



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة: د. مولاي الطاهر* سعيدة *

العلوم الإقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الإقتصادية

تخصص : بنوك ، مالية و تسيير المخاطر

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر

بعنوان :

فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف

دراسة قياسية باستخدام DMCO

تحت إشراف الدكتور:

من إعداد الطالبين :

* جبوري محمد .

• قاتر قميري محمد ميلود .

• بوعرعارة أمين عدة .

أعضاء لجنة المناقشة :

الأستاذ رئيسا

الأستاذ مشرفا

الأستاذ ممتحنا

الأستاذ ممتحنا

السنة الجامعية: 2017/2016



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة: د. مولاي الطاهر* سعيدة *

العلوم الإقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الإقتصادية

تخصص : بنوك ، مالية و تسيير المخاطر

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر

بعنوان :

فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف

دراسة قياسية باستخدام DMCO

تحت إشراف الدكتور :

من إعداد الطالبين :

* جبوري محمد .

• قاتر قميري محمد ميلود .

• بوعرعارة أمين عدة .

أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ رئيسا

الأستاذ مشرفا

الأستاذ ممتحنا

الأستاذ ممتحنا

السنة الجامعية : 2016 / 2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



قال الله تعالى : (هل جزاء الإحسان إلا الإحسان..) . سورة الرحمن ، آية 60.

عن عالما .. فإن لم تستطع فكن متعلما ، فإن لم تستطع فأحب العلماء ، فإن لم تستطع فلا ترخصهم ..

بعد رحلة بحره و جهد و اجتهاد تكلبه بإنجاز هذا البحث ، أحمد الله عز وجل

على نعمه التي من بها علي فهو العلي القدير ، كما لا يسعني أن أخص بأسمى

مباراه الشكر و التقدير الأستاذ المحترم "جبوري محمد" الذي لم يبخل عنا قط بنصائحه وإرشاداته القيمة ، فجزاه

الله عني كل خير ..

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من ساهم في تقديم يد العون لإنجاز هذا البحث

كما لا ننسى أن نتقدم بأرقى و أئمن عباراه الشكر

لكل اساتذة كلية العلوم الاقتصادية المحترمون الذين قدموا

لنا المساعدات والتسهيلات

والمعلومات ، فلمن منا كل الشكر ،

وكل أستاذ أفتى عمره في تلقين العلم للأجيال الناشئة.

إهداء

المهي لا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك .. و لا تطيب اللحظات إلا
بذكرك .. و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. و لا تطيب الجنة إلا برويتك " المهي جل جلالك "

الى من لا يمكن للكلمات ان توفي حتما

الى من لا يمكن الأرقام أن تحصي فضائلها

وتعلمنا وكاننا سندنا لنا طوال المشوار الدراسي إلى اللذان شقا و تعبنا من أجل إسعادنا

و تحملا مشاقنا لأجلنا وكاننا لنا مثال الحب والتضحية

للذان قال فيهما سبحانه و تعالى :

" واخفض لهما جناح الذل من الرحمة و قل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا "

إلى إخوتي وأفراد عائلتي وكل أصدقائي ...

إلى كل من علمني حرفه ...

إليكم جميعا أهدي هذا العمل .

محمد

إهداء

المهي لا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار الهى بطاعتك .. و لا تطيب اللحنانم إلا
بذكرك .. و لا تطيب الأخرة إلا بعفوك .. و لا تطيب الجنة إلا برؤيتك " الهى جل جلالك "

الهى من لا يمكن للكلمات ان توفى حتما

الهى من لا يمكن الأرقام أن تصي فخانلما

وتعلمنا وكانا سندا لنا طوال المشوار الدراسي إلى اللذان حقنا و تعبنا من أجل إسعادنا

و تحملا مفاقتنا لأجلنا وكانا لنا مثال الحب والتضحية

اللذان قال فيهما سبحانه و تعالى :

" واخفض لهما جناح الذل من الرحمة و قل ربى ارحمهما كما ربياني صغيرا "

إلى إخوتي و كل أفراد عائلتي

بالخصوص أعمامى وعمتى وجدتي . . . و كل أصدقائي ..

إلى كل من علمني حرفه ...

إلىكم جميعا أهدي هذا العمل .

أمير.

ملخص :

تناولت هذه الدراسة موضوع فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف ، بعد استعراض في الجانب النظري للدراسات النظرية والتجريبية حول الموضوع ، تناولنا في الدراسة القياسية تدخلات البنك المركزي الجزائري لتوجيه سعر الصرف في الفترة الممتدة من 1980 إلى غاية 2015 . ولتحقيق هذه الدراسة تم استخدام نموذج Taylro و Sarno (2001) ونموذج d'Adler و Mora (2011) ، ولتقدير هذه النماذج تم استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين .

تشير النتائج إلى معنوية المعلمات المقدرة لنموذج الدراسة وملائمة المتغيرات المساعدة *les variables instrumentales* والتي تتوافق مع النظرية الاقتصادية ، التي تشير إلى أن البنك المركزي يتدخل في سوق الصرف عن طريق أداة إحتياطات الصرف وهذا ما تظهره نتائج الدراسة حيث أن تدخلات البنك بواسطة الإحتياطات لها فعالية ملائمة تساعد في توجيه سعر الصرف .

الكلمات المفتاحية : تدخلات البنك المركزي ، سعر الصرف ، إحتياطات الصرف ، DMCO

Résumé :

Cette étude a abordé la question de l'efficacité des interventions des banques centrales sur les marchés des changes. Après avoir examiné le coté théorique sur ce sujet ; on a abordé dans cette étude les interventions des banques centrales Algérienne afin d'orienter le taux de change durant la période allant de 1980 à 2015 ; et pour réaliser cette étude on a utilisé les modèles Taylro et Sarno (2001) et ceux d'Adler et Mora (2011) ; et afin d'évaluer ces modèles nous avons utilisé la méthode double moindres carrés ordinaire .

Les résultats obtenus indiquent la réalisation des réserves de change qui étaient compatibles avec la théorie économique. Ces résultats montrent l'intervention de la banque centrale sur le marché de change à travers les réserves de change.

Enfin cette étude nous a montré le rôle important des interventions des banques à travers les réserves de change dans l'orientation de taux de change.

Mots-clés: Interventions de la Banque centrale , Taux de change , Les réserves de change , DMCO

Abstract :

This study deals with the effectiveness of the Central Bank's intervention in the exchange markets. After reviewing the theoretical side of the theoretical and empirical studies on the subject, we examined in the standard study the interventions of the Central Bank of Algeria to guide the exchange rate between 1980 and 2015. Sarno (2001) and the D'Adler and Mora (2011) models. To estimate these models, the two-stage lower squares method was used.

The results indicate that the exchange reserves and instrumental variables achieved the best results, which correspond to the economic theory, which indicates that the central bank intervenes in the exchange market through the exchange reserves tool. This is reflected in the study results.

key words : Central Bank interventions , exchange rate , Exchange reserves , 2SLS

فهرس المحتوى

	التشكرات
	الاهداء
IV	الملخص
VI	الفهرس
IX	قائمة الجداول
X	قائمة الأشكال
XI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
الفصل الأول : الإطار النظري للبنك المركزي	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية البنك المركزي
03	المطلب الأول: نشأة البنك المركزي
04	المطلب الثاني: تعريف البنك المركزي
06	المطلب الثالث: خصائص البنك المركزي
07	المطلب الرابع : وظائف البنك المركزي
11	المبحث الثاني: استقلالية البنك المركزي
11	المطلب الأول: مفهوم استقلالية البنوك المركزية
12	المطلب الثاني: أهمية استقلالية البنك المركزي
13	المطلب الثالث: أنواع استقلالية البنك المركزي
15	المطلب الرابع: معايير قياس درجة استقلالية البنك المركزي
16	المبحث الثالث : فعالية تدخلات البنك المركزي في تحقيق السياسة النقدية
16	المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية
17	المطلب الثاني : أدوات السياسة النقدية وفعاليتها
22	المطلب الثالث : سياسة استهداف التضخم
24	المطلب الرابع : فعالية تدخلات البنك المركزي لتحقيق السياسة النقدية

25	خلاصة الفصل .
الفصل الثاني : أنظمة سعر الصرف وتدخلات البنك المركزي	
27	تمهيد
28	المبحث الأول : ماهية سعر الصرف
28	المطلب الأول : تعريف سعر الصرف وأهم صيغته
30	المطلب الثاني : النظريات المفسرة لسعر الصرف
32	المطلب الثالث : أنظمة سعر الصرف وتدخلات البنك المركزي
40	المطلب الرابع : سياسات التعقيم .
42	المبحث الثاني : سوق الصرف
42	المطلب الأول : تعريف سوق الصرف وأنواعه
43	المطلب الثاني : أنواع أسواق الصرف
44	المطلب الثالث : المتدخلون في سوق الصرف
46	المطلب الرابع : سوق الصرف الموازي
48	المبحث الثالث : دور البنوك المركزي في ظل أزمات سعر الصرف
48	المطلب الأول : تعريف أزمات سعر الصرف
49	المطلب الثاني : مخاطر سعر الصرف
50	المطلب الثالث : تدخلات البنك المركزي اثناء نشوب الازمة
55	خلاصة الفصل
الفصل الثالث : القياس الاقتصادي لفعالية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف	
57	تمهيد
58	المبحث الأول : نظرية استخدام المربعات الصغرى المضاعفة
58	المطلب الاول : طريقة المربعات الصغرى
61	المطلب الثاني : طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين

62	المطلب الثالث : مراحل و خواص طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين
64	المبحث الثاني : دراسة متغيرات النموذج
64	المطلب الأول : دراسة أولية لمتغيرات النموذج
71	المطلب الثاني : تحديد درجة التباطؤ الزمني
72	المطلب الثالث : إختبار إستقرارية متغيرات النموذج
79	المبحث الثالث : تقدير النموذج وتحليل النتائج
79	المطلب الاول : صياغة النموذج
80	المطلب الثاني : تقدير النموذج وتحليل النتائج
83	المطلب الثالث : دراسة اختبارات النموذج(التخصيص ومدى ملائمة النموذج وأدوات النموذج)
86	خلاصة الفصل
88	الخاتمة
93	قائمة المراجع
99	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

70	الجدول رقم (01) : نتائج اختبار التباطؤ الزمني
72	الجدول رقم (02) :إختبار DF-GLS سلسلة سعر الصرف
73	الجدول رقم (03) :إختبار DF-GLS سلسلة إحتياطات الصرف
74	الجدول رقم (04) :إختبار DF-GLS سلسلة النمو الاقتصادي
74	الجدول رقم (05) :إختبار DF-GLS سلسلة فروق التضخم
75	الجدول رقم (06) :إختبار DF-GLS سلسلة الميزان التجاري
76	الجدول رقم (07) :إختبار DF-GLS سلسلة أسعار البترول
76	الجدول رقم (08) :إختبار DF-GLS سلسلة فروق اسعار الفائدة
79	الجدول رقم (09) : نتائج تقدير فعالية تدخلات البنك المركزي في اسواق الصرف

قائمة الأشكال

58	الشكل (01) : الهدف من طريقة المربعات الصغرى
63	الشكل (02) : يوضح تطور سعر الصرف في الجزائر خلال (1980-2015)
64	الشكل (03) : يوضح تطور احتياطات الصرف في الجزائر خلال (1980-2015)
65	الشكل (04) : يوضح تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال (1980-2015)
66	الشكل (05) : يوضح تطور اسعار الفائدة الرسمية في الجزائر خلال (1980-2015)
67	الشكل (06) : يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال (1980-2015)
68	الشكل (07) : يوضح تطور أسعار البترول في الجزائر خلال (1980-2015)
69	الشكل (08) : يوضح تطور رصيد الميزان التجاري في الجزائر خلال (1980-2015)

قائمة الملاحق

97	الملحق رقم: (01) اختبار جوهنسون للتكامن المشترك
99	الملحق رقم: (02) اختبار DF-GLS لفروق أسعار الفائدة
100	الملحق رقم: (03) اختبار DF-GLS لسعر الصرف
101	الملحق رقم: (04) اختبار DF-GLS لاحتياطات الصرف
102	الملحق رقم: (05) اختبار DF-GLS لأسعار البترول
103	الملحق رقم: (06) اختبار DF-GLS لفروق معادلات التضخم
104	الملحق رقم: (07) اختبار DF-GLS للنمو الإقتصادي
105	الملحق رقم: (08) اختبار DF-GLS لرصيد الميزان التجاري
106	الملحق رقم : (09) اختبار Breusch-Godfrey
107	الملحق رقم : (10) اختبار عدم ثبات تباين حدود الأخطاء Test d' hétéroscédasticité
108	الملحق رقم : (11) اختبار Test ARCH

المقدمة العامة

المقدمة العامة:

يعد القطاع المصرفي أحد أهم القطاعات الحديثة، نظرا لدوره الهام والرئيسي في جميع مجالات الاقتصاد والأعمال والمال، فهو يعمل على حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية، بهدف تمويل الاستثمار الذي أصبح تطوره ومتانة أوضاعه معيارا للحكم على سلامة اقتصاد الدولة، ومدى قدرتها على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

كما يمثل الجهاز المصرفي ركيزة أساسية ولازمة لاقتصاد أي دولة صناعية كانت ذات اقتصاد متشابك ومركب، أو دولة نامية لا تزال آليات اقتصادياتها في طور النمو والتطوير، فإذا كان القطاع المصرفي واحد من أهم القطاعات الاقتصادية، فإن البنك المركزي يمثل المحور الرئيسي لهذا القطاع، وذلك لما يقوم به من إدارة للسياسة النقدية والمصرفية والحفاظ على الاستقرار الاقتصادي والمالي، وبالتالي إرساء أسس نمو اقتصادي قابل للاستقرار.

ويعتبر البنك المركزي مؤسسة نقدية حكومية تهيمن على النظام النقدي والمصرفي في الدولة، وتقع على عاتقه مسؤولية إصدار النقد والعمل كوكيل مالي للحكومة، ومراقبة الأجهزة المصرفية، كما توكل إليه مسؤولية الإشراف على السياسة الائتمانية في الدولة، حيث يترتب على ذلك تأثيرات هامة على النطاقين الاقتصادي والاجتماعي .

وإن عمل البنك المركزي لا يتوقف على إصدار النقود فحسب خاصة إثر تنامي الاتجاه نحو استقلالية البنوك المركزية وعليه، فإن مراقبة إمكانيته على ضخ السيولة وامتصاصها يعد تجاهلا لحجم وأهمية وظائفه الأخرى، والخطر الذي يمكن أن يتسبب فيه سوء الأداء والتسيير وغياب المراقبة الفعالة والصارمة لمهام البنوك. إذ تعتبر وظيفة البنك المركزي في الرقابة على البنوك التجارية من أهم وأحدث الوظائف الموكلة إليه، باعتبار البنوك التجارية وسيلة لتلبية احتياجات التمويل من خلال تلقي الودائع وتقديم القروض لطالبيها، حيث تنطوي هذه الوظيفة التي تقوم بها البنوك التجارية على عدة مخاطر، والناجمة عن بعض العمليات الائتمانية أو عدم توفير الحماية الكافية للمودعين وبالنتيجة، لم تعد تقتصر الرقابة المصرفية على مراقبة درجة سيولة البنوك فحسب، ولكن اهتمت أكثر فأكثر بنوعية الالتزامات المأخوذة من قبل هذه البنوك وانعكاسها على ملاءة هذه الأخيرة.

وإن دور البنك المركزي كمرقب يفرض أن يكون تنظيمه محكم، من خلال الإدارة المتمكنة والهيكل والوسائل المتطورة. وإلى جانب التنظيم الإداري والقانوني المحكم للبنك المركزي، فإن إيجاد أساليب وآليات ناجحة للتحكم في نشاط البنوك التجارية له من الأهمية بما كان لضمان حماية المودعين واستقرار النظام المصرفي ككل .



ومن جهة أخرى يترتب على العلاقات الاقتصادية الدولية مجموعة ضخمة من علاقات المديونية والدائنية التي يجب تسويتها بإجراء مدفوعات دولية، و عليه فإن درجة نمو العلاقات الاقتصادية الدولية، و نمو التبادل الدولي و سد الاختلالات الطارئة و الأساسية في موازين المدفوعات و تحقيق الاستقرار النقدي العالمي تتطلب درجة عالية من وفرة و انسياب و تنوع وسائل الدفع. و قصور تلك الوسائل عن أداء دورها سواء لعدم الوفرة أو لعدم التنظيم أو لعدم المرونة و التنوع. بسبب عرقلة العلاقات و النشاطات الاقتصادية الدولية و الداخلية و يخلق جوا من عدم الاستقرار الاقتصادي.

و لعل من أهم ما تشير به العمليات الاقتصادية التي تربط بين الدولة و العالم الخارجي مشكلة العلاقات بين النقد الوطني و النقد الأجنبي أو مشكلة الصرف الأجنبي. فحقل نشاط العناصر الاقتصادية يتجاوز حدود البلد الأصلي، مما يوجب القيام بالعمليات دفع من بلد لآخر مقابل سلع و خدمات أو أصول مالية. و عندما تتم عمليات الدفع بعملة مغايرة لعملة صاحب النشاط. فمن الضروري الرجوع إلى سوق الصرف.

ففي هذه السوق تتم مبادلة النقد المحلي و النقد الأجنبي حيث يتلاقى فيها عرض العملات الأجنبية طلباً للعملة المحلية مع الطلب على العملات الأجنبية عرضاً للعملة المحلية و فيها يتكون سعر المبادلة بين العملتين أو سعر الصرف.

كان الاهتمام بنظرية أسعار الصرف أكثر وضوحاً منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي، حيث تعددت النماذج الساعية لتحديد القوى المتحركة في أسواق الصرف الأجنبي من أجل تفسير ما يحدث لأسعار صرف العملات من تقلبات شديدة، ومدى تأثيرها في إحداث الأزمات الداخلية والخارجية. وقد أسند بعض الاقتصاديين التقلبات التي عرفت أسعار الصرف إلى عوامل عديدة تختلف باختلاف الفترات الزمنية، فمنها محددات تؤثر في استقرار أسعار الصرف في المدى الطويل مثل التضخم وعوامل أخرى تؤثر في توازن سعر الصرف في الأجل القصير مثل تدفقات رؤوس الأموال.

وقد كانت في السابق تمثل مبادلات السلع والخدمات المسبب الرئيسي لعرض وطلب العملات أو بالأحرى كانت تمثل أهم محددات سعر الصرف، وأصبحت في الوقت الحالي تحركات رؤوس الأموال هي المحدد الرئيسي لأسعار الصرف.

وبخلاف فترة الثمانينات التي شهدت نقاشاً مركزاً تناول أنظمة أسعار الصرف والدور الذي يؤديه ربط أسعار الصرف بعملة أخرى في تثبيت معدلات التضخم، حيث خربت البلدان النامية أنظمة صرف مختلفة

استهدفت عملية تصحيح التضخم المفرط الذي وصل إلى معدلات قياسية في هذه الفترة وكانت أنظمة الربط من أكثر الأنظمة انتشاراً، والتي أثبتت نجاعتها في العديد من البلدان. فقد تغير مضمون النقاش خلال فترة التسعينات، حيث تميزت هذه الفترة بتراجع كبير لمستويات التضخم والزيادة الحادة في درجة تحرك رأس المال وحجم تدفقاته، الأمر الذي نجم عنه تزايد الأزمات المالية في الأسواق الناشئة.

لقد عرفت دول العالم أنظمة أسعار صرف متنوعة، حاولت من خلال هذه الأنظمة تحقيق الاستقرار الاقتصادي والالتزامات الداخلية والخارجية وتبني سياسات استهداف التضخم.

تقوم الدول بالإعلان والتصريح عن أنظمة أسعار صرفها لدى صندوق النقد الدولي، وقد عرفت هذه الأنظمة بالأنظمة الرسمية، حيث تمثل الأنظمة الرسمية الإعلان عن رغبة وتوجه السلطات المحلية فيما يتعلق بسياسات سعر الصرف وفي بعض الأحيان عن السياسة النقدية، حيث بالإعلان عن نظام سعر صرف معين، تلتزم السلطات عند الاقتضاء باستخدام السياسة النقدية، إذا كان ذلك ضرورياً للحفاظ على سعر الصرف المعلن.

يعتبر سعر الصرف متغير اقتصادي شديد الحساسية وأي تذبذب لسعر الصرف قد يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية وبالتالي على الاقتصادي ككل .

ويسعى البنك المركزي بصفة دائمة إلى المحافظة على استقرار العملة المحلية من خلال التدخل في سوق الصرف إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك مستعملاً عدة تقنيات .

ومن هنا نسعى من خلال هذه الدراسة إلى معرفة إلى أي درجة تكون فعالية هذه التقنيات في المحافظة على أسعار الصرف خلال الفترة 1980-2015.

1. إشكالية الدراسة :

ما مدى فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف ؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

1. إلى أي مدى تؤثر درجة الاستقلالية في تدخلات البنك المركزي ؟

2. فيما يتمثل دور المتدخلون في سوق الصرف في استقرار سعر الصرف ؟

3. ماهي أهم تدخلات التي يقوم بها البنك المركزي في سوق الصرف ؟
4. هل استطاع البنك المركزي الحفاظ على استقرار سعر الصرف ؟

2. الفرضيات الدراسة :

- ✓ تتوقف فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف على درجة استقلاليته وقوة الاقتصاد.
- ✓ تقوم فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف عن طريق استخدام احتياطات الصرف .
- ✓ يتدخل البنك المركزي في أسواق الصرف عن طريق سعر الفائدة .

3. أسباب إختيار الموضوع :

يرجع سبب اختيارنا للموضوع إلى :

- ✓ أنه كان من اقتراح الأستاذ المشرف .
- ✓ تحديد العوامل التي يقوم من خلالها البنك المركزي بالتدخل في توجيه سعر الصرف .
- ✓ إظهار تدخلات البنك المركزي الجزائري على أسواق الصرف ومدى فعاليتها.

4. أهداف الدراسة :

- ✓ تحديد مفاهيم تتعلق بفعالية تدخل البنك المركزي على أسعار الصرف.
- ✓ معرفة أهم العوامل التي يتأثر بها سعر الصرف.
- ✓ التعريف بتجربة بنك المركزي الجزائري وتدخلاته في أسواق الصرف.

5. أهمية الدراسة :

إن البنك المركزي له تأثير مباشر على سعر الصرف وينعكس ذلك على الاستقرار الاقتصادي والسياسي

للبلد .

6. منهجية الدراسة :

سنعتمد في دراستنا على المنهج الوصفي والتحليلي ، بحيث نستعمل المنهج الوصفي عند القيام بالتعرض لبعض المفاهيم الخاصة بالبنك المركزي و سعر الصرف ، ثم نستعين بالمنهج التحليلي والقياسي وهذا سيكون عند توضيحنا باستعمال نموذج المربعات الصغرى ذات المرحلتين لدراسة المتغيرات التي يتدخل بها البنك المركزي في اسعار الصرف.

7. صعوبات الدراسة :

لعل من أهم الصعوبات التي واجهت دراستنا هي جمع البيانات ويمكن تلخيصها فيما يلي :

- شح بعض المعطيات في المؤسسات التي لها علاقة بالبيانات الرقمية حول المتغيرات.

8. هيكل الدراسة :

بناء على الإشكاليات والفرضيات السابقة، ولتحقيق الأهداف المرجوة، ونظرا لما تحتوي هذه الدراسة من مواضيع متشعبة، وقصد إعطاء صورة واضحة ومركزة حول الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث فصول وكان مضمون كل فصل كمايلي:

- ✓ الفصل الأول : يستعرض مفاهيم حول البنك المركزي و السياسة النقدية وأدواتها ومدى فعاليتها.
- ✓ الفصل الثاني : حاولنا من خلاله إيضاح أهم الجوانب النظرية لسعر الصرف وتدخلات البنك المركزي.
- ✓ الفصل الثالث : في هذا الفصل تمت فيه الدراسة القياسية باستخدام نموذج DMCO للوصول الى مدى فعالية تدخلات البنك المركزي .

9. الدراسات السابقة :

01.دراسة DAVESEERATTAN بعنوان :

« THE EFFECTIVENESS OF CENTRAL BANK
INTERVENTION IN THE FOREIGN EXCHANGE
MARKETS IN SELECT FLEXIBLE EXCHANGE RATE
COUNTRIES IN THE CARIBBEAN »



حيث تطرق الى دراسة فعالية تدخلات البنك المركزي في جمايكا و ترينيداد وتوباغو حيث كانت نتائج الدراسة :
تدخلات البنك المركزي في جمايكا كانت فعالة في توجيه سعر الصرف و هذه التدخلات لم يكن لها أي
تأثير سلبي على التقلب القصير أو الطويل الأجل ، و أن التدخل عن طريق مبيعات النقد الأجنبي ليس أداة
سياسية مفيدة للحد من التقلب في السوق، سواء من حيث السعر أو السيولة.
أما بالنسبة لترينيداد وتوباغو تدخلات البنك المركزي كانت غير فعالة وذلك راجع إلى طبيعة السوق الغير
متطورة وإحتكار القلة للسوق ، وكذلك أنه هذه التدخلات لم تكن منتظمة .

02. دراسة **Dave Seerattan** بعنوان :

« The Effectiveness of Central Bank Interventions in the Foreign Exchange Market »

حيث قام بدراسة تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف في استراليا واليابان باعتبارها أكبر سوقين تم
فيهما التدخل من قبل البنك المركزي ، وتم إستعمال نموذج VARGARCH حيث تم التوصل إلى :
- التدخل بواسطة أسعار الفائدة كان فعال تماما في اليابان و استراليا بإعتبار أن سعر الفائدة له تأثير مباشر على
أسعار الصرف مما أدى إلى توجيه أسعار الصرف في الاتجاه المطلوب .

03. دراسة **Ilker Domaç and Alfonso Mendoz** بعنوان :

Is there Room for Forex Interventions under Inflation Targeting Framework? Evidence from Mexico and Turkey

تتعلق هذه الدراسة بتدخلات البنك المركزي في توجيه أسعار الصرف ، لاستهداف التضخم في كل من
المكسيك وتركيا و أوضحت نتائج الدراسة التي كانت بواسطة نموذج GARCH أن البنك المركزي تدخل
بواسطة عمليا بيع وشراء العملة الأجنبية وتشير النتائج أن عمليات البيع كانت فعالة في تخفيض التقلب في أسعار
الصرف .

04.دراسة Kulachet Mongkol مجلة الاقتصاد والمالية الدولية العدد 3 (1) سنة 2011

مقالة تحت عنوان :

Is intervention effective after all ?

حيث قام الباحث بعرض نماذج مختلفة للتدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف في العديد من الدول " المكسيك ، الأرجنتين ، اليابان ، بولندا ، تشيلي ، كوريا الجنوبية ، البيرو ، أندونيسيا وتايلند " وكانت النتائج :

التدخل يكون أكثر فعالية في الدول الناشئة عن طريق توازن المحفظة أما بالنسبة للدول المتقدمة سعر الصرف يتأثر بدرجة كبير بسعر الفائدة ، وكذلك النقد الأجنبي له فعالية في توجيه أسعار الصرف في البلدان النامية في الأفق قصيرة الأجل .

الفصل الأول :

الإطار النظري للبنك المركزي

تمهيد

البنك المركزي هو المؤسسة التي تتكفل بإصدار النقود في كل دول العالم وهو المؤسسة التي تترأس النظام النقدي ولذلك فهو يشرف على التسيير النقدي ويتحكم في كل البنوك العاملة في الاقتصاد وهو الملجأ الأخير لمختلف البنوك عند الضرورة في إطار القوانين والتشريعات السائدة أو القائمة في كل دولة.

البنك المركزي هو المؤسسة التي تتكفل بإصدار النقود في كل دول العالم وهو المؤسسة التي تترأس النظام النقدي ولذلك فهو يتمتع بالسيادة والاستقلال ويعتبر نشاطه ذا أهمية بالغة فهو يأتي على رأس النظام المصرفي و يتدخل البنك المركزي ليوجه ويراقب مختلف البنوك التجارية على سبيل تحقيق الأهداف النقدية المرجوة مستخدماً بذلك مجمل السياسات أو الأساليب التي تختلف أهميتها من اقتصاد لآخر و أهمها السياسة النقدية التي تعتبر إحدى الوسائل الهامة للسياسة الاقتصادية التي تعتمدها الدولة ويتم التخطيط لها من قبل البنك المركزي، و تتخذ السياسة النقدية من المعطيات النقدية موضوعاً لتدخلها كهدف تحقيق أغراض اقتصادية مختلفة كتحقيق المعدل الأمثل للنمو الاقتصادي، والعمل على تحقيق الاستقرار النقدي، وتعدد أدوات السياسة و التي تتضمن سعر إعادة الخصم، الاحتياطي القانوني وعمليات السوق المفتوحة ، لقد كان الاعتقاد أن التأثير الفعال على التضخم يكون عن طريق السياسة النقدية التي تؤثر في الأسعار بشكل غير مباشر معتمدة على الاستهدافات الوسيطة مثل الكتلة النقدية وسعر الصرف وسعر الفائدة إلا أنه ومع بداية التسعينات تراجعت الكثير من الدول المتقدمة والنامية عن هذا الاعتقاد حيث انتقلت من التركيز على تلك الاستهدافات إلى التركيز على معدلات التضخم في حد ذاتها كإستهدافات وسيطة وهو ما يعرف بسياسة استهداف التضخم التي تجعل استقرار الأسعار في المدى الطويل هو الهدف النهائي الذي يجب العمل على تحقيقه و هذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل .

المبحث الأول: ماهية البنك المركزي

يعتبر البنك المركزي بمثابة الجهة المسؤولة عن الإشراف على النظام المصرفي ككل ، فقد نشأت هذه البنوك كمرحلة أخيرة من مراحل التطور النقدي ، وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى نشأة البنك المركزي ، تعريف وخصائص وميزانية البنك المركزي.

المطلب الأول: نشأة البنك المركزي

رغم أن البعض من البنوك المركزية قد مر على تأسيسها أكثر من قرنين من الزمن، إلا أن الصيرفة المركزية تعتبر تطورا حديثا، تعود في الأساس إلى القرن التاسع عشر. فقد تأسس بنك ريكس السويدي عام 1868 و بنك إنكلترا عام 1894، إلا أنه لم يمارس مهامه كبنك مركزي يقوم بمهمة الصيرفة المركزية إلا في عام 1844.

وفي الواقع عرفت إنكلترا الصيرفة المركزية عن طريق الصدفعة عندما وجدت البنوك التجارية من الملائم لها تصفية حسابات الصكوك المسحوبة عن طريق المقاصة بواسطة بنك إنكلترا. ويمثل تاريخ بنك إنكلترا تاريخ تطور قواعد وأساليب الصيرفة المركزية. وقد نشأ بنك فرنسا عام 1800. وكان مرتبنا ارتباطا وثيقا بالحكومة منذ من أول تأسيسه. وتأسيس بنك الرايخ الألماني عام 1876 بعد تأسيس الإمبراطورية وتأسس بنك هولندا عام 1814 بعد انهيار بنك أمستردام. وتأسس البنك المركزي النمساوي عام 1878 حتى يعيد الاستقرار إلى النظام النقدي الوطني الذي انهار بسبب الإفراط في إصدار النقود الورقية، وتم تأسيس بنك النرويج و بنك الدنمارك و البنك الوطني البلجيكي و بنك إسبانيا في السنوات 1817، 1818، 1850، 1856 على التوالي. وقد تم تأسيس البنك الحكومي الروسي عام 1860 لدعم التداول النقدية وإدارة قرض الإمبراطورية الروسية.

وتم تأسيس بنك اليابان عام 1882 ليعيد الثقة في نظام عملة البلد، وتم تأسيس بنك إيطاليا عام 1893. أما البنك السويدي فقد أنشأ عام 1907. وفي القرن التاسع عشر تم أيضا إنشاء البنوك المركزية في كل من البرتغال، رومانيا، بلغاريا، صربيا، تركيا، مصر. وكل هذه البنوك تمتعت بإحتكار إصدار العملة الورقية.

وعلى ذلك ففي القرن التاسع عشر تم تأسيس البنوك المركزية في العديد من دول العالم، وبالأخص في أوروبا حيث تم إنشاء بنك مركزي في جميع دول أوروبا ومنح سلطة إصدار النقود الورقية. وبمرور الزمن أصبحت هذه البنوك تقدم المشورة لحكومتها.

ورغم أنه في نهاية القرن التاسع عشر تكاد جميع دول أوروبا لها بنك مركزي، إلا أن دول الشرق ماعدا القليل منها مثل اليابان، مصر خلت من البنوك المركزية. فقد تم إنشاء بنوك الاحتياطي الفدرالي في أمريكا عام 1913 وتأسس بنك كندا في نهاية عام 1934 وبقت دول مهمة في الشرق مثل الهند والصين بدون بنك مركزي. على ذلك إستمر العمل في تأسيس البنوك المركزية خلال القرن العشرين، وتميزت فترة بعد الحرب بظاهرة التأميم وسيطرت على الحياة الاقتصادية داخل المجتمع.

وشاهدت هذه الفترة إضافات واسعة إلى قائمة البنوك المركزية وتوسيع السلطة العامة للبنوك المركزية القديمة. ويعتبر أهم حدث ساعد على إنشاء البنوك المركزية هو الذي قدمه المؤتمر المالي العالمي الذي انعقد في بروكسل عام 1920 ، وقد جاء في التقرير الختامي للمؤتمر القول: على كل الدول التي لم ينشأ فيها بنك مركزي لحد الآن عليها أن تبدأ العمل بإنشاء بنك مركزي فيها بأسرع وقت ممكن، ليس فقط من أجل تحقيق الاستقرار في نظامها النقدي والمصرفي، بل أيضا لتحقيق التعاون الدولي. وقد شاهدت فترة العقود الثلاثة التي أعقبت مؤتمر بروكسل إنشاء البنوك المركزية في أقطار مختلفة من العالم، في خلال الفترة 1921، 1937، باستثناء السنتين 1929، 1930، تم إنشاء بنك أو بنكين في كل سنة وإضافتها إلى قائمة البنوك المركزية.

كما ساعد وجود صندوق النقد الدولي على توسيع حركة إنشاء البنوك المركزية في الدول التي حصلت على استقلالها حديثا في إفريقيا واسيا وأمريكا اللاتينية. فقد أعلنت حكومات هذه الدول أن البنوك المركزية بوسعها التعامل بصيغة أفضل مع الصندوق ومع المشاكل الأخرى المتعلقة بعمليات الصرف الخارجي. وفي الوقت الحاضر تتواجد البنوك المركزية في كل دول العالم ذات السيادة والاستقلال السياسي. وحاليا يوجد في العالم أكثر من 140 بنكا مركزيا، تم إنشاء أكثر من نصفها بعد عام 1940¹.

المطلب الثاني: تعريف البنك المركزي

قدم بعض الاقتصاديين تعاريف مختلفة للبنوك المركزية، ترتبط تلك التعاريف مع الوظائف التي تقوم بها البنوك المركزية ومن أهم التعاريف الشائعة للبنوك المركزية هي:

عرفت فيرا سميث (Vera Smith) البنوك المركزية بأنها "هي النظام المصرفي الذي يوجد فيه مصرف واحد له السلطة الكاملة على إصدار النقد".

¹ ضياء مجيد، "اقتصاديات النقود والبنوك"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005 ص 242، 241.

أما شاو (w.Shaw) فقد ركز على وظيفة البنك المركزي في كيفية التحكم في حجم الائتمان وتنظيمه بتعريفه "البنك هو الذي يتحكم في الائتمان وينظمه".

وعرفه (a.Day) بأنه "الذي ينظم السياسة النقدية ويعمل على إستقرار النظام المصرفي" ويلاحظ بأن داي اهتم بالسياسة النقدية باعتبارها من أهم وظائف البنك المركزي بالأخص الحفاظ على استقرار الجهاز المصرفي.

في حين عرف دي كوك (de Kock) البنك المركزي " هو البنك الذي يقنن ويحدد الهيكل النقدي والمصرفي بحيث يحقق أكبر منفعة للإقتصاد الوطني من خلال قيامه بوظائف متعددة، كتقنين العملة، القيام بإدارة العمليات المالية الخاصة بالحكومة، احتفاظه بالإحتياطات النقدية للبنوك التجارية، وإدارة احتياطات الدولة من العملات الأجنبية، وقيامه بخدمة البنوك التجارية من خلال إعادة خصم الأوراق التجارية، والقيام بالتنظيم والتحكم في الإئتمان بما يتلائم بمتطلبات الإقتصاد الوطني وتحقيق أهداف السياسة النقدية.¹

ومن جهة أخرى يعرف البنك المركزي بأنه مؤسسة مصرفية عامة وحيدة تحتل مركز الصدارة في الجهاز المصرفي ولديه القدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى الأصول النقدية وذلك عن طريق إصدار البنك المركزي للعملة المحلية مقابل احتياطاته من الذهب أو بيعه في الأسواق العالمية وأيضاً القدرة على تحويل الأصول النقدية إلى الأصول الحقيقية وذلك عن طريق شراء الذهب من الأسواق العالمية وأيضاً يعمل على خلق وتسعير النقود وذلك عن طريق إصدار النقد(الخلق المباشر) أو عن طريق منح التسهيلات والقروض للبنوك (الخلق الغير المباشر) ، إذن البنك المركزي يمثل الجهاز المصرفي في البلد ويتولى أمر السياسة الائتمانية والمصرفية في الدول ويشرف على تنفيذها وهو المصرف الذي يتعامل مع الجمهور ويقتصر تعامله مع الحكومات والبنوك .²

وبتعريف آخر هو "المؤسسة المالية التي تقف على قمة الجهاز المصرفي أي مجتمع من المجتمعات، كما تشغل البنوك المركزية مكاناً رئيسياً في الأسواق المالية في العالم، والهدف الرئيسي للبنك ليس تحقيقاً للربح الخاص، كما هو الحال في البنوك التجارية ولكن هدفه تحقيق سلامة وإستقرار النظام النقدي والمصرفي في الدولة، وتطبيق

¹ زكريا الدوري وآخرون " البنوك المركزية والسياسية النقدية"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن 2006 ص.26، 25،

² شقيري نوري موسى وآخرون ، "المؤسسات المالية المحلية والدولية"، دار المسيرة ، الأردن ، 2009 ، ص77 ، 78.

السياسات النقدية والمصرفية والتي تدعم نمو النتائج القومي والعمالة والحد من التضخم ومن ثم تحقيق التقدم الإقتصادي والاجتماعي في المجتمع".¹

ومن خلال ما سبق يمكن تعريف البنك المركزي بأنه يقع على قمة الجهاز المصرفي بحيث يمثل السلطة النقدية في الدول ويعمل على تحقيق الاستقرار الإقتصادي بدلا من الربح.

المطلب الثالث: خصائص البنك المركزي.

هناك عدة خصائص تميز البنك المركزي كمؤسسة نقدية عن غيره من المصارف وهذه الخصائص هي:

1- إن البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة ، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والإشراف عليها من خلال القوانين التي تسنها والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها وتشارك مع الحكومة في رسم السياسة النقدية، وتنفذ هذه السياسة عن طريق التدخل والتوجيه.

2- يحتل مركز الصدارة وقمة الجهاز المصرفي، لكونه يتمتع بسلطة رقابية على البنوك وله القدرة على خلق النقود القانونية دون سواه، وجعل جميع البنوك تستجيب للسياسة النقدية التي يرغب في تنفيذها .

3- لا يتوخى البنك المركزي الربح وإنما وجد لتحقيق الصالح العام للدولة، ولكن إن حصل الربح فيكون ذلك من قبيل الأعمال العارضة وليس الأساسية التي وجد البنك لأجلها وغالبا ما تكون البنوك المركزية مملوكة من قبل الدولة.

4- يتمتع بالقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية وله القدرة للهيمنة على إصدار النقد وعملية الائتمان في الاقتصاد الوطني.

5- يمثل البنك المركزي المؤسسة المحتركة لعملية إصدار النقد، ولم يعد للمصارف التجارية أي دور في الإصدار في جميع دول العالم.

6- هناك بنك مركزي واحد في معظم أقطار العالم بإستثناء الولايات المتحدة الأمريكية حيث يوجد فيها مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية ممثلة بمجلس الإحتياط الفدرالي، الذي يحدد السياسة النقدية

¹ إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون ، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، دار الجامعة، مصر ، 2000، ص 325.

للبلد والتي تلتزم بتنفيذها جميع مصادر الإصدار، ويسري هذا الإصدار على الهند، وكذلك توجد مؤسسة نقد في المملكة العربية السعودية والبحرين.¹

7- البنوك المركزية لها علاقة وثيقة بالبنوك التجارية والمتخصصة تمتلك السلطة والأساليب المختلفة التي تمكنها من التأثير على أنشطة وفعاليات هذه البنوك بهدف تحقيق السياسة الإقتصادية للدولة.²

8- إستقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية بعيدا عن تدخل السلطة التنفيذية، وبما لا يسمح بتسخير السياسة النقدية لتمويل العجز في الميزانية العامة وهو ما يمكن أن يؤدي إلى إرتفاع التضخم كما ترتبط إستقلالية البنك المركزي بطبيعة أهداف السياسة النقدية فبقدر ما تكون متصلة بغرض إستقرار الأسعار بقدر ما تكون مستقلة حيث أن هذا الأخير يعبر عن مدى استقلاليتها وذلك لأن العمل على تحقيق هذه الأهداف يمكن أن يعيق السلطة النقدية في تحقيق هدفها الرئيسي.

المطلب الرابع : وظائف البنك المركزي

يؤدي البنك المركزي وفي أي دولة العديد من الوظائف التي يراها مناسبة حسب حالة الأزمة التي يواجهها أو يخشى الوقوع فيها وعموما تشترك البنوك المركزية في اغلب المهام والأدوار :

(1) الإصدار النقدي :

تتمتع البنوك المركزية و لوحدها بوظيفة إصدار النقود القانونية على شكل عملة ورقية تتفق مع السياسة العامة للدولة ، كما يتولى البنك المركزي وضع خطة الإصدار ومراقبة حجم الكتلة النقدية المتداولة . ولعل ابرز الأسباب التي وجدت للبنك المركزي وظيفه الإصدار تتمثل في تزايد عدد المصارف المؤسسة في كل دولة والتي تتولى الإصدارات النقدية التي شهدت استعمالا موسعا مع التزايد السريع للتجارة وهذا ما أدى إلى ضعف الثقة في الأوراق والشك في مصداقيتها إضافة إلى جملة من الأسباب الأخرى نوجزها في ما يلي :

= إن الأوراق النقدية تمثل العملة الرئيسية المتداولة أي عملة التداول القانوني المعلنة بموجب التشريعي .

² فلاح الحسن الحسني و آخرون ، "إدارة البنوك" ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2008 ، ص27

= أن نقود الودائع و تزايدها من طرف البنوك التجارية فرض على السلطة إيجاد نوع من الرقابة على الائتمان من قبل البنك المركزي .

= كان من الضروري تركيز الإصدار في مصرف واحد يتمتع بدعم الحكومة لكي يعطى لهذه الأوراق قيمة متميزة وقبولاً عاماً بقوة القانون حيث تصبح عملة التداول القانوني بموجب التشريع.

= توحيد النقد شكلاً ومضموناً.

= إن إصدار النقود يمكن و في ظروف ما ان يكون مصدر ربح عظيم ، لذلك ركزت الدولة على ضرورة إصدار الأوراق النقدية في مصرف واحد (البنك المركزي) تفادياً لحدوث تقلبات نقدية تولد أزمة اقتصادية .

= إن إحكام الإصدار يجنب حدوث أو تكرار الأزمات المالية .

● يلجأ البنك المركزي للإصدار عند :

= العجز في النفقات الدولية الاستثمارية أو التشغيلية .

= وجود فائض في ميزان المدفوعات ، حيث أن دخول رؤوس الأموال قصيرة أو طويلة الأجل أو فائض في الميزان التجاري يتطلب إصدار أموال بقدره .

= عند حاجة البنوك إلى سيولة .

= وتتم العملية بتحويل الأصول التي يحصل عليها البنك المركزي من الحكومة أو البنوك التجارية والتي تتمثل في الذهب والعملات الأجنبية إلى وحدات من العملة مساوية لما تم الحصول عليه .¹

(2) بنك الدولة :

وهي من أهم الوظائف التي تقوم بها البنوك المركزية وذلك باعتباره مؤسسة مصرفية تابعة للدولة تقوم بتنفيذ السياسة النقدية والمالية الموضوعة من طرف الحكومة عن طريق إدارته للحسابات المصرفية الخاصة بالهيئات والمشاريع الحكومية ، كما يمكن للبنك المركزي أن يقدم القروض للحكومة عند الحاجة ، إضافة للمعاملات الخاصة بشراء وبيع العملات الأجنبية للدولة وبصفة عامة يعتبر البنك المركزي كوكيل ومستشار مالي للدولة عن طريق :

- تحصيله لشيكات تسديد الضرائب والرسوم

¹ سليمان ناصر، "علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، مكتبة الريام ، ط 1 ، الجزائر ، 2006 ص 98

- تسيير ومتابعة الحساب الجاري للخزينة العامة
- تحقيق التحويلات المطلوبة من المحاسب العام

ويعد بنك إنجلترا أول المصارف التي عملت كوكيل مالي للحكومة ، فوجوده في مدينة لندن سنة 1800 يسري على الحكومة بيع سندات الخزينة وإدارة دين الحكومة بشكل عام ، وهذا ما زاد من شهرة البنك ورغبة المصارف التجارية في الإحتفاظ بودائعها فيه.¹

(3) المسؤول عن الاحتياطات النقدية للمصارف التجارية (بنك البنوك) :

تقوم البنوك المركزية بالإحتفاظ بالإحتياطات النقدية لمختلف البنوك الأخرى على أساس أن تقدم هذه الأخيرة في شكل قروض مقابل خصم ، كما أن ازدياد هذه الاحتياطات يعتبر مقياس لقوة النظام النقدي في دولة وذلك بتوسيع النظام الائتماني والنشاطات الاقتصادية وبعدها عن الأزمات المالية المختلفة حيث تستعمل تلك الإحتياطات النقدية في الظروف الطارئة إضافة إلى ذلك فالزيادة المعتبرة في هذه الإحتياطات تزيد من سيولة النظام المصرفي وتنظيم الائتمان عن طريق التحويل الفوري لمختلف أشكال النقود فيما بينها محققة بذلك التوازن بين الوحدات المالية".²

وهذه المهمة لا يمكن تحقيقها عند عدم توفر البنك المركزي الذي ينظم عمليات المناقصات، وخلق النقود القانونية عند ضرورة تمويل الأرصدة السلبية لمختلف الدوائر النقدية .

(4) القيام على احتياطات الدولة من العملات الأجنبية :

يتدخل البنك المركزي كمراقب و منظم لاحتياطات الدولة من العملات الأجنبية و عمليات التحويل الخارجي ، حيث تمثل العملات الأجنبية وسيلة حمايته للعملة الوطنية من أي مخاطر يمكن أن تتعرض لها إضافة إلى توفير السيولة داخل الاقتصاد الوطني عن طريق تحويلها لعملات وطنية كما تستخدم أيضا في الحفاظ على استقرار أسعار الصرف حيث أصبح يسمى في العديد من البلدان بنك مركزيا للتحويل إذ يحصل على الفائض من العملات في حالة وجود الفائض في الميزان مدفوعات كما يسد العجز في حالة عجز الميزان".³

(5) آخر ملجأ الإقراض :

¹ بخارز يعدل فريدة ، "تقنيات و سياسات التسيير المصرفي" ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2000 ص94

² سليمان ناصر، مرجع سابق ، ص98 .

³ بخارز يعدل فريدة ، مرجع سابق ، ص94 .

لقد رافقت هذه الوظيفة البنوك المركزية منذ ظهورها حيث كانت تعرف سابقا بإسم (إعادة القطع) و التي تطبق فقط على الأوراق التجارية التي تجلب إلى البنك المركزي من قبل البنوك التجارية و بيوت الخصم أو سماسة الأوراق المالية الذين هم بحاجة وقتية للأموال ولا يمكنهم تدعيم موجوداتهم النقدية بأي طريقة أخرى أكثر فائدة من طريقة إعادة قطعها للبنك المركزي و تؤدي البنوك المركزية تلك الوظيفة عندما يلجا إليها للقيام بذلك بشروط وأوضاع معينة ومن الأهداف المعتبرة التي تحققها هذه الوظيفة هي زيادة سيولة ومرونة التنظيم الائتماني ، كما انه توفر الأمان لمختلف المصارف التجارية والمؤسسات المالية وذلك بإحتفاظها بأوراق مقبولة ومضمونة لدى البنك المركزي الذي يضمن مساعدتها و إقراضها عند الحاجة إضافة إلى المحافظة على سيوليتها ومواجهة السحوبات الواقعة على ودائعها . يتضمن البنك المركزي تقديم تسهيلات مالية للمصارف التجارية و مؤسسات الائتمان الأخرى"

6) بنك المقاصة المركزية :

تقوم البنوك المركزية بوظيفة المقاصة و تسوية الفروقات بين المصارف المتعددة عن طريق استخدام الشبكات في تسديد قيمة المعاملات اليومية والسحب على ودائع الأفراد لدى البنوك تجعل بعضها دائنة والأخرى مدينة وتسوى الحسابات في البنك المركزي عن طريق إستخدام الإحتياطيات النقدية الخاصة بالبنوك التجارية والموجودة لديه ، وتتم العملية بسحب البنك المدين شيكا على البنك المركزي بمقاصة حسابات البنوك .¹

وتهدف هذه الخاصية إلى استعمال النقود في العمليات المصرفية ، خصوصا في الأماكن التي يكون فيها البنك المركزي فروع في أماكن متعددة في الدولة وتستعمل هذه الفروع لأغراض التسديدات المحلية . وهي بذلك تقوي عموما النظام المصرفي في البلد.²

7) وظيفة الإشراف و الرقابة على البنوك :

يُعتبر أن البنك المركزي هو القلب النابض للجهاز المصرفي ولهذا أوكلت الدولة له مهمة الإشراف و الرقابة على البنوك وتهدف من خلالها إلى تحسين القدرة الائتمانية للجهاز المصرفي وحماية أموال المودعين ، ويمارس

¹ محمود مجدي شهاب ، "اقتصاديات النقود والمال" ، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية مصر ، 2000 ، ص 218.

² ضياء مجيد ، مرجع سابق ص 256

البنك المركزي عدد من الأساليب تمكنه من إجراء رقابة فعالة على الائتمان من ناحية وعلى وحدات الجهاز المصرفي من جهة أخرى ، ففيما يتصل بالائتمان هناك عدة أساليب للرقابة .¹

المبحث الثاني: إستقلالية البنك المركزي

المطلب الأول: مفهوم استقلالية البنوك المركزية:

يمكن لنا أن نعطي مجموعة من المفاهيم:

• مفهوم 1:

يتمثل في منح البنك المركزي الإستقلال الكامل في إدارة السياسة النقدية، من خلال عزله عن أية ضغوط سياسية من قبل السلطة التنفيذية من ناحية، ومن خلال منحة حرية تصرف كاملة في وضع وتنفيذ سياسة النقدية.²

• مفهوم 2:

إن معنى استقلالية البنوك المركزية لا يعني الانفصال التام بين الحكومة والبنك المركزي، حيث أن البنك المركزي ما هو إلا مؤسسة حكومية تعمل في الإطار المؤسسي للدولة ولكن يجب أن تكون قراراتها وخصوصاً فيما يتعلق بالسياسة النقدية مستقلة وأن تكون السياسة النقدية متسقة إلى حد كبير مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة.³

• مفهوم 3:

ومن جهة أخرى يقصد باستقلالية البنك المركزي استقلاليته كسلطة نقدية عن الحكومة في وضع أهداف السياسة النقدية وتحديد الأدوات المناسبة لتحقيقها، وبمعنى أكثر تحديداً استقلالية في إدارة الكتلة النقدية وتحقيق هدف استقرار قيمة النقد باعتباره الهدف الرئيسي لأية سياسة نقدية يمكن التمييز بين وجهين لاستقلالية البنك المركزي.

1 محمد سعيد انور سلطان ، " ادارة البنوك "، دار الجامعة الجديدة ، الازارطة مصر 2005 ص 11.

2 زينب حسين عوض الله، " إقتصاديات النقود والمال "، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر ، 2007 ص 97.

3 نبيل حشاد، " استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة "، اتحاد المصارف العربية، لبنان 1994 ، ص 87.

- استقلالية في الأهداف: وتعني استقلالية في تحديد أهداف السياسة النقدية.
- استقلالية عملية: وتعني حريته في كيفية بلوغ غايات وضعتها الحكومة نفسها.

ومن خلال التعاريف السالفة الذكر يمكننا استنتاج التعريف التالي:

فالاستقلالية تعني حجم السلطة والحرية المخولة أو الممنوحة للبنك المركزي في رسم و تصور السياسة النقدية، بالتالي فنحن في حاجة إلى أشخاص لإدارة أعمال البنوك المركزية يتمتعون بوضع قانوني مستقل و يعملون من أجل تحقيق المصلحة العامة.¹

المطلب الثاني: أهمية استقلالية البنك المركزي

ساهمت التطورات الإقتصادية والمالية منذ السبعينات من القرن العشرين، وحتى الوقت الحالي في ظهور أهمية إستقلالية البنوك المركزية في العديد من الدول، لذلك فقد منحت لها مسؤوليات تتعدى الإمكانيات المتاحة لها. لذلك كان من الضروري إعطاءها حرية كافية في رسم وصياغة أهدافها، وفي الإعلان عن وجهة نظر صريحة في الأوضاع السائدة وفي النقد، وفي التعليق على السياسات والأهداف الحكومية العامة.

وترجع أهمية إستقلالية البنك المركزي إلى أن إستقرار المستوى العام للأسعار يمثل الهدف الأساسي لها. وترجع أهمية هذا الأخير إلى تحديده مدى التزام البنك المركزي بتحقيق استقرار الأسعار حتى في ظل قيود أقل على منح التسهيلات الائتمانية للحكومة. ويتفق ذلك على ما يراه البعض بأن القيود القانونية على منح التسهيلات الائتمانية للحكومة تصبح غير فاعلة إذا لم يتبع البنك المركزي باستقلاله الفعلي من الناحية العملية.

ويدعم هذا الموقف ما صرح به محافظ البنك المركزي الهندي قائلاً أنه: "قد لا تتمتع البنوك المركزية بإستقلالية كبيرة من الحكومة، ومع ذلك تستطيع أن تنجح في تحقيق استقرار الأسعار، إذا ما كانت تلك البنوك ملتزمة بتحقيق هذا الهدف بمفرده".، لذلك فاستقرار الأسعار أضحي هدفا تطمح الدول إلى تحقيقه في الأمد الطويل.

وبناء على ذلك فإن كفاءة البنك المركزي في إدارته للسياسة النقدية تقاس بمدى نجاحه في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، والتي يعبر عنها بتسجيل معدلات منخفضة للتضخم، وهو ما يتوافق مع

¹ رجب حسين، "الاقتصاد المصرفي"، دار بقاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 120.

اتجاه عدد كبير من البنوك المركزية في العالم نحو تبني إستهداف التضخم كمحور للسياسة النقدية . وينبغي أن يفهم أن استقلالية البنك المركزي تضمن تحقيق الإستقرار النقدي وبالتالي إستقرار الأسعار، فالتضخم ظاهرة إقتصادية كلية لها عدد من الأسباب التي لا يمكن اقتصارها على السياسة النقدية، ومع التسليم أن التضخم يعد -بشكل رئيسي - ظاهرة نقدية في الدول المتقدمة، إلا أن الأمر يختلف في حالة الدول النامية.

إن معظم حكومات الدول النامية تلعب دورا هاما في التأثير على الجهاز المصرفي، خاصة فيما يتعلق بتحديد أسعار الفائدة وصياغة السياسة الائتمانية والنقدية والاقتراض المتزايد من بنوكها المركزية بهدف تمويل الإنفاق العام ومواجهة عجز الموازنة العامة، وهو ما يؤثر على الموارد المتاحة للأجهزة المصرفية ويرفع من معدلات التضخم التي يقابلها إرتفاع أسعار الفائدة، وهو أمر يساهم في عزوف أفراد المجتمع عن إيداع أموالهم في المصارف وإلى عدم إستقرار النظام الإقتصادي هذا ما يفقد بنوكها المركزية درجة كبيرة من الإستقلالية، ويؤكد مسؤوليتها بشكل كبير عن إرتفاع معدلات التضخم في تلك الدول.

أدت تلك النتائج إلى المطالبة بضرورة منح البنوك المركزية درجة أكبر من الإستقلالية ، تكفل وجود سياسة نقدية فاعلة في مجال التحكم في المعروض النقدي لتحقيق درجة عالية من النمو الإقتصادي، لذلك يتعين عليها- حكومات الدول النامية -دعم استقلالية بنوكها المركزية وذلك من خلال:

- إسهام البنوك المركزية في تحقيق عملية التنمية بمفهوم وأسلوب متطورين.
- تحرير الأسواق المالية وعولمتها في ظل الدور المتزايد للمؤسسات الاقتصادية.

تجدر الإشارة هنا، أنه يجب أن لا نفهم أن استقلالية البنك المركزي تضمن نهائيا تحقيق الاستقرار النقدي، والذي يكون سببا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال سعيها إلى المحافظة على استقرار الأسعار، ذلك أن التضخم في حقيقة الأمر ظاهرة نقدية اقتصادية كلية متعددة الأسباب خاصة في الدول النامية، أن تحديد مسار التضخم فيها يكون من خلال عدة عوامل هيكلية، مالية ونقدية¹.

المطلب الثالث: أنواع استقلالية البنك المركزي

يتعين التمييز بين الإستقلالية في تحديد الأهداف و الإستقلالية في تحديد الأدوات.

¹ عجلان صباح، "استقلالية البنك المركزي ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي" دراسة حالة بنك الجزائر خلال (2007-1997)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2008، ص65.

فالبنك المركزي يتمتع بإستقلال في تحديد الأهداف إن لم يكن هناك تحديد دقيق أهدافه وأهداف

السياسة النقدية. وتصل هذه الحرية أقصاها- نظريا على الأقل- إذا ما خول للبنك المركزي سلطة إدارة السياسة النقدية بشكل جيد دون أي تحديد آخر، فيتمتع البنك المركزي من ثم بسلطة مطلقة في تحديد أهدافه. على النقيض الآخر، لا يتمتع البنك المركزي بأية إستقلالية في تحديد أهدافه، إذا ما كانت مهمة البنك المركزي في تحقيق إستقرار الأسعار غير مرتبطة بأهداف رقمية، فإنه يتمتع بحرية أكبر في تحديد أهدافه.

أما من حيث الاستقلالية في تحديد الأدوات فإن البنك المركزي يعتبر مستقلا إذا ما كانت له السلطة وحرية التصرف الكاملة في وضع وتنفيذ السياسة النقدية التي يراها مناسبة ولازمة لتحقيق أهدافه. يعتبر البنك المركزي مستقلا إذا ما كان ملتزما بقاعدة نقدية محددة، أو ما إذا كان ملتزما بتمويل عجز الميزانية.¹

فلكي تكون البنوك المركزية فعالة فإنها يجب أن تتمتع بالاستقلالية في أربع نواع:

- 1- **الاستقلال الإشرافي** : يكون حاسم في إنفاذ القواعد، و فرض الجزاءات و إدارة الأزمات بوضع قوانين تحمي المشرفين أثناء مزاولتهم لمسؤولياتهم حتى لا يمكن مقاضاتهم شخصا عما يقومون من إجراءات، وهو ما قد يصيب عملية الإشراف بالشلل كما أن دفع مرتبات ملائمة يساعد البنوك المركزية على جذب الموظفين الأكفاء والاحتفاظ بهم ويحبط قبول الرشوة، هذا ما يزيد من منح المشرفين السلطة الكاملة لمنح وسحب التراخيص ووضع كل القواعد الملائمة لها.
- 2- **الاستقلال المؤسسي** : يتضمن ترتيبات واضحة لتعيين وفصل كبار الموظفين، وتحديد هيكل التنظيم والإدارة في البنك المركزي، ودوار ومسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة والشفافية في عملية إتخاذ القرار.
- 3- **استقلال الموازنة** : مطلوب حتى تكون لدى البنك المركزي حرية تقرير وتعيين الموظفين وتدريبهم وما يحتاجه لدفع مكافآتهم.

ومنه فإستقلالية البنك المركزي تعمل على تحقيق أهداف السياسة النقدية وبالتالي منح السلطة النقدية الإمتياز عن السلطة السياسية، فالسلطة النقدية المستقلة تعمل على منح الإحصاءات والتقارير المالية والنقدية للجمهور بمنطق الشفافية من أجل إنضباط النظام في رسم السياسة النقدية وفي تطبيقها.¹

¹ زينب حسين عوض الله، مرجع سابق،، ص 228 ، 229

المطلب الرابع: معايير قياس درجة استقلالية البنك المركزي

تستخدم عدة مؤشرات لقياس درجة إستقلالية البنك المركزي تدور حول المعايير التالية:

- 1- طول مدة تعيين المحافظ ومدى قابليتها للتجديد.
- 2- الجهة التي تقوم بتعيين المحافظ (مجلس البنك المركزي، هيئة مشتركة بين مجلس البنك والحكومة والبرلمان، البرلمان، الحكومة، عضو في الحكومة)
- 3- إمكانية إقصاء المحافظ.
- 4- مدى إمكانية ممارسة المحافظ لمهام أخرى والجهة المخولة لها إصدار الإذن بذلك.
- 5- مدى انفراد البنك المركزي بصياغة السياسة النقدية (وحده، المشاركة مع الحكومة، مستشار)
- 6- الجهة المخولة بحل التعارض في مجال السياسة النقدية.
- 7- مدى مساهمة البنك المركزي في إعداد الموازنة العامة.
- 8- أهداف البنك المركزي (هدف وحيد: استقرار الأسعار، استقرار الأسعار مع أهداف أخرى منسجمة مع إستقرار النظام المصرفي، إستقرار الأسعار مع أهداف متعارضة مثل العمالة الكاملة).
- 9- مدى إمكانية منح قروض للخزينة العامة (للحكومة).
- 10- طبيعة القروض إلى يمكن منحها وشروطها.
- 11- حدود الإقراض الممكن منحه وشروطه.²

¹ بحوصي مجدوب ، "اسaتقلالية البنك المركزي" ، بين قانون 10/90 والأمر 10/03 ، الملئقى الوطنى حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية ، المركز الجامعي بشار ، الجزائر 24-25 أبريل 2006 ، ص 6.

² قدي عبد المجيد ، مرجع سابق ، ص 96 ، 97 .

المبحث الثالث : فعالية تدخلات البنك المركزي في تحقيق السياسة النقدية

المطلب الأول: تعريف السياسة النقدية:

تعددت التعاريف للسياسة النقدية فقد عرفها الاقتصادي (G.L Bash) على أنها « ما تقوم به الحكومة من عمل يؤثر بصورة فعالة في حجم وتركيب الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع غير المصرفي سواء كانت عملة أو ودائع أو سندات حكومية » كما عرفت السياسة النقدية بأنها « العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية ».

وتعرف السياسة النقدية أيضا بأنها « تلك السياسة التي لها التأثير على الاقتصاد بواسطة النقود والتي تستعمل العلاقة : النقود - الدخل » .

وهناك تعريف شامل للسياسة النقدية الذي قدمه الاقتصادي Einzig وهو « أن السياسة النقدية تشمل جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي » .¹

ومن خلال التعاريف السابقة فإن أي تعريف شامل وكاف للسياسة النقدية لابد أن يضم مجموعة من

العناصر الهامة وهي :

- 1- الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطات النقدية .
- 2- تستعمل الإجراءات للتأثير على المتغيرات النقدية وبالتأثير في سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية.
- 3- تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحددها السلطات النقدية.

وسنقوم بتحليل هذه العناصر كما يلي :

- 1- إن السياسة النقدية تختلف عن النظرية النقدية، فالأولى تعني مجموعة الإجراءات والتدابير العملية التي تقوم بها السلطات النقدية المتمثلة عادة في البنك المركزي لحل مشاكل اقتصادية قائمة أو الحماية ضد وقوع مشاكل محتملة، في حين أن النظرية النقدية تهتم بمحاولة تفسير تلك الظواهر

¹ معجم العلوم الاجتماعية، إعداد نخبة من الأساتذة العرب المختصين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1975، ص. 327، 328 .

الإقتصادية، وتبيان طرق معالجتها، فهي تنظر إلى المشكلة الإقتصادية نظرة علمية مجردة، وفي ظروف معينة، فتوصي مما ينبغي أن يكون عليه النظام الاقتصادي.

2- إن وسائل العمل للسلطات النقدية تستطيع أن تؤدي إما إلى رقابة مباشرة من طرف السلطات للمتغيرات النقدية (القرض، الصرف، معدل الفائدة)، وإما إلى تدخلات في سوق الأموال بهدف التأثير في سلوك خلق النقود لمؤسسات القرض (عرض النقود) وسلوك الأعوان غير الماليين من ناحية التمويل وحيازة السيولة .

3- إن السياسة النقدية تعمل على تحقيق أهداف ويجب التفرقة بين أهداف وسيطة للسياسة النقدية وأهداف نهائية، فالأهداف الوسيطة هي المتغيرات النقدية المراقبة من السلطات النقدية والمربطة بشكل كاف مستقر ومقدر بالأهداف النهائية مثل معيار النمو السنوي للكتلة النقدية، أما الأهداف النهائية التي تتأثر فعليا بالمتغيرات النقدية ونميز بين أهداف نهائية للتوازن الداخلي مثل مكافحة التضخم، ومعدل نمو عال، وأهداف نهائية للتوازن الخارجي مثل: إستقرار سعر صرف العملة الوطنية .²

المطلب الثاني : أدوات السياسة النقدية وفعاليتها

1 / سياسة إعادة الخصم :

أ- تعريف سياسة الخصم :

ويعرف سعر إعادة الخصم على أنه السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي نظير إعادة خصم الأوراق التجارية والأذونات الحكومية للبنوك التجارية وهو أيضاً يمثل سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي من البنوك التجارية نظير تقديم القروض لها.³

² عطية عبد الواحد، "دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية"، التوزيع العادل للدخول في التنمية الاجتماعية، ضبط التضخم، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 16 .

³ كامل البكري وآخرون، "مبادئ الاقتصاد الكلي". الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص. 210.

وتعتبر سياسة إعادة الخصم من أقدم وسائل السياسة النقدية المنتهجة من قبل البنوك المركزية, فقد شاع استخدامها في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين غير أنها أصبحت قليلة الأهمية في العصر الحالي.

ولا يتم تحديد هذا السعر بناءً على عرض كمية الأوراق التجارية المقدمة للخصم أو الطلب على السيولة بل يتحدد من طرف البنك المركزي حسب السياسة المراد تطبيقها من أجل التأثير على السوق النقدية وعلى قدرة البنوك التجارية في خلق الائتمان.¹

ب- فعالية سياسة سعر الخصم :

فعالية أداة سعر الخصم لا يمكن أن تظهر إلا في غياب مصادر أخرى للسيولة والائتمان من غير البنك المركزي, ففي حالة وجود إحتياطات نقدية لدى المشروعات (التمويل الذاتي), أو أنها تحصلت على قروض أجنبية فالرفع من سعر الخصم لا يكون له تأثير على مقدرة السوق النقدية في تقديم القروض وزيادة حجم الائتمان نظراً للزيادة الحاصلة في عرض النقود.

كما أن رفع سعر الخصم من طرف البنك المركزي لا يمكن أن يؤثر على التوسع في منح الائتمان من طرف البنوك التجارية مادام أن أصحاب المشروعات مستعدة للإقتراض والبنك التجاري يدرك بأن أصحاب المشروعات هم الذين يتحملون الزيادة المفروضة في سعر الخصم, واستمرارهم في الطلب على الائتمان بالرغم من ارتفاع أسعار الفائدة, يعود إلى إمكانية تعويض ذلك من خلال رفع الإنتاجية أو أسعار السلع.

حتى في الفترات التي تشهد انكماشاً والتي يخفض فيها البنك المركزي من سعر الخصم من أجل التوسع في منح القروض فإنه يمكنه أن لا ينجح في ذلك إذا رأى أصحاب المشاريع أن طلب السيولة لا يعود عليهم بعائد كبير.

¹ صبحي تادرس قريصة، "النقود والبنوك". دار النهضة العربية، بيروت، 1984، ص.163.

وعليه يتوقف نجاح سياسة سعر الخصم في التأثير على حجم الائتمان على عوامل كثيرة أهمها :

- مدى إتساع سوق النقد وخاصة سوق الخصم
 - مدى أهمية سعر الفائدة بالنسبة للمقترضين والتي ترتبط بأوجه الأنشطة الاقتصادية فمثلاً في عمليات المضاربة نجد رجال الأعمال يقترضون ولو بأسعار مرتفعة مما يضعف أهمية سعر الفائدة المدفوعة للحصول على الائتمان وبالتالي يضعف أثر رفع سعر الخصم في التقليل من الائتمان.¹
 - مدى اعتماد البنوك الخارجية على البنك المركزي في الحصول على موارد نقدية إضافية .
- وبهذا تعتبر سياسة سعر الخصم وسيلة للتأثير في أسعار الفائدة وفي حجم القروض واتجاهات السوق النقدية وبالرغم من هذا تعتبر أداة ذات فعالية ضعيفة, عندما تكون تغيرات سعر الخصم ضئيلة وبالتالي يكون تأثيرها على قروض البنوك ضعيف أو منعدم عندما لا تكون البنوك التجارية في حاجة إلى الاقتراض أي توفر الأموال لديها.²

2/ سياسة السوق المفتوحة :

أ- تعريف سياسة السوق المفتوحة :

يقصد بسياسة السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية ببيع وشراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة والسندات الحكومية بصورة خاصة بهدف التأثير على الائتمان، وعرض النقود حسب الظروف الاقتصادية السائدة، وهي من أهم أدوات السياسة النقدية في الأنظمة الرأسمالية وكان أول من استخدم هذه السياسة هو بنك إنكلترا كوسيلة إضافية بهدف جعل معدل إعادة الخصم فعالاً سنة 1931، وكانت تستعمل باعتبارها مجرد وسيلة تدعيمية بهدف جعل أسعار خصم البنوك المركزية أكثر فاعلية، وبمرور الزمن أصبح تطبيق هذه العمليات الطريقة الرئيسية للسيطرة على الائتمان، وفي بعض الأحيان تستعمل كأداة مستقلة.

عندما يرغب البنك المركزي في علاج التضخم يتدخل في السوق النقدية عارضاً أو بائعاً للأوراق المالية (كأذون الخزانة)، وذلك بهدف امتصاص قيمتها النقدية، وتكون في المقابل البنوك التجارية هي المشتري لهذه الأوراق، وبالتالي تنخفض سيولتها، ومقدرتها الاقراضية إذا كان غرض البنك المركزي هو تقييد الائتمان ومحاربة

¹ صبحي تادرس قرينة. مرجع سابق ، ص.163

² كامل البكري وآخرون، مرجع سابق ، ص.210

التضخم، وعندما يقوم البنك المركزي بشراء هذه الأصول التي تعرضها البنوك التجارية، فتحصل على مقابلها نقودا مما يرفع من سيولتها وهو ما يزيد من مقدرتها الاقراضية إذا كانت رغبة البنك المركزي هي التوسع في الائتمان.¹

ب- فعالية عمليات السوق المفتوحة :

إن فعالية ونجاح عمليات السوق المفتوحة تتحقق بتلاقي إرادتي البنك المركزي من جهة والبنوك التجارية والمشروعات من جهة أخرى, إذ أن توجه البنك المركزي إلى عمليات السوق المفتوحة لتوسيع الائتمان قد لا يجد صداه لدى المستثمرين حتى في حالة إتباع البنوك التجارية سياسة إقراض سهلة وهو ما حصل في إنجلترا بين 1932 و 1933 والعكس صحيح.²

ومن هنا يمكن القول بأن إرادة البنك المركزي بمفردها لا تكفي لتحقيق هذا النجاح بل أن ذلك يتوقف بالقدر الأكبر على حجم وطبيعة السوق النقدية والمالية فيجب أن يكون هذا السوق شاملاً , وتتوفر فيه كميات كافية من الأوراق المالية والتجارية والتي يمكن تداولها في هذا السوق.

3/ سياسة الاحتياطي الإجباري :

تعتبر نسبة الاحتياطي النقدي من الأدوات المستخدمة للرقابة على الائتمان الذي يؤثر في عرض النقود, وهي النسبة التي يفرضها البنك المركزي على ودائع البنوك التجارية والتي تقتطع ويحتفظ بها لدى البنك المركزي.

وقد كان الغرض في بداية الأمر من تقدير هذه النسبة ضمان سيولة البنك وحماية حقوق المودعين, وكانت الولايات المتحدة الأمريكية أول من استعمل هذه التقنية سنة 1913 لتأمين طلبات السحب من المودعين ثم أصبحت فيما بعد وسيلة لمراقبة وتعديل سيولة البنوك.

ب/ فعالية سياسة الاحتياطي الإجباري :

تعتبر هذه الأداة ذات تأثير سريع المفعول على احتياطي البنوك التجارية مقارنة بالأدوات الأخرى، حيث أن تأثيرها يشمل كل البنوك التجارية سواء الصغيرة أو الكبيرة إذ يخضع الكل للنسب المحددة من طرف البنك المركزي بغض النظر عن حجم ودائعها.

¹ باري سيجل ، "النقود و البنوك و الاقتصاد"، ترجمة طه عبد الله منصور و آخرون ، دار المريخ 1984 للنشر ، الرياض ، 1987 ، ص 250 .

² ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق ص.268 .

كما أن عملية تغيير معدل الاحتياطي ليست سوى خلق تقلبات موازية في السوق النقدية, إذ يمكن أن لا يكون لهذه الوسيلة النتيجة المنتظرة, حيث أن البنوك التجارية في البلاد المختلفة عادة ما تحتفظ باحتياطات فائضة كبيرة ومن ثمة فإن رفع نسبة الاحتياطي القانوني ما لم يكن كبيراً جداً, لن يخفض النسبة الفعلية للأرصدة النقدية إلى الودائع دون الحد الأدنى الذي يشترطه القانون وبالتالي لن يؤثر في عمليات الأقراص, وهو ما يستدعي القول بأن وسيلة الاحتياطي الإجباري يجب استعمالها بجانب وسائل أخرى مكملية.

ورغم هذا فإن نسبة الاحتياطي القانوني تعتبر من أنجح أدوات السياسة النقدية في البلدان النامية وخاصة في الوطن العربي نظراً لضيق حجم السوق المالي ما يجعل تأثير معدل إعادة الخصم أو عمليات السوق المفتوحة أقل أثر من تأثير نسبة الاحتياطي القانوني.¹

- بالإضافة إلى الأدوات السابقة توجد وسائل أخرى يتبعها البنك المركزي للحد من حرية المؤسسات المالية في ممارسة بعض النشاطات كمّا وكيفاً, وهي مستعملة بكثرة نظراً للاعتقاد بأن التدخلات في السوق لا تسمح بتحقيق الأهداف الموجودة, ومن الأدوات المباشرة الأكثر استعمالاً نجد:

1/ سياسة تأطير القروض :

تستخدم هذه الأداة في الفترة التي تتميز بالتضخم وارتفاع الأسعار وعندما يكون ميزان المدفوعات في حالة عجز.

ففي الإتجاهات التضخمية تضع الدولة عن طريق البنك المركزي سياسة تأطيرية إجبارية للقروض بحيث تقدر السلطات النقدية الحد الأعلى لمبالغ القروض التي يمكن أن تمنحها البنوك للزبائن أو تقوم بتحديد معدل سنوي لتزايد القروض, وهكذا من سنة لأخرى يجب ألا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة النسبة المعينة التي حددتها السلطات النقدية, وفي حالة تجاوزها من بنك أو بعض البنوك تطبق عليها عقوبات كأن تكلفها إحتياجاتها من النقود المركزية كثيراً.

2/ السياسة الإنتقائية للقروض :

¹ باري سيجل, نفس المرجع, ص.420.

وتستخدم هذه السياسة لتجنب مساوئ السياسة الشمولية في مراقبة منح الائتمان, لأنه عندما تتبع السلطات النقدية السياسة القرضية الشمولية ينتج عن ذلك توقف في زيادة الائتمان لكل القطاعات الاقتصادية. لذا ينتهج البنك المركزي سياسة انتقائية تجعل قراراته تتعلق فقط ببعض القطاعات التي يعتبرها أكثر مردودية للاقتصاد الوطني فيقوم بتوجيه القروض إليها, بحيث تكون قراراته كفيلة بإعطاء كل التسهيلات في منح القروض إلى هذه القطاعات.

فالهدف الأساسي من استعمال السياسة القرضية الانتقائية هو التأثير على توجيه القروض نحو القطاعات الاقتصادية و الاستخدامات المرغوبة, ويمكن أن تأخذ هذه السياسة عدة أشكال منها:¹

- إقرار معدل خصم مفضل
- إمكانية إعادة خصم الأوراق التي تتوفر فيها الشروط الضرورية لهذه العملية
- إعادة خصم الأوراق فوق مستوى السقف
- تغيير مدة إستحقاق القروض ومعدل فوائدها.

3/ وضع حد أقصى لسعر الفائدة :

قد تتنافس البنوك التجارية بغرض زيادة ودائع العملاء فتمنح الفوائد على الودائع الجارية مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة ارتفاعاً كبيراً ، ولذا فإن البنك المركزي قد يضع حداً أعلى للفوائد التي تمنح على الودائع الجارية لا يجب على البنوك التجارية أن تتخطاه وهذا الحد يكون قابلاً للتغيير حسب الظروف الاقتصادية، فينخفض في حالة الرواج ويرتفع في حالة الكساد.²

المطلب الثالث : سياسة استهداف التضخم

ورد العديد من التعاريف لهذا المصطلح، ونقتصر على سرد أهمها فيما يأتي:

يقترح Leiderman et Svensson تعريفاً واسعاً لسياسة استهداف التضخم اعتماداً على

خبرات كل من نيوزيلندا وكندا وفنلندا وإنجلترا:

¹ فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي " توزيع المداخل النقد والائتمان". دار الحداثة، بيروت، 1987، ص.ص. 421. 422

² عبد النعيم مبارك، نعمة الله نجيب، محمود يونس، " مقدمة في اقتصاديات النقود والصرافة والسياسات النقدية".الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999، ص.ص. 217.

"إن إستهداف التضخم هو عبارة عن نظام يتميز بتوافر هدف صريح كمي رقمي لمعدل التضخم من خلال تحديد: المؤشر، والمستوى المستهدف، ومجال التغيير، والأفق الزمني، وتعريف الحالات الممكنة التي تسمح للسلطات النقدية بتغيير الهدف و عدم وجود أهداف وسيطة مثل استهداف المجمعات النقدية أو سعر الصرف. ويعرف Eser Turar سياسة إستهداف التضخم بأنها "نظام للسياسة النقدية يتميز بالإعلان العام عن الهدف الرسمي كمجالات أو هدف كمي رقمي لمعدل التضخم لفترة زمنية واحدة أو أكثر من الإعلان الظاهر بأن تحقيق إستقرار في المدى الطويل هو الهدف الأول للسياسة النقدية.

ويشير Masson, Savastano et Sharma الى أربع ركائز لسياسة استهداف التضخم :

- 1- استهداف التضخم يقوم على أساس تعريف معدل التضخم المستهدف بشكل معلن وصريح.
- 2- بيان واضح لا لبس فيه حول طبيعة الأهداف الرئيسية التي تؤدي إلى استقرار معدلات التضخم.
- 3- منهجية التنبؤ بالتضخم تتمثل في استخدام أي من المعلومات المتوفرة حول التضخم المستقبلي.
- 4- تنفيذ الإجراءات الاستشرافية بهدف تسيير الأدوات القيادية، التي تعتمد على تقييم المعدلات المتوقعة مقارنة بالهدف المرسوم مسبقاً .

وفي تعريف آخر فإن استهداف التضخم هو إطار للسياسة النقدية يستطيع البنك المركزي من خلاله ضمان انخفاض معدلات التضخم.

ويتمثل الاستهداف في تحديد معدل أو مجال للتضخم تعمل السلطات النقدية على تحقيقه في غضون الفترة المحددة مسبقاً. ويتيح هذا الإجراء إعلان توقعات التضخم في وقت مبكر، وكذا رسم التدابير اللازمة للسيطرة على الأسعار.

وعموماً، يتطلب إستهداف التضخم من البنك المركزي حداً أدنى من الإستقلال وإنشاء نظام ملائم للتحليل والتنبؤ.

وفي الأخير يمكن القول : لتطبيق سياسة استهداف التضخم بنجاح، يجب توافر جملة من الشروط

المسبقة، تتمثل في:

- توافر درجة كبيرة من الاستقلالية للبنك المركزي إزاء الضغوط أو تأثيرات السياسة المالية.
- توافر الظروف التي تتيح المرونة في أسعار الفائدة ونظام سعر الصرف،
- وجود أسواق مالية متطورة.

- انخفاض الآثار والعوامل التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي وتضمن توافر جهاز مصرفي قوي وسليم.
- أضف إلى ذلك توافر المقدرات التحليلية والبنية التحتية للبيانات، وذلك من خلال توافر نظم بديلة للسلطات من الوسائل والنماذج القياسية المتطورة لإعداد تنبؤات دقيقة للتضخم.¹

المطلب الرابع : فعالية تدخلات البنك المركزي لتحقيق السياسة النقدية

تكمن فعالية تدخلات البنك المركزي لتحقيق السياسة النقدية وفق نوع الازمة و تأخذ ثلاث اتجاهات :

أ- السياسة النقدية التقييدية (الاتجاه الانكماشى) :

يتبع البنك المركزي سياسة نقدية تقييدية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار (وبالتالي محاربة التضخم).

ب- السياسة النقدية التوسعية (الاتجاه التوسعي) :

عكس الحالة الأولى، يلجأ البنك المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي الى زيادة الإنتاج والتقليص من حدة البطالة.

ج- الاتجاه المتعلق بالسياسة النقدية للدول النامية :

هناك إتجاه آخر للسياسة النقدية خاص بالدول النامية، فهذه الدول تعتمد إما على الزراعة الموسمية أو على محصول واحد وتصدير المواد الأولية إلى الخارج، وعليه يقوم البنك المركزي بزيادة حجم وسائل الدفع عند مرحلة بدء الزراعة وتمويل المحصول، ويقلص من حجمها عند مرحلة بيع المحصول، وهذا لحصر آثار التضخم.²

¹ شوقي جباري ، حمزة العوادي جامعة ام البواقي مقال ، "سياسة استهداف التضخم كإطار لاداء السياسة النقدية" 2014 . ص70 ،

² مصطفى رشدي شحبة ، "الاقتصاد النقدي والمصرفي" . الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بيروت، 1981، ص.190.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل نجد أن البنك المركزي هو العمود الفقري للقطاع المصرفي .

حيث يلعب دورا هاما في النشاط الاقتصادي لأي بلد ، ويعتبر أيضا الركيزة الأساسية للجهاز المصرفي بما أنه يقع على أعلى هرمه وبذلك يلعب دور القائد في هذا الجهاز .

شهدت البنوك المركزية منذ نشأتها وحتى الوقت الراهن العديد من التطورات وخصوصا في ظل التطورات الاقتصادية والمالية التي شهدتها العالم. وقد أدت تلك التطورات إلى زيادة وظائف البنوك المركزية، فبعد أن كانت الوظيفة الرئيسية لها وقت إنشائها هي إصدار النقد بالإضافة إلى تقديم القروض للحكومات، أصبحت تقوم الآن بالعديد من الوظائف مثل إصدار النقد وبنك البنوك وبنك الحكومة، الرقابة على الائتمان.

أدت التطورات الاقتصادية والمالية إلى ظهور أهمية استقلالية البنوك المركزية في بعض الدول، لذا فإن الهدف الرئيسي لاستقلالية البنوك المركزية يتمثل في استقلالية البنوك المركزية في إدارة السياسة النقدية بحيث تكون أكثر فعالية وتعمل على المحافظة على استقرار المستوى العام للأسعار و ذلك من خلال تطبيق سياسة استهداف التضخم بنجاح في إطار للسياسة النقدية اذ يستطيع البنك من خلاله ضمان انخفاض معدلات التضخم .

ويعتبر المحافظة على استقرار الأسعار من أهم الأدوار التي يلعبها البنك المركزي، والذي يرتبط بهدف تحقيق استقرار أسعار الصرف من خلال تدخله في سوق الصرف وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني :

أنظمة سعر الصرف وتدخلات البنك المركزي

تمهيد :

تكمن أهم الاختلافات بين التبادل الدولي و التبادل المحلي، في أن تسوية التبادل الدولي تتم بالعملات الأجنبية ، في حين تتم تسوية التبادل المحلي بالعملة المحلية ، ومن شأن التباين في أنواع العملات المستخدمة ، أن يقود إلى بروز مشكلة نقدية لدى الدول المختلفة ، سببها كيفية قياس هذه القيم النقدية ، وكيف تتم معادلتها و من ثم تسويتها

من هنا تبرز أهمية دراسة الصرف الأجنبي ، وذلك لمعالجة المسائل المتعلقة بتعدد العملات و مدى قبولها عالميا ، و بالتالي تحويلها فيما بينها في ظل المعاملات الإقتصادية المالية و التجارية التي تجرى بين مختلف دول العالم ، ويسمى الوسيط الذي يتم عن طريقه بيع و شراء العملات الأجنبية بسوق الصرف الأجنبي ، وبالتالى يعتبر سعر الصرف بالغ الأهمية لأي اقتصاد كان ، كونه يؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية كتأثيره على نظام الأسعار في الاقتصاد ، و على حجم التجارة الخارجية ، و بالتالى ميزان المدفوعات .

ومنه يمكن النظر الى سعر الصرف على أنه المرآة التي تعكس المركز التجاري لدولة ما مع العالم الخارجي، اذ تعد أسعار الصرف أداة لربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي .

وقد تشهد أنظمة الصرف عدة تقلبات و أزمات مما يستدعي تدخل البنك المركزي لتوجيه أسعار الصرف إلى الأهداف المرغوب فيها والقضاء على الأزمات .

المبحث الأول : ماهية سعر الصرف

المطلب الأول : تعريف سعر الصرف واهم صيغته.

إنه من الواضح أنه لتحويل عملة بعملة أخرى يقتضي وجود نسبة مبادلة هذه العملة بتلك، فإحدى العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى ثمنها لها ، إذن :

- سعر الصرف يعبر عن عدد الوحدات النقدية التي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية.¹
- كما يعرف أيضا على أنه عدد الوحدات التي يجب دفعها من عملة محلية للحصول على عملة أجنبية، وأيضا يعرف بطريقة عكسية على أنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة من العملة المحلية²

● ويعتبرها الاقتصادي: " حمدي عبد العظيم" أنها بمثابة سلعة كغيرها من السلع يتم تبادلها على الدول المصدرة لهذه العملات ، وتعبّر عن ثمنها بوحدة من العملة الوطنية. إذن سعر الصرف يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات، فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على تخصيص الموارد بين القطاعات الاقتصادية، على ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية .

- حيث تتخذ أسعار الصرف عدة أشكال نذكر منها:

أولا-سعر الصرف الاسمي : " هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد أخرى، يتم تبادل العملات أو عمليات شراء وبيع العملة حسب أسعارها بين بعضها البعض، وسعر الصرف الاسمي هو محدد رئيسي للثمن المحلي للعملة الأجنبية، ولكن ليس المحدد الوحيد ، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي لعملة ما تبعا للطلب والعرض عليها في سوق الصرف لحظة زمنية معينة، ولهذا يمكن لسعر الصرف أن يتقلب تبعا لتغير العرض والطلب، وبدلالة نظام الصرف المعتمد في البلد.

وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي المعمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية ، وسعر صرف موازي وهو السعر المعمول به في الأسواق الموازية³.

¹ عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، ص103.

² اسامة محمد الفولي ، مجدي شهاب ، العلاقات الاقتصادية الدولية ،الدار الجامعية الجديدة ، القاهرة ، 1997 ، ص 292.

³ عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، ص 104 .

ثانيا- سعر الصرف الحقيقي: يمثل سعر الصرف الحقيقي ذلك المؤشر الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الحسبان التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية ، وربطها بمستوى الأسعار المحلية أي يعبر بشكل بسيط عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة من السلع المحلية ، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times (\text{مؤشر الأسعار المحلية} / \text{مؤشر الأسعار الأجنبية}).$$

وبما أن مؤشرات سعر الصرف الحقيقي هي ناتجة عن عملية ترجيح أسعار صرف الثنائية بين البلد، وأهم المتعاملين التجاريين الرئيسيين، فهي إذن تعبر عن مدى تغير القوة الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة أساس ، تسمح بقياس تأثيرات الصرف على ميزان المدفوعات ، وأيضا معرفة مستوى القدرة التنافسية لأسعار الدولة، فارتفاع هذا المؤشر يدل على انخفاض هذه الأخيرة والعكس صحيح.¹

ثالثا-أسعار الصرف الفعلية الاسمية: وهو المعدل الهندسي لمؤشرات سعر الصرف الاسمي في دولة ما مقارنة لعملات الشركاء التجارية ويهدف حسابه إلى معرفة تطورات العملة الوطنية بدلالة عدة عملات أخرى.²

رابعا-أسعار الصرف الفعلية الحقيقية: يقيس سعر الصرف الحقيقي كيفية تغير سعر صرف بلد معين إزاء شركائه التجاريين بالقياس إلى فترة أساس معينة ، لكن حركات الأسعار الاسمية لا تنطوي على اي شيء يرتبط بالقوة الشرائية للعملة ، كما أنها لا تشير إلى حدوث أو مدى حدوث اي تغير في تنافسية سلع التصدير للبلد المعني، ولنفرض على سبيل المثال : أن سعر الصرف الاسمي لبلد معين قد بقي دون تغيير لكن مستوى الأسعار بهذا البلد قد ارتفع إزاء الشركاء التجاريين بالنسبة لفترة أساس معينة، هذا يعني أن سلع تصدير هذا البلد سوف تصبح أغلى ثمنا بالقياس إلى أسعار سلع تصدير شركائه التجاريين " ، وتصبح عملة البلد مبالغ في قيمتها مما يلقي بالتالي ضغوطا على ميزان الحساب الجاري.³

¹ Gestion financière internationale, 3ème édition . V ubert. Paris, 1995, P70.. Peryard Josette

² مولاي بوعلام ، "سياسات سعر الصرف في الجزائر " ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر ، 2005 ، ص 05

³ مولاي بوعلام ، مرجع سابق ، ص 06 .

المطلب الثاني : النظريات المفسرة لسعر الصرف

أ- نظرية تعادل القوى الشرائية :

" لنظرية تعادل القوى الشرائية تفسيران فهي من جهة الأصل هي نظرية لتحديد سعر الصرف لكن الآن فهي تستعمل كثيراً للمقارنة بين مستويات العيش بين البلدان ¹"

إن الفكرة الأساسية لنظرية تعادل القوى الشرائية اقترحت في كتابات الاقتصاديين ويلي وريكاردو في العشرية الأخيرة منذ القرن 19 والتي قام بتطويرها بعد ذلك الاقتصادي السويدي كوستافكوسل 1920 بعد الحربين العالميتين ونسبنا إليه وقد درست بعد ذلك من طرف عدة اقتصاديين وبالأخص النقديين منهم.

نظرية تعادل القوى الشرائية هي نظرية اقتصادية تسمح مباشرة بتقديم القيم التوازنية لأسعار الصرف في المدى الطويل.²

• فرضيات النظرية :

- 1- عبر كوسل عن مضمونها في الشكل التالي : "يسود سعر الصرف معين بين دولتين إذا سادت حرية التجارة بينهما وظل ثابتا مع استثناء تغيرات بسيطة طالما لم يطرأ أي تغير على القوى الشرائية لإحدى العمليتين أو طالما لم توضع عقبات دون التبادل أما إذا أصيب اقتصاد الدولة الأولى بالتضخم ونقصت القوة الشرائية لنقدها في قيمة نقد الدولة الثانية تنخفض أيضا بنفس النسبة وعلى ذلك فإن ارتفعت الأسعار في الدولتين فإن سعر الصرف الجديد الذي يسود يكون مساويا للسعر الأصلي "X" النسبة بين درجة ارتفاع الأسعار في الدولتين.³
- 2- كما أنه عرفها كالاتي: "إن معدل التبادل بين العمليتين ينبغي أن يعتمد على العملة الشرائية المحلية لهاتين الدولتين"⁴
- 3- هذه النظرية تفترض أن أسعار السلع والخدمات تعدل حيث سعر الصرف في البلدين اللذين يتاجران فيما بينهما يصبح متساويا.

¹ ROBERT LAFERNCE, LAWRENCE SCHEMBRE, Revue de la banque du canada, «parité du pouvoir d'achat (définition, interprétation)», octobre 2002, p29.

² JACOB A.FRENKEL, «journal of international economic, purchasing power parity (doctrinal perspectives and evidence from the 1920)» Chicago, USA, June 1977, p169.

³ محمد الناشر ، "التجارة الداخلية والخارجية " ، منشورات جامعة حلب ، سوريا ، 1997 ، ص 176 .

⁴ -فرانسيس جيرونيلام ، ترجمة محمد غرير ، محمود سعيد الفاخري ، "الإقتصاد الدولي" ، منشورات جامعة قار يونس ، بنغازي ، 1991 ، ص 203 .

4- وتعتمد هذه النظرية على أساس معقول هو أن سعر الصرف وهو يؤدي إلى تحويل قدر من العملة الوطنية إلى قدر من العملة الأجنبية ينبغي أن يسمح بشراء نفس القدرة من السلع والخدمات في الدولتين أو بمعنى آخر أن القوة الشرائية للنقود إذا تم التعبير عنها بعملات مختلفة ينبغي أن لا تتغير من دولة إلى أخرى.¹

ب- نظرية تعادل اسعار الفائدة :

قام بصياغة هذه النظرية الاقتصادي كينز عام 1923 من خلال قوله (سعر الصرف الأجل يتبع التغيرات في أسعار الفائدة) ، " وقد وضع في تصوره الهدف الذي تلعبه حركات رؤوس الأموال في تحديد سعر الصرف، فهي ترتبط بتغيرات سعر الصرف بتغيرات معدلات الفائدة الموجودة في مختلف العملات"²

• فرضيات النظرية :

1- "نظرية تعادل أسعار الفائدة تفرض أن عمليات المضاربة يجب أن تؤدي إلى تساوي أسعار مختلف العملات واختلاف معدل الفائدة بين عملتين يجب أن يعوض الاختلاف في الصرف هذا ما يؤدي إلى تكوين ربحية أو وضعية بين سعر الصرف الأجل والعاجل."³

2- "إن ارتفاع سعر الفائدة في دولة ما مقارنة بالدول الأخرى يؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية لاستثمارها في هذه الدولة بهدف الحصول على أرباح وهذا ينتج عنه زيادة في الطلب على عملة هذه الدولة وبالتالي ارتفاع قيمتها الخارجية."⁴

ويمكن التمييز بين صيغتين لنظرية تعادل أسعار الفائدة هما:

- تعادل أسعار الفائدة المغطاة.

- تعادل أسعار الفائدة الغير المغطاة .

ج- نظرية ميزان المدفوعات :

يقصد بالأرصدة أرصدة الميزان المدفوعات وتسمى أيضا نظرية ميزان المدفوعات أو نظرية العرض

¹ عادل أحمد حشيش ، "العلاقات الاقتصادية الدولية" ، الدار الجامعية للنشر ، الاسكندرية ، الطبعة 2000 ، ص 128.

² جديدين لحسن ، "تسيير خطر الصرف نموذج التكامل المتزامن" رسالة ماجستير ، جامعة تلمسان ، 2003 ، ص 65

³ XAVIER BRUCKERT, DIBIER MARTEAU, DAHLIA TANG, « le marché de change et la zone franc ». réf. op. cité, p30

⁴ BERNARD GHILLCHON, ANNIE KAWECKI, « économie international (commerce et macroéconomie) », réf op cité. P290.

- والطلب في حين أن طرف الإيرادات يشمل في أغلبه طلبا على العملة الوطنية بالعملات الأجنبية، في حين يمثل جانب المدفوعات في أغلبه عرضا للعملة الوطنية طلبا على العملات الأجنبية:¹
- 1- فإذا كان رصيد ميزان المدفوعات موجبا بمعنى أن تكون قيمة الصادرات أكبر من قيمة الواردات أي أن طرف الإيرادات أكبر من طرف المدفوعات فهذا يدل على زيادة الطلب على العملة الوطنية بالعملات الأجنبية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة الخارجية للعملة المحلية.
- 2- وإذا كان وضع ميزان المدفوعات لذلك البلد في حالة عجز (سالب) بمعنى أن قيمة الصادرات أصغر من قيمة الواردات أو بمعنى آخر أن طرف الإيرادات أصغر من طرف المدفوعات، وهذا يدل على أن الكمية المعروضة تفوق الكمية المطلوبة في ذلك البلد مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الخارجية للعملة المحلية.
- 3- وإذا كان ميزان المدفوعات في حالة توازن فإن الطلب على العملة المحلية مع العرض منها يكون في حالة تساوي، وهذا ما يؤدي إلى ثبات القيمة الخارجية للعملة المحلية.

المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف وتدخلات البنك المركزي .

الفرع الأول: أنظمة أسعار الصرف الثابتة .

1- مفهومها:

هي أنظمة تكون فيها معدلات الصرف ثابتة، أو تتحرك داخل هامش ضيق، وعملية التبادل تتم بأسعار محددة - Par value مسبقا من طرف السلطات النقدية التي تستند إلى معيار معين لتعريف سعر التدخل - سعر التعادل بالنسبة لعملتها الخاصة.

و يتم تثبيت سعر الصرف إما إلى عملة واحدة paged amency إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسية دون تعديلات إلا في حالات نادرة و تعلن مسبقا مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز. "

أو تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة العملات basket Currency تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين مع مراعاة نسب الأوزان في التجارة الخارجية لأن السعر يتأثر بحجم المبادلات و تدفقات رؤوس الأموال، ومن بين السلات المشهورة سلة حقوق السحب الخاصة " (SDR) أو الوحدة الأوروبية. و تاريخيا ساد نظام تثبيت العملات مقابل بعضها البعض بمهامش تغيير لا يتجاوز 01 % في اتفاقية بريتن وودز، ثم

¹ محمد الناشر ، مرجع سابق ، ص 173

عدل هامش التغيير في العام 1971 ليصبح 4,5 صعودا و هبوطا لتفادي انهيار النظام إلا أن ذلك لم يسعفه من الاستمرار طويلا."

و يمكن ترتيب أسعار الصرف الثابتة كذلك¹ إلى :

أ- **ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة:** تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة، و باعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.

ب- **مجلس 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 الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية و يعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي و أن تظل مكفولة تماما بالأصول الأجنبية، مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية كالرقابة النقدية و المقرض الأخير، و ترك مساحة محدودة للسياسة النقدية الانسيابية ، غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة².

2- المزايا و العيوب :

• المزايا:

- 1- إذا اتسم بالاستمرارية فانه يساعد الفعاليات الاقتصادية على التخطيط والتسعير وبالتالي يساعد على تطوير الاستثمارات والتجارة الدولية .
- 2- يضع سعر الصرف الثابت قيودا ومحددات على السياسة النقدية الداخلية .
- 3- سعر الصرف يكون مفيدا إذا عرف بالضبط ماهو سعر التوازن لهذه العملة.
- 4- سعر الصرف يكون مفضلا عندما يكون النظام المالي غير متطور إلى الحد الذي لايسمح بممارسة سياسة السوق .

¹ بن عيني رحيمة ، "سياسة سعر الصرف وتحديده" ، أطروحة الدكتوراة ، جامعة تلمسان ، 2014 ، ص 53 .
² روبا دوتاغويتا وآخرون ، "التحرك نحو مرونة الصرف" ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، 2006 ص 4 .

• العيوب:

- 1- إذا لم يحظ سعر الصرف الثابت بالمصدقية الكاملة فانه يمكن ان يكون عرضة للمضاربة وهذا يمكن أن يكون له نتائج وخيمة على الاستقرار النقدي وعلى الاحتياطات العملة الأجنبية .
- 2- ليس بمقدور الحكومة او البنك المركزي الادعاء بمعرفة السعر التوازني للعملة أكثر من السوق .
- 3- الإبقاء على سعر صرف ثابت يتطلب من البنك المركزي جاهزية باستمرار للتدخل .
- 4- يتطلب حجم كاف من احتياطات العملة الأجنبية¹ .

3- تدخلات البنك المركزي :

يقوم البنك المركزي بعدة تدخلات على أنظمة سعر الصرف وذلك باستعمال سياسات أسعار الصرف ، ومن بين السياسات التي يقوم البنك المركزي باتخاذها في حالة وجود سعر صرف ثابت هي :

أ- سياسة تخفيض قيمة العملة : يقصد بالتخفيض التقليل المعتمد في قيمة العملة الوطنية بالنسبة لعملات الدول الأخرى، فالدولة التي تعاني من اختلال هيكلي في ميزان مدفوعاتها قد تلجأ إلى تخفيض قيمة عملتها لتحفيز الصادرات والحدّ من الواردات وذلك لتصحيح الاختلال² .

"إنّ التخفيض هو إجراء يخفض سعر صرف العملة، بمعنى يخفض قوتها الشرائية في الخارج، كأن تقرّر دولة كمصر مثلاً أن تخفض سعر صرف الجنيه المصري بالدولارات، فبدلاً من أن يساوي 3 جنيهات ونصف للدولار الواحد، تصبح 4 جنيهات تساوي دولار واحداً³ .

• أسباب تخفيض قيمة العملة : لتخفيض العملة أسباب متنوعة تتجلى فيما يلي :

- علاج الاختلال في ميزان المدفوعات: على اعتبار أنّ التخفيض يحفز ويشجع التصدير ويقيد الاستيراد ، كما يحدّ من تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج ويحث على إعادتها.

وتفسير ذلك أنّ مالك النقد الوطني يحمل إذا حوّل أمواله إلى الخارج على مقدار أقل نتيجة تخفيض سعر الصرف ، أما رؤوس الأموال في الخارج فإنّها تجد في تخفيض سعر الصرف ما يدعوها إلى العودة بنية الحصول على مقدار أكبر من مقدارها الأصلي.

¹ بن عمري رحيمة ، مرجع سابق ، ص 62.

² فرانسيس جيرونيلام ، مرجع سابق ، ص 175.

³ مجدي محمود شهاب ، مرجع سابق ، ص 259.

- ارتفاع دخول المنتجين المحليين: يكون التخفيض بهدف زيادة دخل بعض الفئات المنتجة وتخفيض عبء مديونيتها خاصة إذا تدهورت أسعار منتجاتهم في الأسواق العالمية على اعتبار أنّ تخفيض سعر الصرف يرفع قيمة الصادرات مقومة بالعملة الوطنية أو لتسهيل تصريف هذه المنتجات في الخارج..
- معالجة شكل البطالة في الاقتصاد القومي حيث ينتج عن التخفيض تشجيع التوسع في الصناعات التصديرية .
- يعتبر تخفيض سعر الصرف بمثابة إجراء أولي لإنتاج سياسة نقدية تضخمية، حيث يعتمد المصرف المركزي إلى إعادة تقويم رصيده الذهبي ويكون لديه فرصة ممكنة للتوسع في الإقراض والإصدار، إن إعادة التقويم وفق السعر الجديد تتيح للخزينة العامة الحصول على فرق التقويم الذي يعتبر مورداً يضعف الخزينة ويعدل من اختلال الميزانية.
- كما أنّ بعض الدول تعتمد إلى تخفيض سعر الصرف عندما تقوم بذلك دولة أخرى تربطها بما علاقات تجارية قوية خوفاً من أن يتحول طلب هذه الأخيرة عن منتجات الدولة الأخرى ،¹

ب- الرقابة على الصرف : يقتصد بمراقبة الصرف أو مراقبة النقد كل تدخل من جانب السلطات النقدية يرمي إلى التأثير في سعر الصرف.

وقد تعددت طرق التدخل في الصرف منذ بدء الأزمة النقدية 1931 إذ التجأت الدول إلى اتخاذ تدابير استثنائية الغرض منها إما منع المضاربة أو منع تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج أو مراقبة حيازة الأفراد للنقود الأجنبية أو منع نقل الديون الأجنبية أو تقليل الواردات.²

فالرقابة على الصرف هي إجراء تتخذه الدولة بغرض أن ترفع سعر صرف عملتها في أسواق الصرف ، ويتم ذلك بأن تقرر الدولة سعر معيناً لعملتها، تم تضع نظاماً كاملاً لمراقبة هذا السعر لا ينخفض .

حيث تراقب الحكومة كل المتحصلات والمدفوعات بالعملات الأجنبية فتسلم كل العملات الأجنبية المكتسبة إلى البنك المركزي الذي يقوم بدوره بتخصيص المدفوعات الأجنبية بالنسبة للعملات المختلفة ويقوم البنك المركزي كسلطة رقابية بتنظيم الطلب والعرض من العملات الأجنبية من أجل المحافظة على سعر الصرف الرسمي.

¹ محمد الناشر ، مرجع سابق ، ص 247 .

² بن عيني رحيمة ، مرجع سابق ، ص 139.

ومن بين وسائل الرقابة المستعملة في هذا النظام نجد :

- التدخل المباشر : يقصد بالتدخل المباشر قيام الحكومة بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي لتثبيت سعر الصرف عند مستوى أعلى أو أقل من سعر الصرف السائد في سوق الصرف الأجنبي ، وذلك ببيع أو شراء العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية عند الأسعار المحددة، فعندما تحدّد الدولة سعر أعلى لعملتها سيكون الطلب أقل من العرض، ولذلك يتدخل البنك المركزي لشراء العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية على أساس سعر الصرف المحدد، ومن ناحية أخرى سيقوم البنك المركزي ببيع العملة المحلية في حالة تحديد سعر أقل حيث يكون الطلب أكبر من العرض عند هذا السعر.

- تقييد الصرف الأجنبي : طبقاً لهذه الوسيلة يتم تجميع كل العملات الأجنبية المكتسبة في البنك المركزي للدولة والذي يقوم بدوره بتخصيصها طبقاً لقواعد معينة تحددها الحكومة ، ومن أهم الوسائل المتبعة لتقييد الصرف الأجنبي ما .

- التخفيض طبقاً للأولويات : فبمحدودية الكميات من الصرف الأجنبي المتاحة للبنك المركزي فإنما ستخصص لتمويل الواردات الضرورية مثل الغذاء ، المواد الخام وغيرها ، وتستعمل هذه الوسيلة في نطاق واسع في العديد من الدول النامية.

ج- سياسة استخدام احتياطات الصرف : في ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انخيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملات المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية. وفي ظل نظام الصرف العائم تقوم السلطات النقدية بصد التقلبات الحادة في سعر عملتها ويمكن أن لا تكفيها احتياطاتها من الصرف الأجنبي للتصدي للآثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة.¹

الفرع الثاني: أنظمة سعر الصرف الوسيطة

هذا النوع من الأنظمة يحتوي على درجات مختلفة من المرونة لسعر الصرف، فهي ليست ثابتة عن د سعر معين و لكن البنك المركزي يمكنه التدخل لتحديد تحركات أسعار الصرف بشكل مسبق، وذلك للحد من تقلب أسعار الصرف و من تلك الأنظمة:

¹ أحمد مندور، "مقدمة في الاقتصاد الدولي" ، دار الجامعية الجديدة ، بيروت ، 1990 . ص 148

● الأنظمة الثابتة مع مجال أفقي **with in horizontal bands** :

وهي تشبه الأنظمة التقليدية الثابتة، و لكن هناك إمكانية أكبر للتقلب بإضافة بعض الهوامش لزيادة التقلب الاسمي أو الحقيقي حول المركز، و يلتزم البنك المركزي بالحفاظ عليه، و تعتمد إمكانية استخدام السياسة النقدية على حجم ذلك المجال، و من أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية (ERM) في النظام النقدي الأوروبي (EMS) و التي خلقتها إليه سعر الصرف الأوروبية الثابتة (ERMII) في 01 جانفي 1999.

● الأنظمة الثابتة الزاحفة "Crawlingpeg" :

تستعمل في الدول ذات التضخم المرتفع، حيث يمكنها تعديل النسبة الثابتة لسعر الصرف بانتظام على شكل تخفيض صغير استجابة لتغير بعض المؤشرات الكمية مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، و الفروق بين التضخم المستهدف و المتوقع مثلا لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات و يمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائيا لاستبعاد أثر التضخم، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفا أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة، و يفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية¹.

● أسعار الصرف الثابتة ضمن نطاقات تقلب زاحفة :

تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب ضمن هوامش التقلب، لا تقل عن $\pm 01\%$ حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى و الدنيا لسعر الصرف أكثر من 02% مع تعديل السعر المركزي أو هوامش التقلب دوريا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. و في هذه الحالة تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، و تكون النطاقات إما متسقة حول سعر مركزي زاحف أو تتسع تدريجيا بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى (في حالة الحد الأدنى، قد لا يكون هناك سعر مركزي معلن سلفا)، و يفرض الالتزام بنطاق تقلب سعر الصرف قيودا على السياسة النقدية، حيث تكون درجة استقلالية السياسة النقدية دالة لاتساع نطاق التقلب².

2- تدخلات البنك المركزي :

في هذا النظام يتدخل البنك المركزي بنفس الوسائل المستعملة في نظام الصرف الثابت ونجد أيضا:

¹ Madura Jeff, **international corporate finance**, 8th ed, Thomson south western, USA, 2006.p59.

² روبا دوتاغوينا ، مرجع سابق ، ص04

- أسعار الصرف المتعددة: يسعى هذا النظام للرقابة على الصرف إلى تقليل قيمة الواردات وزيادة قيمة الصادرات بالعملات الأجنبية، وذلك بغرض تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات حيث يحدّد البنك المركزي أسعار صرف منخفضة لشراء العملات الأجنبية اللازمة لدفع قيمة الواردات الضرورية بالمقارنة مع واردات السلع الكمالية أو الترفيهية ، وعلى جانب الصادرات يحدّد البنك المركزي أسعار صرف مرتفعة.¹

الفرع الثالث: أنظمة سعر الصرف المعمومة

1- مفهومها:

هي تلك الأنظمة التي تتحدد وفقها القيمة الحقيقية لسعر الصرف من خلال ربط العملة ببعض العملات مع تركها معمومة مع عملات أخرى، و تختلف أنظمة أسعار الصرف المرنة في درجة مرونتها، و هي أنواع.

2- أنواع أنظمة سعر الصرف المعمومة:

• نظام التعويم المدار Managed Floating :

و هو الذي يسمح بتقلب سعر الصرف وفق الطلب و العرض، ولكن السلطة النقدية تتدخل لإدارة سعر الصرف عند الحاجة لمنع التقلبات الشديدة و لتحفيز النمو و التدخل في هذا النوع من الأنظمة لا تحكمه قاعدة نحو مجال أو نسبة معينة و لا يحدده وقت أو آلية معينة، و من بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف، مركز ميزان المدفوعات و مستوى الاحتياطيات الدولية، و تطورات السوق الموازية لسعر الصرف الفعلي الحقيقي، و لا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية، فقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشر أو غير مباشر.

• النظام التعويم الحر Free float :

يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق أي بقوى العرض و الطلب و يكون التدخل الرسمي للبنك المركزي هنا نادراً جداً، لا يحدث بشكل متكرر، حيث تطرأ عليه تحركات واسعة تفوق التغيير الحاصل في

¹ أحمد مندور، مرجع سابق ، ص149

مستويات الأسعار النسبية الوطنية، و التدخل النادر عادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف و الحيلولة دون تقلباته المفرطة وليس تحديد مستوى معين له " .

والآن وبعد بضعة سنوات من التجربة العملية لنظام تعويم العملات فإنه يلاحظ أنه لم يحدث إبطاء لحركة التبادل الاقتصادي الدولي ولا تشجع لنشاط المضاربين على العملات على النحو الذي كان يخشاه خصوم نظام حرية سعر الصرف ، لكنه يلاحظ من الناحية المقابلة أنه لم يتحقق أيضا ما كان يؤكد أنصار هذا النظام من قدرته على تحقيق التوازن التلقائي في ميزان المدفوعات لمختلف الدول وضمن استقلال الدولة في رسم سياستها الاقتصادية و النقدية ووضع حد للمضاربة ، ويبدو كما يرى هابر أنه لا مفر في الأجل الطويل من السماح بقدر كبير من مرونة سعر الصرف طالما ظل من العسير تحقيق قدر كاف من التناسق ما بين السياسات الاقتصادية و النقدية المختلفة للدول "

3- المزايا و العيوب :

● المزايا :

- يقرر سعر الصرف بعوامل السوق وبالتالي فهو الأنسب في التوزيع الأمثل للموارد
- لن تكون هناك فرصة للمضاربين لعمل أرباح على حساب البنك المركزي هذا ما يكون فعالا للتعامل مع الصدمات الخارجية .

إن الطلب والعرض على العملة المحلية يكون متوازن في السوق ، لا يكون البنك المركزي ملتزما بالتدخل بشكل عام ولا تتأثر العملات النقدية بالتدفقات الخارجية .

● العيوب:

- نادرا ما تعمل قوى السوق بشكل كامل ، هناك مخاطر من سوق التقييم والذي يؤدي إلى أن يكون سعر الصرف بمستوى لا تبرره الأوضاع الاقتصادية .
- إن مسار سعر الصرف المستقبلي يكتنفه الغموض وبالتالي يؤدي الى خلق مصاعب لعملية التخطيط والنشاط الاقتصادي.
- يمكن أن يسيء استخدام استقلالية السياسة النقدية فمثلا عدم وجوب الحكومة بمنع انخفاض العملة يمكن أن يؤدي إلى سياسة مالية ونقدية تضخمية.¹

¹ فرانسيس جيرونيلام ، مرجع سابق ، ص 240-242.

4- تدخلات البنك المركزي :

في النظام العائم الحر نجد أن البنوك المركزية لا تتدخل في السوق للتأثير على مسار سعر الصرف وهذا من الناحية النظرية ، ولكن يمكن لها أن تؤثر على سعر الصرف عن طريق :

- السلطات النقدية تتدخل في سوق الصرف من أجل شراء أو بيع العملة الأجنبية (تقوم بتحويل العملة المحلية) ، بهذا التدخل الدولة تحاول تغيير شكل العرض والطلب وتؤثر كذلك على قيمة توازن سعر الصرف .
- غالباً الدولة تبحث إلى غاية تهدئة حركات الأسعار العائمة مثلاً : إذا ارتفعت قيمة سعر الصرف العملة للدولة وإذا انخفضت قيمة العملة الأجنبية فإنّ السلطات تتدخل لشراء العملات الأجنبية وبيع العملة المحلية .
- فهي تأمل أن يوقف هذا التدخل وزيادة العرض للعملة المحلية ارتفاع قيمة العملة الخاصة .
- الفعالية الحقيقية لهذه التدخلات متبادل فيها، فعلى الأقل أغلب الدول التي تختار سياسة تعوم سعر الصرف توجه في مقاييس معينة هذا التعويم .

- سياسة استخدام سعر الفائدة . عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة .

" فالبنوك المركزية يمكنها باستخدام سياسة سعر الفائدة تحقيق أهداف الصرف "

فاستخدام أسعار الفائدة أصبحت مهمة من أجل جلب حركة رؤوس الأموال التي تبحث عن توظيفات أكثر ربحاً " فالمستثمرون الأجانب في المنطقة النقدية يحولون عملاتها بالأورو مثلاً الذي يحقق ارتفاع الطلب على هذه الأخيرة ومنه ارتفاع سعر الصرف " فارتفاع سعر الفائدة يعود بعدد مهم من التوظيفات حيث أنه يقوم بجلب رؤوس الأموال الأجنبية ويقلل من خروج رؤوس الأموال المحلية ، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها¹ .

المطلب الرابع : سياسات التعقيم .

تقوم هذه السياسة على تدخل البنك المركزي من خلال بيع أو شراء أصول مالية بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي .

¹ بن عمري رحيمة ، مرجع سابق ، ص 143 .

الهدف من هذه السياسة هو الحد من الأثر التضخمي للتدفقات وأثرها على الأساس النقدي ، ويعتبر من الإجراءات المتبعة بكثرة خاصة في حالة عدم وجود كساد اقتصادي (حالة دول شرق آسيا ودول أمريكا اللاتينية).

• تقاس درجة التعقيم بمعامل التعقيم α في العلاقة التالية:

$$\Delta L = \alpha \Delta R$$

حيث أن L هي حجم الأصول المحلية الصافية للبنك المركزي و R هي حجم

الأصول الأجنبية الصافية (استقلالية نقدية $\alpha = -1$)

• يمكن قياس درجة التعقيم أيضا من خلال نسبة الاحتياطات الأجنبية إلى القاعدة النقدية :

(R/M) حيث ان ارتفاع R/M يفيد بوجود سياسة تعقيم نشطة (البرازيل، الشيلي وكولومبيا

. (93-92)

سياسة التعقيم : الإيجابيات والسلبيات

- وسيلة سريعة للحد , الآثار التضخمية وتأثيرها على سعر الصرف .
- تفترض وجود إحلال غير تام بين الأصول المحلية والأصول الأجنبية من ناحية وبين مختلف الأصول المحلية من ناحية أخرى.
- إن سياسة التعقيم يمكن أن تسبب إرتفاع في أسعار الفائدة المحلية والتي يمكن بدورها أن تجلب مزيدا من التدفقات الخارجية (حالة كولومبيا 1991، وماليزيا 91-92).
- يمكن أن تسبب سياسة التعقيم في ارتفاع في دين الحكومة خاصة إذا كانت الفائدة المدفوعة على الأصول المباعة أكبر من تلك التي تجنيها الحكومة من الأصول الأجنبية التي في حوزتها.
- تطلب سوقاً مالياً متطورة.
- من الضروري أن تكون الأصول المحلية المباعة في عملية التعقيم ذات آجال ليست بالقصيرة وإلا فسيتم تسيلها بسرعة مما يمكن أن يسبب أزمة سيولة بنكية.
- إن تراكم الأصول الأجنبية لدى السلطات النقدية يمكن أن يتسبب في مشاكل إدارة الاقتصاد من حيث إمكانية تأجيل برامج الإصلاح كما أن إنخفاض مستوى الأصول الأجنبية يمكن أن يشجع على المضاربة.¹

¹ أحمد طلفاح ، الأزمات المالية و أزمات سعر الصرف وأثرهما على التدفقات المالية ، منشورات المعهد العربي للتخطيط ، الكويت .

المبحث الثاني : سوق الصرف

المطلب الأول: تعريف سوق الصرف وأنواعه .

• تعريفه:

سوق الصرف هو سوق يتلاقى فيه عرض العملات الأجنبية طلبا للعملة المحلية مع الطلب على العملات الأجنبية عرضا للعملة المحلية وفيه يتكون سعر المبادلة بين هاتين العمليتين أو سعر الصرف.¹

أو هو: "الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي". ويعتبر "سوقا لتبادل العملات"

"وسوق الصرف ليس كغيره من الأسواق المالية أو التجارية إذ أنه ليس محددًا بمكان معين يجمع بين البائعين والمشتريين على نحو ما يحدث في السوق المالي"²

لأن سعر العملة الوطنية إنما يتحدد بالنسبة لجميع العملات في جميع البلاد وهو سوق تتداول فيه كل العملات وكل الأوراق المقومة بعملات أجنبية سواء كانت أوراق مالية كالأسهم والسندات أو أوراق تجارية كالكمبيالات والشيكات والحوالات المصرفية.

وتتم عملية التبادل هذه "عن طريق أجهزة الاللكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات الاتصال والأقمار الصناعية ثم إنشائها من قبل شركات الخدمات المالية مثل رويتر ، ويتصف سوق الصرف بالديمومة فهو يعمل 24 ساعة / 24 ساعة وهذا نتيجة لاختلاف التوقيت في هذه الأسواق.³

إن سوق الصرف تقوم بعدة وظائف هامة منها:

- 1- تحويل الأرصدة أو القوة الشرائية من بلد إلى آخر.
- 2- تقدم الائتمان قصير الأجل لتمويل التجارة.
- 3- تقدم تسهيلات لتجنب مخاطر الصرف الأجنبي أو التغطية للتأمين ضد الخسارة.
- 4- تسوية المدفوعات الدولية عن طريق المقاصة .

¹ دومينيك سلفاتور ، " نظرية سلسلة شوم " ، نظريات ومسائل الاقتصاد الدولي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1992 ، ص 146 .

² مدحت صادق ، " النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي " ، دار الغرب للطباعة والنشر ، القاهرة ، 1997 ، ص 121 .

³ عبد المجيد قدي ، مرجع سابق ، ص 107 .

المطلب الثاني : أنواع أسواق الصرف

إن لسوق الصرف 4 أنواع تتماشى مع نوع العمليات المنفذة فيها ومنها:

1- سوق الصرف العاجلة: **Le marché de change au comptent**

يتم سوق الصرف العاجلة البيع والشراء للعملات الصعبة والتي يجب تسليمها على أبعـد تقدير يومين بعد تاريخ الاتفاق على العملية، "إلا أن التبادل بين الدولار الكندي والدولار الأمريكي فيتم على أبعـد تقدير 3 أيام بعد تاريخ العقد¹."

مثلا : إن السوق الفوري لباريس تبقى مفتوحة كل الأيام بالتلفون بين مؤسسات المركز المالي أو مباشرة من مصرف لمصرف، أو بواسطة وسطاء بورصة، وهذا السوق يعمل باستمرار بمعنى انه يمكن لصاحب عملية أن يشتري ويبيع عملات أجنبية أو فرنكات خلال ساعات فتح السوق الذي يفتح من الساعة 9سا30د إلى غاية 4سا30د بعد الظهر.

2- سوق الصرف الأجل : **Le marché de change à terme**

في سوق الصرف الأجل يلتزم المتعاملون ببيع وشراء العملات بسعر معين لكنهم يؤجلون التسليم والدفع إلى وقت لاحق ومحدد أثناء إبرام الاتفاق.

"فيمكن أن تكون التسوية للعمليات الآجلة من 3 أيام و6 أشهر وهنا تنطبق على جميع العملات المستعملة في المعاملات الدولية.

أما المساواة من 6 أشهر إلى غاية سنة واحدة تنطبق فقط على العملات التالية: الفرنك الفرنسي، الليرة اللبنانية، البيزوس المكسيكي، أما التسويات المنفذة لأجل محدد قدره 5 سنوات فهي تنطبق فقط على الدولار الأمريكي والمارك الألماني، الفرنك السويسري، "الين الياباني والجنيه الإسترليني".

إن العمليات الآجلة لا تخضع التسعيرة رسمية على مستوى البورصة ولا تتدخل البنوك المركزية في السوق الآجلة.

إن السوق الصرف الآجلة تسمح بتحديد فوري لسعر الصرف المستقبلي بين البائعين والمشتريين وتسمح العمليات الآجلة بالحماية ضد التغيرات المحتملة لأسعار الصرف وأيضا الحماية من المضاربة من أجل الأرباح².

PATRICE FONTAINE, « **gestion du risque de change** » ED economica, paris 1996. PAUL R¹
p14 KRUGMAN, MORICE OBSFELD, « **l'économie internationale** », 3ème édition, deboeck, 200
PATRICE FONTAINE, ref. op. cité, p 23.²

3- سوق مبادلة العملات Swap :

يعتبر سوق السواب امتدادا للسوق الأجل، وهو الذي تتم فيه معاملات مقايضة الصرف و العملات التي تنشط بقوة في سوق السواب.

"والعملات الهامة هي التي تكون في العادة موضوع مقايضة، وهي التي تنشأ السوق لكثرة استخدامها من قبل المؤسسات والبنوك في معاملاتها التجارية أو في عمليات التمويل وهي: ين/دولار، مارك/ جنيه استرليني، دولار/ الجنيه استرليني، فرنك / مارك، أورو / دولار." * بالمقابل نجد أن السوق تضيق مساحته عندما يتعلق الأمر بعملات أقل استخداما على المستوى الدولي.¹

3- سوق الخيارات :

"سوق الخيارات سوق غير منتظم، يقترح كل العقود بجميع ميزاتها الممكنة التداول، مهما كان حجمها، سعرها أو تاريخ تنفيذها، ويمكنها أن تقترح على جميع البنوك التجارية في مختلف المراكز المالية، وأهمها: مركز نيويورك، لندن و أهم العملات المتداولة في سوق الخيارات هي الدولار والجنيه الإسترليني، المارك الألماني، والفرنك السويسري/ الين الياباني والدولار الكندي .

المطلب الثالث: المتدخلون في سوق الصرف

نستطيع معاينة أربع مجموعات كبرى من المتدخلين في السوق:

1 - البنوك التجارية :

إن سوق الصرف في الحقيقة سوق بين البنوك " فهي تشكل مركز سوق الصرف، وتقوم بمعظم التسويات الدولية بحجم يقيس ما لحساب ما وما عليه في بنك تجاري وبالطبع في عدة مناطق مالية، بمعنى أن أغلب العملات المحولة تعرف التحويل للمخزن البنكي لعدة عملات أخرى مختلفة.

وهي بذلك تلعب دور الوسيط المالي بين عارضي الصرف وطالبيه حيث تقوم بتنفيذ أوامر زبائنها بيع وشراء العملات لحسابها الخاص، زيادة على ذلك إن البنوك تمر عبرها كل عمليات الصرف، فهي على اتصال دائم مع مراسليها الأجانب.²

¹ فرنسوا الور، ترجمة حسين الضيقة، الاسواق الدولية للراساميل، المؤسسة الجامعية للدراسة والنشر، 1991، ص 50

² PAUL KRUGMAN, MAURICE OBSTFELD, « *P'économie internationale* » 3éme édition, deboeck, 2001, p384

2- البنوك المركزية :

تعمل لصالح الإدارة العامة والمؤسسات الدولية فبالإضافة إلى عملها كمنظم لاحتياجات البلد من الصرف الأجنبي تقوم بمراقبة حركة رؤوس الأموال، فهي من جهة تقوم بتنفيذ أوامر زبائنها من الإدارة والبنوك المركزية الأجنبية والمنظمات الدولية "بالقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية ومن جهة أخرى تتدخل من أجل تعديل سعر العملات الصعبة وحماية مركز العملة المحلية أو بعض العملات الأخرى لأنه يعتبر مسؤولاً عن سعر صرف العملة".

"ولكن بعد نشوء نظام أسعار الصرف العائمة أصبحت هذه التدخلات ذات طابع فردي ومشتت فالتدخلون في السوق يخافون إلى حد ما من هذه التدخلات خاصة عندما تكون متزامنة¹."

4- السماسرة :

يلعبون دوراً أساسياً في سوق الصرف كوسطاء ماليين، إذ يجمعون أوامر شراء وبيع العملات لبنوك عديدة، كما يقومون بإعطاء المعلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء لمختلف العملات، فلهم دورهم في تسهيل عملية تكامل الأوامر، "إذ من المستحيل على كل بنك أن يكون على علاقة مستقرة مع البنوك الأخرى، فالسرعة والثقة هما قاعدتا هذه اللعبة الصعبة ويسمحون بتأمين المنقولات بسرعة وبمعلومات مؤكدة"² وتعتبر بيوت السمسرة جد هامة في إنجلترا وفي نيويورك، ولندن وجزء كبير من العمليات يقوم بها الوسطاء المستقلون الذين يعملون لصالح البنوك وفي ساحة باريس هناك أزيد من 20 سمساراً يكافئون عن طريق عمولة السمسرة.³

5- المؤسسات الصناعية والتجارية:

تطلب العملات الصعبة مقابل عمليات الاستيراد والتصدير، وتستخدم سوق الصرف من أجل تمويل عملياتها في الخارج ويختص سوق الصرف بتأمين تداول الأموال بين المركز الأم وفروع الشركات المتعددة الجنسيات، كما أنه يوفر للشركات المستخدمة لعدة عملات إمكانية واسعة للتغطية من أجل تفادي مخاطر الصرف، أخيراً فإن الشركات تعرض وتطلب عملات صعبة متتالية لعمليات تمويل في الأسواق الخارجية، وفي غالبية الحالات، لا

¹ فرنسوا الور، ترجمة حسين الضيقة، مرجع سابق، ص 43.

² XAVIER, DIBIER, DAHLIA, « le marché de change et la zone franc », idilee, Paris 1989 p32

³ عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 109

تتدخل الشركات الصناعية والتجارية بشكل مباشر، في سوق الصرف بل تلجأ إلى المصارف التجارية وبيوت السمسة.

المطلب الرابع : سوق الصرف الموازي

إن حجم السوق الموازي للصرف يعتمد على نوع العمليات التي يتضمنها البرنامج الحكومي لمراقبة الصرف، فإذا كانت الدولة تراقب كل العمليات التجارية فيتطور وينمو سعر الصرف الموازي، أما إذا ما تم تلبية بعض من هذه العمليات من قبل البنك المركزي والبنوك التجارية فيقل حجم السوق الموازي .

• عناصر السوق الموازي :

- 1- الشركات الحديثة النشأة التي لم تلب أحد شروط الإدراج و متطلبات السوق النظامي .
- 2- الشركات المتعثرة من حيث الأداء المالي، ولديها سجل من الخسائر المالية المتتالية.
- 3- الشركات المدرجة في السوق النظامي التي تم نقل إدراجها للسوق الموازي به بسبب عدم قدرتها على تحقيق شروط الإدراج في السوق النظامي من حيث الأداء المالي، أو أحجام التداول، أو غيرها من متطلبات الإدراج في السوق النظامي.

• أسباب ظهور السوق الموازية :

1) إن ظهور السوق الموازية هو إحدى نتائج نظام الرقابة على الصرف و يتشكل هذا السوق في حالة ما إذا لم يستطع البنك المركزي تلبية طلبات المواطنين على العملات الصعبة ، فكلما كان عرض العملات الصعبة غير كاف كلما ازدادت سعة السوق الموازي أكثر ، والفرق بين سعر الصرف الرسمي و الموازي يزداد مما يحرص على بيع العملات الصعبة في الأسواق السوداء . ومن هنا فإن سعر الصرف الموازي المرتفع كثيرا يمكن قبوله لسببين :

- التوسع في الإصدار النقدي الذي يؤدي إلى وجود مداخل إضافية .
- القدرة أو النقص في السلع و الخدمات المستوردة في السوق المحلية .

2) الطلب على العملات الصعبة في السوق الموازية : بالإضافة إلى أنها مطلوبة لتمويل الواردات القانونية و تمويل الاستثمارات (الديون الخارجية) وتسديد خدمة الدين فإن العملات الصعبة مطلوبة لغايات أخرى لها طابع غير قانوني أمام نظام الرقابة على الصرف.

- التمويل الواردات غير القانونية .
- لتمويل المدفوعات غير المنظورة.

- توظيف رؤوس الموال في الخارج.

(3) عرض العملات الصعبة في السوق الموازية عادة ما يكون عرض العملات الصعبة متأتيا عن عادات

التصدير أو الاقتراض كما يمكن إيجاد منافذ أخرى للعرض -

- الصادرات المهرية .

- بيع العملات الصعبة من طرف (المهاجرين ، الدبلوماسيين ، والسياح).

- الإفراط في الفاتورة بالنسبة للواردات .

- انخفاض في مبلغ فاتورة التصدير المصرح به.¹

¹ الدكتورل كميل الساري ، الإختلالات البنوية والسياسات النقدية و المالية الدولية ، الأسباب الحقيقية ، ترجمة الدكتور : كمال مرعاش ، ص173.

المبحث الثالث : دور البنوك المركزي في ظل أزمات سعر الصرف

المطلب الأول : تعريف أزمات سعر الصرف

تحدث الأزمة في النقد الأجنبي أو العملة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو هبوط حاد فيها " ، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة . ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع التقليدي أو الحركة البطيئة وبين الأزمات ذات الطابع الحديث ، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري ، غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال، مما يؤدي في النهاية إلى خفض قيمة العملة .

أما الحالة الأخيرة ، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء أكان عاما أو خاصا) بالثقة يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية و الرأسمالية الأكثر تحورا و تكاملا إلى الضغط سريع على سعر الصرف¹.

أصبحت أزمات سعر الصرف متكررة بشكل يلفت النظر خلال الربع الأخير من القرن العشرين، الأمر الذي دعا الاقتصاديين والسياسيين إلى محاولة التعرف على الأسباب المحتملة لمثل هذه الأزمات كخطوة أولى للعلاج عند وقوع الأزمة فعلا وللوقاية منها في حالة توقع حدوثها وهناك 3 مدارس في تفسير أسباب نشوب أزمات سعر الصرف هما :

1- مدرسة الجيل الأول Krugman عام 1978 :

تنشأ الأزمات في سعر الصرف أساسا نتيجة لارتفاع في عجز الميزانية. يتم تمويله من قبل خلق النقود وينتج عنه ارتفاع في القيمة الحقيقية لسعر الصرف وتدهور في ميزان المدفوعات لا يمكن أن يستمر بدون تخفيض شديد في قيمة العملة ، وحسب هذه المدرسة الأزمات يمكن التنبؤ بها لأن ديناميكيتها واضحة. فعند تفاقم العجز في الميزانية وارتفاع القيمة الحقيقية للصرف، يتعرض الاقتصاد إلى هجوم على العملة عند وصول الاحتياطي الأجنبي إلى حدّ معين يجبر المتعاملين والمضاربين لاستنزاف ماتبقى من الاحتياطي من خلال الهروب من العملة المحلية قبل انهيارها.

¹ عرفان الحسني ، "الاقتصاد السياسي لازمة الأسواق المالية والإدارية الدولية" ، عمان ، الاردن ، 2003 ، ص 20

2- مدرسة الجيل الثاني :

في هذه الحالة أزمات سعر الصرف ليست متوقعة بالكامل, حيث يمكن أن تنشأ نتيجة للإشاعات حيث أن المستثمرين لا يملكون معلومات كافية عن الاقتصاد وبالتالي يكونوا أكثر تأثراً بالشائعات وبالأزمات التي تقع في أقطار أخرى.¹

3- مدرسة الجيل الثالث:

أزمات الصرف المرتبطة بالأزمة المصرفية (الأزمة التوأمية) :

الأزمة التوأمية هي أزمة نظام صرف ونظام مصرفي في آن واحد تحدث نتيجة الديون بالعملات الأجنبية بينما الأصول بالعملة المحلية وهي تضعف من القدرة الاقراضية للبنوك المحلية عند انخفاض قيمة العملة المحلية، فالهجمات المتتالية على الدول التجارية الشريكة التي لها نفس الخصائص الهيكلية تؤدي إلى انتقال العدوى حسب طبيعة الطلب الخارجي ومحددات سعر الصرف، فعندما تنخفض قيمة عملة شريك تجاري منافس تتكون صدمة سلبية في الرصيد الجاري و الاحتياطات ، كما أن ضعف نظام النمو المشترك لعدة دول يؤدي إلى نفس النتائج.²

المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف

أ. المخاطر المرتبطة بالصفقات المالية (التعاملية) :

تواجه المؤسسة التي تنظم أصولها وخصومها المتداولة بالعملات النقدية الأجنبية وضعية صرف تعاملية والتي تنشأ عنها مخاطر أسعار الصرف المعاملة التي ترتبط بعمليات القرض والاقتراض المبرمة بالعملة الأجنبية إما على المدى القصير أو المتوسط أو الطويل، أو أي مؤسسة تطرح أوراقها، المالية (للاكتتاب) تقرض (أو تستثمر) توظف بعملة أجنبية.³

ب. خطر الصرف المتعلق بعمليات التجمع للمؤسسات العالمية (المحاسبية) :

ينتج هذا الخطر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة (الفروع) أو غير المباشرة (مساهمات) وبذلك فهي تخص المؤسسات الأم التي تقوم بتجميع حساباتها في قوائم مالية موحدة لمختلف فروعها الأجنبية، فعند التوطيد (التجميع) يتغير الأصل الصافي معبراً عنه بالعملة الأجنبية بدلالة قيمة عملة البلد الذي يتواجد فيه الاستثمار

¹ أحمد طلفاح ، مرجع سابق، ص02.

² André Cartapanis"Le déclenchement de grises de change" A paraître in économie internationale, la revue du CepII 2002 P26-28

³ مينة خرياش ، أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية ، دراسة حالة بورصتي عمان و السعودية لفترة 2010 ، ملكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2012 ، ص 46

(فرع أو مساهمة)، فإذا كان السعر المستعمل عند التوطيد مختلفاً عن التكلفة التاريخية فإنه ينتج ما يسمى " بفرق الدمج " حيث تختلف التطبيقات المحاسبية في هذا المجال بحسب البلدان وأحياناً تكون مختلفة داخل البلد الواحد بحسب المؤسسات.¹

ت. خطر الصرف الاقتصادي (مخاطر المنافسة) :

يعتمد وضع سعر الصرف الاقتصادي على تأثير تغيرات أسعار الصرف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وتظهر في المؤسسات التي تتأثر سيولتها النقدية على المدى الطويل إيجاباً أو سلباً، بالتغيرات المستقبلية وبأثر تغيرات الأسعار على التكاليف وحجم المبيعات، إذ تتأثر إثرها المؤسسة بمخاطر تمس وضعيتها التنافسية لمنتجاتها، نتيجة لتقلب معدل الصرف الحقيقي، وتؤدي هذه المخاطر إما إلى ارتفاع أسعار منتجاتها أو انخفاضها.²

المطلب الثالث : تدخلات البنك المركزي أثناء نشوب الأزمة

نتيجة لتركب الظاهرة و تعقدها فلا يمكن الاعتماد فقط على إجراءات ردة الفعل بل يجب وضع خطة متناسقة الأركان تتمثل بما يلي :

1- على المستوى قصير الأجل:

الهدف الأساسي للخطة على المستوى القصير الأجل هو تدعيم عامل الثقة و إحساس المتعاملين بسوق الصرف بوجود تدخل قوي و فعال و ممنهج للسلطة النقدية بحيث يتوجب على البنك المركزي تخفيض تقلبات أسعار الصرف من خلال الوسيلة الوحيدة المتوفرة لديه و هو زيادة العرض النقدي من العملات الأجنبية و هذا التدخل يجب أن يكون مستمرا و فعالا و مدروساً بناء على حاجة السوق و متطلباتها من حيث تمويل المستوردات و بدل الخدمات غير المنظورة من سفر و دراسة .

حيث يعمل البنك المركزي على تثبيت سعر الصرف عند مستوى معقول يتماشى مع الأسس الاقتصادية الحالية.

هناك إجراءات ضرورية يجب الوصول إليها في نهاية هذه الفترة.

¹ JOSETTE PEYRARD, Gestion financière internationale, 5e édition, librairie vuibert, paris, 1999, P :94.

² إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية دروس وتطبيقات) ، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2011 ، ص 466-467

يجب التركيز في هذه المرحلة على تدعيم الموقف المالي للمصارف فأزمة الصرف لا يمكن أن تتحول إلى كارثة ما لم تترافق بانتهيار مصرفي و بالتالي دعم سيولة المصارف و تخفيف القيود عليه إجراء ضروري لدعم المصارف و حمايتها .

2- على المستوى متوسط الأجل :

استقرار أسعار الصرف في الخطوة الأولى يعطي البنك المركزي و الحكومة فرصة للعمل و تدعيم الثقة حيث انه بعد تحقيق استقرار نسبي في أسعار الصرف يتوجه البنك المركزي إلى تنظيم سوق الصرف و تحديد المعاملين الأساسيين و محاولة تخفيض الفجوة بين السعر الرسمي و سعر السوق من خلال تخفيض القيود على المتعاملين بسوق الصرف و محاولة تحويل سوق الصرف إلى سوق منافسة كاملة من خلال عدم المعاملة التمييزية لأي من عناصر سوق الصرف و تعزيز الثقة بالبنك المركزي و بالجهاز المصرفي .

بالإضافة إلى دعم عملية تمويل المستوردات و تلبية متطلبات المستوردين من القطع ضمن ضوابط محددة وواقعية. هنا يجب هناك إجراءات تقنية يجب تنفيذها مثل إنشاء سوق الائترابنك دولار و الذي يعتبر كسوق صرف نظامية .

هنا يجب على البنك المركزي و بعد تنظيم سوق القطع إيجاد فرص استثمارية بديلة عن المضاربة و دعم

الجهاز المصرفي ضمن إطار اقتصادي صحيح بحيث تلعب المؤسسات المالية دور القلب في الجسم الاقتصادي .

يمكن في هذه المرحلة السماح بإصدار شهادات الإيداع بالعملة الأجنبية و الوطنية بالإضافة إلى الاعتماد على صناديق الاستثمار و تشجيع إصدار السندات الحكومية بحيث تلعب السوق المالي دورا فاعلا في هذه المرحلة .

يجب أن تترافق هذه الخطوة بخطوات من الحكومة متمثلة بتنظيم عملية الاستيراد وفق الأولويات و دعم القوة الشرائية للمواطنين من خلال توفير السلع الأساسية بأسعار تتناسب مع مستوى الدخل بالإضافة إلى العمل لاحقا على رفع مستوى الرواتب و الأجور لزيادة الطلب و تحفيز عملية الإنتاج. بالإضافة إلى البدء بعملية حصر وتحديد الطاقات الإنتاجية المتوفرة في الاقتصاد الوطني و إيجاد بدائل مكانية و تمويلية لقوى الإنتاج المعطلة. عنوان هذه المرحلة هو ردم الفجوة على المستوى القصير و المتوسط الأجل بين الادخار و الاستثمار مما يعطي عامل ثقة إضافي و يعزز قدرة البنك المركزي على ضبط أسعار الصرف و يزيد من قدرة الحكومة على ضبط أسعار السلع و الخدمات و تعزيز الدخل الحقيقي للمواطن .

3- على المستوى الطويل الأجل:

تبدأ هذه الخطوة مع بداية المرحلة الثانية و بشكل تدريجي و الهدف منها دعم العملية الإنتاجية .
ضمن هذا الإطار يجب البدء بأجراء مسح شامل للقدرات الإنتاجية الحالية و دراسة الفرص و العقبات و معرفة المتطلبات الحقيقية للمنتجين و القدرات الكامنة لكل منطقة و تنظيم قواعد بيانات بذلك. الأمر الذي يتيح للحكومة معرفة القدرات الإنتاجية و الميز التنافسية لكل منطقة و بالتالي دعم هذه القدرات و التركيز على الفرص المتاحة بحيث يصبح الدعم فعالاً و هادفاً و مستجيباً لمتطلبات السوق.

التركيز ثانياً على المشاريع الصغيرة و المتوسطة و الورش نظراً للمرونة التي تتمتع بها من حيث التنقل و الاستجابة لمتطلبات السوق، هذه الآلية تتيح للحكومة استبدال المنتج المستورد بالمنتج المحلي و تقنين الاستيراد و جعله محصوراً بالسلع الرأسمالية الداعمة لعملية الاستثمار. بحيث يكون عنوان هذه المرحلة تدعيم الاستثمار و ردم فجوة الناتج.

يجب العمل في هذه الرحلة على تفعيل مؤسسات القطاع العام و إعادة دورها الحيوي بالاقتصاد الوطني و التركيز على القطاع الزراعي كقاطرة نمو و تقديم كافة وسائل الدعم و إعادة النظر بالملكية الزراعية و تحسين أداء هذا القطاع و حمايته بكافة الوسائل و التدابير. و التركيز على زيادة الاستثمار من خلال مشاريع القطاع العام الاقتصادي و القطاع الخاص الوطني و تخفيض أسعار الفائدة و منح القروض الاستثمارية المدروسة و المستهدفة لزيادة الإنتاج و تعزيز البنية الإنتاجية ووقف تسرب بُنى الإنتاج الحقيقية و مساعدة شركات الإنتاج الإستراتيجية و دعمها لمتابعة عملياتها الإنتاج و توفير كافة وسائل الحماية و الدعم.

يجب القول بالنهاية أن هذه الإجراءات هي خطوط عريضة و بحاجة لخطوات تفصيلية كثيرة و لا يمكن تنفيذها بفعالية دون وجود تنسيق كامل بين كل أعضاء الفريق الاقتصادي و العمل كمنظومة عمل واحدة منسقة و هادفة و أن تصب كل الإجراءات في إطار منظومة الاستقرار الاقتصادي و دعم عملية الإنتاج بالتدريج و ضمن الإمكانيات المتاحة.¹

¹ ياسر المشعل ، مقال على الانترنت :

http://www.dampress.net/mobile/?page=show_det&category_id=12&id=31589

• أزمة المكسيك 1994-1995 :

أدى تعرض الاقتصاد المكسيكي لأزمة مالية عام 1994، والتي اعتبرت من أهم وابرز الأسواق الناشئة التي أثارت تساؤلات عميقة حول مدى قدرة الاقتصاديات والأسواق الناشئة على التكيف مع الصدمات الخارجية التي تحدث في ظل العولمة نتيجة للتحرير الاقتصادي والمالي. ومن بين أسباب هذه الأزمة:

المغالاة في تقييم سعر الصرف البيزو ، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك ومن ثم زيادة كبيرة لقيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد . - سلسلة الاضطرابات المالية والتقلبات في سعر الصرف التي مر بها الإقتصاد المكسيكي ناهيك عن تعويم البيزو وقرار السلطات بالتخلي عن إدارة سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية في 31 جانفي 1995 حوالي 40% من قيمته في منتصف ديسمبر 1994 .

ارتكاز نظام الصرف المكسيكي على مبدأ تثبيت سعر الصرف جعل من الصعب درء هجمات المضاربة، كذلك كان للزيادة في سعر الفائدة من اجل دعم سعر الصرف تأثير سلبى على النظام المالي.

وبالرغم من خطورة الأزمة إلا أنه اتخذت مجموعة من التدابير للتخفيف منها:

لقد قام البنك المركزي المكسيكي أولا وقبل كل شيء بالتخلي عن نظام الصرف الثابت وإتباع نظام الصرف المعوم كما قام البنك المركزي بتوفير سيولة من النقد الأجنبي للمصاريف التجارية حيث قدرت ب 200 مليون دولار يوميا لمنعها من التأخر في سداد التزامها الأجنبية ، هذا فضلا عن المفاوضات التي قامت بها السلطات المكسيكية من اجل الحصول على حزمة مالية طارئة .

عموما يمكن القول بأن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية ففي ظل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للإقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يعي فقدان السلطات النقدية لإحتياطاتها من النقد الأجنبي وحدوث أزمة سيولة ، وقد تمخض عن أزمة السيولة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وإرتفاع أسعار الفائدة المحلية ما يزيد من الضغوط وتفاقم حدة الأزمة على القطاع المصرفي وفي المقابل وعند انتهاجها

سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة وزيادة في الأسعار المحلية ما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.¹

¹ بن مصطفى بن عبد القادر ، إدارة سعر الصرف ونظرية تعادل القوة الشرائية ، مذكرة ماجتسر ، جامعة أبي بكر بلقايد ، الجزائر ، 2010 ، ص37

خلاصة الفصل :

سعر الصرف هو ثمن الوحدة الواحدة من عملة معينة في شكل وحدات من العملة الوطنية، غير أن هناك دول أخرى ترى أن سعر الصرف هو ثمن الوحدة الواحدة من العملة الوطنية في شكل وحدات من عملة أجنبية معينة، وعادة يتم التمييز بين عدة أنواع من سعر الصرف منها؛ سعر الصرف الاسمي والحقيقي وسعر الصرف الفعلي الحقيقي و سعر الصرف التوازني.

وتعتبر سوق الصرف الأجنبي مكان التقاء البائعين والمشتريين للعملات المختلفة، بغض النظر عن الزمان والمكان، حسب معلومات وآليات وأنظمة معينة للإفادة من فروقات الأسعار.

و تمت الإشارة إلى أن النظام النقدي الدولي الحالي قد شهد نوعين من أسعار الصرف ، هما أسعار الصرف الثابتة و أسعار الصرف المرنة و تندرج بينهما أسعار صرف متعددة ، يقترب قسم منها من أسعار الصرف الثابتة و الأخر من أسعار الصرف المرنة ، و نجد أن العوامل التي تتفاعل في تكيف الطلب على الصرف و عرضه و تتحكم في تحديد سعره تختلف باختلاف نظام الصرف و المدفوعات السائدة بالعالم .

و على ضوء التحولات الاقتصادية التي طرأت ، يمكن اعتبار أن الانتقال من نظام أسعار الصرف الثابتة نحو أنظمة أسعار الصرف المرنة ما هو إلا نتيجة لتنامي التحركات الدولية لرؤوس الأموال ، كون أن نظام سعر الصرف الثابت كان متناسبا مع قلة وجود التدفقات الدولية لرؤوس الأموال ، وقد أصبح هذا النظام يعرف عدة صعوبات في التطبيق عندما أخذت تحركات رؤوس الأموال في الارتفاع .

وبما أن البنك المركزي يعمل على استقرار أسعار الصرف و هي من أبرز العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي ، يتعين عليها التدخل في سوق النقد لتوفير العملات و المحافظة على استقرارها من خلال الاعتماد على أنظمة الصرف و سياسة الرقابة على الصرف و تقييم أداء السياسة النقدية في ظل نظم الصرف ، من بين السياسات التي يقوم البنك المركزي باتخاذها هي سياسة تخفيض قيمة العملة و الرقابة على الصرف في حالة وجود سعر صرف ثابت.

أما فيما يخص النظام العائم الحر هنا البنك المركزي لا يتدخل في السوق للتأثير على مسار سعر الصرف و إنما يتدخل في سوق الصرف من أجل شراء أو بيع العملة الأجنبية بهدف تهدئة حركات الأسعار العائمة ' و أيضا باستخدام سياسة سعر الفائدة عندما تكون العملة ضعيفة ، أما بالنسبة لتدخلان البنك المركزي أثناء نشوب الأزمة فيتدخل بواسطة أدوات السياسة النقدية .

الفصل الثالث:

القياس الاقتصادي لفعالية تدخل البنك
المركزي في سوق الصرف

تمهيد :

من خلال هذا الفصل سنقوم بدراسة وتحديد المتغيرات الإقتصادية التي يستخدمها البنك المركزي في توجيه سعر الصرف ، وبعد تعرضنا لأهم الجوانب المتعلقة بالبنك المركزي وسعر الصرف لاسيما ذلك المتعلق بتدخلات البنك المركزي ، سوف نحاول في هذا الفصل التطبيقي دراسة النظريات والمتغيرات من الناحية القياسية وذلك باستخدام أدوات الاقتصاد القياسي والتحليل الإحصائي ، وكذا سنحاول معرفة هذه المتغيرات التي تؤثر في توجيه سعر الصرف في الجزائر.

في البداية سوف نتعرف على طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين ثم سيتم تطبيقه على النموذج لمعرفة مدى فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف .

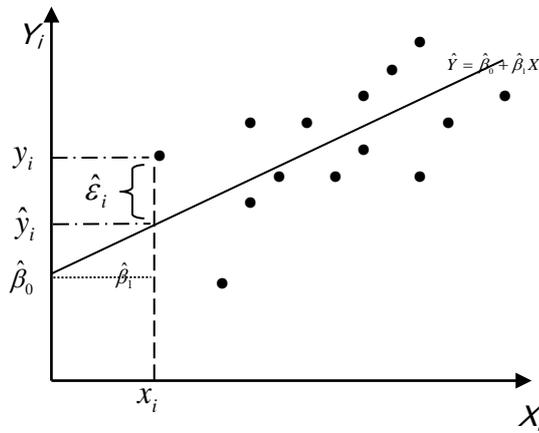
المبحث الأول: نظرية استخدام المربعات الصغرى المضاعفة

المطلب الأول : طريقة المربعات الصغرى

إن هذه الطريقة تحاول إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدنته مربعات الانحراف (بين المشاهدات الفعلية

والمقدرة) $\sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2$ ، حيث: $\hat{\varepsilon}_i = Y_i - \hat{Y}_i$. (أنظر الشكل رقم (1)).

الشكل رقم (01) : الهدف من طريقة المربعات الصغرى



$$\text{Min} \sum_{i=1}^n \hat{\varepsilon}_i^2 = \text{Min}_{\hat{\beta}_0, \hat{\beta}_1} \sum_{i=1}^n (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 \quad : \text{ وهذا ما يمكن كتابته رياضيا بـ :}$$

والشرط اللازم لتدنته هذه العلاقة هو أن تكون المشتقات الجزئية بالنسبة $\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_0$ معدومة أي :

$$\begin{cases} \frac{\partial}{\partial \hat{\beta}_0} \sum_i (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 = 0 \\ \frac{\partial}{\partial \hat{\beta}_1} \sum_i (Y_i - \hat{\beta}_0 - \hat{\beta}_1 X_i)^2 = 0 \end{cases}$$

بعد حل جملة المعادلتين نتحصل على تقدير معلمتي النموذج :

$$\begin{cases} \hat{\beta}_1 = \frac{n \sum_i X_i Y_i - \sum_i X_i \sum_i Y_i}{n \sum_i X_i^2 - \left(\sum_i X_i \right)^2} \\ \hat{\beta}_0 = \bar{Y} - \hat{\beta}_1 \bar{X} \end{cases}$$

ومن المفيد استخدام صيغة مكافئة لتقدير $\hat{\beta}_1$

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2} :$$

ويكون النموذج المقدر (خط الانحدار) بطريقة المربعات الصغرى المقدر كما يلي:¹

$$Y_i = \hat{\alpha} + \hat{\beta}X + u_i$$

• خصائص مقدرات المربعات الصغرى :

أ- خاصية عدم التحيز: التحيز هو ذلك الفرق بين مقدر ما ووسط توزيعها، فإذا كان هذا الفرق يختلف عن الصفر نقول عن ذلك المقدر بأنه متحيز. وإذا عدنا إلى مقدرتي المربعات الصغرى فإننا نجد $E(\hat{\beta}_1) = \beta_1, E(\hat{\beta}_0) = \beta_0$ ومنه نقول أن $\hat{\beta}_1$ و $\hat{\beta}_0$ هما مقدرتين غير متحيزتين لـ β_1 و β_0 على التوالي.

ب- أفضل مقدر خطي غير متحيز: تنطلق هذه الفكرة من نظرية Gauss-Markov والتي تقول " من بين المقدرات الخطية وغير المتحيزة، تكون مقدرتا المربعات الصغرى العادية $\hat{\beta}_1$ و $\hat{\beta}_0$ أفضل مقدرتين خطيتين وغير متحيزتين، حيث أن لها أصغر تباين ممكن مقارنة مع بقية المقدرات الخطية وغير المتحيزة الأخرى".

ج- خاصية الاتساق: إذا واجهنا مشكلة تحيز مقدر ما، فإننا ننظر إلى الخاصية التقاربية لذلك المقدر، ويحدث ذلك لما يكون المتغير المستقل X_i عبارة عن متغير تابع ومبطلأ بفترة زمنية ما، ونقول عن $\hat{\beta}_1$ بأنه مقدر متسق (Consistent Estimator)، إذا كان: كلما $n \rightarrow \infty$ فإن توزيع المعاينة لـ $\hat{\beta}_1$ يقترب من القيمة

$$p \lim_{n \rightarrow \infty} (\hat{\beta}_1) = \beta_1 \quad \text{ونكتب: } \beta_1 \text{ هي } \hat{\beta}_1 \text{ للمقدر الاحتمالية للمقدر } \hat{\beta}_1$$

لكن هذا الشرط غير كاف للحصول على مقدر متسق، بل يجب أن تكون قيمتا التحيز والتباين تقتربان أو تساويان الصفر كلما اقترب n من ما لا نهاية أي:

$$1. \lim_{n \rightarrow \infty} E(\hat{\beta}_1) = p \lim_{n \rightarrow \infty} (\hat{\beta}_1) = \beta_1$$

$$2. \lim_{n \rightarrow \infty} \text{var}(\hat{\beta}_1) = p \lim_{n \rightarrow \infty} \text{var}(\hat{\beta}_1) = 0$$

¹ حسين علي بخت وسحر فتح الله، "البيازوي العلمية"، عمان، الأردن، 2007، ص81.

ويتحقق هذين الشرطين، نقول عن المقدر $\hat{\beta}_1$ بأنه مقدر متسق للمعلمة الحقيقية. إن المقدرات المتحصل عليها لكل من β_0 ، β_1 و σ^2 سواء بطريقة المربعات الصغرى أو غيرها هي تقديرات نقطية، ولكن من المهم أن يكون لدى الاقتصادي أكثر من اختيار، ولذلك يجب أن نبني مجالاً لهذه المقدرات وذلك بقبول مستوى ثقة معين وهو ما نسميه بالتقدير المجال للمعلم¹.

المطلب الثاني : طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين .

على الرغم من أن هناك العديد من طرق التقدير متوفرة لتجنب التحيز الموجود في حالة تطبيق MCO على المعادلات الآتية إلا إن أكثر طريقة مستخدمة هي طريقة المربعات الصغرى وهي طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين . حيث إن مقدرات م ص ع سوف تكون متحيزة لتجنب هذا التحيز يمكن إيجاد متغير يتميز بالتالي:

1- يكون مساوي في القيمة للمتغير الداخلي .

2- إن لا يكون مرتبط مع الخطأ العشوائي .

إذا وجد هذا المتغير وتم استبداله للمتغير الداخلي حيث يظهر كمتغير مفسر ويكون غير مرتبط مع الخطأ العشوائي. فان فروض م ص ع تكون موجوده. هذا المتغير يسمى المتغير الأداة Instrumental variable ليحل محل المتغير الداخلي أي يحل محل Y_2 في المعادلة الأولى. حيث انه لا يوجد سببية causality بين المتغير الأداة وأي من المتغيرات الداخلية فان استخدام المتغير الأداة يجنب النموذج مشكلة خرق فرض م ص ع لإيجاد ذلك المتغير نسعى لاستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين.

$$Y_{1t} = \alpha_0 + \alpha_1 Y_{2t} + \alpha_2 X_{1t} + u_{1t} \quad 15$$

$$Y_{1t} = \beta_0 + \beta_1 Y_{1t} + \beta_2 X_{2t} + u_{2t} \quad 16$$

إذا وجدنا متغير مرتبط مع Y_2 ولكن غير مرتبط مع الخطأ العشوائي ϵ_1 فإنه يمكن استبدال المتغير الجديد للمتغير Y_2 في الجانب الأيمن من المعادلة 15 ونتخلص من خرق فرض م ص ع هذا المتغير الجديد يسمى المتغير

¹ محمد شبيخي ، " طرق الاقتصاد القياسي " ، دار الحامد ط 1 ، الجزائر ، ص 21-22

الأداة يحل محل المتغير الداخلي فهو متغير بديل للمتغير الداخلي ومستقل من المتغير العشوائي. كيفية إيجاد هذا المتغير الاداة تتم باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين.

وتعتبر طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين هي الأبسط والأوسع انتشارا وتتضمن الطريقة إيجاد متغيرات أداة لتحل محل المتغيرات الداخلية في النموذج والتي تظهر كمتغير مفسرة في المعادلات الآنية ونقوم ذلك بأجراء انحدار على الشكل المختزل للجانب الأيمن للمتغيرات الداخلية المراد إحلاله ثم تستخدم مقدرات المتغير التابع من انحدار الشكل المختزل كالمتغير الأداء.

المطلب الثالث : مراحل و خواص طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين.

تكون مرحلتي التقدير كما يلي :

1- المرحلة الأولى يتم إجراء انحدار لكل متغير داخلي على مجموعة المتغيرات الخارجية الموجودة في النموذج الهيكلي. أي انحدار الصورة المختزلة والذي يقود إلى قيمه مقدرة للمتغير الداخلي.

$$\hat{Y}_{1t} = \hat{\pi}_0 + \hat{\pi}_1 X_t + \hat{\pi}_2 Z_t$$

$$\hat{Y}_{2t} = \hat{\pi}_3 + \hat{\pi}_4 X_t + \hat{\pi}_5 Z_t$$

2- المرحلة الثانية تتضمن استخدام القيم المقدرة للمتغيرات الداخلية الموجودة $\hat{Y}_{1t}, \hat{Y}_{2t}$ على يمين المعادلة الهيكلية وذلك عوضا عن قيمها الأصلية في انحدار عادي ثان. ويعني ذلك استخدام القيم المقدرة (وتسمى متغير آداة Instrumental variable) بدلا عن القيم الحقيقية لتلك المتغيرات عند إجراء الانحدار. ويتم تقدير المعادلات التالية باستخدام MCO .

$$Y_{1t} = \beta_0 + \beta_1 \hat{Y}_{2t} + \beta_2 X_t + u_t$$

$$Y_{2t} = \alpha_0 + \alpha_2 \hat{Y}_{1t} + \alpha_5 Z_t + u_t$$

نلاحظ إن المتغير التابع مازال هو المتغير الداخلي الأصلي لكن التغيير في المتغيرات الداخلية الموجودة في الجانب الأيمن للمعادلة الأصلية.

إذا تم تقدير المعادلات للمرحلة الثانية باستخدام م ص ع سيكون التباين غير صحيح، لذلك يجب التأكد من استخدام برنامج الكمبيوتر الذي يتضمن إجراء خطوات المربعات الصغرى ذات المرحلتين.

• خواص المربعات الصغرى ذات المرحلتين:

- 1- تتميز مقدرات DMCO . بأنها متسقة ولكن تظل متحيزة في العينات الصغيرة.
- 2- يجب التأكد من المتغيرات الداخلة في النموذج المختزل الصورة أي القيام باختبارات حسن التوفيق.
- 3- إذا كانت المتغيرات المحددة مسبقا مرتبطة فان النموذج لن يكون جيد.
- 4- استخدام t لاختبار فرضيات لمقدرات DMCO افضل بكثير من مقدرات MCO.¹

¹ عدنان الصوني ، "محاضرات في الاقتصاد القياسي" ، جامعة صنعاء ، اليمن ، ص 9 - 1

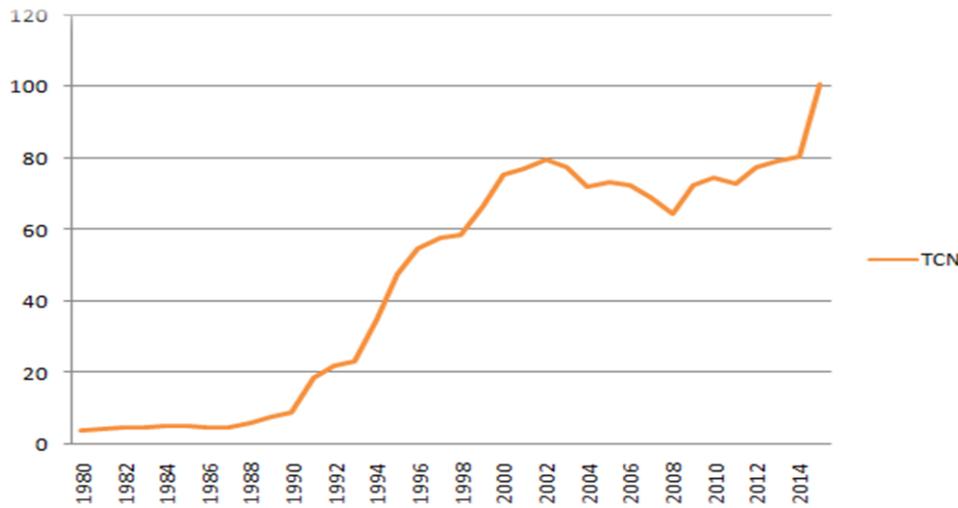
المبحث الثاني : دراسة متغيرات النموذج

المطلب الأول : دراسة أولية لمتغيرات النموذج

أولا : دراسة المتغير التابع (سعر الصرف)

عملة بلد ما هي رمز من رموز السيادة الوطنية لذلك يجب إن يعرف انتعاشا، وبالتالي فان سعر الصرف يبقى من أحد المواضيع المهمة بالنسبة للحكومة الجزائرية لما لها من اثر، وعليه سوف نقوم بدراسة سعر الصرف في الجزائر والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (02) : يوضح تطور سعر الصرف خلال في الجزائر خلال (1980-2015)



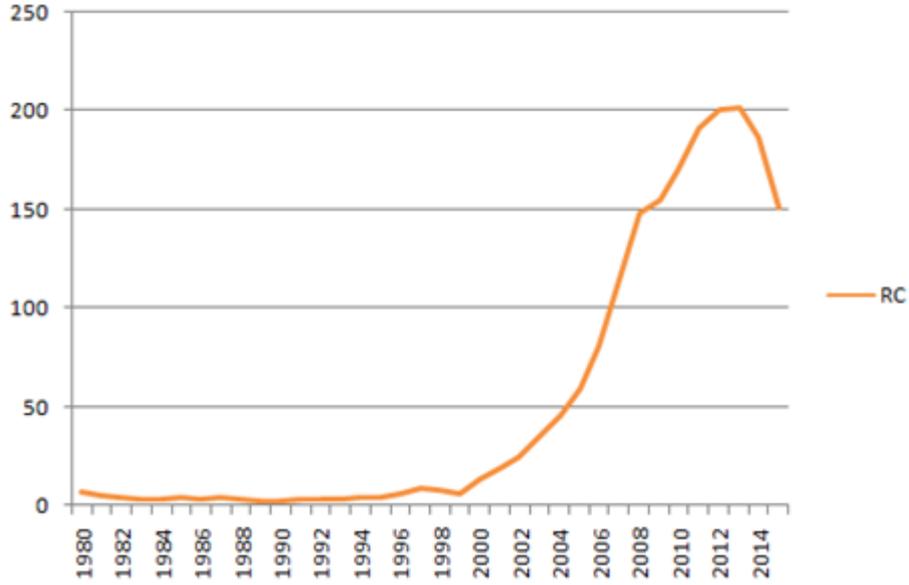
المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

من خلال الشكل رقم (02) نلاحظ التقلبات التي مر بها سعر صرف الدينار الجزائري منذ سنة 1980، ففي السنوات الأولى عرف انخفاض استمر إلى عام 1990 تم ارتفاع بشكل ملحوظ سنة 1991 إلى أن تأثر سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة لدولار بالأزمة المالية لسنة 2008 حيث نلاحظ أنه سجل انخفاض ملحوظ وصل إلى 64.58 في سنة 2008 حيث يفسر هذا بانخفاض قيمة العملة الأمريكية، ومن بعدها عاد سعر الصرف بالارتفاع من جديد إلى غاية 2015 .

ثانيا : دراسة تطور المتغيرات المفسرة

- متغيرة احتياطات الصرف :

الشكل (03) : يوضح تطور احتياطات الصرف في الجزائر خلال (1980-2015)

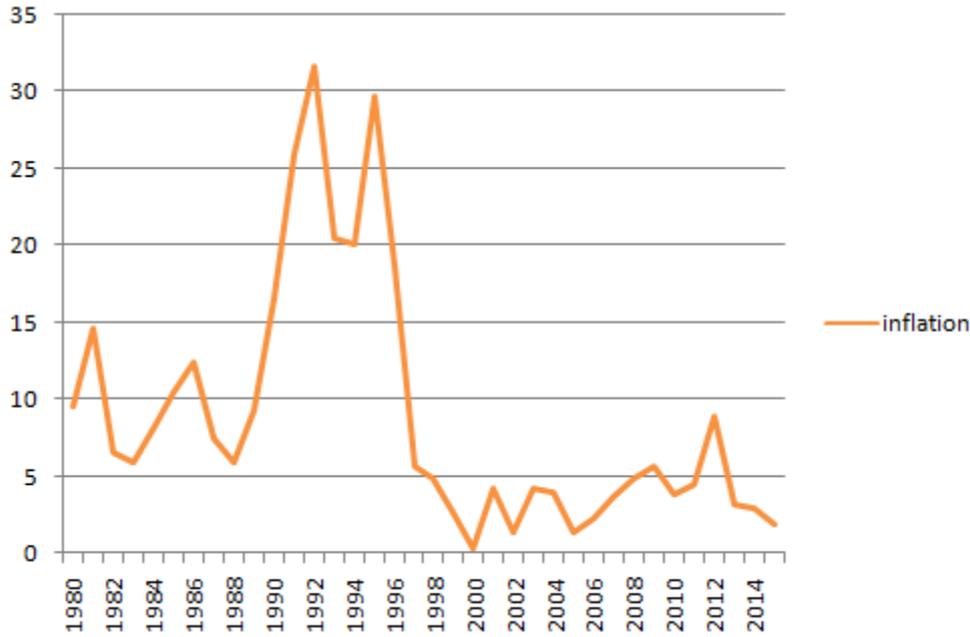


المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

نلاحظ من الشكل رقم (03) ان إحتياطات الصرف قد عرفت وتيرة منخفضة طيلة السنوات الـ20 الأولى من الدراسة ، وبدأت بالارتفاع منذ سنة 2000 وراجع ذلك إلى ارتفاع أسعار النفط حيث بلغت 201.44 مليار دولار سنة 2013 وبعدها بدأت بالانخفاض بعد أزمة البترول .

- متغيرة معدلات التضخم:

الشكل (04) : يوضح تطور معدلات التضخم في الجزائر خلال (1980-2015)



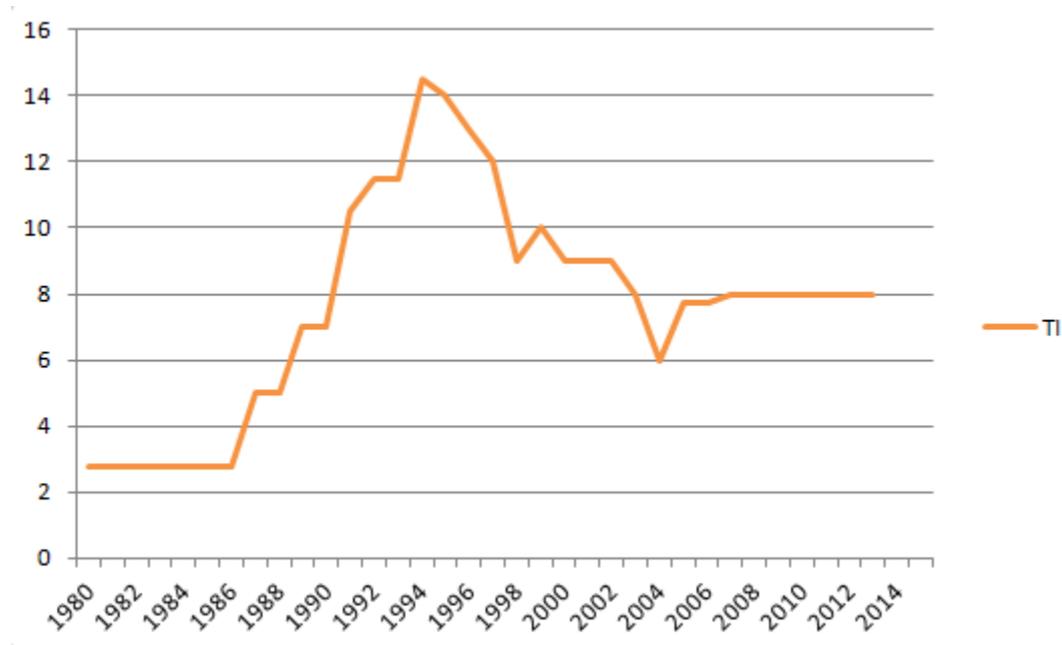
المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

من خلال الشكل رقم (04) نلاحظ إن المؤشر العام لأسعار الاستهلاك عرف تذبذبا متواصلة بين ارتفاع وانخفاض من بداية فترة الدراسة إلى غاية 1988، وعاود الارتفاع بمستويات عالية في السنوات الأولى من التسعينات ويرجع هذا الارتفاع إلى التخفيضات المتتالية للدينار التي قامت بها السلطات النقدية، وانخفض سنة 1996 ويرجع هذا الانخفاض إلى الإجراءات التي اتخذتها الحكومات المتعاقبة في إطار برنامج التعديل الهيكلي، تفسير عودة ارتفاع التضخم سنة 2001 إلى النمو في الكتلة النقدية بسبب انطلاق برنامج الانتعاش الاقتصادي. بحيث عرفت الفترة 2000-2011 معدلات الدنيا للتضخم وهذا لاستقرار سعر الصرف والاستقرار النقدي.

- للإشارة يتم استخدام فروق معدلات التضخم بين الجزائر و الو.م.أ .

- متغيرة أسعار الفائدة:

الشكل (05) : يوضح تطور أسعار الفائدة الرسمية في الجزائر خلال (1980-2015)



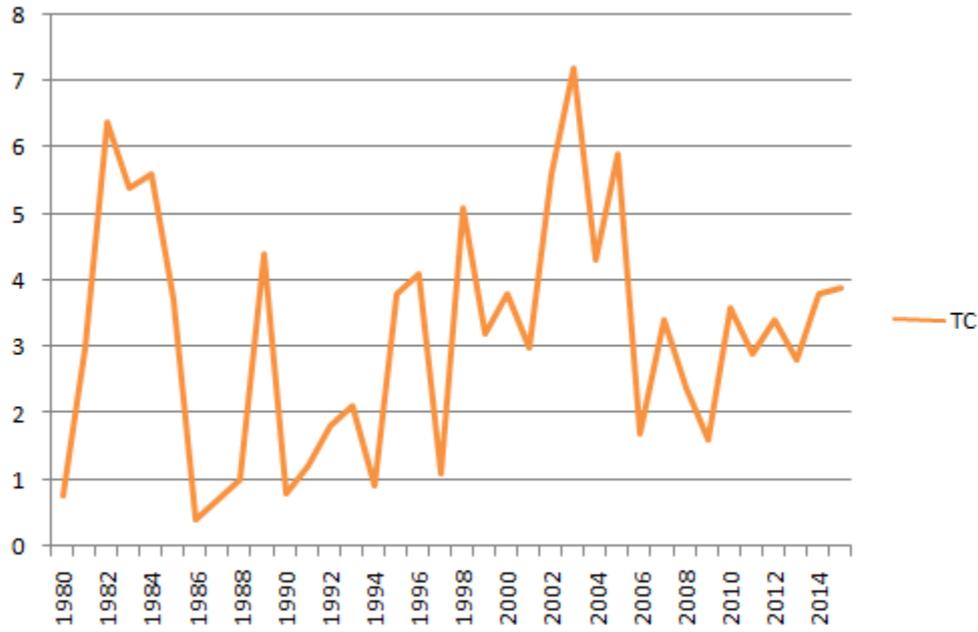
المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

نلاحظ أن سعر الفائدة يحدد من قبل السلطات النقدية حيث يبين الشكل أعلاه انه من بداية الفترة المدروسة إلى غاية 1990 مما يوحي إن الاقتصاد الجزائري كان يعاني من إختلال وهذا راجع إلى تدخل الدولة في كل مرة، وبين 1990-1994 عرف سعر الفائدة إرتفاع بما يعادل 15%، وفي سنة 1996 يشهد سعر الفائدة إنخفاض مستمر إلى يومنا هذا ويعود ذلك إلى إنخفاض في قيمة سعر الصرف لما يؤكد العلاقة الطردية بينهما.

للإشارة : يتم إستخدام فروق أسعار الفائدة بين الجزائر و الو م أ ، في الدراسة القياسية .

– متغيرة معدل النمو الاقتصادي :

الشكل (06) : يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي في الجزائر خلال (1980-2015)

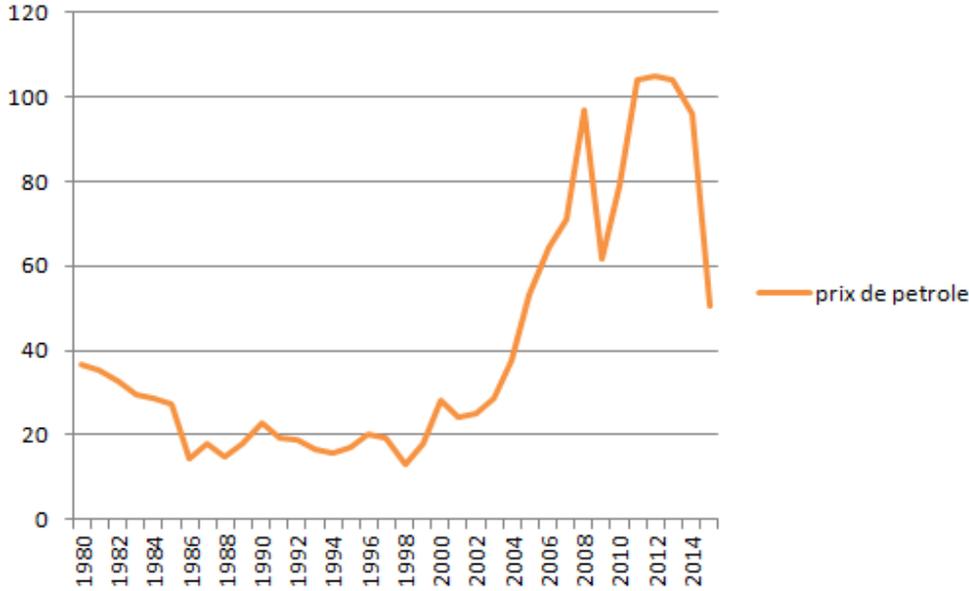


المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

من خلال ملاحظة الشكل رقم (06) نلاحظ أن النمو الاقتصادي في الجزائر يشهد تقلبات من فترة لأخرى وذلك راجع إلى الأوضاع العالمية التي يشهدها العالم اليوم من تغيرات أسعار البترول وما شابه ذلك , و بالتالي النمو الاقتصادي يتأثر بمعطيات الاقتصاد الدولي.

- متغيرة أسعار البترول :

الشكل (06) : يوضح تطور أسعار البترول في الجزائر خلال (1980-2015)

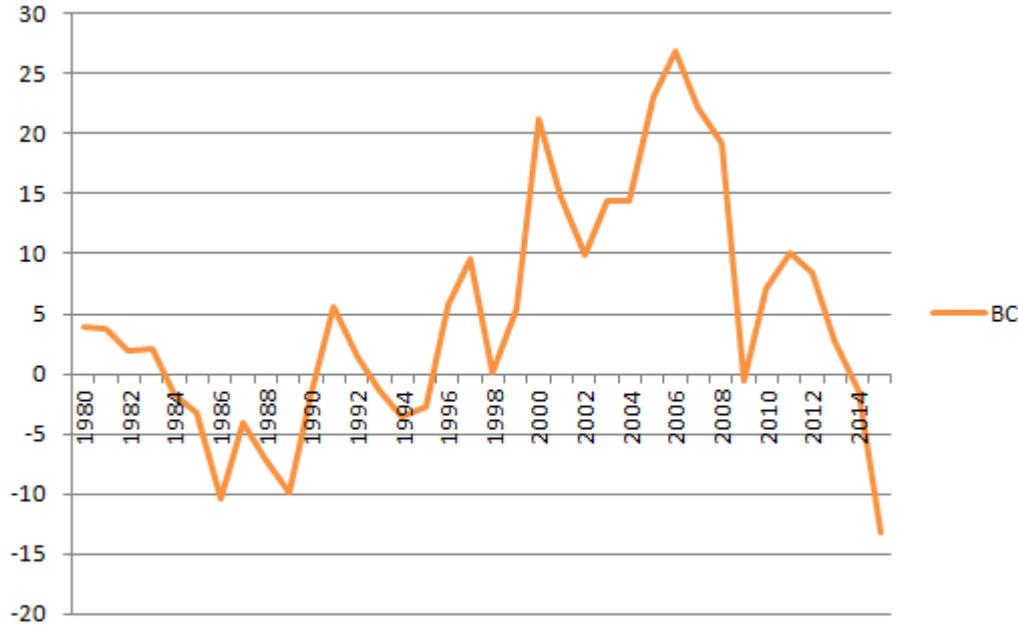


المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

باعتباره يمثل 98% من صادرات الجزائر ، نلاحظ من الشكل تغير أسعار البترول التي تنعكس على بدورها على رصيد الميزان التجاري ، حيث يظهر لنا الشكل أن أسعار البترول مرت بعدة فترات أهمها فترة 1986 حيث شهدت أدنى سعر ، ومع بداية القرن العشرين شهدت أسعار البترول ارتفاع متكرر حيث بلغت 105 دولار للبرميل سنة 2012 وهو أعلى مستوى ، وهو ما أثر على إحتياطات الصرف في الجزائر ، ومع بداية سنة 2014 شهدت أسعار البترول انخيارات كبيرة .

- متغيرة رصيد الميزان التجاري :

الشكل (06) : يوضح تطور أسعار البترول في الجزائر خلال (1980-2015)



المصدر: من إعداد الطلبة بإستعمال EXCEL2007

من خلال الشكل نلاحظ أن رصيد الميزان التجاري مر بعدة مراحل حيث في بداية فترة دراسة كان هناك فائض إلى غاية سنة 1984 كان هناك إنحيار كبير خصوصا في 1986 نتيجة أزمة البترول ، ومع نهاية سنوات التسعينات شهد إرتفاع وبلغ ذروته في 2007 نتيجة إرتفاع أسعار البترول ، وهو نفس العامل التي جعله يتدهور مرة أخرى بسبب إنخفاض أسعار البترول حيث نلاحظ من الشكل أنه سجل عجز كبير في سنة 2015 .

المطلب الثاني : تحديد درجة التباطؤ الزمني

اعتمدت مجموعة من المعايير لتحديد درجة التباطؤ الزمني، ولتحديد العدد الأمثل للتباطؤ الزمني نختار اقل قيمة للمعيارين (SC) و (AIC) وبعد التطبيق بإستخدام برنامج EViews تظهر النتائج في الجدول التالي :

الجدول رقم (01) : نتائج اختبار التباطؤ الزمني :

المتغيرات	Akaike IC	Schwarz C	درجة التباطؤ المثلى
سعر الصرف	6.105	6.149	P0
	6.07	6.11	
إحتياطات الصرف	9.06	9.24	P1
	9.23	9.41	
النمو الإقتصادي	4.31	4.35	P0
فروق التضخم	6.14	6.19	P0
	6.29	6.34	
رصيد الميزان التجاري	6.62	6.67	P0
	6.72	6.77	
أسعار البترول	7.93	7.97	P0
	8.11	8.16	
فروق أسعار الفائدة	3.30	3.35	P0

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

المطلب الثالث : اختبار إستقرارية متغيرات النموذج .

سيتم اختبار إستقرارية متغيرات النموذج بواسطة اختبار ديكي فولار البسيط وديكي فولار الصاعد:

تعريف إختبار ديكي-فولار (Dickey-Fuller, 1979) :

تهدف اختبارات ديكي - فولار البحث في الاستقرارية أو عدمها لسلسلة زمنية ما، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام، لعرض هذا الاختبار نبدأ بنموذج السير العشوائي الذي يسمى بنموذج الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى (1) AR والذي يكتب على الشكل :

$$Y_t = Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

يلاحظ أن معامل الانحدار يساوي الواحد 1، وهذا يؤدي إلى وجود مشكلة الجذر الوحدوي الذي يعني عدم استقرار بيانات السلسلة ، حيث يوجد هناك اتجاه في البيانات. لذا إذا قمنا بتقدير الصيغة التالية :

$$Y_t = \sigma_1 Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

واتضح ان $\sigma_1 = 1$ فإن المتغير Y ، يكون له جذر وحدوي ، ويعاني من مشكلة عدم الاستقرار

ويطرح Y_{t-1} من طرفي المعادلة نتحصل على الصيغة التالية :

$$\Delta Y_t = (\sigma_1 - 1) Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad ; \quad \sigma_1 - 1 = \lambda$$

حيث: $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$

$$\varepsilon_t = \Delta Y_t$$

وعندئذ يقال أن سلسلة الفروق من الدرجة الأولى مستقرة، ولذا فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من

الرتبة الأولى ونرمز لها ب $I(1)$.

أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق من الدرجة الثانية ، فإن السلسلة الأصلية تكون

متكاملة من الرتبة الثانية أي $I(2)$ ، إلى غاية الرتبة D .

وإذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال أنها متكاملة من الرتبة صفر أي $I(0)$

- دراسة إستقرارية متغيرات النموذج :

1- سعر الصرف :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة غير مستقرة .

وبعد تطبيق فروق الدرجة الثانية نحصل على :

الجدول رقم (02) : إختبار DF-GLS سلسلة سعر الصرف للفروق من الدرجة الثانية :

المتغير	مستوى المعنوية	القيم الحرجة لـ ADF	القيمة المحسوبة
سعر الصرف	1%	-3.77	-5.562260***
	5%	-3.19	
	10%	-2.89	

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول أن القيمة المحسوبة اصغر من القيم الجدولية عند مستوى دلالة 10% , 5% , 1% ، وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H0) مما يعني عدم وجود جذر وحدة أي أن سلسلة أسعار الصرف مستقرة و متكاملة من الدرجة الثانية .

¹ عبد اللطيف حسن شومان ، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل بإستعمال اختبارات جذور الوحدة ، العلوم الإقتصادية ، المجلد التاسع ، كلية الإقتصاد ، جامعة بغداد 2013 ، ص 180

2- إحتياطات الصرف : بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و

ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة مستقرة عند المستوى

الجدول رقم (03) : إختبار DF-GLS سلسلة إحتياطات الصرف :

المتغير	مستوى المعنوية	القيم الحرجة ل	القيمة المحسوبة
إحتياطات الصرف	1%	-3.639407	-4.535251
	5%	-2.951125	
	10%	-2.614300	

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول أن القيمة المحسوبة اصغر من القيم الجدولية عند مستوى دلالة 10% , 5% , 1% ،

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H0) مما يعني عدم وجود جذر وحدة أي أن سلسلة احتياطات الصرف مستقرة.

3- النمو الاقتصادي :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب

درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة مستقرة عند المستوى.

الجدول رقم (04) : إختبار DF-GLS سلسلة النمو الاقتصادي :

القيمة المحسوبة	القيم الحرجة ل ADF	مستوى المعنوية	المتغير
-3.515551	-3.77	1%	النمو الاقتصادي
	-2.19	5%	
	-2.89	10%	

المصدر : من إعداد الطلبة باستعمال برنامج Eviews

القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة 10% , 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H0) ومنه سلسلة النمو مستقرة .

4- فروق التضخم :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة غير مستقرة .

و بعد تطبيق فروق الدرجة الأولى نحصل على :

الجدول رقم (05) : إختبار DF-GLS سلسلة فروق التضخم :

القيمة المحسوبة	القيم الحرجة ل ADF	مستوى المعنوية	المتغير
-5.429793	-3.77	1%	فروق معدلات التضخم
	-2.19	5%	
	-2.89	10%	

المصدر : من إعداد الطلبة باستعمال برنامج Eviews

القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة , 1% 10% , 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H0) ، مما يعني عدم وجود جذر الوحدة أي أن سلسلة فروقات التضخم مستقرة، و متكاملة من الدرجة الاولى .

5- رصيد الميزان التجاري :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة غير مستقرة وبعد تطبيق فروق الدرجة الاولى نحصل على :

الجدول رقم (06) : إختبار DF-GLS سلسلة الميزان التجاري :

المتغير	مستوى المعنوية	القيم الحرجة ل	القيمة المحسوبة
		ADF	
رصيد الميزان التجاري	1%	-3.77	-5.715509
	5%	-2.19	
	10%	-2.89	

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة , 1% 10% , 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H0) . مما يعني عدم وجود جذر الوحدة أي أن سلسلة رصيد الميزان التجاري مستقرة، و متكاملة من الدرجة الاولى .

6- أسعار البترول :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة غير مستقرة و بعد تطبيق فروق الدرجة الاولى نحصل على :

الجدول رقم (07) : إختبار DF-GLS سلسلة أسعار البترول :

المتغير	مستوى المعنوية	القيم الحرجة ل	القيمة المحسوبة
ADF			
أسعار البترول	1%	-3.77	-4.462946
	5%	-2.19	
	10%	-2.89	

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة , 1% 10% , 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H0) . مما يعني عدم وجود جذر الوحدة أي أن سلسلة أسعار البترول مستقرة و متكاملة من الدرجة الاولى .

7- فروق أسعار الفائدة :

بعد تطبيق إختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار البسيط والصاعد DF و ADF ، وهذا حسب درجة التأخير (P) أظهرت نتائج الاختبارات أن السلسلة غير مستقرة وبعد تطبيق فروق الدرجة الاولى نحصل على :

الجدول رقم (08) : إختبار DF-GLS سلسلة فروق اسعار الفائدة :

المتغير	مستوى المعنوية	القيم الحرجة ل	القيمة المحسوبة
ADF			
فروق أسعار الفائدة	1%	-3.77	-5.769688
	5%	-2.19	
	10%	-2.89	

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية عند مستوى دلالة , 1% 10% , 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H0) . مما يعني عدم وجود جذر الوحدة أي أن سلسلة رصيد الميزان التجاري مستقرة و من الدرجة الاولى .

اختبار التكامل المشترك لـ Johansen:

السلاسل المتكاملة من نفس الدرجة يجب أن تخضع لاختبارات التكامل المتزامن وهذا لتجنب الانحدار الزائف عند التقدير في ظل وجود علاقات تكامل متزامن بين المتغيرات و من خلال اختبار الاستقرارية لسلاسل الزمنية لكل من فروق أسعار الفائدة وأسعار البترول والميزان التجاري وفروق التضخم نلاحظ أن هناك استقرار وتكامل بينهم من نفس الدرجة، وبالتالي فإن الشرط الأول لإجراء اختبار التكامل المتزامن بين السلسلتين متحقق. ومن خلال اختبار Johansen تبين لنا أن سلاسل الزمنية لا يوجد بينها تكامل مشترك عند مستوى معنوية 5% .

أنظر الملحق رقم (01)

المبحث الثالث : تقدير النموذج وتحليل النتائج .

المطلب الأول : صياغة النموذج

من أهم المراحل وأصعبها هي صياغة وبناء النموذج القياسي ، والنموذج الذي سنعمد عليه نموذج (2001) Taylor&Sarno الذي استخدم أيضا في دراسة كل من d'Adler و Mora (2011).

النموذج سيكون على الشكل التالي :

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 R_t + \alpha_2 X'_t + \varepsilon_t$$

وبتطبيق العلاقة السابقة على متغيرات الدراسة التي يمكن ان تؤثر في سعر الصرف ، سنقوم بتحديد

المتغيرات وترميزها كما يلي :

- ❖ Y: المتغير التابع ، ويتمثل في سعر الصرف TCH .
- ❖ R: المتغير المستقل ، ويتمثل في احتياطات الصرف RES .
- ❖ X': متغيرات المراقبة وتمثل في :
 - X-M رصيد الميزان التجاري .
 - CRO النمو الاقتصادي.
 - PETROL أسعار البترول.
 - DTI فروق اسعار الفائدة .
 - DIF فروق معدلات التضخم.
 - ε : حد الخطأ.

المطلب الثاني : تقدير النموذج وتحليل النتائج

سنقوم بتقدير النموذج القياسي لسعر الصرف وهذا باستعمال طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (DMCO) ، وسنقوم في تقدير النموذج على بيانات وإحصائيات كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والمراقبة ، وذلك باستخدام برنامج eviews وبعد إدخال البيانات إلى البرنامج الإحصائي تظهر النتائج كالتالي :

الجدول رقم (09) : نتائج تقدير فعالية تدخلات البنك المركزي في اسواق الصرف

المتغير	Coefficient
DDRESERV	-0.966002***
CROISS	3.671185***
BALANCEC	0.761572**
DIFFINFLA	-1.587790***
PETROL	0.237801**
TAUXINTERET	5.548191***
C	-2.436322
Test de normalité	0,366
Test Breusch-Godfrey	0,525
Test White	0,367
Test ARCH	0,414
Sargan / Hansen	0.525

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

معنوية عند المستوى 10% , 5% , 1% , ***/**/* , على الترتيب .

تحليل النتائج :

● إشارة احتياطات الصرف جاءت سالبة وهذا يدل على أنه هناك علاقة عكسية بين المتغير المستقل (الاحتياطات) والمتغير التابع (سعر الصرف) في الجزائر " عندما تكون زيادة في الاحتياطات تقابلها انخفاض في سعر الصرف " وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية .

حيث اذا تغير المتغير المفسر " الاحتياطات " بوحدة واحدة فإن سعر الصرف في الجزائر سيتغير ب - 0.966 % وحدة.

ويمكن القول أيضا أن بواسطة احتياطات الصرف تستطيع الدولة توجيه سياسة الصرف حسب الأهداف المرغوب فيها ودعم العملة الوطنية ، وقد شهدت المرحلة مابعد 1994 تغيرات في سعر الصرف في الجزائر إذ شهدت هذه الفترة نهاية " مرحلة تحديد سعر الصرف عن طريق جلسات التسعير " وكذلك تم تأسيس سوق الصرف ما بين البنوك ولكن هذا التوجه الجديد لم يمنع البنك المركزي من التدخل في سوق الصرف وفي هذه الحالة يقوم البنك المركزي بتثبيت سعر الصرف مع إمكانية تغييره وكانت هذه التغيرات يقوم بها البنك المركزي في المجمل عن طريق استخدام احتياطات الصرف وهذا ما تبينه نتائج الدراسة القياسية وهذا ما يوضح أن تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف عن طريق احتياطات الصرف كانت فعالة .

● بالنسبة لمعامل درجة النمو تظهر إشارته بشكل موجب أي أنه هناك علاقة طردية بين درجة النمو وسعر الصرف " كلما كانت هناك زيادة في درجة النمو كانت هناك زيادة في سعر الصرف وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية " وهذا راجع إلى تأثير درجة النمو على جلب رؤوس الأموال فحيث كلما إرتفعت درجة النمو كان هناك تفاؤل مما يؤثر بالإيجاب على سعر الصرف ، حيث كلما تغيرت درجة النمو الاقتصادي يتغير سعر الصرف ب 3.671 % وحدة .

● بالنسبة لمعامل الميزان التجاري جاءت إشارته موجبة وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية ، وهذا يدل على انه هناك علاقة طردية بين رصيد الميزان التجاري و سعر الصرف فكلما كانت الصادرات أكبر من الواردات كلما كانت هناك زيادة في سعر الصرف ، حيث اذا تغير رصيد الميزان التجاري بوحدة واحدة فان سعر الصرف سيتغير ب 0.761 %.

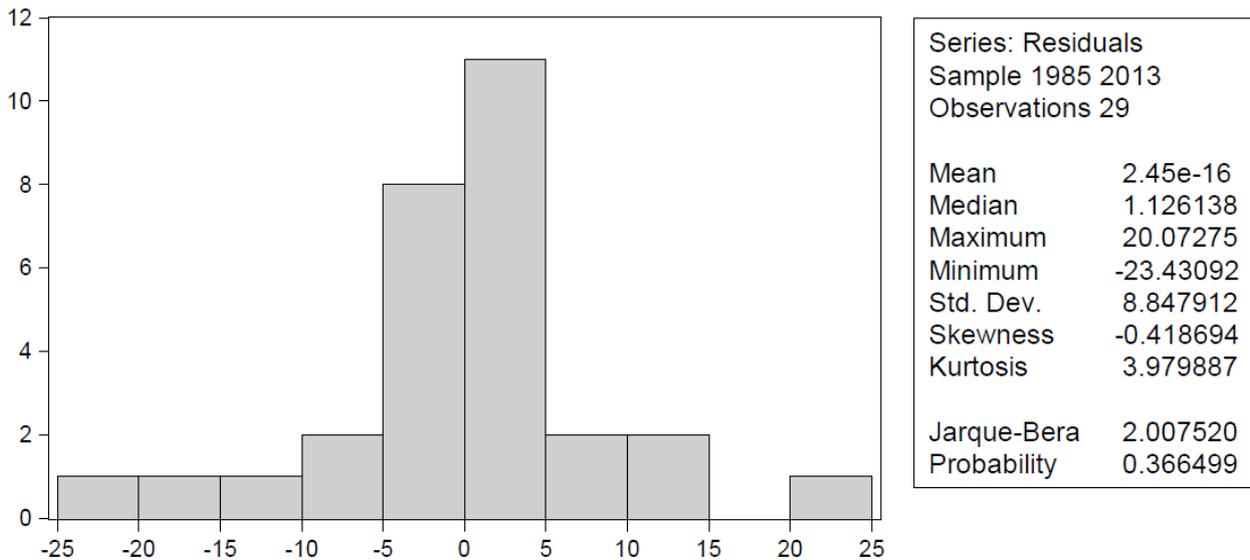
- بالنسبة لمعامل فروق التضخم نلاحظ ان اشارته سالبة وهذا يدل على انه هناك علاقة عكسية بين التضخم وسعر الصرف وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية حيث كلما كانت هناك زيادة في فروق التضخم كلما انخفض سعر الصرف ، حيث اذا تغير معامل فروق التضخم بوحدة واحدة فان سعر الصرف سيتغير بـ 1.587% وحدة.
- فيما يخص معامل أسعار البترول تظهر إشارته بشكل موجب وهو الذي يؤثر على رصيد الميزان التجاري في الجزائر باعتباره يغطي 98% من الصادرات .
- وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية فكلما تغير بوحدة واحدة سيتغير سعر الصرف بـ 0.237% وحدة .
- معامل فروق أسعار الفائدة " للإيداع " تظهر إشارتها موجبة وهذا يتفق مع المنطق الاقتصادي حيث ان هناك علاقة طردية بين أسعار الفائدة وسعر الصرف الذي يتأثر بشكل كبير بسعر الفائدة حيث اذا تغير سعر الفائدة بوحدة واحدة يتغير سعر الصرف بـ 5.548% .
- أظهرت نتائج تقدير النموذج على أن المتغيرات المفسرة والمراقبة لها تأثير بشكل متفاوت على سعر الصرف في الجزائر إذ أن تدخلات البنك المركزي الجزائري تعتمد بشكل كبير على إحتياطات الصرف باعتبار أن الجزائر من الدول النامية فإن معامل إحتياطات الصرف هو السياسة الأنسب للبنك المركزي .

المطلب الثالث : دراسة اختبارات النموذج (التخصيص ومدى ملائمة النموذج وأدوات النموذج)

تم دراسة البواقي بعد اختبارات :

1- Test de normalité لحدود الأخطاء les termes d'erreurs :

الجدول رقم (10) : Test de normalité لحدود الأخطاء



المصدر : من إعداد الطلبة باستعمال برنامج Eviews

احتمال احصائية Jarque-Bera يعادل $0,366 < 5\%$ وبالتالي يتم قبول فرضية العدم للتوزيع

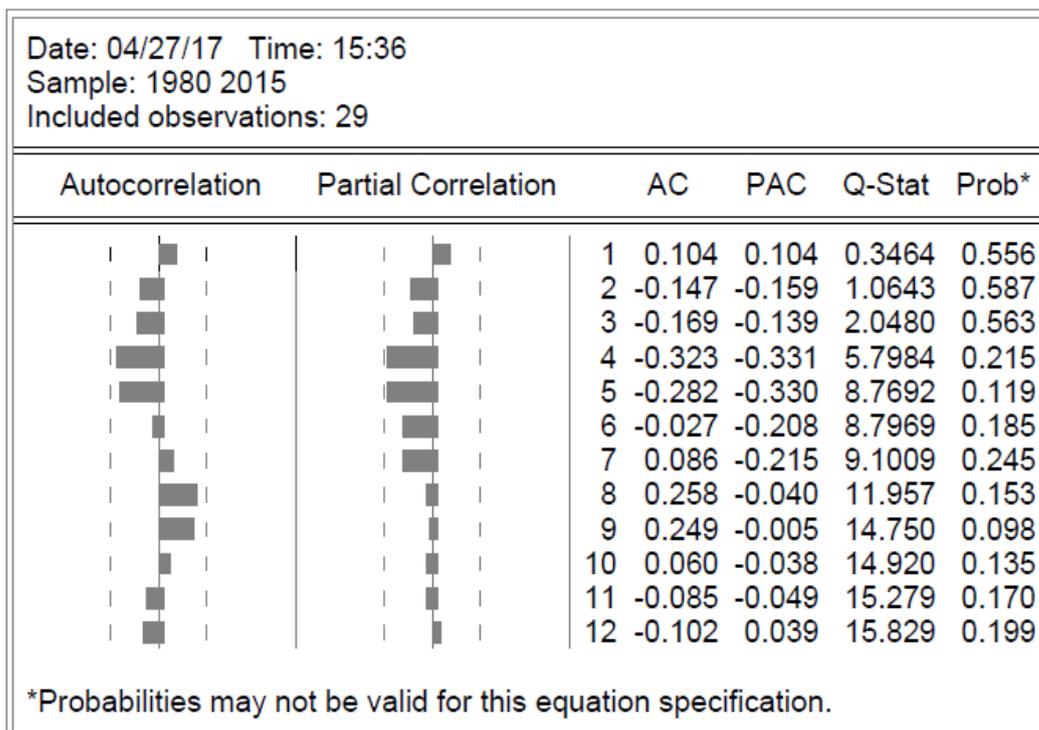
الطبيعي لحدود أخطاء البواقي.

2- اختبارات الارتباط الذاتي للأخطاء

أ- التمثيل البياني للبواقي للـ Q-Stat de Ljung-Box و Corrélogramme

الجدول رقم (11) : التمثيل البياني للبواقي .

Correlogram of Residuals



المصدر : من إعداد الطلبة باستعمال برنامج Eviews

نلاحظ غياب الارتباط الذاتي للأخطاء وهذا ما تأكده احتمال احصائية Q-Stat de Ljung-Box

ب- اختبار Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
Obs*R-squared	1.287447	Prob. Chi-Square(2)	0.5253

يعادل احتمال اختبار Breusch-Godfrey $0,525 < 5\%$ وبالتالي قبول فرضية العدم

لغياب الارتباط الذاتي لحدود أخطاء البواقي.

3- اختبار عدم ثبات تباين حدود الأخطاء **Test d' hétéroscédasticité**

نستخدم اختبار White (1980) لاختبار عدم ثبات تباين حدود الأخطاء

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	8.559546	Prob. F(27,1)	0.2649
Obs*R-squared	28.87506	Prob. Chi-Square(27)	0.3670
Scaled explained SS	24.75951	Prob. Chi-Square(27)	0.5879

- يعادل احتمال اختبار White 0,367 وهو أكبر من 0,05 أو 5% وهذا يعني قبول فرضية عدم d'homoscédasticité لبواقي التقدير أو حدود الأخطاء.

4- اختبار **Test ARCH** :

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.838845	Prob. F(2,24)	0.4445
Obs*R-squared	1.764084	Prob. Chi-Square(2)	0.4139

فرضية عدم لغياب أثر ARCH تم قبولها وبالتالي عدم وجود عدم ثبات تباين حدود الأخطاء الشرطية في صورة الانحدار الذاتي للأخطاء، الاحتمال المرافق لاختبار ARCH يساوي 0,414.

5- اختبار **Sargan / Hansen (1982)** لمدى ملائمة أدوات النموذج **Test**

de validité des instruments

تشير القيمة الإحصائية لاختبار Sargan / Hansen لمدى ملائمة أدوات النموذج والتي تعادل 0.525 إلى عدم رفض فرضية عدم H_0 لهذا الاختبار، والتي تتمثل في صلاحية كل من المتغيرات المساعدة وإلى عدم وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، مما يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسلياً، وهذا ما يؤكد أيضاً صلاحية المتغيرات المساعدة في التقدير من ناحية أخرى.

خلاصة الفصل :

سمحت لنا النظريات الاقتصادية والدراسات السابقة بتحديد جملة من العوامل والسياسات التي يتخذها البنك المركزي في تدخلاته في أسواق الصرف وذلك لما توفر لنا من معطيات إقتصادية وقد تمثلت هذه المتغيرات في: سعر الصرف ، إحتياطيات الصرف ، أسعار الفائدة .

وتم الاستعانة بمتغيرات مساعدة معدلات التضخم ، معدلات النمو الاقتصادي ، رصيد الميزان التجاري و أسعار البترول.

حيث قمنا من خلال هذا الفصل بإجراء دراسة قياسية لتدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف ومدى فعاليتها وبعد إلقاء نظرة على علاقة بين المتغيرات وأسعار الصرف ، توصلنا إلى صياغة نموذج الخاص بتدخلات البنك المركزي ، وذلك بعد إجراء دراسة أولية و دراسة إستقرارية المتغيرات .

باستخدام نموذج DMCO تم تقدير النموذج ، أين توصلنا في الأخير إلى أن التدخل في أسواق الصرف بواسطة إحتياطيات الصرف لها فعالية في حالة الجزائر .

الختامة

الخاتمة العامة

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الأدوات المستخدمة من طرف البنك المركزي لاستقرار أسعار الصرف وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية التالية ما مدى فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف؟

ولذلك قمنا بتقسيم بحثنا إلى :

الفصل الأول : حيث قمنا باستعراض الإطار النظري للبنك المركزي وذلك من خلال مفهومه ، وظائفه، خصائصه ، واستقلاليته التي تعد مهمة جد حيث لها تأثير كبير على مدى فعالية تدخلات البنك المركزي ، إضافة إلى عرض مفهوم السياسة النقدية وأدواتها وفعاليتها باعتبارها من الأدوات التي يتدخل بها البنك المركزي في أسواق الصرف .

الفصل الثاني: من خلال هذا الفصل قمنا بعرض الأدبيات والمفاهيم الأساسية لسعر الصرف تعريفه ، أنواعه ، وكذا الأسواق التي تنظمه وقواعد التعامل فيها والمتدخلون فيه ، والنظريات المحددة له ، ومن جهة أخرى قمنا بعرض أهم الأنظمة لسعر الصرف وأهم التدخلات التي يقوم بها البنك المركزي في كل نظام حيث استخلصنا يتدخل البنك المركزي عن طريق مجموعة من السياسات والأدوات:

- سياسة التخفيض تعتبر إجراء لاسترجاع القيمة الحقيقية للعملة .

- الرقابة على الصرف هي إجراء تتخذه الدولة بغرض أن ترفع سعر صرف عملتها في أسواق الصرف

- سياسة استخدام احتياطات الصرف ، وذلك عن طريق بيع وشراء العملة الأجنبية للتأثير في سعر الصرف .

- سياسة استخدام سعر الفائدة. عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة.

- سياسات التعقيم وذلك من خلال بيع أو شراء الأصول المالية بالعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية بغرض عدم المساس بالأساس النقدي.

وفي الأخير استعرضنا الأزمات الناتجة عن انهيار أسعار الصرف وتم تفسير نشوب أزمات الصرف عن طريق ثلاث مدارس :

- مدرسة الجيل الأول **Krugman** : تنسب الأزمات في سعر الصرف لعدم الاتساق بين سياسة تثبيت سعر الصرف وأساسيات الاقتصاد الكلي fondamentaux économiques
- مدرسة الجيل الثاني : تكون غير متوقعة، وتسمى أيضا الأزمات ذاتية التحقق Auto-réalisatrices.
- مدرسة الجيل الثالث : ترتبط أزمات الصرف بالأزمات المصرفية وتسمى بالأزمة التوأمية.

وعرضنا المخاطر التي تنتج عن هذه الأزمات أهم طرق معالجة أزمات الصرف التي يقوم بها البنك المركزي.

الفصل الثالث : والذي يهتم بدراسة القياسية لفعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين لأنها تنتج مقدرات متقاربة ومتناسقة ، وقمنا باختيار حالة الجزائر في الفترة الممتدة من 1980 إلى غاية 2015 ، باستعمال المتغيرات سعر الصرف ، احتياطات الصرف ، الميزان التجاري ، أسعار البترول ، فروق أسعار التضخم وفروق أسعار الفائدة بين الجزائر والولايات المتحدة باعتبار ان احتياطات سعر الصرف بالدولار الأمريكي ودرجة النمو الاقتصادي .

وقبل استخدام نموذج Taylor&Sarno(2001)قمنا بدراسة أولية لمتغيرات النموذج و استقراريتها حيث كان بعضها مستقرا والبعض الآخر مستقرا بعد فروق الدرجة الأولى .

وبعد عرض نتائج التقدير فعالية تدخلات البنك المركزي فكانت أهم النتائج المتوصل إليها :

✓ يتأثر سعر الصرف بمتغيرات المفسرة والمراقبة وفق النظرية الاقتصادية ، حيث أن احتياطات الصرف تؤثر على سعر الصرف وفق النظرية الاقتصادية حيث تجمعهم علاقة عكسية فكلما انخفضت الاحتياطات كانت هناك زيادة في سعر الصرف ، وهذا ما أوضحته الدراسة القياسية أنه في الجزائر يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف مستعملا إحتياطات الصرف وأظهرت الدراسة أن هذه التدخلات كانت فعالة وحققنا الأهداف المرغوب فيها في توجيه سعر الصرف .

✓ يتأثر سعر الصرف بسعر الفائدة حيث انه هناك علاقة طردية بينهما يحدث ذلك في البلدان المتقدمة حيث تؤثر أسعار الفائدة على القروض والاستثمار وأسواق السندات والأسواق المالية وتدفقات رؤوس

الأموال ومحفظة الأوراق المالية وبالتالي على سعر الصرف أما في الدول النامية فأن البنوك المركزية تستخدم احتياطات الصرف للتأثير بشكل أكبر على سعر الصرف من خلال الدفاع عن قيم العملة باستخدام العملات الأجنبية في سوق الصرف بالرغم من وجود علاقة قوية التأثير بين سعر الفائدة وسعر الصرف.

✓ شهدت أسعار البترول تغيرات كثيرة وهو ما أثر بشكل مباشر على رصيد الميزان التجاري وذلك باعتباره انه يغطي 98% من صادرات الجزائر ، وهذا يؤثر على احتياطات سعر الصرف التي بدورها تعد سياسة للتدخل في أسواق الصرف كما اشرنا سابقا .

✓ تظهر نتائج التقدير أن درجة النمو هي الأخرى لها تأثير مباشر على سعر الصرف حيث أن إشارتها تظهر موجبة وهو ما يؤكد أن درجة النمو تأثير في جلب رؤوس الأموال الأجنبية للجزائر .
وفي الأخير يمكن القول أن البنك المركزي الجزائري وفق بدرجة كبيرة في تطبيق سياساته لاستقرار أسعار الصرف حيث تظهر النتائج أن هناك هذه سياسات كانت فعالة .

● اختبار الفرضيات :

✓ الفرضية الأولى : صحيحة ، تعد استقلالية البنك المركزي مهمة جدا حتى يقوم البنك المركزي بدوره في أسواق الصرف .

✓ الفرضية الثانية : صحيحة ، يتدخل البنك المركزي في أسواق الصرف عن طريق احتياطات سعر الصرف وهو ما أظهرته لنا الدراسة القياسية ، إذ يعتبر من أهم السياسات في الدول النامية في توجيه سعر الصرف

✓ الفرضية الثالثة : صحيحة ، تعتبر سياسة أسعار الفائدة مهمة جدا في التدخلات التي يقوم بها البنك المركزي خصوصا في الدول المتقدمة .

● التوصيات :

✓ يجب المحافظة على استقرار أسعار الصرف وذلك لما له من علاقة بالمؤشرات الاقتصادية الأخرى.

✓ ضرورة تدخل البنك المركزي ومراقبة ومتابعة أسعار الصرف ومحاولة الحفاظ على استقراره .

✓ الابتعاد قدر الإمكان عن القرارات الإدارية لتحديد سعر الصرف والاعتماد على المؤشرات

الاقتصادية ذات الأثر المباشر عليه ، وذلك لتحقيق مرونة أكبر في سعر الصرف.

قائمة المراجع

الكتب :

- أحمد الطلفاح ، الأزمات المالية و أزمات سعر الصرف وأثرهما على التدفقات المالية ، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت
- أحمد مندور، مقدمة في الاقتصاد الدولي ، دار الجامعة الجديدة ، بيروت ، 1990
- اسامة محمد الفولي ، مجدي شهاب ، العلاقات الاقتصادية الدولية ،الدار الجامعة الجديدة ، القاهرة ، 1997
- إسماعيل أحمد الشناوي وآخرون ، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار الجامعة، مصر ، 2000
- البكري وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي. الدار الجامعة، الاسكندرية، 2000
- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات) ، ط2، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2011
- باري سيجل ، النقود و البنوك و الاقتصاد، ترجمة طه عبد الله منصور و آخرون ، دار المريخ 1984 للنشر ، الرياض
- بخارز يعدل فريدة ، تقنيات و سياسات التسيير المصرفي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 200
- حسين علي بخيت وسحر فتح الله ، "اليازوري العلمية" ، عمان"، الأردن، 2007،
- دومينيك سلفاتور ، نظرية سلسلة شوم ، نظريات ومسائل الاقتصاد الدولي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 1992
- رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع،الجزائر
- رحيم حسين، الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع،الجزائر ، 2008
- زكريا الدوري وآخرون "البنوك المركزية والسياسية النقدية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن 2006
- زينب حسين عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر ، 2007
- سليمان ناصر،علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية ،مكتبة الريام ، ط1 ، الجزائر ، 2006

- شقيري نوري موسى وآخرون ، المؤسسات المالية المحلية والدولية، ط ، دار المسيرة ، الاردن ، 2009
- شوقي جباري ، حمزة العوادي جامعة ام البواقي مقال ، “سياسة استهداف التضخم كإطار لاداة السياسة النقدية” 2014
- صبحي تادرس قريصة، النقود والبنوك. دار النهضة العربية، بيروت، 1984
- ضياء مجيد موسوي ، اقتصاديات النقود والبنوك. مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2002
- عادل أحمد حشيش ، العلاقات الاقتصادية الدولية ، الدار الجامعية للنشر ، الاسكندرية ، الطبعة 2000
- عبد اللطيف حسن شومان ، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل بإستعمال اختبارات جذور الوحدة ، العلوم الإقتصادية ، المجلد التاسع ، كلية الإقتصاد ، جامعة بغداد 2013
- عبد المجيد قدي ، المدخل الى السياسات الكلية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2003
- عبد النعيم مبارك، نعمة الله نجيب، محمود يونس، ، مقدمة في اقتصاديات النقود والصيرفة والسياسات النقدية.الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999
- عرفان الحسني ، الاقتصاد السياسي لأزمة الأسواق المالية والإدارية الدولية ، عمان ،الأردن ، 2003
- عطية عبد الواحد، دور السياسة المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، التوزيع العادل للدخول في التنمية الاجتماعية، ضبط التضخم، دار النهضة العربية، مصر، 1993
- فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي- توزيع المداخليل النقود والائتمان-. دار الحداثة، بيروت، 1987
- فرانسيس جيرونيلام ، ترجمة محمد غريب ، محمود سعيد الفاخري ،الإقتصاد الدولي ،منشورات جامعة قار يونس ، بنغازي 1991
- فرنسوا الور، ترجمة حسين الضيقة ، الاسواق الدولية للراساميل ،المؤسسة الجامعية للدراسة والنشر ، 1991
- فلاح الحسن الحسني آخرون ، إدارة البنوك ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2008
- كامل البكري وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي. الدار الجامعية،الاسكندرية، 2000

- كميل الساري ، الإختلالات البنوية والسياسات النقدية و المالية الدولية ، الأسباب الحقيقية ، ترجمة الدكتور : كمال مرعاش .
- محمد الناشر ، التجارة الداخلية والخارجية ، منشورات جامعة حلب ، سوريا ، 1997
- محمد سعيد انور سلطان ، ادارة البنوك ، دار الجامعة الجديدة ، الازارطية مصر 2005
- محمد شيخي ، " طرق الاقتصاد القياسي " ، دار الحامد ط 1 ، الجزائر
- عدنان الصوني ، " محاضرات في الاقتصاد القياسي " ، جامعة صنعاء ، اليمن
- محمود مجدي شهاب ، اقتصاديات النقود والمال ، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية مصر ، 2000
- مدحت صادق ، النقود الدولية وعمليات الصرف الاجنبي ، دار الغريب للطباعة والنشر ، القاهرة ، 1997
- مصطفى رشدي شيحة ، الاقتصاد النقدي والمصرفي . الدار الجامعية للطباعة والنشر ، بيروت، 1981
- معجم العلوم الاجتماعية، إعداد نخبة من الأساتذة العرب المختصين، الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1975
- نبيل حشاد، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، لبنان 1994

الملتقيات والمجلات والمقالات :

- بحوصي مجدوب ، استقلالية البنك المركزي ، بين قانون 10/90 والامر 10/03 ، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية ، المركز الجامعي بشار ، الجزائر 24-25 أبريل .
- شوقي جباري ، حمزة العوادي جامعة ام البواقي مقال ، سياسة استهداف التضخم كإطار لاداة السياسة النقدية 2014
- مقال على الانترنت :

www.kau.edu.sa/Files/0053859/Subjects/10621380.doc

- ياسر المشعل ، مقال على الانترنت :

http://www.dampress.net/mobile/?page=show_det&category_id=12&id

=31589

- روبا دوتاغويتا وآخرون ، التحرك نحو مرونة الصرف ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي ، 2006

قائمة الرسائل والأطروحات :

- مولاي بوعلام ، "سياسات سعر الصرف في الجزائر " ، رسالة ماجستير ، جامعة الجزائر ، 2005
- بن عيني رحيمة ، "سياسة سعر الصرف وتحديدته" ، أطروحة الدكتوراة ، جامعة تلمسان ، 2014
- بن مصطفى بن عبد القادر ، ادارة سعر الصرف ونظرية تعادل القوة الشرائية ، مذكرة ماجتسر ، جامعة أبي بكر بلقايد ، الجزائر ، 2010
- جديدين لحسن ، "تسيير خطر الصرف نموذج التكامل المتزامن" رسالة ماجستير ، جامعة تلمسان ، 2003
- عجلان صباح ، "استقلالية البنك المركزي ودورها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي" دراسة حالة بنك الجزائر خلال (1997-2007) ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة بسكرة ، الجزائر ، 2008 ، ص 65 .
- مينة خرياش ، أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الاوراق المالية ، دراسة حالة بورصتي عمان وزالسعودية لفترة 2010 مذكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ، 2012

قائمة المراجع باللغة الفرنسية :

André Cartapanis "Le déclenchement de grises de change" A paraître - in économie internationale, la revue du CepII 2002

- BERNARD GHILLCHON, ANNIE KAWECKI, « économie international (commerce et macroéconomie) », réf op cité

JOSETTE PEYRARD, Gestion financière international, 5e édition, - librairie vuibert, paris, 1999

PATRICE FONTAINE, « gestion du risque de change » ED - economica, paris 1996. 200

PAUL KRUGMAN, MAURICE OBSTFELD, « l'économie - international » 3éme édition, deboeck, 2001.

- ROBERT LAFERNCE, LAWRENCE SCHEMBRE, Revue de la banque du canada, «parité du pouvoir d'achat (définition, interprétation)», octobre 2002
- XAVIER BRUCKERT, DIBIER MARTEAU, DAHLIA TANG, « le marché de change et la zone franc ». réf. op. cité
- Madura Jeff, international corporate finance, 8th ed, Thomson south western, USA, 2006.
- Gestion financière internationale, 3ème édition .-Peryard Josette V ubert. Paris, 1995,

قائمة المراجع باللغة الانجليزية

- JACOB A.FRENKEL, «journal of international economic, purchasing power parity doctrinal perspectives and evidence from the 1920)» Chicago, USA, June 1977

الملاحق

الملحق رقم: (01) اختبار جوهنسون للتكامل المشترك .

Johansen Cointegration Test

Date: 04/27/17 Time: 17:13				
Sample (adjusted): 1982 2013				
Included observations: 32 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: TAUXINTERET PETROL DIFFINFLA BALANCEC				
Lags Interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.445942	40.81404	47.85613	0.1947
At most 1	0.423474	21.91850	29.79707	0.3030
At most 2	0.121367	4.294962	15.49471	0.8783
At most 3	0.004818	0.154545	3.841466	0.6942
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michells (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.445942	18.89555	27.58434	0.4226
At most 1	0.423474	17.62354	21.13162	0.1446
At most 2	0.121367	4.140418	14.26460	0.8442
At most 3	0.004818	0.154545	3.841466	0.6942
Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michells (1999) p-values				
Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11*b-I):				
TAUXINTERET	PETROL	DIFFINFLA	BALANCEC	
-0.375158	0.009737	0.220095	0.056148	
-0.041309	0.016542	0.006457	0.106709	
0.317306	0.002306	0.000373	-0.009659	
0.117768	0.049291	-0.037032	-0.114813	
Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):				
D(TAUXINTER	0.263819	-0.328900	-0.304170	0.042030
D(PETROL)	-2.262881	2.506152	0.812020	0.613471
D(DIFFINFLA)	-1.508983	-0.019022	-1.564183	-0.051148
D(BALANCEC)	-1.826197	-1.964734	0.808076	0.298523
1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -352.8679				
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)				
TAUXINTERET	PETROL	DIFFINFLA	BALANCEC	
1.000000	-0.025954	-0.586673	-0.229631	
	(0.03075)	(0.08307)	(0.08449)	
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)				
D(TAUXINTER	-0.098974			
	(0.08923)			
D(PETROL)	0.848937			

Johansen Cointegration Test

D(DIFFINFLA)	(0.75307)		
	0.566106		
D(BALANCEC)	(0.35691)		
	0.685111		
	(0.44836)		
2 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-344.0561
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
TAUXINTERET	PETROL	DIFFINFLA	BALANCEC
1.000000	0.000000	-0.613143	-0.066515
		(0.10299)	(0.09970)
0.000000	1.000000	-1.019899	6.284860
		(2.09305)	(2.02618)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
D(TAUXINTER)	-0.085387	-0.002872	
	(0.08641)	(0.00439)	
D(PETROL)	0.745328	0.019456	
	(0.73452)	(0.03736)	
D(DIFFINFLA)	0.566892	-0.015007	
	(0.35906)	(0.01826)	
D(BALANCEC)	0.766272	-0.050281	
	(0.42698)	(0.02171)	
3 Cointegrating Equation(s):		Log likelihood	-341.9859
Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)			
TAUXINTERET	PETROL	DIFFINFLA	BALANCEC
1.000000	0.000000	0.000000	-0.076014
			(0.20761)
0.000000	1.000000	0.000000	6.269060
			(1.80165)
0.000000	0.000000	1.000000	-0.015492
			(0.37526)
Adjustment coefficients (standard error in parentheses)			
D(TAUXINTER)	-0.181902	-0.003574	0.055170
	(0.10899)	(0.00427)	(0.04868)
D(PETROL)	1.002987	0.021330	-0.476533
	(0.95640)	(0.03750)	(0.42722)
D(DIFFINFLA)	0.070567	-0.018617	-0.332864
	(0.44404)	(0.01741)	(0.19835)
D(BALANCEC)	1.022679	-0.048416	-0.418251
	(0.55233)	(0.02166)	(0.24672)

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (02) اختبار DF-GLS لفروق أسعار الفائدة .

DF-GLS Unit Root Test on D(TAUXINTERET)

Null Hypothesis: D(TAUXINTERET) has a unit root					
Exogenous: Constant, Linear Trend					
Lag Length: 0 (Fixed)					
				t-Statistic	
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic				-5.769688	
Test critical values:	1% level			-3.770000	
	5% level			-3.190000	
	10% level			-2.890000	
*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1)					
Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 32					
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals					
Dependent Variable: D(GLSRESID)					
Method: Least Squares					
Date: 04/27/17 Time: 16:29					
Sample (adjusted): 1982 2013					
Included observations: 32 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	GLSRESID(-1)	-1.034260	0.179258	-5.769688	0.0000
	R-squared	0.517761	Mean dependent var		0.017103
	Adjusted R-squared	0.517761	S.D. dependent var		1.826110
	S.E. of regression	1.268113	Akaike info criterion		3.343689
	Sum squared resid	49.85146	Schwarz criterion		3.389493
	Log likelihood	-52.49902	Hannan-Quinn criter.		3.358872
	Durbin-Watson stat	1.985057			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (03) اختبار DF-GLS لسعر الصرف .

DF-GLS Unit Root Test on D(TAUXCH,2)

Null Hypothesis: D(TAUXCH,2) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Fixed)				
				t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic				-5.562260
Test critical values:	1% level			-3.770000
	5% level			-3.190000
	10% level			-2.890000
*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1) Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 33				
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals Dependent Variable: D(GLSRESID) Method: Least Squares Date: 04/27/17 Time: 16:19 Sample (adjusted): 1983 2015 Included observations: 33 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-1.091385	0.196213	-5.562260	0.0000
R-squared	0.490305	Mean dependent var	0.398506	
Adjusted R-squared	0.490305	S.D. dependent var	8.115019	
S.E. of regression	5.793551	Akaike info criterion	6.381202	
Sum squared resid	1074.088	Schwarz criterion	6.426551	
Log likelihood	-104.2898	Hannan-Quinn criter.	6.396461	
Durbin-Watson stat	1.863305			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (04) اختبار DF-GLS لاحتياطات الصرف .

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on RESERV

Null Hypothesis: RESERV has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Fixed)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.535251	0.0009
Test critical values:	1% level		-3.639407	
	5% level		-2.951125	
	10% level		-2.614300	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RESERV) Method: Least Squares Date: 04/27/17 Time: 16:51 Sample (adjusted): 1982 2015 Included observations: 34 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESERV(-1)	-0.261233	0.057601	-4.535251	0.0001
D(RESERV(-1))	2.560870	0.406005	6.307490	0.0000
C	0.136734	4.574355	0.029892	0.9763
R-squared	0.585063	Mean dependent var		0.284412
Adjusted R-squared	0.558293	S.D. dependent var		31.84055
S.E. of regression	21.16157	Akaike info criterion		9.026348
Sum squared resid	13882.17	Schwarz criterion		9.161027
Log likelihood	-150.4479	Hannan-Quinn criter.		9.072277
F-statistic	21.85504	Durbin-Watson stat		1.680309
Prob(F-statistic)	0.000001			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (05) اختبار DF-GLS لأسعار البترول

DF-GLS Unit Root Test on D(PETROL)

Null Hypothesis: D(PETROL) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Fixed)					
				t-Statistic	
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic				-4.462946	
Test critical values:	1% level			-3.770000	
	5% level			-3.190000	
	10% level			-2.890000	
*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1) Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 34					
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals Dependent Variable: D(GLSRESID) Method: Least Squares Date: 04/27/17 Time: 16:36 Sample (adjusted): 1982 2015 Included observations: 34 after adjustments					
	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
	GLSRESID(-1)	-0.889905	0.199399	-4.462946	0.0001
R-squared	0.374032	Mean dependent var		-1.057204	
Adjusted R-squared	0.374032	S.D. dependent var		17.44270	
S.E. of regression	13.80034	Akaike info criterion		8.116234	
Sum squared resid	6284.832	Schwarz criterion		8.161127	
Log likelihood	-136.9760	Hannan-Quinn criter.		8.131544	
Durbin-Watson stat	1.773361				

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (06) اختبار DF-GLS فروق معادلات التضخم .

DF-GLS Unit Root Test on D(DIFFINFLA)

Null Hypothesis: D(DIFFINFLA) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Fixed)				
				t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic				-5.429793
Test critical values:	1% level			-3.770000
	5% level			-3.190000
	10% level			-2.890000
*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1)				
Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 34				
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals				
Dependent Variable: D(GLSRESID)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 16:58				
Sample (adjusted): 1982 2015				
Included observations: 34 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-0.940446	0.173201	-5.429793	0.0000
R-squared	0.471849	Mean dependent var		-0.020523
Adjusted R-squared	0.471849	S.D. dependent var		7.649728
S.E. of regression	5.559360	Akaike info criterion		6.297814
Sum squared resid	1019.914	Schwarz criterion		6.342707
Log likelihood	-106.0628	Hannan-Quinn criter.		6.313124
Durbin-Watson stat	1.841955			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (07) اختبار DF-GLS للنمو الإقتصادي .

DF-GLS Unit Root Test on CROISS

Null Hypothesis: CROISS has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Fixed)				
				t-Statistic
Elliott-Rootenber-Stock DF-GLS test statistic				-3.515551
Test critical values:	1% level			-3.770000
	5% level			-3.190000
	10% level			-2.890000
*Elliott-Rootenber-Stock (1996, Table 1)				
Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 35				
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals				
Dependent Variable: D(GLSRESID)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 17:02				
Sample (adjusted): 1981 2015				
Included observations: 35 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-0.531511	0.151189	-3.515551	0.0013
R-squared	0.266578	Mean dependent var		0.011403
Adjusted R-squared	0.266578	S.D. dependent var		2.408778
S.E. of regression	2.062879	Akaike info criterion		4.314237
Sum squared resid	144.6860	Schwarz criterion		4.358676
Log likelihood	-74.49915	Hannan-Quinn criter.		4.329578
Durbin-Watson stat	2.032602			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم: (08) اختبار DF-GLS لرصيد الميزان التجاري .

DF-GLS Unit Root Test on D(BALANCEC)

Null Hypothesis: D(BALANCEC) has a unit root				
Exogenous: Constant, Linear Trend				
Lag Length: 0 (Fixed)				
				t-Statistic
Elliott-Rothenberg-Stock DF-GLS test statistic				-5.715509
Test critical values:	1% level			-3.770000
	5% level			-3.190000
	10% level			-2.890000
*Elliott-Rothenberg-Stock (1996, Table 1)				
Warning: Test critical values calculated for 50 observations and may not be accurate for a sample size of 34				
DF-GLS Test Equation on GLS Detrended Residuals				
Dependent Variable: D(GLSRESID)				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 17:08				
Sample (adjusted): 1982 2015				
Included observations: 34 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GLSRESID(-1)	-1.017203	0.177972	-5.715509	0.0000
R-squared	0.497242	Mean dependent var		-0.201840
Adjusted R-squared	0.497242	S.D. dependent var		9.724551
S.E. of regression	6.895236	Akaike info criterion		6.728509
Sum squared resid	1568.961	Schwarz criterion		6.773402
Log likelihood	-113.3847	Hannan-Quinn criter.		6.743819
Durbin-Watson stat	1.963242			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم : (09) اختبار Breusch-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
Obs*R-squared	1.287447	Prob. Chi-Square(2)	0.5253	
Test Equation: Dependent Variable: RESID Method: Two-Stage Least Squares Date: 04/27/17 Time: 15:39 Sample: 1985 2013 Included observations: 29 Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DDRESERV	-0.119442	0.366324	-0.326056	0.7478
CROISS	-0.182343	1.143187	-0.159504	0.8749
BALANCEC	1.37E-05	0.367920	3.73E-05	1.0000
DIFFINFLA	-0.115504	0.485715	-0.237801	0.8145
PETROL	-0.010947	0.079622	-0.137487	0.8920
TAUXINTERET	0.173649	1.200605	0.144635	0.8864
C	-0.119953	8.094103	-0.014820	0.9883
RESID(-1)	0.156500	0.238802	0.655353	0.5197
RESID(-2)	-0.191631	0.234232	-0.818125	0.4229
R-squared	0.044395	Mean dependent var	2.45E-16	
Adjusted R-squared	-0.337847	S.D. dependent var	8.847912	
S.E. of regression	10.23397	Akaike info criterion	7.738428	
Sum squared resid	2094.682	Schwarz criterion	8.162761	
Log likelihood	-103.2072	Hannan-Quinn criter.	7.871324	
F-statistic	0.116143	Durbin-Watson stat	2.047434	
Prob(F-statistic)	0.997990			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

الملحق رقم : (10) اختبار عدم ثبات تباين حدود الأخطاء Test d' hétéroscédasticité

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	8.559546	Prob. F(27,1)	0.2649	
Obs*R-squared	28.87506	Prob. Chi-Square(27)	0.3670	
Scaled explained SS	24.75951	Prob. Chi-Square(27)	0.5879	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 15:41				
Sample: 1985 2013				
Included observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3170.230	961.0177	3.298826	0.1874
DDRESERV^2	0.729027	2.432530	0.299699	0.8146
DDRESERV*CROISS	1.250277	3.831030	0.326355	0.7992
DDRESERV*BALANCEC	-2.898256	0.829710	-3.493097	0.1775
DDRESERV*DIFFINFLA	-3.117103	10.81983	-0.288092	0.8214
DDRESERV*PETROL	-0.338294	0.151363	-2.234993	0.2678
DDRESERV*TAUXINTERE	10.24024	8.348211	1.226639	0.4354
DDRESERV	-35.78466	90.06069	-0.397339	0.7592
CROISS^2	-3.492064	15.36566	-0.227264	0.8577
CROISS*BALANCEC	-5.392608	8.254705	-0.653277	0.6316
CROISS*DIFFINFLA	1.939182	8.779076	0.220887	0.8616
CROISS*PETROL	2.836869	4.281684	0.662559	0.6275
CROISS*TAUXINTERET	-13.87570	7.463240	-1.859206	0.3142
CROISS	87.40197	119.0193	0.734351	0.5968
BALANCEC^2	0.678135	0.601341	1.127703	0.4618
BALANCEC*DIFFINFLA	1.450153	4.869603	0.297797	0.8157
BALANCEC*PETROL	0.158188	0.125565	1.259808	0.4271
BALANCEC*TAUXINTERE	-11.13064	4.761530	-2.337619	0.2573
BALANCEC	73.51710	58.93059	1.247520	0.4302
DIFFINFLA^2	0.119624	2.007972	0.059575	0.9621
DIFFINFLA*PETROL	-1.586103	0.720925	-2.200093	0.2716
DIFFINFLA*TAUXINTERE	-5.425047	6.879044	-0.788634	0.5749
DIFFINFLA	74.50905	34.07630	2.186536	0.2731
PETROL^2	-0.006963	0.197024	-0.035340	0.9775
PETROL*TAUXINTERET	13.21755	4.180641	3.161608	0.1950
PETROL	-108.2182	40.01308	-2.704572	0.2255
TAUXINTERET^2	13.85936	8.554828	1.620063	0.3521
TAUXINTERET	-469.2712	189.2875	-2.479146	0.2441
R-squared	0.995692	Mean dependent var	75.58604	
Adjusted R-squared	0.879366	S.D. dependent var	132.7888	
S.E. of regression	46.12067	Akaike info criterion	9.064138	
Sum squared resid	2127.117	Schwarz criterion	10.38429	
Log likelihood	-103.4300	Hannan-Quinn criter.	9.477592	
F-statistic	8.559546	Durbin-Watson stat	2.253338	
Prob(F-statistic)	0.264854			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews

Test ARCH الملحق رقم (11) اختبار

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.838845	Prob. F(2,24)	0.4445	
Obs*R-squared	1.764084	Prob. Chi-Square(2)	0.4139	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 04/27/17 Time: 15:43 Sample (adjusted): 1987 2013 Included observations: 27 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	95.07672	32.31592	2.942102	0.0071
RESID^2(-1)	-0.168517	0.178303	-0.945116	0.3540
RESID^2(-2)	-0.188016	0.178279	-1.054615	0.3021
R-squared	0.065336	Mean dependent var	66.23104	
Adjusted R-squared	-0.012552	S.D. dependent var	120.6754	
S.E. of regression	121.4304	Akaike info criterion	12.54100	
Sum squared resid	353888.1	Schwarz criterion	12.68498	
Log likelihood	-166.3035	Hannan-Quinn criter.	12.58381	
F-statistic	0.838845	Durbin-Watson stat	1.805278	
Prob(F-statistic)	0.444492			

المصدر : من إعداد الطلبة بإستعمال برنامج Eviews