عائد قدره:

$$\frac{1}{S}(1 + i_F)F \qquad (04)$$

[1] *Henri bourguinat, op cit, p372, 374.*

يقارن المستثمرون الأمريكيون بين العوائد (R_{UK} العوائد بـ ***GBP***، R_{US} العوائد بـ ***USA***) نهاية مدة الاستحقاق:

$$R_{Uk} = (1 + i_F)\frac{F}{S} \qquad (05)$$

$$R_{US} = 1 + i_D$$

ويتوجه التحكيم الصادر من الو.م.أ نحو بريطانيا لأجل أفضل أصل مالي والمحقق لعائد أكبر عندما يكون:

$$R_{Uk} > R_{US}$$

نقوم بطرح المعادلة (5) من المعادلة (1) لتبيان الفروق الخاصة بالفائدة المغطاة ونرمز لها بالرمز Δ_{ic} لتصبح المعادلة كما يلي:

$$\Delta_{ic} = R_{Uk} - R_{US} = \frac{F}{S}(1 + i_F) - (1 + i_D) \qquad (06)$$

حسب المعادلة (6)، إذا كانت:

$\Delta_{ic} > 0$ (التحكيم الصادر ـ ***coming out arbitrage***): سوف يكون هناك تدفق رأسمالي الى الخارج أي بريطانيا حيث العائد فيها متضمنا تكلفة التغطية أكبر من العائد في الو.م.أ.

$\Delta_{ic} < 0$ (التحكيم الوارد ـ ***incoming arbitrage***): تدفق رأسمالي الى الو.م.أ، حيث العائد في بريطانيا متضمنا تكلفة التغطية أقل من العائد في الو.م.أ.

$\Delta_{ic} = 0$: المحفظة في حالة توازن، ولا يوجد اختلاف لدى المستثمرين الأمريكيين في حيازة أذونات خزانة بريطانية أو أمريكية طالما أنهم سيحققون نفس العائد في كلا الاستثمارات سواء بـ ***GBP*** أو ***USD***.

يمكننا تطوير المعادلة (6) من خلال اعادة ترتيب رموزها لنحصل على:

$$\Delta_{ic} = \frac{F - S}{S} - i_D + i_F + \frac{F - S}{S} i_F \qquad (07)$$

$$\frac{F - S}{S} \approx i_D - i_F \qquad (08)$$

$$\mathcal{F} \approx i_D - i_F \;/\; \mathcal{F} = \frac{F - S}{S} \qquad (09)$$

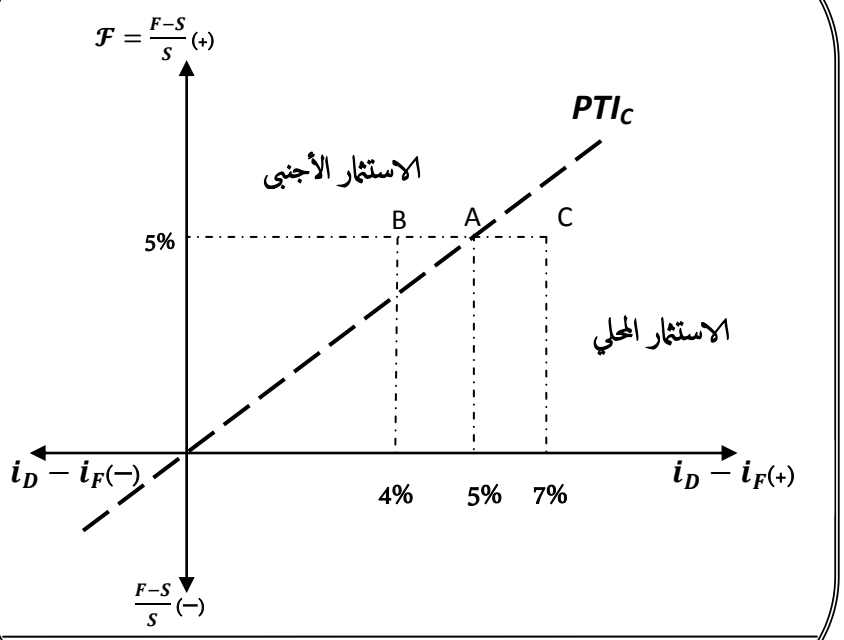
تعرف المساواة التقريبية (08) بالصيغة الاحصائية لشرط تعادل معدلات الفائدة المغطاة (***PTI***)، حيث يتعدل الفارق في معدلات الفائدة ($i_D - i_F$) مع تقلبات معدلات الصرف ($\frac{F-S}{S}$). عند تحقق هذا الشرط فإن المستثمر المحلي عموما لا اختلاف لديه في حيازة أصل محلي او أجنبي طالما أنه سيحقق نفس العائد في كلا الاستثمارين، وبتحقق الشرط فالمستثمر المحلي هنا مخير بين حيازة الأصول المحلية او الأجنبية حسب فارق العائد.

دلالات العلاقة:

- تعبر العلاقة (08) التي تعرف بشرط توازن معدلات الفائدة المغطاة عن التساوي بين الفوارق في معدلات الفائدة وسعر الصرف، طالما أن الشرط لم يتحقق فالمتعاملون محفزون ومدفوعون لامتلاك أكبر أصل مالي يحقق أفضل عائد. وإذا تحقق (مع تساوي درجة المخاطرة في الاسواق والسيولة) فلا يوجد اختلاف لدى المتعاملين في حيازة الأصول المحلية أو الأجنبية طالما أنها ستحقق في النهاية نفس العائد؛
- تكون العملة المحلية محل خصم آجل (***déport***)، أي أن العملة المحلية تتدهور بين السعر الحاضر والسعر الآجل ($f > 0$) إذا كان معدل الفائدة المحلي أعلى من المعدل الأجنبي ($i_D > i_F$)؛
- تكون العملة المحلية محل علاوة آجلة (***Report***)، أي أن العملة المحلية تتحسن بين السعر الحاضر والسعر الآجل ($f < 0$) إذا كان معدل الفائدة المحلي أقل من المعدل الأجنبي ($i_D < i_F$)؛

كما أن التمثيل البياني التوضيحي لشرط تعادل معدل الفائدة المغطاة يشابه التمثيل البياني لنظرية تعادل القوة الشرائية السابقة الذكر مع اختلاف بسيط في أن المحور الرأسي يعبر عن معدل الخصم والعلاوة ($F = \frac{F-S}{S}$) والمحور الأفقي يعبر عن الفارق النسبي لمعدلات الفائدة ($i_D - i_F$) كما يوضحه الشكل (2.2).

الشكل(2.2): منحنى تعادل معدل الفائدة



Source : Henri bourguinat,"finance international", op cit, p375.

مثال:

لتوضيح المحتوى النظري لشرط تعادل معدل الفائدة المغطاة، لدينا المعطيات التالية:

- سعر الصرف العاجل : $(USD/EUR) = 5,10$
- سعر الصرف الآجل: $(USD/EUR) = 5,20$
- معدل الفائدة السنوي (USD): $i_{JPY} = 4,76\%$
- معدل الفائدة السنوي (EUR): $i_{EUR} = 10\%$

نفترض في هذه الحالة وجود مستثمر أمريكي يريد توظيف 1 ***USD***، وأمامه خيارين:

- الخيار الأول: الاستثمار في السوق النقدي المحلي (الأمريكي) حيث يحصل على مبلغ قدره:

$$Y(1+i) = 1\ (1+0,0476) = 1,0476\ USD$$

حيث يكون معدل المردود بـ ***USD*** على هذا الاستثمار: 4,76%

- الخيار الثاني: وهو الاستثمار في السوق النقدي الأجنبي (الفرنسي)، حيث سيحول دولاره في سوق الصرف العاجل الى ما يعادله بـ ***EUR*** أي: 5,10 ***EUR***، حيث يقوم باستثمار هذا الأخير لمدة سنة بمعدل فائدة 10 % ليحصل في آخر المدة على مبلغ قدره:

$$Y(1+i) = 5{,}10\ (1+1{,}1) = 5{,}61\ EUR$$

بافتراض أن هذا المستثمر لا يريد التعرض لخطر الصرف، فإنه سيقوم في بداية المدة ببيع هذا المبلغ لأجل (بسعر الصرف الآجل) من أجل التغطية ضد هذا الخطر، وبالتالي فهو سيثبت القيمة المستقبلية لهذا المبلغ بـ ***USD*** أي:

$$5{,}61/5{,}20 = 1{,}0788\ USD$$

يكون معدل المردود بـ ***USD*** للاستثمار الذي تم بـ ***EUR*** هو حوالي: 7,88%. ومعدل الربح لهذه العملية التي تمت بدون خطر هو موجب أي:

$$(7{,}88\% - 4{,}76\%) = 3{,}12\% > 0$$

يلاحظ كذلك أن القيمة الناتجة عن الاستثمار في السوق النقدي الفرنسي (1,0788 ***USD***) هي أكبر من القيمة الناتجة عن الاستثمار في السوق النقدي الأمريكي (***USD 1,0476***). وبالتالي يتوجه المستثمرون نحو شراء الأصول المالية الفرنسية.

إذا كان المتعاملون في سوق الصرف عقلانيين، فإن هذا الفارق الأكيد في المردود لا يزول إلا بفعل تزايد عمليات بيع ***USD*** لأجل (ارتفاع سعر الصرف مستقبلا) وكذا تزايد عمليات شراء ***EUR*** مقابل ***USD*** في الحاضر (انخفاض قيمة ***USD*** في الحاضر).

ثانيا: تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة:

تستمد علاقة تعادل الفائدة في شكلها غير المغطى ***(UIP)*** من سابقتها ***(PTI)*** التي تنص على أن سعر الصرف يجب أن يعكس الاختلافات في معدل الفائدة على مختلف الأصول المالية، إلا أنه في نفس الوقت يجب أن تعامل بشكل مستقل لأنها تبين الجانب المستقبلي المتوقع لسعر الصرف عندما يعامل كمتغير عشوائي[1]، فالمتعاملون في سوق الصرف لا يقومون بالتغطية ضد المخاطر التي تفرزها التغيرات الفجائية والعشوائية لسعر الصرف، لأنه لا اختلاف لديهم بين عائد مستقبلي أكيد خالي من المخاطر(التغطية) أو عائد غير أكيد بأكثر أو أقل من علاوة المخاطرة -the risk premium - (الحياد ضد الخطر). إن إدارة الأرصدة المالية وفق هذا المسار ***(UIP)*** تتم عن طريق التنبؤ بتغيرات سعر الصرف

[1] *Henri bourguinat, op cit, p379.*

المستقبلية وكذا استنادا الى متوسط العائد المتوقع للمحفظة المالية دون أن يكون هناك تردد أو قلق يترجم الخطر الذي يمكن تكبده.

كما أن نظرية ***(UIP)*** توفر اتصالا مباشرا بين السياسة النقدية الحالية والقيمة المستقبلية لسعر الصرف، مما يؤدي الى التوسع أو الانكماش في مواقف السياسة النقدية في مختلف المناطق النقدية[1].

قياسا الى المثال المذكور أعلاه نفترض هذه المرة أن المستثمرين الأمريكيين عند اختيارهم للأصول البريطانية فأنهم لا يقومون ببيعها، بل يبقون في وضعية صرف مفتوحة لأنهم يتوقعون أن سعر الصرف المستقبلي لـ ***GBP*** سيرتفع (أي انخفاض ***USD***). في هذه الحالة إذا كان:

i_D: سعر الفائدة على الأصول بالعملة المحلية ***(USA)***؛

i_F: سعر الفائدة على الأصول بالعملة الأجنبية ***(GBP)***؛

نقوم بمقارنة العائد من الأصول الأجنبية الذي يجمع معدل الفائدة الأجنبي (i_F) اضافة الى معدل ارتفاع (أو انخفاض) العملة الأجنبية، أي: ($i_F + S^{a}$)، مع العائد المحلي (i_D)، حيث يمثل S^{a} معدل تغير سعر الصرف المستقبلي (%). وبإتباع نفس التحليل الوارد أعلاه، لدينا التوازن التالي:

$$i_D - i_F \approx \frac{S^a - S}{S} \qquad (01)$$

$$i_D - i_F \approx S^{a} \quad / \quad S^{a} = \frac{S^a - S}{S} \qquad (02)$$

- **شروط تحقق العلاقة[2]:**

1. عند وجود أصلين متماثلين (أي غياب الرقابة على الصرف، عدم وجود تكاليف للمعاملات، عدم وجود علاوة المخاطرة)، فإن فروق الفائدة ينبغي أن تكون مساوية لمعدل التغير في سعر الصرف المستقبلي S^{a} ;
2. طبيعة العلاقة بين فروق معدلات الفائدة ومعدل التغير في سعر الصرف هي علاقة عكسية حسب العلاقة التالية:

---

[1] *Ben Patterson et autres, **"Taux de change et politique monétaire"**, parlement européen, direction général des études, Luxembourg, août 2000, p30.*

[2] *Henri bourguinat, op cit, p380, 381.*

$$i_D - i_F < 0 \quad \rightarrow \quad S^a < 0$$
$$i_D - i_F > 0 \quad \rightarrow \quad S^a > 0$$

عندما تكون فروق معدلات الفائدة موجبا (سعر الفائدة المحلي أعلى) فإن معدل الصرف المستقلي سينخفض، والعكس صحيح عندما يكون الفرق سالبا فإن سعر الصرف سيرتفع؛

3. ينبغي أن يتعادل العائد المحلي الصافي (العائد المحلي معدلا بتغيرات سعر الصرف) لمختلف الأصول المحلية بشكل متكافئ في مختلف الأسواق المحلية.

مثال:

نحتفظ بنفس المعطيات الواردة في المثال السابق حول معدلات الفائدة وأسعار الصرف العاجلة والآجلة في كل من فرنسا والو.م.أ، ونفترض أن المتعاملين (مضاربين أو مستثمرين) يتوقعون أن سعر الصرف سيقدر بعد سنة بـ (USD/EUR=4,90). مع العلم أن السوق في هذه الحالة غير متوازن. ونفترض أن هناك مستثمر أمريكي يريد توظيف مبلغ قدره 1 USD. فيوجد بذلك للمستثمر الأمريكي خيارين:

ـ الخيار الأول (في السوق المحلي الأمريكي):

بعد سنة سيحصل المستثمر الأمريكي على مبلغ مالي قدره:

$$Y(1+i) = 1\ (1+0{,}0476) = 1{,}0476\ USD$$

معدل المردود بـ ***USD*** للاستثمار بـ ***USD*** حوالي: 4,76%.

ـ الخيار الثاني (السوق الأجنبي الفرنسي):

سيقوم المستثمر بعملية المضاربة في سوق الصرف العاجل، حيث يقوم بتوظيف دولاره في السوق النقدي الفرنسي مع الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف المتوقع. إذ يقوم المضارب (المستثمر) بتحويل هذا المبلغ الى ما يعادله بـ EUR في سوق الصرف العاجل أي (EUR 5)، ثم يستثمر هذا المبلغ لمدة سنة وبالتالي يحصل على مبلغ جديد قدره ($5 \times 1{,}10 = 5{,}50$).

وحسب معطيات سعر الصرف المتوقع (USD/EUR=4,90)، فالمبلغ المتوقع الذي سيحصل عليه المضارب بـ USD هو:

$$y(1 + i_F)\, s/s^a = 1(1 + 0{,}10)\, 5/4{,}90 = 1{,}1224\ USD$$

ملاحظة: تم قلب موضع S و S^a في القانون أعلاه بسبب أن تسعيرة EUR غير أكيدة.

يكون معدل المردود بـ USD للاستثمار بـ EUR هو حوالي: 12,24 %.

بذلك سيفضل المستثمر الخيار الثاني، حيث يكون معدل الربح المتوقع من عملية المضاربة هذه موجب ويساوي: 12,24% + 4,76% = 7,48%

حيث كان لدى المضاربين درجة حساسية كبيرة تجاه الفرق في معدلات الفائدة (غياب علاوة المخاطرة)، فإن هذا الفرق في المردود (7,48 %) يجب أن يزول بفعل تضاعف عمليات الشراء العاجل لـ EUR مقابل USD (انخفاض سعر الصرف العاجل). لا يجد السوق توازنه إلا إذا تحققت نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة، أي إذا استقر سعر الصرف العاجل عند (USD/EUR=4,55) أي تحقق العلاقة:

$$S = S^a \frac{(1+i_D)}{(1+i_F)} = 4{,}90 \frac{1.0476}{1{,}10} = 4{,}66$$

ملاحظة: تم قلب موضع S و S^a في القانون أعلاه بسبب أن تسعيرة EUR غير أكيدة.

ثالثا: تقييم نظرية تعادل معدلات الفائدة

تعتبر نظرية تعادل معدلات الفائدة اطارا مرجعيا مهما ومفيدا في تفسير الفارق بين سعر الصرف الآجل والعاجل، وكذا الحركات الدولية لرؤوس الأموال. إلا أنها لا تتحقق بصفة تامة في الواقع، حيث تقترن صحة نظرية تعادل معدلا الفائدة بفكرة المنافسة التامة التي تتميز بها الأسواق المالية والعمل فيها بحرية دون قيود، لكن الواقع يظهر العديد من الخصائص المختلفة:

- تصطدم عمليات التحكيم التي تميز النظرية بعائقين أساسين:

1) محدودية توفر رؤوس الأموال القابلة للاستعمال في عمليات التحكيم، وإن توفرت رؤوس الأموال فإن أهميتها ترتبط بالحرية الكبيرة في نشاط المتعاملين والمحكمين؛
2) لا تقتصر حركة رؤوس الأموال على معدلات الفائدة فقط، حتى وإن كانت العامل الأبرز إلا أنها لا تشكل إلا أحد العوامل المفسرة لسلوك المحكمين. فالسيولة تعتبر عامل مؤثر في استراتيجية المحكمين، حيث لا يدفعهم فارق مهم في معدلات الفائدة الى القيام بعمليات التحكيم إذا لم يوفر سوق الصرف وكذا سوق الودائع قدرا ملائما من السيولة؛

- تعيق عملية مراقبة الصرف نظرية تعادل معدلات الفائدة، حيث تقوم بحصر تحركات رؤوس الأموال (بطريقة مباشرة أو غير مباشرة) في الأجل القصير؛

المطلب الثاني: نموذج توازن المحفظة وتحديد سعر الصرف على المدى القصير

أشرنا سابقا الى أن عملية تحديد سعر الصرف حسب نموذج توازن المحفظة تقوم في الأجل الطويل على التفاعل بين أسواق الأصول المالية وتدفقات الحساب الجاري، في حين أنها تعتمد في الأجل القصير على تفاعل قوى العرض والطلب في أسواق الأصول المالية. وسنتناول ضمن هذا المطلب نموذج توازن المحفظة الذي يرتكز بشكل أساسي على البحث في كيفية استجابة معدلات الصرف لتغيرات عرض وطلب الأصول المالية على المدى القصير.

أولا: الهيكل العام للنموذج:

1. افتراضات النموذج:

يقوم نموذج توازن المحفظة في المدى القصير على افتراضين أساسين:

- أن سعر الصرف يتحدد على أساس تفاعل قوى العرض والطلب في أسواق الأصول المالية؛
- مستوى الثروة المالية معطى وهو ثابت؛

2. معادلات النموذج[1]:

يبدأ منهج توازن المحفظة بنموذج بسيط لدولة واحدة في عالم يتكون من عدة دول، حيث يفترض أن مقيمي هذه الدولة من أفراد ومؤسسات يوزعون ثروتهم ***(W)*** بين ثلاثة أنواع من الأصول: الاحتياطي النقدي بدون فائدة لدى البنك المركزي ***(M)***، السندات المحلية ذات الفائدة التي تصدرها الحكومة ويقوم بحيازتها القطاع الخاص ***(B)***، السندات الحكومية الأجنبية ذات الفائدة ويقوم بحيازتها القطاع الخاص المحلي ***(F)***. كما يفترض النموذج أن ***(F)*** تمثل تراكم فائض الحساب الجاري الذي حققته الدولة خلال السنوات السابقة، حيث يعوض الفائض في الحساب الجاري بعجز حساب رأس المال، أي زيادة الاستدانة الأجنبية الصافية لدى الاقتصاد المحلي. يضاف الى ذلك افتراض أن ***(F،B،M،W)*** ثابتة في الأجل القصير.

[1] *Henri bourguinat, ,"finance international", op cit, p473-474.*

يتوقع أن يكون الطلب المحلي على ـ بالنسبة لعرض ثابت من ـ ***M, B, F*** دالة في كل من: الثروة الكلية ***(W)*** ومعدل العائد على السندات المحلية **(i)**، ومعدل العائد على السندات الأجنبية $(i^* + \Delta e)$. ويشير الأخير الى معادل العائد على السندات المحلية ($\mathbf{i}^*$) مضافا اليه المعدل المتوقع لتغير سعر الصرف (Δe).

يمكن بذلك تصميم نموذج توازن المحفظة البسيط ***(Branson, Hallthunen et Masson 1977)*** الذي يشمل معادلة الثروة الكلية ***(W)*** ومعادلات الطلب لكل عنصر من مكونات الثروة وفق الشكل التالي (تعبر الحروف الكبيرة عن المتغيرات المعبر عنها بغير اللوغاريتم):

$$W = M + B + FE \quad \text{..... (01)}$$

$$m + b + f = 1 \quad \text{..... (02)}$$

$$M = m(i, i^* + \Delta e)W \qquad m_i < 0, m_{i^*} < 0 \quad \text{..... (03)}$$

$$B = b(i, i^* + \Delta e)W \qquad b_i < 0, b_{i^*} < 0 \quad \text{..... (04)}$$

$$FE = f(i, i^* + \Delta e)W \qquad f_i < 0, f_{i^*} < 0 \quad \text{..... (05)}$$

حيث توضح المعادلة ***(01)*** مكونات الثروة الكلية ***(W)*** التي تتطابق مع مجموع الطلب على النقود ***(M)***، السندات المحلية ***(B)*** والأجنبية ***(F)***. كذلك توضيح أن مجموع الأنصبة النسبية للعناصر الثلاثة السابقة ***(f,b,m)*** يجب أن يكون مساويا للواحد الصحيح ضمن المعادلة ***(02)***. كما يفترض أن يتزايد الطلب على كل من ***(f,b,m)*** مع تزايد الثروة ***(W)***.

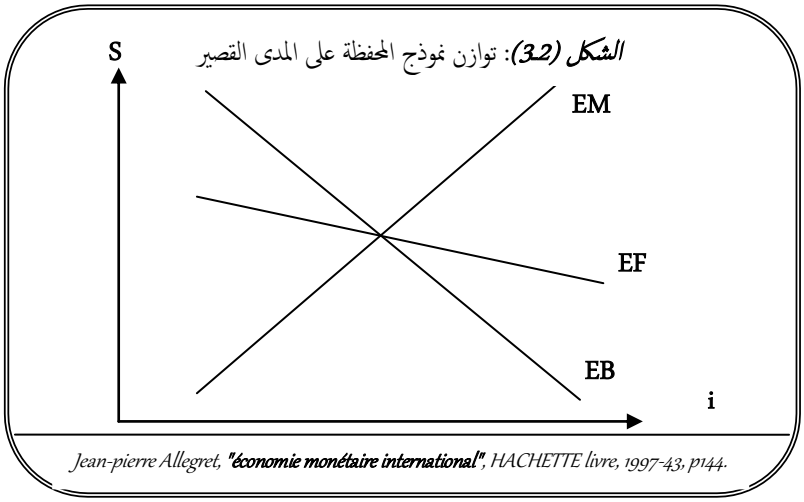
إذ تعكس المعادلات ***(03) (04) (05)*** شروط توازن سوق الأصول في نموذج توازن المحفظة البسيط حين يتساوى عرض احتياطي النقود والسندات (المحلية والأجنبية) مع القدر المرغوب في حيازته، فإن المعادلة ***(03)*** توضح العلاقة العكسية بين الطلب على النقود ***(M)*** وكل من سعر الفائدة المحلي **(i)** وسعر الفائدة الأجنبي مضافا اليه التغير المتوقع في سعر الصرف $(i^* + \Delta e)$. في حين تشير المعادلة ***(04)*** إلى أن الطلب على السندات المحلية (B) يرتبط طرديا بمعدل العائد على السندات المحلية **(i)** وعكسيا معدل العائد على السندات الأجنبية ($\mathbf{i}^*$). أما الطلب على السندات الأجنبية في المعادلة **(05)** فإنه يرتبط طرديا بالعائد المتوقع على السندات الأجنبية ($\mathbf{i}^*$) وعكسيا بمعدل العائد على السندات المحلية **(i)**[1].

[1] *Dominique Plihon, "Les taux de change", op cit, p55-56.*

3. نموذج توازن المحفظة وتحديد سعر الصرف[1]:

يكمن دور سعر الصرف ضمن نموذج توازن المحفظة في تحقيق التوازن بين طلبات وعروض الأصول، لتوضيح ذلك نفترض في البداية وضع التوازن على مستوى مكونات محفظة الأعوان، إذا تسمح عملية إدخال حالة عدم التوازن في حيازة الثروة بمشاهدة كيف تكون استجابة سعر الصرف من أجل إعادة التوازن الى المحفظة. وليكن الشكل ***(3.2)*** الذي يبين التوازن قصير الأجل لنموذج توازن المحفظة.

الشكل (3.2): توازن نموذج المحفظة على المدى القصير



*Jean-pierre Allegret, **"économie monétaire international"**, HACHETTE livre, 1997-43, p144.*

يمثل الخط ***(EB)*** الموقع الهندسي لنقاط المستوى ***(s,i)***، الذي من أجله (مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة) يكون العرض والطلب على الأصول المحلية متساويا. ويمثل الخط ***(EF)*** الموقع الهندسي لنقاط المستوى ***(s,i)*** الذي من أجله (مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها) يكون الطلب المحلي على الأصول الاجنبية مساويا لعرضه الثابت على المدى القصير. كما يمثل الخط ***(EM)*** الموقع الهندسي لنقاط المستوى ***(s,i)*** الذي من أجله (مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها) يكون السوق النقدي في حالة توازن.

تفسر ميول مختلف الخطوط على أن تدهور العملة المحلية (أي زيادة ***S***) يؤدي الى زيادة قيمة ***F*** معبر عنها بالعملة المحلية. ينتج عن ذلك ارتفاع في ***W***، ويؤدي بدوره الى زيادة الطلب على ***M*** و ***B*** من أجل إعادة التوزان للمحفظة. ويظهر من خلال ذلك أثرين مباشرين:

---

[1] صحراوي سعيد، ***"محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر"***، مرجع سبق ذكره، ص104-106 نقلا عن:

*Jean-pierre Allegret, **"économie monétaire international"**, HACHETTE livre, 1997-43, p144.*

- ارتفاع ***i*** من أجل الحفاظ على توازن سوق النقود، هذا نظرا لزيادة الطلب على النقود، أي عندما يزيد (أو ينخفض) ***S***، يجب علىi أن ترتفع (أو ينخفض) من أجل موازنة السوق النقدي. لهذا يوجد للخط ***(EM)*** ميل موجب.
- نظرا لزيادة الطلب على السندات المحلية فإن *i* سوف ينخفض من أجل الحفاظ على توازن سوق السندات المحلية. أي (على مستوى الخط ***EB***) عندما يزيد (أو ينخفض) s، يجب على i أن تنخفض (أو تزيد) من أجل الحفاظ على توازن سوق السندات المحلية. لهذا يوجد للمستقيم ***(EB)*** ميل سالب.

كما يؤدي ارتفاع i الى تخفيض الطلب على F، مما ينتج عنه بيع F، أي وجود فائض عرض الصرف الأجنبي في سوق الصرف يقضي بانخفاض s. لهذا يوجد للمستقيم ***(EF)*** ميل سالب.

يقيم النموذج فرضية معقولة مفادها أنه يكون لتغير معطى في i أثر كبير على السندات المحلية B عنه على السندات الأجنبية F. أي أن السندات المحلية والأجنبية ذات بدائل غير كاملة. لهذا ميل الخط ***(EF)*** أقل من من ميل الخط***(EB).***

انطلاقا من الملاحظات أعلاه، نستطيع إعطاء بعض الديناميكيات القصيرة الأجل لنموذج توازن المحفظة.

ثانيا: ديناميكية سعر الصرف في نموذج توازن المحفظة على المدى القصير

1. ***السياسة النقدية:***

يتطلب بحث تأثير السياسة النقدية على أسعار الفائدة المحلية ومعدل الصرف في إطار نموذج توازن المحفظة ضرورة التعرف على آلية انتقال أثر تغير الاحتياطات النقدية ***(M)*** على سعر الفائدة ومعدل الصرف[1]، حيث يفترض أن تكون أمام السلطات النقدية طريقتين لزيادة ***(M)***:

- زيادة ***(M)*** لمرة واحدة وغير مستمرة ***(once and for all)*** بسبب هبوط مفاجئ في مستوى النشاط الاقتصادي مثلا؛

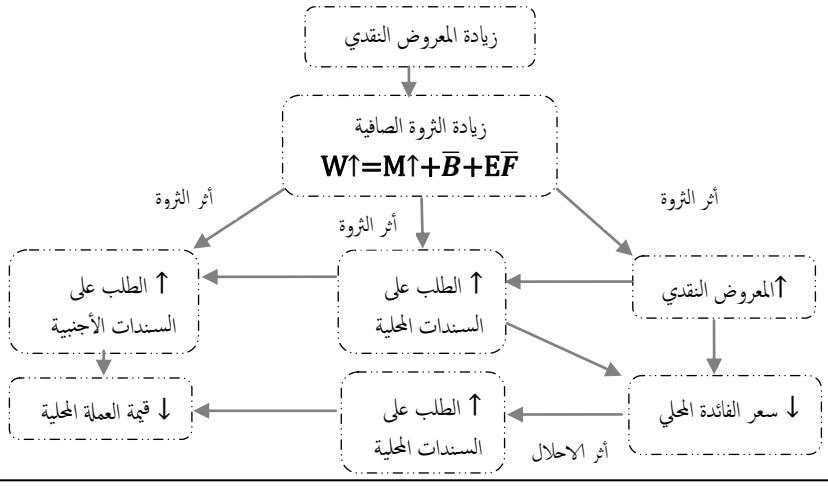
[1] نشأت الوكيل، ***"التوازن النقدي ومعدل الصرف"***، مرجع سبق ذكره، ص 321-325.

- سياسة السوق المفتوحة التي تعتبر أحد أساليب تدخل البنك المركزي في السوق النقدي، التي تهدف الى زيادة أو تخفيض حجم النقود المركزية المتاحة للمؤسسات البنكية (السيولة البنكية). ويستخدم البنك المركزي في آن واحد أو بالتناوب آليتين لتفعيل هذه السياسة:

1. شراء سندات الدين الحكومي الموجودة لدى القطاع الخاص: $\Delta B + \Delta M = 0$
2. شراء الصرف الأجنبي: $\Delta M + S\Delta F = 0$

ويعكس الشكل ***(4.2)*** آلية انتقال أثر زيادة عرض النقود لمرة واحدة وبشكل غير مستمر على أسعار الفائدة المحلية ومعدل الصرف. حيث تؤدي زيادة ***(M)*** الى زيادة ***(W)***. بافتراض أن محافظ الأصول كانت في حالة توازن قبل زيادة المعروض النقدي، فإن حائزي الأصول سوف يحاولون إعادة توازن محافظهم مرة أخرى في ظل الزيادة الحادثة في صافي الثروة. وفي ظل زيادة الثروة الصافية وزيادة الاحتياطات النقدية كذلك عن ذي قبل، سوف يجد حائزو الأصول أنفسهم في وضع يتسم بزيادة المعروض النقدي وبالتالي زيادة في الطلب على كل من السندات المحلية والأجنبية.

الشكل (4.2): آلية انتقال أثر زيادة M لمرة واحدة ونهائية على سعر الفائدة المحلي ومعدل الصرف

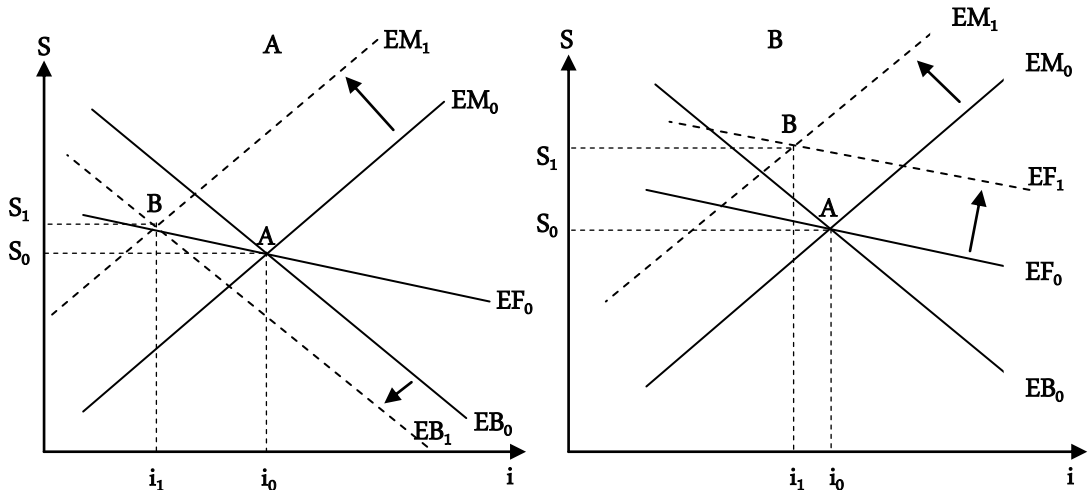


المصدر: *نشأت الوكيل، **"التوازن النقدي ومعدل الصرف"**، مرجع سبق ذكره، ص322.*

في ظل افتراض ثبات عرض السندات المحلية والأجنبية في الأجل القصير، يمكن خفض الطلب على السندات المحلية من خلال خفض أسعار الفائدة المحلية، بينما خفض الطلب على السندات الأجنبية فقط من خلال خفض قيمة العملة المحلية. النتيجة النهائية لزيادة مفاجئة في عرض النقود لمرة واحدة هي انخفاض قيمة العملة المحلية وكذلك انخفاض أسعار الفائدة المحلية.

لكن إذا قامت السلطات النقدية بشراء السندات المحلية فإن ذلك في كل من سوق النقود ***(M)*** وسوق السندات ***(B)***، حيث أن زيادة حيازة الجمهور للنقود لا يمكنه أن يحدث إلا عن طريق تخفيض تكاليف فرصة حيازة النقود، اي عن طريق تخفيض معدل الفائدة المحلي في ظل سعر الصرف S المعطى. وعلى إثر ذلك فإن الخط ***(EM)*** يتحرك باتجاه اليسار في الشكل (A5.2)، وكذلك يتحرك الخط ***(EB)*** باتجاه اليسار مع انخفاض معدل مردود السندات المحلية (بسبب انخفاض معدل الفائدة المحلي). وما يلاحظ هو تحقق توازن جديد على المدى القصير مقابل ثبات ***(EF)***. وبما أن للخط ***(EF)*** ميلا سالبا أقل من ميل ***(EB)***، فإن التوازن الجديد يجب أن يكون فوق التوازن الابتدائي وعلى جهته اليسرى، أي انخفاض معدل الفائدة وتدهور العملة المحلية (زيادة S).

الشكل (5.2): التوسع النقدي في نموذج توازن المحفظة على المدى القصير



Source : Jean-pierre Allegret, ***op cit,*** *p 145.*

نفترض الآن أن سياسة السوق المفتوحة ترتكز على تملك الصرف الأجنبي (الشكل B5.2)، إذ يؤدي هذا الأمر الى انخفاض معدل الفائدة المحلي بسبب فائض عرض النقود (يتحرك ***EM*** باتجاه اليسار). كما يؤدي شراء الصرف الأجنبي (العملات الأجنبية) الى تدهور العملة المحلية (زيادة S) وينتقل ***(EF)*** باتجاه الأعلى. إذ يرتبط التوازن الجديد بالخط ***(EB)*** الذي يبقى ثابتا، ومقارنة بالتوازن الابتدائي فإنه يقع فوقه على الجهة اليسرى: تتدهور العملة المحلية وينخفض قيمة معدل الفائدة المحلي.

ارتبط التوازن الجديد في الحالة الأولى بالخط ***(EF)*** غير المتغير، بينما في الحالة الثانية ارتبط بالخط ***(EB)*** غير المتغير، وفي ظل المعطيات المذكورة التي تعطي للخط ***(EF)*** ميل أقل مقارنة بالخط ***(EB)***،

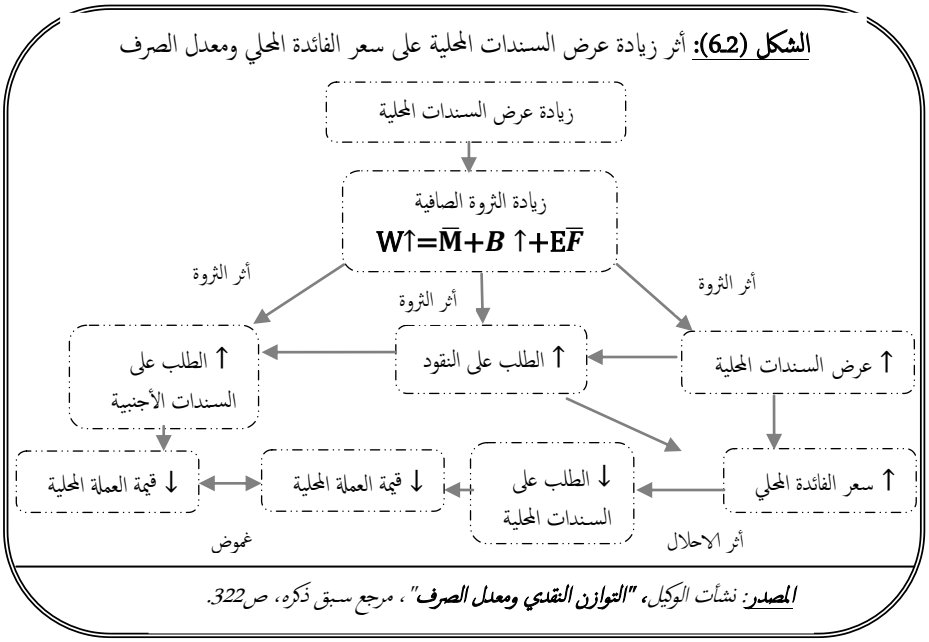
فإن تغير سعر الصرف من S_0 الى S_1 يجب أن يكون أقل في الحالة الأولى منه في الحالة الثانية، بينما يحدث العكس فيما يخص معدل الفائدة المحلي. ينجم هذا الاختلاف بسبب عمليات شراء السندات المحلية عن طريق السوق المفتوحة تؤثر مباشرة في معدل الفائدة المحلي، بينما تؤثر عمليات الصرف الأجنبي عن طريق السوق المفتوحة مباشرة في S.

نتيجة انخفاض أسعار الفائدة المحلية فإن أثر الإحلال يتحقق في ظل الطريقتين من خلال تحفيز حائزي الأصول للتحول الى السندات الأجنبية. إلا أن الطريقة الأولى (أي زيادة المعروض النقدي دون تدخل البنك المركزي لشراء السندات المحلية) سوف تزيد الثروة الصافية، وهو ما يؤدي الى زيادة الطلب على السندات الأجنبية، والذي يؤدي بدوره الى انخفاض قيمة العملة المحلية بشكل يفوق حالة تدخل البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة (الطريقة الثانية) لشراء السندات المحلية.

3. السياسة المالية[1]:

يعتبر الأثر التوجيهي لتغيرات السياسة النقدية على معدل الصرف في إطار نموذج توازن المحفظة أكثر وضوحا عن مثيله بالنسبة للسياسة المالية. يعكس الشكل (2ـ6) عدم وضوح النتيجة النهائية لآلية انتقال أثر تغير السياسة المالية على معدل الصرف.

الشكل (6.2): أثر زيادة عرض السندات المحلية على سعر الفائدة المحلي ومعدل الصرف



*المصدر: نشأت الوكيل، **"التوازن النقدي ومعدل الصرف"** ، مرجع سبق ذكره، ص322.*

[1] *نشأت الوكيل، **"التوازن النقدي ومعدل الصرف"** ، مرجع سبق ذكره، ص 325ـ327.*

يوضح الشكل (2ـ6) أن انتهاج سياسة مالية توسعية يولد زيادة في الثروة الصافية المحلية من خلال زيادة السندات الحكومية B ذات الفائدة. وبافتراض أن محافظ الأصول كانت في حالة توازن قبل حدوث زيادة في B، فإن حائزي الأصول سوف يحاولون استعادة توازن محافظهم في ظل الوضع الجديد (زيادة ثرواتهم الصافية). وفي ظل زيادة الثروة الصافية فإن النصيب النسبي للسندات المحلية B في الثروة الصافية يكون أكبر من ذي قبل، وسوف يجد حائزو الأصول المحليون أنفسهم في مواجهة فائض عرض السندات المحلية، وفائض طلب على السندات الأجنبية، وفائض طلب على النقود.

يمكن للزيادة في عرض السندات المحلية أن تستوعب فقط إذا زادت أسعار الفائدة المحلية. وفي ظل افتراض ثبات عرض النقود في الأجل القصير، تصبح زيادة أسعار الفائدة المحلية أيضا أمرا مطلوبا للحد من زيادة الطلب على النقود. على حين تكون زيادة أسعار الفائدة المحلية، بعد زيادة عرض السندات المحلية أمرا واضحا، فإن الأمر يصبح أقل وضوحا عندما يتجه التأثير الى معدل الصرف. حيث تؤدي زيادة عرض السندات المحلية الى نوعين مختلفين من الضغوط على معدل الصرف:

- يؤدي الأول الى تحسن قيمة العملة المحلية الذي يتحقق عندما يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة المحلية الى تحفيز المستثمرين لحيازة السندات المحلية وتحويل الطلب على السندات الأجنبية الى المحلية، بما يؤدي الى توليد ضغوط تصاعدية على قيمة العملة المحلية.
- بينما يؤدي النوع الآخر الى تدهور قيمة العملة المحلية. ويتحقق عندما يزداد الطلب على السندات الأجنبية بسبب زيادة الثروة الصافية، بما يؤدي الى ضغوط هبوطية على قيمة العملة المحلية.

ونظرا للالتباس حول أي الأثرين سيتحقق، فالشيئ الوحيد الممكن قوله فقط عن الأثر المتوقع لتغير السياسة المالية على معدلات الصرف هو الغموض. فإذا أدت زيادة الثروة الصافية الى سيطرة زيادة الطلب على السندات الأجنبية (ضعف تأثير الفائدة المحلية على خفض الطلب على السندات الأجنبية) فإن الأثر المتوقع حينئذ هو تدهور قيمة العملة المحلية، والعكس صحيح.

المبحث الثالث: المقاربة التوازنية لتحديد سعر الصرف ونماذج تفسير عدم إستقراره

مع اتساع دائرة تأثير التجارة الخارجية على معدلات التنمية الاقتصادية المحلية، والتطور الذي لازالت تشهده أسواق المال الدولية، على اعتبار سعر الصرف حلقة ربط بين مختلف الاقتصاديات فهو متغير شديد الحساسية للمؤثرات الداخلية والخارجية وله أثر كبير على توازن الاقتصاد الكلي من خلال ارتباطه بمختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية، رغم أن درجة التأثير تختلف باختلاف نظم الصرف المتبعة. ظهرت خلال ستينيات القرن العشرين النظريات التي تبحث سعر الصرف التوازني انطلاقا من المتغيرات الكلية المرتبطة بالتوازن الآني داخل الاقتصاد وخارجه. وفي العقود التي تلت انهيار نظام "***Bretton Woods***" تميز سعر الصرف بظاهرة عدم الاستقرار وظهرت اسهامات نظرية تخص محددات عدم ثبات أسعار الصرف.

وقد خصصنا هذا المبحث في عنصره الأول لتقديم أهم النظريات التي ينبني تحليلها على التوازن الآني داخل الاقتصاد وخارجه في تحديد سعر الصرف التوازني، ومن أشهر هذه النماذج: نموذج " ***Mundell-fleming"*** الذي يحدد سعر الصرف التوازني الآني لكل من سوق السلع والخدمات، سوق النقد، وسوق الصرف أو توازن ميزان المدفوعات، وكذا نموذج ***"swan"*** الذي يوضح التوازن الآني الداخلي والخارجي الذي يتحدد من خلاله المستوى الأمثل للنفقات المحلية وبالتالي يتحدد سعر الصرف الحقيقي التوازني. في حين يتطرق العنصر الثاني الى أهم النماذج المفسرة لعدم استقرار سعر الصرف بالتركيز على ثلاثة نماذج: نموذج التعديل الزائد، نموذج فقاعات المضاربة العقلانية ونموذج عدم تجانس الأعوان والتوقعات الرشيدة.

المطلب الأول: نماذج التوازن الداخلي والخارجي لتحديد سعر الصرف

يعد نموذج Mundell-fleming الذي يعنى بتحديد سعر الصرف التوازني عند التوازن الآني بين الأسواق الثلاث: سوق السلع والخدمات، سوق النقود وسوق الصرف من أشهر نماذج التوازن الداخلي والخارجي في تحديد سعر الصرف. أما نموذج Swan فيدرس التوازن الداخلي المتمثل في المستوى الأمثل للتضخم، و التوازن الخارجي الذي يمثله توازن ميزان المدفوعات.

أولا: نموذج "Mundell-fleming"

يعود هذا النموذج الى ستينيات القرن العشرين بفضل أعمال كل من R-Mundell (1963 و M-Fleming (1962-1986)، حيث قاما بإجراء دراسات حول الأسواق الداخلية والخارجية في آن واحد: سعر الصرف، سعر الفائدة، مستوى الانتاج من التوازن لسوق السلع وسوق النقود وسوق الأسواق المالية. وبالتالي يركز النموذج على تحليل فاعلية سياسات الاستقرار الاقتصادي في الاقتصاد المفتوح، إلا أنه يستعمل كنموذج وأحيانا كنظرية لتحديد سعر الصرف[1].

إن الشكل الأساسي للنموذج هو عبارة عن نموذج لاقتصاد صغير مفتوح نسبيا يقوم على تحليل أثر توازن ميزان المدفوعات في تحديد سعر الصرف، حيث يفترض ثبات مستوى أسعار الفائدة والذي يعتبر متغيرا خارجيا، وكذا أن صافي الصادرات (N_x) سوف يزداد في المدى القصير استجابة لانخفاض قيمة العملة المحلية، وأن تدفقات رأس المال تعتبر حساسة لتغيرات الفرق بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية.

1. معادلات النموذج[2]:

1.1 توازن سوق السلع والخدمات [منحنى IS]:

إن الانفتاح على العالم الخارجي يفرض علينا اضافة مكون رابع (قطاع الصادرات والواردات) لنموذج الاقتصاد المغلق، حيث يوضح منحنى (IS) في اقتصاد مفتوح التوليفات من (Y) و (i) والتي يكون عندها العرض الكلي (المتكون من الناتج المحلي الاجمالي والواردات) مساويا للطلب الكلي (والمتكون من الطلب على الاستهلاك، الطلب على الاستثمار، الانفاق الحكومي والصادرات) وفق المعادلة التالية:

$$\boldsymbol{Y + M = C + I + G + X \Rightarrow Y = C + I + G + (X - M)} \qquad \boldsymbol{(01)}$$

حيث:

Y: الناتج المحلي الاجمالي؛

C: الاستهلاك الذي يتأثر بالدخل المتاح وفق العلاقة التالية ($C=c(Y-T_0)+C_0$)؛

[1] عبد المجيد قدي، **"المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية"**، مرجع سبق ذكره، ص124.

[2] سامي خليل، *"**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**"*، الكويت 1994، ص 1477.1496.

I: الاستثمار الذي يتأثر بسعر الفائدة وفق العلاقة التالية (I=I$_0$-si)/s تمثل حساسية الاستثمار لسعر الفائدة؛

G: الانفاق الحكومي (G=G$_0$)؛

(X-M): صافي الصادرات N_x الذي يتأثر بسعر الفائدة الحقيقي r وفق مايلي: $N_x = X_0(r) - m(r)Y - M_0$

بعد إجراء مختلف العمليات الحسابية وفق ما سبق يمكن كتابة معادلة التوازن في سوق السلع (IS) كمايلي:

$$IS: Y = \frac{1}{1 - c + m}(C_0 + I_0 + G_0 + (X_0 - M_0) - gi) \qquad (02)$$

2.1 توازن سوق النقود [منحنى LM]:

يحدث التوازن في سوق النقود عندما يتعادل عرض النقود مع الطلب عليها، وفق المعادلات التالية:

$$M^d = M_t^d + M_s^d \;/\; M^d = L(i, y) \qquad (03)$$

تمثل المعادلة (03) دالة الطلب على النقود الكلية حيث تعبر $M_t^d = L_1(y)$ عن دالة الطلب على النقود بدافع المبادلات والاحتياط، وتعبر $M_s^d = L_2(i)$ عن دالة الطلب على النقود بدافع المضاربة.

لدينا دالة عرض النقود التالية:

$$M^S = M_0 \qquad (04)$$

ومنه يحقق شرط التوازن العلاقة التالية:

$$M^S = M^d \qquad (05)$$

3.1 توازن ميزان المدفوعات [منحنى BP]:

في ظل الاقتصاد المفتوح نحتاج الى اضافة سوق للصرف الأجنبي، الذي يعكس التوازن فيه التوازن في ميزان المدفوعات الذي يعبر عنه بمنحنى BP. ونعني بهذا الأخير التجميعات من سعر الفائدة (i) و الدخل (Y) والتي تحقق التوازن في ميزان المدفوعات[1].

[1] سامي خليل، "**نظريات الاقتصاد الكلي الحديثة - الجزء الثاني**"، مرجع سبق ذكره، ص 1463.

يتكون ميزان المدفوعات (BP) من حسابين مهمين: الحساب الجاري (BC) وحساب رأس المال (BK) أي:

$$BP = BC + BK \qquad (06)$$

تتركز معاملات الحساب الجاري في الميزان التجاري الذي يعطي لنا رصيده الفرق بين الصادرات (التي تمثل طلبا خارجيا على السلع والخدمات المحلية) والواردات (الطلب المحلي على السلع والخدمات الأجنبية) أي:

$$BC = X - M \qquad (07)$$

مع افتراض ثبات دخول الدول الأجنبية يمكن أن تعطى معادلة الصادرات التي تعتمد على الدخول الأجنبية Y^* وسعر الصرف الحقيقي e وفق الصيغة التالية:

$$X = X(Y^*, e) \Rightarrow X = X(e) \quad \frac{\partial X}{\partial e} > 0 \qquad (08)$$

كذلك يتأثر مستوى الطلب على الواردات بالدخل المحلي للدولة وسعر الصرف الأجنبي، ويمكن اعطاء دالة الواردات التي تعطي التغير في الواردات تبعا لتغير الدخل وسعر الصرف وفق الصيغة التالية:

$$M = M(Y, e) \Rightarrow M = M_0 + m(e)Y \quad (\partial M/\partial Y) > 0 \quad (\partial M/\partial e) > 0 \qquad (09)$$

بالتالي يمكن اعادة صياغة (07) اعتمادا على المعادلتين (08) و (09) كمايلي:

$$BC = X - M = X(e) - M_0 - m(e)Y \qquad (10)$$

أما التدفق الصافي لرؤوس الأموال فإنه يتوقف على الفرق بين معدلي الفائدة المحلي (i) والأجنبي (i^*) وكذا سعر الصرف الأجنبي المتوقع (e^a)، ويمكن صياغة معادلة رصيد حساب رأس المال وفق مايلي:

$$BK = f(i - i^*, e) \quad (\partial f/\partial i) > 0 \quad (\partial f/\partial i^*) > 0 \quad (\partial f/\partial e^a) > 0 \qquad (11)$$

وبافتراض أن سعر الصرف وسعر الفائدة عبارة عن قيم ثابتة معطاة خارج النموذج، اضافة الى افتراض خطية دالة تدفق رأس المال فاننا نسجل العلاقة التالية:

$$BK = f \times i + F_0 \qquad (12)$$

حيث تمثل f حساسية تدفق رأس المال لسعر الفائدة، F_0 تدفق رأس المال المستقل عن سعر الفائدة (الذي يتأثر مثلا بالضرائب، الاستقرار السياسي الداخلي، النمو الاقتصادي،....).

من خلال المعادلتين (10) و (12) يمكننا صياغة معادلة BP التالية:

$$BP = BC + BK = X(e) - \mathbf{M_0} - m(e)Y + f \times i + F_0 \qquad (13)$$

ويحقق ميزان المدفوعات التوازن إذا كان رصيده مساويا للصفر أي:

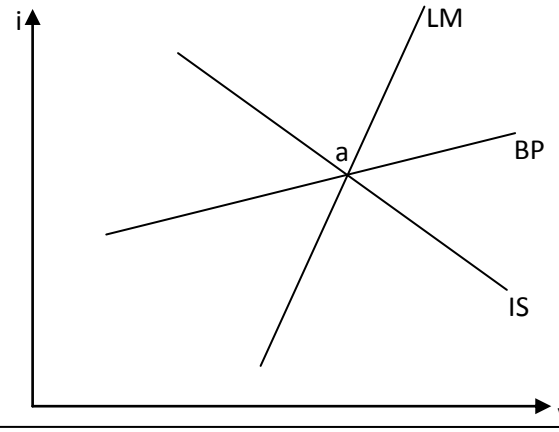
$$BP = 0 \Leftrightarrow X(e) - \mathbf{M_0} - m(e)Y + f \times i + F_0 = 0$$

$$\Leftrightarrow Y = \frac{f}{m(e)} i + \frac{X(e) - \mathbf{M_0} + F_0}{m(e)} \qquad (14)$$

4.1 التوازن في الاقتصاد المفتوح وتحديد سعر الصرف:

من خلال الشكل (7.2) جمعنا بين خط BP وبين منحنى (IS) ومنحنى (LM)، ونقطة التقاطع بين المنحنيات الثلاث (a) تعطينا مستوى الدخل والناتج ومستوى سعر الفائدة الذي يحقق التوازن في كل من الأسواق الثلاث: سوق السلع والخدمات، سوق النقود وميزان المدفوعات.

الشكل (7.2): التوازن في الاقتصاد المفتوح (BP/IS LM)



سامي خليل، "**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**"، "، مرجع سبق ذكره، ص 1468.

من المحتمل أن يكون هناك تعارض بين التوازن الداخلي والخارجي، في غياب قوى التصحيح الذاتي الفعالة، فإن السياسة تكون مطلوبة وضرورية لتصحيح الاختلال في التوازن الخارجي. وتتوقف فعالية السياسة المطبقة (مالية/نقدية) على نظام الصرف المطبق (ثابت/مرن) وبالتالي تؤثر على التوازن الخارجي. ويمكننا أن نسجل أربعة حالات:

الجدول (1.2): فعالية السياسة المالية والنقدية في ظل نظامي الصرف الثابت والمرن

	أنظمة الصرف		
		سعر الصرف المرن	سعر الصرف الثابت
الأدوات	السياسة المالية	غير فعالة	فعالة
	السياسة النقدية	فعالة	غير فعالة

المصدر: سامي خليل، *"**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**"*، مرجع سبق ذكره، ص 1454.1462.

اعتمادا على الجدول (1.2) الذي يعرض نتائج تطبيق السياستين المالية والنقدية في ظل نظامي الصرف الثابت والمرن، فإننا سنركز فقط على تحليل السياسات الممكنة، أي السياسة المالية في ظل نظام الصرف الثابت، والسياسة النقدية في ظل نظام الصرف المرن[1].

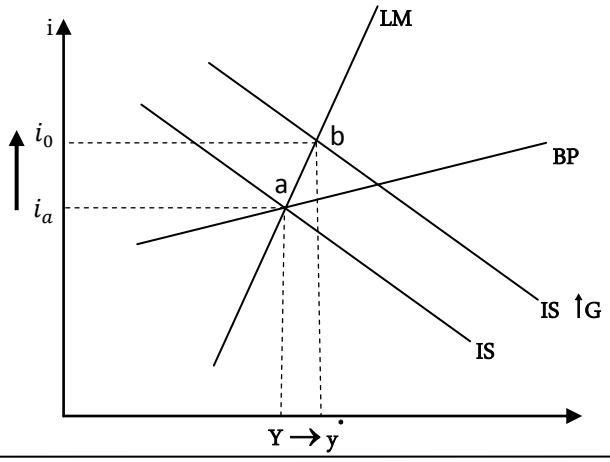
- **السياسة المالية في ظل ثبات إسعار الصرف:**

يوضح الشكل (8.2) كيف أن الاقتصاد المحلي يستجيب لديناميكيات السياسة المالية في ظل نظام الصرف الثابت. فالزيادة في الانفاق الحكومي سوف ينقل منحنى (IS) الى الخارج ويؤدي الى زيادة كل من الناتج المحلي وسعر الفائدة. والزيادة في الناتج القومي سوف تحسن التوازن الداخلي، لكنها أيضا تؤدي الى زيادة الواردات. ولكن التدهور في التوازن الخارجي سوف يكون أكثر من أن يلغى بواسطة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة. وسيؤدي ذلك الى رفع الاقتصاد بعيدا عن خط (BP) والى حالة فائض في ميزان المدفوعات. وتستمر هذه الحالة فقط طالما أن الحكومة على استعداد لبيع الاحتياطات أو أن الأجانب على استعداد لتقديم القروض الى الخارج.

من الملاحظ في الشكل (8.2) أن النقطة b تقع أعلى منحنى (BP) وهذا يحدث عندما يكون منحنى (LM) اكبر انحدارا من (BP)، ولو أن هذا الأخير كان أشد انحدارا من منحنى (LM) فإن السياسة المالية التوسعية ستؤدي الى عجز ميزان المدفوعات. يعني ان الزيادة في الناتج ستؤدي الى زيادة الواردات بمقدار أكبر من تأثير ارتفاع سعر الفائدة على تدفق رؤوس الأموال داخل البلد. عدا حالات الانكماش الشديدة فإن منحنى (LM) عادة ما يكون أكثر انحدارا من منحنى (BP).

[1] سامي خليل، *"**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**"*، مرجع سبق ذكره، ص 1468.1471.

الشكل (8.2): السياسة المالية في ظل سعر الصرف الثابت

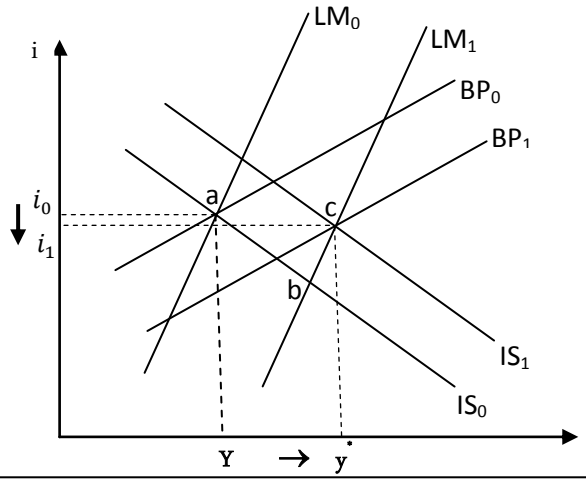


سامي خليل، ، "**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**" ، " ، مرجع سبق ذكره، ص 1469.

السياسة النقدية في ظل مرونة أسعار الصرف:

تكون السياسة النقدية أكثر فعالية في ظل نظام الصرف المرن، ويمكننا أن نوضح من خلال الشكل (9.2) كيف يحقق سعر الصرف المرن كلا من التوازن الداخلي والخارجي وذلك خلال فترات التوسع النقدي. فالأولى لسياسة التوسع النقدي هو انتقال منحنى (LM) الى اليمين، فينتقل وضع التوازن من a الى b. لكن عند b فإن سعر الفائدة يكون قد انخفض مما يؤدي الى تدهور قيمة العملة. ويؤدي هذا الأخير الى انتقال منحنيي (IS) و (BP) الى اليمين. وينتهي بالاقتصاد المحلي الى تصحيح وضع التوازن عند c حيث أن زيادة الناتج المحلي وانخفاض في سعر الفائدة يتحقق عندها كل من التوازن الداخلي والخارجي.

الشكل (9.2): السياسة النقدية في ظل سعر الصرف المرن

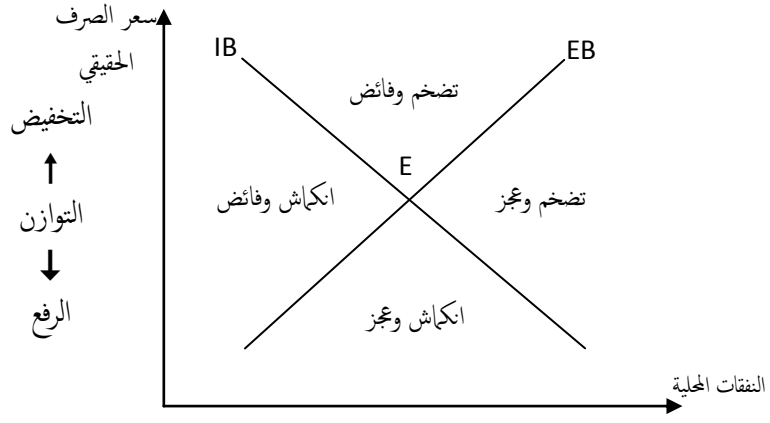


سامي خليل، "**نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني، نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة**"، مرجع سبق ذكره، ص 1470.

ثانيا: نموذج "swan"

قدم ***Trevor Swan (1955)*** نموذجا يربط بين كل من التوازن الداخلي والخارجي الذي يتحدد من خلاله المستوى الأمثل للنفقات المحلية وعليه يتحدد مستوى الصرف الحقيقي التوازني، الذي يمكن توضيحه من خلال الشكل (10.2) الذي يجمع بين منحنيي التوازن الداخلي (IB) والتوازن الخارجي (EB) بميلين متعاكسين ضمن محورين أحدهما للنفقات المحلية والآخر لسعر الصرف الحقيقي كمايلي:

الشكل (10.2): التوازن الداخلي والخارجي وتحديد حجم النفقات المحلية وسعر الصرف الحقيقي



دومينيك سالفاتور، "**نظريات ومسائل الاقتصاد الدولي**"، ديوان المطبوعات الجامعية 1993، ص 191

ويعبر نموذج ***"swan"*** عن التوازن الداخلي بالمنحنى (IB):

- ✓ **في اليمين:** هناك تضخم لأن النفقات المحلية أكبر من المستوى اللازم لتحقيق التشغيل الكامل;
- ✓ **في اليسار:** هناك انكماش لأن النفقات المحلية أقل من المستوى اللازم لتحقيق التشغيل الكامل;

كما يتم التعبير عن التوازن الخارجي بالمنحنى (EB):

- ✓ **في اليمين:** هناك عجز في ميزان المدفوعات لأن النفقات المحلية أكبر من المستوى اللازم لتحقيق توازن الخارجي;
- ✓ **في اليسار:** هناك فائض في ميزان المدفوعات لأن النفقات المحلية أقل من المستوى اللازم لتحقيق توازن الخارجي;

وتشير النقطة E الى التوازن الداخلي والخارجي الآني، أي نقطة أخرى يحدث عندها اختلال داخلي أو خارجي.ويمكننا التمييز بين أربع حالات:

- **عجز مع انكماش:** تتطلب عملية إعادة التوازن الى النقطة **E** بعد هذا الوضع سياسة مالية توسعيـــة تقتضي الزيادة في الانفاق الحكومي، وسياسة نقدية عن طريق سعر الصرف بتخفيض سعر العملة المحلية لما لها من أهمية في زيادة الصادرات وخفض الواردات، فتكون النتيجة توجه الاقتصاد الى التوازن الداخلي والخارجي.
- **فائض مع انكماش:** تتطلب إزالة الفائض مع الانكماش والوصول الى النقطة **E** سياسة مالية توسعية عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، وسياسة نقدية برفع قيمة العملة المحلية (انخفاض سعر الصرف) التي لها دور في انخفاض الصادرات وارتفاع الواردات، والنتيجة عودة الاقتصاد الى وضع التوازن.
- **فائض مع تضخم:** تتطلب العودة الى نقطة التوازن الداخلي والخارجي اتباع سياسة مالية انكماشية تتضمن تقييد الانفاق الحكومي، وسياسة نقدية برفع قيمة العملة الوطنية.
- **عجز مع تضخم:** للوصول الى التوازن المحقق عند النقطة **E** التي تعبر عن توازن الاقتصاد الداخلي والخارجي، لابد من سياسة مالية انكماشية، وسياسة نقدية بتخفيض قيمة العملة المحلية التي لها أثر على زيادة الصادرات وتخفيض الواردات.

يمكن تلخيص مخرجات النموذج في إطار التحليل أعلاه الى مجموعتين من السياسات[1]، بنيت على الفرضية التي يقوم عليها النموذج في أن التوسع في كل من الناتج والتشغيل يزيد النفقات على الواردات فيزيد العجز في الحساب الجاري، وهي كالتالي:

- **سياسة تغيير الإنفاق:** تتضمن سياسة تغييـــر الإنفاق تلك السياسات النقدية والمالية التي تهدف الى التأثير على مستويات الطلب الكلي، حيث يمكن تصحيح الانكماش الداخلي عن طريق اتباع سياسة مالية توسعية تتمثل في زيادة الانفاق أو التخفيض في الضرائب، أو سياسة نقدية توسعية تؤدي الى التخفيض في أسعار الفائدة المحلية لغرض تحفيز الاستثمارات.
- **سياسة تحويل الإنفاق:** التي تشير أساسا الى تخفيض قيمة العملة أو رفعها، حيث يشير التخفيض الى رفع سعر الصرف (أي تخفيض القيمة الخارجية للعملة) من قيمة اسمية الى أخرى، وعادة ما يعمل هذا على خفض قيمة واردات البلد، ومن ثم يمكن تصحيح العجز (أي أن التزامات البلد تجاه العالم الخارجي أكبر من حقوقه عليه)، ويشير خفض سعر الصرف (أي رفع قيمة العملة) الى العكس إذ يمكن استخدامه لتصحيح الفائض.

المطلب الثاني: النماذج المفسرة لعدم إستقرار أسعار الصرف

تميز النظام النقدي العالمي بعد انهيار "*Bretton Woods*" الذي أدى الى التخلي عن نظام الصرف الثابت مع بداية السبعينيات، بعدم الاستقرار الحاد في أسعار الصرف بسبب الفوضى في تبني أنظمة الصرف التي تراوحت بين التثبيت (التام/الجزئي) والتعويم (المدار/المطلق). وفي محاولة لتفسير حالة عدم الاستقرار سوف نتطرق الى عدة نماذج تم تصنيفها الى نوعين من المقاربات النظرية[2]:

ـ حيث تصف المقاربة الأولى ظاهرة المبالغة "*overreaction* " في تقدير سعر الصرف، التي تؤدي الى تبني ديناميكية تعديله على سرعات مختلفة لتعويض هذا التجاوز بين أسواق السلع والخدمات وأسواق الأصول المالية;

[1] دومينيك سالفاتور، **"نظريات ومسائل الاقتصاد الدولي"**، ديوان المطبوعات الجامعية 1993، ص 189.190.

[2] *Dominique Plihon, Op Cit, p62.*

- في حين تركز المقاربة الثانية على دور العوامل النفسية والتوقعات في تفسير حالة عدم الاستقرار، حيث تقتصر النظرية النفسية "*psychological*" للصرف على الدور الفعال للشائعات (*news*) وسلوك الأعوان في تفسير فقاعات المضاربة.

أولا: نموذج التعديل الزائد *(surréaction)*

لقد سبق التطرق الى هذا النموذج تحت مسمى النموذج النقدي في ظل جمود الأسعار والذي قام بعرضه وتطويره Dornbusch، حيث تعتمد ديناميكية سعر الصرف من خلال هذا النموذج على سرعات تعديل مختلفة ومتغايرة بين المتغيرات الاقتصادية فورية أو آنية بالنسبة للأصول النقدية والمالية، بطيئة أو كسولة بالنسبة للسلع والأجور، ولهذا يكون لسعر الصرف تعديل زائد في المدى القصير من أجل تعويض هذا الاختلاف، أي ينتج (في عالم يتميز بحرية انتقال رؤوس الأموال) عدم استقرار لسعر الصرف في المدى القصير. كما أن نتائج هذا النموذج تعتمد بشكل هام على الدور الذي يلعبه عنصر التوقعات.

ثانيا: نموذج فقاعات المضاربة الرشيدة *(bulles speculation rational)*

غالبا ما يتم استخدام مفهوم فقاعة المضاربة الرشيدة لتفسير سبب طول فترة تأرجح أسعار الأصول مثل أسعار الصرف بعيدا عن قيمتها الأساسية، حيث أدت المغالاة في تقييم الدولار خلال فترة الثمانينيات (1980 ـ 1985) وكذا الانهيار المالي للبورصة في أكتوبر 1987 الى ظهور هذه المقاربة النظرية الحديثة، التي قامت بشرح تغيرات أسعار الصرف أساسا بسير أسواق الأصول التي تعطي دورا هاما وجوهريا لعنصر التوقعات، الذي له تأثير واضح وكبير لدرجة أنه يستطيع تغيير اتجاه سعر الصرف عن مساره الأساسي التوازني مما ينتج عنه ديناميكيات تعديل معقدة.

إن فكرة نظرية الفقاعة المضاربية تنبني عند وجود فوارق بين القيمة الأساسية لسعر الصرف والمحددة وفق أساس نظري معين وسعر الصرف المطبق فعلا في السوق، حيث يعرف الفارق باسم الفقاعة، التي تماثل آلية عمل فقاعة الصابون، فهذه الأخيرة لا يمكنها أن تزيد في الحجم وقتا أكبر دون أن تنفجر وما يبقى في الأخير هو عبارة عن بعض القطرات، وبالمثل ففقاعة المضاربة مرتبطة ومتعلقة بحركة المضاربة التي

تخلق فرق هام ذا طابع أسي (أي بقيمة مضاعفة) بين سعر الصرف السوقي وسعر الصرف الأساسي الذي يحدد على أساس المتغيرات الكلية، وينتهي بانقضاء فترة من الزمن بانهيار عنيف لسعر الصرف السوقي، ويعرف هذا السقوط بانفجار الفقاعة، وسوف يجد سعر الصرف بعدها مستوى مناسب يوافق المحددات الأساسية (ميزان المدفوعات، معدل الفائدة، التضحم،...)[1].

يمكن التعبير عن النموذج رياضيا كمايلي[2]:

$$\boldsymbol{E = E^{*} + B} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \boldsymbol{(01)}$$

$$\boldsymbol{B = E - E^{*}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \boldsymbol{(02)}$$

حيث تعبرB عن الفقاعة، و E^{*} عن سعر الصرف الأساسي، و E عن سعر الصرف السوقي. كما تستلزم الشروط الرياضية أن قيمة B متزايدة وبمعدل متزايد، حيث أن سعر أي أصل من الأصول من المستحيل أن يأخذ قيمة سالبة فلا يمكن أن يكون لدينا فقاعات مضاربية سالبة على الاطلاق. كما أنه يوجد عدد لانهائي من الحلول الخاصة بالتوقعات الرشيدة لسعر الصرف الحاضر.

وقد أثبتت بعض الاعمال ومن بينها اسهامات Blanchard et Watson (1984) أن وجود الفقاعات المضاربية يتماشى بشكل منسجم مع فرضية كفاءة الاسواق المتعلقة بعقلانية المتعاملين وفق الميكانيزم التالي:

"حين يتوقع أغلبية المتعاملين تحسن قيمة عملة دون الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات الأساسية، فإنهم على استعداد لدفع السعر مما ينتج عن هذا فائض في الطلب على هذه العملة، وبالتالي تحسن سعر الصرف ويبتعد عن قيمته الأساسية. اذن فالتوقعات تتم ذاتيا (auto realitrices)، ويبقى السوق كفء لأنه يتوقع بصحة تطور سعر الصرف، لكن طالما أن الاشاعات المتقلبة تتفوق على الحسابات العقلانية فإن التوقعات ستنقلب وتنفجر الفقاعة"[3]. وخلاصة القول أن الفقاعات أكثر واقعية هي التي تسمح للفقاعات بأن ينمو ويتضخم ثم ينفجر.

---

[1] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p158.*

[2] *للمزيد من التفاصيل يمكن الرجوع إلى:*
سي بول هالـــوود، رونـــالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 300-304.

[3] *Larbi Dohni, Carol Hainaut, op cit, p159.*

نظرية الفقاعة المضاربية لاقت قدرا من النجاح في تفسير عدم استقرار سعر الصرف حيث تطابقت مع التجربة الحديثة لأداء الأسواق من خلال ثلاثة نتائج[1]:

1. على المدى القصير، يمكن لسوق الصرف أي يعرف عدة حلول توازنية ويمكن ملاحظته من خلال المعادلة (01) أنه يوجد عدد غير منته من القيم لـ B إذن فنحن أمام توازن متعدد;
2. يمكن للفارق الموجود بين سعر الصرف السوقي وقيمته الأساسية أن يصبح متزايد;
3. إذا ارتبط سعر الصرف بقيمته الخاصة المتوقعة تصبح التوقعات ذاتية التحقق.

كان الانتقاد الأساسي الموجه لهذه النظرية متعلق بانفجار الفقاعة، فهذه الأخيرة تتطور بشكل فعلي حينما تسير توقعات الأعوان في نفس الإتجاه، هذا يعني أنهم يتنبؤون بسعر لا متناهي على المدى البعيد، وبالتالي لا يمكن للفقاعة أن تنفجر بدون اعادة الاعتبار لعقلانية الأعوان. حيث يبقى السؤال المطروح: لماذا يفكر الأعوان فجأة في أن سعر الصرف سيزيح عن قيمته التوازنية للدخول في فقاعة رغم علمهم أن هذه اللعبة ستؤول في مجملها الى العدم في المدى الطويل.وتستند أهم الاجابات الى حالة عدم التأكد في الاسواق والى وجود عدم تجانس الأعوان أو قصر النظر لديهم وهو محور حديثنا الموالي.

ثالثا: عدم تجانس الأعوان[2]

على خلاف العديد من النماذج الاقتصادية أين يتواجد عون اقتصادي نموذجي واحد، فإن هذا النموذج يفترض وجود نوعين من الأعوان في سوق الصرف: النظريين *(fundamentalists)* وكذا *(Chartists)*. حيث يقوم النظريون بملاحظة المتغيرات الأساسية (متغيرات الاقتصاد الكلي والمالية) التي تحكم تطور أسعار الصرف. ويعرف التغير المتوقع لسعر الصرف في الفترة t من أجل الفترة t+1 كمايلي:

$$\dot{e}^{a}_{f,t+1} = \mu(\bar{e} - e_t) \qquad (01)$$

يعتبر النظريون أن كل انحراف لسعر الصرف عن قيمته طويلة الأمد ستصحح، ويستوجب على سعر الصرف أن يتأرجح حول قيمته التوازنية.

---

[1] *Dominique Plihon, Op Cit, p64.*

[2] *Michel Dupuy, Jean Marie Cardebat, Yves Jegourel : "finance internationale", Dunod, paris, 2006, p130-132.*

بالمقابل يشكل *(Chartists)* توقعات امتدادية لسعر الصرف، أي يتجه كل تغير ملاحظ في سعر الصرف الى الاستطالة أو التمدد ليشمل الفترة اللاحقة. إذ يستعمل هذا الصنف من الأعوان طرق التحليل البيانية *(chartists methods)* التي يفترض أنها مناسبة لهذا الغرض وغير مرتبطة بتحليل الأساسيين لأجل تقديم تنبؤاتهم. إذ يستوجب على سعر الصرف استنادا الى التوقعات المشكلة من طرف (*Chartists*) أن يبتعد عن قيمته طويلة الأجل. ويعرف التغير المتوقع لسعر الصرف حسب هذا الصنف من الأعوان بالعلاقة التالية:

$$\dot{e}^{a}_{c,t+1} = e_t - \alpha\, e_{t-1} \qquad (02)$$

حيث تمثل α الخاصية أكثر أو أقل امتدادا (استطالة) للتوقعات الناتجة عن التحاليل البيانية.

ما يمكن استنتاجه مما سبق أن النظريين يشكلون توقعات محققة للاستقرار في سعر الصرف، على غرار (*Chartists*) التي لا تحقق توقعاتهم الاستقرار في سعر الصرف. وبالتالي تعتبر نسبة تواجد كل صنف من الأعوان في سوق الصرف محددة لدرجة تذبذب سعر الصرف. إذ أن سعر الصرف المتوقع الذي يشكل في السوق يساوي المتوسط المرجح بين لتوقعات من *(fundamentalists)* وكذا *(Chartists) أي:*

$$\dot{e}^{a}_{m,t+1} = \omega_t\, \dot{e}^{a}_{f,t+1} + (1-\omega_t)\dot{e}^{a}_{c,t+1} \qquad (03)$$

إذا افترضنا أن سعر الصرف الملاحظ في السوق يتحدد عن طريق المتغيرات الأساسية من جهة، وتوقعات الأعوان من جهة الأخرى فإننا نسجل العلاقة التالية:

$$e_t = \lambda\, \dot{e}^{a}_{m,t+1} + \bar{e} \qquad (04)$$

حيث:

$\bar{e}$: سعر الصرف النظري الذي يتنبأ به فقط إذا كانت المتغيرات الأساسية وحدها ساهمت في تحديد سعر الصرف؛

λ : معلمة تشير الى وزن التوقعات في تكوين سعر صرف السوق.

نقوم بتعويض المعادلة (03) ثم (01) و (02) في المعادلة (04) لنحصل على:

$$\begin{aligned} \mathbf{e_t} &= \boldsymbol{\lambda}\left(\boldsymbol{\omega_t}\, \dot{\boldsymbol{e}}^{\mathbf{a}}_{\mathbf{f,t+1}} + (\mathbf{1}-\boldsymbol{\omega_t})\dot{\boldsymbol{e}}^{\mathbf{a}}_{\mathbf{c,t+1}}\right) + \bar{\mathbf{e}} \\ &= \boldsymbol{\lambda}(\boldsymbol{\omega_t}[\boldsymbol{\mu}(\bar{\mathbf{e}} - \mathbf{e_t})] + (\mathbf{1}-\boldsymbol{\omega_t})(\mathbf{e_t} - \boldsymbol{\alpha}\, \mathbf{e_{t-1}})) + \bar{\mathbf{e}} \\ &= \frac{\bar{\mathbf{e}}(\mathbf{1}+\boldsymbol{\lambda\omega_t\mu}) - \boldsymbol{\lambda}(\mathbf{1}-\boldsymbol{\omega_t})\boldsymbol{\alpha}\, \mathbf{e_{t-1}}}{\mathbf{1}+\boldsymbol{\lambda\omega_t\mu}-\boldsymbol{\lambda}+\boldsymbol{\lambda\omega_t}} \qquad (\mathbf{05}) \end{aligned}$$

إذ يظهر من خلال المعادلة (05) أن فرضية عدم تجانس الأعوان الموجودة في هذا النموذج تفسر تغيرات أسعار الصرف، وكذا امكانية تواجد توازنات متعددة في سوق الصرف.

خاتمة الفصل:

تنوعت النظريات والنماذج القياسية وتباينت في مضمونها لتحديد سعر الصرف، فالى غاية الستينيات كان الاهتمام مركزا على التدفقات التجارية كأساس لتحديد سعر الصرف. انطلاقا من نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) في صورها المتعددة والتي تحدد العلاقة بين سعر الصرف وتطور الأسعار في الدول محل الدراسة. أما منهج ميزان المدفوعات فإنه يعتمد على رصيد هذا الميزان (فائض/عجز) في تفسير ديناميكية سعر الصرف. ويطلق اجمالا على النظريتين بالمقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف.

بداية السبعينيات ظهرت المقاربة النقدية لتحديد سعر الصرف في اطار نموذجين: نموذج السعر المرن الذي يعتبر سعر الصرف ظاهرة نقدية ويقوم على العرض والطلب النسبيين للعملة بين الدول، ونموذج السعر غير المرن (الجامد) الذي ترتكز ديناميكية سعر الصرف فيه على سرعات تعديل مختلفة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية. وفي أواسط السبعينيات سلط الضوء على نظرية توازن المحفظة لتفسير تطور سعر الصرف، إذ أظهرت النظرية أنه على المدى الطويل تسمح التفاعلات بين مخزون الثروة وتدفقات الحساب الجاري بحصول تعديل زائد لسعر الصرف. وعليه يعد تقدير نظريات ونماذج تحديد سعر الصرف على المدى الطويل من أهم انشغالات الكثير من الاقتصاديين على اعتبار عدم استقرار العديد من متغيرات الاقتصاد الكلي مثل أسعار الفائدة وهو محور حديثنا في العنصر الثاني عن المقاربة النظرية لتحديد سعر الصرف على المدى القصير.

ولقد قامت العديد من النظريات بتفسير تغيرات أسعار الصرف استنادا الى متغيرات مالية مثل الفروق بين أسعار الفائدة بين الدول، ومن أهمها نظرية تعادل معدلات الفائدة في شكليها المغطاة وغير المغطاة حيث يتحدد سعر الصرف من خلالها بواسطة التحكيم بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. أما نظرية توازن المحفظة على المدى القصير فقد أظهرت أن تعديل سعر الصرف يتم بطريقة يحافظ بها على توازن محفظة ثروة الأعوان.

أما على المدى القصير جدا فقد جاءت مجموعة أخرى من النماذج تفسر ظاهرة عدم استقرار أسعار الصرف في اطار نوعين من المقاربات، حيث تصف المقاربة الأولى ظاهرة المبالغة في تقدير سعر الصرف، التي تؤدي الى تبني ديناميكية تعديله على سرعات مختلفة لتعويض هذا التجاوز بين أسواق السلع والخدمات وأسواق الأصول المالية. في حين تركز الثانية على دور العوامل النفسية والتوقعات التي تقتصر على الدور الفعال للشائعات وسلوك الأعوان في تفسير فقاعات المضاربة.

الفصل الثالث

سياسة الصرف والمحددات الأساسية لسعر الصرف الحقيقي في الجزائر

تمهيـــــد:

تبين لنا من خلال الفصل الثاني نتيجة هامة مفادها أنه يوجد عدة نظريات ونماذج لتفسير تغيرات سعر الصرف، منها من اهتمت بالجانب الحقيقي في تفسيرها ومنها من اهتمت بالجانب المالي وأخرى فسرت التذبذبات الشديدة لهذا المتغير. وكما سبق الإشارة إليه في المقدمة، تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تقدير أثر المتغيرات الاساسية الكلية والمتمثلة في: سعر الصرف الاسمي، معدل التبادل الدولي، درجة الانفتاح التجاري، الانفاق الحكومي، صافي الأصول الأجنبية، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الانتاجية، على سعر الصرف الحقيقي في الجزائر خلال الفترة الممتدة مابين (1980-2011). وقد استعملت في عملية التقدير هذه طريقة المربعات الصغرى (MCO)، محاولين بدءا بإظهار الجانب الاقتصادي لهذه النماذج إ نتهاءا بتفسير المخرجات المتولدة عن استعمالها ومحاولة إعطاء نتائج قد تفيد في توضيح ولو لمحة بسيطة أهم العوامل الأساسية الداخلة في تفسير تغيرات سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري فترة الدراسة، وقد قسم الفصل إلى عنصرين أساسين:

1. تطور سياسة الصرف في الجزائر؛
2. محددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر خلال الفترة (1980-2011).

المبحث الأول: تطور سياسة الصرف في الجزائر

ارتبط تطور نظام الصرف في الجزائر ارتباطا وثيقا بكل مرحلة من مراحل التنمية الاقتصادية، حيث تميز في الكثير من الأحيان بالتسيير الاداري والبعد عن مؤشرات الواقع الاقتصادي، فقد مر الاقتصاد الجزائري في بدايته بمراحل التنمية التي تميزت أساسا بنظام تسيير مخطط مركزي يهدف الى تنمية اقتصادية ذات استثمارات معتبرة يجب انجازها بوتيرة سريعة، ماساهم بشكل كبير في استقرار سعر صرف الدينار لمدة طويلة. في اطار هذا السياق لم يكن سعر الصرف المستقر يشكل عائقا هاما طالما كان مرفوقا بنظام صارم للمراقبة من جهة، ومن جهة ثانية لم يكن ترقية وتشجيع الصادرات خارج المحروقات والسياحة من أولوياته. أدى تسيير سعر صرف الدينار بهذه الطريقة الى تكلفة ادارية للعملات الصعبة (بسبب عدم مواءمة قيمة الدينار للواقع الاقتصادي المحلي) أدت الى انفصاله شيئا فشيئا عن الواقع الاقتصادي، مادفع صناع القرار الى اتباع سياسة انزلاق وتخفيض لقيمة الدينار لم يكن من الممكن تفاديها لمواجهة الأزمة الاقتصادية الناجمة عن انخفاض أسعار المحروقات، وكذا بالتزامن مع الاجراءات الرامية الى اقامة اقتصاد مبني على آليات السوق الحرة.

المطلب الاول: تطور نظام تسعير الدينار الجزائري والصرف في الجزائر

عرف الاقتصاد الجزائري تطبيق عدة نظم لأسعار الصرف حيث ارتبطت ارتباطا وثيقا بكل مرحلة من مراحل التنمية المحلية، بداية من نظام الصرف الثابت وصولا الى الصرف المرن. وسنحاول من خلال هذا العنصر عرض تطورات سياسة الصرف في الجزائر من خلال عرض مختلف أنماط الصرف المتبعة منذ الاستقلال الى يومنا هذا عبر المراحل الرئيسية التالية:

أولا: نظام ثبات أسعار الصرف (1962-1994)

تم في هذه المرحلة الممتدة مابين (1962-1994) الى تبني نظام الصرف الثابت، الذي تميز بالتثبيت بالنسبة لعملة واحدة في الفترة مابين (1963-1973)، أما المرحلة التي تلت 1973 الى سنة 1994 فقد تم تثبيت الدينار بالنسبة لسلة من العملات العالمية القوية.

1. نمط الثبات بالنسبة لعملة واحدة (1962-1973)

1.1 الانتماء لمنطقة الفرنك (1962-1963)

في هذه الفترة وبعد الاستقلال مباشرة كانت الجزائر منتدبة في منطقة الفرنك الفرنسي فكان الدينار الجزائري قابلا للتحويل داخل هذه المنطقة، التي كانت تتميز بقواعد الصرف التالية[1]:

* مراقبة الصرف أثناء العمليات الجارية مع الدول غير المنتمية لمنطقة الفرنك؛
* حرية التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال داخل هذه المنطقة.

نتيجة لتدني وضعية النظام الاقتصادي الجزائري الخارج حديثا من الاستعمار ونظرا لقلة الكفاءات المسيرة والمنتجة، وخروج رؤوس الأموال من الجزائر نحو بلدان منطقة الفرنك أدى الى حتمية مغادرة هذه المنطقة، فكان مرسوم مارس 1963 ومرسوم ديسمبر 1963 الذي خفض من امكانية تحويل الدينار ومراقبة الصرف على كل العمليات مع مختلف الدول للحد من استنزاف احتياطي الصرف، وكذا التخلي عن منطقة الفرنك الفرنسي بقصد تسيير سياستها النقدية وسعر صرفها بصفة مستقلة.

2.1 التثبيت بالنسبة للفرنك الفرنسي (1964-1973)

تميزت هذه الفترة بكون النظام النقدي الدولي السائد في تلك الفترة هو نظام ***Bretton Woods*** أين كان على كل بلد عضو في الصندوق التصريح بتكافؤ عملته بالنسبة لوزن معين من الذهب أو الدولار الأمريكي (USD - وهو نفسه متكافئ مع كمية محددة من الذهب).

نتيجة لذلك قامت الجزائر بإنشاء عملتها الوطنية -الدينار الجزائري (DZD)- في أفريل 1964 الذي تم تحديده على أساس 1 (DZD) يعادل 0.18 غراما من الذهب أي بنفس التكافؤ مع الفرنك الفرنسي (1DZD=1FRF)[2]، واستمر العمل به الى غاية 1969 تاريخ تخفيض قيمة الفرنك الفرنسي[3].

عقب أحداث 1986 تعرض بنك فرنسا لهجمات مضاربة حادة اضطرته لتخفيض قيمة الفرنك الفرنسي بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي بعد استعماله طويل الأمد لاحتياطاته قصد الحفاظ على

---

[1] عبد العزيز مقراني: "***محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية***"، مذكرة ماجيستير، جامعة الجزائر، (2007-2008)، ص 56.

[2] Journal officiel de la république algérienne n avril 1968.

[3] محمود حميدات، "***مدخل للتحليل النقدي***"، مرجع سبق ذكره، ص155.

التعادل. هكذا انتقل التعادل الرسمي للفرنك في 08 أوت 1969 من (1USD=4.9370FRE) الى (1USD=5.5544FRE).

أدى تدهور الفرنك الفرنسي خلال هذه الفترة الى الانخفاض المستمر للدينار الجزائري مقابل عملات شركائها التجاريين، ما ترتب عنه إعادة تقييم تكاليف المشاريع الاستثمارية التي انطلقت في إطار المخطط الرباعي الأول (1970-1973). في خضم ذلك وبالتزامن مع التخلي عن أسعار الصرف الثابتة التي أقرها نظام ***Bretton Woods*** وتبني نظام التعويم، تم اتخاذ قرار تغيير نظام تسعير الدينار الجزائري عشية انطلاق المخطط الرباعي الثاني (1974-1977) الذي يسعى الى[1]:

* توفير الدعم اللازم للمؤسسات الجزائرية الناشئة بواسطة قيمة للدينار تفوق قيمته الحقيقية لغرض تخفيف عبء تكلفة مختلف مدخلات العملية الانتاجية المستوردة؛
* السماح للمؤسسات الوطنية بالقيام بتنبؤاتها على المدى الطويل دون التعرض لتغيرات عنيفة (تنازلية) لسعر الصرف، عن طريق استقرار القيمة الخارجية للدينار.

2. نمط الثبات بالنسبة لسلة من العملات (1973-1994)

نظرا للأحداث والتطورات الكبيرة التي طرأت على نظام الصرف العالمي حين تم التخلي عن أسعار التعادل الثابتة بدية 1973 وظهور الصرف العائم، وإقرار صندوق النقد الدولي بحرية كل عضو في اختيار سياسة الصرف المناسبة له، توجهت الجزائر الى تحديد قيمة عملتها على أساس سلة مكونة من 14 عملة[2] وذلك قصد الحفاظ على استقراره واستقلالية عن أي عملة قوية أو منطقة نقدية.

خلال هذه المرحلة تم تحديد قيمة الدينار الجزائري على أساس سلة العملات المذكورة من ضمنها الدولار الأمريكي الذي يعتبر عملة مرور[3] (Passage money)، و منح وزنا كبيرا نسبيا في هذه السلة نظرا لأهميته في حصيلة الصادرات ومدفوعات خدمة الدين[4]. منحت لكل عملة ترجيحا محددا على أساس وزنها

---

[1] نفس المرجع، ص156.

[2] وهي: الدولار الأمريكي، الشيلينغ النمساوي، الفرنك الفرنسي، الفرنك السويسري، الفرنك البلجيكي، الجنيه الاسترليني، البسيتا الاسبانية، الليرة الايطالية، الدولار الكندي، الكورون الدنماركي، الكورون السويدي، الكورون النرويجي، المارك الألماني والفلورين الهولندي.

[3] تعني عملة المرور العملة التي يستند اليها تقييم باقي عملات السلة.

[4] Ilmane M.C, "**note de travail sur l'opportunité de dévaluer le dinar algérienne** ", les cahiers de reforme, tome05, 2eme édition, ENAG 1990, P116.

في التسديدات الخارجية كما يظهر في ميزان المدفوعات، على هذا الأساس يتم حساب سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة للعملات المسعرة من قبل البنك المركزي الجزائري وفق الطريقة التالية[1]:

1. حساب التغيرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، حيث يحسب التغير النسبي لكل عملة بالنسبة للدولار الأمريكي كمايلي:

$$\frac{(USD/ji_0)-(USD/ji_n)}{USD/ji_0} \text{ أو } \frac{(USD/ji_0)-(USD/ji_n)}{USD/ji_n}$$

على أن تؤخذ القيمة الأكبر من بين قيم المتغيرين USD/ji_0 أو USD/ji_n كمقام لحساب التغير النسبي، ونرمز هنا:

Ji: كل عملة من العملات الصعبة الثلاثة عشر التي تكون سلة الدينار الجزائري؛

USD/ji_0: سعر USD بالنسبة لكل العملات الصعبة الأخرى المكونة للسلة في سنة الأساس 1974؛

USD/ji_n: سعر USD بالنسبة لكل عملة من العملات الأخرى التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري السائد يوم التسعير؛

0: سنة الأساس 1974؛

n: يوم التسعير.

2. حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي أي مجموع التغيرات النسبية USD/ji مرجحة بالمعامل ai حيث يمثل هذا المعامل وزن كل عملة في السلة.
3. حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري، يتم هذا الحساب يوميا وفق الطريقة التالية:

$(USD/DZD)_n = (USD/DZD)_0$ (1+مجموع التغيرات النسبية USD/ji مرجحة بالعامل ai)

حيث:

$(USD/DZD)_n$ = سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالدينار الجزائري؛

$(USD/DZD)_0$ = سعر صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري في سنة الأساس 1975.

[1] محمود حميدات، "**مدخل التحليل النقدي**"، مرجع سبق ذكره، ص157.

4. يتم بعد هذه العملية حساب أسعار صرف الدينار الجزائري بالنسبة للعملات الأخرى المسعرة من طرف البنك المركزي، وتحسب هذه الأسعار بطريقة أسعار الصرف التقاطعية.

كان الهدف من اتباع الجزائر لنظام ربط الدينار بالنسبة لسلة من العملات هو ضمان استقرار أسعار صرف الدينار، لكنه استقرار اصطناعي مبني على تسيير اداري لسعر الصرف غير مرتبط بالوضعية الاقتصادية والمالية المحلية (يدخل هذا التثبيت ضمن اطار تسخير كل الأدوات الاقتصادية لهدف تحقيق المخططات التنموية المفروضة من قبل السلطات المركزي)، وقد أدى تسيير سعر صرف الدينار بهذه الكيفية الى تحديد تكلفة ادارية وليست اقتصادية للعملة الصعبة، فسعر صرف الدينار لا تربطه أي علاقة مع كفاءة الاقتصاد الوطني. أي أنه يوجد انفصال بين سعر صرف الدينار والواقع الاقتصادي[1]. ونظرا للعوائد البترولية المعتبرة والإمكانية المريحة للجوء الى الديون الخارجية بفعل البرنامج العام للواردات، فإن سعر صرف الدينار ظل أعلى من قيمته الحقيقية مقارنة بمختلف العملات الأجنبية[2].

إن اعتماد هذه السياسة، اضافة الى اثر زيادة قيمة الدولار مقارنة ببقية عملات السلة أدى الى عدة نتائج يمكن حصرها فيمايلي[3]:

* الخسارة التنافسية للسلع والخدمات المحلية بالنسبة للسلع المستوردة (أي استقرار القدرة الشرائية للدينار في الخارج، وتراجعه بالنسبة للداخل)؛
* ساهمت قيود الدخول في سوق الصرف المرفوقة بسياسة تقنين الاستيراد الى ظهور سوق الصرف الموازية للعملات الصعبة، الذي يغطي احتياجات الاستيراد ذو صيغة تضاربية للاستهلاكات غير الضرورية (الكماليات) نظرا لثقل الدولار في السلة المرجعية و زيادته مقارنة بباقي عملات السلة في النصف الأول من سنة 1980، أنتج زيادة حقيقيةبـ 50% للدينار الجزائري، ما أدى الى تخفيض تنافسية الصادرات خارج المحروقات.

"تبين من خلال هذا الوضع الذي يعتبر مشكلة هيكلية، اجبارية قيام الجزائر بإصلاحات جذرية على مختلف مجالات الاقتصاد الوطني، التي تساعد على الانتقال التدريجي بخطى سريعة من اقتصاد مخطط

---

[1] بلعزوز بن علي، ***"محاضرات في النظريات والسياسة النقدية"***، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004، ص216-217.

[2] محمد راتول، ***"الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقييم"***، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 04، جامعة الشلف، ص 244.

[3] عبد العزيز مقراني:***"محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"***، مرجع سبق ذكره، ص60.

مسير مركزيا الى اقتصاد توجهه آليات السوق الحرة. ويأخذ الجانب النقدي والمالي من هذه الاصلاحات مكانة معتبرة. حيث تهدف الاصلاحات النقدية والمالية الى اعادة الاعتبار الى وظيفة تخصيص الموارد الداخلية والخارجية. ويكون ذلك ممكنا من خلال استعادة الدينار لقيمته الحقيقية الداخلية والخارجية على حد سواء، مما يفترض فيه امتصاص اختلالات التوازنات المالية والنقدية الكلية على هذين المستويين. اي أن الاجراءات المتخدة استهدفت تحقيق الاستقرار النقدي في الداخل، وكان لا بد أن تتبعها اجراءات لتحقيق الاستقرار على المستوى الخارجي، مع الاحتفاظ بقابلية تحويل الدينار الجزائري كهدف نهائي"[1].

وقبل البدء في جعل الدينار الجزائري قابلا للتحويل في المعاملات الجارية مع الخارج، تم تعديل سعر الصرف الرسمي بغية اقصاء القيمة الزائدة والتقرب من قيمته التوازنية التي تحافظ على مستوى توازن الطلب المحلي على السلع والخدمات الأجنبية مع المتاح من العملات الصعبة. قد بدأ تعديل سعر الصرف بـ التخفيض الزاحف (انحدار التعادل) غير المعلن عنه ثم تلاه التخفيض الرسمي وفق مايلي:

- **الانزلاق التدريجي** (Crawling peg)

طبق هذا النظام خلال الفترة الممتدة مابين (1987-1991) حيث سمح بالقيام بتعديل تدريجي، مراقب وغير معلن لسعر الصرف[2]، حيث انتقل سعر صرف الدينار الجزائري من 4.85 دينار للدولار الواحد في الثلاثي الثاني من عام 1987 الى 12.19 لعام 1990 بتخفيض نسبته 160% مقارنة بعام 1987[3]، ليصل الى 17.7 دينار جزائري نهاية مارس 1991.

لقد تولد عن سياسة الانزلاق التدريجي جملة من الآثار السلبية والتي نذكر من بينها[4]:

1. تكبد المتعاملون الاقتصاديون خسائر معتبرة شلت نشاط الانتاج والاستثمار، الأمر الذي تمخض عنه انشاء صندوق تثبيت الصرف لتخفيف حدة الخسائر، كما أدت هذه السياسة الى تآكل احتياطات الدينار القابلة للتحويل؛

[1] محمود حميدات، *"مدخل للتحليل النقدي"*، مرجع سبق ذكره، ص159-160.

[2] بلعزوز بن علي، *"محاضرات في النظريات والسياسة النقدية"*، مرجع سبق ذكره، ص218.

[3] عبد العزيز مقراني:*"محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"*، مرجع سبق ذكره، ص61.

[4] عبد الرزاق بن الزاوي، *"سلوك سعر الصرف الحقيقي وأثر انحرافه عن مستواه التوازني على النمو الاقتصادي في الجزائر"*، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2010-2011، ص142.

2. تسارع حدة التضخم الناتج عن تحرير تدريجي للأسعار ابتداءا من 1986، حيث تزايد من 9.27% في سنة 1989 الى 16.7% سنة 1990، أي سجل زيادة بنسبة 80%.

3. على المستوى الخارجي عرف ميزان العمليات الجارية تدهورا بسبب انخفاض أسعار النفط وانخفاض مداخيل الصادرات، مما أدى بالسلطات الى اعلان رغبتها في التوصل الى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الجارية، ثم تحقيق القابلية الكلية تدريجيا.

- **التخفيض الرسمي**

نهاية أكتوبر 1991 قام مجلس النقد والقرض 10-90، بتخفيض قيمة الدينار بنسبة 22% مقابل 1 دولار أمريكي، وذلك بموجب الاتفاق الثاني (accord de stand-by) المبرم مع صندوق النقد الدولي في 3 جوان 1991، وكان الهدف من هذه العملية مايلي[1]:

1. محاولة تقريب سعر الصرف الرسمي من سعر الصرف الموازي، فالفارق الذي كان 5% خلال سنوات الثمانينيات انتقل الى 2% سنة 1991؛
2. قابلية تحويل الدينار؛
3. رفع الدعم على المنتجات المحلية وترك الأسعار تتحدد وفقا لقوى السوق؛
4. جعل الصادرات المحلية أكثر تنافسية في السوق العالمية؛
5. الحصول على مساعدات مالية جراء تطبيق شروط IMF الواردة في اتفاق الاستعداد الائتماني.

استمر سعر صرف الدينار عند نسبة 22% بالنسبة للدولار الواحد، وواصل استقراره حول هذه النسبة الى غاية مارس 1994، لكن قبل ابرام الاتفاق الجديد مع IMF أين تم إجراء تعديل طفيف لم يتعد نسبة 10%، هذا القرار كان تهيئة لقرار التخفيض الصريح الذي اتخذه مجلس النقد والقرض بتاريخ 10 أفريل 1994 بتخفيض نسبته 40.17% وعلى ضور هذا القرار أصبح سعر الدينار 36.742 دينار لكل 1 الدولار[2].

---

[1] بن قدور علي، ***"دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970-2010"***، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، (2012-2013)، ص130.

[2] بلعزوز بن علي، ***"محاضرات في النظريات والسياسة النقدية"***، مرجع سبق ذكره، ص218.

بعد التخفيض الرسمي الأول والممتد مابين (1991-1994) قامت السلطات النقدية في سنة 1994 بتخفيض ثاني بنسبة 40.17%، حيث أصبح معدل صرف الدينار في 10 أفريل 1994 يساوي 36.0075 دينار لكل دولار، حيث يمثل هذا التخفيض أحد المعالم الرئيسية لبرنامج الاستقرار على المستوى الكلي (برنامج التعديل الهيكلي) في ماي 1994 المدرج من IMF، وكان هذا منطلقا لتحويل الدينار والتحرير الجزئي للتجارة ونمط الصرف[1].

ثانيا: نظام التعويم المدار (نمط الصرف العائم المسير) من 1994 الى يومنا هذا

1. التثبيت (من سبتمبر 1994 - ديسمبر 1995)

تعتبر مرحلة جلسات التثبيت بمثابة مرحلة انتقالية للوصول في نهاية الى وضع سوق صرف مابين البنوك، ذلك أن العملات غير القابلة للتحويل لا يمكن أن تكون موضوع سوق حقيقية كما أن أسعارها تتحدد من طرف البنك المركزي. حيث يسمح هذا النظام بمايلي:

- بموجب التعليمة رقم 94-61 الصادرة في 28 سبتمبر 1994 فإن سعر صرف الدينار يتحدد بالمناقصة؛
- تعزيز قابلية تحويل الدينار في إطار سعره الرسمي؛
- خفض الدينار عن مستوى السوق الموازية.

يعمل نظام التثبيت عن طريق تنظيم جلسات يومية لممثلي البنوك التجارية المقيمة تحت اشراف البنك المركزي، كانت في البداية أسبوعية لتصبح يومية يقوم فيها البنك المركزي عند فتح الجلسة بعرض المبلغ المتاح من العملة الصعبة معبرا عنه بدلالة العملة المحورية (USD) على أساس سعر صرف أدنى بعدها تقوم البنوك بعملية عرض المبلغ المراد الحصول عليه بالسعر الذي يناسبها، ليتم تعديل سعر صرف الدينار تدريجيا من خلال عرض البنك المركزي وطلب البنوك التجارية الى أن يتحدد سعر الصرف عند أقل سعر معروض من البنوك التجارية. في هذا الاطار يأخذ البنك المركزي بعين الاعتبار بعض المعايير من بينها: تحويل الموارد الناتجة عن تصدير المحروقات، احتياطي الصرف، طلبات البنوك الأولية،... هذا قبل تحديد معدلات الدينار القصوى، التي من خلالها يقبل التخلي عن العملة الصعبة لصالح البنوك

[1] عبد العزيز مقراني: *"محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"*، مرجع سبق ذكره، ص62.

التجارية، يمكن لجلسات التثبيت أن تتم في دورة واحدة أو عدة دورات، حسب تلبية عرض البنك المركزي أولا للطلب المعبر عنه في السعر الأولي، بعدها تصدر أوامر الشراء، سعر التوازن المحدد خلال الحصة هو صالح لكل الصفقات في ذلك اليوم.

امتد هذا النظام من 01 اكتوبر 1994 الى غاية 31 ديسمبر 1995، وشهدت هذه المرحلة التخلي عن النظام المحدد إداريا لقيمة الدينار، وكذلك عن نظام الصرف الثابت، والدخول في نظام التعويم، وسعر الصرف الناتج عن حصص التثبيت هو شبه سعر صرف حقيقي محدد بآليات قوى السوق مما يسمح بتوحيد سوق الصرف.

2. سوق الصرف مابين البنوك (منذ 1996)

في اطار تحرير التجارة الخارجية ونظام الصرف المعتمد منذ 1994 في اطار برنامج برنامج التعديل الهيكلي، أصدر بنك الجزائر بتاريخ 23 ديسمبر 1995 اللائحة 95-08 الخاصة بسوق الصرف، التي تتضمن انشاء سوق مابين البنوك يتدخل فيها البنك المركزي (بنك الجزائر) والمؤسسات المالية الأخرى لأجل بيع وشراء العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل الدينار الجزائري، وتنص على مايلي[1]:

- سوق الصرف مابين البنوك ليس له مكان معين، حيث تتم العمليات فيه بالهاتف، التيلكس والأنظمة الالكترونية الأخرى لمعالجة عمليات الصرف بالعملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بكل حرية لحساب زبائنها أو لحسابها الخاص. وهو يعمل بشكل مستمر حيث تتم التدخلات والتحويلات على مدى كل أيام العمل؛
- يقوم بنك الجزائر بإنشاء سوق مصرفية مشتركة للصرف، يتم تدخل البنوك والمؤسسات المالية في هذه السوق في اطار جهاز لا مركزي تحدد قواعد عمله بتعليمة من بنك الجزائر؛
- تعد السوق المصرفية المشتركة للصرف سوقا بين البنوك والمؤسسات المالية، ووسطاء معتمدين تجمع كل عمليات الصرف الفورية أو لأجل بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية، ويمكن توسيع السوق المشتركة المصرفية للصرف بتعليمة من بنك الجزائر لتشمل الهيئات المالية غير

[1] حسين مبروك، "**المديونية النقدية والمالية الجزائرية**"، دار هومة للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2004، ص63.

المصرفية، كما يمكن لبنك الجزائر أن يعتمد كل هيئة أو عون للصرف للتعامل في عمليات الصرف بين العملة الوطنية أو العملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية؛

- يترك بنك الجزائر تحت تصرف الوسطاء المعتمدين بعض أصناف الموارد بالعملات الصعبة بالمقابل يجب على الوسطاء المعتمدين أن يستعملوا هذه الموارد في تغطية الالتزامات التي يعقدونها وزبائنهم بانتظام مع الخارج؛
- يقوم المتدخلون في سوق صرف مابين البنوك بتعليق وتسجيل فوري ومستمر سعر الصرف نقدا (فوري) لشراء ولبيع العملات الصعبة بالدينار الجزائري.

لعل أهم ما يميز سوق الصرف مابين البنوك هو أن سعر صرف الدينار الذي كان يحدد إداريا أصبح بفضل هذه السوق يتحدد وفق قوى العرض والطلب، فكل متدخل في السوق صار بإمكانه التخلي أو اكتساب عملة صعبة حسب وضعيته (الفائض أو الحاجة) لهذه العملة، وأصبح من الممكن للبنوك الأولية والمؤسسات المالية أن تقوم بمايلي [1]:

1. بيع الدينار للبنوك غير المقيمة مقابل عملات أجنبية قابلة للتحويل؛
2. بيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل مقابل الدينار الجزائري المودعة في حسابات العملة المحلية؛
3. بيع وشراء عملات صعبة قابلة للتحويل مقابل عملات أجنبية قابلة للتحويل؛
4. بيع وشراء بين المتدخلين في سوق صرف مابين البنوك، العملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية مقابل العملة المحلية.

كما يبدو أن الاصلاحات التي باشرتها الجزائر بمعية IMF أثرت بشكل ايجابي على مستوى إعادة هيكلة توازنات الاقتصاد الكلي، إلا أن هناك بعض النقائص بعضها راجع لحداثة الظاهرة التي لا مبرر لها مع مرور الوقت. من بينها:

- ضيق سوق صرف مابين البنوك، حيث يتأتى العرض بشكل شبه كلي من البنك المركزي، الذي يتحكم في حصيلة العملات الأجنبية، لأن أغلبها راجع الى عائدات المحروقات التي لا تزال تحت سيطرة

[1] بن قدور علي، ***"دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970-2010"***، مرجع سبق ذكره، ص131.

بنك الجزائر، اضافة الى ضعف حصيلة الصادرات خارج المحروقات. لهذا فسعر الصرف التوازني لا يلخص تفاعل قوى العرض والطلب إنما هو تلخيص لسياسة سعر الصرف المعرفة من طرف بنك الجزائر[1]، وهكذا يبقى سوق صرف مابين البنوك محتكرا من طرف بنك الجزائر بصفته العارض الوحيد للعملات الصعبة في هذه السوق؛

- غياب السوق النقدي للعملات الصعبة، ومن دونه لا يتم تحقيق عمليات الصرف الآجلة، فكل العمليات التي تحتاج الى السوق النقدي للعملات (للتوظيف أو للقرض) لا يمكن أن تتحقق. لذلك من الأفضل التفكير في تدخل بعض المؤسسات والمنشآت كعارضة في سوق الصرف لتحضير المنافسة.

استكملت المرحلة الثانية من اجراءات "قابلية التحويل الجارية[2]" للدينار في جوان 1995 وتتعلق بنفقات الصحة والتعليم وتسمى بنفقات "المعاملات الجارية غير المنظورة" ويتم تحديدها بقيمة معينة خلال السنة بالنسبة للمرضى المحليين الذين يتابعون العلاج في الخارج وأيضا بالنسبة للطلبة المحليين الذين يزاولون الدراسة خارج التراب الوطني. كما أعطى البنك سنة 1997 حق صرف قيمة معينة لنفقات السفر الى الخارج وكان تكملة لسلسة الاجراءات السابقة وأصبح هذا الحق قابلا للتنفيذ في 15 سبتمبر 1997 على مستوى شبابيك التوزيع للبنوك والمؤسسات المالية الوسيطة المعتمدة.

هكذا خص بنك الجزائر الطلب على العملات الأجنبية لتحقيق المدفوعات أو التحويلات الموجهة أساسا للمعاملات الجارية وليس لتحويلات رؤوس الأموال غير المرخصة. وبالتالي دخلت الجزائر مرحلة قابلية تحويل الدينار التي تبعتها في نفس وقت اجراء الرقابة على الصرف المطبق بصرامة خاصة فيما يتعلق بالتوافق بين التدفقات المالية وتدفقات السلع والخدمات بين الجزائر وباقي دول العالم[3].

رغم أن سياسة سعر الصرف المتبعة خاصة بعد سياسات التعديل الهيكلي والمتضمنة ضمن بنودها تخفيض قيمة الدينار الجزائري على مراحل، إلا أنها لم تحقق الهدف المتوخى منها في تشجيع الصادرات وتقليص الواردات وفق أسلوب المرونات المعروفة في تسوية اختلال موازين المدفوعات، رغم ذلك فإنها

---

[1] عبد الرزاق بن الزاوي، "**سلوك سعر الصرف الحقيقي وأثر انحرافه عن مستواه التوازني على النمو الاقتصادي في الجزائر**"، مرجع سبق ذكره، ص147.

[2] تختلف القابلية الجارية للتحويل عن القابلية الكاملة للتحويل والتي من مؤداها إزالة جميع قيود الصرف المفروضة على كل المعاملات الدولية الجارية وانتقال رؤوس الأموال.

[3] آيت يحي سمير، "**التعويم المدار للدينار الجزائري بين تصريحات والواقع**"، مجلة الباحث، العدد09، جامعة ورقلة، 2011، ص67.

ساهمت في تراجع سعر صرف السوق الموازي[1]. ويمكن أن نبرز سلسة التخفيضات التي عرفتها قيمة الدينار الجزائري كمايلي:

انخفاض في سعر صرف الدينار الجزائري من USD/DZD 36 سنة 1994 الى حوالي 58 USD/DZD سنة 1998 بنسبة انخفاض قدرها 61% ليصل الى حوالي USD/DZD 77 سنة 2001، واستمر هذا الانخفاض خلال 2002 ـ 2003. قد قام بنك الجزائر في ديسمبر 2008 بتخفيض قيمة الدينار أمام العملات العالمية الرئيسية، حيث ارتفع سعر صرف USD من USD/DZD 64 قبل حوالي شهرين من تاريخ التخفيض، الى USD/DZD 73 في تاريخ التخفيض ديسمبر 2008. فيما سجل سعر صرف EUR مستوى قياسيا جديدا، حيث ارتفع الى EUR/DZD 103 خلال نفس الفترة بعدما استقر عند EUR/DZD 89. وقد تم هذا الاجراء لأجل التخفيف من حدة تأثير الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الوطني.

المطلب الثاني: نظام الرقابة على الصرف في الجزائر

يقصد بسياسة الرقابة على الصرف في مفهومها الواسع: "تأمين استخدام الموارد من العملات الأجنبية المتوفرة والمرتقبة طبقا للمصالح الوطنية، كذلك بالسهر على عمليات التنازل والحيازة على بعض عناصر الأملاك الوطنية من قبل الأشخاص المقيمين بالخارج"[2]. تخص الرقابة على الصرف كل التدفقات المالية بين البلد المعني وبقية العالم، وتشمل الرقابة على الصرف مجالات مختلفة: التجارة الخارجية، حركة رؤوس الأموال، المدفوعات الجارية،...، كما أنها تتطور وفقا للتغيرات المالية والنقدية في ميزان المدفوعات، الاحتياطات من العملات الأجنبية، القروض المحصل عليها من الهيئات الدولية والتنظيم الاقتصادي والمؤسسي.

وبموجب التصريح الذي كان في 19 ماي 1962 المتعلق بالتعاون الاقتصادي والمالي مع الدول المستعمرة (الذي تجسد في المرسوم المؤرخ في 19 مارس 1963 المتعلق بالتعاون الاقتصاد و المالي مع فرنسا)، الذي يقوم على حرية انتقال رؤوس الأموال، دفع بالاقتصاد الجزائري الى تحمل عواقب وخيمة من خلال انخفاض احتياطي الصرف وهروب رؤوس الأموال الى الخارج، والمبالغة في قيمة الصادرات

[1] محمد راتول، **"الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقويم"**، مرجع سبق ذكره، ص246.248.

[2] محمود حميدات، *"مدخل للتحليل النقدي"*، مرجع سبق ذكره، ص 171.

التي ألحقت العجز في الميزان التجاري، هذا ما دفع بالسلطات العمومية الى فرض رقابة على الصرف الأجنبي على كل عمليات التبادل المالية منها والنقدية، واتخاذ قرار الخروج من منطقة الفرنك الفرنسي في أكتوبر 1963 قصد مراقبة حركة العملات الأجنبية باتجاه الداخل والخارج. وقد انفردت سياسة الرقابة على الصرف في الجزائر بالخصائص التالية:

- صرامة القوانين فيما يخص حيازة العملات الصعبة، والمبادلات الخارجية؛
- عدم قابلية تحويل الدينار الجزائري باعتباره غير مسعر في سوق الصرف العالمية؛
- غياب سوق للصرف في الجزائر، أين يتم تحديد سعر الصرف التوازني.

وكان تطبيق هذه السياسة يهدف الى:

- المحافظة على استقرار سعر صرف الدينار؛
- حماية الصناعات الناشئة من خلال الحد من استيراد السلع المنافسة؛
- منع هروب رؤوس الأموال وذلك من خلال توجيه استعمال الموارد من العملة الصعبة؛اعادة هيكلة الاقتصاد الجزائري وتوجيه وسائل الدفع الخارجية المتاحة الى النشاطات ذات الأولوية؛
- تدعيم احتياطات الصرف بالعملات الأجنبية والتقليل من فجوة العجز في ميزان المدفوعات.

ويمكن تقسيم مراحل تطور سياسة الرقابة على الصرف الى مرحلتين يفصل بينهما قانون 90-10 الخاص بالنقد والقرض بتاريخ 14 أفريل 1990.

أولا: سياسة الرقابة على الصرف قبل سنة 1990

تنقسم بدورها الى ثلاث مراحل كالتالي:

1. المرحلة الأولى (1962-1970)

كانت تهدف سياسة الرقابة على الصرف المتبعة من طرف السلطات النقدية في هذه المرحلة الى حماية الاقتصاد المحلي الناشئ من المنافسة الأجنبية وتخليص البلاد من الوصاية المفروضة عليها من طرف القوى الاستعمارية[1]. لأجل ذلك استخدمت جملة من الأدوات:

[1] نفس المرجع، ص172.

ـ نظام الحصص الذي قيد التجارة الخارجية، وكل العمليات المدفوعة بالعملات الأجنبية من خلال خضوعها لترخيص من وزارة المالية، بهدف: إعادة توجيه الواردات حسب قدرات كل منطقة، الحد من السلع الكمالية واقتصاد العملات الصعبة، حماية الانتاج الوطني ومحاولة تحسين وضع الميزان التجاري؛

ـ الاحتكار المباشر للتجارة الخارجية، وابرام الاتفاقيات الثنائية قصد تنويع وتوسيع العلاقات الاقتصادية مع الخارج. بدافع الرغبة في تحقيق المزيد من الاستقلالية قامت الجزائر بتوسيع مجال مبادلاتها منتهجة في ذلك سياسة تنويع علاقاتها التجارية وإبرام العديد من العقود الثنائية مع مختلف الدول.

2. **المرحلة الثانية** (1971ـ1977)

تميزت هذه المرحلة بتكثيف عملية انشاء الاحتكارات المسيرة من طرف الشركات الوطنية لحساب الدولة، حيث أنه في جويلية 1971 تم اصدار سلسة من الأوامر تعطي لبعض الشركات حق احتكار الواردات من سلع الفرع الذي تنتمي اليه، وإلغاء المرسوم المتعلق بالتعاون المالي والاقتصادي مع فرنسا. كما تم اقرار غلاف مالي سمي بالترخيص الاجمالي للواردات (A.G.I) استجابة لاحتياجات الشركات في مجال مدخلاتها من الواردات. وقد نتج عن هذه الاجراءات جملة من الآثار السلبية[1]:

ـ تمركز الصلاحيات وبروز نزاعات بين مؤسسات الدولة والوصاية؛

ـ غياب برمجة صارمة فيما يخص واردات المؤسسات المحتكرة، وانتشار أزمة الندرة؛

ـ تدهور خدمات ما بعد البيع التي مست المنتجات الصناعية المستوردة.

3. **المرحلة الثالثة** (1978ـ1987)

تميزت هذه المرحلة بصدور العديد من التشريعات و النصوص التنظيمية التي كانت ترمي في مجملها الى تكريس تحكم الدولة في كل الشؤون الاقتصادية بما في ذلك النظام النقدي. نذكر منها:

ـ صدر قانون 02ـ78 بتاريخ فيفري 1978 والذي يتضمن تأميم جميع عمليات بيع وشراء السلع والخدمات مع الخارج، ونص صراحة على اقتصاد الوسطاء الخواص في مجال التجارة الخارجية، اضافة

[1] بن قدور علي، ***"دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970ـ2010"***، مرجع سبق ذكره، ص 132.

الى اعطاء الجمارك حق التدخل والمراقبة والسهر على عدم دخول وخروج السلع الممنوعة، كما خص الهيئة العمومية وحدها بمباشرة العلاقات الاقتصادية والمالية للجزائر مع بقية دول العالم.

- بعد ذلك جاء قانون 12.86 المتعلق بتنظيم البنوك التجارية والبنك المركزي، الذي حدد إطارا للمنظومة البنكية، ومكن البنوك من استرجاع صلاحياتها في مجال الصرف، إذ خول للبنك المركزي صلاحية التشريع، والتنظيم المتعلقين بالصرف في مجال التجارة الخارجية إلا أن هذا النظام أظهر حدوده في خضم أزمة الديون الخارجية لسنة 1986، أين دخل الاقتصاد الوطني في دوامة حقيقية مست بكيانه بسبب الانخفاض الحاد لأسعار البترول وتدهور قيمة USD بنسبة 40% في أسواق الصرف العالمية مما ألحق خسارة بمنظمة OPEC قدرت بحوالي 60 مليار دولار.

- وأخيرا صدر قانون 88.01 بتاريخ 12 جانفي 1988 القاضي باستقلالية المؤسسات الاقتصادية العمومية. أعطى هذا القانون نتائج ملموسة بخصوص تنظيم وتحديد مهام النظام البنكي والمالي الجزائري، وذلك بالنظر الى المهام الجديدة التي أوكلت الى مؤسسة بنك الجزائر والمتمثلة في مشاركته في تحضير القوانين المتعلقة بالصرف والتجارة الخارجية، كما تم أيضا الغاء الترخيص الاجمالي للاستيراد (A.G.I)وتعويضه بميزانية العملات الصعبة، وأصبحت البنوك الأولية بالتعاون مع لجنة الاقتراض الخارجي التي أنشئت لمتابعة القروض الخارجية، ومنح الموافقة على تقديم القروض الخارجية، التي تفوق 02 مليون دولار، واتخذت البنك المركزي مقرا لها لتمويل واردات المؤسسات في اطار القروض التي تتم بين الحكومات.

ثانيا: سياسة الرقابة على الصرف بعد سنة 1990

عرفت مرحلة التسعينيات منعرجا كبيرا من حيث التوجه الاقتصادي، وذلك من خلال قانون 90.10 الصادر بتاريخ 14 أفريل 1990 المتعلق بالنقد والقرض، حيث أنه منح صلاحيات مطلقة الى جانب اصدار النقود في توفير شروط أفضل لنمو منتظم للاقتصاد والحفاظ عليه بتفعيل جميع الطاقات الانتاجية المحلية، مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد من خلال تنظيم وتوجيه ومراقبة الحركة النقدية وتوزيع القرض، والسهر على حسن ادارة الالتزامات المالية تجاه الخارج واستقرار سعر الصرف. كما تم ادخال تغييرات عميقة على نظام الرقابة على الصرف عن طريق استبعاد الحظر المفروض

عليه سابقا، ولقد استندت هذه العملية الى مجلس النقد والقرض باعتباره مجلس ادارة بنك الجزائر، كما رخص له تمويل نشاطات اقتصادية عن طريق تحويل رؤوس الأموال الأجنبية الى الداخل[1]. كما سمح في اطار هذا القانون للاستثمار الأجنبي أن يكون فرديا أو بالاشتراك مع مؤسسة عمومية أو خاصة جزائرية، أو يأخذ أي شكل من أشكال الشركة، كما رخص بإعادة تصدير رؤوس الاستثمارات الأجنبية وعائداته من أرباح وفوائد و ريوع و ما شابهها، اضافة الى ذلك فإن الدور المطلق الذي يمارسه مجلس النقد والقرض على العمليات الاستثمارية مكنه من منح تراخيص أو رفضها بالنسبة للاستثمار الأجنبي بالجزائر أو الاستثمار المقيم بالجزائر في الخارج، إلا أنه بمجرد حصول المستثمر على الاعتماد تصبح عملية إعادة تصدير وتحويل رؤوس الاموال وكل ما يلزمها عملية مضمونة. من أجل تعزيز المرحلة الانتقالية (من اقتصاد موجه الى اقتصاد السوق) تم تبني سياسة سعر الصرف المتعدد بشكل مؤقت خلال ثلاث سنوات حيث أن الفرق الموجود بين سعر البيع وسعر الشراء تجاوز نسبة 2% بالنسبة لبعض عمليات الصرف الجارية، وكان الهدف من وراء هذه السياسة هو إعادة هيكلة التجارة الخارجية خاصة جانب الواردات (يقصد منها المساهمة في الحد من الواردات غير الأساسية) التي يمكن أن تشكل انعكاسات سلبية على الجهاز الانتاجي، وبالتالي التأثير على تنافسية المنتجات المحلية وكذلك التخفيف من حدة العجز الجاري في ميزان المدفوعات.

في اطار تحرير التجارة الخارجية، تم اصدار عدة نصوص تشريعية وتنظيمية تهدف في مجملها الى تمكين المتعاملين الاقتصاديين من انجاز جميع عمليات التجارة الخارجية التي تتعلق بالسلع والخدمات. وكانت البداية منذ أفريل 1991، حيث أصبح لكل كيان مدرج في السجل التجاري الجزائري الحق في عمليات الاستيراد و كذا الحصول على ائتمان كامل بالنقد الأجنبي بشروط ملائمة بالسعر الرسمي. فأزيلت بذلك كل القيود على تراخيص الاستيراد، باستثناء قائمة المحظورات المقررة وزارة التجارة[2]، في حين ظلت القيود على تجارة الخدمات ـالسياحة والمصاريف الصحية والتعليميةـ خارج القائمة. كما يمكن لعملية التسديد المالي أن تتم نقداً أو لأجل محددة حسب كل حالة، طبقاً للشروط المحددة من بنك الجزائر وهي شروط

[1] تم تحديد ذلك في المادة 181-183 من قانون النقد والقرض، ويقصد بها رؤوس أموال غير المقيمين.
[2] المرسوم التنفيذي 91-37 المؤرخ في 13 فيفري 1991 المتعلق بالتجارة الخارجية.

تراعي على العموم مبلغ وطبيعة المنتوج[1]، فُرضت هذه الشروط نتيجة لضعف احتياطات الصرف المتاحة من جهة، وكذلك تجنب زيادة ثقل خدمة المديونية، ومن الواضح أن هذه الشروط على تمويل الواردات تمثل قيد أمام تحرير التجارة الخارجية لكنها منطقية إذا كانت ذات طبيعة انتقالية.

كما تستفيد عمليات التصدير من نظام حر دون نظام إلزام المصدر بالحصول على ترخيص[2]، وفي حالة التسديد الآجل يستطيع المتعامل الاقتصادي الاحتياط ضد مخاطر الصرف، هذا بالالتزام مع مصرفه بشراء عملات صعبة لتغطية المدفوعات الخارجية[3]، كما يجبر القانون أن يترتب على عملية التصدير استرجاع أو تحويل الإيراد الناتج عن هذه العملية إلى الوطن، ويستطيع أصحاب الحسابات المفتوحة لدى المصارف المعتمدة القيام بسحب أموالهم والأمر بتحويلها وبالتحويل لها وتسديد عملياتها التجارية مع الخارج بكل حرية.

نتيجة حدوث ارتفاع في حجم الواردات عقب التحرير التجاري وتجدد الإختلالات المالية، أدى هذا إلى قيام السلطات بتشديد القيود على النقد الأجنبي وتوسيع نطاق حظر الواردات، تم استحداث نظام يحر المتعامل الاقتصادي على استكمال كافة الشروط المستوفاة فيه[4]، وإتمام العمليات التجارية الخارجية بين المتعاملين تكون وفق ضمانات وكفالات. وفي إطار ترشيد القدرات المالية وتوجيهها نحو الاستخدامات الإنتاجية والأنشطة ذات الطابع الدائم، تم في أواخر سنة 1992 إنشاء لجنة وزارية مكلفة بالقيادة والإشراف على التجارة الخارجية وآليات تمويلها لمدة محدودة، ويكون على عاتق البنوك التجارية بالتعاون مع البنك المركزي تمويل العمليات التجارية التي لاتزيد مبالغها على100 ألف دولار أمريكي وأجل استحقاق يتراوح مابين 18 شهراً إلى 36 شهراً، ولما كان التمويل التجاري بهذه الشروط غير متاح في حالة واردات السلع الوسيطة، فقد كانت الواردات منحازة إلى المنتجات النهائية، ولإزالة هذا التحيز أصدرت السلطات تعليمات بحرمان الواردات " التي ليس لها أولوية"من تسهيلات النقد الأجنبي، على هذا الأساس قامت السلطات العمومية بتحضير الإجراءات المحفزة والمنشطة للصادرات خارج المحروقات، واستمر الوضع على حاله إلى غاية سنة 1993. وفي سنة 1994 التي تزامنت مع بداية برنامج للتعديل الهيكلي بقيادة IMF تنفيذ تدابير واسعة لتحرير التجارة،

[1] المرسوم التنفيذي 91-03 المؤرخ في 22 فيفري 1991 والصادر عن مجلس النقد والقرض والمتعلق بكيفية تطبيق المرسوم التنفيذي 91-37 المؤرخ في 13 فيفري 1991 والمتعلق بشروط التدخل في مجال التجارة الخارجية.

[2] *النظام رقم 13-91 المؤرخ في 14 أوت 1991.*

[3] *النظام رقم 07-91 في 14 أوت 1991 والمتضمن قواعد الصرف الآجل.*

[4] *النظام رقم 92-09 والمؤرخ في 22 مارس 1992 والمتعلق بالرقابة على الصرف.*

وقد نفذت عملية إزالة القيود بداية من أفريل 1994 بشكل تدريجي، كما وصلت نسبة تحرير الأسعار إلى 84% من إجمالي السلع المدرجة في مؤشر أسعار المستهلك[1]، هذا بالتزامن مع انتهاج السلطات النقدية لسياسة سعر صرف مرنة استهدفت المحافظة على الوضع التنافسي للصادرات الجزائرية من غير المحروقات. كما تم حل كذلك اللجنة الخاصة (اللجنة الوزارية). و بحلول منتصف عام 1995 أزيلت كل الضوابط على أسعار الصرف في تجارة السلع وإلغاء القيود على الخدمات عبر مراحل. وتم تعزيز ذلك بالقانون المتعلق بمراقبة الصرف التي أُوكلت المهمة بشكل كلي إلى بنك الجزائر[2]. بالإضافة إلى ذلك، أصبحت البنوك تملك حرية تقديم النقد الأجنبي للمستوردين بناءاً على طلبات موثوقة بينما أنهى بنك الجزائر توفير الغطاء الآجل على النقد الأجنبي الذي كان يمنح للمؤسسات، غير أنه تم الاستمرار في نظام حسابات العملة الأجنبية للحفاظ على الثقة بين الحائزين على النقد الأجنبي واستقطاب التحويلات من الخارج، ثم تم إنشاء سوق الصرف البينية في أواخر سنة 1995 وتبني نظام التعويم المدار الذي كان في بداية سنة 1996، حيث أصبح من حق البنوك التجارية التعامل فيما بينهم بالعملات الأجنبية بيعاً وشراءاً، وتستلم ما نسبته 50% من عائدات الصادرات للمؤسسات خارج المحروقات، التي أصبح بإمكانهم وضعها في شكل ودائع لدى بنك الجزائر مقابل فوائد تتطابق مع تلك الفوائد السائدة في السوق المالية الدولية، بالإضافة إلى ذلك فقد سمح في نفس السنة بقيام مكاتب صرافة للنقد الأجنبي. في نهاية عام 1996، فوض للبنوك التجارية إمكانية القيام بصرف المدفوعات الخاصة بنفقات الصحة والتعليم وغير ذلك من النفقات في الخارج، هذا في حدود سقف معين وما تجاوزه يتطلب الحصول على ترخيص من بنك الجزائر، وألغيت القيود المفروضة على المدفوعات لأغراض السياحة في عام 1997.

تعتبر كل هذه التشريعات والإجراءات التنظيمية أداة من أدوات الرقابة على الصرف في يد الجهاز المصرفي بصفة عامة، كما أن قانون النقد والقرض 10-90 كان له أهمية بالغة في تنظيم الشؤون النقدية بشكل يتماشى مع متطلبات السياسة النقدية الملائمة.

[1] *محمود حميدات وخليلي كريم زين الدين، **" سياسات وإدار أسعار الصرف في الجزائر "**، صندوق النقد العربي، العدد 03، 21 الى 25 سبتمبر 1997، أبو ظبي، ص173.*

[2] بنك الجزائر هو التسمية الجديدة للبنك المركزي الجزائري بموجب القانون 10-90 المؤرخ في 14 أفريل 1990 والمتعلق بالنقد والقرض.

المبحث الثاني: محددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر (1980-2011)

لقد تم استخدام العديد من المناهج لتحديد سعر الصرف الحقيقي، من بينها المقاربة المقترحة من طرف Edward´s (1989-1994)[1] ـ الذي طوره Elbadawi (1994)[2]ـ، وكذا Mentiel (1999) ، التي تقوم على نمذجة الوضع الاقتصادي (المتغيرات الأساسية) التي تؤثر على سعر الصرف الحقيقي في المدى الطويل. ومنه سنقوم بمحاولة تطبيق هذه المقاربة على حالة الجزائر.

المطلب الأول: لمحة عن أهم الدراسات القياسية السابقة في تحديد سعر الصرف الحقيقي

يعتبر Edwards(1989) رائدا في تقدير النماذج الأساسية لتحديد سعر الصرف الحقيقي للدول النامية، فقد طور نموذجا نظريا حقيقيا عبر الزمن يلتقط سلوك سعر الصرف الحقيقي في الاقتصاد على المدى القصير والطويل، من خلال وضع معادلة تجريبية لكيفية تقدير سعر الصرف الحقيقي، كما يعطينا إطارا للبحث عن المتغيرات الأساسية التي ترتبط به. نموذج Edwards الذي تم تعديله في وقت لاحق من قبل (Williamson 94/94 Edwards) يحلل الأهمية النسبية للمتغيرات النقدية والحقيقية في عملية تحديد سعر الصرف الحقيقي على المدى الطويل والقصير على حد سواء، وكذا التقاط الميزات الكلية للاقتصاديات النامية مثل: وجود الرقابة على الصرف, الحواجز التجارية، تحديد سعر صرف السوق الموازي للمعاملات المالية.

ويمكن تصنيف المتغيرات الأساسية في هذا النموذج الى أساسيات خارجية وداخلية لسعر الصرف الحقيقي. المتغيرات الأساسية الخارجية لسعر الصرف الحقيقي تتضمن: معدلات التجارة الخارجية، التحويلات الدولية (بما فيها الاعانات الأجنبية)، ومعدلات أسعار الفائدة الحقيقية العالمية. في المقابل الأساسيات المحلية تتضمن المتغيرات التي لها تأثير مباشر على سياسة اتخاذ القرارات مثل: الرسوم الجمركية على الواردات، تحصيص الصادرات والضرائب على الصادرات، الرقابة على الصرف ورأس المال، مكونات الانفاق الحكومي، والمستقلة عن سياسة اتخاذ القرار على سبيل المثال: التقدم التكنولوجي.

---

[1] *Edwards,S, - M.A.Savastano(1994),"**Exchange Rates in Emerging Economies:What Do WeKnow?",**NBER Working paper 7228,National Bureau of Economic Research,INC.*

[2] Elbadawi,A,(1997),"**Real Exchange Rates and macroeconomic adjustment in Subsaharian Africa and other developing "** Journal of African Economies;Vol 6,no3.

كما يقوم نموذج Mentiel`s 2003 (المستمد من Mentiel`s 1999) على فكرة أن سعر الصرف الحقيقي هو متغير داخلي، ويمكن تحديد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر فيه من خلال ثلاثة أنواع من المتغيرات:

1. المتغيرات المحددة سابقا (Predetermined variables): هي المتغيرات التي تتغير ببطء عبر الزمن، مثل: رصيد رأس المال في الاقتصاد، التكنولوجيا, صافي الاقراض الدولي, الأجر الاسمي.
2. متغيرات السياسة الخارجية (Exogenous policy variables): تتضمن السياستين المالية والنقدية، السياسات التجارية، وباقي المتغيرات الخاضعة لسيطرة السلطات المحلية.
3. المتغيرات الخارجية الاخرى (Other exogenous variables): تتضمن المتغيرات التي يمكن ملاحظتها مثل: معدلات التبادل، معدلات الفائدة العالمية،... والمتغيرات التي لا يمكن ملاحظتها (الصدمات العشوائية _random shocks_) وفقاعة المتغيرات, التي تؤثر على الاقتصاد عن طريق تأثيرها على الثقة (sentiment).

جميع هذه العوامل تمثل مجموعة من الأساسيات التي لها صلة بالتوازن الطويل الأجل وتشمل هذه العوامل في نموذج Mentiel`s :[1] التغيرات في السياسة المالية، التغيرات في قيمة التحويلات الدولية، التغيرات في شروط المالية الدولية، أثر Balassa_Samuelson (فرق نمو الانتاجية في قطاع السلع قابلة للتداول)، التغيرات في معدلات التبادل الدولي، التغيرات في السياسة التجارية، التغيرات في السياسة النقدية، التغيرات في احتياطات النقد الاجنبي، التغيرات في سياسة سعر الصرف الاسمي.

ويضم الجدول التالي (1-3) مختلف الدراسات التي أولت اهتماما للمتغيرات الأساسية الكلية في تحديد سعر الصرف الحقيقي.

[1] *Mentiel's 1999, op cit, p264-281.*

الجدول (3-1) : ملخص عن الدراسات القياسية السابقة التي تناولت محددات سعر الصرف الحقيقي

الدراســـة	الـــدول	المنهج القياسي	المـــحددات
Kampa (2005)	بريطانيا، الو.م.أ، ألمانيا، اليابان	التكامل المتزامن	الصدمات الاسمية (صدمات الأسواق المالية), صدمات العرض والطلب.
Goricelli, jazbec (2004)	الاقتصاديات الانتقالية (19)	*الانحدار الكلاسيكي*	فروق الانتاجية, حصة الاستهلاك غير القابل للتداول من اجمالي الاستهلاك الخاص, الاستهلاك الحكومي.
Miyakoshi (2003)	06 من دول شرق آسيا	التكامل المتزامن	فروق معدلات الفائدة الحقيقية, فروق الانتاجية.
Jocyce and kamas (2003)	الأرجنتين، كلومبيا، المكسيك	التكامل المتزامن	معدل التبادل الدولي، التدفقات المالية، الانتاجية, الانفاق الحكومي كحصة من GDP, سعر الصرف الاسمي، المعروض النقدي (M2)
MacDonald, Ricci (2003)	جنوب افريقيا	التكامل المتزامن	فروق معدل الفائدة الحقيقية, الانتاجية, معدل التبادل الدولي, الانفتاح التجاري, رصيد الميزان الرأسمالي, صافي الأصول الأجنبية
Mkend (2001)	زامبيا	التكامل المتزامن	معدل التبادل الدولي، الاستهلاك الحكومي، الاستثمار الأجنبي كنسبة من GDP، احتياطات البنك المركزي، التعريفات على الواردات، التقدم التكنولوجي، الانفتاح التجاري، المساعدات الرسمية.
Aron et al. (2000)	جنوب افريقيا	التكامل المتزامن	معدل التبادل الدولي، سعر الذهب، التعريفات على الواردات، التدفقات المالية، احتياطي البنك المركزي، الانفتاح التجاري، سعرالصرف الاسمي، القرض المحلي، التقدم التكنولوجي، الانفاق الحكومي.
Antonopoulos (1999)	*اليونان*	التكامل المتزامن	فروق الانتاجية، التدفقات الرأسمالية.
Mac donald (1998)	الو.م.أ، ألمانيا، اليابان	التكامل المتزامن	معدلات الانتاجية، معدلات التبادل الدولي، رصيد الحساب الرأسمالي، صافي الأصول الأجنبية، فروق معدلات الفائدة الحقيقية.
Elbadawi (1994)	الشيلي، غانا، الهند	التكامل المتزامن	معدلات التبادل الدولي، الانفتاح التجاري، نسبة صافي التدفقات النقدي الى GDP، حصة الانفاق الحكومي من GDP، الانتاجية (معدل نمو الصادرات).
Obadan (1994)	نيجيريا	*المربعات الصغرى*	*معدلات التبادل الدولي، صافي التدفقات الرأسمالية، سياسة سعر الصرف الاسمي، السياسة النقدية.*
Ghura, grennes (1993)	33 دولة من جنوب افريقيا	*الانحدار الكلاسيكي*	*معدلات التبادل الدولي، التدفقات الرأسمالية، الانفتاح التجاري، القرض المحلي، التقدم التكنولوجي، سعر الصرف الاسمي.*
Edwards (1989)	12 دولة نامية	التكامل المتزامن	*معدلات التبادل الدولي، مستوى ومكونات الانفاق الحكومي، التدفقات الرأسمالية، درجة الانفتاح التجاري، الرقابة على الصرف، التقدم التكنولوجي، ا انخفاض الاسمي.*

المصدر: من اعداد الطالبة

المطلب الثاني: تحديد النموذج

يمكن وصف المعادلة التي تصف قيمة سعر الصرف الحقيقي باعتبارها دالة في المتغيرات الأساسية كمايلي:

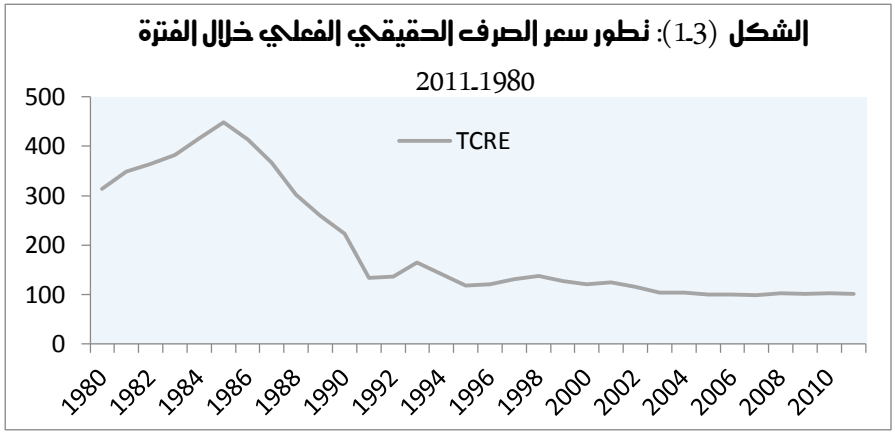
$$TCR = f(TCN, Prod, TOT, OUVER, Dpub, IDE, NAE)$$

فيمايلي سنحاول تقديم دراسة وصفية لمحددات سعر الصرف الحقيقي (TCR) التي حددتها الأدبيات والمتمثلة في أساسيات الاقتصاد ، وذلك من خلال عرض أهم الخصائص للمتغيرات المدروسة.

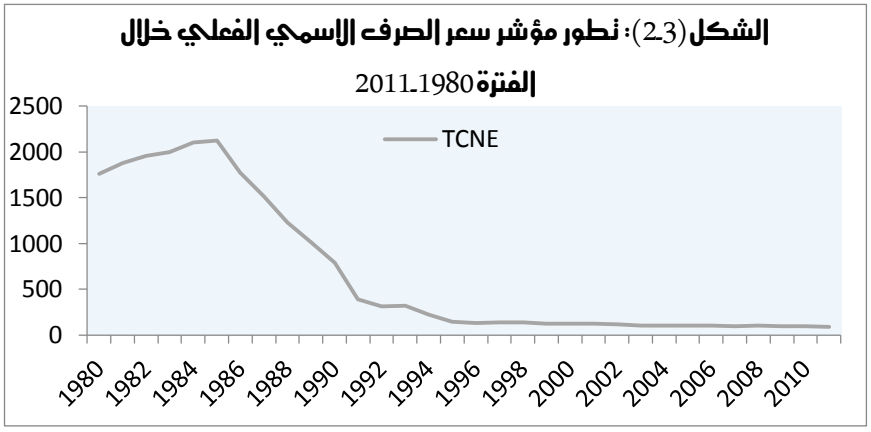
اولا: دراسة وصفية للمتغيرات محل الدراسة

1. **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:** رمزنا له بالرمز ***TCRE***، المعرف على أنه السعر المحلي لاستهلاك السلع الأجنبية بالنسبة الى السلة الأجنبية لاستهلاك السلع بالأسعار الأجنبية، ويمكن حسابه قياسا الى نفس فترة أساس ***TCNE*** (2005) بإخضاع هذا الأخير الى التصحيح بإزالة أثر التغيرات في مستويات أسعار أهم الشركاء التجاريين. ويوضح الشكل **(01)** تطور ***TCRE*** للجزائر خلال الفترة محل الدراسة.

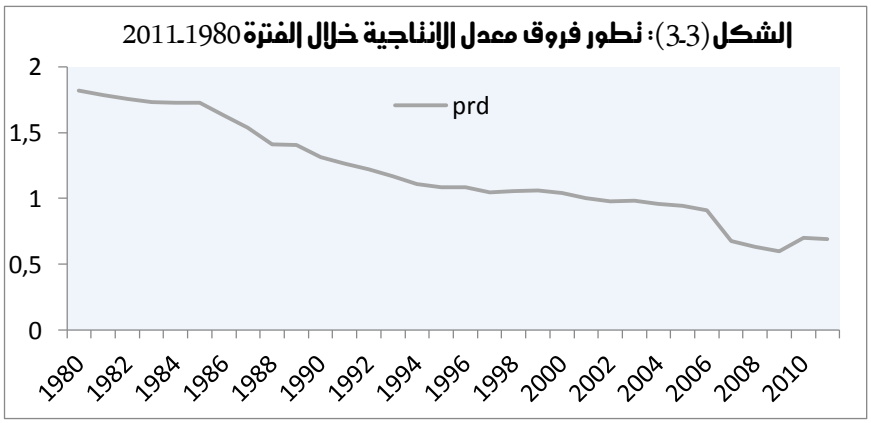
الشكل (1-3): تطور سعر الصرف الحقيقي الفعلي خلال الفترة 1980-2011



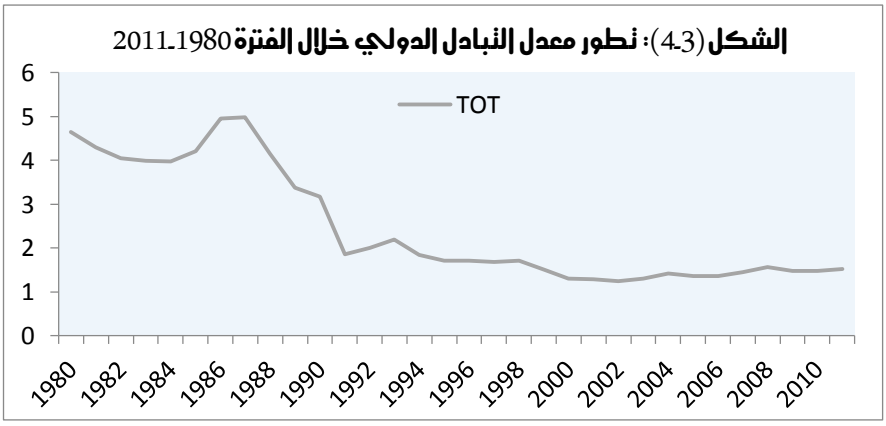
2. **مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي:** رمزنا له بالرمز ***TCNE***، المعرف على أنه المتوسط المرجح لأسعار الصرف الاسمية محتسبا بالقياس الى سنة الأساس **(2005)**. وقد تم استخدام هذا المتغير للتعبير عن الانخفاض أو الارتفاع الاسمي أي كمؤشر بديل عن سياسة سعر الصرف الاسمي التي لها علاقة مع سعر الصرف الحقيقي. ويوضح الشكل (02) تطور مؤشر سعر الصرف الفعلي في الجزائر خلال الفترة محل الدراسة.



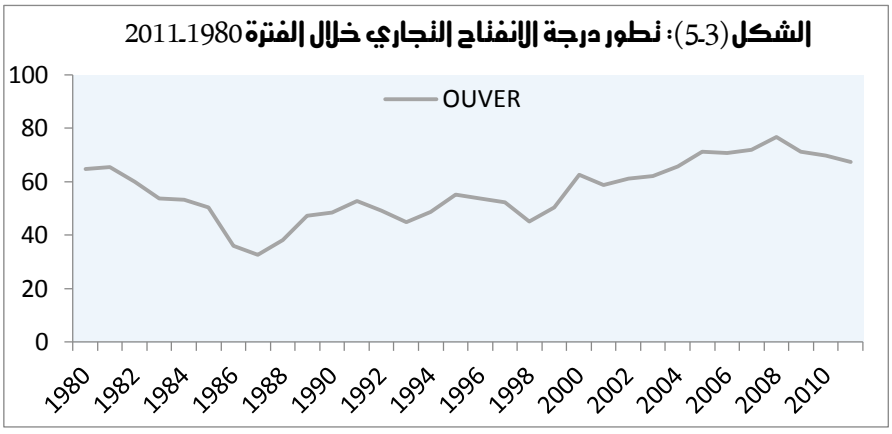
3. ***الفروق في معدل الانتاجية:*** رمزنا له بالرمز ***Prod***، ويتم التعبير عن هذا المتغير بمعدل نمو اجمالي الناتج المحلي للفرد كمؤشر بديل عنه، وقد تم اقتباسه من أثر ***Balassa-Samuelson*** الذي يشير الى أن وجود اختلاف محسوس في مستويات الانتاجية بين الاقتصاديات سيولد (بفعل تواجد السلع غير قابلة للتداول) تغيرات في سعر الصرف الحقيقي. ويوضح الشكل (03) تطور ***Prod*** في الجزائر خلال الفترة محل الدراسة.



4. ***معدل التبادل الدولي:*** رمزنا له بالرمز ***TOT***، المعرف على أنه نسبة اجمالي مؤشر الأسعار النسبية للصادرات على مؤشر الاسعار النسبية العالمية للواردات، وهكذا فإن تأثير معدلات التبادل الدولي على سعر الصرف الحقيقي تعمل من خلال تقلبات أسعار التصدير والاستيراد. و قد تم اختيار هذا المتغير للتأكد من وجود علاقة بين معدل التبادل الدولي وسعر الصرف الحقيقي (DZD) وتحديد طبيعة العلاقة. ويوضح الشكل **(04)** تطور ***TOT*** في الجزائر خلال الفترة محل الدراسة.

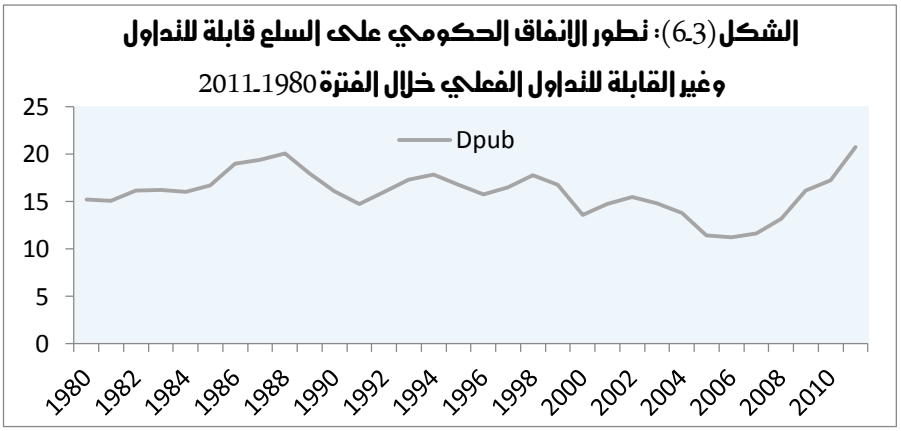


5. ***درجة الانفتاح التجاري [السياسة التجارية]:*** رمزنا لها بالرمز ***OUVER***، وتستخدم النسبة بين مجموع الصادرات والواردات الى معدل الناتج المحلي الاجمالي لقياس درجة الانفتاح التجاري وكذا مؤشرا على حرية تجارة البلد، حيث تعكس كل من التغيرات في اعانات الصادرات أو التعريفات الجمركية على الواردات السياسة التجارية المحلية (درجة تحرير التجارة). و قد تم اختيار هذا المتغير للتأكد من وجود علاقة بين درجة الانفتاح التجاري وسعر الصرف الحقيقي (***DZD***) وتحديد طبيعة العلاقة، ويوضح الشكل **(05)** تطور ***OUVER*** في الجزائر خلال الفترة محل الدراسة.



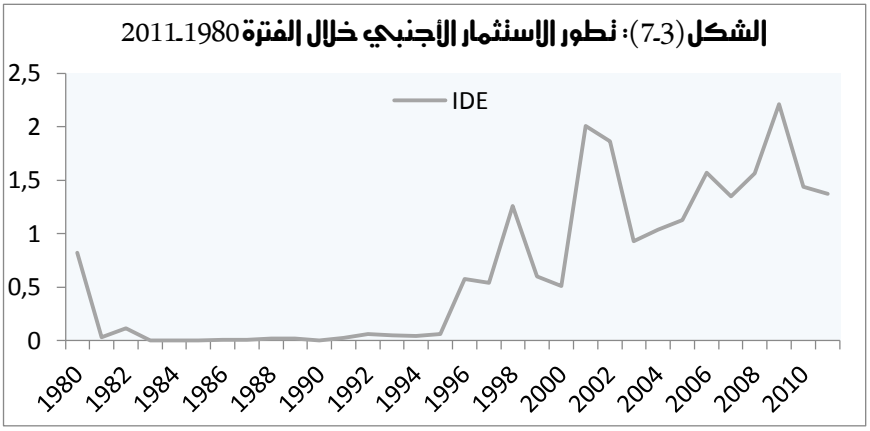
6. ***الانفاق الحكومي:*** رمزنا لها بالرمز***Dpub*** ، وتستخدم عادة نسبة الانفاق الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي لتعويض متغير الانفاق الحكومي على السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول الذي يعتبر بدوره مؤشرا بديلا عن السياسة المالية للبلد. و قد تم اختيار هذا المتغير للتأكد من وجود علاقة بين التغيرات في الانفاق الحكومي بين السلع القابلة للتداول والسلع غير القابلة للتداول وسعر الصرف الحقيقي (DZD) وتحديد طبيعة العلاقة. ويوضح الشكل **(06)** تطور ***Dpub*** في الجزائر خلال الفترة محل الدراسة.

الشكل(6.3): تطور الانفاق الحكومي على السلع قابلة للتداول وغير القابلة للتداول الفعلي خلال الفترة 1980-2011



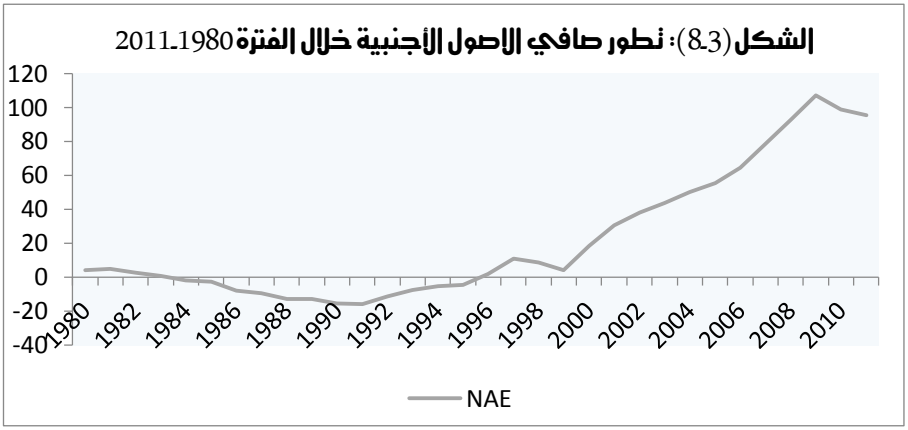
7. ***الاستثمار الأجنبي المباشر:*** رمزنا له بالرمز IDE، يوضح الشكل **(05)** تطور IDE على طول السلسلة الزمنية. و قد تم اختيار هذا المتغير للتأكد من وجود علاقة بين الاستثمار الاجنبي المباشر وسعر الصرف الحقيقي (DZD) وتحديد طبيعة العلاقة.

الشكل(7.3): تطور الاستثمار الأجنبي خلال الفترة 1980-2011



8. ***صافي الأصول الأجنبية:*** رمزنا لها بالرمز NAE، يوضح الشكل **(05)** تطور NAE على طول السلسلة الزمنية. و قد تم اختيار هذا المتغير للتأكد من وجود علاقة بين صافي الأصول الأجنبية وسعر الصرف الحقيقي (DZD) وتحديد طبيعة العلاقة.

الشكل(8.3): تطور صافي الاصول الأجنبية خلال الفترة 1980-2011



ثانيا: تحديد مجال الدراسة

إن بيانات السلسة الزمنية للمتغيرات المدروسة سنوية و تغطي الفترة مابين (1980-2011) أي بحجم عينة قدرها 31 مشاهدة. حيث تم الحصول عليها من قاعدة بيانات مختلف المؤشرات التي يصدرها البنك العالمي (WDI).

المطلب الثالث: تقدير النموذج ونتائج التقدير

إن المعادلة التي تصف سعر الصرف الحقيقي باعتباره دالة في المتغيرات الأساسية التي حددتها مختلف الأدبيات التي تتمثل في أساسيات الاقتصاد:

$$TCRE = \beta_0 + \beta_1 TCNE + \beta_2 Prod + \beta_3 TOT + \beta_4 OUVER + \beta_5 Dpub + \beta_6 IDE + \beta_7 NAE$$

أولا: أسلوب وطريقة التقدير

لقد تم استخدام برنامجي Eviews و Spss في إجراء التقدير، واستخدمت طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO) لذلك، بعد دراسة استقرارية المتغيرات المدروسة.

ثانيا: دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية

يمكن تعريف السلسلة الزمنية المستقرة على أنها تلك السلسلة الزمنية التي لا تحتوي لا على اتجاه عام ولا على تقلبات موسمية[1]. كما يمكن أن نذكر المعنى أو المدلول التقني للاستقرارية الذي مفاده أن السلسلة الزمنية تكون مستقرة إذ لم يتغير متوسطها وتباينها منهجيا مع الزمن.

من خلال هذا التعريف يمكن أن نذكر خصائص استقرار السلسلة الزمنية، حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا توفر مايلي[2]:

1. ثبات متوسط القيم عبر الزمن (مستقل عن الزمن):

$$E(y_t) = E(y_{t+m}) = \mu \quad \forall_t, \forall_m$$

2. ثبات التباين عبر الزمن:

$$VAR(y_t) = E(y_t - \mu)^2 = \delta^2 \quad \forall_t$$

3. التغاير(covariance) مستقل عن الزمن: أي أن يكون التغاير بين قيمتين لنفس المتغير

[1] *Bourbnnais, Règis, "**èconomètrie**", ed, DUNOD,Paris, 2005, p226.*

[2] *تومي صالح، "**مدخل لنظرية القياس الاقتصادي**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص173.*

معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عنده التغاير:

$$\boldsymbol{COV(y_t, y_{t+k}) = E[(y_t - \mu)(y_{t+k} - \mu)] = \gamma_k}$$

إذن تكون سلسلة زمنية مستقرة فقط إذا كانت تحقق مسار مستقر، إذ يستلزم هذا أن السلسلة لا تحتوي لا على اتجاه عام ولا على تقلبات موسمية، وبصفة أكثر عمومية لا يكون اي عامل متطورا عبر الزمن[1].

بعد اجراء اختبارات السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغير التابع (سعر الصرف الحقيقي) وبقية المتغيرات المستقلة توصلنا الى النتائج التالية[2]:

1. **سلسلة** TCRE:

الجدول (2.3): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسة TCRE

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
TCRE	1	-3.990694	-4.309824	-3.574244	-3.221728	0.0206

باستعمال برنامج Eviews تبين أن عدد التأخرات المحددة من معامل modified AIC هو 1، كما تظهر النتائج في الجدول (2.3) أن قيمة $t\emptyset_j$ المحسوبة أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، أما عند مستوى معنوية 5% و 10% فإن القيمة المحسوبة أصغر من القيم الحرجة الجدولية. ومنه فإن سلسلة المتغير TCRE مكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% و 10%، وباحتمال أصغر، أي أن المتغيرة مستقرة عند هذا الحد.

[1] *Bourbnnais, Règis, "**èconomètrie**", op cit, p224.*

[2] *باستعمال برنامج Eviews ظهرت النتائج في أن قيمة "$ADF\ (t.\phi j)$" المحسوبة أكبر من القيم الحرجة الجدولية عند مستوى معنوية 1%، 5%، 10% كما يظهر احتمال وجود جذر أحادي، أكبر عند جميع مستويات المعنوية، ومنه قبول فرضية العدم $H_0 = \emptyset_j = 1$، وبالتالي كل المتغيرات غير مستقرة، ولارجاعها مستقرة نطبق عليها الفروق من الدرجة الأولى، وهي المذكورة في النتائج أعلاه.*

2. **سلسلة** Prod:

الجدول (3-3): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة Prod

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
Prod	0	-3.283329	-3.670170	-2.963972	-2.621007	0.0248

باستعمال برنامج Eviews تبين أن عدد التأخرات المحددة من معامل modified AIC هو 0، كما تظهر النتائج في الجدول (3-3) أن قيمة $t\emptyset_j$ المحسوبة أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، أما عند مستوى معنوية 5% و 10% فإن القيمة المحسوبة أصغر من القيم الحرجة الجدولية. ومنه فإن سلسلة المتغير Prod مكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% و 10%، وباحتمال أصغر، أي أنها مستقرة عند هذا الحد.

3. **سلسلة** TOT:

الجدول (4-3): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة TOT

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
TOT	0	-4.954069	-4.296729	-3.568379	-3.218382	0.0021

باستعمال برنامج Eviews تبين أن عدد التأخرات المحددة من معامل modified AIC هو 0، كما تظهر النتائج في الجدول (4-3) أن قيمة $t\emptyset_j$ المحسوبة أصغر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وباحتمال أصغر. ومنه فإن سلسلة المتغير TOT مستقرة و مكاملة من الدرجة الأولى.

4. **سلسلة** OUVER:

الجدول (5-3): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة OUVER

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
OUVER	0	-4.275392	-2.644302	-1.952473	-1.610211	0.0001

القيمة المحسوبة أقل من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وباحتمال أقل. وبالتالي فإن متغيرة الانفتاح التجاري مستقرة ومكاملة من الدرجة الأولى.

5. **سلسلة** Dpub:

الجدول (3-6): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة Dpub

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
Dpub	0	-3.210432	-3.670170	-2.963972	-2.621007	0.0292

تبين أن عدد التأخرات المحددة من معامل modified AIC هو 0، كما تظهر النتائج في الجدول (3-6) أن قيمة $t\emptyset_j$ المحسوبة أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، أما عند مستوى معنوية 5% و 10% فإن القيمة المحسوبة أصغر من القيم الحرجة الجدولية. ومنه فإن سلسلة المتغير Dpub مكاملة من الدرجة الأولى عند مستوى معنوية 5% و 10%، أي أنها مستقرة عند هذا الحد.

6. **سلسلة** IDE:

الجدول (3-7): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة IDE

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
IDE	0	-4.885380	-4.284580	-3.562882	-3.215267	0.0023

القيمة المحسوبة أقل من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وباحتمال أقل. وبالتالي فإن متغيرة الاستثمار الأجنبي مستقرة و مكاملة من الدرجة الأولى.

7. **سلسلة** NAE:

الجدول (3-8): اختبار ADF الدرجة الأولى لسلسلة NAE

المتغير	درجة التأخير	$t\emptyset_j$	%1	%5	%10	الاحتمال
NAE	1	-5.721396	-4.309824	-3.574244	-3.221728	0.0003

القيمة المحسوبة أقل من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10% وباحتمال أصغر.

ثالثا: طبيعة العلاقة المتوقعة والمقدر بين المتغيرات وسعر الصرف الحقيقي

1. سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي $(\beta_1 > 0)$[1]:

لقد قام ***Edwards (1994)*** بتضمين هذا المتغير في اطار نموذجه لالتقاط تقلبات المدى القصير في سعر الصرف الحقيقي، حيث يمكن أن يكون في الواقع أداة قوية لإدارة سعر الصرف الحقيقي فقد أشار الى أن التغير في ***TCNE*** له تأثير كبير على ***TCRE*** فكلما انخفضت قيمة المؤشر فمن المتوقع أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي سينخفض، والعكس صحيح ***(Joyce, Kamas 2003)***. ومن ثم فمن المتوقع أن تكون اشارة المعلمة β_1 موجبة، فالعلاقة بين معدل الصرف الاسمي ومعدل الصرف الحقيقي طردية.

لقد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومؤشر الصرف الفعلي الاسمي بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_1 \\ TCRE = & 2,672 & + \ 0,428\, TCNE \\ t & (30,550) & (28,759) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,965 \qquad DW = 0,466 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_1 ذات معنوية $(t_{(0,05)} TCNE > t_{tab})$، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة، كما أن لهذا النموذج مقدرة تفسيرية عالية جدا، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **96,5%** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في سعر الصرف الاسمي مع ثبات بقية العوامل.

2. سعر الصرف الحقيقي الفعلي وفروق معدل الانتاجية $(\beta_2 > 0)$:

يتعلق هذا المتغير بفروق معدل الانتاجية في مختلف القطاعات المحلية (القابلة للتداول وغير قابلة للتداول)، فإذا كان البلد يواجه تحسنا في مستويات الانتاجية الذي يميل الى التركز في القطاعات قابلة للتداول ومحدوديته في القطاعات غير قابلة للتداول، فإن الطلب على العمالة سيزداد نحو القطاعات القابلة

[1] تم حذف متغير سعر الصرف الاسمي من النموذج لأن له مقدرة تفسيرية عالية (أسباب احصائية) ربما لا تعبر عن حقيقة وقوة ارتباط سعر الصرف الحقيقي ببقية المتغيرات في اطار نموذج واحد، وكذا ارتباط تغيره بالأجل القصير مقارنة بالمتغيرات الأخرى التي تفسير تقلبات سعر الصرف الحقيقي على الامد الطويل.

للتداول بسبب ارتفاع الأجور فيها مما سيسبب ضغوطات على القطاعات غير قابلة للتداول التي يقل انتاجها، مما يخلق زيادة في الطلب وبالتالي ارتفاعا في الأسعار. ونتيجة لارتفاع انتاج السلع قابلة للتداول سيؤدي ذلك الى فائض في التجارة، يعكس ارتفاعا في مستوى سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية. هذا المتغير له نفس الآثار على سعر الصرف الحقيقي في كل من نموذجي ***Edwards و Montiel (1999)***،ومن ثم فمن المتوقع أن تكون اشارة المعلمة β_2 موجبة، فالعلاقة بين الفروق في معدل الانتاجية ومعدل الصرف الحقيقي طردية.

لقد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل فروق الانتاجية بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_2 \\ TCRE = & 3,968 & + \ 0,525\ Prod \\ t & (52,922) & (16,952) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,905 \qquad DW = 0,633 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_2 ذات معنوية ***($t_{(0,05)} Prod > t_{tab}$)***، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة، كما أن لهذا النموذج مقدرة تفسيرية عالية جدا، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **90,5%** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في معدل فروق الانتاجية في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

3. سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل التبادل الدولي (β_3):

وفقا لـ ***Edwards (1989)*** و لفهم تأثير تغيرات معدل التبادل الدولي على سعر الصرف الحقيقي التي تعتبر غامضة من الناحية النظرية فإنه ينبغي تحليل كل من تأثير الدخل والإحلال الذي ينبثق من التغيرات في أسعار كل من الواردات والصادرات، فعندما تتحسن معدلات التبادل الدولي (ارتفاع أسعار الصادرات) وترتفع على اثرها القوة الشرائية (ارتفاع الدخل الوطني) فإن الطلب المحلي سيتأثر بالزيادة على السلع غير القابلة للتداول، في مثل هذه الحالة سوف يرتفع سعر الصرف الحقيقي ويوصف بأنه تأثير الدخل، ومن ثم فإن المعلمة β_3 يتوقع أن تكون ذات قيمة موجبة، من ناحية أخرى عندما يهيمن أثر الإحلال، أي عندما يتحول الطلب المحلي الى استهلاك السلع قابلة للاستيراد تحدث هناك زيادة في

الواردات يقابله انخفاض في أسعار السلع غير قابلة للتداول مما يؤدي الى عكس مفعول معدل التبادل، حيث يؤدي التحسن فيه الى انخفاض سعر الصرف الحقيقي، ومن ثم فإن المعلمة β_3 يتوقع أن تكون ذات قيمة سالبة (*Montiel-1999-*).

لقد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل التبادل الدولي بطريقة المربعات الصغرى العادية *(OLS)* الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_3 \\ TCRE = & 4,307 & + 1,066\, TOT \\ t & (97,219) & (22,022) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,942 \qquad DW = 0,467 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_3 ذات معنوية *($t_{(0,05)} TOT > t_{tab}$)*، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة في الافتراض الأول، كما أن لهذا النموذج مقدرة تفسيرية عالية جدا، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **%94,2** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في معدلات التبادل الدولي في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

4. **سعر الصرف الحقيقي الفعلي و درجة الانفتاح التجاري** ($\beta_4 < 0$):

وفقا لكل من نموذج *Edwards (1989) Montiel (1999)* فإن السياسة التجارية (درجة الانفتاح) لها تأثير مباشر على معدل الصرف الحقيقي،فالزيادة على سبيل المثال في إعانات الصادرات (درجة انفتاح أقل) يوجه العمل من قطاع السلع القابلة للاستيراد الى القطاع القابل للتصدير، حيث يخلق معدل الدعم المرتفع توسعا في انتاج السلع القابلة للتداول فيسجل رصيد الميزان التجاري تحسنا، وبالتالي ارتفاع حقيقي في قيمة العملة المحلية. وبالمثل فإن الزيادة في تعريفات الاستيراد يزيد من الاسعار المحلية للواردات وهي جزء من السلع القابلة للتداول، وهذا بدوره يؤدي الى تحويل الطلب المحلي الى السلع غير قابلة للتداول مما يسهم في ارتفاع أسعارها مما يؤدي الى ارتفاع حقيقي في قيمة العملة المحلية. كخلاصة فإن القيود التجارية تخفض التنافسية بين السلع المحلية والأجنبية مما يؤدي الى ارتفاع الأسعار المحلية وينتج عنه ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، أما ارتفاع معدل الانفتاح فانه يزيد من حدة المنافسة في قطاع السلع القابلة للتداول مما يؤدي الى انخفاض اسعارها محليا وبالتالي ينخفض سعر الصرف الحقيقي. ومن ثم فإن المعلمة β_4 يتوقع

أن تكون ذات قيمة سالبة[1].

لقد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ودرجة الانفتاح التجاري بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_4 \\ TCRE = & 10,903 & -1,437\ OUVER \\ t & (6,923) & (-3,669) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,310 \qquad DW = 0,124 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_4 ذات معنوية ***($t_{(0,05)}$ OUVER > t_{tab})***، جاءت اشارتها سالبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة، رغم ذلك فإن للنموذج مقدرة تفسيرية ضعيفة، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **31%** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في درجة الانفتاح التجاري في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

5. سعر الصرف الحقيقي الفعلي والانفاق الحكومي (β_5):

إن تأثير الانفاق الحكومي على سعر الصرف الحقيقي يعتمد على ما إذا أنفق في الغالب على السلع القابلة للتداول أو غير القابلة للتداول، فزيادة الانفاق الحكومي على السلع القابلة للتداول يخلق عجزا في الميزان التجاري، الأمر الذي يتطلب تخفيضا في معدل الصرف الحقيقي للحفاظ على التوازن الخارجي ***Montiel(1999).*** الانخفاض الحقيقي في أسعار الصرف يؤدي الى زيادة انتاج السلع القابلة للتداول، مما يسمح بزيادة اجمالي الانفاق عليها. في المقابل فإن زيادة الانفاق الحكومي على السلع غير القابلة للتداول سيؤدي الى زيادة أسعارها النسبية، الزيادة بدورها تؤدي الى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي. ومن ثم تعكس اشارة المعلمة β_5 السالبة العلاقة العكسية بين معدل الصرف الحقيقي وانحياز الزيادة في الانفاق الحكومي الى استهلاك السلع القابلة للتداول، في حين أن المعلمة β_5 إذا حققت إشارة موجبة فإن ذلك يعني أن التغيرات في الانفاق الحكومي انحازت الى الاستهلاك غير القابل للتداول ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

[1] *ينصب التركيز في نموذجي* ***Edwards (1989)*** *و* ***Montiel(1999)*** *على استخدام القيود على التجارة الخارجية (التعريفات الجمركية) كمؤشر على تخصيص الموارد بين القطاعات على المدى الطويل وليس اعتبارها وسيلة لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات.*

لقد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي والتغير في الانفاق الحكومي بين السلع القابلة للتداول وغير القابلة للتداول بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_5 \\ TCRE = & 0,826 & + 1,560\ Dpub \\ t & (0,497) & (2,598) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,184 \qquad DW = 0,112 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_5 ذات معنوية ***($t_{(0,05)}$ Dpub > t_{tab})***، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة في ظل الافتراض الثاني، رغم ذلك فإن للنموذج مقدرة تفسيرية ضعيفة جدا، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **%18,4** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في الانفاق الحكومي على السلع غير قابلة للتداول في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

6. سعر الصرف الحقيقي الفعلي و تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (β_6):

يتفق كل من ***Edwards (1989) Montiel (1999)*** على أن الزيادة في مختلف أشكال التدفقات يسمح باتساع نطاق الاستيعاب الذي يعتمد على طبيعة الانفاق الاستهلاكي في التأثير على سعر الصرف الحقيقي. وعلى اعتبار الاستثمار الأجنبي المباشرة شكلا من أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية فإن تأثيره على سعر الصرف الحقيقي يعتمد على ما إذا استخدمت العائدات منه لشراء السلع القابلة للتداول (استيراد آلات ومواد خام...) التي سوف تخفض القيمة الحقيقية للعملة من خلال العجز في الحساب الجاري، أو العكس، ان كان الانفاق على شراء السلع غير القابلة للتداول فعندها سيرتفع سعر الصرف الحقيقي. ومن ثم تعكس اشارة المعلمة β_6 السالبة العلاقة العكسية بين معدل الصرف الحقيقي في انحياز الانفاق الاستثماري على استهلاك السلع القابلة للتداول، في حين أن المعلمة β_6 إذا حققت إشارة موجبة فإن ذلك يعني أن الانفاق الاستثماري انحاز الى الاستهلاك غير القابل للتداول ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي.

قد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي والتغير في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_6 \\ TCRE = & 4,800 & -0,163\ IDE \\ t & (63,372) & (-7,110) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,628 \qquad DW = 0,610 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_6 ذات معنوية ***($t_{(0,05)} IDE > t_{tab}$)***، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة في ظل الافتراض الأول، كما أن لهذا النموذج مقدرة تفسيرية عالية، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **%62,8** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

7. **سعر الصرف الحقيقي الفعلي وصافي الأصول الاجنبية** ($\beta_9 < 0$):

قد أدى تقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي والتغير في صافي الأصول الأجنبية بطريقة المربعات الصغرى العادية ***(OLS)*** الى الحصول على النتائج التالية:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_7 \\ TCRE = & 5,402 & -0,180\ NAE \\ t & (65,465) & (-5,704) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,520 \qquad DW = 0,187 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير باستخدام بيانات الجزائر و في ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمة β_7 ذات معنوية ***($t_{(0,05)} NAE > t_{tab}$)***، جاءت اشارتها موجبة بما يتفق مع اشارة القيمة المتوقعة في ظل الافتراض الأول، كما أن لهذا النموذج مقدرة تفسيرية عالية، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن **%52** من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى التغير في الأصول الأجنبية في ظل ثبات بقية العوامل المؤثرة.

رابعا: نتائج تقدير

لقد أدى تقدير النموذج النهائي بطريقة المربعات الصغرى العادية (MCO) بعد إزالة المتغيرات التي ليس لها معنوية في النموذج وذات مقدرة تفسيرية ضعيفة. وبعد عدة محاولات لإيجاد نموذج مقبول تم تصميم النموذج النهائي لمحددات سعر الصرف الحقيقي في الجزائر على الشكل التالي:

$$\begin{matrix} & \beta_0 & \beta_1 & \beta_2 & \beta_3 \\ TCRE & = 4,280 + 0,231Prod + 0,509\ TOT - 0,027\ NAE & & & \\ t & & (54,687) & (2,557) & (2,474) & (-2,305) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,977 \qquad DW = 0,571 \qquad N = 31$$

توضح نتائج التقدير النهائي للنموذج باستخدام بيانات الجزائر وفي ظل اختبار (t) أن قيمة المعلمات β_1، β_2، β_3، هي معنوية كما أن إشارتها جاءت متفقة مع توقعات النظرية الاقتصادية. يتضح كذلك أن لهذا النموذج في ظل الاختبارات القياسية والاحصائية مقدرة تفسيرية عالية، إذ يدل معامل التحديد R^2 على أن 97,7% من التغير في سعر الصرف الحقيقي يرجع الى المتغيرات التفسيرية التالية: معدل الانتاجية، معدل التبادل الدولي، وصافي الأصول الأجنبية.

إن اتجاه العلاقة بين المتغيرات المفسرة ومتغيرة سعر الصرف الحقيقي يمكن تلخيصه فيمايلي:

- توجد علاقة طردية بين سعر الصرف الحقيقي ومعدل الانتاجية، فارتفاع هذا الأخير (Prod) بنسبة 1% سيرفع مستوى الصرف الحقيقي بحوالي 0.23 %. هذا الامر طبيعي ناجم عن تحسن مداخيل الجزائر في السنوات الأخيرة نتيجة ارتفاع أسعار البترول في السوق العالمية ماساهم في رفع قدرتها التنافسية مع شركائها التجاريين؛
- توجد كذلك علاقة طردية بين معدل التبادل الدولي وسعر الصرف الحقيقي، حيث أن ارتفاع (TOT) بنسبة 1% يؤدي الى ارتفاع في مستوى الصرف الحقيقي بحوالي 0.51%. مايؤكد على فرضية هيمنة قطاع المحروقات على ايرادات الجزائر طيلة فترة الدراسة.
- توجد علاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي وصافي الأصول الأجنبية، حيث أن ارتفاع هذا الأخير (NAE) يؤدي الى انخفاض الصرف الحقيقي بنسبة 0.027%.

خلاصة الفصل:

عرف الاقتصاد الجزائري تطبيق العديد من أنظمة الصرف بداية من سعر الصرف الثابت الى سعر الصرف المرن. فمنذ اصدار العملة الوطنية (DZD) عام 1964 تم تسيير سعر الصرف اداريا والذي ارتبط بالفرنك الفرنسي الى غاية سنة 1973. وفي الفترة مابين (1973-1988) اتبعت الجزائر سياسة الصرف الثابت أين كانت القيمة الخارجية للدينار تتحدد على أساس سلة مكونة من 14 عملة أهم الشركاء التجاريين للجزائر. وتميز حينها بالاستقرار والثبات مدة طويلة بما يلائم المرحلة التي عرفها الاقتصاد الجزائري آنذاك (التخطيط المركزي)، غير أن سياسة التحديد بهذه الطريقة جعلت تطور سعر صرف الدينار ليس له علاقة مع سلة العملات.

اتبعت بعدها السلطات الجزائرية سياسة تسعير الدينار بأكثر من قيمته الحقيقية لأجل عدة أهداف تتعلق بالتنمية الاقتصادية في تلك المرحلة. وبعد تأزم الأوضاع الاقتصادية والمالية آنذاك خاصة مع انهيار أسعار البترول سنة 1986، وبعد تجربة فاشلة تحت مظلة النظام الاشتراكي، بدأت مرحلة جديدة مع بداية الثمانينيات تراهن على المنهج الليبرالي في علاج الأزمات الهيكلية للاقتصاد الجزائري.

وبالتعاون مع صندوق النقد الدولي (IMF) بدأت المساعي الاصلاحية في الجزائر تمضي في عملية اللامركزية الاقتصادية تدريجيا، والعمل على ايجاد بيئة تمكن من اتخاذ القرار على أساس المسؤولية المالية والربحية، والاعتماد الكبير على ميكانيزم السوق في تحديد الأسعار، بما في ذلك سعر الصرف. ورغم المجهودات المبذولة إلا أن الاقتصاد الوطني لم يعرف رجوعا الى التوازنات الداخلية والخارجية، فكان من الواجب اللجوء الى سلسلة تصحيحات بداية سنوات التسعينيات. غير أن هذه السياسات لم تستوعب الاختلالات التي كانت ولازالت قائمة، فبسبب تعاظم الدور المسيطر لقطاع المحروقات، و فقدان الدينار لقدرته الشرائية وتنامي فاتورة الاستيراد غير المدفوعة تراكمت الديون الخارجية، كما عجل تصاعد خدمة الديون الى سحب التمويل الخارجي لمواجهة أزمة ميزان المدفوعات سنة 1993. وكان ذلك أحد اهم الاسباب التي كانت وراء قرار السلطة بتنفيذ برنامج جذري للاصلاح سنة 1994. وكان الهدف الأساسي من هذا البرنامج هو إعادة أسعار الصرف الى مستوى التوازنات الاقتصادية والمالية من جهة، وبعث البيئة الملائمة للنعاش الاقتصادي من جهة أخرى. في هذا القرار تم تخفيض قيمة الدينار في أفريل

1994 ثم انزلاقه وانخفاض قدرتها الشرائية. ومنذ 1995 تم التوجه الى نظام الصرف المرن أين اتبعت الجزائر نظام الصرف مابين البنوك.

وقد تبين لنا من خلال وجود أو عدم وجود علاقة بين سعر الصرف الحقيقي في الجزائر والمتغيرات الاقتصادية الأساسية (سعر الصرف الاسمي TCN، معدل التبادل الدولي TOT، معدل الانتاجية Prod، الانفاق الحكومي Dpub، صافي الأصول الأجنبية NAE، الاستثمار الأجنبي المباشرIDE، درجة الانفتاح التجاري OUVER) خلال الفترة (1980-2010) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (MCO)، أن المتغيرات: معدل التبادل الدولي (علاقة طردية مع سعر الصرف الحقيقي)، الانتاجية (علاقة طردية مع سعر الصرف الحقيقي) وصافي الأصول الأجنبية (علاقة عكسية مع سعر الصرف الحقيقي) لها مقدرة تفسيرية عالية في تفسير سلوك سعر الصرف الحقيقي في الجزائر.

خاتمة عامّـــة

أولا: ملخص

يتم تسوية مختلف أشكال المعاملات داخل حدود الدولة بعملتها المحلية، في حين أن الامر يختلف مع المعاملات الدولية حيث لا توجد هناك عملة دولية للتسوية. الأمر الذي يجعل مختلف أشكال تدفقات التجارة ورؤوس الاموال بين الدول تقتضي عملية التحويل بين العملات، حيث تعرف آلية تحديد نسب المبادلة بين عملة و أخرى بسعر الصرف، والذي يعرف على أنه "سعر عملة ما مقومة بعملة آخرى". ويكتسي أهمية جوهرية في التفريق بين المعاملات المحلية و الدولية، وكذا التأثير في مستويات الاسعار المحلية والأجنبية، كما أن له عدة دلالات اقتصادية باعتباره مؤشرا جيدا للتعبير عن درجة القدرة التنافسية للدولة. شأنه شأن أي سلعة أخرى يتأثر سعر الصرف بعوامل العرض والطلب، وتعد سوق *الصرف* المكان الذي يتم فيه تحديد نسب المبادلة بين العملات، حيث يعرف هذا السوق بأنه "الاطار المحدد نسبيا من حيث عمله وفقا لقاعدة الوحدات الثلاثة (الزمن، المكان والعمليات) كما تؤدي الجهات الفاعلة فيه وظائف محددة". ويضطلع سوق الصرف بمهمة أساسية في تسهيل المدفوعات عبر الحدود الدولية من خلال توفير أدوات وآليات لنقل الأموال بين الأطراف تلبي مختلف احتياجات الاعوان. كما يشير مصطلح نظام *الصرف* الى المؤسسات التي يتم تحت مظلتها تحويل مدفوعات العمليات التجارية والمالية التي تتخطى الاطار المحلي، حيث يقوم بتحديد طريقة وضع اسعار الصرف الأجنبي، وكيفية تدخل الحكومات للتأثير على أسعار الصرف. وقد وجدت عدة أنواع من الأنظمة قبل 1973 التي جاءت متتابعة حيث يتدارك كل منها مشاكل النظام الذي سبقه، انطلاقا من نظام الصرف الثابت في ظل قاعدة الذهب الى غاية نظام استقرار أسعار الصرف (نظام بريتن وودز) وتعويم العملات. أما في وقتنا الحاضر فيتم تصنيف أنظمة الصرف الى أنظمة ثابتة ومرنة تتوسطها أنظمة صرف وسيطة. ونظرا للفوضى التي تشهدها الساحة الاقتصادية الدولية تبقى اشكالية الاختيار بين مختلف الأنظمة واختيار النظام الأمثل تحديا مطروحا تحكمه عدة متغيرات ترتبط بالعوامل الهيكلية وسياسات استقرار الاقتصاد الكلي، وبعض العوامل السياسية والمؤسسية.

تنوعت النظريات والنماذج القياسية وتباينت في مضمونها لتحديد سعر الصرف، فالى غاية الستينيات كان الاهتمام مركزا على التدفقات التجارية كأساس لتحديد سعر الصرف. بداية من نظرية

تعادل القوة الشرائية (PPP) في صورها المتعددة التي تحدد العلاقة بين سعر الصرف وتطور الأسعار في الدول محل الدراسة. أما منهج ميزان المدفوعات فإنه يعتمد على رصيد هذا الميزان (فائض/عجز) في تفسير ديناميكية سعر الصرف. ويطلق اجمالا على النظريتين بالمقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف.

بداية السبعينيات ظهرت المقاربة النقدية لتحديد سعر الصرف في اطار نموذجين: نموذج السعر المرن الذي يعتبر سعر الصرف ظاهرة نقدية ويقوم على العرض والطلب النسبيين للعملة بين الدول، ونموذج السعر غير المرن (الجامد) الذي ترتكز ديناميكية سعر الصرف فيه على سرعات تعديل مختلفة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية. كما أدخل "Jeffrey Frankel" إضافة جديدة للنموذج النقدي لسعر الصرف، عن طريق مزج النموذج النقدي للسعر المرن مع نموذج السعر الجامد، وهو ما يطلق عليه نموذج فروق معدلات الفائدة الحقيقية لسعر الصرف.

وفي أواسط السبعينيات سلط الضوء على نظرية توازن المحفظة لتفسير تطور سعر الصرف، إذ أظهرت النظرية أنه على المدى الطويل تسمح التفاعلات بين مخزون الثروة وتدفقات الحساب الجاري بحصول تعديل زائد لسعر الصرف. أما على المدى القصير فقد أظهرت أن تعديل سعر الصرف يتم بطريقة يحافظ بها على توازن محفظة ثروة الأعوان. ولقد قامت العديد من النظريات بتفسير تغيرات أسعار الصرف استنادا الى متغيرات مالية مثل الفروق بين أسعار الفائدة بين الدول، من أهمها نظرية تعادل معدلات الفائدة في شكليها المغطاة وغير المغطاة حيث يتحدد سعر الصرف من خلالها بواسطة التحكيم بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية.

اشتركت النظريات السابقة الذكر في ربط تحركات سعر الصرف بمتغيرات الإقتصاد الكلي، رغم اختلاف كل منها في نوع المتغير المأخوذ، كما اتجهت في تحليل سعر الصرف نحو أفق المدى المتوسط والطويل. ولهذا جاءت مجموعة من النماذج لتفسير عدم استقرار سعر الصرف في المدى القصير والقصير جدا (شهر، أسبوع، يوم) آخذةً بعين الإعتبار سرعة استجابة الأسواق (أسواق السلع، النقد والمال) وكذا أثر فقاعات المضاربة العقلانية (التوقعات المقلدة) وعدم تجانس الأعوان الاقتصاديين على تغيرات أسعار الصرف.

لما اهتمت دراستنا بواقع بعض هذه النظريات في الإقتصاد الجزائري، فقد تطرقنا لسياسة الصرف في الجزائر و اختبار أساسيات الاقتصاد الكلي على واقع تغيرات سعر صرف الدينار الجزائري. إذ تبين لنا أن الاقتصاد الجزائري قد عرف تطبيق عدة نظم لسعر الصرف وارتبطت ارتباطاً وثيقاً بكل مرحلة من مراحل التنمية. فمنذ اصدار العملة الوطنية (DZD) عام 1964 تم تسيير سعر الصرف اداريا الذي ارتبط بالفرنك الفرنسي الى غاية سنة 1973. وفي الفترة مابين (1973-1988) اتبعت الجزائر سياسة الصرف الثابت أين كانت القيمة الخارجية للدينار تتحدد على أساس سلة مكونة من 14 عملة أهم الشركاء التجاريين للجزائر. وتميز حينها بالاستقرار والثبات مدة طويلة بما يلائم المرحلة التي عرفها الاقتصاد الجزائري آنذاك (التخطيط المركزي)، غير أن سياسة التحديد بهذه الطريقة جعلت تطور سعر صرف الدينار ليس له علاقة مع سلة العملات.

اتبعت بعدها السلطات الجزائرية سياسة تسعير الدينار بأكثر من قيمته الحقيقية لأجل عدة أهداف تتعلق بالتنمية الاقتصادية في تلك المرحلة. وبعد تأزم الأوضاع الاقتصادية والمالية آنذاك خاصة مع انهيار أسعار البترول سنة 1986، وبعد تجربة فاشلة تحت مظلة النظام الاشتراكي، بدأت مرحلة جديدة مع بداية الثمانينات تراهن على المنهج الليبرالي في علاج الأزمات الهيكلية للاقتصاد الجزائري.

وبالتعاون مع صندوق النقد الدولي (IMF) بدأت المساعي الاصلاحية في الجزائر تمضي في عملية اللامركزية الاقتصادية تدريجيا، وايجاد بيئة تمكن من اتخاذ القرار على أساس المسؤولية المالية والربحية، والاعتماد الكبير على ميكانيزم السوق في تحديد الأسعار، بما في ذلك سعر الصرف. ورغم المجهودات المبذولة إلا أن الاقتصاد الوطني لم يعرف رجوعا الى التوازنات الداخلية والخارجية، فكان من الواجب اللجوء الى سلسلة تصحيحات بداية سنوات التسعينيات. غير أن هذه السياسات لم تستوعب الاختلالات التي كانت ولازالت قائمة، فبسبب تعاظم الدور المسيطر لقطاع المحروقات، وفقد الدينار قدرته الشرائية وتنامي فاتورة الاستيراد غير المدفوعة وتراكمت الديوم الخارجية، كما عجل تصاعد خدمة الديون الى سحب التمويل الخارجي لمواجهة أزمة ميزان المدفوعات سنة 1993. وكان ذلك أحد اهم الاسباب التي كانت وراء قرار السلطة بتنفيذ برنامج جذري للاصلاح سنة 1994. وكان الهدف الأساسي من هذا البرنامج هو إعادة أسعار الصرف الى مستوى التوازنات الاقتصادية والمالية من جهة،

وبعث البيئة الملائمة للنعاش الاقتصادي من جهة أخرى. في هذا القرار تم تخفيض قيمة الدينار في أفريل 1994 ثم انزلاقه وانخفاض قدرتها الشرائية. ومنذ 1995 تم التوجه الى نظام الصرف المرن أين اتبعت الجزائر نظام الصرف مابين البنوك.

و في الأخير، قمنا باختبار أساسيات الاقتصاد الكلي(سعر الصرف الاسمي TCN، معدل التبادل الدولي TOT، معدل الانتاجية Prod، الانفاق الحكومي Dpub، صافي الأصول الأجنبية NAE، الاستثمار الأجنبي المباشرIDE، درجة الانفتاح التجاري OUVER) في الجزائر خلال الفترة (1980-2010) وباستخدام طريقة المربعات الصغرى (MCO) وهذا لتوضيح العلاقة بين مستوى سعر الصرف الحقيقي ومتغيرات الإقتصاد الكلي. ومن أبرز النتائج التي تم الوصول إليها في هذه الدراسة مع التذكير بمدى تحقق الفرضيات الجزئية الموضوعة في المقدمة العامة لهذه الرسالة وفق النقاط الموالية:

ثانيا: نتائج الدراسة

1. يتحدد سعر الصرف (سعر مبادلة عملة دولة ببقية عملات الدول الأخرى) عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب أو عن طريق تدخل السلطات النقدية في الدولة، كما يتحدد بناءا على النظام المتبع وفي ضوء النظرية المطبقة التي تفسر الاختلافات بين أسعار الصرف بين الدول.

2. يتأثر سعر الصرف بعدة عوامل اقتصادية كعرض النقود وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم وحالة ميزان المدفوعات وحالة الموازنة العامة، وهناك عوامل غير اقتصادية كعدم الاستقرار السياسي والإشاعات وعدم تجانس الأعوان.

3. عرفت الجزائر في الفترة الممتدة بين 1973-1988 نظام ثبات أسعار الصرف الذي كان يحدد في بداية الأمر بالنسبة للذهب ثم إلى الفرنك الفرنسي وأخيرا بالنسبة إلى سلة مكونة من 14 عملة، أدت هذه السياسة المطبقة إلى ظهور بوادر الاختلالات الداخلية والخارجية. نظرا إلى طبيعة التجارة الخارجية للجزائر فإن تصدير المحروقات كان المورد الأساسي إن لم نقل الوحيد للعملة الصعبة الشيء الذي جعلها مرتبطة بصفة خطيرة بأسعار البترول، كما أن السلطات الاقتصادية تبنت سياسة التصنيع كوسيلة ناجعة لتطوير قطاعها الإنتاجي، فاضطرت كذلك الى استيراد معظم السلع والخدمات الخاصة بهذا القطاع، أمام هذا الوضع وجدت الجزائر نفسها أمام وحدوية المواد المصدرة وتعدد المواد المستوردة.

4. أدى التدهور المفاجئ لسعر البترول إلى دخول الاقتصاد الوطني في أزمة حادة أدت إلى تباطؤ النشاط الاقتصادي وارتفاع تكاليف الصرف.

5.ركز برنامج التصحيح الهيكلي على تعديل سعر صرف الدينار الجزائري وبداية الاتجاه نحو نظام التعويم المدار لسعر الصرف مع بداية 1995.

6. يتأثر سعر الصرف الحقيقي الذي يعرف على أنه سعر الصرف الاسمي معدلا بالفروق في مستوى الأسعار الأجنبية الى مساوى الأسعار المحلية (سعر الصرف الحقيقي الخارجي)، كما أنه نسبة الأسعار المحلية للسلع القابلة للتداول الى السلع غير قابلة للتداول داخل البلد الواحد (سعر الصرف الداخلي)، بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية الأساسيةالتي نذكر منها: (سعر الصرف الاسمي TCN، معدل التبادل الدولي TOT، معدل الانتاجية Prod، الانفاق الحكومي Dpub، صافي الأصول الأجنبية NAE، الاستثمار الأجنبي المباشرIDE، درجة الانفتاح التجاري OUVER).

7.من خلال تقدير سعر الصرف الحقيقي كدالة في أساسيات الاقتصاد الكلي ظهر ضعف تحديد الصرف الحقيقي في الجزائر مع (الانفاق الحكومي Dpub، الاستثمار الأجنبي المباشرIDE، درجة الانفتاح التجاريOUVER) مقارنة بـ (سعر الصرف الاسمي TCN، معدل التبادل الدولي TOT، معدل الانتاجية Prod، صافي الأصول الأجنبية NAE) التي سجلت نسبة 97,7%.

8. بينت الدراسة التطبيقية ارتباط سعر الصرف الحقيقي في الجزائر حيث توجد علاقة طردية بين سعر الصرف الحقيقي وكل من معدل الانتاجية، معدل التبادل الدولي وصافي الأصول الأجنبية.

9. يعود ارتباط سعر الصرف الحقيقي في الجزائر الى علاقة طردية مع معدل التبادل الدولي (وهو العامل الوحيد الذي يسبب ارتفاعا في سعر الصرف الحقيقي) الذي عرف تحسنا خلال السنوات الأخيرة بسبب ارتفاع أسعار المحروقات (القطاع المهيمن على الصادرات) مما أدى الى ارتفاع الطلب المحلي على السلع الأجنبية بسبب زيادة المداخيل الوطنية (أثر الدخل).

10. كما يعود ارتباط سعر الصرف الحقيقي في الجزائر في علاقة طردية مع معدل الانتاجية الى تحسن مداخيل الجزائر في السنوات الأخيرة نتيجة ارتفاع أسعار البترول في السوق العالمية مما زاد في قدرتها الانتاجية وتسجيل فوائض تجارية.

11. كما يعود ارتباط سعر الصرف الحقيقي في الجزائر في علاقة عكسية مع صافي الأصول الأجنبية (احتياطات النقد الأجنبي) الى الحاجة لتخفيض أسعار صرف عملتها الحقيقية وهذا لتحقيق الفوائض التجارية اللازمة لخدمة المديونة الخارجية (التي كانت تعاني منها الجزائر خلال التسعينيات). فالدول التي تملك احتياطات أجنبية صافية مرتفعة تستطيع موقتا تحقيق ارتفاع في أسعار صرف عملاتها الحقيقية، عن طريق تمويل العجز التجاري.

ثالثا: الاقتراحات والتوصيات

1. إعادة النظر في العلاقة التي تربط سعر الصرف الحقيقي والمتغيرات الاقتصادية الأساسية في ظل وجود متغيرات أخرى جديدة، واستبدال المتغيرات السابقة الذكر بمتغيرات حقيقية (مثلا: استخدام مؤشر فروق الانتاجية خارج قطاع المحروقات).

2. التأكيد على تنويع مصادر الدخل والثروة في الجزائر من خلال تشجيع قطاع التصدير خارج المحروقات لتأمين الاقتصاد من الصدمات الخارجية والتبعية لموارد العملة الأجنبية المحصلة من قطاع المحروقات في ظل ما يعرفة هذا القطاع من عدم استقرار بالاضافة الى أن أسعاره تتحدد خارج سلطة الدول المصدرة له.

3. تعتبر سياسة سعر الصرف مهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، لو تم تطبيقها بالتوازي مع سياسة اقتصادية هيكلية تكميلية، وهذا ما يجب على السلطات الجزائرية أن توليه الاهتمام الكبير.

4. تطور النمذجة القياسية لصياغة نموذج حقيقي هيكلي قياسي لسعر الصرف الحقيقي التوازني، يقيس انحرافاته عن مستواه التوازني وتأثير ذلك على مختلف المؤشرات الاقتصادية والوصول الى سعر صرف يعكس الواقع الاقتصادي.

ويبقى المجال مفتوحا لدراسات أخرى.....

قائمة المراجـــع

. قائمة المراجع .

المراجع باللغة العربية

الكتب:

1. اسماعيل ابراهيم الطرد، "إدارة العملات الأجنبية"،مطبعة الروزنا، الطبعة الأولى 2001، أربد، الأردن.
2. بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسة النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، 2004.
3. تومي صالح، "مدخل لنظرية القياس الاقتصادي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
4. حسين مبروك، "المديونية النقدية والمالية الجزائرية"، دار هومة للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، الجزائر، 2004.
5. حميدات محمود، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2000.
6. دومينيك سالفاتور، " الاقتصاد الدولي"، سلسلة ملخصات شوم، دار ماكجروهيل للنشر،1984.
7. رمزي زكي، "الاحتياطات الدولية والازمة الاقتصادية في الدول النامية"، دار المستقبل العربي، القاهرة 1994.
8. سامي خليل، "نظرية الاقتصاد الكلي، الكتاب الثاني: نظرية الاقتصاد الكلي الحديثة"، الكويت 1994.
9. سي بول هالـــــوود، رونـــــالد ماكدونالد تعريب: محمد حسن حسني، وسين فرج عبد العال: "النقـــود والتمويل الدولي"، دار المريخ للنشر، الرياض 2007.
10. عبد المجيد قدي، "المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
11. عرفان تقي الحسني، "التمويل الدولي"، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الطبعة2، 2002.
12. علي توفيق صادق وآخرون، "السياسات النقدية في الدول العربية"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، سلسلة بحوث ومناقشات،حلقات العمل، أبو ظبي، العدد02، 1996.
13. مدحت صادق، " النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي"، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 1997.
14. محمد ناظم محمد حنفي، "مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 1999.
15. موردخاي كريانين، تعريب: د.محمد ابراهيم منصور، د.علي مسعود عطية، "الاقتصاد الدولي، مدخل السياسات"، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007.
16. نشأت نبيل محمد الوكيل، "التوازن النقدي ومعدل الصرف: دراسة تحليلية قياسية"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، 2006.
17. هزاع مفلح،"التمويل الدولي"، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية، منشورات جامعة حلب كلية الاقتصاد 2007.

الأطروحات والمذكرات:

1. بن قدور علي، "دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر 1970-2010"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، (2012-2013).

2. عبد الرزاق بن الزاوي، "سلوك سعر الصرف الحقيقي وأثر انحرافه عن مستواه التوازني على النمو الاقتصادي في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2010ـ2011.

3. آيت سيدهم جمال، "سلوك بعض المتغيرات الكلية نتيجة تغير سعر الصرف, دراسة حالة اقتصاد الجزائر"، مذكرة ماجيستير، جامعة الجزائر، 2000ـ2001.

4. صحراوي سعيد، "محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر"، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2009ـ2011.

5. عبد العزيز مقراني:"محاولة محاكاة أثر تخفيض الدينار الجزائري على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية"، مذكرة ماجيستير، جامعة الجزائر، (2007ـ2008).

المجلات والدوريات:

1. *آيت يحي سمير، "التعويم المدار للدينار الجزائري بين تصريحات والواقع" ، مجلة الباحث، العدد09، جامعة ورقلة، 2011.*

2. تشالز اينوخ، وآن ماري جولدي، "هل مجالس العملة علاج لكل مشكلة نقدية؟"، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، ديسمبر 1998.

3. بربري محمد أمين، "مبررات ودوافع التوجه الحديث نحو أنظمة الصرف الدولية: دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري"، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة، جامعة ورقلة، 2002.

4. روبا دوتاغوبتا، غيلدا فرناندیز، وسيم كاراكاداغ، " التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، متى، وبأي سرعة؟ "،قضايا اقتصادية دولية 38، IMF 2006.

5. *سيم كاراكاداج وآخرون، "من التثبيت الى التعويم، لا داعي للخوف الآن" ، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، ديسمبر 2004.*

6. *محمود حميدات وخليلي كريم زين الدين، " سياسات وإدار أسعار الصرف في الجزائر " ، صندوق النقد العربي، العدد 03، 21 الى 25 سبتمبر 1997، أبو ظبي.*

7. *محمد راتول، "الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقييم" ، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 04، جامعة الشلف.*

8. هرنان كورتيس، دوغلاس، بيتر كريرك، "تجربة استخدام أسعار الصرف العائمة"، مجلة التمويل والتنمية، ص.ن.د، جوان 1993.

المراجع باللغات الأجنبية

Les ouvrages:

1. *Alain siaens: " monnaie et finance", édition adeboeck , Bruxelles 1981 .*
2. *andrew B.abel - ben S.bernanke - deam croushare, "Macroeconomic" 6th edition.*
3. *Bourbnnais, Règis, "*èconomètrie*", ed, DUNOD,Paris, 2005.*
4. *Central bank of the republic of turkey, "the real exchange rate definitions and calculations ", research department, publication no: 97-1.*
5. *Dominique Plihon, "Les taux de change", la découverte, Paris, 4èm ,2006.*
6. *Eiteman David et autres, "gestion et finance internationales", Pearson éducation, edition10, 2004.*
7. *Frederic S. Mishkin « the economic of money, banking, and financial market", 4th edition, HarperCollins college publishers, 1994.*
8. *Henri bourguinat,"finance international", 4e edition revue et corrigée, Thémis économie, France 1992.*
9. *Ilmane M.C, "note de travail sur l'opportunité de dévaluer le dinar algérienne ", les cahiers de reforme, tome05, 2eme édition, ENAG 1990*
10. *Josette Peyrard, " gestion financière inter national ", 5e edition, Vuibert, 1999.*
11. Larbi Dohni, Carol Hainaut, "Les taux de change", de Boeck, Bruxelles, 2004.
12. *Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, "finance international, marches des changes et gestion des risques financiers", Armand coin, paris 2011.*
13. *Michel Dupuy, Jean Marie Cardebat, Yves Jegourel : "finance internationale", Dunod, paris, 2006*
14. *Michel jura: "technique financière international", 2e éditions, DUNOD paris 2003.*
15. *Mondher Chérif, "les taux de change", revue banque, les essentiels de la banque, juin, 2002.*
16. *Olivier Blanchard, Daniel Cohen, "macroeconomie", 4e edition, Pearson education, France 2006.*
17. *Paul A. samuelson , william D. nordhaus: "economics", 16th edition, McGraw-Hill Companies USA 1988.*
18. *Philippe d'arvisenet, "finance international", 2e edition, DUNOD paris 2008.*

19. *Philippe d'arvisenet, preface de michel pebereau, "finance internationale", 2e édition, DUNOD, paris 2008.*

Les thèses :

1. *Peter takaendesa, "the behavior and fundamental determinants of the real exchange rate in south Africa", degree of masters in commerce, Rhodes University, 2006.*
2. *Yam belie.B, "measalignements et dynamique de convergence du taux de change réel en zone CFA", thèse pour obtenir le garde de docteur, université de paris1, 2007.*

Les revues et les périodiques :

1. *Ben Patterson et autres, "Taux de change et politique monétaire", parlement européen, direction général des études, Luxembourg, août 2000.*
2. *Ben Patterson et autres, **"Taux de change et politique monétaire",** parlement européen, direction général des études, Luxembourg, août 2000.*
3. *Edward," introduction of real exchange rate, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries", university of California at los Angeles and NBER, WP n516, sep 1988.*
4. *Edwards, "real exchange rate in the developing countries", NBER, , Cambridge, MA 02138, April 1989.*
5. *Edwards,S, - M.A.Savastano(1994),"Exchange Rates in Emerging Economies:What Do WeKnow?",NBER Working paper 7228,National Bureau of Economic Research,INC.*
6. *Elbadawi,A,(1997),"Real Exchange Rates and macroeconomic adjustment in Subsaharian Africa and other developing " Journal of African Economies;Vol 6.*
7. *Fabien candau, Michael goujon et autres,"taux de change réel et compétitivité de l'économie réunionnaise", CFRDI, Études et documents, F 2010.*
8. *Jeffrey A. Frankel, "no single currency regime is right for all countries or at all times", NBER, Cambridge, WP September 1999.*
9. *Lansana daboh, "real exchange rate misalignment in the west African monetary zone", journal of monetary and economic integration, vol 10 N°02.*

10. *Luci ellis, "measuring the real exchange rate: pitfalls and practicalities", economic research department, reserve bank of Australia, august 2001.*

11. *Maxwell opoku -afari-,"measuring the real effective exchange rate in Ghana", CREDIT research paper, dec 2004.*

12. *Redriger Dorunbush, "exchange rate and inflation", Cambridge, USA, 1994.*

13. Robert A. Mundell, " a theory of optimum currency areas", the American economic review, vol 51 n4, Sept 1961.

14. *Ronald Macdonald, "what determines read exchange rates? The long and short of it". IMF department research, WP 1997.*

15. Safia M. Daly and Mouly Sami, "determinants of exchange rate practices in the MENA countries: some further empirical results", the William Davidson institute, WP n 952, Jan 2009.

16. *Sfia Mohamed Daly, "le chois du régime de change pour les économies émergentes", MPRA, Tunis, May 2007.*

17. *Tony Latter, "the choice of exchange rate regime", issued the centre for central banking studies bank of England, 1996.*

Les rapports:

1. *Journal officiel de la république algérienne 11 avril*
2. *World bank data base 2010.*

الملاحـــق

الملحق 01: جدول تسمية العملات

Entité	Monnaie	Code alphabétique	Code numérique
ARGENTINE	Peso argentin	ARS	032
AUSTRALIE	Dollar australien	AUD	036
BRESIL	Real de brésil	BRL	9986
CANADA	Dollar canadien	CAD	124
CHINE	Yuan Ren-Min-Bi	CNY	156
DANEMARK	Couronne danoise	DKK	208
EGYPTE	Livre égyptienne	EGP	818
ETATS-UNIS	Dollar des Etats-Unis	USD	840
HONG KONG	Dollar de Hong Kong	HKD	344
INDE	Roupie indienne	INR	356
JAPON	Yen	JPY	392
LIBAN	Livre libanaise	LBP	422
MALAISE	Ringgit de Malaisie	MYR	458
Mexique	Peso mexicain (Nouveau peso)	MXN	484
NORVEGUE	Couronne norvégienne	NOK	578
NOUVELLE	Dollar néo-zélandais	NZD	554
POLOGNE	Zloty	PLN	985
Royaume-Uni	Livre sterling	GBP	826
RUSSIE, Fédération DE	Rouble russe	RUB	643
SUEDE	Couronne suédoise	SEK	752
SUISSE	Franc Suisse	CHF	756
TUNISIE	Dinar tunisien	TND	788
VIETNAM	Dong	VND	704

Source : organisation internationale de normalisation (http ://www.iso.org/)

الملحق 02: **نتائج إختبار** ADF

سلسلة Dpub:

Null Hypothesis: D(DPUB) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.210432	0.0292
Test critical values:	1% level	-3.670170	
	5% level	-2.963972	
	10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(DPUB,2)
Method: Least Squares
Date: 12/14/14 Time: 20:50
Sample (adjusted): 1982 2011
Included observations: 30 after adjustments

سلسلة IDE:

Null Hypothesis: IDE has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.885380	0.0023
Test critical values:	1% level	-4.284580	
	5% level	-3.562882	
	10% level	-3.215267	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IDE)
Method: Least Squares
Date: 12/17/14 Time: 22:53
Sample (adjusted): 1981 2011
Included observations: 31 after adjustments

سلسلة NAE:

Null Hypothesis: D(NAE) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.721396	0.0003
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(NAE,2)
Method: Least Squares
Date: 12/14/14 Time: 20:55
Sample (adjusted): 1983 2011
Included observations: 29 after adjustments

سلسلة OUVER:

Null Hypothesis: D(OUVER) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.275392	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.644302	
	5% level	-1.952473	
	10% level	-1.610211	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(OUVER,2)
Method: Least Squares
Date: 12/14/14 Time: 20:35
Sample (adjusted): 1982 2011
Included observations: 30 after adjustments

سلسلة TCRE:

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.990694	0.0206
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR,2)
Method: Least Squares
Date: 12/14/14 Time: 21:23
Sample (adjusted): 1983 2011
Included observations: 29 after adjustments

سلسلة Prod:

Null Hypothesis: D(PRD) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.283329	0.0248
Test critical values:	1% level	-3.670170	
	5% level	-2.963972	
	10% level	-2.621007	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(PRD,2)
Method: Least Squares
Date: 12/17/14 Time: 22:19
Sample (adjusted): 1982 2011
Included observations: 30 after adjustments

سلسلة TOT:

Null Hypothesis: D(TOT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.954069	0.0021
Test critical values:	1% level	-4.296729	
	5% level	-3.568379	
	10% level	-3.218382	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TOT,2)
Method: Least Squares
Date: 12/17/14 Time: 22:27
Sample (adjusted): 1982 2011
Included observations: 30 after adjustments

الملحق 03: نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي والمتغيرات الكلية محل الدراسة

1. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل الصرف الاسمي الفعلي

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,982[a]	,965	,964	,10340	,466

a. Valeurs prédites : (constantes), TCNE

b. Variable dépendante : TCRE

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	2,672	,087		30,550	,000
	TCNE	,428	,015	,982	28,759	,000

a. Variable dépendante : TCRE

2. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل الانتاجية

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,952[a]	,905	,902	,16992	,633

a. Valeurs prédites : (constantes), prd

b. Variable dépendante : TCRE

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	3,968	,075		52,922	,000
	prd	,525	,031	,952	16,952	,000

a. Variable dépendante : TCRE

3. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ومعدل التبادل الدولي

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,970[a]	,942	,940	,13340	,467

a. Valeurs prédites : (constantes), TOT

b. Variable dépendante : TCRE

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	4,307	,044		97,219	,000
	TOT	1,066	,048	,970	22,022	,000

a. Variable dépendante : TCRE

4. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي ودرجة الانفتاح التجاري

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,557[a]	,310	,287	,45917	,124

a. Valeurs prédites : (constantes), OUVER

b. Variable dépendante : TCRE

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	10,903	1,575		6,923	,000
	OUVER	-1,437	,392	-,557	-3,669	,001

a. Variable dépendante : TCRE

5. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي و الانفاق الحكومي

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,429[a]	,184	,156	,49935	,112

a. Valeurs prédites : (constantes), Dpub

b. Variable dépendante : TCR

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	,826	1,660		,497	,622
	Dpub	1,560	,600	,429	2,598	,014

a. Variable dépendante : TCR

□

6. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي و صافي الأصول الأجنبية

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,721[a]	,520	,504	,38277	,187

a. Valeurs prédites : (constantes), NAE

b. Variable dépendante : TCR

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	5,402	,083		65,465	,000
	NAE	-,180	,032	-,721	-5,704	,000

a. Variable dépendante : TCR

7. نتائج تقدير العلاقة الارتباطية بين سعر الصرف الحقيقي الفعلي والاستثمار الأجنبي المباشر

Récapitulatif des modèles[b]

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,792[a]	,628	,615	,33728	,610

a. Valeurs prédites : (constantes), IDE

b. Variable dépendante : TCR

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	4,800	,076		63,372	,000
	IDE	-,163	,023	-,792	-7,110	,000

a. Variable dépendante : TCR

الملحق 04: نتائج تقدير نموذج تحديد سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري خلال الفترة 1980.2011

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,977[a]	,955	,950	,12151

a. Valeurs prédites : (constantes), NAE, prd, TOT

Coefficients[a]

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	4,280	,078		54,687	,000
	prd	,231	,091	,420	2,557	,016
	TOT	,509	,206	,463	2,474	,020
	NAE	-,037	,016	-,147	-2,305	,029

a. Variable dépendante : TCR