

التمويل الدولي



منشورات جامعة حلب
كلية الاقتصاد

التمويل الدولي

الدكتور

هزاع مفلح

أستاذ مساعد في قسم الاقتصاد

الكتب والمطبوعات الجامعية

١٤٢٨هـ - ٢٠٠٧م

اطلاب السنة الثالثة مديرة

علوم مالية ومصرفية

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع
١٩	المقدمة
٢١	الفصل الأول - مفهوم وعناصر التمويل الدولي
٢١	المبحث الأول - التدفقات المالية الدولية
٢١	طبيعة وأهداف التحركات الدولية لرأس المال
٢٤	العوامل المؤثرة في تدفقات رأس المال
٢٦	المبحث الثاني - ماهية التمويل الدولي
٢٦	في مصطلح التمويل الدولي
٢٨	أنواع التحركات الدولية لرأس المال
٣٠	المضمون المتغير للتمويل الدولي
٣١	المبحث الثالث - النقود والسيولة الدولية
٣١	النقود الدولية ومشاكل الإصدار
٣٣	السيولة الدولية
٣٧	المبحث الرابع - أهمية التمويل الدولي
٣٧	الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي (الأسواق والأدوات)
٣٨	نمو الإقراض المصرفي الدولي
٤١	أهمية المصدر والتنوع في التمويل الدولي - جانب الدول المتلقية (المستوردة) لرأس المال
٤٣	أهمية المصدر والتنوع في التمويل الدولي - جانب الدول المانحة (المصدرة) لرأس المال
٤٩	الفصل الثاني - النظام النقدي الدولي
٤٩	المبحث الأول - النظام النقدي الدولي قبل الحرب العالمية الأولى
٤٩	الترتيبات النقدية الدولية بين النظرية والتطبيق
٥١	نظام قاعدة الذهب Gold Standard

رقم الصفحة	الموضوع
٥٦	آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب
٥٩	المبحث الثاني- النظام النقدي الدولي ما بين الحربين العالميتين
٥٩	الخروج عن قاعدة الذهب التقليدية
٦١	نسخة جديدة من قاعدة الذهب
٦٢	التعويم والفوضى النقدية
٦٣	صندوق تثبيت واتحاد مقاصة
٦٧	المبحث الثالث- النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية
٦٧	نظام بريتون وودز (١٩٤٤-١٩٧١)
٦٩	آلية عمل نظام الصرف بالذهب
٧١	دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف
٧٤	قاعدة الصرف الثابت للدولار ١٩٥٠ - ١٩٧٠
٧٧	معضلة تريفين
٧٨	فشل نظام بريتون وودز
٨١	المبحث الرابع- التعويم المدار
٨١	اتفاقية سميثونيان (١٩٧١-١٩٧٣)
٨٣	نظام الثعبان داخل النفق
٨٤	نظام النقد الأوربي EMS
٨٩	قاعدة الصرف المعوم بالدولار ١٩٧٥ - ١٩٨٤
٩٠	اتفاقية التدخل بلازا - اللوفر
٩١	أداء نظام التعويم المدار
٩٥	اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي
١٠٥	الفصل الثالث - مصادر التمويل الدولي
١٠٥	المبحث الأول - المصادر الرسمية الثنائية
١٠٦	مصادر التمويل الثنائية

رقم الصفحة	الموضوع
١٠٦	التخصيص والتعاقد والسحب
١٠٨	خصائص التمويل الثنائي
١١٠	المبحث الثاني - المصادر الرسمية متعددة الأطراف
١١٠	مصادر التمويل متعددة الأطراف
١١٠	مؤسسات التمويل الدولية (البنك الدولي)
١١٤	مؤسسة التمويل الدولية
١١٥	صندوق النقد الدولي IMF
١٢٤	مؤسسات التمويل الإقليمية
١٢٦	المبحث الثالث - مصادر التمويل الدولي الخاصة
١٢٦	تمويل و ضمان الصادرات
١٢٨	تسهيلات مصرفية Bank Credits
١٢٨	أسواق المال الدولية
١٣٩	الفصل الرابع - أسواق المال الدولية (السوق النقدي)
١٣٩	المبحث الأول - السوق النقدي
١٤٠	الأطراف الداخلة في السوق
١٤٢	تسمية سعر الفائدة في السوق النقدي
١٤٢	أدوات السوق النقدي
١٥٩	المبحث الثاني - أسواق اليورودولار
١٦١	أسباب ظهور ونمو سوق اليورودولار
١٦٣	تأثيرات أسواق اليورودولار على النظام النقدي الدولي
١٦٤	المبحث الثالث - أسواق العملات الأوروبية
١٦٥	المكونات الأساسية لأسواق العملات الأوروبية
١٦٦	الخصائص الأساسية لأسواق العملات الأوروبية
١٧٣	الفصل الخامس أسواق المال الدولية (أسواق رأس المال)
١٧٣	المبحث الأول - سوق السندات الدولية

رقم الصفحة	الموضوع
١٧٤	أقسام سوق السندات الدولية
١٧٥	سوق السندات الأوروبية (اليوروبوند)
١٧٧	العوامل المؤثرة في نمو وتطور سوق اليوروبوند
١٧٨	سوق سندات اليوروين Euro- Yen Bond Market
١٧٨	المبحث الثاني - سوق السندات الأجنبية
١٨٠	خصائص السندات الأجنبية Foreign-bond
١٨٠	أسواق السندات الأجنبية الرئيسية
١٨٢	تصنيف السندات Rating of Bonds
١٨٣	المبحث الثالث - أنواع السندات الدولية
١٨٤	السند ذو سعر الفائدة العائم Floating Rate Notes
١٨٥	السند القابل للتحويل لأسهم Equity Convertible Bond
١٨٧	السند ذو الضمان بالتملك Bond with Warrants
١٨٧	السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق
١٨٧	السندات القابلة للإطفاء والسندات القابلة للشراء
١٨٨	السندات القابلة للطلب
١٨٩	السندات العالية المردود
١٩٠	المبحث الرابع - عناصر النظام المالي لإصدار السندات
١٩٠	المشاركون في عملية الإصدار
١٩١	مكونات عملية الإصدار
١٩١	مراحل إصدار السندات
١٩٥	التعامل بالسندات في السوقين الأولي والثانوي
١٩٧	العوامل المؤثرة على سعر السند
٢٠٣	الفصل السادس - التمويل التجاري الدولي والقروض المشتركة
٢٠٣	المبحث الأول - التمويل التجاري الدولي (القروض التصديرية)
٢٠٣	ائتمان المشتريين Buyers Credit

رقم الصفحة	الموضوع
٢٠٥	ائتمان الموردين (البائعين) Suppliers Credit
٢٠٦	ائتمانات التصدير الرسمية Official Credits
٢٠٨	المبحث الثاني - الفورفيتينغ والفاكتورينغ.
٢٠٨	الفورفيتينغ Forfaiting (الخصم دون حق الرجوع)
٢١٠	مزايا عمليات الفورفيتينغ
٢١١	عمليات الفاكترينغ Factoring
٢١٣	المبحث الثالث - القروض المشتركة
٢١٣	مفهوم وأهمية القروض المشتركة (المجمعة) Syndicated Loans
٢١٧	إجراءات عقد القروض المشتركة
٢٢٣	الفصل السابع - ميزان المدفوعات
٢٢٣	المبحث الأول - ماهية وتركيب ميزان المدفوعات
٢٢٣	ماهية ميزان المدفوعات
٢٢٤	تركيب ميزان المدفوعات
٢٢٦	الحساب الجاري Current Account
٢٢٨	أهمية ميزان الحساب الجاري
٢٢٩	حساب التحويلات من جانب واحد
٢٣٠	حساب رأس المال
٢٣٣	حركات الذهب النقدي
٢٣٤	السهو والخطأ
٢٣٩	المبحث الثاني - قياس العجز والفائض في ميزان المدفوعات
٢٤٠	وضع الدولة الاستثماري
٢٤١	ميزان السيولة
٢٤٤	الميزان الأساسي
٢٥٣	الفصل الثامن - الدخل القومي والحساب الجاري

رقم الصفحة	الموضوع
٢٥٣	المبحث الأول - النموذج الكينزي للدخل
٢٥٤	الإنفاق الاستهلاكي
٢٥٥	تأثير الضرائب
٢٥٦	الإنفاق الاستثماري
٢٥٦	الإنفاق الحكومي والصادرات
٢٥٨	المرونة الداخلية للطلب على الواردات
٢٥٩	المبحث الثاني - تحديد الدخل التوازني
٢٦١	التسريبات والتدفقات
٢٦٢	المبحث الثالث - الدخل التوازني والتوازن في الحساب الجاري
٢٦٤	مضاعف الإنفاق المستقل
٢٦٤	التغيرات في الواردات المستقلة عن الدخل M_0
٢٦٥	الحساب الجاري والمضاعف
٢٦٦	التغير في السعر والدخل مع التوازن المتزامن الخارجي والداخلي
٢٧٣	الفصل التاسع - أسعار وأسواق الصرف
٢٧٣	المبحث الأول - أسعار الصرف
٢٧٣	مفاهيم سعر الصرف
٢٧٤	مقاييس حساب سعر الصرف
٢٧٦	سعر الصرف الفعلي
٢٧٧	سعر الصرف الحقيقي
٢٧٨	سعر الصرف الفعلي الحقيقي
٢٨٠	المبحث الثاني - سوق الصرف الأجنبي
٢٨٠	الطلب والعرض على العملات الأجنبية
٢٨١	وظائف سوق الصرف الأجنبي
٢٨٤	قواعد التعامل في سوق الصرف

رقم الصفحة	الموضوع
٢٨٥	التسميات في سوق الصرف الأجنبي
٢٨٦	الأطراف الرئيسية في سوق الصرف الأجنبي
٢٨٧	اتجاه التعامل في أسواق الصرف
٢٨٨	أوضاع المتعاملين في سوق الصرف
٢٨٩	آلية عمل سوق الصرف الأجنبي
٢٩٠	محددات سعر الصرف الأجنبي
٢٩٣	المبحث الثالث - عمليات المراجعة في سوق العملات
٢٩٤	المراجعة في عملتين Two-Point Arbitrage
٢٩٥	عمليات المراجعة المركبة (الثلاثية)
٢٩٨	المبحث الرابع - الأسعار التقاطعية
٢٩٨	أسعار الصرف غير المباشرة
٣٠٥	الفصل العاشر - الأسواق الفورية والآجلة
٣٠٥	المبحث الأول - السوق الفوري
٣٠٦	الحق الفوري والحق الآجل Spot & Forward value
٣٠٧	خطوات شراء وبيع العملات الأجنبية Trading Procedure
٣٠٨	المبحث الثاني - السوق الآجل
٣١٠	تسمية الأسعار الآجلة
٣١١	الأسعار الآجلة وعلاقتها بالأسعار الفورية
٣١٣	التعامل الآجل بالعملات الأجنبية
٣١٥	علاوة وخصم السعر الآجل
٣١٧	المضاربة في السوق الآجل
٣١٧	التغطية في السوق الفوري Spot Covering
٣٢٠	المبحث الثالث - العقود المستقبلية
٣٢١	الاختيارات في سوق العملات الأجنبية Foreign Currency Options

رقم الصفحة	الموضوع
٣٢٦	التبديل أو المقايضة swap
٣٢٨	أنواع المقايضة أو التبديل
٣٣٥	الفصل الحادي العاشر - الإطار النظري لتعادل أسعار الصرف
٣٣٥	المبحث الأول - مبدأ تعادل القوة الشرائية
٣٣٦	مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق
٣٣٨	تعادل القوة الشرائية النسبي
٣٤١	انتقادات مبدأ تعادل القوة الشرائية كنظرية لتحديد سعر الصرف
٣٤٢	مبدأ تعادل أسعار الفوائد
٣٤٣	تأثير (قاعدة) فيشر المحلي The Local Fisher Effect
٣٤٣	تأثير (قاعدة) فيشر الدولية The International Fisher Effect (IFE)
٣٤٤	السعر الآجل غير المتحيز Future Rate unbiased condition
٣٤٥	المبحث الثاني - الاستثمار المحمي من المخاطرة
٣٤٨	مبدأ تعادل أسعار الفوائد المغطاة الدولية
٣٥٠	المبحث الثالث - اختلاف العلاوة عن تعادل أسعار الفوائد المغطاة
٣٥٧	الفصل الثاني عشر - توازن ميزان المدفوعات وسعر الصرف
٣٥٧	المبحث الأول - المدخل النقدي إلى توازن ميزان المدفوعات
٣٥٩	الطلب على النقود
٣٦١	التوازن النقدي وميزان المدفوعات
٣٦١	الحساب الجاري Current Account
٣٦٢	حساب رأس المال Private Capital Account
٣٦٢	العجز في ميزان المدفوعات Balance of payments Deficit
٣٦٤	المدخل النقدي إلى سعر الصرف
٣٦٥	المبحث الثاني - مدخل توازن المحفظة إلى ميزان المدفوعات وسعر الصرف

رقم الصفحة	الموضوع
٣٦٦	التوازن في الأصول المالية Portfolio Balance
٣٦٧	التسوية في الأصول المالية
٣٧٠	المبحث الثالث - التسويات في أسعار الصرف والاختلال في ميزان المدفوعات
٣٧١	سوق الصرف الأجنبي والطلب على السلع والخدمات الأجنبية
٣٧٦	المبحث الرابع - مدخل المرونات إلى سعر الصرف وميزان المدفوعات
٣٧٧	منحنى عرض الصرف الأجنبي ذو الانحدار الخلفي
٣٧٩	استقرار سوق الصرف الأجنبي وشرط مارشال - ليرنر
٣٨٣	التسوية السعرية في المدينين القصير والطويل
٣٩٣	الفصل الثالث عشر - التوازن في الاقتصاد المفتوح
٣٩٣	المبحث الأول - سعر الصرف الثابت Fixed exchange Rate
٣٩٣	نموذج مونديل - فليمنج Mundell-Fleming
٣٩٤	التوازن العام في الاقتصاد المفتوح BP/LM/IS
٣٩٤	التوازن العام في السوق النقدي: منحنى LM
٣٩٨	التوازن العام في القطاع الحقيقي (منحنى IS)
٣٩٩	التوازن في القطاعين النقدي والحقيقي
٤٠٠	توازن ميزان المدفوعات (منحنى BP) (Balance of Payments)
٤٠٤	المبحث الثاني - التوازن في الاقتصاد المفتوح
٤٠٦	آثار السياسة المالية في ظل سعر الصرف الثابت
٤٠٨	آثار السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت
٤٠٩	تأثير التغير الرسمي في سعر الصرف
٤١٢	المبحث الثالث - سعر الصرف المتغير أو الحر
٤١٢	آثار السياسات المالية والنقدية في ظل نظام الصرف الحر
٤١٤	تأثير السياسة المالية في ظل درجات من تحرك رؤوس الأموال

رقم الصفحة	الموضوع
٤١٦	تأثير السياسة النقدية في ظل درجات مختلفة من تحرك رؤوس الأموال
٤١٨	التنسيق بين السياسات الاقتصادية في ظل نظام الصرف الحر
٤٢٥	الفصل الرابع عشر - التمويل والمديونية
٤٢٥	المبحث الأول - الإطار النظري لمشكلة المديونية
٤٢٨	المبحث الثاني - إدارة الديون الخارجية
٤٢٩	أساليب تقدير أعباء الديون الخارجية
٤٣١	مؤشرات المديونية
٤٣٣	المبحث الثالث - تقنيات إعادة تنظيم الدين
٤٣٤	توريق الدين Securitization
٤٣٦	مبادلة الدين بأسهم Debt-Equity-Swap
٤٣٧	إعادة شراء الدين Debt-Buy Back
٤٤٣	قائمة المصادر والمراجع
٤٤٥	قائمة المصطلحات

قائمة الأشكال والجداول والإطارات

٢٣	الإطار رقم (١-١)
٢٤	الإطار رقم (٢-١)
٢٥	الإطار رقم (٣-١)
٢٧	الإطار رقم (٤-١)
٣٥	الشكل رقم (١-١) أنواع السيولة الدولية
٣٩	الجدول رقم (١-١)
٣٩	الإطار رقم (٥-١)
٤١	الإطار رقم (٦-١)
٥٠	الإطار رقم (١-٢)
٥٢	الإطار رقم (٢-٢)
٥٣	الشكل رقم A(١-٢)
٥٤	الشكل رقم B(١-٢)
٥٥	الإطار رقم (٣-٢)
٥٨	الإطار رقم (٤-٢)
٦٩	الشكل رقم (٢-٢) العرض والطلب على الدولار
٧٠	الشكل رقم (٣-٢) آلية عمل نظام الصرف بالذهب
٧١	الشكل رقم (٤-٢) آلية تعديل سعر الصرف.
٧٢	الشكل رقم (٥-٢) دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف
٧٣	الإطار رقم (٥-٢)
٧٦	الإطار رقم (٦-٢)
٧٧	الشكل رقم (٦-٢) معضلة تريفيث
٧٩	الإطار رقم (٧-٢)
٨٧	الإطار رقم (٨-٢)
٩٠	الإطار رقم (٩-٢)
٩٣	الجدول رقم (١-٢) أنظمة سعر الصرف
٩٩	الإطار رقم (١٠-٢)
١٠٧	الإطار رقم (١-٣)

١١٣	الإطار رقم (٢-٣)
١١٧	الإطار رقم (٣-٣)
١٤١	الإطار رقم (١-٤)
١٥٩	الإطار رقم (٢-٤)
١٦٠	الشكل رقم (١-٤) قطاعات أسواق النقد الدولية
١٦٢	الشكل رقم (٢-٤) الفرق في أسعار الفائدة على القروض والودائع
١٧٥	الإطار رقم (١-٥)
١٧٨	الإطار رقم (٢-٥)
١٨٢	الجدول رقم (١-٥) إشارات التعبير عن تصنيف السندات
١٨٦	الإطار رقم (٣-٥)
١٨٩	الإطار رقم (٤-٥)
١٩٢	الإطار رقم (٥-٥)
٢٠٤	الشكل رقم (١-٦)
٢٠٦	الشكل رقم (٢-٦)
٢١٠	الشكل رقم (٣-٦)
٢١٤	الإطار رقم (١-٦)
٢٢٥	نموذج لميزان مدفوعات
٢٤٣	ميزان السيولة
٢٤٧	الميزان الأساسي
٢٥٥	الشكل رقم (١-٨) دالتا الاستهلاك والادخار
٢٥٦	الشكل التوضيحي رقم (١-٨) الإنفاق الحكومي والاستثمار والصادرات المستقلة عن الدخل
٢٥٩	الشكل رقم (٢-٨) مستوى الدخل التوازني
٢٦١	الشكل رقم (٣-٨) تحديد التوازن في الدخل عبر المساواة بين التسربات والتدفقات
٢٦٣	الشكل رقم (٤-٨) الدخل التوازني والتوازن في الحساب الجاري
٢٧٧	الجدول رقم (١-٩)
٢٧٩	الجدول رقم (٢-٩)

٢٨٣	الإطار رقم (١-٩)
٢٨٩	الشكل رقم (١-٩) سوق الصرف الأجنبي
٢٩٠	الشكل رقم (٢-٩) زيادة عرض الإسترليني
٢٩١	الشكل رقم (٣-٩) زيادة الطلب على الإسترليني
٢٩١	الشكل رقم (٤-٩) زيادة الطلب على اليورو
٢٩٢	الشكل رقم (٥-٩) زيادة الطلب على الين
٢٩٢	الشكل رقم (٦-٩) زيادة عرض الين
٢٩٦	الرسم التوضيحي رقم (١-٩) المراجعة في ثلاث عملات
٢٩٩	الرسم التوضيحي رقم (٢-٩) الصرف المباشر مقابل غير المباشر
٣٢٥	الجدول رقم (١-١٠) الخيارات
٣٤٠	الإطار رقم (١-١١). مؤشر البيغ ماك
٣٤٠	الجدول رقم (١-١١)
٣٤٩	الشكل رقم (١-١١) خط التعادل المغطى
٣٧١	الجدول رقم (١-١٢) الطلب على الواردات وسوق الصرف الأجنبي
٣٧٣	الشكل رقم (١-١٢) العرض والطلب على العملة الأجنبية نتيجة التجارة في السلع والخدمات
٣٧٤	الشكل رقم (٢-١٢) التسوية في سوق الصرف الأجنبي
٣٧٤	الشكل رقم (٣-١٢) استقرار السوق
٣٧٦	الجدول رقم (٢-١٢) طلب إنكلترا على السلع الأمريكية
٣٧٧	الشكل رقم (٤-١٢) سوق الصرف الأجنبي
٣٧٩	الشكل رقم (٥-١٢) الطلب على الواردات ومنحنى عرض الصرف الأجنبي
٣٨٠	الشكل رقم (٦-١٢) التغير في سعر الصرف الأجنبي وتأثيره على السوق
٣٨٢	الشكل رقم (٧-١٢) استجابة سوق الواردات للتغيرات في سعر الصرف
٣٨٣	الجدول رقم (٣-١٢) المرونة السعرية التقديرية للطلب على الصادرات والواردات
٣٨٥	الشكل رقم (٨-١٢) المنحنى J
٣٨٥	الشكل رقم (١-١٣) التوازن في السوق النقدي
٣٩٨	الشكل رقم (٢-١٣) الدخل وسعر الفائدة (منحنى LM)

٣٩٩	الشكل رقم (١٣-٣) الدخل وسعر الفائدة (منحنى IS)
٤٠٠	الشكل رقم (١٣-٤) التوازن في القطاعين النقدي والحقيقي
٤٠١	الشكل رقم (١٣-٥)
٤٠٣	الشكل رقم (١٣-٦) منحنى BP عند مستويات مختلفة من تحرك رؤوس الأموال
٤٠٤	الشكل رقم (١٣-٧) التوازن المتزامن في القطاعين النقدي والحقيقي وميزان المدفوعات
٤٠٥	الشكل رقم (١٣-٨) التسوية الآلية في ظل نظام الصرف الثابت
٤٠٦	الشكل رقم (١٣-٩) السياسة المالية: حالة سعر صرف ثابت ومستويات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال
٤٠٩	الشكل رقم (١٣-١٠) السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت وتحركات مختلفة لرؤوس الأموال
٤١٠	الشكل رقم (١٣-١١) تحويل الإنفاق في ظل تخفيض سعر الصرف ومستويات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال
٤١٣	الشكل رقم (١٣-١٢) آثار التغيير في سعر الصرف على منحنى BP
٤١٤	الشكل رقم (١٣-١٣) تأثير السياسة المالية في ظل درجات من تحركات رؤوس الأموال
٤١٧	الشكل رقم (١٣-١٤) السياسة النقدية وأثرها في ظل سعر صرف حر ودرجات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال
٤١٩	الشكل رقم (١٣-١٥) التنسيق بين السياستين النقدية والمالية في ظل نظام الصرف الحر
٤٢٧	الشكل رقم (١٤-١) دورة الدين الخارجي
٤٢٩	الإطار رقم (١٤-١)
٤٣٧	الإطار رقم (١٤-٢)

مقدمة عامة

يختص موضوع التمويل الدولي، بتدفقات رؤوس الأموال عبر العالم. وهو موضوع متغير دائماً ومرتببط بقضايا فعلية، مثل مشاكل وسياسات موازين المدفوعات، التغيرات في أسعار الصرف، أزمة المديونية وغير ذلك من الموضوعات.

لقد تنبأ كثير من الاقتصاديين بأن إتباع نظام أسعار الصرف المعمومة سيؤدي إلى تراجع أهمية دراسة التمويل الدولي، واعتقدوا بأن تغيرات أسعار الصرف ستزيل المخاوف المرتبطة بموازين المدفوعات. ولكن أسعار الصرف المعمومة لم تنته تلك الهواجس. ويعتبر انشغال الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الدائم بالعجز في موازين مدفوعاتها طوال العقود التي تلت التعويم دليلاً على ذلك. كما أن أسعار الصرف المعمومة قد اتسمت بدرجة كبيرة من التذبذب وباختلاف أساسي عن أسعار تعادل القوة الشرائية.

ولقد تسببت الزيادة في أسعار النفط في سبعينيات القرن الماضي بحدوث اضطراب كبير في الاقتصاد العالمي، وتباين كبير في الأداء الاقتصادي بين مختلف الدول. كما أدت الرغبة إلى خلق منطقة استقرار نقدي بين الدول المنتمية إلى الجماعة الأوروبية إلى ظهور النظام النقدي الأوربي، الذي انتهى بالوحدة النقدية والعملية الأوروبية الموحدة. واعتبرت الاختلافات في السياسات الاقتصادية الكلية، سبباً في الارتفاع الكبير والمستمر للقيمة الحقيقية للدولار في النصف الأول من ثمانينيات القرن الفائت. فقد ترافق عجز الميزان التجاري الأمريكي مع ارتفاع حاد في أسعار الفائدة، وتدفقت الأموال من الخارج للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة على الدولار مما أدى إلى ارتفاع سعره إلى مستويات قياسية. في وقت اتبع كل من الاقتصاديين الأوربي والياباني سياسات مالية مقيدة جداً، مما أدى إلى نزاعات بين الولايات المتحدة وشركائها التجاريين نتيجة ارتفاع قيمة الدولار، ولكن الأمر لم ينته عند هذا الحد. كذلك انفجرت أزمة المديونية في عام ١٩٨٢ مع إعلان المكسيك التوقف عن سداد ديونها وبدأت منذ ذلك الوقت المخاوف المتزايدة على تطور الاقتصاد العالمي واستقرار النظام المصرفي الدولي.

مما سبق يبدو متوقفاً زيادة الاهتمام بالتمويل الدولي، وانفصاله كمقرر مستقل بدل أن يكون جزءاً من مقرر الاقتصاد الدولي. كما ينعكس ذلك في التطور الكبير في الأدب الاقتصادي المتخصص في هذا المجال. فالتمويل الدولي ليس بالمقرر السهل، حيث تتنوع البيئات الاقتصادية بشكل كبير وتتنوع معها المواضيع الواجب أخذها بالاعتبار في حقل معرفي دائم التطور والتغير. وبينما يركز البعض على الأسواق والأدوات والأعمال دولية الطابع، نجد آخرين يهتمون بالسياسات في سياقها التاريخي وفي ضوء التحديثات النظرية المستجدة وبالأخص سياسات موازين المدفوعات. ويلتفت البعض الآخر إلى دراسة أسعار الصرف والفائدة وتعادل القوة الشرائية وما يستتبعها من سياسات.

وباعتبار أن الهدف من الكتاب هو أن يكون مرجعاً متخصصاً لطلاب المرحلة الجامعية الأولى، فقد راعينا أن تناقش الموضوعات بأسلوب تحليلي مبسط يستعين بالأشكال البيانية والجدول، واستنتاج العلاقات الأساسية مع توضيح مدلولاتها وما يرتبط بذلك من قضايا، إلى جانب تضمين النص الأصلي بعض الأطر التي تأتي في السياق نفسه وتهدف إلى زيادة الإيضاح وإعادة الدارس إلى التركيز على الموضوع الأساسي. ويمكن اعتبار التوسع في بعض الموضوعات التي وجدناها ضرورية، ملائماً لطلاب الدراسات العليا الراغبين بالتخصص في هذا المجال.

ويتناول الكتاب الموضوعات الرئيسية في التمويل الدولي والتي تشتمل على: تدفقات رؤوس الأموال وأسواق المال الدولية، والأنظمة النقدية، وأسواق وأسعار الصرف الأجنبي، وميزان المدفوعات، وسياسات الصرف، وسياسات ميزان المدفوعات، وأزمة المديونية وغيرها من الموضوعات المرتبطة وذات الصلة. وقد حاولنا اعتماد مدخل متكامل، يبعدنا عن الوقوع في المداخل المجزأة لدراسة الموضوع. حيث نتعرف من البداية على الموضوعات المدروسة، ويتكرر ورودها في الفصول اللاحقة لنتعمق معرفتنا بها تدريجياً دون أن نتقل على الدارس في الفهم والمتابعة. لقد عملت طوال السنوات الأخيرة على إنجاز هذا الكتاب، وقمت بتدريسه لعدة سنوات. وقد كان لمشاركتي في بعض النقاشات عن التحديثات النظرية لموضوعة التمويل الدولي في جامعتي برنستون ورتجرز، أهمية في التناول المتكامل لهذا المجال. راجياً أن أكون قد وفقت في تقديم ما هو ضروري، ومفيد يمكن البناء عليه.

الفصل الأول

مفهوم وعناصر التمويل الدولي

المبحث الأول

التدفقات المالية الدولية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- العلاقة بين التمويل الدولي وتحركات رؤوس الأموال.
- تحركات رؤوس الأموال والتقلبات في أسواق المال الدولية.
- العوامل الأساسية التي تؤثر على تدفق رأس المال.

طبيعة وأهداف التحركات الدولية لرأس المال

يتنوع تاريخ التمويل الدولي إلى درجة كبيرة. فقد ازدادت الروابط خلال القرن الماضي عبر تدفقات التجارة وحركات رؤوس الأموال، وهذا ما أدى إلى زيادة درجة الاعتماد المتبادل Interdependence. وبالنتيجة فإن الشكل الذي يتخذه النظام المالي الدولي بدأ يصبح أكثر أهمية في التأثير على مستويات معيشة دول العالم، وفي تحديد قدرة هذه الدول على جذب التدفقات المالية المترافقة بالاستثمارات والتطوير.¹

وترتبط قضايا التمويل الدولي أساساً بطبيعة التحركات الدولية لرؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة. وتختلف الدوافع وراء انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود السياسية للدول باختلاف نوعية رأس المال واتجاهاته والآجال الزمنية التي ينتقل على أساسها. وقد تغير هيكل التحركات الدولية لرؤوس الأموال مع الزمن نتيجة للتغيرات الاقتصادية الحاصلة في العالم ومن أهمها:

١. التغيرات الحاصلة في النظام النقدي العالمي؛

1 Heather D. Gibson, 1996.- International finance: exchange rates and financial flows in the international financial system.. P.1

٢. تعويم عملات مختلف الدول؛
٣. تراكم فوائض الدول النفطية في الأسواق المالية الدولية؛
٤. نمو أسواق العملات الأوربية؛
٥. ظهور آليات جديدة للتمويل في أسواق الائتمان الدولية.

وقد شكلت أزمة ديون البلدان النامية المتركمة وخاصة المصرفية منها أهم التحديات التي واجهت النظام المالي الدولي، تلك الديون التي تعتبر نتاجاً للتشابك المالي الحاصل بفعل التحركات الدولية لرؤوس الأموال.

والأصل في التدفقات الرأسمالية Capital Flow أنها تعكس تدفقات عينية بين الدول، إذ أن حجم التجارة الدولية من السلع والخدمات يعكس حجماً معيناً من تدفقات رؤوس الأموال، ومن ثم فإن تزايد التدفقات المالية بدرجة تزيد عن التدفقات العينية من السلع والخدمات بين الدول يؤدي إلى نمو ظواهر غير طبيعية، وتساعد لما يسمى بظاهرة **الاقتصاد الرمزي**، الذي يشير إلى وجود تيارات متزايدة من رؤوس الأموال تفوق الحاجة الفعلية للاقتصاد الدولي من هذه التدفقات. وأصبحت بذلك حركة رأس المال بعيدة عن حركة التجارة الدولية، كما أصبح لتحركات رأس المال آلياته الخاصة في التنقل عبر الحدود السياسية لدول العالم المختلفة.

وقد أسهم **انهيار النظام النقدي الدولي** الذي شكل الدولار الأمريكي أهم مقوماته، منذ بداية السبعينيات من القرن الفائت في تصاعد ظاهرة الاقتصاد الرمزي. فقد أجمت التدفقات الضخمة بالدولار في نهاية الستينيات حمى المضاربة في الأسواق الدولية، وزاد الأمر تعقيداً إصابة ميزان التجارة الأمريكي بعجز شديد في مطلع السبعينيات، واستمر هذا العجز بعد ذلك بشكل أصبحت معه الولايات المتحدة الأمريكية أكبر دولة مدينة في العالم. ولكن هذه المشكلة بحد ذاتها لم تثر قلق الولايات المتحدة على اعتبار أن الدولار الأمريكي بقي يحتل الصدارة بين العملات الرئيسية وبقي يشكل الأساس الفعلي للنظام النقدي العالمي. وبقيت معظم دول العالم محتفظة بكميات كبيرة من الدولار في احتياطياتها الخارجية، وبالتالي فإن أي تخفيض في قيمة الدولار الأمريكي ما هو في الحقيقة إلا تخفيضاً للاحتياطيات الخارجية لدول العالم المختلفة

وبنفس النسبة. فالولايات المتحدة وبفعل موقعها كقاطرة للاقتصاد العالمي بقيت قادرة على التأثير في التحركات الدولية لرأس المال من خلال سياساتها النقدية وسيطرة الدولار على شؤون النقد والمال في العالم.

لقد صاحب قرار الحكومة الأمريكية بايقاف تحويل الدولار إلى ذهب وتخفيض قيمته مرتين اضطرابات شديدة في أسواق النقد الدولية. وكان صندوق النقد الدولي IMF قد سمح للدول الأعضاء بالتعويم Floating System، مع السماح بزيادة في حدود تقلبات أسعار التبادل من ١% إلى ٢,٥%، ومع إمكانية تعديل أسعار الصرف عند اللزوم وإعطاء الحق للدول الأعضاء في تعويم عملاتها تحت ظروف خاصة وبموافقة خاصة من الصندوق وذلك تجنباً للتعويم المفاجئ لل عملات وما يتبعه من تقلبات أسعار الصرف وذلك بعد التعديل الثاني لنظام الصندوق في عام ١٩٧٦م وبعد انهيار نظام أسعار الصرف الذي حددته اتفاقية بريتون وودز.

كما قرر الصندوق أن تكون تسوية الحسابات الدولية عن طريق أصول احتياطية لها قبول دولي عام، وليس من خلق دولة ما بذاتها، كما كانت الحال بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، التي كانت تمول العجز في ميزان مدفوعاتها بالدولار. وهذه الأصول الاحتياطية يمكن أن تكون ذهباً أو عملات أخرى قابلة للتحويل أو حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights. وحقوق السحب الخاصة هذه هي وحدة حسابية، (نقد دولي)، ليست من ذهب أو فضة ولا عملة لبلد معين. يقوم بإصدارها صندوق النقد الدولي، بوصفه مصرفاً مركزياً دولياً، ويتم تقويمها على أساس سلة من العملات الرئيسية.

الإطار رقم (1-1). طبقاً لنظام التعويم تنقلب أسعار الصرف بحرية تامة حسب قوى العرض والطلب. فإذا انخفض الطلب على صادرات دولة ما مع بقاء حجم الواردات ثابتاً ينقص الطلب على العملة المحلية في سوق النقد العالمي وبالتالي ينخفض سعر صرفها. ونتيجة لانخفاض سعر الصرف ترتفع أسعار الواردات، مما يسبب نقصاً في الطلب على الواردات. كما أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية يترتب عليه انخفاض أسعار صادراتها وبالتالي يزداد الطلب على الصادرات من جديد، مما يؤدي

إلى إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات. وهذا ما يطلق عليه اسم آلية أسعار الصرف Exchange Rate Mechanism وفي حالة تكرار تقلبات أسعار الصرف فإنه لابد من تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي.

العوامل المؤثرة في تدفقات رأس المال

وقد أدى التراجع عن اتفاقية بريتون وودز في النصف الثاني من العقد السادس من القرن الماضي، وما صاحب ذلك من تقلبات شديدة في الأسواق المالية الدولية، إلى زيادة المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما زاد نشاطات المضاربة Speculation واضطر المتعاملين في أسواق المال الدولية إلى استحداث طرق جديدة لتأمين وضمان نشاطاتهم المالية المستقبلية (التحوط) Hedging من مخاطر محتملة. وهكذا نشأت أسواق مالية جديدة تتعامل على أساس عقود تيرم اليوم وتنفذ في المستقبل يطلق عليها اسم الأسواق المستقبلية Futures، وأسواق الخيارات Options والمقايضة Swap. ومنذ بداية العقد السابع من القرن الفائت أصبحت هذه الأسواق ذات أهمية متنامية.

الإطار رقم (١-٢). في منتصف شهر شباط من عام ١٩٨٠ بدأت موجة ارتفاع في أسعار الفوائد في الولايات المتحدة الأمريكية، حين رفع سعر الخصم من ١٢% إلى ١٣% وتصاعدت أسعار صرف الدولار بالنسبة لعملات الدول الأخرى (كالمارك الألماني والين الياباني)، مما اضطر هذه الدول إلى اتخاذ إجراءات نقدية مماثلة، ولكن ذلك لم يحد من تراجع أسعار صرف عملات هذه الدول إزاء الدولار، وذلك نظراً لزيادة الفوارق بين معدلات الفائدة على تلك العملات مقارنة بمعدلات الفوائد على الدولار. وهكذا تدفق رأس المال إلى أمريكا، بهدف الاستفادة من فرق أسعار الفائدة المرتفع.

وتعتبر أسواق رأس المال أكثر قدرة وأسرع استجابة للتغيرات المتوقعة في الظروف الاقتصادية والسياسية، من أسواق السلع والخدمات. والعوامل الأساسية التي تؤثر على تدفق رأس المال Capital Flow بصورة فعلية ومتوقعة، تتمثل أساساً في التغيرات الحاصلة في المعدلات النسبية، الفعلية والمتوقعة، للعائد. وتنشأ هذه بسبب

التغيرات في الفوارق بين أسعار الفائدة، الفعلية والمتوقعة، وبسبب التحركات المتوقعة لأسعار الصرف. وأخيراً بسبب المخاطر النسبية للاحتفاظ بمختلف الأصول. وأحد أهم هذه المخاطر هو التضخم وانخفاض القوة الشرائية للعملة. وإذا ما ترك العامل الثالث جانباً، فإنه يظهر أن بين أسعار الفائدة وتقلبات أسعار صرف العملات المختلفة علاقة وصلة وثيقة تؤثر مباشرة في حجم عائد الاستثمار الفعلي والمتوقع. ويتحدد سعر صرف عملة ما بعوامل اقتصادية وغير اقتصادية كثيرة، أهمها أساساً العرض والطلب على تلك العملة. ونتناول في المحاضرات اللاحقة تفصيلاً لمختلف الموضوعات الواردة أعلاه.

الإطار رقم (١-٣). تتم عمليات بيع العملات الدولية والأوراق المالية (أسهم، سندات، وشهادات إيداع وغيرها) في الأسواق المستقبلية Futures طبقاً لنظام محدد Standard من حيث الكمية ويتفق على سعر معين يدفع في موعد مستقبلي محدد ويوثق في اتفاقية مصدقة Financial Futures Contract وحفاظاً على مصالح الأطراف المتعاملة في السوق المالية تقوم دار المقاصة Clearing House بجميع الأعمال المتعلقة بالاتفاقات بين الأطراف المتعاقدة وتكون هي الضامن للجميع في السوق وذلك مقابل مبلغ محدد يدفع مسبقاً يطلق عليه اسم هامش الحماية أو الصيانة Maintenance Margin أو مقابل مبلغ أساسي محدد يطلق عليه اسم الهامش الأساسي Initial Margin“ .

المبحث الثاني

ماهية التمويل الدولي

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- مصطلح وخصوصية التمويل الدولي.
- أنواع التحركات الدولية لرأس المال.
- المضمون المتغير للتمويل الدولي.

في مصطلح "التمويل الدولي"

يشير مصطلح التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، ويتكون المصطلح من كلمتين، تشير الأولى إلى ندرة المعروض من رأس المال مقارنة بالمطلوب منه مما يؤدي إلى فجوة بين العرض والطلب على رأس المال ويتطلب ذلك ضرورة سد هذه الفجوة.

وتشير الكلمة الثانية إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، ويعني ذلك أن تحرك رأس المال ينطوي على تجاوز الحدود السياسية لدول العالم. من هنا فإن الصفة الدولية تعكس اختلافات في مدى وفرة وندرة عنصر رأس المال فالعامل الحاسم في تحديد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال من دولة إلى أخرى هو شكل العلاقة بين الادخار والاستثمار على المستوى الوطني. والجدير ذكره هنا أن ندرة رأس المال في دولة ما تؤدي إلى ارتفاع عائد هذا العنصر في هذه الدولة وبالتالي يأخذ اتجاه التدفق إلى داخل الدولة Inflow.

ولكن ما هي خصوصية التمويل الدولي؟

يقضي العرف أن نستمر في الإشارة إلى موضوعه الكتاب وهي التمويل الدولي، إلا أنه في الواقع ليست كلمة "دولي" هي الخصوصية المقصودة! إذ لم يبق سوى بعض الحواجز أمام التجارة الدولية والتدفقات المالية، وبعض الأحداث المالية الهامة تترك تأثيرها بسرعة على العالم، وبالتالي فكل تمويل هو "دولي". وبالإضافة

إلى كون أسواق المال المحلية مرتبطة ومندمجة دولياً، فإن المشكلات التي تعترض الشركات والأفراد في مختلف بقاع العالم تبدو متشابهة إلى حد كبير.

وبرغم أن معظم، إن لم يكن كل التمويل يجب أن ينظر إليه في إطار دولي، فإن هناك مشكلات خاصة تنشأ من العلاقات بين الدول. وأغلب هذه المشكلات، تعود إلى استخدام عملات مختلفة في دول مختلفة والحاجة إلى تبادل هذه العملات. وتحدد أسعار صرف العملات وفق ترتيبات متنوعة، ولذا فإن كلاً من الأسعار والترتيبات عرضة للتغير. وللتغيرات في أسعار الصرف بين العملات تأثيرات كبيرة على المبيعات، والتكاليف، والأرباح ومستويات حياة الأفراد. وبالإضافة إلى تعقيدات أسعار الصرف، هناك مشكلات دولية خاصة تأتي من الفرص والمخاطر المرتبطة بالاقتراض والاستثمار عبر الحدود¹.

وفي تحليلنا لتحركات رؤوس الأموال ليس القصد هو انتقال رؤوس الأموال العينية في شكل معدات وآلات مختلفة فذلك يدخل في مجال التجارة الدولية في السلع، ولكننا نقصد بهذه التحركات، بالدرجة الأولى، انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات إقراض واقتراض بين مختلف الأطراف الداخلة في التمويل الدولي، ويشير الأمر الأخير إلى تأثير هذه التحركات الرأسمالية على تغير الحقوق والالتزامات المترتبة عليها.

الإطار رقم (١-٤) إذا قام أحد رجال الأعمال السوريين أو إحدى الهيئات أو الحكومة السورية بطرح سندات للبيع في السوق المالية بلندن، وقامت المصارف والمؤسسات والمواطنين الإنكليز بشراء هذه السندات، فإن ذلك يعتبر انتقالاً لرأس المال على المستوى الدولي، ويخلق ذلك بطبيعة الحال حقوقاً لمن قام بشراء السندات والتزامات أجنبية لمن قام بطرح السندات للبيع. وعند استخدام حصيلة بيع السندات لدفع فاتورة الواردات السورية، فإن ذلك يدخل في إطار التجارة الدولية في السلع والخدمات. وفي الغالب لن يقدم المستثمر على شراء السندات المطروحة للبيع، إلا إذا كان معدل العائد على هذه السندات أكبر مما يمكن تحقيقه من الفرص الاستثمارية الأخرى داخل لندن.

1. Maurice D Levi, 1996-International Finance: the markets and financial management of multinational business. P1.

ويشير هذا الأمر إلى أن الانتقال الدولي لرأس المال يتم وفقاً لمقدار العائد المحقق من هذا الوعاء الاستثماري وهو السندات في حالتها، مقارنةً بالعوائد الأخرى التي يمكن تحقيقها من التوظيفات الاستثمارية الأخرى سواء أكان ذلك داخل الدولة أم خارجها.

وكما أسلفنا فإن الانتقال الدولي لرأس المال، إنما يتم وفقاً للمعدلات النسبية، الفعلية والمتوقعة للعائد. ولكننا قد نجد في بعض الأحيان أن صافي الانتقال أو التحرك يتجه إلى خارج الدولة رغم ما قد تتصف به من ندرة في رأس المال. ويمكن إرجاع هذا الأمر إلى أزمات الدين الخارجي ومشاكل الاضطراب المالي من ناحية، وإلى عمليات المضاربة على تغيرات أسعار الصرف واختلاف مستويات الفائدة من ناحية ثانية، وإلى اضطراب الأوضاع السياسية والاجتماعية من ناحية ثالثة. ويؤثر عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي في دولة ما على اتجاه رؤوس الأموال إلى خارجها بغض النظر عن حاجة هذه الدولة الشديدة إلى الاقتراض الخارجي. ويطلق على الظاهرة الأخيرة "هروب رؤوس الأموال".

أنواع التحركات الدولية لرأس المال

انقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة. ويقصد بالتحركات الخاصة لرأس المال تلك القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد ومؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة فيها. وبأخذ هذا النوع من التحركات أشكالاً عديدة منها التالية:

- تسهيلات الموردين Suppliers Credit.
 - تسهيلات أو قروض مصرفية Bank Credit.
 - طرح سندات في الأسواق الدولية International Bonds Issues.
 - الاستثمار المباشر واستثمارات المحفظة Direct and Portfolio Investment.
- بينما يقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال، تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة، وحكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة. كما يدخل في نطاق التحركات الرسمية، تلك القروض التي تعقد بين

الحكومات المقترضة والمنظمات الدولية والإقليمية متعددة الأطراف، وعلى ذلك فإن التكرات الرسمية تأخذ أشكال مختلفة هي الأخرى منها التالية:

- قروض حكومية ثنائية Bilateral.

- قروض دولية متعددة الأطراف Multilateral.

- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

ويمكن القول: أن رؤوس الأموال الخاصة تتحرك إجمالاً، بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن، وقد ينطوي هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية والسندات الدولية والاستثمارات المباشرة. وترتبط التكرات الرسمية لرؤوس الأموال، إلى حد كبير بالعوامل السياسية حيث ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضها إليها.

وعادة تتضمن تدفقات رأس المال الدولي، تدفقات طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل. وتتحرك التدفقات الرأسمالية طويلة الأجل لشراء وبيع الأسهم والسندات عبر الحدود السياسية للدول المختلفة. ويمكن التمييز في إطار التكرات طويلة الأجل بين الاستثمار في محفظة الأوراق المالية Portfolio Investment والاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Investment. ولهذا التمييز أهمية خاصة بالدافع الحقيقي الكامن وراء كل من هذه التكرات. فالاستثمار في المحفظة يتضمن شراء مختلف الأصول المالية من أسهم وسندات بهدف تحقيق معدل معين من العائد دون اكتساب الحق في إدارة ورقابة المؤسسات أو الهيئات التي تصدر هذه الأصول. أما الاستثمار الأجنبي المباشر فإنه يتضمن امتلاك أسهما في إحدى الشركات مع اكتساب الحق في إدارة ورقابة العمل داخل هذه الشركة. وقد يتضمن الاستثمار المباشر كذلك قيام المستثمر الأجنبي بإنشاء شركة جديدة وامتلاك كل أسهمها وهو في ذلك يدير ويراقب وينفذ العمل بشكل منفرد ومستقل نظراً لعدم وجود شركاء محليين.

أما بالنسبة للتكرات الرأسمالية قصيرة الأجل فإنها تنطوي على التعامل بيعاً وشراء في الأصول المالية قصيرة الأجل مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل،

والقروض المصرفية وأذون الخزانة، هذا فضلاً عن الودائع لأجل وشهادات الإيداع القابلة للتداول... إلخ.

المضمون المتغير للتمويل الدولي

لقد تغيرت نوعية تحركات رؤوس الأموال، كما تغير مضمون التمويل الدولي، فقد شهدت سنوات الثمانينات وبداية التسعينات من القرن المنصرم تطوراً كبيراً في هذا المجال. ويرجع هذا التطور في حقيقة الأمر إلى المحاولات المتعددة التي هدفت إلى إنعاش النظام المالي الدولي وإيجاد الوسائل والتقنيات المالية البديلة لتخفيف الأزمات وحماية النظام المالي الدولي من الانهيار. فبينما كانت القروض المصرفية والديون المباشرة، تشكل أهم الأدوات، نجد الأوراق التجارية NIF's وأدوات الخيارات Options والمقايضة Swap والمستقبليات Futures قد حلت مكانها. وفي حين كانت المصارف التجارية وأسواق الأسهم، هي المؤسسات المسيطرة، باتت هذه المصارف والأسواق تلاقى اليوم تحدياً من مصارف الاستثمار، وشركات الأوراق المالية وأسواق الخيارات والمستقبليات. وبينما كانت الأسواق الخاضعة للسلطات النقدية المحلية Onshore هي مكان الإصدارات الجديدة ونشاطات المتاجرة بالأصول، فإن أسواق اليورو Euromarkets أو الأوفشور Offshore الأقل خضوعاً لسلطان الرقابة النقدية أو المالية قد استحوذت على أغلب هذه الإصدارات ونشاطات المتاجرة.¹

1 Richard M. Levich, 1998 -International Financial Markets: Prices and Policies. P.4.

المبحث الثالث

النقود والسيولة الدولية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- النقود الدولية ومشاكل الإصدار.
- السيولة الدولية.
- مصادر السيولة الدولية.

نناقش في هذا المبحث وباختصار بعض القضايا النظرية، المرتبطة بالنقود والسيولة الدوليتين، لما لذلك من أهمية في معالجتنا اللاحقة لبعض أجزاء النظام المالي الدولي، وتحديدًا النظام النقدي. ونؤسس للموضوعات المتعلقة بالتمويل وسياسات الصرف وميزان المدفوعات.

النقود الدولية ومشاكل الإصدار

يمكن تعريف النقود الدولية بأنها العملة التي تتم بها التعاملات الدولية بالسلع والخدمات والأصول. ولأداء هذا الدور فهي تعمل كنقود وطنية، ووحدة حساب لتحديد الأسعار في التجارة الدولية؛ وهي وسيط في التبادل يقلل الحاجة إلى المقايضة المكلفة وغير الكفؤة؛ وهي مخزن للقيم. ولكي تصبح العملة الوطنية عملة دولية، يجب أن تكون قابلة للتحويل Convertible. والتعريف الواسع لقابلية التحويل يقتضي ضمان حرية شراء وبيع العملات الأجنبية لكل المقيمين وبأية كمية ولأية أغراض. وقابلية التحويل الكاملة للعملة الوطنية مطلوبة. عندها يمكن للأفراد أن يعقدوا ما يشاؤون من الصفقات.

لقد كان إصدار النقود على الدوام موضوعاً لتشكيلة من الموائيق والقواعد، التي تغيرت تاريخياً تبعاً للنظام المالي الدولي. وتتبنق الحاجة للموائيق والقواعد في الإصدار (وطنياً ودولياً)، في جزء منها، إلى حالات فشل الأسواق Market Failure التي ارتبطت بذلك الإصدار. وفهم كامل للمشاكل المتعلقة بالإصدار على المستوى

الدولي، نحن بحاجة إلى استعراض حالات الفشل بشكل أوضح. ونشير بهذا الصدد إلى الحالات التالية:

- طبيعة السلعة العامة للنقود Public Good؛

- وجود اقتصاديات حجم في إصدارها Economies of Scale؛

- مشكلة الثقة أو المصادقية Confidence¹.

ونناقش فيما يلي الحالات السابقة باختصار.

أولاً- يجب أن تتمتع النقود بخاصية السلعة العامة (وقد حدد ذلك على أنه الفرق بين قيمة وحدة أو ورقة نقد معين وتكاليف إنتاجها، فورقة من فئة واحد دولار مثلاً تكلف أقل بكثير من دولار). وبالتالي فإن منتج النقود يحصل على أرباح احتكارية، كما ويدفع مستخدمو النقود، أكثر من مجرد تكلفة الإنتاج. والسوق عادة لا يؤمن السلع العامة بسبب صعوبة جعل الأفراد يدفعون طوعاً لإنتاجها. وبنفس الوقت، من الصعب استثناء من لم يدفع من الحصول على هذه السلع. وتنتج السلع العامة في العادة من قبل سلطة مركزية، وتغطي تكاليف إنتاجها من حصيللة الضرائب. ويختلف الأمر بالنسبة للنقود إلى حد ما، حيث يدخل مفهوم السيادة كعنصر أساسي في تأمينها. كما أن وجود الأرباح الاحتكارية، يجعل من إنتاج النقود مسألة عامة أكثر منها خاصة.

ثانياً- النقود موضوع لاقتصاديات الحجم (أي كلما ازداد عدد الأفراد المستخدمين لعملة ما، كلما زادت المنفعة المتحصلة، على اعتبار أن إمكانية التبادل بين الأفراد ستزداد). ومع أن أغلب الدول قد انتقلت من نظام العرض التنافسي للنقود (نقود مختلفة تدور في مناطق مختلفة) إلى العرض الاحتكاري للنقود. وأخذت الحكومات دور العارض الوحيد للنقود في الاقتصاد. إلا أنه على المستوى الدولي، لم يكن هناك أبداً مصدر مركزي للنقود الدولية. ويبقى عرض العملات الدولية تنافسياً. ويرجع ذلك إلى سببين:

1. cf.

- Heather D. Gibson, Op.Cit. P7.
- McKinnon, R.I. (1979) *Money in International Exchange*. Oxford University Press, Oxford.
- De Grauwe, P. (1989) *International Money: post-war trends and theories*. Oxford University Press, Oxford.

١. ليس هناك حكومة دولية وبالتالي لا سلطة مركزية تقوم بعملية العرض؛
٢. الحكومات الوطنية لازالت تبقي الاحتكار على عرض العملات الوطنية مما يجعل من الصعب على العملات الدولية أن تحل محلها. والعواقب بالتالي من العرض التنافسي للعملات على المستوى الدولي هو القابلية المتزايدة لانتقال الأزمات. وقد سادت نفس الظاهرة على المستوى الوطني قبل أن تأخذ الحكومات أو المصارف المركزية مهمة إصدار النقود. وتأخذ الاختلالات على المستوى الدولي شكل التغيير في معدلات الصرف الحقيقية أو التوقعات بناء على المعدلات المستقبلية للصرف التي تدفع الحاملين للعملات الدولية لإعادة تقييم محتويات محافظهم.

ثالثاً- حددت المشكلة الأخيرة المرتبطة بإصدار النقود بموضوع الثقة. فالأفراد في اقتصاد ما يرغبون أساساً بحمل النقود، اعتقاداً منهم أن بالإمكان مبادلتها في وقت ما في المستقبل بسلع، وخدمات أو أصول. والمهم هنا هو فكرة أن النقود يجب أن تعمل كمخزن للقيمة وأن الأفراد لديهم الثقة بأن العارض لن يقوم بأي فعل، يترك تأثيراً سلبياً على قيمتها. ولكن ذلك قد لا يتوفر دائماً، خاصة وأن استخدام السياسات النقدية لتجنب تأثيرات الأزمات الدولية، قد يجعل من هذه السياسات النقدية متعارضة مع الأهداف المحلية أو الوطنية مما يترك تأثيره على قيمة النقود. إذا، فالمصادقية هامة على المستويين المحلي والدولي.

السيولة الدولية

يعتبر مفهوم السيولة الدولية أوسع من مفهوم النقود الدولية، على الرغم من أنه يمكن المحاججة بأن النقود تمثل سيولة مطلقة. وحددت السيولة تقليدياً، على المستوى الدولي، بأنها مستوى الاحتياطيات المحتفظ بها من قبل السلطات النقدية الوطنية فقط. وقد لا يكون هناك مشكلة سيولة عند الحكومات على المستوى الوطني، حيث تستطيع طباعة النقود لملافاة التزاماتها المحلية. أما على المستوى الدولي، فيجب أن تكون قادرة على تقديم ما يقبل الصرف دولياً لملافاة التزاماتها (عجز ميزان المدفوعات

مثلاً). أو نظرياً على الأقل، أن تسمح بتعويم عملتها بحيث يصبح من السهل تداول العملة الوطنية دولياً.

ويحدد البعض السيولة الدولية على أنها مقدرة الدولة على تسوية الالتزامات الدولية أو على تمويل العجز في ميزان المدفوعات.¹ ويعتبر ذلك تعريفاً وظيفياً للسيولة الدولية. والسيولة بشكل أوسع تشمل كل الأصول المحتفظ بها من قبل الأفراد، والشركات، والمؤسسات المالية أو الحكومات في اقتصاد ما. وبهذا التعريف، فالسيولة الدولية لا تنفصل عن التدفقات المالية في الاقتصاد العالمي سواء عبر إعادة تدوير رؤوس الأموال من مناطق الفائض إلى مناطق العجز؛ أو حركات المضاربة في رأس المال؛ أو عبر عمليات المحفظة الدولية؛... إلخ.

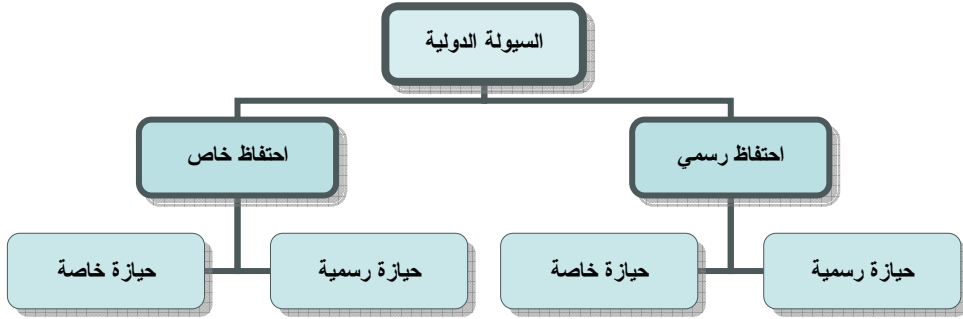
ومن المفيد أن نذكر هنا بعض خصائص السيولة الدولية. فعلى المستوى المحلي، تصبح محفظة أصول الأفراد، والحكومة أو الشركات أكثر سيولة عند استبدال الأصول ذات أجل الاستحقاق الطويل بأخرى أقصر أجلاً. مثل هذا التبدل في المحافظ يمكن أن ينظر إليه على أنه تبدل رأسي بين آجال الاستحقاق، وعملة الأصول تبقى نفسها. دولياً، يمكننا أن نسوق فكرة التبدل الرأسي حيث يستبدل الأفراد أصل ما بنفس أجل الاستحقاق ولكن بعملة مختلفة. في هذه الحالة يمكن للسيولة أن تزيد أو تنقص أو تبقى على حالها تبعاً لسعر العملة المحمولة الآن. ومع وجود العديد من العملات على المستوى الدولي فإن بعضها أكثر سيولة من الآخر، تبعاً لعمق السوق التي تحدد مستوى السيولة. ولا غرابة أن التبدل أسهل بين العملات التي لديها أسواق أعمق مما يتضمن تسويقاً أكبر للممتلكات الموجودة وتكلفة أقل لعمليات بيع أو شراء هذه الممتلكات، ومن الأسهل، بالتالي، تبديل سيولة المحفظة.

ويمكننا تقسيم مصادر السيولة الدولية إلى عدد من الفروع، لكل منها أنواعها المرتبطة معها في التدفقات المالية الدولية. وهذه المصادر ممثلة في الشكل رقم (1-1). فالسيولة الدولية يمكن أن يحتفظ بها أطراف خاصة (عبر المصارف الدولية،

1. cf.

- Heather D. Gibson, Op.Cit. P7.
- Williamson, J. (1977) *The Failure of World Monetary reform*. Nelson, Sunbury-on-Thames.

الشركات متعددة الجنسيات، الأفراد.. إلخ) أو رسمية (عبر السلطات النقدية في البلد المقصود). وكلا النوعين يمكن أن تكون حيازته من مصادر رسمية أو خاصة.¹



الشكل رقم (١-١) أنواع السيولة الدولية

وتعتبر السيولة "احتفاظ خاص حيازة رسمية" Privately Held Officially Obtained الأوفر بين أنواع السيولة، ولا تلعب أي دور في النظام النقدي الدولي وبالتالي يمكن إهمالها. والمصادر الأخرى أكثر أهمية. ويعتبر الأفراد، والبنوك والشركات، الأطراف الرئيسية في سيولة "الاحتفاظ الخاص والحيازة الخاصة" Privately Held Privately Obtained. وتتم الحيازة هنا عبر أسواق الصرف الأجنبي إما بنتيجة عمليات تجارية أو صفقات في الأصول. وكانت الحكومات في الماضي، تتحكم بكل السيولة الدولية "احتفاظ خاص" عبر ضوابط التبادل (أو ضوابط رأس المال). ومع نهاية السبعينيات من القرن الماضي وإتباع أسعار الصرف المعمومة، أصبحت ضوابط التبادل أندر بين الدول الصناعية الرئيسية ونما التوسط المالي الخاص Private Financial Intermediation بسرعة. وبالنتيجة نمت السيولة الدولية "احتفاظ خاص وحيازة خاصة" بشكل كبير، وترافق ذلك بنمو التدفقات المالية الخاصة.

الفئة التالية من السيولة الدولية هي "الاحتفاظ الرسمي الخاص الحيازة" Privately Obtained Officially Held. فتمو الاقتراض الحكومي في أسواق رأس المال الدولية كان إحدى الخصائص الأهم لما بعد صدمة أسعار النفط ١٩٧٣. والعديد من الدول اقترضت لتكامل موجوداتها من الاحتياطات الأجنبية ولتمول العجز في

1 Heather D. Gibson, Op.Cit. P10.

موازينها الجارية Current Account Deficits. أخيراً، لدينا مقياس أكثر تقليدية للسيولة الدولية وهو "الرسمية الاحتفاظ والرسمية الحيازة" Officially Held Officially Obtained. وهذا يتضمن العملات الأجنبية المتحصلة من فائض ميزان المدفوعات، والاحتياطيات لدى صندوق النقد الدولي، وحقوق السحب الخاصة (SDRs) والذهب. وستجد المفاهيم السابقة توضيحاً وشرحاً وافياً لها عند تعرضنا لميزان المدفوعات في الفصول اللاحقة.

المبحث الرابع

أهمية التمويل الدولي

بعد قراءة هذا المبحث يجب أن تكون قادراً على:

- الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي.
- نمو الإقراض المصرفي الدولي.
- أهمية المصدر والنوعية في التمويل الدولي.

الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي (الأسواق والأدوات)

تتنوع الأطراف الداخلة في التمويل الدولي بين وكلاء (Agents) غالباً حكومات، شركات، مصارف، وكالات ومنظمات أو هيئات دولية وإقليمية؛ وأفراد (Individuals). ويجب تأكيد اختلاف أهمية التدفقات الدولية في السلع ورأس المال، واختلاف تأثيرها بالتالي، على مستويات حياة الأفراد والدول مع التحرير المتصاعد Liberalization لهذه التدفقات وانكماش "الفضاء الاقتصادي" Economic Space. وترجع الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي إلى عوامل عديدة، لعل من أهمها:

- العولمة المتنامية لأسواق المال والأصول الحقيقية؛
- التقلبات المتزايدة في أسعار الصرف.¹

لقد عملت التدفقات المتنامية لرؤوس الأموال بين مختلف دول العالم، على إيجاد تقارب في معدلات العائد بين مختلف المناطق. كما ازدادت فرص الإقراض والاقتراض، مما يسمح للدول التي تمر بأوقات صعبة أن تقترض لدعم الاستهلاك المحلي وتسدد في أوقات الازدهار. ولكن هذه المنافع من تزايد تدفقات رؤوس الأموال، يقابلها تكاليف أو ثمن للعولمة، يتمثل في زيادة مخاطر الصرف الأجنبي Foreign Exchange risk ومخاطر بلد الاستثمار أو البلد المقترض Country risk.

1 Maurice D. Levi, Op.Cit. . P.15.

لقد أصبحت أسعار الصرف شديدة التقلب، حتى أن درجة مخاطرة الصرف قد زادت بشكل أكبر من معدلات زيادة التجارة والاستثمار الدوليين.¹ ويجدر التنويه إلى أن العولمة قد ترافقت مع زيادة في ما يسمى "الأموال الساخنة" Hot Money التي تقفز من مركز مالي دولي إلى آخر بحثاً عن العائد الأعلى. وبنتيجة تقلبات أسعار الصرف المتزايدة، كان هناك نمواً موازاً في أهمية فهم طرق إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف والفائدة.

وللتدليل على الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي، نتناول ببعض التفصيل، نمو الإقراض المصرفي الدولي وتغير مكونات هذا الإقراض وكيفية حسابه على أن ندرسه بشكل أوسع في فصول لاحقة.

نمو الإقراض المصرفي الدولي

يبين الجدول رقم (١-١)، المعطيات المتوفرة عن الإقراض المصرفي الدولي International Bank Lending لإحدى السنوات.² ويظهر البند الأول المطالب المصرفية الدولية لجميع الدول Total cross-Border Bank Claims، وهي تمثل قروضا أعطيت لمقترضين غير مقيمين، ويمثل البند الثاني حجم المطالب المحلية بالعملة الأجنبية Local Claims in Foreign Currency، على اعتبار أن هذه العملة قد تحصلت في أوقات سابقة من مصادر أجنبية، وبالتالي فهي تمثل إقراضاً دولياً. ويظهر البند الثالث مجموع البندين الأول والثاني (إجمالي الإقراض المصرفي الدولي) Gross international Bank Lending.

ولتحديد صافي الإقراض المصرفي الدولي Net international Bank Lending (البند الرابع) يتوجب علينا طرح الودائع بين المصارف Interbank Deposits. ولتوضيح ذلك نفرض أن مصرفاً بريطانياً قد أعطى قرضاً قيمته ٥ مليون دولار لمصرف سوري، وقام المصرف السوري وبنفس الوقت، بمنح المصرف

1. Maurice D. Levi, Op.Cit. . P8.

2. Bank for International Settlements, 2004- Consolidated banking statistics for the second quarter of 2004(Basel, Switzerland: BIS October, 2004), Tables.

البريطاني قرضاً قيمته ٤ مليون دولار، فإن صافي التدفق الدولي من بريطانيا يعادل ١ مليون دولار فقط في حين أن إجمالي التدفق يعادل ٩ مليون دولار.

الجدول رقم (١-١)

المطالب المصرفية الدولية (A)	المطالب المحلية بالعملة الأجنبية (B)	إجمالي الإقراض المصرفي الدولي	الودائع بين المصارف (C)	صافي الإقراض المصرفي الدولي
9,665.4	1,382.8	11,048.2	5,563.2	5,485.0

ويتشكل إجمالي الإقراض المصرفي الدولي من عدة مكونات تتمثل بالتالي:

- قروض المصارف المحلية لغير المقيمين بالعملة المحلية، كأن يمنح مصرف سوري قرضاً بالليرة السورية لشركة ماليزية ترغب بشراء سلع من سورية؛
 - قروض المصارف المحلية بالعملة الأجنبية لغير المقيمين، كأن يعطي مصرف سوري قرضاً بالدولار الأمريكي لشركة يابانية تريد شراء النفط من مصدر سعودي يرغب بتسوية الصفقة بالدولار؛
 - قروض المصارف المحلية بالعملة الأجنبية للمقيمين، كأن يمنح مصرف سوري قرضاً بالدولار الأمريكي لمواطن سوري يرغب بشراء أدوات الخزانة الأمريكية.
- يطلق على البند الأول في الأدبيات الاقتصادية الإقراض المصرفي الدولي التقليدي Traditional Foreign Bank Lending^١. وهو يمثل حالة قيام المصارف بمنح قروض بالعملة المحلية لغير المقيمين، أفراداً أو مؤسسات، لتمويل التجارة الدولية. ويمثل البنود التاليان المكون المتنامي والحديث نسبياً، وهما حالة تداول العملة خارج حدود الدولة المصدرة لها (وهي الدولار الأمريكي في أمثلتنا أعلاه). ويسمى السوق المشار إليه، سوق اليورودولار Eurodollar Market وسناقشه في الفصول القادمة بشكل موسع.

الإطار رقم (١-٥). يفهم من مصطلح "العولمة"، التي تحتل الكثير من المعاني، توسع التجارة الدولية، أو نمو الأعمال الدولية الطابع، إلى المشاريع المشتركة الدولية Joint

1.Dennis R. Appleyard, and Alfred J. Field, JR., 2001- International Economics.P.465

Ventures ونمو الاعتماد المتبادل عبر تدفقات رؤوس الأموال وغير ذلك. وعند التركيز على معنى الاعتماد المتبادل، وهو ما يهمننا، فإن بالإمكان استعراض مؤشرات كثيرة للتدليل على حجم تدفقات رؤوس الأموال المرتبطة بتلك الوتائر المتسارعة للعلومة. ويوضح الجدول التالي بعضاً من هذه المؤشرات، التي نكتفي بإيرادها كما هي على اعتبار أننا سندرسها لاحقاً.¹

المبالغ بمليارات الدولارات الأمريكية

Q2 2004	Q4 2003	Q4 2002	Q4 2001	Q4 2000	Q4 1999	Q4 1998	
523.4	345.3	314.8	330.2	402.8	286	218.4	القروض المشتركة
12778.7(09)	11673.4	9192.3	7503.7	6364.1	5353.8	4285	أوراق الدين الدولي
12157.5(09)	11104.1	8754.6	7106	5870.3	4994.6	4052	السندات المصدرة
45.2	55.5	18.3	35.1	65.6	75.7	31.4	الأسهم الدولية المعننة الإصدار
220058	197167	141665	111178	95200	88202	80309	المشتقات عبر (OTC)

لقد حصل تطور هائل في الأدوات المالية الموجهة للسوق الدولية، كنوع من الاستجابة للزيادة الكبيرة في الاستثمار والتجارة الدوليين. ويمكن أن نذكر كمثال على ذلك، الصناديق التبادلية العالمية Mutual Funds، أو الصناديق المحلية بتتويج عالمي Diversification. لقد اعتبرت شعبية هذه الأدوات في العقد المنصرم، دلالة على عولمة الأسواق المالية. فهي تستقطب المستثمرين المهتمين بالاستفادة من الفرص في ما يسمى "الأسواق الناشئة"، كذلك الحال في الاقتصادات الناضجة. ويطلق على الصناديق صفة الدولية International، إذا كانت مكوناتها أجنبية فقط. بينما الصناديق العالمية Global، تضم مكونات أجنبية ومحلية. وينطبق الشيء نفسه على الأوراق المالية، ففي السنوات الأخيرة، تحولت الأقسام الدولية في شركات الأوراق المالية، إلى مراكز ضخمة متزايدة الأرباح. كما شهدت أسواق العقارات وغيرها من الأسواق تحولا كبيرا بفعل تسارع ظاهرة العولمة.²

1. Bank for International Settlements, Op.Cit, PP.9-42.

2 . Maurice D. Levi, Op.Cit, P. 8.

وكما أسلفنا، ينطوي التمويل الدولي على تدفقات رؤوس الأموال بين أطراف مختلفة. وتختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال هذه باختلاف الأطراف المصدرة والمتلقية من جهة، وباختلاف نوعية رأس المال المتدفق من جهة أخرى. وفيما يلي سنركز حديثنا عن هذه الأهمية بالنسبة للدول المستوردة والمصدرة لرؤوس الأموال.

أهمية المصدر والنوعية في التمويل الدولي

جانب الدول المتلقية (المستوردة) لرأس المال

كما أسلفنا سابقاً، فإن الدول قد تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي، والمحافظة على مستوى المعيشة عند مستوى معين. فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية فإن الاعتماد على القروض والمنح يصبح أمراً لا مفر منه، ذلك أن الزيادة في الواردات عن حصيلتها من الصادرات يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي ولا بد من سد هذه الفجوة، إما عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة للدولة، أو الاقتراض الخارجي. وعادة ما يتم اللجوء إلى الاقتراض إذا كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بسحب المزيد.

وتهدف الدول المتلقية، من حصولها على رؤوس الأموال تدعيم البرامج والخطط الاقتصادية لديها، أو مواجهة العجز في موازين مدفوعاتها وسد الفجوة بين المطلوب من الاستثمارات والمحقق من المدخرات. ولا توجد دولة في العالم لم تعتمد على التمويل الخارجي خلال المراحل المختلفة للنمو الاقتصادي. وتقترض معايير العقلانية الاقتصادية أن تقترض الدولة من الخارج، لتمويل الاستثمار لا الاستهلاك، وأن يستخدم هذا الاستثمار على نحو كفؤ وبدرجة تؤدي إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية وزيادة الصادرات. أي أن القروض الخارجية يجب أن تدعم الطاقة الإنتاجية وتزيد مقدرة المجتمع على تأمين القطع الأجنبي اللازم لدفع فاتورة الواردات وخدمة الديون الخارجية في نفس الوقت.

الإطار رقم (١-٦). لو فرضنا أن معدل النمو المستهدف في دولة ما هو ١٠% مثلاً، فهذا يعني أن معدل الاستثمار اللازم لتحقيق معدل النمو المستهدف هو ٢٠%، وذلك

بافتراض أن معامل رأس المال/الناتج، هو $1/2$ أي أن كل وحدة إضافية في الناتج القومي تتطلب استثمار ٢ وحدات من رأس المال. وحيث إن معدل النمو المطلوب تحقيقه في الناتج هو ١٠% فإن معدل الاستثمار يصبح ٢٠%. فإذا كان معدل الادخار المحقق محلياً هو ١٢% مثلاً فإن الدولة المعنية يمكن أن تختار بين بديلين. يتمثل الأول في عدم الاقتراض والاعتماد على الذات في تمويل الاستثمار وهذا يشير إلى ضرورة تخفيض معدل النمو المستهدف ليصبح ٦% فقط، أما البديل الثاني فهو الحفاظ على معدل النمو عند مستوى ١٠% وفي هذه الحالة لا بد من الاعتماد على العالم الخارجي في تمويل الفرق بين الاستثمار المطلوب والادخار المحقق وهو ٨% (٢٠%-١٢%).

إذا فالعبرة ليست في مصدر التمويل الدولي، بل في الكيفية التي يتم بها تخصيصه واستخدامه. فهي التي تؤدي إلى رفع مقدرة الدولة على سداد أعباء هذا التمويل أولاً. فالتمويل الخارجي يصبح تمويلاً سهلاً، مهما بلغت الأعباء والالتزامات الخارجية التي يرتبها على الدولة المتلقية، إذا ما تم تخصيصه للقطاعات المنتجة لسلع قابلة للتصدير، وإذا ما تم استخدامه بأكبر قدر ممكن من الكفاءة. وقد يكون التمويل الخارجي تمويلياً بشروط سهلة، غير أنه يصبح صعباً من منظور كفاءة تخصيصه واستخدامه.

كما قد تعلق الدولة أهمية كبيرة على التمويل الخارجي في شكل استثمارات أجنبية مباشرة، على اعتبار أن الاستثمارات المباشرة توفر تكنولوجيا متطورة وخبرات إدارية عالية بالإضافة إلى تفاعل المشروعات الممولة من خلال الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع الأسواق الدولية وهو ما يعني إمكانية زيادة الإنتاج من السلع القابلة للتصدير، الأمر الذي يؤدي إلى تحسن الوضع الخارجي للاقتصاد الوطني. كما أن هذه الاستثمارات بما لها من قدرات كبيرة وخبرات متميزة ودراسات تمهيدية جادة للمشروعات التي تتجه إليها قد تؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة من ناحية وتوفير فرص تشغيل من ناحية أخرى، وتحسين جودة الإنتاج من ناحية ثالثة وزيادة الصادرات ورفع طاقة الدولة على خدمة أعباء التمويل الخارجي من المصادر الأخرى من ناحية رابعة.

أهمية المصدر والتنوع في التمويل الدولي

جانب الدول المانحة (المصدرة) لرأس المال

يؤكد بعض الاقتصاديين على أن "المساعدات الاقتصادية تعتبر أداة من أدوات القوة السياسية للدولة المانحة"¹ وتعلق الدول التي تمنح قروضاً رسمية لدول أخرى أهمية كبيرة على هذه القروض في تصريف الفوائض السلعية لديها وزيادة صادراتها وتشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل والوساطة والتأمين والمقاولات وبيوت الخبرة المختلفة فيها. ومن المعروف أن القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة (باستثناء حالات قليلة جداً يتم فيها منح قروض نقدية ولأهداف خاصة).

يقصد مما سبق قوله أن اتفاق دولة ما مع أخرى للحصول على قرض منها لا يعني أن الدولة المانحة ستقدم قرضاً نقدياً تستخدمه الدولة المقترضة في تمويل وارداتها بحرية كاملة والشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقاً للأجود والأرخص. وقد ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق مجموعة من الأهداف غير السياسية وتتمثل في تحسين صورتها أمام المجتمع الدولي، هذا بالإضافة إلى حماية مصالح بعض القطاعات الإنتاجية لديها كالقطاع الزراعي الذي ينتج كميات كبيرة يؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها وإصابة المنتجين الزراعيين بأضرار جسيمة. ولهذا فإنه يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق منح القروض والمعونات الخارجية. وبالنسبة للقروض التي تمنح لتمويل معدات وبيع استثمارية أو لتمويل مشروعات البنية الأساسية عادة ما تشترط الدولة المانحة ضرورة تحميل المشروع الممول بهذه القروض، تكاليف النقل والتأمين الخاصة بأجور ومرتببات الخبراء والفنيين الذين ترسلهم الدولة المانحة من مواطنيها لتكريب المعدات والإشراف على تنفيذ المشروع وتشغيله.

ونظراً للتغيرات التي حصلت في ما كان يسمى دول أوربة الشرقية في النصف الثاني من ثمانينيات القرن الماضي. فقد بدأت عملية إعادة نظر في برامج المساعدات

1. عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج م ع. ص ٩-١٣.

الموجهة إلى الدول النامية من قبل الولايات المتحدة ودول أوربة الغربية واليابان. وساد الرأي بأن المساعدات المقدمة إلى تلك الدول لم ينتج عنها تحسن يذكر في اقتصاداتها لا بل أن الأوضاع قد زادت سوءاً، خاصة بعد أن تراكمت ديونها وقلت مقدرتها على السداد. وبالنتيجة اعتبرت السياسات المتبعة من قبل الدول النامية هي السبب في تدني الإنتاجية وضياع المعونات الخارجية. وساد العقد الأخير اتجاه خفض المساعدات للدول النامية لصالح زيادتها لدول الكتلة الشرقية سابقاً أو ما سمي آنذاك اقتصادات الانتقال .Transition Economies

أما بالنسبة للتمويل الدولي **متعدد الأطراف** وهو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية والإقليمية، فإنه يخضع في جانب من تحركاته أيضاً للأهداف والدوافع السياسية من جانب الدول المسيطرة على هذه المؤسسات. وترجع هذه السيطرة في الواقع إلى نصيب الاقتصادات الكبيرة في هذه المؤسسات، فهي عادة صاحبة النصيب الأكبر في رأسمالها، وتعكس حصة الدولة في رأسمال المؤسسة القوة التصويتية لهذه الدولة ومن ثم إمكانية التأثير في قراراتها وتوجيهها بما يتفق مع مصالحها السياسية والاقتصادية.

ملخص الفصل الأول

ترتبط قضايا التمويل الدولي بطبيعة التحركات الدولية لرؤوس الأموال. وتزايد التدفقات المالية بدرجة تزيد عن التدفقات العينية بين الدول يؤدي إلى نمو ظاهرة الاقتصاد الرمزي. وقد أسهم انهيار النظام النقدي الدولي، في تصاعد هذه الظاهرة. وكان صندوق النقد الدولي قد سمح بالتعويم لأسعار الصرف. كما قرر أن تكون تسوية الحسابات الدولية عن طريق أصول احتياطية لها قبول دولي عام. وقد أدى التراجع عن اتفاقية بريتون وودز إلى زيادة المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة وأسعار الصرف، مما اضطر المتعاملين في أسواق المال الدولية إلى استحداث طرق جديدة لتأمين وضمان نشاطاتهم المالية المستقبلية من مخاطر محتملة. وهكذا نشأت أسواق مالية جديدة.

وتتمثل العوامل الأساسية التي تؤثر في تدفق رأس المال، أساساً

في التغيرات الحاصلة في المعدلات النسبية، الفعلية والمتوقعة، للعائد. ويشير مصطلح التمويل الدولي إلى انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، فكل تمويل هو "دولي". ولكن هناك مشكلات خاصة تنشأ من العلاقات بين الدول. تأتي من اختلاف معدلات وترتيبات أسعار الصرف، ومن الفرص والمخاطر المرتبطة بالاقتراض والاستثمار عبر الحدود. وانقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية وتحركات خاصة. ولا تتفصل السيولة الدولية عن التدفقات المالية في الاقتصاد العالمي. وتتنوع الأطراف الداخلة في التمويل الدولي، وتختلف أهمية هذا التمويل باختلاف الأطراف المصدرة والمتلقية من جهة، وباختلاف مصدر ونوعية رأس المال المتدفق من جهة أخرى.

مصطلحات الفصل الأول

قروض دولية متعددة الأطراف	الاعتماد المتبادل
قروض إقليمية متعددة الأطراف	الاقتصاد الرمزي
الخيارات، المقايضة	التعويم
أسواق اليورو	حقوق السحب الخاصة
الأوفشور	نقد دولي
قابلية التحويل	تدفق رأس المال
السيولة الدولية	الاستثمار المباشر
أسعار الصرف	استثمارات المحفظة
عجز ميزان المدفوعات.	قروض حكومية ثنائية

أسئلة الفصل الأول

- ١- ما هي أهم التغيرات الاقتصادية الدولية التي أثرت على هيكل التحركات الدولية لرؤوس الأموال؟
- ٢- عرّف الاقتصاد الرمزي؟
- ٣- ما هو التعويم؟
- ٤- ما هي حقوق السحب الخاصة؟
- ٥- كيف استجاب المتعاملون في أسواق المال الدولية لزيادة مخاطر أسعار الصرف والفائدة؟
- ٦- ما هي العوامل الأساسية المؤثرة على تدفق رأس المال؟
- ٧- من أين تنشأ التغيرات في معدلات العائد على تدفقات رؤوس الأموال الدولية؟
- ٨- كيف تفهم مصطلح "التمويل الدولي"؟
- ٩- ما هي خصوصية التمويل الدولي؟
- ١٠- ما المقصود بالتحركات الخاصة لرأس المال؟
- ١١- ما المقصود بالتحركات الرسمية لرأس المال؟
- ١٢- ما معنى قابلية العملة للتحويل؟
- ١٣- تحدث عن حالات فشل الأسواق المرتبطة بإصدار النقود الدولية؟
- ١٤- عرّف السيولة الدولية؟
- ١٥- تحدث عن مصادر السيولة الدولية؟
- ١٦- ما المقصود بالكيفية التي يتم بها تخصيص واستخدام التمويل؟

الفصل الثاني

النظام النقدي الدولي

المبحث الأول

النظام النقدي الدولي قبل الحرب العالمية الأولى

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- نظام قاعدة الذهب.
- الخصائص الرئيسية لنظام الذهب.
- آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب.

الترتيبات النقدية الدولية بين النظرية والتطبيق

نستعرض في هذا الفصل، الأنظمة النقدية الرئيسية التي عرفها العالم في الفترة الماضية. وننتقل بالتالي بين أربعة أنواع أساسية: من قاعدة الذهب، إلى بريتون وودز، مروراً بالتعويم وصولاً إلى التدخل التعاوني. وبتحليل نظم الصرف الثابتة والمعمومة نجد أنفسنا مرغمين على تقبل نتيجة، أنه بالرغم من الخبرة الواسعة المتأتمية من إتباع نظم نقدية دولية مختلفة وترتيبات متنوعة خلال الفترة الماضية، إلا أنه لا يوجد نظام دائم واضح. ويمكن أن نشير بهذا الخصوص، إلى أن سرعة التغيير الاقتصادي تترك ضغطاً كبيراً على أية ترتيبات متبعة. فمع عدم وجود مصرف دولي أو عملة دولية، كان لابد من تطوير نظم يمكن معها للنقود الوطنية أن تستعمل في تسوية التعاملات الدولية. وقد حمل كل نظام معه مجموعة من القواعد التي تمثلت أحياناً بقوانين وضوابط معينة، وأحياناً أخرى بصورة معاهدات وأعراف، يشار إليها، في التمويل الدولي، على أنها "قواعد اللعبة" Rules of the Game¹.

الإطار رقم (٢-١). بعد النجاح المتحقق من تطبيق نظرية الألعاب

1. Richard M. Levich, Op.Cit. P.22-23.

Game Theory، على السياسات النقدية المحلية، يتم استخدام مصطلحات هذه النظرية لتمثيل مصداقية الأنظمة النقدية الدولية. ففي نظام الذهب القائم على القواعد، مثلاً، ووفقاً لما يسمى "توازن ناش" Nash Equilibrium: تعتبر توقعات اللاعبين (وهم هنا الحكومة والأفراد) منسجمة ومبررة أساساً، فكل لاعب يختار أفضل تصرف ممكن بناءً على توقعاته. والوعد بتحويل النقود إلى الذهب من طرف الحكومة، لا يعدو كونه قيداً ودلالة على مصداقيتها أمام الأفراد. وبهذه الطريقة، فالذهب يعمل كملاذ اسمي Nominal Anchor أي تعهد موثوق بالإبقاء على قيمة العملة مستقرة.¹

وبينما نجد أن عبارة "قواعد اللعبة" شائعة الاستخدام، إلا أنه ليس بالأمر السهل تحديد القواعد الأكثر أهمية في عمل النظام النقدي الدولي لسببين: الأول، أن بعض القواعد ليست سوى موثيق لا يمكن الاعتماد عليها في معرفة كيفية عمل النظام في الأوقات المختلفة؛ والثاني، أنه بالرغم من أن بعض الموثيق مكتوبة في معاهدات دولية أو ضوابط، إلا أن الممارسات العملية للدول تختلف عن القواعد.

وتحمل السياسات الاقتصادية الوطنية، في اقتصاد عالمي متكامل، إمكانية خلق وفورات سلبية (Spillover Effect) Externalities. فالنظام النقدي الدولي الجيد قد يكون مفيداً في تأمين المنافع من التجارة الدولية، ولكنه بالمقابل قد يمثل معبراً لنقل الصدمات الاقتصادية من بلد إلى آخر. وتتضمن الصدمات المعروفة، نقل التضخم، والنمو، والبطالة، والاستثمار وغيرها. لقد تطور النظام النقدي الدولي القائم على القواعد لإيجاد التوافقات بين مختلف الأطراف. ومع ذلك، لازال صانعو السياسات الاقتصادية المحلية يتصرفون بحرية (يستثنون أنفسهم من القواعد كما يقومون بتعديلها) عند التغييرات أو كلما لاحت بوادر أزمة.

مر النظام النقدي الدولي في القرن الماضي، في عدة مراحل كالتالي:²

1. Maurice D. Levi. Op.Cit. P. 208.

2. cf. –

- Richard M. Levich. International Financial Markets: Prices and Policies. McGraw-Hill, Singapore, 1998. P. 23;
- McKinnon, Ronald I. "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective." Journal of Economic Literature 31(Mar. 1993). PP. 1-44.

- ١- قاعدة الذهب الدولية؛
 - ٢- اتفاقية بريتون وودز؛
 - ٣- قاعدة الصرف الثابت للدولار؛
 - ٤- قاعدة الصرف المعوم للدولار؛
 - ٥- اتفاقية بلازا - اللوفر للتدخل وقاعدة الصرف المعوم للدولار؛
- ونناقش فيما يأتي المراحل السابق ذكرها، كما نتعرض للنظام النقدي الأوربي ببعض التفصيل.

نظام قاعدة الذهب Gold Standard

قام النظام النقدي الدولي في الفترة ١٨٧٠-١٩١٣ على أساس قاعدة الذهب التي طبقت بشكل تلقائي ودون اتفاق مسبق بين دول العالم على مضمون الأساس النقدي اللازم لتسوية المدفوعات الدولية، غير أن توفر مجموعة من الشروط أو ما يطلق عليه "قواعد اللعبة" هي التي مهدت الطريق لسيطرة قاعدة الذهب على النظام النقدي العالمي. وكانت بريطانيا أول الدول التي استخدمت هذا النظام طوال القرن التاسع عشر، تلتها ألمانيا ١٨٧١ ومن ثم الولايات المتحدة الأمريكية ١٨٧٩.

وتمثلت قواعد اللعبة بشكل رئيسي في التزام حكومات الدول بتحديد قيمة ثابتة لعملتها الورقية بالنسبة لوزن معين من الذهب، مع الالتزام بتحويل ما يقدم إليها من عملات ورقية عند المستوى السابق تحديده. والأساس الثالث لقواعد اللعبة هو ترك الحرية للأفراد في تصدير واستيراد الذهب بدون قيود. فإذا التزمت كل الدول بهذه القواعد فإن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق ميزة هامة وهي استقرار وثبات أسعار صرف عملات مختلف الدول.

وترتب على إتباع قاعدة الذهب، ربط حجم الإصدار المحلي في كل دولة من العملة الورقية بما يحدث في الموجودات الفعلية من الذهب. ويتأثر رصيد الدولة من الذهب بمقدار العجز أو الفائض المحقق في ميزان المدفوعات. فقد يتم تسوية العجز الخارجي وبشكل تلقائي عن طريق انخفاض الموجودات الذهبية المملوكة من قبل تلك الدولة. ويزترب على ذلك انخفاض كمية النقود المتداولة في الداخل، الأمر الذي يعكس

اتجاه المستوى العام للأسعار نحو الانخفاض النسبي ويؤثر ذلك على أسعار السلع القابلة للتصدير بالانخفاض. ويشير ذلك في نهاية الأمر إلى زيادة الصادرات نظراً لارتفاع القوة الشرائية لوحدة النقد المصدرة في بقية دول العالم، وبذلك تستعيد الدولة التوازن الخارجي لميزان مدفوعاتها دون أن تتدخل لتسوية العجز بإحداث تخفيض متعمد في قيمة العملة المحلية بالنسبة للذهب، وكل ما يحدث هو تغير الأسعار النسبية للسلع والخدمات نتيجة لخروج ودخول الذهب.

الإطار رقم (٢-٢). قواعد اللعبة: قاعدة الذهب ١٨٧٠-١٩١٣

- I. ثبت سعر الذهب الرسمي أو سعر التعادل واسمح بالتحويل الحر بين النقود المحلية والذهب عند ذلك السعر؛
- II. لا تفرض عراقيل على استيراد أو تصدير الذهب من قبل المواطنين الأفراد، أو استخدام الذهب للتعاملات الدولية؛
- III. أصدر العملة المحلية والقطع المعدنية بتغطية ذهبية فقط واربط النمو في ودائع المصارف الوطنية إلى احتياطات الذهب الوطنية؛
- IV. في حال حدوث أزمة سيولة قصيرة الأجل مترافقة مع خروج للذهب، على المصرف المركزي أن يقرض بحرية للمصارف المحلية بأسعار فائدة أعلى (قاعدة باجيهوت Bagehot)؛
- V. إذا تعطلت القاعدة الأولى، أعد التحويل عند سعر التعادل الأصلي حالما يكون ذلك ممكناً عملياً؛
- VI. كنتيجة لتلك الممارسات سيتحدد السعر الدولي بناء على إجمالي الطلب والعرض العالميين من الذهب.

وتمثلت الخصائص الرئيسية لنظام الذهب بالتالي:

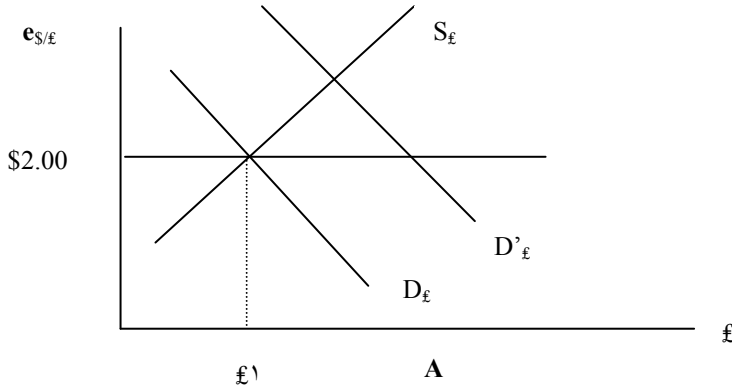
١. تقوم الدولة التي تتبع هذا النظام بتقييم عملتها بالذهب ولديها استعداد لشراء وبيع الذهب عند هذا السعر، وتستطيع الدولة مبادلة عملتها مع عملات الدول الأخرى من خلال علاقة كل عملة بالذهب. مثال ذلك، إذا قررت أميركا أن أونصة الذهب

تساوي \$٤٠، وقررت بريطانيا أنها تساوي ٢٥ جنيهه إسترليني، فإن سعر الصرف بين الدولار والجنيه هو $٢٥ \div ٤٠ = ١,٦٠ / \$$ اجنيه. وفي حال تباينت الأسعار بين الأسواق فإن المراجعة ستكفل الرجوع إلى سعر التعادل Mint Parity أو Parity Value¹؛

٢. لا عقبات أمام بيع وشراء الذهب، وهو يتدفق بحرية بين الدول؛
٣. على المصرف المركزي للدولة التي تعمل بهذا النظام أن يحتفظ باحتياطي من الذهب لكي يتمكن من شراء أو بيع الذهب ودعم النقود التي يصدرها محلياً؛
٤. يفترض أن الأجور والأسعار تتحرك بحرية صعوداً وهبوطاً.

تحديد سعر الصرف وفقاً لقاعدة الذهب

يبين الشكل رقم (٢-١) في الجزء A منه سعر الجنيه مقابل الدولار في ظل نظام الذهب، حيث السوق في وضع توازني عند $٢ / \$$ اجنيه.



الشكل رقم (٢-١) A تحديد سعر الصرف وفقاً لقاعدة الذهب^٢

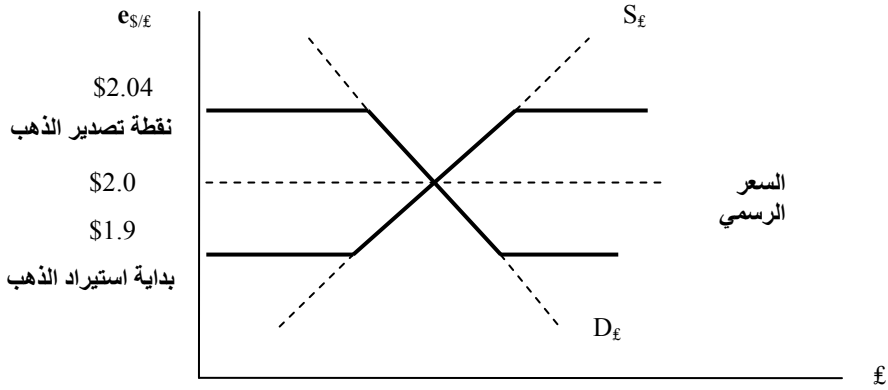
لنفرض أن الطلب على الجنيه من قبل الأميركيان قد ارتفع نتيجة لارتفاع الدخل في أميركا ليصل إلى $D'_£$ ، ونتيجة لذلك يحدث فائض في الطلب عند سعر التوازن، وبدوره هذا الفائض يضغط على سعر الصرف باتجاه الارتفاع. ولكن بما أن الحكومات

1 Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz, 1989- International Finance and Open Economy Macroeconomics. P.510.

2. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR, 2001- International Economics. P. 547.

لديها استعداد لبيع وشراء العملة عند السعر المثبت، فإن ذلك يعني أنه يوجد حد أعلى وأدنى للتغير في سعر الصرف، وأن البائعين والشارين للعملة يعلمون أن باستطاعتهم شراء العملة دائماً عند السعر الرسمي Mint Parity من خلال استخدام الذهب كوسيلة للتبادل. ومن خلال شراء الذهب محلياً وشحنه إلى الدولة الأخرى (إنكلترا في هذه الحالة) يستطيع المشتري الحصول على السعر الرسمي. وإذا كانت تكاليف التبادل وشحن الذهب تساوي صفرًا، فإن سعر الصرف لن يختلف عن سعر التعادل أو السعر الرسمي، ولكن بما أن تكاليف الشحن والتبادل ليست صفرًا فإن سعر الصرف سيختلف قليلاً عن السعر الرسمي.

وبافتراض أن تكاليف الحصول على الذهب وشحنه إلى الدولة الأخرى Transaction/transport Cost ومن ثم تحويله إلى العملة الأخرى تساوي ٢% من السعر الرسمي. يعني ذلك أن التكلفة ستكون 0.04 من جهتي السعر الرسمي والذي يساوي \$2/£. ويمكننا تمثيل ذلك، كما في الشكل رقم (٢-١) B.



B

الشكل رقم (٢-١) B تحديد سعر الصرف وفقاً لقاعدة الذهب

ومع زيادة طلب الأمريكيان على الجنيه، فإن سعر صرفه سيرتفع وعندها سيقبلون بدفع دولارات أكثر مقابلته. ولكن لن يقبلوا بأكثر من \$2.04/£ لأنهم يستطيعون الحصول على كل الجنيهات التي يرغبون فيها عند هذا السعر من خلال استخدام الذهب كوسيط للتبادل. ويصبح منحى عرض الجنيهات كامل المرونة عند

سعر التعادل. كما أن انتقال منحنى العرض إلى اليسار سيرفع سعر الصرف إلى فوق $2.04/\text{£}$ ويدفع المقيمين المحليين الراغبين في الحصول على الجنيهات إلى استخدام الذهب لشرائه عند سعر $2.04/\text{£}$ بدلاً من دفع سعر صرف أعلى. وهكذا فإن منحنى الطلب على الصرف الأجنبي يصبح أفقياً عند $2.04/\text{£}$ ويشار إلى هذه الحالة **بنقطة تصدير الذهب Gold Export point**.

ومن طرف الإنكليز هناك نقطة مشابهة عند سعر $1.96/\text{£}$ ، فالإنكليز لن يحتاجوا لدفع سعر أعلى للدولار أو إلى قبول سعر للجنيه أقل من $1.96/\text{£}$ لأن ذلك يمثل تكلفة الحصول على الذهب في إنكلترا وشحنه إلى أمريكا وشراء الدولارات به عند السعر الرسمي. فإذا بدأ سعر الصرف بالانخفاض إلى أقل من $2/\text{£}$ فإنه لن يقل عن $1.96/\text{£}$ لأنه عند هذه النقطة يبدأ تحرك الذهب إلى الولايات المتحدة ليصرف مقابل الدولار. أما من طرف الأمريكان فإن الطلب على الجنيهات يصبح كامل المرونة عند هذه النقطة لأنه إذا انخفض سعر الصرف تحت هذا المستوى يصبح الموقف مربحاً. فإذا حصل الأمريكان في بريطانيا على الجنيهات مقابل الدولارات ومن ثم شراء الذهب وشحنه إلى الولايات المتحدة وتحويله إلى الدولار من جديد سيحققون ربحاً. وتسمى هذه النقطة الدنيا **بنقطة استيراد الذهب Gold import Point**.

يمكننا أن نخلص إلى القول بأن سعر الصرف يتحدد آلياً في نطاق شريط ضيق حيث يتحرك الذهب بحرية بين الدول الداخلة بالتجارة. وهكذا فإن سوق الصرف الأجنبي الموصوف أعلاه يتحدد بسقف وأرضية ممثلتين بنقطتي استيراد وتصدير الذهب.

الإطار رقم (٢-٣): المقصود بقاعدة الذهب، هو أن كل دولة تقوم بتغطية عملاتها الوطنية المحلية بقيمة ثابتة من الذهب Fixed Exchange Rate. وهكذا أصبحت كل عملة ذات قيمة تبادلية ثابتة Exchange Parity بالمقارنة بالعملات الأخرى. فإذا أصدر المصرف المركزي الأمريكي ١٠٠ وحدة من النقود الورقية مقابل ١٠٠ وحدة وزن من الذهب، بينما أصدر المصرف المركزي البريطاني ٢٠٠ وحدة ورقية مقابل ١٠٠ وحدة وزن من الذهب، فإن سعر الصرف بين النقد الأمريكي والنقد الإنكليزي

يساوي نسبة ٢:١، ولا تتغير هذه النسبة انخفاضاً أو ارتفاعاً إلا في حدود نفقات شحن الذهب والتأمين عليه بين الدولتين، وهذا ما يطلق عليه حداً استيراد وتصدير الذهب .Import and Export Points

آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب Price-Specie Flow Mechanism

إذا بقي سعر الصرف ثابتاً في حدود ضيقة، فهل معنى ذلك أنه لا توجد آلية تسوية سعرية لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات؟ على اعتبار أن التغيرات في الأسعار لا تحدث من خلال التغير في سعر الصرف، فإن تسوية الأسعار تحصل نتيجة لاستجابة عرض النقود إلى تدفق الذهب. واعتماداً على النظرية الكمية للنقود، وبافتراض أنه توجد علاقة طردية بين النقود والأسعار:

$$M_s = kpy$$

فإن تحرك الذهب إلى الخارج سيقبل عرض النقود ويؤدي إلى انخفاض الأسعار. وبافتراض أن الطلب على السلع المتداولة مرّن، فالانخفاض في الأسعار في دولة العجز يميل إلى تخفيض الواردات وإلى زيادة الصادرات. أما في دولة الفائض فإن عرض النقود يزداد وكذلك يزداد مستوى الأسعار نتيجة لاستلام الذهب من الخارج. إذا، آلية تسوية الأسعار تعمل من خلال تدفق الذهب الذي يسبب تغيراً في عرض النقود، ولكن يجب أن نشير إلى أن الأجور والأسعار يجب أن تكون قابلة للتحرك إلى أعلى وأسفل لكي تعمل آلية تسوية الأسعار بفعالية.

تسمى الآلية السابقة الذكر بآلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب Price-Specie Flow Mechanism، وارتبطت باسم David Hume (الفيلسوف الإنكليزي في القرن الثامن عشر ١٧٥٢).^١ فقد وصف من خلال هذه الآلية تلقائية تسوية ميزان المدفوعات، وترتكز هذه الآلية على علاقة تدفق الذهب مع التغير في عرض النقود. فالعجز في ميزان المدفوعات وتدفق الذهب إلى الخارج يخفض عرض النقود المحلي ويؤدي إلى كساد في الاقتصاد. أي أن الأسعار تنخفض في هذه الأثناء وتحسن قدرة السلع المحلية على المنافسة في الأسواق العالمية، الأمر الذي يؤدي إلى إنهاء العجز في

1. Maurice D. Levi. Op.Cit. P173.

ميزان المدفوعات. بعبارة أخرى يتصحح الاختلال آلياً، كذلك فإن تدفق الذهب إلى الدولة يسبب فائضاً في ميزان المدفوعات ويزيد عرض النقود والأسعار، والارتفاع في الأسعار يؤدي بدوره إلى تخفيض القدرة التنافسية في الأسواق الدولية ويسبب انتهاء الفائض في الحساب الجاري.

إن التغير في عرض النقود يمكن أن يؤثر على سعر الفائدة والدخل، وطبقاً لعدد كبير من الاقتصاديين فإن التأثير الرئيسي للتغير في عرض النقود يقع على مستوى أسعار الفائدة ومن ثم وبشكل غير مباشر على الدخل والأسعار. من هذا المنظور فإن الانخفاض في عرض النقود سيؤدي إلى ارتفاع في أسعار الفائدة والتي ستخفض الاستثمار والدخل وبالتالي الطلب الكلي. إن الانخفاض في الطلب سيؤدي إلى حدوث فائض في المخزون وإلى انخفاض في الأسعار والأجور، ومع الانخفاض في الأسعار تحدث تسوية في سوق الصرف الأجنبي على غرار ما تطرقنا له أعلاه. إضافة إلى ذلك فالزيادة في أسعار الفائدة تجذب رؤوس الأموال قصيرة الأجل من الخارج، وتدفق الذهب من الخارج سيكون له تأثيرات معاكسة لما سبق قوله.

من الواضح أنه توجد آليات مختلفة يتصحح من خلالها الاختلال في ميزان المدفوعات في ظل نظام الذهب، ولكن حلقة الوصل بين هذه الآليات، وهي العلاقة بين تدفق الذهب وعرض النقود، يبدو وكأن مفعولها لم يسر أثناء الأداء الحقيقي لنظام الذهب بين ١٨٨٠-١٩١٤. فالقوانين التي تتطلب دعم كمية النقد المصدر بالاحتياطي من الذهب لم تتبع في كثير من الأحيان وتسببت في تقليل السيطرة الفعالة على عملية خلق النقود. وفي الحقيقة توجد أدلة على أن السلطات النقدية حاولت مرات عديدة إفساد التأثيرات الانكماشية أو التوسعية لتدفقات الذهب، وأحد هذه الممارسات هو قيام المصرف المركزي بتخفيض عرض النقود إذا حدث تدفق في الذهب من الخارج أو العكس في حالة تدفق الذهب إلى الخارج. وتسمى هذه العملية بالتعقيم Sterilization أو سياسة التحييد Neutralization Policy.^١ إضافة لذلك كثيراً ما مارست المصارف المركزية تغييراً في سعر الخصم للتأثير على الائتمان المحلي، ففي حالة تدفق الذهب

1. Maurice D. Levi, Op.Cit. P174.

من الخارج يقوم المصرف المركزي بزيادة سعر الخصم ويخفضه في حالة تدفق الذهب إلى الخارج.

الإطار رقم (٢-٤): إذا أصدر المصرف المركزي لدولة عربية ١٠٠ وحدة من النقود الورقية مقابل ١٠٠ وحدة وزن من الذهب، وأصدر المصرف المركزي الألماني ٢٠٠ وحدة من النقود الورقية مقابل ١٠٠ وحدة وزن ذهبية، فإن سعر الصرف بين النقد العربي والألماني يساوي نسبة ١ : ٢. واستناداً إلى القيمة التبادلية الثابتة فيما بين العملة العربية والعملة الألمانية التي افترضت أعلاه تقوم ألمانيا باستيراد كمية من النفط العربي مقابل ٥٠ وحدة وزن ذهبية. في مثل هذه الحالة تنقص كمية الذهب لدى ألمانيا بمقدار النصف. وبالتالي عليها أن تخفض كمية النقود الورقية بمقدار النصف، حفاظاً على القيمة التبادلية الثابتة. كما أن على الدولة العربية التي زادت كمية الذهب لديها بمقدار ٥٠ وحدة وزن ذهبية، بسبب تصدير النفط، أن توسع كمية النقود الورقية لديها بمقدار ٥٠ وحدة ورقية وذلك بهدف الحفاظ على القيمة التبادلية للعملتين. ونتيجة لهذا الإجراء فإن كمية النقود في الدولة العربية تزداد وترتفع معها الأسعار وتزداد الواردات من الخارج. بينما يحدث العكس في ألمانيا حيث تنخفض كمية النقود الورقية لديها وتنخفض الأسعار مقارنة بالخارج. مما يشجع على التوسع في الصادرات إلى الدولة العربية. وهكذا تتحول كمية الذهب من الدولة العربية إلى ألمانيا من جديد وتزداد معها كمية النقود الورقية بينما تنخفض في الاقتصاد العربي، ويتحقق التوازن مرة ثانية.

المبحث الثاني

النظام النقدي الدولي ما بين الحربين العالميتين

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- نظام السبائك الذهبية.
- التعويم والفوضى النقدية.
- صندوق التثبيت واتحاد المقاصة.

الخروج عن قاعدة الذهب التقليدية

أدى قيام الحرب العالمية الأولى إلى خروج دول العالم، واحدة بعد الأخرى، عن قاعدة الذهب وإبطال العمل بالتحويل إلى الذهب. وأفسح نظام الصرف الثابت، الذي خدم على مدى ٣٥ عاماً، المكان لنظام التعويم. وحافظت الولايات المتحدة الأمريكية على قابلية تحويل الدولار إلى الذهب. وعلى اعتبار أن بقية العملات، لم تعد قابلة للتحويل، فإن الدولار قد تحرك عائماً مقابلها.^١

لقد شهدت الحرب العالمية الأولى صعوداً في معدلات التضخم، على اعتبار أن الحكومات قد وجهت سياساتها النقدية لتمويل نفقات الحرب، وبالتالي ضرورة إيجاد وسائل التمويل، فبدأت الاتجاه نحو التمويل التضخمي عبر طرح المزيد من العملات الورقية واللجوء إلى الاقتراض الداخلي وبذلك بدأت العلاقة بين العملات الورقية المصدرة وحجم الاحتياطيات الذهبية بالاختلال.

وكان التضخم في أوربة أعلى منه في الولايات المتحدة الأمريكية. ويعود ذلك في جزء منه بسبب تأخر دخول الأخيرة الحرب في عام ١٩١٧، وفي جزء آخر بسبب أن ربح الحرب كانت دائرة على الأرض الأوربية مما ترك تأثيره في اضطراب عملية الإنتاج هناك. وتمثلت نتيجة ما سبق في زيادة درجة تنافسية المنتجات الأمريكية والنمو السريع للتجارة الخارجية الأمريكية. وبالإضافة إلى ذلك، فإن قابلية الدولار

1. Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz. Op.Cit. P.518.

للتحويل للذهب وعدم توفر هذه القابلية لدى العملات الأوروبية، قد نتج عنهما قبول متزايد للأصول المقومة بالدولار والتي مثلت هدفاً للاستثمارات. وزاد استخدام الدولار في التعاملات الدولية. وبما أن الذهب قد بقي في قلب النظام، فإن الطلب المتنامي على الدولار قد نتج عنه تدفق داخل Inflow متزايد للذهب إلى الولايات المتحدة ليضخم احتياطياتها منه.

استمرت معظم الدول الأوروبية بعد الحرب العالمية الأولى، في السماح لعملاتها بالتحرك عائمة، وانخفضت أغلب تلك العملات Depreciated بحدة تجاه الدولار، واعتبر التعويم، حالة مؤقتة. وبرز السؤال الأساسي في ذلك الوقت: بأي سعر يتوجب إعادة تقييم كل عملة مقابل الذهب، أي كيف نحدد معادل (مكافئ) الذهب؟

وقد تسببت فكرة العودة إلى قاعدة الذهب، بأسعار ما قبل الحرب بنقاش واسع. وقام عدد من الاقتصاديين ومن أبرزهم، غوستاف كاسل Gustav Cassel باستخدام الأفكار المتعلقة بتعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity للدفاع عن فكرة العودة إلى أسعار أعلى مما كان سائداً قبل الحرب، أثناء فترة قاعدة الذهب (التقليدية). وحثهم في ذلك، أنه للحفاظ على العلاقة التي كانت قائمة قبل الحرب بين أسعار الذهب (P_G) وأسعار باقي السلع (P) فإنه لا بد من خفض حقيقي. فالتضخم الحاصل في عام ١٩١٠ قد خفض بشكل فعلي سعر الذهب بالنسبة إلى أسعار السلع الأخرى (P_G / P قد هبطت) وكان لا بد من خفض مكافئ لإعادة التوازن. بكلام آخر، للإبقاء على التوازن، لا بد من إعادة تسعير الذهب عند مستوى أعلى ليتماشى مع أسعار سوق السلع.^١

واجهت بريطانيا بعض الكساد بداية العشرينات، عندما أعيد تحديد مكافئ الذهب عند مستوى ١٩١٣. وعلى النقيض منها فإن بلدانا أخرى كألمانيا والنمسا قد عانت من تضخم جامح Hyperinflation خلال العشرينات، وكانت قد حددت مكافئ ذهب أعلى من مستوى ما قبل الحرب. وقد عنى ذلك، أن معظم العملات قد خفضت مقابل

1. Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz. Op.Cit. P.519.

الدولار، وبقي سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار كما كان قبل الحرب عند \$4.8065 للجنيه.

نسخة جديدة من قاعدة الذهب.

سارعت الدول إلى عقد مؤتمر للإصلاح النقدي في بروكسل عام ١٩٢٠ وفي جنوة عام ١٩٢٢، وكانت الدعوة آنذاك هي العودة إلى قاعدة الذهب على أن تكون في شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية، أو بمعنى آخر حرية تحويل العملات الورقية إلى سبائك ذهبية لاستخدامها على المستوى الدولي شريطة ألا يقل مقدار السبائك الذهبية المحولة عن وزن معين. وعادت إنجلترا بالفعل إلى قاعدة الذهب عام ١٩٢٥ وحددت سعراً للجنيه الإسترليني عند مستواه في الفترة السابقة للحرب. وعادت فرنسا إلى نفس القاعدة عام ١٩٢٨ أما ألمانيا فقد اضطرت بفعل التضخم وتعويضات الحرب إلى القيام بإصلاح نقدي واسع وتغيير عملتها عام ١٩٢٣ ولجأت إلى عقد قروض خارجية ساعدتها في العودة إلى قاعدة الذهب عام ١٩٢٤. وهكذا عاد عدد كبير من الدول إلى قاعدة الذهب ولفترة محدودة إلى أن حصل الكساد الكبير Great Depression عام ١٩٢٩ وخرجت الدول تبعاً عن الالتزام بقاعدة الذهب وساد عدم الاستقرار وفرضت معظم الدول مرة أخرى السعر الإلزامي لعملتها المحلية.

وهكذا قادت عملية إعادة تحديد مكافئ الذهب في منتصف العشرينات، إلى عودة ولادة قاعدة الذهب. لكن تلك النسخة من قاعدة الذهب في الفترة من ١٩٢٥-١٩٣١ كانت مليئة بالمصاعب والعقبات وغير شبيهة في الكثير من سماتها بقاعدة الذهب التقليدية للأسباب التالية:

أولاً- لم ترجع أسعار سوق السلع في المملكة المتحدة مع حلول ١٩٢٥ إلى مستوياتها قبل الحرب، وانتهت ترتيبات معادل الذهب - الإسترليني إلى رفع سعر الإسترليني. وبالمقابل، ذهبت بلدان أخرى كفرنسا، بعيداً في تخفيض قيمة عملتها. وبالتالي فإن ترتيبات معادل الذهب بمستوياتها الجديدة لم تصل إلى الاستقرار المتوقع الذي ساد خلال فترة قاعدة الذهب التقليدية؛

ثانياً- اقتربت قاعدة الذهب في الفترة من ١٩٢٥-١٩٣١ أكثر من قاعدة صرف بالذهب Gold Exchange. فالكثير من المصارف المركزية لم تحتفظ باحتياطياتها الدولية بالذهب بل بعملات قابلة للتحويل إلى الذهب، خاصة الأسترليني، وبشكل متزايد بالدولار. وكان هذا التحول في جزء منه بسبب النمو المستمر لتجارة الولايات المتحدة الأمريكية الخارجية والاستثمارات خلال تلك الفترة والاستخدام المتنامي للدولار في التعاملات الدولية. كما ترافق ذلك بندرة المنتج من الذهب قياساً إلى الطلب عليه.

التعويم والفوضى النقدية

مما سبق نستنتج أن العودة إلى قاعدة الذهب خلال العشرينيات كانت قصيرة الحياة. وقد تسبب الكساد الكبير في عام ١٩٢٩ بخراب الأنظمة المصرفية عبر العالم (إفلاس على مستوى عالمي، خوف وإقبال واسع للمصارف) وارتسمت أزمة ثقة في قدرة الدول في الحفاظ على قابلية عملاتها للتحويل إلى الذهب. وقد وقع العبء الكبير خاصة، على المملكة المتحدة، التي غادرت قاعدة الذهب في الحادي والعشرين من أيلول عام ١٩٣١ وعومت الجنيه الأسترليني، وتبعها في ذلك عدد كبير من الدول التي شكلت معها ما عرف بمنطقة الأسترليني.

وهكذا تم التخلي عن الصرف الثابت عندما لحقت باقي الدول ببريطانيا، فالولايات المتحدة حاولت الاستمرار على قاعدة الذهب حتى عام ١٩٣٣ مما ترتب عليه خروج كميات كبيرة منه فاضطرت إلى وقف تحويل العملات الورقية إلى ذهب ومنع تصديره إلى الخارج مع تخفيض قيمة الدولار بنسبة ٤٠,٩% وأصبح سعر أونصة الذهب ٣٥ دولاراً.

انقسم النظام النقدي الدولي إلى كتل أو مناطق Blocs، كمنطقة الأسترليني، منطقة الدولار ومناطق العملات التي لازالت مرتكزة على الذهب، مع معدلات صرف عائمة فيما بينها. وما حصل لاحقاً كان عبارة عن فوضى نقدية. فقد ساد التعويم غير النظيف، والربط الاسمي لمعدلات الصرف مع تخفيضات متفرقة لتحسين درجة التنافسية. كما شهدت الفترة اتفاقات متعددة الأطراف هدفت الحفاظ على بعض النظام في الترتيبات النقدية. لاحقاً، زادت ضوابط التبادل، التعريفات وقيود التجارة الأخرى،

والنتيجة كانت تدهور التجارة والتمويل الدوليين، التي تركت تأثيرها لفترة وأسست لنظام نقدي دولي لاحق سيكون غرضه الأساسي منع تكرار تلك التجربة مستقبلاً.¹

بروز الدولار

كان الخروج من قاعدة الذهب مصحوباً بتخفيضات واسعة في أسعار صرف العملات مما أثر في حركة التجارة الدولية. وبسبب عدم توفر السيولة النقدية الدولية فقد عقدت اتفاقيات تجارية ثنائية تدفع بموجبها أثمان الواردات عن طريق المقايضة Swap. وانخفضت التحركات الدولية لرؤوس الأموال وتغيرت المراكز القيادية في العالم وأخلى الجنيه الإسترليني مكانه للدولار الأمريكي. انخفض حجم الإقراض الخاص بشكل كبير وظهرت أنواع جديدة من أهمها الإقراض الحكومي الذي حل محل الإقراض الخاص والاستثمارات المباشرة. وأمكن تمويل جانب كبير من إصدارات السندات طويلة الأجل من جانب الولايات المتحدة التي أصبحت الدائن الرئيسي لمعظم دول العالم وصاحبة أكبر رصيد من الذهب، ومالكة معظم الاستثمارات المباشرة في مختلف مناطق العالم.

صندوق تثبيت واتحاد مقاصدة

أنشأت انجلترا صندوقاً لموازنة أسعار الصرف وتبعته الولايات المتحدة عام ١٩٣٤ بعد تخفيضات كبيرة في قيمة الدولار. وعلى غرار الصناديق المنوه عنها فقد اقترح وكيل وزارة المالية الأمريكي عام ١٩٤٣ إنشاء صندوق دولي للتثبيت Stabilization Fund وقدم مشروعاً عرف باسمه "مشروع هوايت". وجاء فيه أن العالم سيواجه بثلاث مشاكل نقدية بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية، وهي تدهور أسعار الصرف وانفكاك العلاقة بين عملات مختلف الدول وانهيار الأنظمة النقدية وانكماش حجم التجارة الدولية مما يتطلب عملاً دولياً لحل هذه المشكلات.

وقضى الاقتراح المقدم بما يلي:

- إنشاء احتياطي نقدي لتثبيت أسعار الصرف ومواجهة الاختلالات في موازين المدفوعات؛

1. Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz. Op.Cit. P.520.

- خلق جو من الاستقرار يعمل على تنشيط التجارة الدولية وتدفق الأموال بين الدول بحرية كاملة ودون اللجوء إلى الرقابة على الصرف والتجارة؛

- تقدم كل دولة عضو حصة في الاحتياطي، من الذهب و عملات الدول الأعضاء، مقومة على أساس ما تملكه الدولة من ذهب و عملات أجنبية ومقدار دخلها القومي ومدى تقلب ميزان مدفوعاتها؛

- تتولى الهيئة المزمع إنشائها لإدارة الاحتياطي تحديد سعر الذهب بالنسبة لعملات الدول الأعضاء وتحديد أسعار صرف العملات المختلفة كما تقوم ببيع وشراء الذهب والعملات مع القيام بدور غرفة المقاصة لتسوية الأرصدة المدينة والدائنة للدول الأعضاء.

وقد تضمن المشروع العديد من الشروط التي تحدد طريقة السحب من الحصص الخاصة بالدول الأعضاء وكيفية إعادة شراء الأرصدة المتراكمة للدول الأعضاء من عملاتهم المحلية مقابل الذهب أو عملات أجنبية أخرى.

كما اقترح المشروع إنشاء وحدة نقد جديدة تسمى اليونيتاس Unitas بحيث تعادل ما مقداره عشرة دولارات أمريكية، وتلتزم الدول الأعضاء بتحديد قيمة ثابتة لعملاتها مقابل الذهب أو مقابل هذه الوحدة النقدية، ولا يجوز تغيير هذه القيمة إلا بموافقة أربعة أخماس أصوات الدول الأعضاء.

كما نشرت الحكومة البريطانية مشروعاً آخر يهدف إلى تثبيت أسعار العملات وهو إنشاء اتحاد للمقاصة Clearing Union وأطلق عليه اسم "مشروع كينز" الذي قدم المشروع عام ١٩٤٣ وهدف إلى التالي:

- توفير عملة مقبولة دولياً في التعاملات يقتصر استخدامها على المستوى الرسمي؛
- توفير طريقة ملائمة لتحديد القيم النسبية لعملات مختلف البلدان تضمن عدم لجوئها إلى سياسة التخفيض؛
- ضرورة توفير كميات ملائمة من العملة الدولية بحيث تتحدد هذه الكمية بشكل مؤكد ومعروف مسبقاً ويتم التحكم فيها زيادةً ونقصاناً وفقاً لمستوى التجارة الدولية ومواجهة حالات التضخم والانكماش على المستوى الدولي؛

- توفير نظام دولي يمكن الدول التي تصاب باختلال خارجي من استعادة التوازن دون أن تسبب أضراراً للدول الأخرى التي تتعامل معها؛
- إيجاد خطة لتوفير كميات ملائمة من الأموال للدول التي خربتها الحرب لكي تتمكن من استعادة نشاطها دون اختلالات خارجية؛
- إنشاء مؤسسة ذات صبغة فنية بحتة بعيدة عن المؤثرات السياسية مهمتها الأساسية إدارة النظام بطريقة اقتصادية سليمة.

وقد تركز الاقتراح على إنشاء **الاتحاد الدولي للمقاصة** الذي يتولى إصدار عملة دولية أطلق عليها "البانكور" ويتحدد لها قيمة مرتبطة بالذهب وتقبلها مختلف الدول في تسوية معاملاتها الخارجية، وتحدد كل دولة قيمة ثابتة ومتفق عليها بالنسبة للبانكور ولا يجوز تغييرها دون إذن مسبق من مجلس اتحاد المقاصة. وتحدد حصة كل دولة في الاتحاد على أساس ٧٥% من متوسط قيمة الصادرات والواردات خلال السنوات الثلاث السابقة على الحرب وعلى أن يتم النظر في إمكانية تعديل الحصص سنوياً في ضوء الموقف الإجمالي للتجارة الدولية. ولحفظ الدول على تعديل سياساتها نحو تحقيق توازن خارجي فقد اقترح أن تدفع غرامة مقدارها ١% سنوياً على متوسط الرصيد الدائن أو المدين في حال زيادته عن ربع حصة الدولة في الاتحاد، كما تدفع غرامة أخرى ١% إذا زاد الرصيد الدائن أو المدين عن نصف حصة الدولة العضو. ويجوز للدولة التي تعاني من عجز خارجي اللجوء إلى الاقتراض بالبانكور من دولة أخرى لديها فائض في ميزان مدفوعاتها كما يجوز التفاوض مع مجلس الاتحاد لإجراء تخفيضات في قيمة العملة أو فرض نوع من الرقابة على الصرف والتنازل عن كمية معينة من الذهب مقابل البانكور لتسوية أوضاعها الخارجية. ويمكن للمجلس أن يقوم بتوزيع ما لديه من ذهب على الدول الأعضاء ذوي الأرصدة الدائنة في الاتحاد. وإذا زادت القوة الشرائية في العالم بشكل يدل على وجود تضخم يمكن لمجلس الاتحاد أن يخفض حصص الأعضاء من البانكور بنسبة واحدة. ولكن لم يكتب لمشروع كينز النجاح واختارت دول العالم المشروع الأمريكي.

عرض المشروع الأمريكي للمناقشة واتخاذ القرار في عدة لقاءات متتالية. وفي ٢٠ تموز ١٩٤٤ أقر أعضاء مؤتمر بريتون وودز الأربعة والأربعين مواد اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي، كما تم الاتفاق على إنشاء البنك الدولي للإنشاء والتعمير في اليوم التالي. وفيما يخص التمويل فقد تقرر في بريتون وودز إنشاء هيئة دولية متعددة الأطراف تتولى توفير الموارد التمويلية اللازمة لإعادة تعمير أوروبا.

المبحث الثالث

النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- نظام بريتون وودز.
- دور الاحتياطيات الدولية في تحديد سعر الصرف.
- قاعدة الصرف الثابت للدولار.
- معضلة تريفيين
- فشل نظام بريتون وودز.

حاولت الدول الخارجة من الحرب إصلاح النظام النقدي الدولي والبحث عن طريقة لإيجاد مصادر تمويل ملائمة لإعادة تعمير ما خربته الحرب وتشغيل حركة التجارة الدولية. وعليه فقد عقد مؤتمر دولي عام ١٩٤٤ في بريتون وودز Bretton Woods (نيوهامبشير - الولايات المتحدة) في محاولة لإيجاد صيغة ملائمة لإدارة النظام النقدي العالمي وتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف. وبعد المؤتمر أخذت تتشكل ملامح النظام النقدي الدولي القائم في معظمه حتى الوقت الحالي.

نظام بريتون وودز (١٩٤٤ - ١٩٧١) The Bretton Woods System

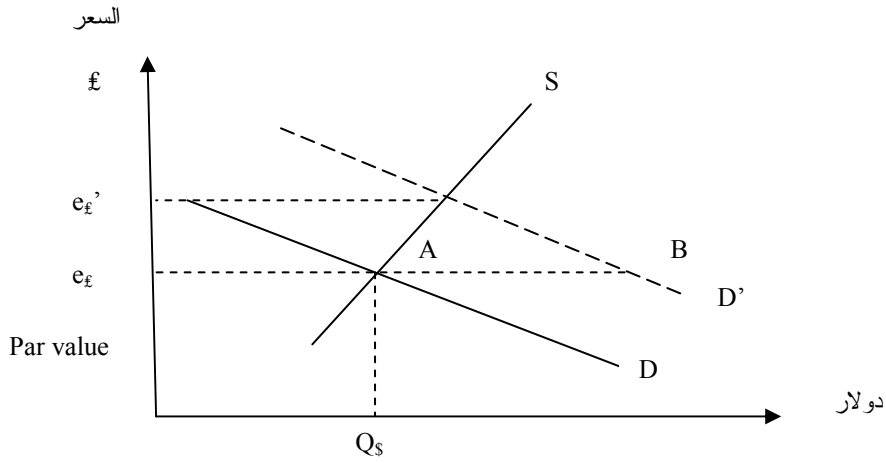
كما ورد ذكره سابقاً وقبيل نهاية الحرب العالمية الثانية في عام ١٩٤٤، اجتمع مندوبو ٤٤ دولة في مدينة بريتون وودز Bretton Woods في ولاية نيوهامبشير New Hampshire الأمريكية ليضعوا أسساً لنظام نقدي عالمي جديد. ونتج عن الاجتماع تأسيس البنك الدولي للإعمار والتنمية International Bank for Reconstruction and Development وصندوق النقد الدولي International Monetary Fund (IMF). وكان الهدف المباشر للبنك الدولي توفير قروض طويلة الأجل لإعادة بناء أوربية وإزالة الدمار الذي تعرضت له جراء الحرب، ومنذ الخمسينات تحول نشاط البنك إلى توفير القروض طويلة الأجل لتمويل مشاريع وبرامج

في الدول النامية. أما الصندوق فقد أسس ليكون الجهاز الرئيسي المسؤول عن تنفيذ ومتابعة النظام النقدي الجديد الذي سمي بنظام بريتون وودز Bretton Woods System، وهدفه الأساسي تحقيق استقرار في أسعار الصرف من خلال وضع نظام أسعار صرف يجمع بين فوائد أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المتغيرة، وسمي بنظام أسعار الصرف القابلة للتعديل Pegged or Adjustable Exchange System.

وتشير كلمة تعديل إلى أن النظام يسمح للدولة التي لديها فائض أو عجز في ميزان مدفوعاتها أن تقوم برفع Upward Revaluation أو خفض Devaluation قيمة عملتها. والهدف من تأسيس نظام صرف قابل للتعديل هو التوفيق بين الحصول على أسعار صرف مستقرة من جهة، وتحقيق أهداف اقتصادية محلية من جهة أخرى.

وطبقاً لهذا النظام يجب على كل دولة مشتركة أن تحدد قيمة عملتها بكمية ثابتة من الذهب أو بالدولار، وتسمى هذه القيمة بقيمة التعادل Par Value. ويسمح بحدوث تقلبات في أسعار الصرف بحدود ضيقة حول سعر التعادل بمقدار ١% على جانبي قيمة التعادل وتكون المصارف المركزية مسؤولة عن المحافظة على هذه الحدود. كذلك يجب على كل دولة أن تحتفظ باحتياطي من العملات الأجنبية أو الذهب للحفاظ على سعر الصرف الثابت.

ولتوضيح النقطة السابقة، فإن الشكل رقم (٢-٢) يبين العرض والطلب على الدولار. فإذا زاد الطلب إلى D' وكان سعر الصرف حراً فإنه سيرتفع إلى e'_f ولكن بما أنه ثابت فإنه يترتب على السلطات النقدية الأمريكية المحافظة على سعر التعادل e_f ولكي تحقق ذلك فإنه يجب بيع دولارات في السوق بمقدار AB . وإذا زاد العرض بدلاً من الطلب فإن على السلطات أن تستخدم الاحتياطي من العملات لديها أو الذهب لشراء الدولار لكي تحافظ على قيمة التعادل.



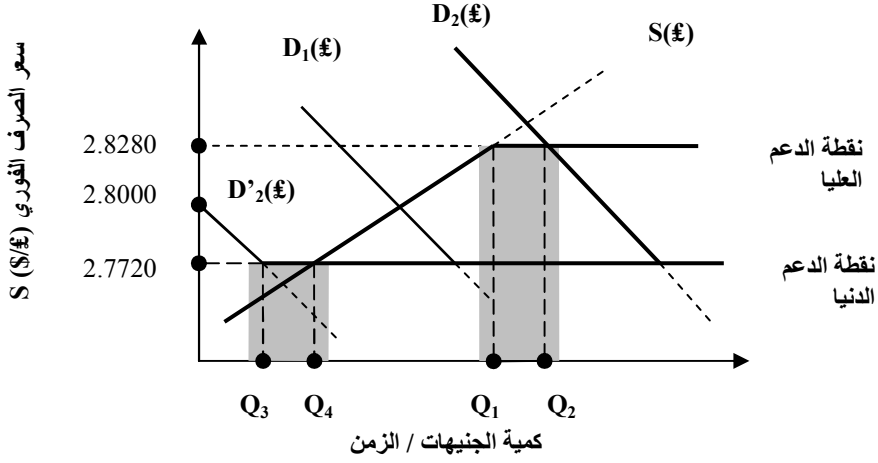
الشكل رقم (٢-٢) العرض والطلب على الدولار

ويرتبط الدور الرئيسي للذهب بقابلية تحويل الدولار الأميركي إلى الذهب عند سعر ثابت، ويعني ذلك أن الولايات المتحدة الأمريكية لديها استعداد لبيع الذهب إلى المصارف المركزية الأجنبية (وليس الأفراد) مقابل الدولار الأميركي عند سعر \$٣٥ للأونصة الواحدة. أما بالنسبة للدول الأخرى فهي غير ملزمة بتحويل عملاتها إلى الذهب، أي أن عملاتها غير قابلة للتحويل إلى الذهب. وبما أن نظام بريتون وودز يعمل على أساس نظام الصرف بالذهب Gold Exchange Standard فإن الدول تستطيع تحويل عملاتها إلى عملات قابلة للصرف بالذهب Gold Convertible Currencies ولكن ليس بالضرورة إلى ذهب، كما أن احتياطي المصارف المركزية يتكون من عملات قابلة للتحويل. وقد احتفظت معظم المصارف المركزية بجزء كبير من احتياطياتها الدولية على شكل دولارات أو بشكل أدونات الخزانة الأمريكية، وأصبح الدولار عملة الاحتياطي الرئيسي في نظام بريتون وودز.

آلية عمل نظام الصرف بالذهب

لتوضيح آلية عمل نظام الصرف بالذهب، لدينا الشكل رقم (٢-٣) الذي يبين حالة استعداد بنك إنكلترا للتدخل لكي يضمن أن سعر صرف الجنيه يقع ضمن المدى المسموح به. فهو يقوم بشراء الجنيهات عند نقطة الدعم الدنيا، وبيع الجنيهات عند

نقطة الدعم العليا. وهذا ما يجعل منحني الطلب على الجنيهات كامل المرونة عند نقطة الدعم الدنيا، ومنحني عرض الجنيهات كامل المرونة عند نقطة الدعم العليا.

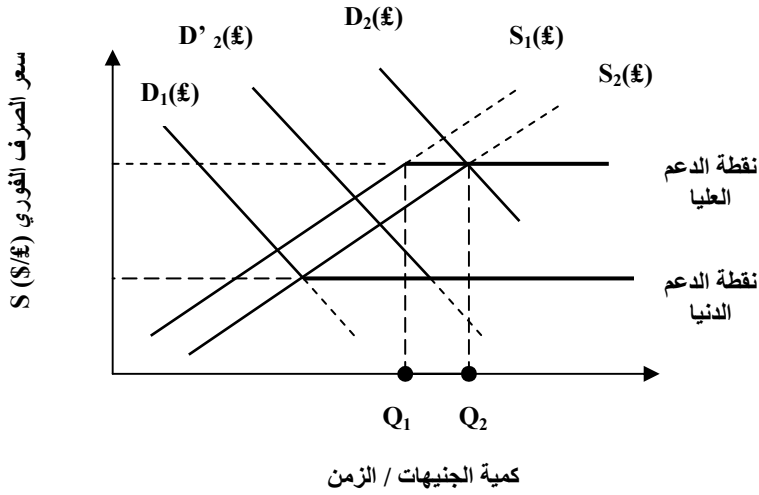


الشكل رقم (٢-٣) آلية عمل نظام الصرف بالذهب^١

ولكن كيف يمكن تعديل سعر الصرف؟ ما هي الآلية لذلك؟

يظهر الشكل رقم (٢-٤) أنه إذا تحرك الطلب على الإسترليني إلى $D_2(£)$ وفاقته الكمية المطلوبة المعروض عند نقطة الدعم العليا، فعلى مصرف إنكلترا أن يبيع الجنيهات مقابل الدولار. ومع بقاء باقي العوامل على حالها، فإن ذلك يزيد الأسعار والعرض النقدي الإنكليزي. والأسعار الأعلى تجعل الصادرات الإنكليزية تنخفض، مزيحة منحني الطلب على الجنيهات إلى $D'_2(£)$. والأسعار الأعلى، تزيد الواردات إلى بريطانيا أيضاً، وينزاح منحني عرض العملة من $S_1(£)$ إلى $S_2(£)$. ويحرك الانزياح في منحنيات عرض وطلب العملة معدلات الصرف التوازنية أمام الحدود المسموح بها.

1. Maurice D. Levi, Op.Cit., P. 178



الشكل رقم (٢-٤) آلية تعديل سعر الصرف.^١

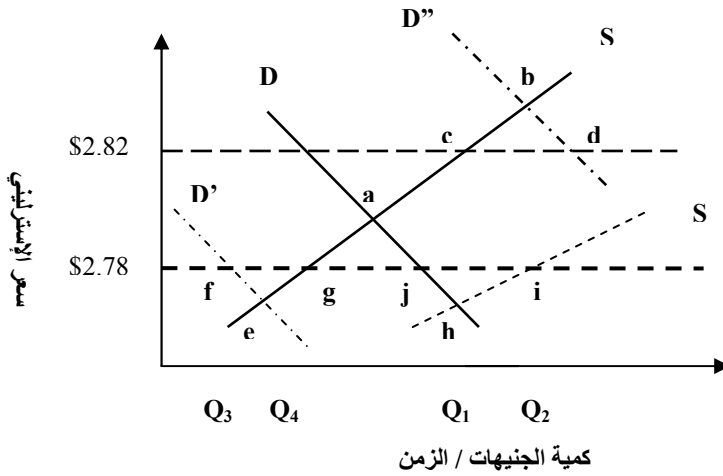
لقد أدرك المتفاوضون في بريتون وودز، عيوب الأنظمة الأخرى والتدخلات التي سيواجهونها في محاولة تأمين الاستقرار لمعدلات الصرف. فعلى سبيل المثال، كانت عودة إنكلترا إلى قاعدة الذهب من ١٩٢٥ - ١٩٣١ قد اعتبرت تضيقاً لعمل الاقتصاد البريطاني خلال تلك الفترة، والذي بدوره فاقم الكساد الكبير لعام ١٩٣٠. لذلك فالعودة إلى الذهب قد تم مقاومتها. لقد اعتبرت تجربة أسعار الصرف المعمومة الأوروبية في ١٩٢٠ فشلاً كاملاً ولا يمكن البناء عليها في التعافي بعد الحرب الثانية. لقد احتاجت أسعار الصرف بعض المرونة مما فرض على الحكومات الوطنية العودة إلى صانعي السياسات الاقتصادية الكلية لديها. ولكن مرونة أسعار الصرف احتاجت إلى ضبط لمنع حصول تخفيض تنافسي كما حصل عام ١٩٣٠ (مثل ذلك التخفيض قصد منه تحفيز النمو عبر الصادرات الأرخص وعرف بسياسات "إفكار الجار" "Beggars-The-Neighbor").

دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف

يصور الشكل رقم (٢-٥) دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف. نفهم دور الاحتياطات الدولية، نفرض أن الطلب على الجنيه قد هبط إلى D' بعد

1. Maurice D. Levi, Op.Cit, P. 179.

ارتفاع الأسعار البريطانية التي جعلت السلع الإنكليزية أقل جذباً للأمريكيين. وعند الطلب على الجنيه في D' هناك عرض زائد يساوي fg عند مستوى الدخل الأدنى ($\$2.78/\pounds$) أي ما يقرب من 0.75% دون السعر المركزي (الذي كان $\$2.80$ عام 1960). وعلى اعتبار الشكل يمثل التدفق بحسب الزمن فإنه يتوجب على مصرف إنكلترا أن يشتري الجنيهات الممثلة في fg كل فترة (وستكون التكلفة كالتالي: $fg\pounds \times \$2.78/\pounds$) للحفاظ على سعر الصرف من الهبوط إلى e .



الشكل رقم (٢-٥) دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف^١

ويجدر ملاحظة أن مصرف إنكلترا يستخدم احتياطي الدولار الأمريكي لشراء العرض الزائد من الجنيهات. وعند استنزاف الاحتياطات ولا يمكن تأمين المزيد من الاقتراض، فليس للمصرف المركزي من خيار سوى التخفيض Devalue لعملته.

وبالمقابل إذا زاد عرض الجنيهات إلى S' فإن هناك عرضاً زائداً من الجنيهات يساوي if من مستوى التدخل الأدنى، مما يعني أن على مصرف بريطانيا أن يشتري الجنيهات لمنع هبوط السعر إلى h .

وفي حال افترضنا أن الطلب قد زاد على الجنيه ليصل إلى D'' بعد ارتفاع الأسعار الأمريكية الذي جعل السلع الإنكليزية أكثر جاذبية للأمريكيين، هنا يوجد

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.27.

فائض في الطلب على الجنيه عند مستوى التدخل الأعلى (£/\$2.82) أو 0.75% فوق السعر المركزي. وعلى المصرف المركزي أن يؤمن كمية من الجنيهات تساوي cd (ويجمع £/\$2.82 × cd). وذلك للحفاظ على سعر الجنيه من الارتفاع أو التقييم الزائد Appreciating ويجدر الملاحظة أن لا حاجة لرفع الجنيه ما دام المصرف المركزي البريطاني يرغب بزيادة احتياطيه من الدولار الأمريكي. إذ كان يمكن لمصرف إنكلترا أن يزيد المعروض من العملة الإنكليزية اعتماداً على مخزونه الكبير من الدولار الأمريكي، وهذا سيؤدي إلى زيادة الأسعار البريطانية ويخفض الطلب على الجنيه، كما هو الأمر في آلية الأسعار وتدفق الذهب في قاعدة الذهب.

الإطار رقم (٢-٥). يلخص الإطار التالي روح اتفاقية بريتون وودز:

- I. ثبت سعر التعادل الرسمي Official Par Value للعملة المحلية بالنسبة إلى الذهب أو عملة مربوطة إلى الذهب كميّاً؛
- II. في المدى القصير، اترك سعر الصرف مربوطاً بحدود ١% قياساً إلى سعر تعادله، ولكن في المدى الطويل اترك الخيار مفتوحاً لتغيير سعر التعادل بشكل أحادي إذا وافق صندوق النقد؛
- III. اسمح بالتحويل الحر للعملات في عمليات الحساب الجاري، ولكن استعمل ضوابط رأس المال لتقييد عمليات المضاربة؛
- IV. وازن اختلالات ميزان المدفوعات قصيرة الأجل باستخدام الاحتياطات الرسمية وقروض صندوق النقد الدولي، وعقم تأثير تداخلات سوق الصرف على عرض النقود المحلي؛
- V. اسمح لوحدات الاقتصاد الوطني بأن يتابع كل منها مستوى أسعاره وأهدافه التشغيلية.^١

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.27.

قاعدة الصرف الثابت للدولار ١٩٥٠-١٩٧٠

تحول نظام بريتون وودز فعلياً إلى نظام صرف ثابت للدولار. ووجدت الولايات المتحدة نفسها في حالة مختلفة كلياً، مقيدة بما سمي **مشكلة الفائض Redundancy Problem**. وتتشأ مشكلة الفائض في عالم مكون من N بلداً، لأن سياسات $N-1$ من هذه البلدان كافية لتحديد سياسات الدول N ، وعلى الدولة N أن تبقى منفعة ولا يمكنها التصرف بشكل مستقل. وللتوضيح، نقول أنه بالنسبة لبلدين كالولايات المتحدة وألمانيا هناك سعر صرف واحد، وعلى الولايات المتحدة أن تقبل بسعر $0.25\$/DM$ كسعر مركزي. وفي عالم من ثلاث دول، يوجد سعراً صرف مستقلاً وهكذا. وبما أن $N-1$ بلداً قد حددت سعر التعادل بالنسبة إلى الدولار الأمريكي، لم يبق لدى الولايات المتحدة من خيار سوى البقاء منفعة في سوق الصرف الأجنبي. وكانت الولايات المتحدة الوحيدة القادرة على إتباع سياسة نقدية مستقلة لتأمين مستوى سعر مستقر لسلع المتاجرة، وهذا هو جانب الحرية في النظام. أما الجانب التقييدي لقاعدة الصرف الثابت بالدولار، فهو أنه على الولايات المتحدة أن تؤمن للعالم مستوى سعر مستقر وسياسة نقدية تلبى احتياجات الدول $N-1$ الأخرى وإلا فإن الاضطراب سيتطور إذا لم تلب الأهداف الاقتصادية الداخلية للدول N . لقد كان ذلك نسقاً طويلاً من الصعب البقاء عليه أكثر من ٢٠ سنة.

عمل النظام جيداً في الخمسينات. فأوربة واليابان وجدت من الملائم الاعتماد على الولايات المتحدة في تأمين بيئة سعرية مستقرة، وللوصول إلى أسواق رأس المال الأمريكية المهيمنة. ففي أوربة أسست خطة مارشال Marshall لاتحاد مدفوعات أوربي استخدم الدولار الأمريكي كوحدة تحاسب وأداة تسوية. وفي اليابان، دعمت خطة دودج Dodge برنامج استقرار الأسعار المعتمدة على الدولار. في عام ١٩٦٠ ترددت كلا من أوربة واليابان في قبول أية تغييرات في أسعار الصرف لأن تحركات رأس المال الضخمة قد تنطلق بشكل سابق لتلك التغييرات.

أحس البعض في جهة الولايات المتحدة، أن احتياطات صرف الدولار في الخمسينات غير ذات خطر. ومادامت الولايات المتحدة تؤمن مستوى مستقراً للسعر

دولياً، وتؤم الزيادة الأجنبية للاحتياطيات مدفوعة بالطلب وقائمة على أساس التفضيل لأصول مقومة بالدولار عالية النوعية، وتحمل فائدة على عكس الذهب الذي لا يأتي بفائدة، كان من الممكن المحاججة بأن نظام التجارة الدولي هو المستفيد. ومع حلول الستينيات، كانت الالتزامات الخارجية الأمريكية مستمرة في التراكم، مؤدية إلى معضلة تريفين الشهيرة Triffin Dilemma.

ويجدر الملاحظة أن سعر \$35 للأونصة من الذهب، ليست من قواعد اللعبة، والتزام الولايات المتحدة بها كان صورياً فقط من أجل تحديد قيمة الدولار بالتوافق مع بنود صندوق النقد الدولي. كما أن تخفيض سعر الدولار كان ممكناً ويمثل إجراءً قانونياً في إطار اتفاقية بريتون وودز، ولكن القواعد غير المكتوبة لسعر الصرف الثابت، أبقّت صانعي السياسات الأمريكيين غير مهتمين. لقد أدت الخسارة المستمرة للذهب إلى بروز عقبات جديدة أمام التدفقات الخارجة لرأس المال الأمريكي، وإلى خطوات رسمية الهدف منها جعل تحويل الدولار إلى ذهب أكثر كلفة. ويمكن أن نسوق كمثال على ذلك، ضريبة تسوية أسعار الفائدة لعام 1963 وبرنامج تحديد الائتمان الأجنبي لعام 1968 ومكتب الاستثمار الأجنبي المباشر لعام 1970 وكلها ساعدت على نمو أسواق الأوفشور. كما اتخذت معايير أخرى لرجم الفجوة في أواخر الستينيات: إيجاد سوق ثنائية للذهب، هدفها رفع أسعاره السوقية، بينما يبقى السعر الرسمي \$35 للأونصة. كما وجدت حقوق السحب الخاصة "ورقة الذهب" لزيادة العرض من الاحتياطيات الدولية غير الدولار. ولكن الخطوات السابقة لم تستهدف التوتر الأساسي في قاعدة الصرف الثابت بالدولار.

وتحولت السياسة النقدية الأمريكية، في ذروة حرب فيتنام إلى التوسع، وازداد معدل التضخم عن 3,5% بناء على أسعار المنتج و 4,5% بناء على أسعار المستهلك. وتخلت الولايات المتحدة عن التزامها بالحفاظ على سعر مستقر مخالفة بذلك القاعدة السادسة (الإطار 2-6)، وتلتها على وجه الخصوص ألمانيا، التي اتبعت سياسة نقدية صارمة. وأفقد التضخم، مع الزمن، الولايات المتحدة تنافسية صادراتها، وتدهور ميزان المدفوعات وميزان الحساب الجاري بشدة عامي 1968 و 1969 وبدأت أسواق رأس

الإطار رقم (٢-٦). قاعدة الصرف الثابت للدولار ١٩٥٠-١٩٧٠

تمثلت قواعد اللعبة بالنسبة للدول الصناعية ماعدا الولايات المتحدة بالتالي:

- I. ثبت سعر التعادل الرسمي official par value للعملة المحلية بالنسبة إلى الدولار الأمريكي، واترك سعر الصرف مربوطاً بشكل غير واضح بحدود ١% قياساً إلى سعر التعادل؛
- II. اسمح بالتحويل الحر للعملات في عمليات الحساب الجاري، ولكن استعمل ضوابط رأس المال لعزل أسواق المال المحلية، وابدأ التحرير؛
- III. استخدم الدولار الأمريكي كعملة التدخّل واحتفظ بسندات الخزانة الأمريكية كاحتياطي رسمي؛
- IV. عزز أهمية الحفاظ على سعر صرف ثابت، واخضع السياسة النقدية المحلية لهذا الهدف ولمستوى سعر السلع المتاجر بها في الولايات المتحدة؛
- V. قلص اختلالات الحساب الجاري عبر تغيير السياسة المالية الوطنية (النفقات الحكومية ناقص الإيرادات الضريبية) لتعديل الاختلال بين الادخار الخاص والاستثمار.

أما بالنسبة للولايات المتحدة فكانت القواعد كالتالي:

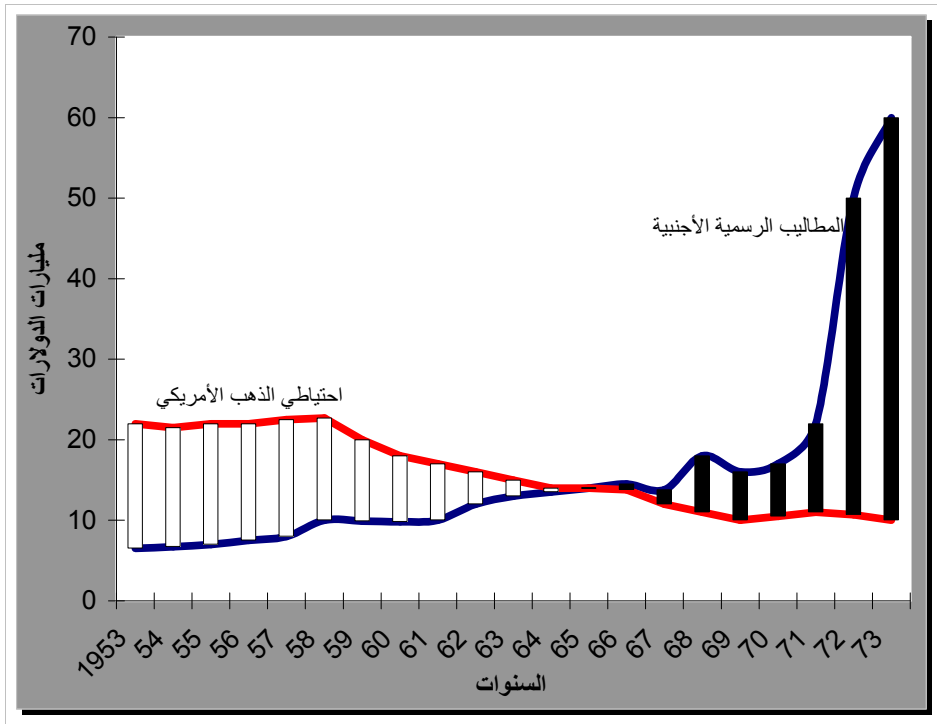
- VI. كن سلبياً (منفعلاً) في أسواق الصرف الأجنبي. مارس التجارة الحرة بعيداً عن أغراض ميزان المدفوعات وأسعار الصرف؛
- VII. اترك أسواق رأس المال الأمريكية مفتوحة للإقراض والاستثمار من قبل المقيمين من القطاع الخاص والجهات الخارجية السيادية (الدول)؛
- VIII. حافظ على وضع المقرض الدولي للأصول المقومة بالدولار، وخفض العجز المالية؛
- IX. واصل السياسة النقدية المستقلة التي تخلق استقراراً في أسعار سلع المتاجرة.^١

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.29.

المال تتحس الحاجة إلى التغيير. كما زادت تدفقات "الأموال الساخنة" من تراكم احتياطي دولار الأوفشور.

معضلة ترiffin The Triffin Dilemma

واجهت نظام بريتون وودز معضلة، سميت "معضلة ترiffin"، باسم روبرت ترiffin الذي أوضح تلك المعضلة (الشكل ٢-٦). فقد أشار روبرت ترiffin في عام ١٩٦٠، أنه اعتمادا على التزامات الولايات المتحدة بتحويل العملة إلى الذهب عند \$٣٥ للأونصة، فإن تراكم مخزون التزاماتها من قبل الأجانب سيتجاوز احتياطياتها من الذهب خلال عدة سنوات.



الشكل رقم (٦-٢) معضلة ترiffin

وتمثلت المعضلة بقيام الولايات المتحدة بدورها في حل مشكلة السيولة الدولية ودورها في الحفاظ على مصداقية الدولار مما تسبب في نشوء أزمة كبيرة عند وقت معين، كان للظروف الدولية دور في تحديدها. فمعدل احتياطي الذهب لدى الولايات المتحدة إلى المطالب الرسمية الأجنبية قد هبط بسرعة خلال أواخر الخمسينات

والسنتينات، مما قوض الثقة بقابلية الدولار للتحويل إلى الذهب. فالتعارض بين دور الولايات المتحدة الأمريكية كمصدر للسيولة الدولية ودورها في الحفاظ على قابلية التحويل قد زاد مع الانفجار الكبير في السيولة الدولية المتدفقة من الولايات المتحدة خلال ١٩٧٠-١٩٧١. وقد ترافق فيض الدولارات في تلك السنوات مع عجز كبير في ميزان المدفوعات الأمريكي وأنتج تضخماً عالمياً كبيراً^١.

فشل نظام بريتون وودز

مما سبق نجد أنه واجهت نظام بريتون وودز مجموعة من المشاكل من أهمها: مشكلة السيولة، مشكلة الثقة ومشكلة التسوية.

مشكلة السيولة. عندما تنمو التجارة الدولية بسرعة كبيرة، هناك احتمال أن تحدث اختلالات في موازين المدفوعات بصورة مطلقة، وتزداد الحاجة إلى احتياطي لتمويل العجز، وبما أن نظام بريتون وودز نص على أن الذهب يمثل الاحتياطي الدولي الرئيسي فقد كان هناك خوف من أن النمو السنوي في عرض الذهب الذي يتراوح بين ١% إلى ١,٥% لا يزداد بسرعة مقارنة بنمو التجارة الدولية السنوي الذي قارب ٧%، وأنه لا يكفي لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات ونتيجة لذلك هناك خطر فرض قيود على التجارة الدولية لتخفيف العجز.

مشكلة الثقة. بما أن الدولار أصبح عملة الاحتياطي الدولي الرئيسية، لأن الولايات المتحدة مستعدة لبيع وشراء الذهب عند ٣٥ دولار للأونصة، وبما أن كمية الدولارات التي احتفظت بها المصارف المركزية الأجنبية بدأت تتفوق على حجم كمية الذهب لدى أميركا فإن هذا الوضع كان مدعاة للخطر. فلو حاولت المصارف المركزية تحويل الدولارات التي تملكها إلى الذهب لما استطاعت، لأنه ليس لدى أميركا كميات كافية لتغطية الطلبات. إضافة إلى ذلك كانت هناك كميات أكبر من الودائع بالدولار لدى الأفراد خارج الولايات المتحدة (كودائع اليورودولار Euro-Dollar) التي يمكن أن

1. Rivera-Batiz, Francisco L. and Luis Rivera-Batiz, 1989- International Finance and Open Economy Macroeconomics. Macmillan Publishing Co., New York. P.526.

تعتبر مطالب على الذهب الموجود في الولايات المتحدة، ونتيجة لذلك انخفضت الثقة بالدولار كاحتياطي رئيسي.

مشكلة التسوية. تشير هذه المشكلة إلى أن بعض الدول عانت من عجز أو فائض مستمر في موازين مدفوعاتها، ولم يكن هناك آلية تسوية فعالة لأن القوى الأتوماتيكية في النظام لم تنه هذه الاختلالات، ذلك أن الدول وجهت سياساتها المالية والنقدية لتحقيق أهداف محلية وليس لأهداف خارجية.

لقد لعبت الولايات المتحدة دورين أساسيين في نظام بريتون وودز كما أسلفنا. أولهما هو المحافظة على قابلية صرف الدولار بالذهب عند سعر معين، وعلى استمرارية الثقة في قدرتها على صرف الدولار بالذهب. وثانيهما هو توفير الاحتياطي الدولي الرئيسي، أي الدولار بكميات مناسبة. وكما تبين لاحقاً فإن الدور الثاني للولايات المتحدة وهو توفير السيولة يتعارض مع دورها في توفير الثقة في قابلية الصرف بالذهب عند سعر ٣٥ دولاراً للأونصة.

وبسبب العجز المستمر في ميزان المدفوعات الأمريكي وببطء النمو الاقتصادي وارتفاع مستويات التضخم وانخفاض كميات الذهب التي تملكها أعلنت الولايات المتحدة في ١٥ آب ١٩٧١ أنها أوقفت بيع وشراء الذهب مع المصارف المركزية، وهذا يعني أنها تخلت عن التعامل مع نظام بريتون وودز كنظام نقدي عالمي (Nixon's Shock). وفي عامي ١٩٧٢ و ١٩٧٣ عومت بريطانيا ومجموع الدول الأوروبية الست وغيرها عملاتها، واتصف الوضع بعدم وجود نظام نقدي واحد Nonsystem، ويتفق الاقتصاديون على اعتباره نظام تعويم مدار Managed Float خاصة بالنسبة للدول الصناعية، ويتصف هذا النظام بحدوث تذبذبات كبيرة في أسعار الصرف.

الإطار رقم (٢-٧). من أهم المحاولات للسيطرة على نقص الذهب ومشكلة تراكم الدولارات في المصارف المركزية، كان خلق احتياطي دولي بديل يقوم بوظائف الدولار ويستخدم في المبادلات. ففي تموز من عام ١٩٦٩ تقدم صندوق النقد الدولي بما يسمى حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights (SDR). وهي عبارة عن أصل من الأصول الورقية (يسمى أحياناً بورق الذهب Paper Gold)، خلقه صندوق

النقد. ومع بداية ١٩٧٠ أدخل الصندوق في سجلات أعضائه مبلغ ٣,٥ مليار دولار من حقوق السحب الخاصة، وزعت طبقاً للحصص المخصصة لهم. وتستطيع الدول استخدام حقوق السحب الخاصة في تسوية العجز في ميزان المدفوعات بنفس الطريقة التي تستخدم بها عملات الاحتياطي الدولي. فلو احتاجت ماليزيا مثلاً إلى الين الياباني لتمويل العجز فإنها تستطيع تبديل حقوق السحب الخاصة مقابل الين الذي تحتفظ به دولة أخرى يختارها الصندوق ولتكن ألمانيا مثلاً. إذا يمكن للحقوق أن تحل مشكلة العجز في ميزان المدفوعات، كما تحل مشكلة الثقة عند حلولها محل العملات الأجنبية كعملة احتياطي دولي. والحقوق عبارة عن نقود دولية وتقبل كنفود في عمليات التبادل، وفي حال تراكمت الحقوق عند إحدى الدول، أي في حال احتفاظها بكمية أكبر مما خصص لها الصندوق تعطى فائدة عن الفائض، وإذا احتفظت بكمية أقل مما خصص لها فإنها تدفع فائدة عن النقص في الكمية المخصصة. وتشجع هذه الميزة على أخذ الحذر في استخدام الحقوق. وفي بداية تخصيص الحقوق كانت قيمتها تساوي دولاراً واحداً، ولكن بسبب التخفيضات في قيمة الدولار، وتعويم أسعار الصرف في السبعينات، ألغيت المساواة بين القيمتين، أي الدولار والحقوق، وحل محل ذلك قيمة تتكون من متوسط أوزان مبنية على قيم أربع عملات: ٣٩% منها دولارات أمريكية؛ ٣٢% من اليورو؛ ١٨% من الين الياباني و ١١% من الجنيه الإسترليني. هذه التركيبة قابلة للتعديل من وقت إلى آخر، وفي نهاية شهر أيار ٢٠٠٠ بلغت كمية حقوق السحب الخاصة التي تحتفظ بها المصارف المركزية ١٨,١ مليار أو ما يعادل ٢٣,٩ مليار دولار حيث كانت قيمة حق السحب الخاص ١,٣٢٠٠٢ دولار.

المبحث الرابع

التعويم المدار

Managed Floating System

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- اتفاقية سميثونيان.
- نظام الثعبان داخل النفق.
- نظام النقد الأوربي.
- قاعدة الصرف المعوم بالدولار ١٩٧٥-١٩٨٤.
- اتفاقية التدخل بلازا - اللوفر.
- أداء نظام التعويم المدار.
- اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي.

اتفاقية سميثونيان (١٩٧٣-١٩٧١)

أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون، في ١٥ آب من عام ١٩٧١ تخفيضاً للدولار، وأغلق بالتالي رسمياً ما كان يطلق عليه "نافذة الذهب"، عبر التوقف عن أي التزام بتحويل احتياطات الدولار الخارجية إلى ذهب، حتى عند السعر الرسمي، وهذا ما كان حاصلًا على أرض الواقع منذ سنوات. عامت أسعار الصرف في الأشهر التالية لذلك الإعلان وسمحت المصارف المركزية للأسواق بالبحث عن مستويات توازن جديدة.

تزدنا تجربة بريتون وودز ببعض الدروس. ومن تلك الدروس، أنه لكي يعمل نظام الصرف الثابت لما يسمى ببلد المستقر Home Country وهي الولايات المتحدة في نظام بريتون وودز، لابد أن يكون البلد قوياً إنتاجياً ولديه اقتصاد داخلي متوازن. وبالإضافة إلى ذلك لابد من تنسيق أكبر في السياسات للتعامل مع مشاكل تعديل ميزان المدفوعات بشكل أكثر فعالية وبتكلفة أقل فيما يتعلق بالعمالة. فالتعديل لا يحدث تلقائياً وبالتالي فالمؤسسات الدولية، كصندوق النقد، دور يجب أن تقوم به في تشجيع

الاستشارات والتنسيق بين الدول الصناعية الأساسية. وخلال فترة بريتون وودز، لم يتم الصندوق بدور فعال في حفز المفاوضات بين تلك الدول، وبالتالي يمكن المحاجبة بأن سقوط نظام بريتون وودز لم يكن بالإمكان تفاديه.

بعد سقوط نظام بريتون وودز، كانت هناك محاولة من ديسمبر ١٩٧١ إلى آذار ١٩٧٣، للانتقال إلى قاعدة الدولار Dollar Standard. فقد عقد في ديسمبر من عام ١٩٧١ اجتماع في معهد سميثونيان بحث في أسعار صرف جديدة والعودة إلى نظام الربط. وعرف هذا المسعى باتفاقية سميثونيان Smithsonian Agreement، وكان يقضي بربط العملات الأوروبية بالدولار، مع السماح بحرية حركة صعودا وهبوطا بمقدار (2.1-4%).^١

أعيد تقييم العملات الأوروبية وارتفع سعر أونصة الذهب إلى ٣٨\$، ولكن الدولار كان قد توقف عن قابلية التحويل إلى ذهب. لذلك لم يكن مستغرباً أن تدوم اتفاقية سميثونيان لعام واحد فقط، مع فقدان الثقة بالدولار. وكان الإسترليني أول المغادرين، حيث ترك يعوم بحرية في حزيران من عام ١٩٧٢ بعد أزمة متكررة في ميزان المدفوعات. ومع استمرار ضغوط المضاربة بالدولار، ومع بداية ١٩٧٣ أصبح واضحاً أن إعادة التقييم قد غدت ضرورية. وبالنتيجة كان التوجه نحو سعر صرف معوم منذ آذار ١٩٧٣. في أثناء ذلك، قدمت مجموعة من الدول الأوروبية ما سمي "الثعبان في النفق" Snake in the Tunnel وكان أول محاولة من دول السوق المشتركة لخفض التقلبات داخل العملات الأوروبية.

وهكذا لم تلق اتفاقية سميثونيان النجاح، كما لم تستطع اللقاءات التي تمت خلال العام ١٩٧٢ أن تحل الخلاف الأساسي حول نظام ربط سعر الصرف في عالم تتحرك فيه رؤوس الأموال بحرية، مما يفرض على صانعي السياسات الانشغال بشكل متزايد بإدارة اقتصاداتهم الوطنية. لقد أراد صانعو السياسات:

1.Heather D. Gibson, Op.Cit. P.39.

أولاً، معدلات صرف مستقرة في المدى القصير، مع حرية إتباع سياسات اقتصادية مستقلة، قد تتطلب تغييرات بسعر الصرف في المدى الطويل. ومن الواضح أن هذا لم يكن متوافقاً مع التحرك الكبير لرأس المال.

ثانياً، لم يكن صانعو السياسات قادرين على السيطرة على ما سمي بمشكلة الفائض Redundancy Problem. فمع وجود N بلداً، يمكن لـ $N-1$ أن يكون لديهم أهدافاً رسمية متباينة، يتوخون تحقيقها، عبر سعر الصرف وباقي المتغيرات الاقتصادية. وفي هذه الحالة، لا يمكن للجميع أن يعمل باستقلالية كما لو أن الآخر غير موجود. وإذا تصرفوا كذلك فإن الأسواق ستعمل على إيجاد التباينات واستغلالها لتحقيق الأرباح. وهذا ما مثل سبباً جوهرياً في سقوط بريتون وودز. فبدون اتفاق حول من سيقدر السياسة النقدية العامة وكيف يمكن وضعها، كان سعر الصرف المعوم هو البديل الوحيد.¹

نظام الثعبان داخل النفق Snake in the Tunnel

قررت الدول الست المؤسسة للمجموعة الاقتصادية الأوروبية، وهي ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا واللوكسمبورغ، العمل على تحقيق وحدة نقدية فيما بينها تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وتم الاتفاق عام ١٩٧٢ على تقليص حدود التقلبات في أسعار صرف عملاتها وتحقيق المزيد من التكامل والتطوير في أنظمتها النقدية. واستحدثت مستويات جديدة للتقلبات في أسعار صرف العملات، الواحدة تجاه الأخرى بحدود $(\pm 2.25\%)$ على جانبي السعر المركزي الاسمي المباشر Nominal Central Rate لكل عملة تجاه الأخرى.

أطلق على التقلبات في أسعار صرف عملات الدول الأوروبية تجاه بعضها البعض وتقلبات أسعار صرف هذه العملات تجاه الدولار "الثعبان الأوربي داخل النفق". وقد عمل هذا الترتيب على تقليص الحد الأقصى للتقلبات، في أي وقت كان، بين أسعار صرف عملتين من عملات المجموعة الأوروبية مقومة بالدولار، وهو ما يعرف بالثعبان في حين يسمح للسعر مقابل الدولار بأن يتحرك بحرية تامة وفقاً لتأثيرات قوى السوق،

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.29.

ولكن ضمن حدود التقلبات المسموح بها وهو ما يعرف بالنفق. وهكذا فإن سعر العملتين موضوع التبادل من عملات المجموعة تجاه الدولار، هو الذي أوجد التعبير الوصفي المذكور، ذلك أن جدران النفق تكون بمثابة الحاجز الذي يصد الانحرافات عن سعر التبادل، إذا ما تجاوزت الحدود القصوى المسموح بها تجاه العملة الوسيطة (الدولار). أما الثعبان فيتمثل في سعري أقوى وأضعف عملتين من عملات المجموعة تجاه الدولار، وفي حالة عدم التدخل بواسطة الدولار ضمن حدود التقلبات المتفق عليها فإن وضع الثعبان الأوربي داخل النفق واتساعه يتقرران بتأثير قوى السوق ضمن حدود يتفق عليها. ومع التطورات المتلاحقة والضغط على بعض العملات وخاصة الدولار والجنيه واشتداد حمى المضاربات في أسواق العملات بعد التخفيض الثاني للدولار عام ١٩٧٣، اضطرت المجموعة الأوربية إلى إزالة النفق تماماً من النظام والحفاظ على الثعبان يتحرك ضمن التقلبات المتفق عليها بين عملات المجموعة، وأطلق على هذا النظام اسم " الثعبان الأوربي".

نظام النقد الأوربي EMS

كما أسلفنا وبينما كان العالم يعمل جاهداً لوضع ترتيبات لنظام نقدي دولي، ركزت الأمم الأوربية جهودها لضبط تقلبات أسعار صرف عملاتها، والتنسيق فيما بينها في مجال السياسات الاقتصادية. ففي آذار من عام ١٩٧١، عندما كان بريتون وودز لازال قائماً، تبنى المجلس الأوربي خطة ورنر **Werner Plan** التي هدفت إلى نقل بلدان ما كان يسمى السوق المشتركة (حالياً الاتحاد الأوربي) قدماً باتجاه الاتحاد الاقتصادي والنقدي. حيث تعهدت الدول الأوربية وفقاً للخطة بتثبيت تحركات الصرف فيما بين عملاتها بشكل أكبر مما كان مسموحاً به لهذه العملات أن تتذبذب مقابل الدولار الأمريكي. ورسم المخطط الزمني لتحركات أسعار صرف عملات تلك الدول، الذي أطلق عليه "ثعبان في نفق"، حيث كانت التغيرات بين العملات محدودة قياساً إلى تغيراتها أمام الدولار الأمريكي (النفق).

التقت الدول الأوربية مجدداً في نيسان من عام ١٩٧٢، بعد توقف بريتون وودز واتفاقية سميثونيان. وحدد نطاق الثعبان بـ $(\pm 2,25\%)$ ونطاق النفق عند

(±4,5%)¹. وفي آذار من عام ١٩٧٣ صوت المجلس الأوروبي على إلغاء النفق وترك العملات الأوروبية تعوم مقابل الدولار مع الحفاظ على الثعبان. شهدت الفترة بين عامي ١٩٧٣-١٩٧٨ العديد من محاولات الدخول والخروج من اتفاقية الثعبان، وفي كانون أول من عام ١٩٧٨ صوت المجلس الأوروبي على إحداث نظام النقد الأوروبي European Monetary System (EMS) الذي ظهر في آذار من عام ١٩٧٩.

قام النظام الأوروبي على ثلاثة ركائز أساسية هي: الوحدة النقدية الأوروبية ECU؛ آلية سعر الصرف ERM؛ والصندوق الأوروبي EMCF. وقد عملت المكونات السابقة على ربط أسعار صرف العملات الأوروبية والسياسات النقدية إلى بعضها بعضاً. فبالنسبة لوحدة الايكو، قد مثلت سلة ثابتة من عملات الدول الأعضاء، حددت أول مرة عام ١٩٧٩ وأعيد تحديدها عام ١٩٨٤ لتضم الدراخما اليونانية، ومرة أخرى في عام ١٩٨٩ عندما أضيفت البيزيتا الأسبانية والإسكودو البرتغالي. واتفق في ماستريخت عام ١٩٩٢ على أن لا يكون هناك من مراجعة جديدة (الوضع الحالي هو اليورو بالطبع). وكان السعر الفوري للايكو عام ١٩٩٥ مساوياً ١,٣٠٤٦ \$، وكان للمارك الألماني الوزن الأكبر داخل الايكو (حوالي الثلث) ويليه الفرنك الفرنسي (حوالي الخمس) ومن ثم الجنيه الإنكليزي، والجيلدر الهولندي (حوالي العشر لكل منها).

كانت آلية سعر الصرف ERM الأساس في خطة ورنر لتحديد تقلبات أسعار الصرف عملات الدول الأعضاء عند (±٢,٢٥%) حول السعر المركزي، وقد سمح لايطاليا بحدود أوسع (±٦,٠%) حيث كان انضمامها متأخراً إلى جانب أسبانيا (١٩٨٩) والمملكة المتحدة (تشرين أول ١٩٩٠) والبرتغال (نيسان ١٩٩٢). وقد حددت الآلية المذكورة شرطين لتثبيت سعر الصرف:

- التدخل الإلزامي في حال لامس سعر الصرف الحدود المسموحة لتذبذبه؛
- اتخاذ فعل جريء عند تجاوز التغير العتبة المحددة.

1.Maurice D. Levi, Op.Cit.P.183.

وتمثل دور صندوق النقد الأوربي EMCF بإصدار "الايكو الرسمي" لصالح المصارف المركزية الأوربية عبر سلسلة من المقايضات الدوارة Revolving Swaps وكان على المصارف المركزية تبديل ٢٠% من الذهب واحتياطي الدولار لديها إلى "الايكو الرسمي".

قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٥-١٩٨٤

The Floating-Rate Dollar standard

بقي الدولار الأمريكي الأساس في أسواق رأس المال الدولية للأغراض الخاصة والرسمية، فقد قام بالمهمة الأساسية للنقود كوسيط في التبادل، ومخزن للقيم ووحدة للحاسب، بشكل أفضل من أي بديل آخر. وفي التعاملات الخاصة، بقيت تقريباً، كل أسعار الصرف تحدد بالدولار الذي هيمن على التجارة في أسواق الصرف الأجنبي. وبقيت السلع الأساسية تسعر بالدولار، كما أن ٧٥% تقريباً من الأصول والمطالب في أسواق الأوفشور كانت مقيمة بالدولار. وبينما سمي النظام الذي نما بعد سقوط بريتون وودز بالتعويم، إلا أنه كان بعيداً عن ذلك. كما لم يكن نظام الصرف المعموم خالياً من القواعد.

أدرك صندوق النقد الدولي أن كل بلد يعتبر سعر الصرف متغيراً اقتصادياً مهماً له في رسم السياسات، وأن سياسات بلد ما قد تترك وفورات سلبية على الآخرين، وبالتالي في عام ١٩٧٤ فعّل الصندوق جملة من التوجهات العريضة صممت لتحجيم التباينات في سياسات أسعار الصرف. وأكدت تلك التوجهات، التي لازالت عاملة، أن على الدول الأعضاء:

- ١- واجب التدخل لتحديد "العوامل غير المضبوطة" في أسواق الصرف الأجنبي؛
- ٢- عدم استغلال أسعار الصرف لتفادي اختلال ميزان المدفوعات أو الحصول على مزايا تنافسية في التجارة؛
- ٣- اعتبار مصالح وسياسات الأعضاء الآخرين عند وضع سياساتها التدخلية الخاصة.

الإطار رقم (٢-٨). قواعد اللعبة- قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٣-
١٩٨٤ الدول الصناعية عدا الولايات المتحدة

- I. لطف التغييرات القصيرة الأجل في سعر صرف الدولار، ولكن لا تلتزم بسعر تعادل رسمي أو استقرار طويل الأجل في سعر الصرف؛
- II. اسمح بالتحويل الحر لعمليات الحساب الجاري، بينما تحاول إلغاء كل العراقيل الباقية على عمليات حساب رأس المال؛
- III. استخدم الدولار كعملة تدخل (إلا في عمليات استقرار أسعار الصرف الأوروبية) واحتفظ بالاحتياطيات الرسمية بشكل رئيسي بسندات الخزانة الأمريكية؛
- IV. عدل السياسة النقدية المحلية لدعم التدخلات الواسعة في سعر الصرف، مخفضاً عرض النقود عندما تكون العملة الوطنية ضعيفة مقابل الدولار، والتوسع في عرض النقود عندما تكون العملة الوطنية قوية أمام الدولار؛
- V. ضع أهدافاً طويلة الأجل نقدية وسعرية وطنية مستقلة عن الولايات المتحدة، ودع سعر الصرف يتعدل على المدى الطويل لموازنة تلك الاختلافات.

الولايات المتحدة

- VI. استمر منفعلاً في سوق الصرف الأجنبي: مارس التجارة الحرة بعيداً عن أغراض ميزان المدفوعات أو سعر الصرف. لا حاجة لاحتياطيات صرف رسمي أجنبي كبيرة؛
- VII. اترك أسواق رأس المال الأمريكية مفتوحة للإقراض والاستثمار من قبل المقيمين من القطاع الخاص والرسميين الأجانب (السياديين)؛
- VIII. تابع السياسة النقدية المستقلة عن سعر الصرف أو السياسات في البلدان الأخرى، وبذلك لن ترغب بأسعار مستقرة لسلع المتاجرة.^١

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.33.

اتفاقية التدخل بلازا- اللوفر (قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦)

اقتصاديات العرض Supply Side Economics

لم يجد نظام التعويم اعترافاً حتى عام ١٩٧٦ في اجتماعات صندوق النقد الدولي في جامايكا، حيث أقر رسمياً بعد المصادقة عليه عام ١٩٧٨. ووفقاً لنظام أسعار الصرف المعمومة، ألغي دور الذهب النقدي وتركزت للمصارف المركزية المصدرة للعملات الرئيسية حرية التدخل في الأسواق للمحافظة على استقرار أسعار صرف عملاتها. وبعد إلغاء دور الذهب النقدي أعاد صندوق النقد الدولي نصف موجوداته من الذهب إلى الدول الأعضاء وتم بيع النصف الثاني خلال عام ١٩٨٠ وخصصت عائدات البيع لمساعدة الدول الفقيرة، وسمح للدول الأعضاء ببيع موجوداتها الرسمية من الذهب.

ومع بداية الثمانينيات ومجيء الرئيس ريغان على رأس الإدارة الأمريكية، قام الفريق الاقتصادي التابع له بتبني أطروحات مدرسة اقتصاديات العرض، التي تتلخص في تخفيف الضوابط الرقابية وخفض الضرائب المباشرة وتسهيل التوظيف والتسريح في سوق العمل وفقاً لمقتضيات الوضع الاقتصادي. كما اتبع مصرف الاحتياطي الفدرالي سياسة نقدية متشددة هدفت إلى لجم التضخم الذي بلغت نسبته آنذاك ١٠% مما أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة الأمريكية لتصل إلى ما يزيد عن ٢٠% للأجال القصيرة. وتدفقت الأموال من الخارج للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة على الدولار مما أدى إلى ارتفاع سعره إلى مستويات قاسية. كما أدى الطلب المتزايد على الدولار لتسوية مدفوعات البترول إلى ارتفاع سعره وتدفق أموال المستثمرين والمضاربين عليه، وبشكل خاص أموال الدول المصدرة للنفط. وهذا ما جعل الولايات المتحدة الأمريكية ومصارفها في وضع مثالي لإعادة تدوير فوائض النفط من دول الفائض إلى دول العجز وعودة الدولار ليكون العملة الرئيسية.

وهكذا مع إتباع سياسة توسعية في الولايات المتحدة عام ١٩٨١ ودمجها بضوابط نقدية صارمة، بدأ ارتفاع متواصل في سعر الدولار. ومع بداية ١٩٨٥ كان الدولار قد ارتفع بحدود ٥٠% قياساً إلى عام ١٩٨٠ مقابل العملات الرئيسية الأخرى. وصور

بعض الاقتصاديين ذلك على أنه "فقاعة مضاربة" Speculation Bubble (أي حركة أكبر، متنامية أكثر، مما يمكن تبريره بعوامل اقتصادية كلية أساسية) وتوقعوا أن سعر الصرف المرتفع للدولار لن يدوم.

تسبب الدولار القوي بخسارة الشركات الأمريكية لتنافسيتها كما تدهور ميزان التجارة الأمريكي. تمتع الأمريكيون بالسلع الرخيصة المستوردة بفعل عملتهم القوية، ولكن الشركات المعرضة للمنافسة فكرت بوضع العراقيل بصورة حواجز تجارية. ومال صانعو السياسات الأوروبيين نحو سياسات نقدية أكثر صرامة لوقف تدهور أدائهم الاقتصادي. فقد اقتنع صانعو السياسات أن: سعر الصرف أهم من أن يترك لقوى السوق؛ وأنه أكثر أهمية من باقي السياسات مما يتطلب التنسيق. وبالنتيجة في عام ١٩٨٥ نشأت جملة جديدة من القواعد تؤكد دور التنسيق في السياسات الكلية للتدخل في سوق الصرف.

قاعدة الصرف المعلوم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦

التقى راسميون من مجموعة الخمسة G-5 في عام ١٩٨٥ وهم ممثلو بريطانيا، فرنسا، ألمانيا الغربية، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية في فندق بلازا بمدينة نيويورك، وأصدروا إعلاناً أو بلاغاً رسمياً يقول بأنهم سيتدخلون بشكل مشترك لتشجيع تخفيض للدولار. وقد هبط الدولار بحدة بعد هذا الإعلان، واستمر بالهبوط في عام ١٩٨٦.

لقد وصفت التدخلات في سوق الصرف الأجنبي على الدوام بأنها "انحناء أمام العاصفة"، كما أن تلك التدخلات بقيت سرية ومن عمل مصرف مركزي واحد. ونتج عن اتفاقية بلازا تدخل منسق بين مختلف المصارف المركزية وإعلان مفتوح لهذا التدخل.

استمر هبوط الدولار حتى عام ١٩٨٧ مما جعل بعض الراسمين الأوروبيين يخاف على تنافسية صناعاته التصديرية، وأصبحت عملية تعديل العجز في الميزان التجاري الأمريكي صعبة. وحاول صانعو السياسات لمجموعة G-5 زائد كندا في

لقائهم في اللوفر بباريس في ٢٢ شباط من عام ١٩٨٧ الوصول إلى سعر صرف تعاوني، واتفقوا على تأمين استقرار لسعر الصرف حول مستواه آنذاك.

كان محور اتفاق اللوفر مجموعة من "منطقة هدف" Target Zones تم الاتفاق على الدفاع عنها عبر التدخل في سعر الصرف. وبرغم أن مناطق الهدف لم يتم نشرها للعلن ولكن المراقبين قدروها بحدود $\pm 0.5\%$ حول أسعار الجمعة السابقة للقاء اللوفر التي كانت كالتالي: المارك الألماني أمام الدولار (1.8250DM/\$) والين الياباني أمام الدولار (153.50¥/\$).

تأكدت في اتفاق اللوفر، فكرة إدارة أسعار العملات الرئيسية Managed Floating التي أطلق عليها البعض التعويم غير النظيف Dirty Float بسبب مخالفتها لقواعد السوق الأساسية.* ويحاجج نقاد اتفاقية اللوفر بأن استراتيجية "المناطق المستهدفة" ليس لها قوة فعلية، وأن قرار الحفاظ على حدود سرية للنطاق، تشكل ببساطة نصيحة لمنع أي تقييم ناجح لتلك السياسة. وكان على صانعي السياسات بالتالي، تعديل السعر المركزي للنطاق المستهدف المفروض، وأن يكون هناك مرونة في تحديد فعلي لحدود النطاق المستهدف. ويبدو أن التدخل في إطار اتفاقية اللوفر كان أكثر نجاحاً عند ترافقه بتغييرات في السياسة الاقتصادية الكلية، وأقل نجاحاً عند الإبقاء على السياسة النقدية المحلية عبر التدخل التعقيمي. وبدأت في اتفاق اللوفر عملية تنسيق سياسات أوسع كان الأمل أنها أفضل ما يمكن.

الإطار رقم (٢-٩). قواعد اللعبة- اتفاق التدخل بلازا اللوفر وقاعدة الصرف المعموم
١٩٨٥-١٩٩٦

ألمانيا، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية G-3

I. حدد نطاقاً مستهدفاً واسعاً لأسعار \$/DM, ¥/\$. لا تعلن الأسعار المركزية المتفق عليها واسمح بحدود نطاق مرنة؛

* يندرج التعويم غير النظيف ضمن ما يسمى بأنظمة الصرف الهجينة.

II. اسمح للأسعار المركزية الضمنية (المطلقة) أن تتعدل عند تغيير العوامل الرئيسية بين دول المجموعة بشكل فعلي؛

III. تتدخل المصارف المركزية جماعياً ولكن بندرة لعكس اتجاهات سعر الصرف القصيرة الأجل التي تهدد حدود النطاق، وإعلان النية الجماعية بدلاً من إخفاء عملية التدخل؛

IV. تحتفظ دول المجموعة G-3 باحتياطي كل طرف بعملة الآخر، وهذا يعني أن على الولايات المتحدة الاحتفاظ بالمارك الألماني والين الياباني وربما بعملات أخرى قابلة للتحويل؛

V. عقم التأثير المباشر لتدخلات سعر الصرف بعدم تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل؛

VI. تهدف السياسات النقدية لكل دولة في المجموعة إلى استقرار الأسعار (مقاسة بأسعار المستهلك المحلية أو الجملة أو مخفض إجمالي الناتج القومي)، الذي يثبت بشكل غير مباشر مستوى الأسعار الدولية ويقلل الانجراف في أسعار الصرف المستهدفة.

باقي الدول الصناعية

VII. ادمع ولا تعارض التدخل من قبل مجموعة G-3 لإبقاء الدولار ضمن حدود السعر المستهدف.¹

أداء نظام التعويم المدار

يمكن وصف الفترة منذ عام ١٩٧٣ بأنها تعويم مدار، تحركت فيه بعض العملات، كالعملات الأوروبية مثلاً باتجاه تعاون نقدي أكبر. وهناك اتفاق على أن نظام التعويم المدار يتسم بالتالي:

(١) حدوث تقلبات واسعة في أسعار صرف الدول الصناعية وهذا لا يتفق مع توقعات المؤيدين لنظام التعويم بأن أسعار الصرف تتحرك باتجاه التوازن والاستقرار؛

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.33.

٢) للتقلبات في أسعار الصرف آثار حقيقية وتتخلص في زيادة الصادرات وانخفاضها أو في حدوث بطالة، كما أن التقلبات لا تعمل على تشجيع التدفقات الاستثمارية بين الدول لأنها ربما تتسبب بخسائر؛

٣) لا يحمي هذا النظام الدول من الاضطرابات الاقتصادية الخارجية، بعكس التوقعات القائلة بأنه يعزل الدول عن التأثيرات الخارجية؛

٤) وفقاً لنظام التعويم لا تحتاج الدول إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من احتياطي دولي، غير أن الملاحظ أن الدول قد زادت من احتياطياتها الدولية؛

٥) هناك اتفاق عام على أن التضخم لم يزد في العالم نتيجة لإتباع نظام التعويم؛

٦) زاد حجم التجارة الدولية في ظل نظام التعويم بعكس التوقعات من أنه سيخفض حجم التجارة الدولية.

وباستعراض تاريخ النظام النقدي الدولي في فترة التعويم المدار، يمكننا أن نخلص إلى **جملة من الحقائق** نذكر منها بشكل رئيسي ثلاث نقاط:

- بالرغم من أننا وصفنا الفترة بأنها تعويم مدار، فإن ذلك ينطبق على العملات الرئيسية. والجدول رقم (٢-١) يقدم خلاصة لأنظمة الصرف للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي.

- سعر صرف العملات المعمومة عالي الحساسية، وكانت الزيادة في الحساسية واضحة بعد عام ١٩٧١، ولم يكن سعر الصرف الاسمي هو الهش فقط، بل والحقيقي أيضاً. وللتدليل على ذلك، وباستخدام مؤشر أسعار المستهلك CPI يمكننا أن نورد العلاقة التالية:

$$R = SP^*/P$$

حيث:

R هو سعر الصرف الحقيقي.

S هو سعر الصرف الاسمي (سعر العملة المحلية مقابل وحدة من العملة الأجنبية).

P^* هي مستوى السعر الأجنبي.

P هو مستوى السعر المحلي.

لقد أظهرت أسعار الصرف الحقيقية تأرجحات كبيرة. فقد كان هناك تقييم زائد للدولار مقابل العملات الرئيسية في بداية ١٩٨٠. وأظهر كل من الين والمارك نزعة قوية للتقييم الزائد في الفترة من عام ١٩٧٦ إلى عام ١٩٩٤. أما في حالة المارك/الفرنك الفرنسي، فإن التأرجحات في معدلات الصرف الحقيقية كانت أقل وضوحاً منذ عام ١٩٨٣ عندما لزم الفرنسيون أنفسهم بآلية صرف النظام النقدي الأوربي.

- النقطة الأخيرة التي يمكن إيرادها، تتعلق بدور أسعار الصرف المعمومة في المساعدة على حل مشكلة تعديل موازين المدفوعات. ففي نهاية عام ١٩٦٠ كان هناك إحساس واسع بأن مشاكل ميزان المدفوعات المزممة التي كبرت خلال الستينات ستختفي مع تبني أسعار الصرف المعمومة. ولكن لا يبدو أن شيئاً من ذلك قد حصل، رغم أنه قد تبدلت أوضاع الحساب الجاري للدول الصناعية الرئيسية بشكل ملحوظ بعد ١٩٨٠، ويصح ذلك بالأخص على اليابان وألمانيا اللتين راكمتا فائضاً كبيراً في الحساب الجاري بالرغم من إتباع أسعار صرف أكثر مرونة لاحقاً.^١

الجدول رقم (٢-١): أنظمة سعر الصرف منذ ٣١ كانون أول ١٩٩٩. ^٢
١- نظام صرف ثابت، والدول التي تتبع هذا النظام ليس لها عملة مستقلة، كدول سوق شرق الكاريبي التي تشمل أنتيغوا، باربودا، جرينادا، سانتا لوسيا ... إلخ. ويبلغ عدد هذه الدول ٣٧ دولة.
٢- نظام الهيئة النقدية Currency Board Arrangement وطبقاً لهذا النظام تثبت الدولة عملتها بربطها مع عملة صعبة معينة. وتتغير كمية العملة المحلية فقط عندما يتغير الاحتياطي من العملة الصعبة، فإذا زاد الاحتياطي فإن عرض العملة المحلية سيزداد، وإذا نقص فإن على السلطات النقدية تخفيض عرض النقود المحلية. وبهذه الطريقة تخفض الدولة العجز في ميزان مدفوعاتها. والدول التي تبنت هذا النظام هي الأرجنتين، البوسنة والهرسك، بروناي، بلغاريا، جيبوتي، استونيا، هونج كونج

1.Heather D. Gibson, Op.Cit. P46.

2.Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 692.

وليتوانيا.
٣- نظام ربط ثابت مع عملة أخرى. فدل كسوريا والأردن تربط الليرة والدينار بالدولار بسعر ثابت، وتتبع هذا النظام ٣٢ دولة.
٤- نظام ربط ثابت إلى سلة من العملات، ويسمح هذا النظام بتغيير في سعر الصرف، وتتبع هذا النظام ١٣ دولة.
٥- نظام السماح لأسعار الصرف بالتحرك في نطاق ضيق. يسمح هذا النظام بتغيير أكبر في سعر الصرف مقارنة بالأنظمة الأربع السابقة، ولكن هذا التغيير يكون في حدود ضيقة. وتتبع هذا النظام ست دول كقبرص والدنمارك.
٦- نظام الصرف الزاحف. يسمح هذا النظام بتغيير قيمة العملة بين حين وآخر، وتتبع هذا النظام خمس دول كبوليفيا وكوستاريكا ونيكاراجوا.
٧- نظام أسعار صرف في نظام حدود زاحفة. ولا يختلف هذا النظام كثيراً عن السابق، فهو يسمح بتغيير سعر الصرف بحدود بين حين وآخر. تتبع هذا النظام سبع دول كبولونيا، هنغاريا، سريلانكا وفنزويلا.
٨- نظام تعويم مدار دون تحديد مقدار التغيير. طبقاً لهذا النظام تتدخل المصارف المركزية للتأثير على سعر الصرف ولكن بشكل غير منتظم، وتتبع هذا النظام ٢٧ دولة.
٩- نظام تعويم مستقل، وهو عبارة عن نظام حر وتتدخل السلطات النقدية قليلاً أو نادراً لكي تخفف مقدار التذبذب. تتبع هذا النظام خمسون دولة.

اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي

يتمثل الاعتراض الرئيسي على النظام النقدي الحالي في التذبذب الكبير في سعر صرف عملات الدول الصناعية، والآثار السلبية لهذا التذبذب. وبما أن هذه الدول مهمة في الاقتصاد العالمي، حيث إن معظم التجارة الدولية والمدفوعات تقوم على التعامل بعملاتها فإنه من الضروري التوصل إلى طريقة لخفض التذبذب في أسعار الصرف، وبناء على ذلك تقدم بعض الاقتصاديين باقتراحات للإصلاح من أهمها التالية:

١. العودة إلى قاعدة الذهب. ذلك أنه توجد حاجة إلى تثبيت لمستويات الأسعار في الدول، فإذا قيمت العملات بالذهب وربطت الكتلة النقدية لكل دولة بكمية الذهب الموجودة فيها فإن حدوث عجز أو فائض في موازين المدفوعات لن يكون ممكناً بسبب التسوية الآلية، والعالم لن يعاني من التضخم إلا القليل لأن عرض النقود لن يزداد بسرعة أكبر من كمية الذهب الموجودة في العالم. كما ستقل المخاطر المرتبطة بالاحتفاظ بالعملات كاحتياطي لأن أسعار الصرف ستكون ثابتة، وبما أن الذهب يكون الاحتياطي الرئيسي في محافظ الاحتياطي الرسمي فإن الاستقرار سيعم لأن العملات الأجنبية تكون جزءاً بسيطاً من الاحتياطي الأجنبي. وأخيراً، إذا اتبعت الدول أسعاراً تعادل عملاتها بالذهب فإن النظام سيزيل كثيراً من التذبذب في أسعار الصرف التي تسم النظام النقدي الحالي. أما المآخذ الرئيسي على هذا الاقتراح فهو أنه يعطي أهمية للتوازن الخارجي تفوق التوازن الداخلي. فلو فرضنا أن دولة تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها، فإنه من المتوقع أن تتخفف كمية الذهب لديها ومن ثم سيحدث نقصان في الكتلة النقدية. فإذا صادف هذا النقصان في عرض النقود وجود ركود اقتصادي بطيء، فإن هذا النقصان سيقلل النشاط الاقتصادي ويصبح الوضع أكثر سوءاً من ذي قبل. وبما أن الأسعار والأجور تميل إلى الجمود في اتجاه هابط فإن النقص في عرض النقود سينتج عنه انخفاض في الإنتاج وارتفاع في البطالة. كما أن سعر الفائدة سيرتفع نتيجة نقصان عرض النقود وسيؤدي إلى انخفاض الاستثمار الطويل الأجل. كذلك تجد الدولة التي تتمتع بفائض أنها عرضة لضغوط تضخمية نتيجة لتدفق الذهب. وأخيراً وبما أنه لا تحدث تغيرات في سعر الصرف، فإن إعادة تخصيص الموارد عندما تتغير الميزة النسبية لن تكون ممكنة.

٢. مصرف مركزي دولي. يقضي الاقتراح بتكوين مصرف مركزي دولي يودع فيه جزء من الاحتياطي الدولي التابع للدول المشاركة، وبهذا يكون تحت تصرفه مليارات من الدولارات أو الأصول المالية التي من خلالها تستطيع إدارة البنك عرض النقود الدولية. فإذا كان هناك حاجة لزيادة عرض النقود فإن المصرف يستطيع شراء سندات حكومية من الأسواق المالية الدولية (على غرار ما تفعله

المصارف المركزية من خلال عمليات السوق المفتوحة)، كما أن البنك يستطيع إعطاء قروض إلى تلك الدول التي تعاني من صعوبات في موازين مدفوعاتها، أو يستطيع تغيير سعر الفائدة (سعر الخصم) لكي يتحكم بمقدار الإقراض والذي يؤثر بدوره في عرض النقود، كذلك يستطيع هذا البنك إصدار عملة دولية كطريقة للتحكم في عرض النقود الدولية. ويشمل هذا الاقتراح أسعار صرف ثابتة للدول المشاركة، فإذا ارتبطت العملات بعضها مع بعض بأسعار صرف ثابتة فإنها تشكل خطوة نحو عملة مشتركة على غرار اليورو وبالتالي يتم التخلص من التقلبات في أسعار الصرف. المآخذ الرئيسي على هذا الاقتراح هو أنه غير واقعي لأن الدول لا يمكن أن تقبل هيمنة مصرف مركزي دولي على السياسة النقدية المحلية وبالتالي على استقلالية السياسة الاقتصادية، ولكن المدافعين عن هذا الاقتراح يقولون أن الاستقلالية الاقتصادية قد فقدت إلى حد كبير في النظام النقدي الحالي بسبب تحرك الأموال قصيرة الأجل عبر حدود الدول.

٣. **وضع حدود لسعر الصرف.** يهدف هذا الاقتراح إلى تقليل الاختلاف بين الأهداف المحلية والخارجية. ووفقاً لهذا الاقتراح تضع الدول الصناعية أهدافاً لمستوى أسعار الصرف الحقيقية حيث يسمح لكل دولة أن تغير هذه الأسعار مثلاً بحدود ١٠% في أي اتجاه من المستوى المستهدف. والسعر المستهدف هو ذلك السعر الذي يسمح بتوافق بين التوازن الخارجي والداخلي خلال مدة متوسطة. فإذا تحرك سعر الصرف ليقرب من السقف الأعلى أو الأرضية للسعر المستهدف فإن ذلك يمثل إشارة إلى المسؤولين عن تنفيذ السياسة الاقتصادية باتخاذ إجراءات لإبطاء هذا التحرك أو تغيير اتجاهه. أما السياسة الاقتصادية المهمة واللازمة في هذا الاقتراح فهي السياسة النقدية لأنها تلعب دوراً رئيسياً في تحقيق الأهداف الداخلية أو المحلية (كتحقيق توظيف كامل واستقرار في الأسعار) والأهداف الخارجية بالمقارنة مع السياسة المالية التي تكون فعالة فقط في تحقيق الأهداف الداخلية. وطبقاً لهذا الاقتراح فإن الهدف الخارجي المباشر ليس تحقيق توازن في ميزان المدفوعات وإنما استقرار في سعر الصرف الحقيقي حول السعر المستهدف. وتجدر الإشارة إلى أن نجاح هذا الاقتراح يعتمد على التعاون بين المصارف المركزية وعلى خلق

آلية لتنفيذ تغييرات تدريجية في حدود أسعار الصرف إذا ثبت أن الحدود السابقة غير ملائمة. وبشكل عام لهذا الاقتراح ميزات محبذة من حيث إنها تعطي أهمية كبرى لتحقيق الأهداف الداخلية وبنفس الوقت تعالج عدم الاستقرار في أسعار الصرف. وتركز هذه الخطة على أسعار الصرف الحقيقية بدلاً من الاسمية لأن الأسعار الحقيقية تؤثر في النشاطات الاقتصادية أكثر.

٤. **وضع قيود على التدفقات الرأسمالية.** يقول هذا الاقتراح أن السبب الرئيسي لمشكلة عدم الاستقرار في أسعار صرف العملات الرئيسية هو أن رؤوس الأموال قصيرة الأجل تتحرك بحرية بين الدول وأن كثيراً من هذه التحركات ليس لها علاقة بأمور اقتصادية أساسية كمعدلات التضخم وإنتاجية الموارد والأحوال الاقتصادية العامة، وإنما تعكس تفاعل للشائعات والأحداث السياسية، وتسبب هذه التدفقات المنقلبة عدم استقرار كبير في أسعار الصرف. فالأقتراح يقدم علاجاً يشمل وضع حدود على مقدار التدفق من وإلى الخارج من الأموال من قبل الدول الرئيسية التي تستجيب لهذه التدفقات. ويمكن تقييد تدفق رؤوس الأموال بعدة طرق:

١- اقتراح جيمس توبين James Topin الذي ينص على فرض ضريبة على المبادلات الفورية الدولية الناتجة عن تحويل عملة إلى أخرى في أسواق الأوراق المالية، وتهدف هذه الضريبة إلى عدم تشجيع المضاربة من خلال جعل التجارة في العملات أكثر كلفة، الشيء الذي يخفض التدفقات الرأسمالية.

٢- تبني نظام أسعار الصرف المزدوجة أو المتعددة Dual Exchange Rate or Multiple Exchange Rates وفي ظل هذا النظام يستخدم سعر صرف مختلف بناء على طبيعة المبادلة الأجنبية، ولقد استخدم هذا النظام ولا يزال يستخدم من قبل بعض الدول. بالعموم لا يحبذ الاقتصاديون وضع قيود على تحركات رؤوس الأموال لأنه يوجد خطر من أن هذه القيود ستمنع تدفق الأموال استجابة إلى اختلاف حقيقي في الإنتاج الحدي، إضافة إلى أنه لا توجد طريقة مثلى للتمييز بين تحركات الأموال "الجيدة" وتحركات الأموال "الردئية"، كما أنه من السهل تجنب القيود على رؤوس الأموال.

٥. تحقيق الاستقرار من خلال تنسيق السياسات الاقتصادية الكلية بين الدول. ينص

هذا الاقتراح على أن عدم الاستقرار في أسعار الصرف يعود إلى سببين:

(١) السياسات الاقتصادية الكلية لأية دولة تميل إلى عدم الاستقرار؛

(٢) السياسات الاقتصادية الكلية في الدول غالباً ما تعمل باتجاهات متعاكسة.

فيما يخص السبب الأول، يدفع إتباع سياسة نقدية توسعية مثلاً، يتبعها فجأة سياسة نقدية انكماشية، الأموال قصيرة الأجل إلى التدفق خارج الدولة بسبب انخفاض أسعار الفائدة في الفترة الأولى لتعود في وقت لاحق عندما ترتفع أسعار الفائدة. وسيصحب كل ذلك إعادة تقييم مستمر لمستقبل توقعات السياسة النقدية.

وفيما يتعلق بالسبب الثاني، فإنه إذا قررت الدولة إتباع سياسة نقدية توسعية بينما تتبع دولة أخرى سياسة نقدية انكماشية فإن رؤوس الأموال ستندفق باتجاه الدولة التي اتبعت سياسة نقدية انكماشية. وعندما تغير الدولتان سياستيهما، فإن تدفق رؤوس الأموال سينتج عنه تقلب كبير في أسعار الصرف. ثمة اعتقاد سائد بين الاقتصاديين أن أسعار الصرف المعومة يمكن أن تكون أكثر استقراراً إذا كانت توقعات القطاع الخاص بالنسبة لأسعار الصرف أكثر ثباتاً وأقل تقلباً، فإذا تبنت الدول سياسات اقتصادية كلية أكثر استقراراً فإن هذه السياسات ستساهم ليس فقط في تحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية ولكنها أيضاً ستوفر استقراراً في التوقعات بالنسبة إلى أسعار الصرف. وإذا كان هناك تنسيق في السياسات الهادفة للاستقرار فإن أية هزات وشائعات صغيرة لن يكون لها وقع كبير على أسعار الصرف. وهكذا فإن هدف التنسيق في السياسات هو تحقيق الاستقرار من خلال اتصال أو تشاور بين السلطات في الدول الصناعية الرئيسية. فقد أكدت اجتماعات أعضاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي نصف السنوية ضرورة إتباع تنسيق في السياسات الاقتصادية لتحقيق الأهداف المختلفة، كذلك تهدف اجتماعات G8 إلى تنسيق السياسات لتحقيق أهداف متعددة.

الإطار رقم (٢-١٠). أنظمة أسعار الصرف الهجينة

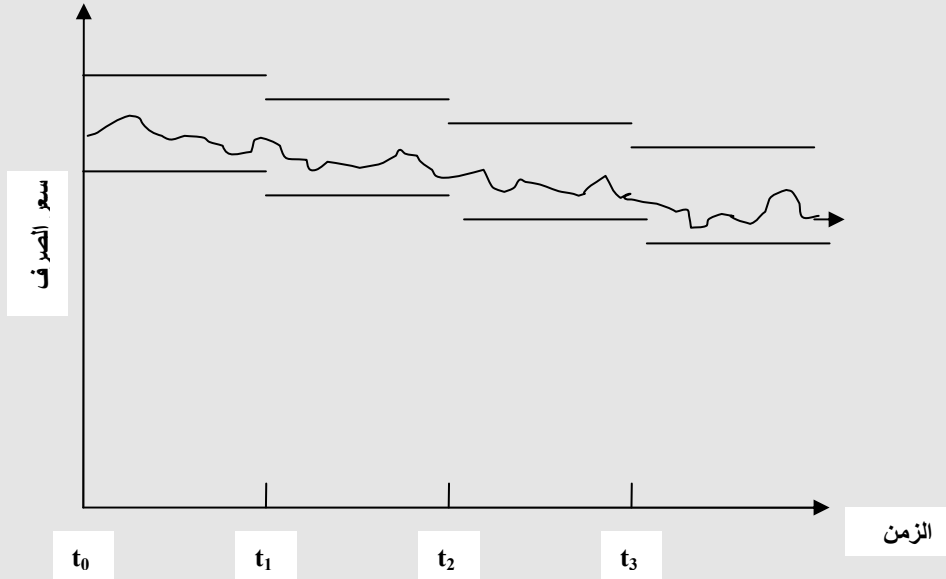
Hybrid Systems of Exchange Rates

تتدرج الأنظمة التالية ضمن ما يطلق عليه البعض "أنظمة أسعار الصرف الهجينة":

- التعويم غير النظيف Dirty Float؛
- النطاق الأوسع Wider Band؛
- الأسعار المختلطة الثابتة والمرنة Mixed Fixed and Flexible Exchange Rates
- الربط الزاحف Crawling Peg؛
- المناطق المستهدفة لسعر الصرف Target Zones

وفيما يلي فكرة مختصرة عن بعضها ممن ورد ذكره فيما سبق.

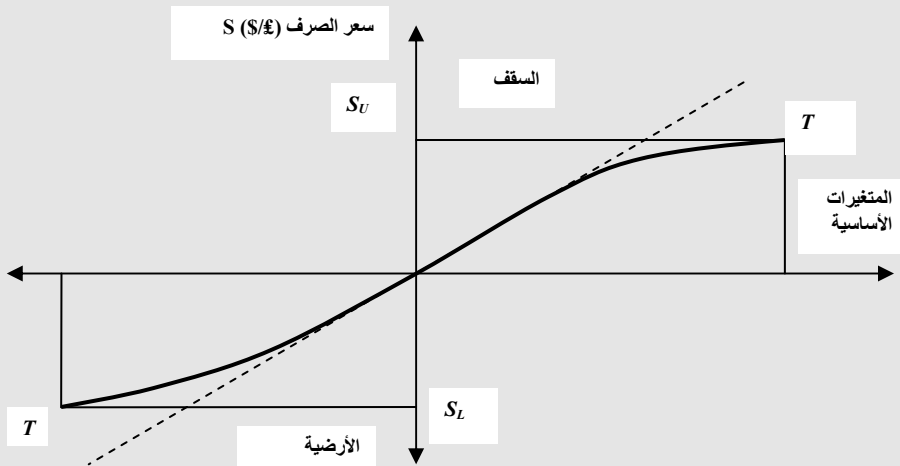
الربط الزاحف: حيث يتم تعديل نقاط الدعم دورياً وفق طريقة نمطية قائمة على عوامل اقتصادية معينة كالتضخم، أو بناء على سلوك سعر الصرف في فترات سابقة ونطاق تحركه.



المناطق المستهدفة لسعر الصرف: يمثل المحور الأفقي، ما يطلق عليه المتغيرات الأساسية، التي تتوقف عليها، بالإضافة إلى عنصر التوقعات، أسعار الصرف مستقبلاً. وتتكون من متغيرات عشوائية غير مضبوطة أو لا يمكن التحكم بها. حيث يتغير

عرض النقود، الذي اعتبر ضمن هذه المتغيرات، عند حافة المنطقة المستهدفة فقط، وذلك للحفاظ على أسعار الصرف ضمن حدود المنطقة المستهدفة. وإلى اليمين من نقطة الوسط على طول المحور الأفقي، هناك توقع انخفاض لسعر الصرف الفوري للدولار مقابل الجنيه الإسترليني $S(\$/\pounds)$ يضغط نحو الأسفل، في حين توقع الارتفاع $S(\$/\pounds)$ يضغط نحو الأعلى إلى اليسار من نقطة الوسط.

ويمثل المنحنى TT هذا التأثير المركب للمتغيرات الأساسية مع عنصر التوقعات. والمنحنى عبارة عن مماس لخطوط حافة المنطقة، حيث لا يبقى أي تأثير للمتغيرات الأساسية على أسعار الصرف عند تلك الحافة.



ملخص الفصل الثاني

يتحدد سعر الصرف وفقاً لقاعدة الذهب آلياً في نطاق شريط ضيق حيث يتحرك الذهب بحرية بين الدول الداخلة بالتجارة، ويتحدد بالتالي سوق الصرف الأجنبي بسقف وأرضية ممثلتين بنقطين استيراد وتصدير الذهب. تسمى الآلية السابقة الذكر بآلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب، وترتكز هذه الآلية على علاقة تدفق الذهب مع التغير في عرض النقود. حاولت السلطات النقدية مرات عديدة إفساد التأثيرات الانكماشية أو التوسعية لتدفقات الذهب، وأبطل العمل بنظام الذهب مع بداية الحرب العالمية الأولى، وسمحت الدول بالتعامل بأسعار صرف معومة. عند انتهاء الحرب الأولى كانت كل الدول قد خرجت من قاعدة الذهب وانهارت الأسواق المالية وانكمش حجم التجارة الدولية بشكل كبير. سارعت الدول إلى عقد مؤتمر للإصلاح النقدي، وكانت الدعوة آنذاك هي العودة إلى قاعدة الذهب على أن تكون في شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية. وهكذا عاد عدد كبير من الدول إلى قاعدة الذهب ولفترة محدودة إلى أن حصل الكساد الكبير وخرجت الدول تباعاً عن الالتزام بقاعدة الذهب وساد عدم الاستقرار. في بريتون وودز أقرت مواد اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي وإنشاء هيئة دولية متعددة الأطراف تتولى توفير الموارد التمويلية اللازمة لإعادة تعمير أوروبا. انتعشت أوروبا وبدأت أسواقها تتكامل مع أسواق الولايات المتحدة بعد أن أصبحت التحركات الخاصة لرأس المال تستجيب للتغيرات في أسعار الفائدة مع الاتجاه نحو إزالة القيود النقدية التي فرضتها الحرب، كما بدأت المصارف الأوروبية التعامل بالدولار منذ نهاية الخمسينات وبدأت تتشكل أسواق اليورودولار. واجهت نظام بريتون وودز مجموعة من المشاكل أدت إلى خلق احتياطي دولي بديل هو حقوق السحب الخاصة. أعلنت الولايات المتحدة في ١٩٧١ أنها أوقفت بيع وشراء الذهب مع المصارف المركزية، وهذا يعني أنها تخلت عن التعامل مع نظام بريتون وودز كنظام نقدي عالمي. بعد سقوط نظام بريتون وودز، كانت هناك محاولة للانتقال إلى قاعدة الدولار. هذا المسعى عرف باتفاقية سميثونيان، وفي أثناء ذلك، قدمت مجموعة من الدول الأوروبية ما سمي "الثعبان في النفق" وكان

أول محاولة من دول السوق المشتركة لخفض التقلبات داخل العملات الأوروبية. ومع فقدان الثقة بالدولار لم تدم اتفاقية سميثونيان. أدى الطلب المتزايد على الدولار لتسوية مدفوعات البترول إلى ارتفاع سعره وتدفق أموال المستثمرين والمضاربين عليه، وعودته ليكون العملة الرئيسية. أقر نظام أسعار الصرف المرنة رسمياً بعد المصادقة عليه عام ١٩٧٨. ألغي دور الذهب النقدي وتركت للمصارف المركزية المصدرة للعملات الرئيسية حرية التدخل في الأسواق للمحافظة على استقرار أسعار صرف عملاتها. ولكن تدفق الأموال إلى الولايات المتحدة للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة على الدولار أدى إلى ارتفاع سعره إلى مستويات قياسية قادت إلى تطور جديد في نظام أسعار الصرف المرنة، هو نظام التدخل الجماعي التعاوني. بدأ الدولار مرحلة من الانخفاض بعد اتفاقية بلازا، مما خلق مشكلة جديدة أدت إلى اتفاقية اللوفر بباريس حيث تأكدت فكرة إدارة أسعار العملات الرئيسية التي أطلق عليها التعميم غير النظيف.

مصطلحات الفصل الثاني

رفع قيمة العملة	قاعدة الذهب
نظام الصرف بالذهب	المراجعة
نظام تعويم مدار	سعر التعادل
الوحدة النقدية الأوروبية	نقطة تصدير الذهب
قاعدة الدولار	نقطة استيراد الذهب
اتفاقية سميثونيان	آلية تسوية الأسعار
الثعبان في النفق	التعقيم
نظام الأسعار المرنة	تخفيض قيمة العملة
نظام التدخل الجماعي التعاوني	صندوق التثبيت
التعويم غير التنظيف	اتحاد المقاصة
سعر الصرف الاسمي	اليونيتاس
سعر الصرف الحقيقي	أسواق اليورو دولار
نظام الهيئة النقدية	نظام بريتون وودز
الصرف الزاحف	أسعار الصرف الثابتة
نظام أسعار الصرف المزدوجة أو المتعددة	نظام أسعار الصرف القابلة للتعديل

أسئلة الفصل الثاني

- ١- ما هي قواعد اللعبة في قاعدة الذهب؟
- ٢- أوضح الخصائص الرئيسية لنظام الذهب؟
- ٣- ما المقصود بنقطة تصدير الذهب؟
- ٤- ما المقصود بنقطة استيراد الذهب؟
- ٥- أوضح آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب.
- ٦- ما هو التعقيم؟
- ٧- ما المقصود بنظام أسعار الصرف القابلة للتعديل؟
- ٨- كيف ترتبط حصص أعضاء صندوق النقد الدولي بقروض ميزان المدفوعات؟
- ٩- ما هي حقوق السحب الخاصة؟
- ١٠- أوضح قاعدة الدولار؟
- ١١- كيف تفهم سياسة الثعبان في النفق؟
- ١٢- أوضح نظام أسعار الصرف المرنة؟
- ١٣- اشرح نظام التدخل الجماعي التعاوني؟
- ١٤- ما المقصود بالتعويم غير النظيف؟
- ١٥- ما المقصود بنظام الهيئة النقدية؟

الفصل الثالث

مصادر التمويل الدولي

المبحث الأول

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

(مصادر التمويل الثنائية)

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- المصادر الرسمية في التمويل الدولي (مصادر التمويل الثنائية).
- التخصيص والتعاقد والسحب.
- خصائص التمويل الثنائي.

تشكل المصارف العالمية الكبرى وأسواق المال الدولية مصدري التمويل الرئيسيين للشركات المتعددة الجنسية وغالبية الدول المتقدمة. أما الدول النامية فتعتمد بشكل خاص على مصادر التمويل الرسمية الثنائية Bilateral Financing والمتعددة الجهات Multilateral لسد الفجوة التمويلية الخارجية لديها، والمتمثلة بعدم كفاية إيرادات هذه الدول من العملات الأجنبية لمقابلة التزاماتها الخارجية وسد العجز في موازين مدفوعاتها وخدمة الدين وتمويل التنمية لديها.

وتنقسم التدفقات الرأسمالية الدولية من حيث الأجل الزمنية إلى تدفقات قصيرة وأخرى طويلة الأجل، كما تنقسم من حيث الجهات الدائنة إلى مصادر رسمية وأخرى خاصة.

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

تتكون المصادر الرسمية في التمويل الدولي من مصادر رسمية ثنائية ومصادر دولية وإقليمية متعددة الأطراف. كما قد يتضمن الجزء الخاص بتحليل مصادر التمويل الدولي متعدد الأطراف تلك التسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي لأعضائه،

وذلك على الرغم من أن تسهيلات الصندوق ذات طبيعة خاصة تختلف عن القروض التي يمنحها البنك الدولي والمؤسسات التابعة له.¹

مصادر التمويل الثنائية

وتتمثل في القروض والإعانات التي تعقد بين الحكومات المختلفة. ويتم عقد هذه القروض بعد مفاوضات تجري بين **حكومات الدول المانحة وحكومات الدول المتلقية**. وتدور هذه المفاوضات في العادة على قيمة القرض وأجل استحقاقه ومعدل الفائدة ومصاريف الارتباط وطريقة الإنفاق والسحب من القرض وكيفية السداد وفترة السماح إن وجدت. والواقع إن التمويل من المصادر الرسمية الثنائية لم يظهر بشكل ملموس إلا بعد الحرب العالمية الثانية حيث قدمت الولايات المتحدة قروضها ومعوناتها لدول غرب أوربة في إطار مشروع مارشال الأمريكي. وعندما قررت الأمم المتحدة اعتبار الفترة من ١٩٦٠-١٩٨٠ بمثابة عقدي التنمية العالمية، فقد تم توجيه نداء دولي بضرورة تخصيص ما لا يقل عن ١% من الناتج القومي الإجمالي للدول المتطورة يتخذ شكل معونات للدول النامية.

التخصيص والتعاقد والسحب

يجب التنويه إلى وجود فرق بين ما يعرف بالتخصيص والتعاقد والسحب من القروض الخارجية. فإذا وقعت دولة ما اتفاقاً للتعاون مع دولة أخرى، وتضمن هذا الاتفاق تخصيص مبلغ معين لمساعدة الدولة الأولى فإن هذا **المبلغ المخصص لا يدخل ضمن حسابات الديون الخارجية** لهذه الدولة. وإذا لم تتعاقد الدولة الأولى على استخدام أي جزء من التخصيص فلا يوجد التزام في هذه الحالة على تلك الدولة قبل الدولة التي قامت بتخصيص القرض. وإذا قامت الدولة بالتعاقد على توريد سلع وخدمات في إطار التخصيص السابق فإن **المبالغ التي جرى التعاقد عليها ترتب التزاماً في ذمة الدولة المتلقية** ويتحدد مقدار هذا الالتزام بنسبة يطلق عليها عادة مصاريف الارتباط. وفي هذه الحالة لا يتم حساب فوائد على المبالغ المتعاقد عليها طالما أنه لم يتم سحب أي جزء من المبالغ المتعاقد عليها في إطار التخصيص الأصلي. ولا تحسب المبالغ

1. عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج م ع. ص ٦٥.

المتعاقد عليها ضمن المديونية الخارجية للدولة المتلقية، وحينما يتم توريد السلع المتفق عليها في إطار التعاقد يبدأ حساب الفوائد على الجزء المسحوب من التعاقد لتمويل توريد السلع والخدمات سالفة الذكر. وهذا الجزء المسحوب هو الذي يدرج في المديونية الخارجية للدولة.

الإطار رقم (٣-١). استنتاجات من واقع شروط القروض والتدفقات الثنائية.

- يحدث غالباً أن لا يتم توريد السلع الممولة بالقرض في المواعيد المناسبة، بسبب بطء وتعقيد الإجراءات الخاصة بدراسة وتنفيذ المشروعات الممولة بالقرض، مما يؤدي إلى حدوث اختلالات في البرنامج الاستثماري. ويمنع تحقيق الاستفادة القصوى الممكنة من استخدام القرض. وقد يؤدي هذا الأمر إلى انخفاض إنتاجية القرض وضعف إسهامه في معدل النمو؛

- قد يؤدي ربط القرض بمشتريات من الدولة المانحة إلى توريد سلع غير ملائمة من النواحي الفنية والاقتصادية والاجتماعية. فقد تكون السلع الموردة ذات تكنولوجيا غير مناسبة مما يؤدي إلى عدم فهمها واستيعابها من جانب القائمين على المشروع وإلى عدم اندماجها مع التقنية المحلية، وتتوقف المشروعات بالتالي، لفترات طويلة، ويتعذر استخدام القرض بكفاءة. إذا، حين ترتبط المعونة بتوريد المعدات من البلد المانح فإن هذا يسيء إلى حرية اختيار التكنولوجيا. وتتمثل الناحية الاقتصادية بارتفاع أسعار التكنولوجيا غير الملائمة من جهة وعدم قدرتها على امتصاص الفائض من اليد العاملة من جهة أخرى؛

- يؤدي ربط القرض بمشروع معين أو قطاع معين عادة، إلى عدم تحقيق إنتاجية تذكر من استخدام القرض في الأجل القصير ويعود ذلك إلى عاملين: الأول، يتمثل في أن تنفيذ المشروع يستمر لفترة طويلة قبل أن يبدأ في الإنتاج، وهي الفترة التي يطلق عليها عادة فترة التفريخ Gestation Period ومن ثم فإن استخدام القرض في هذا المشروع لا يعطي أية إنتاجية في الأجل القصير. والثاني، أن المشروع قد ينتمي إلى قطاع البنية الأساسية وهو الأمر الغالب في معظم اتفاقيات القروض الرسمية، وفي هذه الحالة فإن إنتاجية القرض وإسهامه في النمو تحدث عادة في الأجل

الطويل وبطريقة غير مباشرة ومن ثم فالأجل القصير لا يسمح بالتعرف على إنتاجية هذه القروض ومقدار إسهامها في تحقيق معدلات النمو المستهدفة؛

- تشير المعايير الخاصة بتقييم إنتاجية القروض الخارجية وقياس كفاءة تخصيصها واستخدامها، إلى انخفاض هذه الإنتاجية بشكل ملحوظ نتيجة لإنفاق نسبة كبيرة من القروض على السلع الاستهلاكية، وهو أمر لا علاقة له بالاستثمار والنمو. هذا فضلاً عن استقطاع نسبة كبيرة من حصة القرض لدفع أجور ومرتببات الخبراء والاستشاريين وهم غالباً ينتمون إلى الدولة مانحة القرض بالإضافة إلى دفع تكاليف نقل السلع المستوردة والتأمين عليها، وفي النهاية نجد أن المستخدم الفعلي من القرض أقل بكثير من الأعباء التي تم تحميلها على المشروع.

خصائص التمويل الثنائي

يمكننا أن نذكر في هذا الإطار الخصائص الأهم التالية:

1. تتميز التدفقات الثنائية بين الدول عادة بكونها طويلة الأجل، ويعني ذلك أن فترة السداد تزيد غالباً عن ٥ سنوات وقد تصل في بعض الأحيان إلى ٤٠ عاماً، ويندرج ذلك تحت بند القروض السهلة Soft Loans في إشارة إلى أن خدمة الدين المرتبطة أساساً بأصل القرض تكون منخفضة إلى حد كبير. ولفترة سداد القرض دور كبير في جعل القرض من قبيل القروض السهلة أو الصعبة؛
2. عادة يكون سعر الفائدة على التدفقات الرأسمالية الثنائية منخفضاً، بالمقارنة مع تلك المفروضة على القروض الخاصة أو متعددة الأطراف. وسعر الفائدة ذو دلالة كبيرة من حيث تصنيف القرض إلى سهل أو صعب. فإذا كان مرتفعاً فإن خدمة الدين ترتفع بشكل يجعل القدرة على سداد أصل القرض وفوائده أصعب منه في حالة انخفاض سعر الفائدة؛
3. تتصف غالبية التدفقات الثنائية باحتوائها على فترة سماح قبل البدء بسداد أصل القرض. وعادةً ما تتراوح فترة السماح بين ثلاث وعشر سنوات، والمقصود هنا بفترة السماح هو قيام المدين أو المقترض باستخدام القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد مرور فترة معينة يطلق عليها فترة السماح. وتعتبر هذه الفترة

تخفيفاً حقيقياً، الأمر الذي يجعل القرض الذي تتضمن شروطه وجود فترة سماح من قبيل القروض السهلة والعكس صحيح.

٤. إذا ما أخذنا معدل التضخم السنوي بالاعتبار يتبين لنا أن سعر الفائدة الحقيقي على القروض والتدفقات الثنائية قد يصبح سالباً. هذا الأمر يفيد المدين بدرجة كبيرة حيث تنخفض التكلفة الحقيقية لسداد القرض؛

٥. يتم عادة تقويم القروض الخارجية من حيث الأعباء المترتبة عليها، بما يطلق عليه "عنصر المنحة في القرض" ويتم حسابه بعد الأخذ بالاعتبار فترة السداد وفترة السماح وأسعار الفائدة؛

٦. يوجد تكاليف أخرى غير سعر الفائدة، يمكن تسميتها بالتكاليف غير المباشرة لعملية الاقتراض الخارجي. وتأتي هذه التكاليف عادة، نتيجة ربط القرض بمشتريات من السلع والخدمات من أسواق الدولة مانحة القرض. ويرجع ذلك إلى أن هذا الربط يؤثر في أسعار التوريد الخاصة بالسلع والخدمات التي يمولها القرض، كما أنه يؤثر في إنتاجية القرض نفسه داخل الدولة المقترضة. وبعد ذلك الربط أحد الشروط الهامة في اتفاقيات القروض الرسمية الثنائية.

المبحث الثاني

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

(مصادر التمويل متعددة الأطراف)

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- مؤسسات التمويل الدولية.
- حقوق السحب الخاصة.
- مؤسسات التمويل الإقليمية.

وتتمثل في مصدرين أساسيين هما مؤسسات التمويل الدولية ومؤسسات التمويل الإقليمية. نتناول فيما يلي أهمها، دون تفصيل واسع*.

I. مؤسسات التمويل الدولية.

▪ البنك الدولي World Bank

جاء قيام البنك الدولي استجابة لمؤتمر بريتون وودز في عام ١٩٤٤. واختص في البداية بتوفير القروض طويلة الأجل لأغراض التعمير والتنمية وتحديدًا إعادة اعمار أوروبا، ولكن انضافت لاحقاً أهداف مثل مساعدة الدول المتخلفة على تحقيق معدلات نمو معقولة ورفع مستوى المعيشة ومحاربة الفقر عدا عن دعم نشاط الاستثمار الخاص. وارتبط ظهور تدفقات رأس المال متعددة الأطراف بممارسة البنك لنشاطه.

يوجد على قمة الهيكل التنظيمي للبنك مجلس المحافظين ويتكون من ممثلي الدول الأعضاء فيه ولهذا المجلس سلطات وصلاحيات خاصة بجميع شؤون وأعمال البنك. ويأتي بعد هذا مجلس المديرين التنفيذيين الذي يتكون من ٢١ عضواً منهم خمسة يتم تعيينهم وفقاً لأكبر رأسمال في البنك، والباقي يتم انتخابهم بين مجموعات الدول

*يمكن للطالب تصفح مواقع الويب الخاصة بتلك المؤسسات وهي عديدة.

الأعضاء في البنك، ثم يأتي في السلم الإداري كل من الرئيس ونواب الرئيس للشؤون المختلفة وأخيراً مديرو الإدارات. وتسهم الدول الأعضاء بحصص في رأس المال الذي يتكون من مجموعة من الأسهم، قيمة السهم الواحد (١٠٠) وحدة من حقوق السحب الخاصة وتقوم هذه الوحدات بالدولار الأمريكي.

يتولى البنك تمويل مشاريع البنية الأساسية، وقد جرت العادة على منح قرض البنك لمشروعات محددة، حيث يتم التأكد من سلامة المشروع وقدرته على سداد مستحقات القرض قبل الموافقة على تمويله، وتمر عملية التمويل وتنفيذ المشروع بعدة مراحل يطلق عليها "دورة المشروعات" حيث يجري في البداية تحديد ودراسة المشروع، وبعد ذلك يشرف البنك على جميع مراحل إعداد وتنفيذ المشروع إلى جانب دراسة الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية داخل الدولة المقترضة.

بدأ البنك بعد عام ١٩٨٠، بمنح نوعية جديدة من القروض هي قروض الإصلاح الهيكلي Structural Adjustment وأطلق عليها قروض السياسات Policy Based Lending تمييزاً لها عن قروض المشروعات Project Lending وتتطوي قروض التعديل الهيكلي على مجموعة من الشروط تتطلب ضرورة دخول الدولة في مناقشة مع البنك حول السياسات الاقتصادية الكلية وإمكانية تغيير وتعديل هذه السياسات بما يوفر بيئة أفضل لعملية التنمية. وغالباً ما يتم مناقشة القضايا التالية:

- كفاءة استخدام الموارد وأولويات الاستثمار؛
- سياسة الأسعار والحوافز والقطاع العام؛
- سياسة الميزانية العامة ويدخل فيها الجوانب المتعلقة بالضرائب والنفقات العامة وأسعار الفائدة؛
- التجارة الخارجية والسياسات التجارية المختلفة.

موارد البنك وشروط الإقراض.

تتكون موارد البنك بشكل رئيسي من رأس المال المدفوع من الدول الأعضاء، ومن الاقتراض من أسواق رأس المال الدولية بشروط تجارية، عدا عن تسديدات القروض التي سبق منحها للدول الأعضاء. ويتم تدبير جانب من الموارد السابقة عن

طريق إصدار سندات بالعملات الرئيسية إما مباشرة أو عن طريق مجموعات مصرفية.

ويقرض البنك الدولي الأعضاء بأسعار فائدة تجارية ولفترة زمنية طويلة تمتد إلى عشرين عاماً تقريباً، والواقع أن أسعار فائدة الإقراض على العملات المختلفة تعكس تكاليف اقتراض البنك من أسواق المال الدولية.

وتتص بنود اتفاقية إنشاء البنك على عدم منح قروض للدولة العضو إلا إذا تعذر الحصول على هذه القروض من المصادر الأخرى. ويستهدف من ذلك عدم المنافسة مع مصادر الإقراض الخاصة. كما تتص الاتفاقية على أن قروض البنك توجه أساساً لإنشاء أو المشاركة في إنشاء مشروعات محددة، ويتم فتح حساب باسم المقرض يكون دائماً بمبلغ القرض بالعملة أو العملات التي قدم بها القرض، ثم يسمح للمقرض أن يسحب شيكات على هذا الحساب لمقابلة النفقات الخاصة بالمشروع عند القيام بها فعلاً. ويشرف البنك عن طريق خبراءه على جميع المراحل الخاصة بإنشاء وتشغيل المشروع الممول. ومن المعروف أن الفترة السابقة لعام ١٩٨٠ كان البنك يقدم قروضه بعملة معينة وبأسعار فائدة ثابتة، إلا أن التحركات السريعة في أسعار صرف العملات دفع البنك إلى إيجاد صيغة جديدة لعمليات الإقراض والسداد. وقد تمثلت هذه الصيغة في إنشاء مجمع للعملات بحيث يمكن التنبؤ بمخاطر تغيرات أسعار الصرف وبالتالي إمكانية إدارة هذه المخاطر على نحو أفضل من جانب البنك والمقرضين.

كما غير البنك سياساته المتعلقة بأسعار الفائدة على القروض التي يقدمها لأعضائه وذلك عام ١٩٨٢ حيث يتم إعادة حساب سعر الإقراض كل ستة أشهر في كانون الثاني وتموز من كل عام.

وقد توسع البنك الدولي في السنوات الأخيرة في قروض التكيف الهيكلي المنوه عنها سابقاً، والتي تتطلب ضرورة إتباع الدولة طالبة القرض لمجموعة من السياسات الاقتصادية التي يقرها خبراء البنك بالتعاون والتنسيق التام مع صندوق النقد الدولي International Monetary Fund. وتتجلى صور التعاون والتنسيق في اشتراط عضوية الصندوق قبل الالتحاق بعضوية البنك، كما تتم الاجتماعات المشتركة لكلا

المؤسستين سنويا حيث يجري تدارس الشؤون النقدية والمالية الدولية. وفي إطار تنفيذ المهام الأساسية الموكلة للبنك فقد بدأ في التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC والوكالة الدولية لضمان الاستثمار، لتحسين البيئة الاقتصادية التي يعمل فيها القطاع الخاص والمساعدة في إعادة هيكلة القطاع العام بالإضافة إلى تطوير ومساندة جهود الدول النامية لتحسين القطاع المالي وتنشيط دور القطاع الخاص.

الإطار رقم (٣-٢). موجز الأهداف التي جاءت في اتفاقية إنشاء البنك الدولي:

١. المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على تقدمها الاقتصادي بتوفير رؤوس الأموال لأغراض الإنشاء بما في ذلك إعادة الحياة الاقتصادية التي حطمتها الحرب، وتشجيع النشاط الاقتصادي بإنشاء المشروعات التي من شأنها تنمية المرافق الإنتاجية في مختلف الدول.
 ٢. تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات كما يقوم بتقديم القروض وتكملة النقص في الاستثمارات المباشرة، خاصة إذا تعذر على الدولة الحصول على القروض بشروط مناسبة من مصادر أخرى. ويقدم البنك هذه القروض والمساهمات من أمواله عن طريق تدبيرها من مصادر أخرى.
 ٣. تشجيع تحقيق نمو متوازن في التجارة الدولية في الأجل الطويل وذلك بتشجيع الاستثمارات وتوفير الطاقة الإنتاجية للدول وزيادة مواردها الخاصة.
 ٤. تنظيم وتنسيق القروض الصادرة من البنك أو بضمن البنك ويتم ذلك عن طريق مراعاة قضية الأولويات بالنسبة للمشروعات المزمع تمويلها في الدولة العضو.
 ٥. العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في أراضي الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم.
- وقد أجازت اتفاقية إنشاء البنك في المادة الثامنة اقتراح أية تعديلات على بنود الاتفاقية سواء كان هذا الاقتراح صادر عن إحدى الدول الأعضاء أو من مجلس المحافظين ويشترط موافقة ثلاثة أخماس الأعضاء الحائزين لأربعة أخماس قوة التصويت على إجراء التعديل المقترح.
- وقد تم الاتفاق في بداية إنشاء البنك على أن رأس المال المرخص به /١٠/ مليار

دولار أمريكي ويقسم إلى /١٠٠٠٠٠٠/ سهم بقيمة اسمية /١٠٠٠٠٠٠٠/ دولار أمريكي للسهم الواحد ولا يجوز لغير الأعضاء في البنك الاكتتاب في رأس المال. وينقسم الاكتتاب الذي خصص للعضو وفقاً لحالته الاقتصادية إلى جزأين: الأول، مقداره ٢٠% من حصة الدولة العضو، وتقوم الدولة بسداده عند بداية اشتراكها في البنك. ويتم سداد هذا الجزء على أساس دفع ٢% بالذهب أو بالدولار الأمريكي، و١٨% يتم دفعها بالعملة المحلية للعضو. الثاني، ومقداره ٨٠% من حصة الدولة في رأسمال البنك لا يسدد بل يبقى لدى الدولة العضو في شكل احتياطي ولا يجوز طلبه إلا في حالات الضرورة لمواجهة التزامات البنك.

ويجوز للبنك أن يقرر بأغلبية ثلاثة أرباع قوة التصويت زيادة رأس المال إذا استدعت ظروف ممارسة نشاط الإقراض ذلك. وتعكس حصة الدولة العضو مقدار ما لها من قوة تصويتية على قرارات البنك إذ أن كل دولة عضو يخول لها ٢٥٠ صوتاً أساسياً بالإضافة إلى صوت واحد لكل سهم تملكه في رأس مال البنك.

▪ مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC

أنشأت عام ١٩٥٦ وهي إحدى المؤسسات التابعة للبنك الدولي. وكان الهدف من قيامها هو تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية عن طريق القطاع الخاص. وتقدم قروضها عادة للمشروعات الخاصة لفترات تتراوح بين ٥-١٥ سنة وهذه القروض لا تتطلب أية ضمانات حكومية. كما تقدم المشورة الفنية للدول الأعضاء في شؤون الاستثمار الخاص وأسواق رأس المال والاستثمارات الأجنبية المباشرة ومما لا شك فيه أن ربحية المشروعات هي الأساس الذي يستند إليه في منح قروض هذه المؤسسة.

الخدمات التي توفرها المؤسسة:

- ١- المساعدة في تمويل وتأسيس وتحسين وتوسيع المشروعات الإنتاجية الخاصة، وذلك بالتعاون مع المستثمرين في القطاع الخاص؛
- ٢- تقديم المساعدة الفنية للجمع بين كل من فرص الاستثمار ورأس المال المحلي والأجنبي والخبرة الفنية؛

٣- العمل على تهيئة المناخ الاستثماري الملائم لجذب تدفق رأس المال الخاص سواء كان محلياً أو أجنبياً نحو تلك الاستثمارات الإنتاجية الممكنة في الدول الأعضاء في المؤسسة.

وتقدم المؤسسة قروضها بأسعار فائدة تعكس تلك الأسعار السائدة في أسواق المال الدولية مع الأخذ بالاعتبار المخاطر التي يتضمنها المشروع الممول.

■ هيئة التنمية الدولية IDA.

أنشأت كمؤسسة تابعة للبنك الدولي عام ١٩٦٠. وتعمل هذه المؤسسة في مجال تقديم المساعدات للبلدان الأكثر فقراً في العالم. وتوفر قروضاً طويلة الأجل تمتد آجال استحقاقها لأكثر من خمسين عاماً، وبشروط ميسرة حيث لا تتقاضى أية فائدة عن هذه القروض ولكنها تتقاضى رسماً بسيطاً يصل إلى (٣/٤%) سنوياً. ورغم أن قروض هذه المؤسسة ميسرة بدرجة كبيرة إلا أنها تتفق في أسلوب تقييم وتنفيذ المشروعات التي تمويلها مع أسلوب البنك الدولي، وتختلف معه في شروط وتكاليف الإقراض.

موارد الهيئة

تتكون من اكتتابات الأعضاء في رأسمالها ومن المساهمات التي تدفعها الدول الغنية، إضافة إلى الإيرادات المحولة من البنك الدولي لهذه المؤسسة سنوياً. وعلى الرغم من أن هيئة التنمية الدولية تعتبر في الوقت الحالي المصدر الوحيد متعدد الأطراف الذي يمنح مساعداته بشروط ميسرة إلا أن مواردها لازالت دون المستوى الذي يمكنها من تدعيم برامج التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان الأكثر فقراً في العالم.

■ صندوق النقد الدولي IMF.

انشأ في إطار اتفاقية بريتون وودز عام ١٩٤٤، واستهدفت اتفاقية إنشائه محاولة وضع أسس سليمة تكفل حسن سير النظام النقدي العالمي وتشجيع التعاون النقدي الدولي، فضلاً عن تهيئة المناخ النقدي الملائم لتوسع حجم ونطاق التبادل التجاري والحفاظ على استقرار أسعار صرف عملات دول العالم.

وتم تعديل اتفاقية إنشاء الصندوق مرتين، الأولى في أيار ١٩٦٨ عند إنشاء وحدات حقوق السحب الخاصة، والثانية في أول نيسان ١٩٧٦. وبدأ سريان التعديل في أول نيسان ١٩٧٨ بعد انتهاء تصديق وموافقة ثلاثة أخماس الأعضاء الحائزين على أربعة أخماس القوة التصويتية في الصندوق. وقد تضمن التعديل الثاني إلغاء دور الذهب قانوناً كوسيط لتقييم عملات الدول الأعضاء وكوحدة لقياس قيمة حقوق السحب الخاصة.

رأس مال الصندوق وموارده

يتكون الصندوق إدارياً من مجلس المحافظين الذي تضم عضويته محافظاً ونائب محافظ يتم تعيينه من قبل الدولة العضو. ويجتمع هذا المجلس مرة واحدة في السنة (عادةً ما يكون المحافظ هو وزير المالية أو محافظ البنك المركزي للدولة العضو). وهناك أيضاً مجلس الإدارة الذي يضم الآن خمسة أعضاء يتم تعيينهم من بين الدول صاحبة الحصص الكبرى في رأس مال الصندوق.

وتتكون موارد الصندوق من رأس المال المكون من حصص الدول الأعضاء بالإضافة إلى الموارد التي يمكن للصندوق الحصول عليها عن طريق الاقتراض من الدول الغنية فضلاً عن الموارد المستحدثة عام ١٩٦٩ وهي حقوق السحب الخاصة.

وتحدد عند إنشاء الصندوق حصة كل دولة عضو بمجموعة من المؤشرات الاقتصادية مثل الدخل القومي وحجم التجارة الخارجية ونسبة الصادرات إلى الدخل القومي ومقدار ما تحوله الدولة من ذهب و عملات أجنبية. وقد تغير بعد ذلك الأساس الذي تحسب وفقه حصة الدولة العضو وأصبح في الوقت الحالي يستند إلى بيانات الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الدولة من التجارة الدولية وحجم الاحتياطيات الرسمية التي تملكها الدولة بالإضافة إلى العوامل السياسية الأخرى.

وتحدد حصة الدولة في رأس مال الصندوق في الواقع مركزها النسبي في الاقتصاد العالمي، ويتم دفع حصة الدولة على الشكل التالي:

أ- ٢٥% عملات أجنبية قابلة للتحويل (سابقاً كانت تدفع بالذهب حتى حصول التعديل الثاني في عام ١٩٧٨).

ب- ٧٥% تدفع بالعملة الوطنية للدولة العضو.

ولكل دولة ٢٥٠ صوتاً يضاف إليها صوت عن كل مئة ألف وحدة من حقوق السحب الخاصة من حصتها. ومن هنا فإن الدول ذات الحصص الكبرى في رأسمال الصندوق تصبح ذات قوة تصويتية كبيرة حيث يتم تعيين الدول الخمس صاحبة الحصص الكبرى في المجلس التنفيذي، كما أن كبر حجم الحصة يعطي الدولة العضو حقاً أكبر في التصويت على قرارات الصندوق الهامة، وبصفة خاصة تلك القرارات المتعلقة بمراجعة الحصص وزيادتها خلال فترة لا تزيد على خمس سنوات. وتتضح كذلك أهمية حصة الدولة العضو في إمكانية الحصول على تسهيلات من الصندوق حيث تضع الحصة حدوداً قصوى على هذه الإمكانيات.^١

الإطار رقم (٣-٣). موجز أهداف ووظائف صندوق النقد الدولي.

- ١- تشجيع التعاون النقدي الدولي بين الدول الأعضاء عن طريق إيجاد مؤسسة دائمة يجري التشاور فيها بالمشكلات النقدية الدولية؛
 - ٢- العمل على تحقيق النمو المتوازن في التجارة الدولية وبالتالي الحفاظ على مستويات الدخل والعمالة وتنمية الموارد الإنتاجية؛
 - ٣- العمل على ثبات واستقرار أسعار الصرف وتقليل حدة المنافسة بين الدول الأعضاء على تخفيض قيم عملاتها؛
 - ٤- إيجاد نظام متعدد الأطراف للمدفوعات يهدف إلى تغطية المعاملات الجارية بين الدول الأعضاء وتخفيض القيود النقدية التي تعوق التجارة الدولية؛
 - ٥- إتاحة تسهيلات وموارد مالية للدول الأعضاء بهدف مواجهة ما قد يطرأ على ميزان المدفوعات من عجز مؤقت لديها.
- وقد زاد الدور الإشرافي للصندوق في الوقت الراهن وأصبحت برامج الإصلاح الهيكلي محور اهتمام خاص من جانب الصندوق وتنوعت التسهيلات التي يقدمها لأعضائه

١. عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج م ع. ص ٩٠.

التسهيلات التي يقدمها الصندوق.

تطورت هذه التسهيلات خلال العقود الأخيرة، وهي تتمثل بالتالي:

① حقوق السحب العادية.

تتمثل في الحقوق التي أقرتها اتفاقية إنشاء الصندوق، والتي بمقتضاها يستطيع العضو أن يشتري لا أن يقترض عملات أجنبية من الصندوق مقابل تقديم عملته الوطنية وتكتسب الدولة العضو هذا الحق في السحب من حصتها في رأس مال الصندوق والتي تتكون من ٢٥% ذهب أو عملات أجنبية قابلة للتحويل و ٧٥% عملات وطنية. وقد أقرت الاتفاقية مجموعة من الشروط الخاصة باستخدام الدول الأعضاء لهذا الحق وتتلخص هذه الشروط فيما يلي:

١. لا يستطيع العضو أن يقوم بسحب عملات أجنبية من الصندوق بما يجاوز ٢٥% من قيمة حصته في رأس مال الصندوق وذلك خلال سنة واحدة. وبناءً على ذلك تصبح العملة الوطنية للدولة العضو التي استخدمت هذا الحق معادلة لنسبة ١٠٠% من حصة الدولة، ويعرف السحب في هذا الإطار بالشريحة الذهبية.
٢. يمكن للدولة العضو أن تسحب عملات أجنبية إضافية تحت بند الشريحة الائتمانية الأولى بحيث تصل العملة الوطنية للدولة العضو إلى ١٢٥% من الحصة، ويشترط أن تتعهد الدولة عند السحب من هذه الشريحة بذل الجهود الملائمة لحل المشاكل المالية التي تعترض هذه الدولة.
٣. يفقد العضو حقه في السحب من الصندوق متى بلغ رصيده من العملة الوطنية ٢٠٠% من قيمة حصته في رأس مال الصندوق. ويدخل ذلك تحت بند السحب من الشريحة الائتمانية العليا، حيث يتشدد الصندوق عند منح هذه التسهيلات وينبغي على الدولة العضو أن تقدم برنامجاً تصحيحياً يبرر استخدام هذه التسهيلات.
٤. تلتزم الدولة العضو بإعادة سداد شراء) ما سبق أن سحبته من عملات أجنبية وذلك مقابل حصولها على عملتها الوطنية خلال فترة تتراوح بين ثلاث إلى خمس سنوات. وتدفع الدولة عن هذه المسحوبات عمولة قد تصل إلى ٣/٤% على المبالغ المسحوبة.

٥. يشترط لاستخدام حقوق السحب العادية أن يكون الغرض من عملية السحب علاج عجز مؤقت في ميزان المدفوعات حيث لا يجوز أن يكون السحب لتمويل الاستثمارات أو عجز هيكلية في ميزان المدفوعات.

② تسهيلات التمويل التعويضي Compensatory Financing.

استحدث الصندوق هذه التسهيلات عام ١٩٦٣، وقد جاءت لمساندة الدول النامية المصدرة للمواد الأولية وذلك في حالة حدوث انخفاض مفاجئ في حصة الصادرات من المواد الأولية. ويرجع ذلك إلى أن الانخفاض المفاجئ في حصة الصادرات كان يحدث نتيجة التقلبات التي تصيب أسعار المواد الأولية أو تدهور في المحصول، ولا شك أن هذه التقلبات تعد من الأمور الخارجة عن قدرة الدولة ومن ثم فإن الصندوق يقدم هذا النوع من التسهيلات لمواجهة العجز الطارئ في ميزان المدفوعات والنتيجة من انخفاض حصة الصادرات من المواد الأولية.

③ حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights.

شهدت فترة الستينات نمواً في حجم التجارة الدولية دون أن يترافق ذلك بزيادة مناسبة في حجم السيولة الدولية، مما أدى إلى ظهور الحاجة إلى أصل نقدي جديد يمكن من خلاله تمويل الحجم المتزايد للتجارة الدولية. وقد وافق صندوق النقد الدولي على إصدار أصل نقدي جديد سمي "حقوق السحب الخاصة". وكان وراء الاقتراح بإنشاء حقوق السحب الخاصة، مجموعة الدول العشر الغنية وهي الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، ألمانيا الاتحادية، فرنسا، إيطاليا، هولندا، كندا، اليابان، السويد وبلجيكا. ونادى الاقتراح بضرورة البحث عن مصدر للسيولة نظراً لأن الذهب والعملات الاحتياطية لن تكون كافية في المستقبل لتمويل حركة التجارة العالمية والتدفقات الدولية لرأس المال. وفي الاجتماع السنوي للصندوق في تموز ١٩٦٦ تم مناقشة الخطوط العريضة للأصل النقدي الجديد، وأجري تعديل اتفاقية الصندوق وأصبح التعديل نافذاً بعد إنشاء حقوق السحب الخاصة في تموز ١٩٦٩.

ما هي حقوق السحب الخاصة؟

وحدات حقوق السحب الخاصة ليست إقايوداً دفترية يمسهها الصندوق للدول الأعضاء، وهي ليست كبقية الأصول حيث لا يمكن التعامل بها لغير الأغراض التي أصدرت من أجلها. وقد تحددت قيمة الوحدة من هذه الحقوق عند إصدارها بحوالي /٠,٨٨٨٦٧/ غرام من الذهب ومن المعروف أن أونصة الذهب في ذلك الوقت كانت تعادل ٣٥ دولاراً أمريكياً. وقد تغيرت قيمة الوحدة من حقوق السحب الخاصة منذ عام ١٩٧٤، وتم تقييمها على أساس متوسط مرجح لست عشرة عملة تم اختيارها من بين عملات الدول التي لا يقل نصيب صادراتها من إجمالي الصادرات العالمية عن ١%. وفي بداية ١٩٨١ أعيد تقييم هذه الوحدات مرة أخرى على أساس المتوسط المرجح لسلة من العملات بلغ عددها خمسا فقط، كانت الدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني والمارك الألماني والفرنك الفرنسي والين الياباني. ويتحدد الوزن النسبي لكل عملة من العملات الخمس بأهميتها النسبية في التجارة العالمية والتمويل. وتحسب هذه الأهمية على أساس قيمة صادرات السلع والخدمات لهذه الدول ومقدار ما تحوزه رسمياً الدول الأعضاء في الصندوق من هذه العملات.

ويتحدد مقدار ما يخص كل دولة عضو من مخصصات هذه الحقوق على أساس نسبة معينة من حصتها في رأسمال الصندوق. وقد تضمن التعديل الثاني لاتفاقية الصندوق توسيع دائرة استخدام حقوق السحب الخاصة لكي لا تقتصر فقط على مواجهة اختلالات ميزان المدفوعات أو المعاملات الرسمية للدولة العضو مع الصندوق أو بيع هذه الوحدات مقابل عملات أجنبية بالاتفاق مع عضو آخر، بل تعدت دائرة الاستخدام لهذه الحقوق المعاملات السابقة لكي تستخدم في تسوية الالتزامات المالية وتقديم القروض والمنح والعمليات الآجلة واتفاقات الائتمان المتبادل... إلخ. كما زاد عدد المؤسسات الرسمية التي لها الحق في حيازة حقوق السحب الخاصة بالإضافة إلى استخدام عدد كبير من المنظمات الدولية لهذه الحقوق كوحدة للحساب في الاتفاقيات الدولية والإقليمية، كما تم إصدار القروض وشهادات الإيداع والسندات الدولية في أسواق المال الدولية بعد تقويمها بوحدات حقوق السحب الخاصة منذ بداية الثمانينات.

أساليب استخدام حقوق السحب الخاصة

يجري استعمال هذا الأصل من قبل الدول الأعضاء بأسلوبين:

الأول- عن طريق تحويل ما يملكه العضو من وحدات حقوق السحب الخاصة بعملات قابلة التحويل من أي عضو آخر في الصندوق سواء كان ذلك عبر الصندوق أو بالاتفاق مباشرة دون الرجوع إلى الصندوق؛

الثاني- يكون عن طريق الحساب العام المفتوح لدى الصندوق حيث يمكن للدولة العضو استخدام هذه الحقوق في إعادة شراء عملتها الوطنية التي توجد في حوزة الصندوق، أو لتسديد أية التزامات أخرى تكون قد تكونت في ذمة الدولة العضو.

④ التسهيلات البترولية Oil Facility.

أصبحت موازين مدفوعات العديد من الدول المستوردة للنفط بعجز شديد، بعد الارتفاع الكبير في أسعار النفط في نهاية عام ١٩٧٤. وقد استحدث الصندوق التسهيلات البترولية لمساعدة الدول التي تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها نتيجة هذا الارتفاع، وذلك في حزيران عام ١٩٧٤. ولكي يتمكن الصندوق من تمويل هذه التسهيلات فقد اعتمد على الاقتراض من بعض الدول الصناعية والدول البترولية ذات الفائض. والجدير ذكره أن هذه التسهيلات استمرت خلال الفترة من ١٩٧٤ - ١٩٧٦ وانتهى العمل بها منتصف ١٩٧٦.

⑤ تسهيلات ممتدة (موسعة) Extended Facility.

اتضح من التسهيلات التي كان يمنحها الصندوق لأعضائه أنها لم تكن كافية لعلاج الاختلالات في موازين المدفوعات، ويرجع ذلك إلى أن الصندوق كان يمنح هذه التسهيلات لأجال قصيرة في حين أن الخلل الهيكلي يتطلب الحصول على قروض لأجال طويلة ولذلك استحدث الصندوق في أيلول عام ١٩٧٤ تسهيلاتاً جديداً أطلق عليه التسهيلات الممتدة أو الموسعة. وتلتزم الدولة التي تطلب هذه التسهيلات باتخاذ عدد من الإجراءات التصحيحية في النواحي المالية والنقدية، على أن يتم ذلك خلال فترة تتراوح بين عامين أو ثلاثة أعوام. وتصل الفائدة التي يفرضها الصندوق على هذه التسهيلات

إلى ٤% في السنة الأولى وتزايد في السنوات التالية حتى تصل إلى ٦,٥% وتلتزم الدولة بإعادة سداد ما سبق أن اقترضته وفقاً لهذا التسهيل خلال فترة تتراوح بين أربعة وثمانية أعوام.

⑥ صندوق الائتمان Trust Fund.

وجد الصندوق أن التسهيلات السابقة لم تكف لعلاج الاختلالات في موازين المدفوعات، لذلك فقد اقترح أعضاء لجنة التنمية في الصندوق، إنشاء صندوق ائتمان لاستخدام موارده في مساعدة الدول الأعضاء ذات العجز. وقد وافق الصندوق على إنشاء هذا النظام في بداية ١٩٧٧، لمنح الدول الأعضاء قروضاً ميسرة بفائدة بسيطة تصل إلى (1/6%) وأجال استحقاق تصل إلى ست سنوات، وقد اتفق كذلك على أن تتكون موارد صندوق الائتمان من أرباح بيع ما يمتلكه صندوق النقد من ذهب، بالإضافة إلى حصيلة استثمارات الصندوق وكذلك المنح التي يتلقاها الصندوق من الدول الغنية.

⑦ تسهيل التمويل الإضافي Supplementary Financing Facility.

اقترح إنشاء هذا النظام في شباط عام ١٩٧٩ ليكون بمثابة تمويل إضافي لمساعدة الدول الأعضاء على إصلاح الخلل الخارجي والداخلي في نفس الوقت. وتستخدم الدول الأعضاء تسهيلات هذا النظام بموجب اتفاقية مساندة أو مؤازرة أو ترتيبات ممتدة.

⑧ تسهيل التعديل الهيكلي Structural Adjustment Facility.

انشأ المجلس التنفيذي للصندوق تسهيل التعديل الهيكلي في آذار عام ١٩٨٦ بغرض تقديم العون المالي بشروط ميسرة إلى البلدان المؤهلة لإجراء هذا التعديل الهيكلي لإصلاح مسارها الاقتصادي وعلاج الاختلالات الهيكلية في بنية الاقتصاد القومي. ويقدم الصندوق وفقاً لهذا الغرض التسهيلات بسعر فائدة يبلغ (1/2%) سنوياً، وفترة سداد تتراوح بين ٥-١٠ سنوات، في حين أن التمويل بمقتضى تسهيلات الصندوق الأخرى يتم عادة بأسعار فائدة تعكس الأسعار السائدة في أسواق المال وتتراوح فترة السداد بين ٣-٥ سنوات.

ويتم تمويل تسهيلات التعديل الهيكلي من خلال استعادة الصندوق للقروض التي سبق أن منحها للدول الأعضاء في ظل صندوق الائتمان والتي استغرقت أربعة أعوام ونصف. وتحدد شروط الصندوق الدول المؤهلة للحصول على هذه التسهيلات وهي تلك الدول منخفضة الدخل والتي تواجه مشكلات طويلة الأجل بصدد ميزان مدفوعاتها وتتحدد قيمة ما تحصل عليه الدولة العضو من هذه التسهيلات حسب حصتها في رأسمال الصندوق.

ولكي تحصل الدولة العضو على تسهيلات التعديل الهيكلي عليها أن تتقدم بطلب قرض موضحة أنها تحتاج إلى موارد إضافية لإصلاح الاختلالات طويلة الأجل في ميزان المدفوعات كما عليها أن تكون مستعدة لتنفيذ برنامج إصلاحي يتم التشاور بشأنه مع مندوبي الصندوق. وعادة ما يتضمن برنامج الإصلاح مجموعة من النقاط المرتبطة بالنواحي المالية والنقدية والتجارية داخل الدولة طالبة الاقتراض. ومن أهم هذه الموضوعات التي تخضع للتفاوض والتشاور بين الدولة ومندوبي الصندوق ما يلي:

١. السياسة المالية. ويستهدف الصندوق ضرورة العمل على تخفيض العجز في الموازنة العامة للدولة من خلال خفض الإنفاق العام ومحاولة زيادة الإيرادات عن طريق الضرائب والرسوم الجمركية. ويتضمن ذلك محاولة الحد من زيادة الأجور وتخفيض وإلغاء الدعم وإصلاح مشاكل القطاع العام مع التخلص من تلك الوحدات التي تحقق خسارة سنوية بالتصفية والبيع للقطاع الخاص.

٢. السياسة النقدية والائتمانية. ويجب العمل في هذا الإطار على إتباع سياسة انكماشية من شأنها أن تؤدي إلى الحد من الطلب الكلي عن طريق تخفيض الائتمان والحد من التوسع النقدي. ويتضمن ذلك بطبيعة الحال رفع معدلات الفائدة بما يحقق زيادة المدخرات المحلية ويقلل الاعتماد على الموارد الخارجية في تمويل الاستثمار.

٣. سياسة سعر الصرف. ويستهدف العمل على جعل سعر الصرف أكثر واقعية بتخفيض قيمة العملة المحلية وإلغاء ظاهرة التعدد في أسعار الصرف ومحاولة توحيدها ويتضمن هذا الأمر ضرورة تحرير التجارة من القيود غير الجمركية المفروضة عليها.

٤. وضع سياسات للحوافز تكفل تحقيق الكفاءة في استخدام الموارد المتاحة من كافة المصادر ولعل الاهتمام بتحرير الأسعار وترك قرارات تخصيص واستخدام الموارد تتحدد من خلال قوى السوق.

II. مؤسسات التمويل الإقليمية.

تتكون من مجموعة من بنوك التنمية الإقليمية وصناديق التمويل الأخرى، من أهمها التالية:

- **بنك الاستثمار الأوروبي EIB.** تأسس عام ١٩٥٧ وفقاً لمعاهدة روما التي أوجدت المجموعة الاقتصادية الأوروبية EEC، بين عشر دول أوروبية هي المملكة المتحدة، فرنسا، إيطاليا، هولندا، ألمانيا، بلجيكا، إيرلندا، الدنمارك، اليونان ولوكسمبورج. وقد أنشأ أساساً لمساعدة الدول الأعضاء على تحقيق معدلات نمو معقول فضلاً عن تشجيع محاولات تحقيق التكامل الاقتصادي، وركز عمله على الصناعة، والطاقة والبنية التحتية. وبالإضافة إلى ما سبق يقدم البنك القروض للمساهمة في إنشاء المشروعات في الدول النامية وغالباً ما تعقد قروضه على آجال زمنية طويلة تتراوح بين ١٢-٢٠ سنة. ويمنح المشروعات المقرضة فترة سماح تمتد لأربعة أعوام. ويتقاضى البنك أسعار فائدة تعكس تلك الأسعار التي يقترض بها من الأسواق المالية الدولية. ومن المعروف أن البنك الأوروبي يقوم بطرح سندات في أسواق المال العالمية بهدف الحصول على الموارد اللازمة لإقراض الدول الأعضاء وكذلك الدول النامية غير الأعضاء التي توقع اتفاقات خاصة بالإقراض مع البنك. وللبنك استقلالية في قراراته بعيداً عن توجهات السياسة داخل الاتحاد الأوروبي. ومنذ عام ١٩٩٣ تجاوز في حجم إقراضه السنوي ما لدى البنك الدولي.

- **بنك التنمية الإفريقي.** أنشأته مجموعة الدول الأفريقية عام ١٩٦٣ بهدف تقديم المساعدة المالية اللازمة للدول الأعضاء لدفع عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية. وتتكون موارد البنك من حصص الدول الأعضاء المدفوعة من رأس المال بالإضافة إلى القروض التي يتمكن البنك من الحصول عليها من الأسواق العالمية أو من الدول

الأعضاء. وتحدد شروط القرض حسب طاقة كل دولة على السداد من ناحية وحسب الجدوى الاقتصادية للمشروع الممول من ناحية أخرى.

• **بنك التنمية الآسيوي.** تم إنشاء البنك عام ١٩٦٥ بهدف تمويل المشروعات داخل الدول الآسيوية، ويعمل البنك على تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وحفز تدفقات رأس المال للدخل وذلك عن طريق المساهمة بتمويل مشروعات البنية الأساسية بقروض ميسرة. كما يقدم البنك قروضاً لتمويل جانب من تكلفة المشروعات اللازمة لدفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الأعضاء. وعادةً ما يحصل البنك على موارده عن طريق الاقتراض من أسواق المال العالمية بالإضافة إلى استخدام رأس المال المدفوع من قبل الأعضاء في التمويل.

• يوجد عدد آخر من البنوك والصناديق الإقليمية مثل بنك الأمريكيتين للتنمية والبنك الإسلامي للتنمية وصناديق التنمية العربية. وتشارك كل هذه البنوك مع المؤسسات والبنوك السابق ذكرها في توفير القروض والمساعدات للدول الأعضاء وغير الأعضاء. وتشارك في مسألة الاقتراض من أسواق المال الدولية لتغطية القروض التي تمنحها لمختلف الدول في إطار تمويل جانب من التكلفة الاستثمارية للمشروعات كما تقوم بتقديم الخدمات الفنية والاستشارية اللازمة للمشروعات الممولة.

المبحث الثالث

مصادر التمويل الدولي الخاصة

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- تمويل و ضمان الصادرات.
- التسهيلات المصرفية.
- أسواق المال الدولية.

يأخذ هذا النوع من تحركات رؤوس الأموال الدولية أشكال عديدة من أهمها التالية:

■ تمويل و ضمان الصادرات:

يتطلب التصدير كنشاط قدرأ من الأموال لتمويل مرحلتيه الأساسيتين، الأولى ترتبط بإعداد وتجهيز السلعة المصدرة حتى وصولها إلى موانئ الشحن وتسمى بمرحلة قبل الشحن Pre-shipment، والمرحلة الثانية ترتبط بتمويل قيمة صفقة التصدير أو منح تسهيلات معينة للمستوردين وتسمى هذه المرحلة بمرحلة ما بعد الشحن Post-shipment.

وبالنسبة لتمويل و ضمان الصادرات في مرحلة ما قبل الشحن فإن معظم هيئات تمويل و ضمان الصادرات في الدول المتقدمة لا توفر مثل ذلك التمويل و الضمان للمرحلة الأولى و يعود ذلك إلى ضخامة عدد المصارف و المؤسسات المالية الأخرى التي يمكنها توفير التمويل اللازم لهذه المرحلة. كما أن النشاط التصديري في مرحلة ما قبل الشحن لم يصل بعد إلى النقطة التي تتطلب تدخلاً لتوفير الضمان ضد مخاطر إفلاس المستورد أو عدم قيامه بإتمام الصفقة. وعلى هذا الأساس فإن معظم الدول المتقدمة و بعض الدول النامية لديها برامج لتمويل و ضمان الصادرات في مرحلة ما بعد الشحن.

وبناءً على ما تقدم يمكن تعريف برامج تمويل وضمان الصادرات على أنها مجموعة من التسهيلات التي تقدم الضمان اللازم ضد مخاطر التصدير وتوفر الآليات المصرفية لتقديم التمويل المناسب للصفقات التصديرية. وهكذا فإن تمويل الصادرات وضمانها ينطوي على توفير هيئة تضمن وآلية توفر التمويل. ونتناول في الفصل التالي هذا النوع من التمويل بتفصيل أكبر.

وتتولى هيئات ضمان الصادرات الرسمية تقديم التمويل والضمان للصادرات، سواء كان ذلك للمستوردين الأجانب أو المصدرين المحليين وقد تتولى مؤسسة عامة تخصصت في مجال تشجيع الصادرات تقديم التمويل اللازم للصادرات وبشروط أكثر يسراً من تلك الشروط التي تقدم المصارف التجارية الائتمان على أساسها. وترتبط الشروط الأخيرة لتقديم الائتمان بذلك الترتيب Consensus الذي تم عقده بين دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD. ذلك الاتفاق الذي وقعته ٢٢ دولة في عام ١٩٧٦ وبدأ سريانه عام ١٩٧٨ وقد ترتب على اشتداد المنافسة بين هذه الدول للحصول على صفقات تصديرية أن ظهر ما يسمى بالتمويل المختلط للصادرات، حيث يتم تمويل الصادرات على أساس مجموعة من الشروط:

الأولى- تنطوي على تمويل ميسر للصادرات وبشروط الإعانة حيث تنخفض أسعار الفائدة إلى حد كبير وبدرجة أقل من الحد الأدنى الذي حددته دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في إطار الترتيب السالف الذكر كما أن آجال السداد يتم تحديدها على أساس قرض طويل الأجل.

الثانية - تتم على أساس نظام تمويل الصادرات المنفق عليه بين الدول سلفة الذكر. أي أن التمويل يتم بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة السوقي، وبشروط ألا ينخفض عن ذلك الحد الذي حدده الاتفاق والتعديلات اللاحقة له. وبالنسبة لآجال السداد فهي في الغالب قصيرة ومتوسطة الأجل ويشترط ألا تزيد عن أجل معين وفقاً للاتفاق.

وتهدف اتفاقية منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD التي جرى آخر تعديل عليها عام ١٩٩٨ إلى توحيد شروط التمويل المتاحة لأي فترة تزيد عن سنتين

بحيث يبقى التنافس بين الصادرات على أساس السعر النقدي والنوعية دون أي تأثير مالي. ومن أهم الشروط دفع المستورد ما نسبته ١٥% من قيمة البضاعة كحد أدنى قبل الشحن، حيث تم تقسيم دول العالم إلى فئات متوسطة وفقيرة، وحددت أسعار فائدة أقل وأجال أطول للدول الفقيرة. وتشتترط الاتفاقية ضرورة إبلاغ أي عضو ببقية الأعضاء برغبته في إعطاء شروط أفضل من تلك المنصوص عليها في الاتفاقية لتمكين بقية الأعضاء من التنافس بعدالة مع ذلك العضو.¹

▪ تسهيلات مصرفية Bank Credits.

وهي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف التجارية الأجنبية للبلاد النامية بغرض تمويل عجز مؤسسي ومؤقت في حصيلية النقد الأجنبي. وتتراوح آجال استحقاق هذه القروض بين ستة أشهر وسنة، وغالباً ما تعقد على أساس أسعار الفائدة السائدة في الأسواق الدولية ذات الإقراض القصير الأجل.

▪ أسواق المال الدولية.

تمثل أسواق المال الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على الأموال كما أنها تمثل مجالاً جيداً لتوظيف الأموال الفائضة عبر الحدود. ونظراً لغياب أو ضعف أسواق المال المحلية في الدول النامية فإن ثمة فروق أساسية بين هذه الأسواق والأسواق الدولية. وتتمثل هذه الفروق في درجة التطور والمواعمة والحجم والعمق والانتساع والمرونة والأسعار فضلاً عن القوانين والشروط التي تحكم التعامل فيها. وقد أدت هذه الفروق إلى عدم قدرة الأسواق المحلية على التكامل مع الأسواق الدولية التي تغيب فيها التشريعات أو القوانين التي تحد من حرية الحركة أو إمكانيات التعامل داخل هذه الأسواق.

تتكون سوق المال الدولية من قسمين هما:

1. ماهر كنج شكري ومروان عوض، ٢٠٠٤ - المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق. عمان. ص ١٤٤.

الأول - السوق النقدي:

يتم التعامل في السوق النقدي الدولي على أساس من الثقة الكاملة في أطراف التعامل كما أن السرعة في الأداء والدقة في التنفيذ من أهم السمات التي تحكم آلية التعامل في هذه السوق. لقد كان يحد من تعامل المصارف التجارية في هذه السوق الرقابة التي تفرضها المصارف المركزية على حركة التعامل وتحويلات العملات الأجنبية للخارج أو للداخل. وقد نتج عن هذا التدخل من جانب المصارف المركزية وجود ما يعرف ببنوك الأوفشور **Offshore** وهي عبارة عن مراكز مالية تعمل في مجال الإقراض والاقتراض وتلقي الودائع خارج حدودها الوطنية، ولا تخضع لرقابة المصارف المركزية على كافة العمليات التي تؤديها، ويجري التعامل في هذه المراكز استرشاداً بشروط التعامل بين بنوك لندن أو ما يعرف بالليبور LIBOR.

لا يعني ما سبق قوله أن المصارف المركزية لا تتعامل في أسواق النقد الدولية، فهي تقوم بالتعامل فيها نيابة عن الحكومات في تسوية معاملاتها المالية مع الحكومات والمؤسسات الأخرى.

ويأتي دور الشركات الدولية النشطة في إيداع ما يتوفر لديها من فوائض والقيام بالاقتراض القصير الأجل من المصارف المتعاملة في هذه السوق لتمويل تجارتها الدولية. ويعكس هذا الأمر التأثير الكبير لاتساع حجم ونطاق التجارة الدولية والاستثمارات الأجنبية المباشرة على تطور السوق النقدي الدولي. وقد أثرت الارتفاعات الشديدة في أسعار البترول منذ عام ١٩٧٣ على تراكم الفوائض البترولية لدى الدول المصدرة للنفط، وقد أخذت هذه الفوائض طريقها للإيداع لأجل قصيرة في المصارف التجارية الأمر الذي دفع هذه المصارف إلى تنشيط التعامل في مجال الإقراض للدول والهيئات الحكومية لتمويل عجز موازين المدفوعات والأزمات النقدية الطارئة.

يضاف إلى ما سبق وجود أطراف تتعامل في هذه السوق، هم السماسرة والمؤسسات الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي وبنك التسويات الدولية BIS وبعض الصناديق الإقليمية وبيوت المقاصة وبعض الشركات المالية التي تتبع

المصارف التجارية وتتخصص في عمليات مصرفية دولية، ولكل من هذه الأطراف دوره في مجال التعامل في السوق النقدي الدولي.

وتتكون أدوات التعامل في السوق النقدي من الودائع لأجل والتي تمتد آجالها بين يوم وعدة سنوات. وشهادات الإيداع القابلة للتداول بالتظهير في السوق الثانوية وتستخدمها المصارف لاستيعاب الفوائض لدى الشركات والمؤسسات غير المصرفية. كما يوجد أيضاً شهادات الإيداع المغلقة أو المخزنة وهي عبارة عن شهادات تصدرها المصارف التجارية للحصول على أموال لفترة محدودة على أن يتم الاحتفاظ بهذه الشهادات في خزائن المصرف دون أن يجري التعامل عليها في السوق الثانوي. وقد تكون شهادات الإيداع بقيمة صغيرة يتم الاكتتاب فيها عن طريق السماسرة وتمتد آجالها من ثلاث إلى خمس سنوات ويجري تداولها في السوق الثانوية وهي في ذلك تتشابه إلى حد كبير مع السندات التي يتم إصدارها في أسواق المال الدولية، ويطلق على هذه الشهادات " شهادات إيداع الشريحة". ونظراً لتردد وخوف بعض المتعاملين في شهادات الإيداع ذات الفوائد الثابتة فقد قامت المصارف بابتكار نوعية جديدة من شهادات الإيداع، وهي تلك الشهادات ذات الفائدة المعومة حيث يتحدد سعر الفائدة عليها في حدود ٠,٢٥% فوق سعر الليبور LIBOR ويتم تعديلها كل ستة أشهر.

وتختص هذه السوق بالودائع المصرفية بالعملات الدولية القابلة للتحويل والتي يتم التعامل بها يومياً (أي لمدة يوم واحد) أو لفترة زمنية محددة Fixed Period قصيرة الأجل. ويطلق على هذه الأسواق اسم أسواق القروض النقدية Money Market credits ويتم التعامل في هذه الأسواق على أساس أذونات الخزانة لمدة يوم واحد Treasury Bills والأوراق التجارية الأخرى Commercial Paper أو خطابات الضمان Letters of Credit أو القبولات المصرفية Banker's Acceptance وكذلك شهادات الإيداع Certificate of Deposit ويطلق على هذه الأنواع المختلفة من الضمانات، أدوات السوق النقدي Money Market Objects.

الثاني - سوق رأس المال:

تتجلى وظيفة هذه الأسواق في تقديم القروض عبر طرح السندات للاكتتاب. ومن أهم التطورات التي لحقت بأدوات أسواق رأس المال الدولية ما يلي:

• القروض الدائرية Revolving Underwriting Facilities RUF

ويقصد بها التسهيلات والإمكانيات المتوفرة لخلق مصادر تمويلية جديدة عن طريق عرض السندات (شهادات دين) قصيرة الأجل وبصورة مستمرة دورية طوال السنة. وتقوم المصارف التجارية بعرض هذه السندات على صغار المستثمرين للاكتتاب بها واستثمار أموالهم فيها. وفي هذه الحالة يكون المصرف هو الضامن للمقترض وذلك بإصدار خطاب ضمان Back up Line, Back up Facility يؤكد فيه التزامه بتوفير التسهيلات التمويلية، وتستخدم في الغالب لتغطية عمليات إصدار سندات قصيرة الأجل.

• قروض العطاءات Note Issuance Facility NIF

وجدت لخلق مصادر تمويلية جديدة وذلك عن طريق إصدار شهادات دين (مذكرة note) قصيرة الأجل، ويطلب من المصارف والمؤسسات المالية الأخرى Discount Houses تقديم عروضها (عطاءاتها) بشأن شراء عدد معين من هذه المذكرات بسعر محدد عند إصدارها. وتستخدم طريقة المزيدة السرية Tender System لشراء مثل هذه الأدونات وخاصة أدونات الخزنة. وطريقة التمويل هذه تتضمن مخاطر يتحملها المدين أو المقترض ذلك لأنها غير مضمونة من قبل المصارف بواسطة خطاب الضمان المصرفي الذي يلتزم فيه المصرف بتوفير قيمة القروض.

• تسهيلات الخيار التمويلية Multiple Component Facility MCF

وتسمح للمدين باختيار أدوات وطرق تمويلية مختلفة تكون أكثر ملائمة لظروفه الخاصة، فتوفر له المرونة العالية في التعامل، مثال الأوراق التجارية الأوروبية Euro Commercial Papers أو المذكرات الأوروبية Euro Notes وكذلك القروض المصرفية طويلة الأجل.

- الأوراق التجارية الأوروبية (كمبيالات) Euro Commercial Papers ECP

وهي خاصة بالمتعاملين من الدرجة الأولى من حيث الثقة الائتمانية، وتعرض في الأسواق المالية الأوروبية وتمتاز بفترات قصيرة الأجل تتراوح بين يوم واحد و ٢٧٠ يوماً.

- المقايضة بالعملات الدولية Swap of Foreign Exchange

وتتم بين طرفين وتعتمد أساساً على قدرات وعلاقات كل منهما في التعامل مع أسواق المال الدولية.

وسنأتي على دراسة الأدوات والأسواق الوارد ذكرها وبالتفصيل في الفصل التالي.

ملخص الفصل الثالث

تنقسم التدفقات الرأسمالية الدولية من حيث الجهة الدائنة إلى مصادر رسمية وأخرى خاصة. وتتكون المصادر الرسمية من مصادر رسمية ثنائية ومصادر دولية وإقليمية متعددة الأطراف.

وتتمثل المصادر الرسمية الثنائية في القروض والإعانات التي تعقد بين الحكومات المختلفة. تتميز التدفقات الثنائية بين الدول عادة بكونها طويلة الأجل. وسعر الفائدة على التدفقات الرأسمالية الثنائية منخفض عادة مقارنةً مع تلك الفوائد المفروضة على القروض الخاصة أو متعددة الأطراف. وغالبية التدفقات الثنائية تضم فترة سماح قبل البدء بسداد أصل القرض.

وتتمثل مصادر التمويل المتعددة الأطراف في مؤسسات التمويل الدولية ومؤسسات التمويل الإقليمية. لم تظهر تدفقات رأس المال متعددة الأطراف إلا بعد قيام البنك الدولي وقد اقتص البنك في البداية بتوفير القروض طويلة الأجل لأغراض التعمير والتنمية وتحديداً إعادة اعمار أوربة، ولكن لاحقاً انضافت إلى ذلك أهداف مثل مساعدة الدول المتخلفة على تحقيق معدلات نمو معقولة ورفع مستوى المعيشة ومحاربة الفقر عدا عن دعم نشاط الاستثمار الخاص.

ويتولى البنك تمويل مشاريع البنية الأساسية وقد جرت العادة على منح قرض البنك لمشروعات محددة، حيث يتم التأكد من سلامة المشروع وقدرته على سداد مستحقات القرض قبل الموافقة على تمويله، وتتم عملية التمويل وتنفيذ المشروع بعدة مراحل يطلق عليها "دورة المشروعات". بدأ البنك بمنح نوعية جديدة من القروض هي قروض الإصلاح الهيكلي، وأطلق عليها قروض السياسات تمييزاً لها عن قروض المشروعات. تتكون موارد البنك بشكل رئيسي من رأس المال المدفوع من الدول الأعضاء، ومن الاقتراض من أسواق رأس المال الدولية بشروط تجارية، عدا عن تسديدات القروض التي سبق منحها للدول الأعضاء. ويتم تدبير جانب من الموارد السابقة عن طريق إصدار سندات بالعملة الرئيسية إما مباشرة أو عن طريق

مجموعات مصرفية. ويقرض البنك الدولي الأعضاء بأسعار فائدة تجارية ولفترة زمنية طويلة تمتد إلى عشرين عاماً تقريباً.

كان الهدف من قيام مؤسسة التمويل الدولية هو تشجيع النمو الاقتصادي في الدول النامية عن طريق القطاع الخاص. وهي تقدم عادة قروضها للمشروعات الخاصة ولا تتطلب أية ضمانات حكومية لهذه القروض. كما تقدم المشورة الفنية للدول الأعضاء في شؤون الاستثمار الخاص وأسواق رأس المال والاستثمارات الأجنبية المباشرة.

أنشئت هيئة التنمية الدولية كمؤسسة تابعة للبنك الدولي وتعمل هذه المؤسسة في مجال تقديم المساعدات للبلدان الأكثر فقراً في العالم. وتوفر قروضا طويلة الأجل تمتد آجال استحقاقها لأكثر من خمسين عاماً، وبشروط ميسرة حيث لا تتقاضى أية فائدة عن هذه القروض ولكنها تتقاضى رسماً بسيطاً. وتتكون موارد هذه المؤسسة من اكتتابات الأعضاء في رأسمالها ومن تلك المساهمات التي تدفعها الدول الغنية، إضافة إلى الإيرادات المحولة من البنك الدولي لهذه المؤسسة سنوياً.

أنشأ صندوق النقد الدولي في إطار اتفاقية بريتون وودز، واستهدفت اتفاقية إنشائه محاولة وضع أسس سليمة تكفل حسن سير النظام النقدي العالمي وتشجيع التعاون النقدي الدولي، فضلاً عن تهيئة المناخ النقدي الملائم لتوسع حجم ونطاق التبادل التجاري والحفاظ على استقرار أسعار صرف عملات دول العالم. وتم تعديل اتفاقية إنشاء الصندوق مرتين وقد تضمن التعديل الثاني إلغاء دور الذهب قانوناً كوسيط لتقييم عملات الدول الأعضاء وكوحدة لقياس قيمة حقوق السحب الخاصة. تتكون موارد الصندوق من رأس المال المكون من حصص الدول الأعضاء بالإضافة إلى الموارد التي يمكن للصندوق الحصول عليها عن طريق الاقتراض من الدول الغنية فضلاً عن الموارد المستدثة وهي حقوق السحب الخاصة. وتحدد عند إنشاء الصندوق حصة كل دولة عضو بمجموعة من المؤشرات الاقتصادية. تطورت تسهيلات الصندوق خلال العقود الثلاثة الأخيرة، وهي تتمثل بحقوق السحب العادية، وتسهيلات التمويل التعويضي، وحقوق السحب الخاصة، والتسهيلات البترولية،

وتسهيلات ممتدة، وصندوق الائتمان، وتسهيل التمويل الإضافي، وتسهيل التعديل الهيكلي.

تتكون مؤسسات التمويل الإقليمية من مجموعة من بنوك التنمية الإقليمية وصناديق التمويل الأخرى. تأخذ مصادر التمويل الدولي الخاصة أشكالاً عديدة من أهمها تمويل وضمن الصادرات، والتسهيلات مصرفية.

تمثل أسواق المال الدولية مصدراً رئيسياً للحصول على الأموال كما أنها تمثل مجالاً جيداً لتوظيف الأموال الفائضة عبر الحدود. تتكون سوق المال الدولية من السوق النقدي وسوق رأس المال.

ومن أهم التطورات التي لحقت بأسواق رأس المال الدولية خلق مصادر تمويلية جديدة عن طريق عرض السندات قصيرة الأجل وبصورة مستمرة دورية طوال السنة، وعن طريق إصدار شهادات دين قصيرة الأجل، توفر المرونة العالية في التعامل والمقايضة بالعملات الدولية

مصطلحات الفصل الثالث

تسهيلات ممتدة (موسعة)	مصادر التمويل الرسمية الثنائية
صندوق الائتمان	مصادر التمويل المتعددة الجهات
تسهيل التمويل الإضافي	فترة التقريخ
تسهيل التعديل الهيكلي	قروض الإصلاح الهيكلي
مرحلة قبل الشحن	قروض السياسات
مرحلة ما بعد الشحن	تسهيلات التمويل التعويضي
ائتمان الموردين	التسهيلات البتروولية
الليبور	ائتمان مشتريين
القروض ذات الفترات المتجددة	ائتمانات التصدير الرسمية
القروض الدوارة	تسهيلات مصرفية
خطاب ضمان	الأوفشور
الأوراق التجارية الأوربية	قروض العطاءات
قروض المشروعات	تسهيلات الخيار التمويلية
الأوراق التجارية الأوربية	المذكرات الأوربية
	المقايضة بالعملات الدولية

أسئلة الفصل الثالث

١. أوضح الفرق بين ما يعرف بالتخصيص والتعاقد والسحب من القروض الخارجية؟
٢. ما هي أهم خصائص التمويل الثنائي؟
٣. مم يتكون رأس مال البنك الدولي؟
٤. ما هي قروض الإصلاح الهيكلي؟
٥. ما الهدف من إنشاء البنك الدولي مجمع للعملات؟
٦. مم تتكون موارد هيئة التنمية الدولية؟
٧. مم تتكون موارد صندوق النقد الدولي؟
٨. كيف تحددت حصة كل دولة عضو عند إنشاء الصندوق؟
٩. ما هي التسهيلات التي يقدمها صندوق النقد الدولي؟
١٠. كيف يتم استعمال حقوق السحب الخاصة من قبل الدول الأعضاء؟
١١. أوضح المقصود ببرامج تمويل وضمان الصادرات؟
١٢. ما السبب وراء ظهور ما يعرف ببنوك الأوفشور؟ وما هي بنوك الأوفشور؟

الفصل الرابع
أسواق المال الدولية
International Financial Markets
(السوق النقدي)
المبحث الأول

السوق النقدي

Money Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- ميزات السوق النقدي.
- الأطراف الداخلة في السوق النقدي وكيفية تسمية سعر الفائدة.
- أدوات السوق النقدي.

يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل، فيوفر للمقترضين الفرصة للحصول على القروض القصيرة الأجل من أموال المستثمرين الراغبين بالحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتمارس المصارف التجارية الدور الرئيسي يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة، أما المستثمرون الأفراد فدورهم محدود نسبياً نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة.

ويتميز سوق النقد بالمرونة العالية حيث تتم معظم الصفقات في السوق الثانوي وبإجراءات بسيطة وتكاليف منخفضة، كما يتميز بانخفاض درجة المخاطرة لسببين:

١- تدني درجة المخاطرة النقدية Money Risk التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل. لذلك فإن تغيرات أسعار الفائدة تترك أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكدة وبالتالي لا يقع حاملها بخسارة كبيرة فيما لو قام بخصمها قبل موعد استحقاقها؛

٢- تدني درجة مخاطرة الائتمان Credit Risk التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيه، خاصة في قطاعه الثانوي، تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية

كالمصارف التجارية أو المصرف المركزي أو المؤسسات الحكومية وبالتالي احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.¹

الأطراف الداخلة في السوق

تتنوع الأطراف الداخلة في هذا السوق، بين مصارف تجارية ومركزية، وبين شركات مالية ومؤسسات وأفراد. حيث تعمل المصارف التجارية للحفاظ على درجة عالية من السيولة والقدرة على سداد الالتزامات والحصول على عائد مناسب. أما المصارف المركزية فهي تقوم بالمهام التالية:

- تغيير الاحتياطات المحتفظ بها، شراء وبيع العملات الأجنبية، وتغيير أسعار الفائدة؛
- شراء وبيع الأوراق المالية ضمن ما يسمى عمليات السوق المفتوحة OMO، أو إصدار شهادات إيداع عندما لا تكفي السندات الحكومية وأدونات الخزنة.. وغير ذلك من المهام.

أما بالنسبة للشركات المالية كشركات التأمين، وصناديق التقاعد والادخار فهي تتشابه في أهدافها مع المصارف التجارية. ويتعامل الأفراد مع السوق عبر حساباتهم الجارية وودائعهم الآجلة، أو من خلال أدوات الاستثمار المتداولة في هذه السوق.

الإطار رقم (٤-١) - أسعار الفائدة في السوق النقدي.

يعطى سعر الفائدة عادة على أساس سنوي، شهري، ربع سنوي أو غير ذلك.. وقد يعطى على أساس مقطوع Flat Rate دون اعتبار للمدة المشمولة، ويمكن تحويل هذا السعر على أساس سنوي بمعرفة المدة التي غطاها سعر الفائدة: فسر فائدة ١% شهرياً يعادل فائدة ١٢% سنوياً، وسعر فائدة ٢% على مبلغ ١٠٠ ليرة يساوي ليرتين، وإذا غطى مدة شهرين مثلاً، يكون سعر الفائدة السنوي ١٢%.

1. ماهر كنج شكري ومروان عوض. المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق. ص ٦٦.

قد يدفع سعر الفائدة في بداية الفترة أو خلالها أو في نهايتها، فإذا دفعت الفائدة في بداية فترة التعامل فإنها تكون في هذه الحالة مخصومة Discounted Rate، ففائدة ١٠% سنوياً على قرض ١٠٠ ليرة تكون مخصومة إذا استلم المقرض ٩٠ ليرة في بداية مدة التعامل مع تعهده بدفع مبلغ ١٠٠ ليرة في نهاية الفترة. ويكون سعر الفائدة الفعلي ١١,١١% ويتحصل ذلك بقسمة الفائدة المدفوعة ١٠ على صافي القرض المقبوض ٩٠ ليرة. أما إذا استلم المقرض مبلغ القرض كاملاً في بداية فترة التعامل

إعادة استثمار الفائدة	الفائدة المحصلة
بعد ٣ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٩ أشهر ٠,١٩ ليرة
بعد ٦ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٦ أشهر ٠,١٣ ليرة
بعد ٩ أشهر ٢,٥ ليرة	لمدة ٣ أشهر ٠,٠٦ ليرة
بعد ١٢ شهر ٢,٥ ليرة	
المجموع: ١٠ ليرات	المجموع: ٠,٣٨ ليرة

١٠٠ ليرة ودفع في نهايتها المبلغ والفائدة المستحقة ١١٠ ليرة فتسمى هذه الدفعة دفعة بالون Balloon Payment. ويمكن الاتفاق على دفع الفائدة والمبالغ المستحقة عليها في فترات مختلفة خلال فترة القرض.

وبسبب تعدد واختلاف

الأوقات التي قد يدفع فيها المبلغ الأصلي والفائدة المستحقة عليه فلا بد من التمييز بين سعر الفائدة المعلن Quoted Rate وسعر الفائدة الفعلي Effective Rate حيث يختلفان باختلاف أوقات الدفع، بسبب إمكانية استثمار الفائدة نفسها. فكلما كان دفع الفائدة أسرع كلما كان سعر الفائدة الفعلي أعلى من سعر الفائدة المعلن، بسبب إمكانية الحصول على مردود إضافي نتيجة استثمار الفائدة. ففائدة مقدارها ١٠% على مبلغ ١٠٠ ليرة تدفع في نهاية المدة تكون ١٠ ليرات، بينما نفس الفائدة على نفس المبلغ إذا دفعت على أساس ربع سنوي فإنها تساوي ١٠,٣٨%.

وتحسب الفائدة البسيطة على أساس: **المبلغ × سعر الفائدة × المدة**. ومن البديهي أن يختلف مبلغ هذه الفائدة باختلاف أساس المدة، فيرتفع مبلغها إذا ما تم احتسابها على أساس ٣٦٠ يوماً وينخفض إذا ما تم احتسابها على أساس ٣٦٥ يوماً، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى الداخلة في طريقة الحساب.

تسمية سعر الفائدة في السوق النقدي

يتوفر في السوق سعران للفائدة، ويجري التعامل بالاتجاهين، فيسمى سعر الفائدة على عملة معينة على الشكل التالي: (٥-٥,٢٥%) وتعني التسمية، أن هذا السعر

معطى على أساس سنوي ولكي يحسب على أساس شهري يجب ضرب المبلغ بـ (١٢÷١) لمدة شهر و (١٢÷٢) لمدة شهرين وهكذا؛ ويمثل السعر الأول ٥% سعر اقتراض الجهة معلنة هذا السعر، والسعر الثاني ٥,٢٥ هو سعر إقراض الجهة معلنة هذا السعر؛ ويمثل الهامش ٠,٢٥ الفرق بين السعرين Spread، وهو ربح البنك معلن السعر وذلك بافتراض أن عمليتي الإقراض والاقتراض قد تمتا في نفس الوقت؛ وتكون الأسعار وفروق الأسعار دائماً في صالح الجهة معلنة هذه الأسعار وليست في صالح الجهة طالبتها.

أدوات السوق النقدي

تتوفر في هذا السوق إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، مجموعة من الأدوات من أهمها ما يلي:

- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول؛
- القبولات المصرفية؛
- أدونات الخزينة؛
- الأوراق التجارية؛
- اتفاقيات إعادة الشراء.

وسندرس فيما يلي وبشيء من التفصيل تلك الأدوات.

أدونات الخزينة Treasury Bills

تمثل أكثر أدوات السوق النقدي سيولة وتداولاً وتشكل بحد ذاتها المعيار Benchmark الذي تقاس عليه عوائد بقية أدوات السوق النقدي. فالمستثمر يشتري أدونات الخزينة بخضم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر وما قبضه، العائد على الاستثمار. ويتولى المصرف المركزي إصدار الأدونات لحساب خزينة الدولة (وزارة المالية) فهي أداة دين حكومية وتصدر بصيغة لحامله.

وكمثال على إصدار الأدونات في سوق كبيرة، نتحدث عن أدونات الخزينة في السوق الأمريكية، على اعتبار أن الدولار يمثل عملة الاحتياطي الرئيسية في العالم. حيث تصدر الأدونات لأجل ٩١ يوماً أو ١٨٢ يوماً أسبوعياً، في حين تصدر

لأجل ٥٢ أسبوعاً (سنة) على أساس شهري. ويحدد العائد من خلال المزاد حيث تقدم العروض من قبل المستثمرين على أساس تنافسي أو غير تنافسي. حيث يتقدم المستثمر في العرض التنافسي بطلب كمية محددة بسعر محدد، ويعتبر الطلب مقبولاً إذا كان السعر المعروض من قبله مساوياً أو يزيد على باقي الطلبات المقدمة. أما الطلب غير التنافسي فيحدد فيه كمية الأذونات على أساس قيمتها الاسمية عند الاستحقاق ويتعهد مقدم الطلب بقبول أسعار الطلبات التنافسية.

ويمكن للأفراد شراء أذونات الخزانة من البنوك المرخصة أو وسطاء التعامل بالأوراق المالية الحكومية عند إصدارها أو في السوق الثانوي. وتتميز بإمكانية شرائها بمضاعفات تقل كثيراً عن بقية أدوات السوق النقدية حيث يبلغ الحد الأدنى للاكتتاب فيها ١٠,٠٠٠ دولار، في حين بالنسبة لشهادات الإيداع مثلاً هو مليون دولار.

ويتم التعامل بالأذونات على أساس سعريين هما:

- **سعر الشراء Bid Price** وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة الذي يريد بيع ما لديه من أذونات في السوق؛

- **سعر البيع Asked Price** وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أذونات خزانة من السوق.

ويحدد سعر الشراء باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء Bid Discount بينما يحدد سعر البيع باستخدام سعر خصم البيع Asked Discount.

تطبيق عملي. يحدد سعر الشراء وسعر البيع لأذن قيمته الاسمية ١٠٠٠٠٠ دولار يستحق بعد ١٨٢ يوماً في وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو ٥,٩٣% شراء و ٥,٧٠% بيع على الشكل التالي:

١- سعر الشراء:

$$\text{قيمة خصم الشراء} = ١٠٠٠٠٠ \times ٥,٩٣\% \div ١٨٢ \times ٣٦٠ \approx ٣٠٠ \text{ دولار تقريباً.}$$

$$\text{سعر الشراء} = ١٠٠٠٠٠ - ٣٠٠ = ٩٧٠٠٠ \text{ دولار.}$$

٢- سعر البيع:

$$\text{قيمة خصم البيع} = ١٠٠٠٠٠ \times ٥,٧٠\% \div ١٨٢ \times ٣٦٠ \approx ٢٨٨,١٦ \text{ دولار.}$$

$$\text{سعر البيع} = ١٠٠٠٠٠ - ٢٨٨,١٦ \approx ٩٧١١,٨٤ \text{ دولار.}$$

يتم الإعلان عن عوائد أدونات الخزانة على شاشات التداول أو في الصحافة المالية المتخصصة على أساس الخصم المصرفي Bank Discount (كما هو الحال بالنسبة لمعظم أدوات سوق النقد) وليس سعر الفائدة السنوي الفعلي كما هو الحال في شهادات الإيداع (أي على أساس المردود أو الريع Yield). ولا يعتبر عائد الخصم المصرفي دقيقاً لأن السنة تعتبر ٣٦٠ يوماً بدلاً من ٣٦٥، كما أن العائد المحقق سنوياً يقسم على القيمة الاسمية وليس الشرائية للأذونات، كما يتجاهل كلفة إعادة استثمار الفوائد.

تطبيق عملي: أدونات خزانة قيمتها الاسمية ١٠٠,٠٠٠ دولار بيعت بمبلغ ٩٧٠٠ دولار وتستحق بعد ١٨٢ يوماً.

عائد الخصم المصرفي = الخصم الفعلي عن القيمة الاسمية لمدة ١٨٢ يوماً يحول إلى خصم سنوي على أساس ٣٦٠ يوماً كالتالي:

$$٣٠٠ = ٩٧٠٠ - ١٠٠٠٠$$

$$٥٩٣,٤ = ١٨٢ \div ٣٦٠ \times ٣٠٠$$

$$٥,٩٣\% = ١٠٠٠٠ \div ٥٩٣,٤$$

شهادات الإيداع Certificate of Deposit

تعتبر شهادات الإيداع من أدوات السوق النقدي الممتازة نظراً لحساسيتها تجاه أسعار الفائدة، وتتميز عن الودائع الآجلة بأنها قابلة للتداول والتحويل قبل استحقاقها عن طريق بيعها إلى مستثمر آخر في السوق الثانوي. وهي عبارة عن شهادات تصدرها المصارف والمؤسسات المالية، تشهد بأنه قد تم إيداع مبلغ محدد لديها لمدة محدودة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها.

بدأ إصدار شهادات الإيداع لأول مرة في نيويورك عام ١٩٦١، وبعد ذلك امتد التعامل بها إلى سوق اليورودولار Eurodollar Market في لندن وكان أول إصدار لها هناك عام ١٩٦٦. وأصدرت هذه الشهادات لأول مرة بالإسترليني عام ١٩٦٨ لتصدر بعدها شهادات إيداع في أسواق مالية أخرى وبعملة مختلفة. وتحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد، كما تذكر شروطها في الوجه الخلفي وتبين طريقة حساب ودفع الفائدة عند الاستحقاق وشروط تداولها، ويترتب على المصرف المصدر لها بالتالي التزام مالي مباشر بالنسبة للقيمة الاسمية للشهادة والفائدة المستحقة عليها. وفي الغالب تكون القيمة الاسمية لشهادات الإيداع في الأسواق الدولية بحوالي المليون دولار، ولكن يمكن الاستثمار بأقل من ذلك وبالتالي ينخفض الربح لذا يفضل الاستثمار بمبالغ كبيرة. وتصدر الشهادات بكامل قيمتها الاسمية والفائدة تدفع عند الاستحقاق وتحسب على أساس السنة ٣٦٠ يوماً.

وتتميز شهادات الإيداع بما يلي:

- **السيولة.** فهي قابلة للتداول بحرية ويمكن بيعها قبل الاستحقاق، وترتبط درجة السيولة باسم المصرف المصدر، وبمدة حياة الشهادة حيث يتركز الاستثمار بالأجال القصيرة والمتوسطة؛
- **الضمان.** فالشهادات التزام على المصرف المصدر لذا يجب التأكد من شراء الشهادات من المصارف المقبولة عالمياً؛
- **المرونة.** يمكن إصدارها بحيث تستحق في التاريخ الذي يناسب كلا من المصدر والمقرض ويرتبط سعر الفائدة على هذه الشهادات بأسعار الفائدة الرائدة في السوق

النقدي في حينه على الودائع لأجل مماثلة. ويمكن بيعها قبل الاستحقاق أو الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق؛

- **تعدد الآجال.** يمكن إصدارها لآجال مختلفة، وتعتبر المصدرة لآجل سنة أو أقل شهادات قصيرة الأجل في حين الصادرة لأكثر من سنة وأقل من خمس سنوات متوسطة الأجل؛

- **التسليم.** يتم دفع ثمن شهادات الإيداع للمصرف المصدر في الموعد الذي يتم الاتفاق عليه كبدائية لمدة الوديعة، وبعدها إما أن يتم تسليم الشهادة للمشتري عند الدفع أو يتم الاحتفاظ بها برسم الحفظ الأمين لدى المصرف المصدر لحساب المشتري (غالباً ما يكون ذلك بدون عمولة) ويتم تسليمها له عند الطلب ويقوم المصرف المصدر بإعادة دفع القيمة بتاريخ الاستحقاق لمالك الشهادة أو لأي طرف آخر يعينه بمجرد تسلمه الشهادة؛

- **السرية.** الشهادات التي تصدر لحاملها تمتاز بالسرية الكاملة، فالمشتري يعرف البائع الأخير فقط ولا يعرف المالكين السابقين أو أسعار الشراء أو تواريخ البيع؛

- **تنوع الإصدارات.** فهي تصدر إما وفقاً لطلب العميل Tap Issue أو بشكل إصدارات دورية (معلنة) Tranche Issue. ووفقاً للطريقة الأولى تصدر الشهادة بالمبلغ والمدة وسعر الفائدة التي تتفق عليها الجهة المصدرة مع عميلها، وقد تصدر لحاملها حيث يتم تداولها بمجرد التسليم أو لأمر مشتريها حيث يتم تداولها بالتظهير وذلك حسب القوانين السارية على الأوراق التجارية. أما بالنسبة للطريقة الثانية فيعلن البنك أو الشركة المصدرة عن الإصدار ويدعو الجمهور للاكتتاب خلال فترة تسبق موعد الإصدار، وفي هذه الحالة تصدر الشهادات لأمر المكتتب بها ويتم تداولها بالتظهير وتحتفظ الجهة المصدرة بسجل يتضمن تفاصيل الشهادات المصدرة وأسماء المكتتبين بها.

تطبيق عملي ١: شهادات الإيداع بسعر فائدة ثابت على المدى القصير.

لنفرض أن أسعار الفائدة خلال مدة محددة من الزمن كما يلي:

سعر الفائدة	شهر	شهران	٣ أشهر	٤ أشهر
سعر الفائدة/الطلب/	٣%	٣,٢٥%	٤%	٥%
سعر الفائدة/العرض/	٣,٥%	٣,٧٥%	٤,٥%	٥,٥%

فإذا كان لدى المستثمر أموال سائلة يرغب باستثمارها لمدة شهر واحد فإنه سيحصل على فائدة مقدارها ٣% بالسنة، ويستطيع شراء شهادة إيداع مدة استحقاقها ثلاثة أشهر وبفائدة ٤% بالسنة يحتفظ بها لمدة شهر واحد ثم يعرضها للبيع قبل شهرين من تاريخ استحقاقها وباستخدام المعادلة التالية يمكن حساب صافي حسيلة الاستثمار بشهادات الإيداع:

صافي الحسيلة = المبلغ الأصلي × (٣٦٥ × ١٠٠) ÷ (ع × ف) + (ع × ي) =
 = المبلغ الأصلي × (٣٦٥ × ١٠٠) + (سعر الفائدة المذكور في الشهادة ×
 المدة أو عدد الأيام من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق) ÷ (٣٦٥ × ١٠٠) + (سعر
 الفائدة المعروف على المدة الباقية من حياة شهادة الإيداع × عدد الأيام الباقية حتى
 تاريخ الاستحقاق)

$$\text{صافي الحسيلة (لمليون دولار ولمدة ثلاثة أشهر كل منها ٣٠ يوماً)} = \\ = (٦٠ \times ٣,٧٥) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \div (٩٠ \times ٤) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \times ١,٠٠٠,٠٠٠ = \\ = ١٠٠٣٦٧٥,٩٧ \text{ دولار.}$$

تطبيق عملي ٢: نفرض أن لدينا مليون دولار فائض عن حاجتنا ونرغب في استثماره لمدة شهر، علماً أنه يمكننا الحصول على سعر فائدة ثابت ١٣% سنوياً، كما يمكننا شراء شهادة إيداع مدة استحقاقها ثلاثة أشهر بسعر فائدة ١٤% سنوياً. فإذا احتفظنا بالشهادة مدة شهر وقمنا ببيعها قبل شهرين من تاريخ استحقاقها وكانت الفائدة المعروضة لشهرين مثلاً ١٣,٧٥%. سيكون صافي حسيلة الاستثمار لمدة شهر وفقاً للمعادلة السابقة كما يلي:

صافي الحسيلة =

$$(٦٠ \times ١٣,٧٥) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \div (٩٠ \times ١٤) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \times ١,٠٠٠,٠٠٠$$

$$= ١٠١١٦٥٤,٣٩ \text{ دولار.}$$

الأوراق التجارية (قصيرة الأجل) Commercial Papers

يقصد بها الأوراق التجارية، كأداة من أدوات الاستثمار. وتتخذ غالباً شكل سندات أذنية Promissory Notes صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز ائتمانية قوية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل.

وتعتبر الأوراق التجارية من أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، وتصدر لحامله وعلى أساس الخصم مثل الأذونات لكنها تصدر في أغلب الأحيان غير مضمونة مما يجعل درجة المخاطرة فيها عالية نسبياً مما يفترض بالتالي أن يكون العائد المتوقع منها مرتفعاً ويكون في العادة أعلى من العائد المحقق على الاستثمار في أذونات الخزنة وقريب من العائد المحقق في شهادات الإيداع.

تصدر الأوراق التجارية قصيرة الأجل ضمن تسهيلات إصدار السندات متوسطة الأجل المعروفة باسم Note Issuance facility (NIF's) والتي تمثل التزامات متوسطة الأجل ملزمة قانونياً للمقترض الذي يستطيع إصدارها من خلال أوراق مالية قصيرة الأجل تصدر باسمه (شهادة إيداع بالنسبة للمقترض من المصارف أو كمبيالات بالنسبة للاقتراض من المؤسسات غير المصرفية). وتتعهد المصارف بتغطية الإصدار وفي هذه الحالة تلتزم بشراء أية أوراق تصدر ولا يستطيع المقترض بيعها، أو تصدر اعتمادات ضمان لها Standby Credit وتسمى السندات في هذه الحالة Euro Note Facility أو Note Purchase Facility أو Revolving Underwriting Facility إذا كانت دوارة، أو قد لا تكون المصارف ملزمة بتغطية الإصدار فتسمى في هذه الحالة Euro Commercial Paper Programme أو كما تسمى في الولايات المتحدة Commercial Paper Issue.

وتعتبر أوراق اليورو إحدى أدوات الاستثمار الدولية قصيرة الأجل المتوفرة في كافة أنحاء العالم، وهي من الأدوات المستحدثة المفضلة عند المستثمرين لميزاتها العديدة، حيث يحصل حاملها على أرباح منتظمة كما يمكن بيعها للحصول على السيولة عند الحاجة، عدا عن ذلك فإن أسعار الفائدة على هذه الأوراق تفوق في العادة الأسعار على الودائع المصرفية. ومن أهم مواصفات هذه الأوراق:

- تصدر عن كبار المقترضين كالشركات الكبرى والمؤسسات الحكومية أو الإقليمية، وتشكل التزاماً غير مشروط على الجهة المصدرة لها. وغالباً ما تحمل الإصدارات غير المضمونة تصنيفاً ائتمانياً عالياً تصدره مؤسسات التصنيف الائتماني المعروفة مثل Moody's, S&P, Fitch Ratings؛
 - أوراق لحامله قابلة للتداول وتصدر بفئات إصدار مختلفة وبآجال تتراوح بين أسبوع وسنة وعادة بين شهر، وثلاثة أشهر أو ستة أشهر. ويكون الحد الأقصى لأجل الأوراق التجارية في السوق الأمريكية ٢٧٠ يوماً، حيث يتوجب على المصدر تسجيل الإصدار لدى هيئة الأوراق المالية SEC إذا ما رغب بإصدار يزيد أجله عن ذلك؛
 - يستطيع المستثمرون تنويع وتقليل مخاطر استثماراتهم قصيرة الأجل عبر الاستثمار في هذه الأوراق التي تعتبر بديلاً للاستثمار التقليدي المتمثل بإيداع الأموال لدى المصارف؛
 - تتيح للمستثمر فرصة الاختيار بين العديد من الجهات المصدرة لها والمدد المختلفة لاستحقاقها بما يتناسب وأهدافه الاستثمارية؛
 - تعتبر من الوسائل الاستثمارية المبسطة التي لا تعدو في جوهرها مجرد وعد بسداد مبلغ معين من المال في وقت محدد لاستحقاقه؛
 - معظم المصارف لا تتقاضى أية عمولات أو مصاريف مقابل بيع وشراء هذه الأوراق، كما أنها تقوم بحفظها بخزائنها نيابة عن عملائها دون مقابل، كما تلتزم بتحويلها لحساب العميل لدى مقاصة (يوروكلير Euroclear) إذا طلب العميل ذلك.
 - ويتم في العادة شراء هذه الأوراق وبيعها بواقع القيمة الاسمية زائد علاوة الإصدار، كما أن القيمة الاسمية لهذه الأوراق لا تتغير كثيراً وذلك لقصر عمر هذا النوع من الأوراق. وإذا أراد أحد المستثمرين بيعها قبل تاريخ استحقاقها لحاجته للسيولة فإن المصارف تشتريها وفق المعادلة التالية:
- $$\text{سعر شراء الورقة} = \text{القيمة الاسمية للورقة} \times \{1 + (\text{سعر الفائدة المحدد على الورقة} \times \text{عدد أيام المدة الأساسية للورقة}) \div (360 \times 100)\} + 1$$
- العائد المتفق عليه بموجب الورقة × عدد الأيام المتبقية من تاريخ إبرام الصفقة وحتى موعد استحقاق الورقة) ÷ (360 × 100)

تطبيق عملي: على فرض أن المدة الأساسية لاستحقاق ورقة ما هي ١٨٢ يوماً، وأن قيمتها الاسمية مليون دولار وسعر الفائدة عليها حدد ب ١٠% في السنة، وأن هذه الورقة تم شراؤها وكانت المدة المتبقية على الموعد المحدد لاستحقاقها هي ١٥٠ يوماً، وكان العائد المتوقع عليه قد حدد ب ١١% سنوياً فإن حساب سعر شراء الورقة يكون كالتالي:

سعر الشراء =

$$\{ (360 \times 100) \div (150 \times 11) + 1 \} \div \{ (360 \times 100) \div (182 \times 10) + 1 \} \times 1000000 = 1004515,27 \text{ دولار.}$$

القبولات المصرفية Bankers Acceptances

تعتبر أداة دين صادرة عن مصرف تجاري، وهي عبارة عن سحوبات بنكية Drafts يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب. فلو أراد تاجر سوري أن يستورد بضاعة من اليابان يكون أمام بديلين:

- فتح اعتماد مستندي من النوع الذي يتضمن دفع ثمن البضاعة كاملاً للمورد بمجرد وصول مستندات شحنها ويسمى هذا النوع Sight Credit¹؛
- القبولات المصرفية، ويلجأ إليها المستورد إذا لم تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً، كما يمكن اللجوء إليها لتحقيق مزايا ائتمانية يوفرها المورد رغبة منه في الترويج لنوع معين من البضاعة.

في حال اللجوء إلى القبولات المصرفية، على المستورد أن يتفق مع أحد المصارف السورية لإصدار قبول مصرفي يضمن فيه هذا المصرف للمورد الياباني الحصول على ثمن البضاعة بواسطة بنك مراسل في اليابان، ويصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة وبأجل يساوي المهلة الزمنية المتفق عليها للسداد بين المورد والمستورد. وفي هذه الحالة يمكن للمورد الياباني وبعد استلام القبول المصرفي أن يختار الاحتفاظ به لحين موعد استحقاقه واستلام قيمته الاسمية كاملة من المصرف

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 569.

المراسل في اليابان، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي بخصم معين. وتقوم المصارف التجارية عادة بشراء هذا النوع من القبولات فتحقق بذلك عائداً هو نسبة الخصم وتلجأ إلى هذا الإجراء متى زادت نسبة احتياطياتها.

يتوفر في القبولات المصرفية عنصر السيولة على اعتبار أنها أداة استثمارية قصيرة الأجل، كما أنها في أغلب الأحيان قابلة للخصم Eligible لدى المصرف المركزي مما يوفر لها ميزة الأمان. ولتسهيل تداولها في السوق الثانوي تصدر عادة بقيم ١٠٠٠ ومضاعفاتها. ويرتبط حجم القبولات المتداولة بمعدلات الفائدة على القروض المصرفية. فعند انخفاض أسعار الفائدة يقل الطلب عليها نظراً لأنه من الأنسب في هذه الحالة للمستورد أن يحصل على قرض مباشرة، ويزيد الإقبال عليها في الحالة المعاكسة لأن الزيادة في معدلات الفائدة ستكون على القبولات أقل من الزيادة على القروض بسبب الأجل القصير للقبولات.

وتعتبر القبولات شكلاً قديماً من أشكال الاقتراض التجاري، ويتم عملها بأن يضيف مصرف ما اسمه إلى سحب المقترض مما يجعله قابلاً للتسويق. والسحب هو محرر مكتوب وفق شروط معينة يتضمن أمراً صادراً من جهة الساحب إلى جهة المسحوب عليه بأن تدفع لأمر جهة ثالثة (المستفيد) أو حامل السند مبلغاً معيناً بمجرد الإطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعيين.

قد تكون شركة ما بحاجة لأموال قصيرة الأجل فتقوم بإصدار سحب على مصرف ما طالبة منه دفع مبلغ محدد من النقود لحامل السحب خلال فترة محددة ثم تأخذ هذا السحب إلى المصرف الذي يختمه بعبارة مقبول وبذلك يكون المصرف قد أضاف ضمانته على السحب مما يعني التزامه بدفع قيمته بتاريخ الاستحقاق في حالة عدم دفع المقترض له، ويصبح السحب قابل للتداول والتسويق في السوق الثانوي إلى أن يستحق عندها يقدم للمصرف للدفع والذي بدوره يفترض أن تدفع الشركة أو المؤسسة المصدرة له قيمته من حسابها المحفوظ به لديه.

وتنشأ القبولات كما أصبح معروفاً عن عمليات تجارية مبنية على الالتزام بدفع مؤجل لثمن البضاعة، حيث يتم تحرير سحب زمني Time Draft¹ بالقيمة المؤجلة الدفع من ثمن البضاعة ويقدم هذا المستند الذي يسحبه المصدر على مصرف المستورد من ضمن المستندات المطلوبة عند فتح الاعتماد حيث يقوم الأخير بالتأشير عليه **بالقبول Accepted** وهنا ينشأ القبول المصرفي ويصبح أمام المستفيد وهو المصدر، إما خيار خصم السحب فوراً والحصول على صافي قيمته أو الاحتفاظ به لحين الاستحقاق وقبض كامل قيمته الاسمية، إلا أنه غالباً ما يتم خصم السحب لأن المصدر يكون قد احتاط أصلاً لما سيخسره من فائدة الخصم التي سيحصل عليها المصرف الخاص وذلك بإضافتها إلى سعر بضاعته المستوردة، وهنا يأتي دور المصرف الخاص الذي يكون أمامه إما خيار الاحتفاظ بالسحب في محفظته لحين الاستحقاق وإما بيعه في السوق المفتوحة للتعويض عما دفعه للمستفيد ثمناً لهذه البضاعة.

ويمكن أن يستفيد مصرف المستورد من مزايا القبولات المصرفية وذلك بتفويض المصرف المراسل بخلق قبول مصرفي يغطي ثمن بضاعة مستوردة أو مصدرية من قبل أحد عملائه بالكامل ويتم ذلك بالتوقيع على سحب عادي، وتفويض المصرف المراسل بقبوله وبيعه في السوق الثانوي لديه، وعندما يتم ذلك يقوم المصرف المراسل بتسجيل صافي قيمة السحب في حساب المصرف المحلي بعد خصم عمولته.

يتم تسعير القبولات المصرفية يومياً في الأسواق النقدية، والفائدة عليها تخصم مقدماً، وبالتالي يجب تحويل هذا السعر إلى فائدة سنوية دوماً حتى يتسنى مقارنته مع أسعار الفوائد على أدوات التمويل الأخرى.

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 569.

تطبيق عملي: على فرض أن سعر فائدة الخصم المعطى على القبول المصرفي لمدة ٩٠ يوماً هو ٨% وكان سعر الفائدة على إحدى أدوات التمويل قصيرة الأجل الأخرى الموجودة في السوق ٨,٤% لنفس المدة، ولإجراء المقارنة لابد من تحويل سعر الخصم على القبول المصرفي إلى سعر فائدة سنوي حقيقي كالتالي:

سعر فائدة الخصم على القبول المصرفي \div {١٠٠- (سعر فائدة الخصم على القبول \times عدد الأيام) \div ٣٦٠} = {٣٦٠ \div ٨} - ١٠٠ = {٣٦٠ \div ٩٠ \times ٨} - ١٠٠} \div ٨ = ٨,٢% سنوياً.

إذاً الفائدة السنوية على القبول ستكون أقل منها على أداة التمويل الأخرى المعروضة.

يعمل انتشار القبولات المصرفية على تشجيع وتنشيط عمليات التصدير، كما أن استخدام القبولات لتمويل عمليات الاستيراد سيوفر الأموال التي تدفع في العادة للمصارف الأجنبية التي تقدم التمويل قصير الأجل للتجارة الخارجية للبلد.

التمويل بالهامش Margin Financing

يتمثل الهامش بالمبلغ النقدي الذي يملكه المستثمر ويقرر استثماره كجزء من كامل مبلغ يرغب باستثماره حيث يقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من بعض المصارف والمؤسسات التمويلية المتخصصة وذلك بضمان كامل المبلغ المستثمر بما فيه ذلك الجزء العائد له، فهو بذلك يستخدم أسلوباً من أساليب المضاربة المبنية على توقع ارتفاع أسعار الأداة المالية المنوي الاستثمار بها، حيث يؤدي الرفع المالي المترتب على نسبة التمويل إلى الهامش إلى مضاعفة أرباح المضارب إذا تحققت توقعاته أو خسائره إذا اتجه السوق بعكس التوقعات.

وتمثل المخاطرة التي قد تنتج عن هذا النوع من التمويل الاتجاه العكسي للسعر، أي انخفاض سعر الأسهم بدل ارتفاعها مما سيؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم المشتراة إلى حد قد يتجاوز معه الهامش المودع من قبل المستثمر إلى المبلغ الذي اقترضه، وبالتالي فإن خسارته هنا ستتجاوز رأسماله إلى المبلغ الذي اقترضه أيضاً. لذلك فإن المصارف المقرضة تحرص دائماً على أن لا تقل ضمانات المبلغ المقرض عن كامل المبلغ المستثمر وبحيث لا تقل بأي حال عن كامل مبلغ القرض أي ٦٠% في مثالنا التالي من قيمة المبلغ المستثمر.

تطبيق عملي ١: يتوقع مستثمر ارتفاع سعر أداة من أدوات الاستثمار ولتكن أسهما معينة خلال سنة معينة بنسبة ٢٠% وهو يرغب في الاستفادة من فرصة الربح المتاحة هذه، وبفرض أن معدل الهامش السائد في السوق الذي يتعامل معه هذا المستثمر هو ٤٠% (٤٠ ألف دولار مثلاً، وهو يملكها بالكامل)، فإن هذا المستثمر إما أن يشتري أسهما بكامل المبلغ الذي يملكه أي ٤٠ ألف دولار محققاً في نهاية العام ربحاً مقداره ٨ آلاف دولار، أو قد يقترض ٦٠ ألف دولار أخرى ليشتري أسهما بمبلغ ١٠٠ ألف دولار، بشرط أن يستعمل كامل الأسهم المشتراة ضماناً للمبلغ المقترض محققاً بذلك ربحاً سنوياً مقداره ٢٠ ألف دولار. فإذا كانت الفائدة السائدة على المبلغ المقترض هي ٥% سنوياً أي ٣ آلاف دولار فإن صافي ربح المستثمر نتيجة عملية التمويل بالهامش سيكون ١٧ ألف دولار.

ولذلك نجد بأن الأساس في عمليات التمويل بالهامش هو أن لا تتم إلا بضمانات كافية أي لا يتم منح قروض تزيد عن قيمة الضمانات بل تكون هذه القروض دائماً بقيمة أقل من قيمتها وبالنسبة المقررة والتي تتراوح عادة بين ٦٠-١٠٠% وتختلف باختلاف الأداة الممولة، بحيث تستطيع هذه الضمانات تغطية أية خسارة قد يتعرض لها المستثمر، لذلك يتم في العادة فتح ما يسمى بحسابات الهامش Margin Accounts لضبط هذه العملية ولكي تكون نسبة التمويل الحقيقية دائماً وفق النسبة المقررة.

تطبيق عملي ٢. في المثال السابق، من أصل ١٠٠ ألف دولار هناك ٤٠ ألف دولار تمثل ملكية للمستثمر Equity و ٦٠ ألفاً تمثل القرض، لذلك فإن نسبة التمويل الحقيقية تساوي:

$$\text{الملكية} \div \text{القيمة السوقية للاستثمار} = 100 \times 40\%$$

على فرض أن الأسهم المشتراة قد أصبحت تساوي بعد شهرين من تاريخ شرائها ١١٠ آلاف دولار، فالوضع بالنسبة لحسابات الهامش يكون كالتالي:

$$\text{القيمة السوقية للاستثمار} = 110,000$$

$$\text{القرض} = 60,000, \text{ الملكية (الجديدة)} = 50,000$$

نسبة التمويل الحقيقية $(110,000 \div 50,000) \times 100 = 220\%$
 الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة = الملكية ÷ النسبة المقررة = $0,4 \div 50,000 = 0,008$
 = ١٢٥,٠٠٠ دولار.

المبلغ الذي يسجل للمستثمر في حساب الهامش (والذي يمكن سحبه إن رغب) =
 $44,000 = 0,40 \times 110,000$
 $6000 = 44,000 - 50,000$ دولار.

أما لو فرضنا أن قيمة السندات المشتراة قد أصبحت تساوي بعد شهرين من
 شرائها ٩٥ ألف دولار، فإن الوضع يصبح كالتالي:

القيمة السوقية للاستثمار ٩٥,٠٠٠
 القرض ٦٠,٠٠٠، الملكية (الجديدة) ٣٥,٠٠٠
 نسبة التمويل الحقيقية $(95,000 / 35,000) \times 100 = 271,43\%$
 الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة = الملكية / النسبة المقررة = $0,4 / 35,000 = 0,00114$
 = ٨٧,٥٠٠ دولار.

المبلغ الذي يجب على المستثمر إيداعه في حساب الهامش للمحافظة على نسبة الضمان
 $35,000 = 0,40 \times 87,500 =$
 $5000 = 40,000 - 35,000$ دولار.

نخلص مما سبق إلى أن حساب الهامش المفتوح باسم المستثمر يجب أن **يعدل**
 باستمرار خلال مدة التمويل وفي تواريخ محددة متفق عليها ليعكس دائماً المحافظة
 على نسبة تمويل حقيقية تساوي نسبة التمويل المقررة حتى تحافظ الضمانات على
 قيمتها. وغالباً ما يتم ذلك بتقييم الأصول المشتراة على أساس أسعارها السوقية يومياً
 Mark to Market فإذا لحقت بالمستثمر خسارة ينخفض الهامش المودع بكامل هذه
 الخسارة فيطالبه المصرف بتغطية الهامش المطلوب. فإذا لم يتمكن من التغطية تجري
 تصفية الأصول المشتراة وتسليم المستثمر ما يتبقى من الهامش الذي يمثل استثماره
 الأصلي.

اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements

يستعمل اصطلاح اتفاقية إعادة الشراء في السوق المالي ويعني الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالباً ما تكون ليلة واحدة Overnight أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه، حيث يتم التسليم وإعادة الاستلام الفعلي لهذه الأوراق عند عملية البيع وعملية إعادة الشراء. ويمكن أن يمتد عمل اتفاقيات إعادة الشراء لفترات أطول تصل إلى ٣٠ يوماً أو أكثر وهنا يسمى Term Repose كما يمكن أن تكون عقود عمليات إعادة الشراء مستمرة بحيث تتكون من عمليات متتابعة لعملية الاستثمار لليلة واحدة تتجدد يومياً بصورة تلقائية إلى أن تلغى من قبل أحد الطرفين. فلو كان لدى شركة ما، أموال فائضة ليست بحاجة فورية لها وترغب في استثمارها. تستطيع هذه الشركة ترتيب عملية شراء سندات حكومية أو غير حكومية من مصرف تجاري مقرونة باتفاقية تتضمن تعهد المصرف بإعادة شراء هذه السندات في اليوم التالي أو بعد فترة محددة.

ويتفق المصرف المقترض على سعر مع المقرض أو يدفع فائدة على اقتراضه للأموال من الشركة، ويكون دور السندات هو فقط لإعطاء الضمان للمقرض. وفي اتفاقيات إعادة الشراء فإن المقترض هو الذي يبيع السندات ليحصل على الأموال ويعيد شراءها عند الاستحقاق، أما في عمليات إعادة الشراء المعكوسة Reverse Repose فإن المستثمر هو الذي يشتري السندات ويعيد بيعها عند الاستحقاق. وفي الغالب يقوم المتعاملون في السوق Dealers بعقد اتفاقيات إعادة الشراء بحكم عملهم فيشترون سندات بمبالغ تزيد كثيراً عن رأسمالهم وبذلك يلجؤون إلى تمويل هذا الشراء عبر الاقتراض، خاصة إذا كانوا يتوقعون ارتفاع قيمة هذه السندات فيبيعونها إلى المقرضين مع اتفاقية وتعهد بإعادة شرائها، ويكون الفرق بين سعري الشراء والبيع هو الربح الذي يتم حسابه على أساس سعر فائدة إعادة الشراء المعلن في السوق والذي يعتمد على سعر فائدة إعادة الشراء لدى المصرف المركزي والذي بدوره يزيد بنسبة ١% تقريباً عن سعر إعادة الخصم.

البيع القصير (على المكشوف) Short Sale

يتمثل البيع القصير ببيع أدوات استثمار (أوراق مالية في العادة) لا يملكها البائع Short-Seller عند إتمام العملية بل يقترضها من وكيل أو جهة معينة لبيعها بسعر عالٍ على أمل شراء هذه الأوراق المالية فيما بعد بسعر منخفض لإعادة الأوراق المالية المشتراة إلى الجهة المقرضة مع عمولة متفق عليها مسبقاً ليبقى للمتعامل فرق السعر كربح.

ويشتري معظم المستثمرين عادة أدوات الاستثمار أولاً ثم يبيعونها عندما ترتفع أسعارها أو عندما يتوقعون انخفاضها عن المستوى الذي وصلت إليه. وهذه العملية تسمى عادة المركز الطويل Long Position ولكن العملية يمكن أن تكون معكوسة بحيث يتم بيع أدوات الاستثمار أولاً لإعادة شرائها في وقت لاحق، ويتحقق ذلك عن طريق افتراضها الآن حتى يتسنى بيعها بالسعر المرتفع على أمل إعادة شرائها أجلاً عند انخفاض سعرها، وتسمى هذه العملية بالبيع القصير أو على المكشوف.

تطبيق عملي: ارتفع سعر سهم بشكل مفاجئ إلى ٢٠ دولاراً، ويتوقع المستثمر أن ينخفض سعره إلى ١٠ دولاراً خلال فترة قصيرة. سيلجأ هذا المستثمر فوراً (في حال كان يحمل السهم في محفظته) إلى بيعها بالسعر المرتفع ليحقق ربحاً نتيجة ارتفاع سعرها، أو سيلجأ إلى البيع القصير إذا كان لا يملك هذه الأسهم ويريد أن يستفيد من هذه الفرصة. لذلك يقترض هذه الأسهم لفترة معينة على أساس إعادتها في وقت لاحق حيث يبيع الأسهم المقترضة عند ٢٠ دولاراً للسهم، فإذا انخفضت أسعار الأسهم فيما بعد كما تنبأ إلى ١٠ دولاراً للسهم خلال المدة المعنية فإنه سيقوم بشراء هذه الأسهم بسعرها الجديد ١٠ دولارات لإعادتها للمقرض محققاً بذلك ربحاً مقداره ١٠ دولاراً للسهم الواحد مطروحاً منها مصاريف وعمولات الجهة المقرضة.

ولحماية المقرض من عدم مقدرة المقرض على السداد فإنه على المقرض Short-Seller إيداع مبلغ نقدي لدى المقرض مساوياً لقيمة الأسهم المشمولة بالعملية. ويكون مبلغ هذا الإيداع بداية حصيلة عملية البيع القصير عادة، فإذا ارتفع سعر السوق لهذه الأسهم فإن هذا يتطلب إيداع مبلغ إضافي في هذا الحساب، أما إذا انخفض السعر

فإن هذا يعني أن بعض الودائع يمكن سحبها منه، أي أن الوديعة مرتبطة بالسوق وحرسته Marked to Market وعند إعادة الأسهم في النهاية فإن بإمكان المقرض استعادة كافة الأموال المودعة.

وتعتبر عملية البيع القصير من أساليب المضاربة الخطرة، وتكمن خطورتها في حالة عدم تحقق توقعات المستثمر بانخفاض الأسعار. فمن المعروف أن الخطورة المتوقعة عادة من عمليات الوضع الطويل محدودة بقيمة الاستثمار، أي أن قيمة الاستثمار المملوك هي أقصى ما يمكن خسارته، أما في عمليات البيع القصير فإن الخطورة المحتملة غير محدودة طالما أنه بإمكان أسعار الأوراق المالية المشمولة بالعملية أن ترتفع إلى عدة أضعاف المبلغ الأصلي، لذلك فإن الارتفاع في أسعار الأوراق المالية قد يشكل خطورة على المقرض لأنه قد يجعل من الصعب بل من المستحيل إعادة شراء هذه الأوراق نتيجة الارتفاع.

ويتم أحياناً إقراض هذه الأوراق المالية مقابل عمولات تدفع للمقرضين. ويدفع المقرضون فائدة عن الأموال المودعة لديهم كضمان. ولكن الغالب أن المقرض لا يستلم أية تعويضات عن العملية، سوى أنه يحتفظ بالمبالغ لديه ويكون له مطلق الحرية في استغلالها. وخلال مدة عملية البيع القصير فإن على المقرض أن يدفع للمقرض مبالغ تعوضه عن قيمة التوزيعات والفوائد التي كان من الممكن استلامها على الأوراق المالية المقترضة ولا تعاد هذه التوزيعات والفوائد حتى بعد إغلاق عملية البيع القصير. وتلافياً للتأثيرات السلبية للبيع القصير على استقرار الأسواق المالية وخاصة في حال ظهور مضاربات محمومة، تمنع قوانين وأنظمة بعض الدول عمليات البيع القصير في حين تخضعها دول أخرى لمعايير دقيقة ومراقبة صارمة.

المبحث الثاني أسواق اليورودولار Euro-dollar markets

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- السوق النقدي الدولي وأسواق اليورودولار.
- أسباب ظهور ونمو سوق اليورودولار.
- تأثيرات أسواق اليورودولار على النظام النقدي الدولي.

يمكن القول إن اليورودولار هي ودائع الدولار الموجودة خارج الولايات المتحدة (أوفشور)، كودائع الدولار في لندن، أو زيورخ أو باريس. ولا تقتصر سوق اليورودولار على الودائع، بل تضم أيضاً سوقاً واسعة للقروض.

الإطار رقم (٤-٢). يقدم نظام الأوفشور ودائع زمنية قصيرة الأجل (في القسم الأكبر منها شهادات إيداع CD's)، فهو بالتالي سوق "لأشباه النقود" Near Monies. ويجب أن نشير إلى أن مجلس الاحتياطي الفدرالي (Federal Reserve (Fed.) قد اعتبر اليورودولار لليلة واحدة Overnight جزءاً مكوناً لما يطلق عليه M_2 ^١.

وتتكون ودائع اليورو أساساً من ودائع قصيرة الأجل تتدرج من أسبوع أو أقل (ودائع لليلة واحدة Overnight) إلى حوالي ثلاث سنوات. وبنفس الأجل تمتد قروض اليورودولار فهي قصيرة أو متوسطة أجل الاستحقاق. فغالبية ودائع وقروض اليورودولار قصيرة الأجل ومعظمها أقل من ستة أشهر. وهكذا يجب اعتبار سوق عملات اليورو على أنها جزء من السوق النقدي الدولي. وفي الشكل رقم (٤-١) تمثيل لقطاعات أسواق النقد الدولية، عرضنا فيه لعمليتين وأدوات مالية بالعمليتين في قطاعي السوق.

بدأ سوق اليورودولار يزداد أهمية منذ خمسينيات القرن الماضي، وكان مركزه الجغرافي بداية في لندن ثم انتشر خارج أوربة إلى آسيا ومناطق أخرى. فقد وافقت المصارف البريطانية على التعامل بودائع الدولار في عام ١٩٥٨، خاصة بعد تكس

1. Levich, Richard M., Op.Cit, P.283.

فائض من الدولارات لديها Dollar Gilt. فقد خرجت ابتداءً من تلك الفترة كميات ضخمة من الدولارات إلى خارج الولايات المتحدة بعيداً عن سيطرة السلطات النقدية، نتيجة الإنفاق العسكري الضخم وبرامج المساعدات وحرب فيتنام.

وقد ساعد عامل قبول الدولار كعملة احتياطي دولي، وانعدام القيود على التحويلات الخارجية كثيراً على نشوء سوق اليورودولار وبالأخص بعد زيادة العائدات النفطية وظهور ما سمي بالدولار النفطي Petrodollar الذي يمثل نوعاً آخر من الدولارات التي تقع خارج دائرة التأثير الفعلي للولايات المتحدة كدولة مصدرة لهذه الدولارات. وبالنتيجة اتخذت الولايات المتحدة بعض التدابير التي أطلق عليها **Q-Regulation** وقصد منها الحد من تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج. وقام مصرف الاحتياطي الفدرالي (Federal Reserve (Fed.) بتحديد سعر أقصى للفائدة التي يمكن للمصارف الأمريكية أن تدفعها على الودائع. وبما أن سعر الفائدة على الدولار الأوربي كان أعلى مما حدد في أمريكا، فقد أصبحت أسواق اليورودولار أكثر جاذبية بالنسبة للودائع الأمريكية، كما حفزت المصارف الأمريكية على الاقتراض من هذه الأسواق لتعويض الودائع التي سحبت منها.

	الدولار الأمريكي	الين الياباني
Onshore	وديعة مصرفية أمريكية أذونات خزانة أمريكية سندات شركات أمريكية	وديعة مصرفية يابانية سندات حكومية يابانية سندات شركات يابانية
Offshore	وديعة يورو دولار سندات يورو دولار (مصدري سندات من شركات ومستقلين)	وديعة يورو ين يابانية سند يورو ين ياباني (مصدري سندات من شركات ومستقلين)

الشكل رقم (٤-١) قطاعات أسواق النقد الدولية^١

* تعرض سوق الأوفشور كسوق موازية **parallel market** أدوات مصرفية وأوراق مالية تتنافس مع مثيلاتها في السوق التقليدي **Onshore**.

1. Levich, Richard M., Op.Cit, P.277.

توسعت أسواق اليورو دولار لتصبح من أكبر أسواق الإقراض قصير الأجل بالدولار خاصة. واعتمدت عملية التوسع عملات دولية ومناطق جغرافية مختلفة. ففي البحرين مثلاً، مراكز لتجميع الودائع الخارجية بالعملات الدولية من غير العملات المحلية للمتعاملين. كما توجد أسواق الدولار الآسيوية، وبالتالي فقد أصبحت هذه الأسواق عنصراً بالغ الأهمية في نمو القطاع المصرفي الدولي.

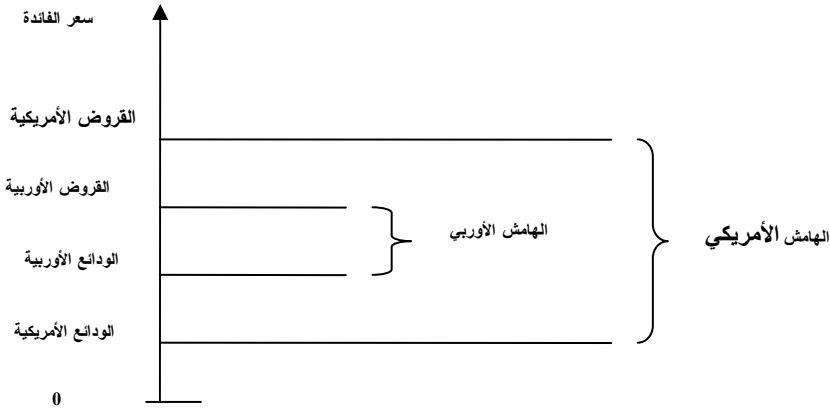
أسباب ظهور ونمو سوق اليورو دولار

من الأسباب العديدة التي ساهمت في ظهور ونمو هذا السوق مايلي:

- سيطرة الحرب الباردة على العلاقات الدولية في الخمسينيات وقيام الاتحاد السوفيتي السابق بتحويل ودائعه في المصارف الأمريكية إلى لندن خوفاً من تجميدها من قبل الولايات المتحدة؛¹
- قيام الحكومة البريطانية في النصف الثاني من الخمسينيات بوضع قيود على استخدام الجنيه الإسترليني بهدف المحافظة على قيمته، وبالنتيجة زادت المصارف البريطانية من تعاملها بالدولار؛
- بدأ ميزان المدفوعات الأمريكي في أواخر الخمسينيات يعاني من العجز وزاد حجم التدفق الرأسمالي إلى خارج الولايات المتحدة بين ١٩٥٩ و ١٩٦٣؛
- تم أثناء الستينيات وضع سقف على أسعار الفائدة التي تدفعها المصارف الأمريكية على الودائع لأجل وحسابات الادخار وفقاً لما أطلق عليه القاعدة Q Regulation. وقد ساهم هذا الإجراء في خلق فارق في أسعار الفائدة بين أوربة وأمريكا، مما شجع الأمريكيين على إيداع أموالهم في المصارف الأوربية، وقد استطاعت المصارف الأوربية دفع فائدة أعلى لأن الدولار الأوربي لم يكن يخضع لأي متطلبات احتياطي قانوني بعكس ما هو الحال في المصارف الأمريكية. وعلى اعتبار أن المصارف الأوربية كانت أكثر قدرة على منح نسب أكبر من ودائعها كقروض بالمقارنة مع مثيلاتها الأمريكية، فهي بالتالي كانت قادرة على الحصول على عائد أكبر، كما أنها استطاعت دفع سعر أعلى على الودائع. ويوضح الشكل

1. Gibson W., Heather D., Op.Cit, PP. 227-230.

رقم (٤-٢) الفرق في معدلات الفائدة على القروض والودائع داخل أميركا، ومعدلات الفائدة على القروض والودائع في المصارف الأوروبية. ويبين الشكل أن الفارق Spread الأمريكي يفوق الفارق الأوربي، فالمصارف الأوروبية تستطيع أن تطلب أسعار فائدة أقل على قروض الدولار، وأن تدفع سعر فائدة أعلى على ودائع الدولار مقارنة مع المصارف الأمريكية؛



الشكل رقم (٤-٢) الفرق في أسعار الفائدة على القروض والودائع^١

- قامت الحكومة الأمريكية في أواخر الستينيات بسبب الحرب في فيتنام بإتباع سياسة نقدية انكماشية لمحاربة التضخم، مما جعل الحصول على قروض داخل أمريكا أكثر كلفة، ودفع ذلك بالمقترضين بما فيهم المصارف الأمريكية إلى الحصول عليها من الخارج (من المصارف الأوروبية)، خاصة وأن أسعار الفائدة على قروض الدولار الأوربي كانت أقل مما هي في أمريكا؛
- تعتبر "صدمة النفط" الأولى من أهم الأسباب في نمو الدولار الأوربي عام ١٩٧٣-١٩٧٤ عندما زادت منظمة الدول المصدرة للنفط أسعار البترول أربعة أضعاف تقريباً، ونتيجة لذلك حصل تدفق كبير من دولارات النفط Petrodollar إلى الدول المصدرة، التي بدورها أودعت جزءاً كبيراً منها في مصارف لندن وغيرها من المصارف الأوروبية؛

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 544-545.

- إعلان معظم الدول الأوروبية قابلية عملاتها للتحويل؛
- عدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تجري في سوق العملات الأوروبية، ومن ثم انخفاض تكلفة الائتمان في هذه السوق بالمقارنة بتكلفة الائتمان في الأسواق المحلية.

تأثيرات أسواق اليورودولار على النظام النقدي الدولي

أصبحت أسواق الدولار الأوربي والعملات الأوروبية قوة تدفع بأسعار الفائدة باتجاه المساواة، ولعبت هذه الأسواق دوراً رئيساً في تشجيع التكامل المالي عبر الحدود الدولية، إضافة إلى ذلك أصبحت السياسة النقدية لأي دولة بالنسبة إلى سعر الفائدة أقل استقلالاً من ذي قبل، فأى محاولة لرفع أسعار الفائدة في دولة ما سيؤدي إلى تدفق في الأموال إلى هذه الدولة وسيفسد هذا الإجراء كما أنه سيضع ضغطاً على أسعار الفائدة في دول أخرى. ويمكننا أن نعدد التأثيرات التالية الأكثر أهمية لأسواق اليورودولار على النظام النقدي الدولي:

١. عملت على تقوية الدولار الأمريكي، عبر التوسع في استعماله كعملة رئيسية في التمويل والتجارة الدوليين. فالدولار يغطي النسبة الأكبر من العمليات التجارية الدولية وبالتالي ضعفت الرغبة في تحويله إلى الذهب؛
٢. لعبت هذه الأسواق دور صلة الوصل بين الأسواق النقدية المحلية والدولية مما أعطى المزيد من المرونة للنظام النقدي الدولي من خلال التحركات الواسعة لرؤوس الأموال من سوق لآخر سعياً وراء فروقات الفائدة وأسعار الصرف؛
٣. ساعدت هذه الأسواق على تمويل وتغطية العجز في موازين مدفوعات بعض الدول عن طريق الاقتراض من المصارف الدولية العاملة في هذه السوق، في حين تضخمت مديونية بعض الدول كما هو حال البلدان النامية؛
٤. عملت هذه الأسواق على تجميع وتعبئة رؤوس الأموال، مما أدى إلى تخفيض وربما توحيد معدلات الفائدة على مختلف العملات وزيادة المنافسة ورفع كفاءة النظام المصرفي.

المبحث الثالث

أسواق العملات الأوروبية

Euro-Currencies Markets

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- أسواق العملات الأوروبية
- المكونات الأساسية لأسواق العملات الأوروبية.
- الخصائص الأساسية لأسواق العملات الأوروبية.

يمكن تسمية سوق اليورو دولار Euro-Dollar بسوق العملات الدولية لأنها ليست مقتصرة على الدولار كما أنها ليست مقتصرة على أوروبية. فقد أصبحت كلمة Euro لاحقاً غير معبرة عن حقيقة المعاملات التي تتم بعملات أجنبية في بلدان أخرى، عندما بدأت تنتشر في أسواق هونج كونج وسنغافورة والبحرين... إلخ.

ويمكن تعريف العملة الأوروبية Euro-Currency بأنها وديعة مصرفية أو قرضا بعملة دولة أخرى غير الدولة التي يتواجد فيها المصرف (السوق). كأن يطلب سوري قرضا بالدولار الأمريكي أو الين الياباني من مصرف في البحرين. ويطلق على كل سوق اسم العملة المتداولة فيها بشكل كبير، كأن يقال سوق اليورو دولار أو سوق اليورو بين أو اليوروسترليني وهكذا.

يشكل الدولار الجزء الأكبر من سوق العملات الأوروبية Eurocurrency Market. وتوجد عدة طرق تظهر من خلالها ودائع الدولار الأوربي أو ودائع العملات الأوروبية، فقد يبيع مصدر أمريكي سلعة إلى مستورد بريطاني ويستلم مقابل ذلك دولارات، وقد يرغب المصدر الأمريكي إيداع هذه الدولارات في أحد مصارف لندن لكي تكون متاحة للاستخدام في شراء سلع إنكليزية مستقبلاً، وبدوره يقوم المصرف اللندني بالاحتفاظ بهذه الوديعة بالدولار، وكغيره من المصارف يستطيع المصرف المذكور إقراض هذه الوديعة إلى زبائنه الراغبين بالحصول على الدولارات، وهكذا

يمكن لودائع الدولار الأوروبي أن تنمو بطريقة المضاعف Multiplier عبر التوسع في خلق النقود التي تركز على فكرة الاحتياطي الجزئي Fractional Reserve¹.

وتكون القروض في مثل هذا النوع من التوسع في الودائع، لمدة ستة أشهر أو أقل عادةً. وتسمى المصارف التي تمنح هذه القروض بالمصارف الأوروبية Eurobanks حتى لو كانت هذه المصارف واقعة خارج أوربية كسنغافورة مثلاً.

ويتكون سعر الفائدة على القروض من علاوة Markup يعتمد حجمها على المخاطرة وأحوال السوق فوق سعر الفائدة الذي تدفعه المصارف عندما تأخذ قروضاً من مصارف أخرى وفقاً لمعدل LIBOR.

المكونات الأساسية لأسواق العملات الأوروبية

تتشكل هذه الأسواق رئيسياً من ثلاثة مكونات هي:

١- أسواق القروض الأوروبية. في هذه السوق معظم القروض قصيرة الأجل وتستحق في غضون ١٢ شهراً، وهي عبارة عن قروض تتم بمبالغ كبيرة بين المصارف التي تعمل في هذه السوق، حيث تقرض أو تقترض من تلك السوق لمدة تتراوح بين ليلة واحدة وسنة. وتمثل هذه السوق أكثر من ٧٠% من الحجم الإجمالي لأسواق العملات الأوروبية. وتتميز هذه السوق بكونها بين المصارف Interbank Market ويتم استخدام أرصدة هذه السوق لتمويل متطلبات السيولة لأحد المصارف أو لتمويل أحد القروض الدولية؛

٢- أسواق السندات الأوروبية. وهي سوق طويلة الأجل، تشترك فيها تجمعات مصرفية كبيرة لإصدار وترويج السندات المقومة بعملة معينة في أسواق رأس المال لدولة أخرى. وتقوم مصارف الاستثمار أو التجمعات المصرفية المختلفة نيابة عن المقترض الذي يكون في الغالب إما مؤسسات عامة أو حكومات أجنبية أو وكالات ومنظمات دولية مثل البنك الدولي بطرح هذه السندات للاكتتاب. ويتم ذلك مقابل عمولة ومصاريف إصدار وترويج يدفعها المقترض للتجمع المصرفي سالف الذكر؛

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 546-547.

٣- أسواق الائتمان الأوروبية. تتعامل هذه الأسواق في إصدار القروض متوسطة وطويلة الأجل بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة. وتتولى البنوك المختلفة منح هذه القروض للهيئات والحكومات التي ترغب في الحصول على الموارد التمويلية اللازمة لمواجهة فاتورة الواردات وتمويل برامج التنمية الاقتصادية من جهة أو لتمويل التجارة الدولية والاستثمار من جهة أخرى. ويجري في إطار هذه السوق عقد القروض المشتركة Syndicated Loans التي نناقشها لاحقاً.

الخصائص الأساسية لأسواق العملات الأوروبية

- تحكمها القواعد الأساسية للمنافسة الحرة، في حين أن معظم الأسواق المحلية للعملات تضم عناصر احتكارية ومفيدة للمعاملات. فعدم وجود القيود الخاصة بضرورة الاحتفاظ باحتياطيات الودائع يسمح بتوظيف الودائع بالكامل وبإمكانية دفع فوائد أعلى على هذه الودائع، كما أن عوامل المنافسة تقلل الهامش الموجود بين أسعار الإقراض وأسعار الاقتراض. وعمليات الإقراض والاقتراض معفاة من الضرائب والقيود على التحويل الخارجي، فالتنافس الحر في هذه الأسواق يوفر شروطاً أفضل للمدين؛
- تعتبر أسواق العملات الأوروبية شديدة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على الأرصدة المالية، إذ يرتفع معدل العائد على العملات الأوروبية نتيجة لزيادة الطلب الأمر الذي يؤدي إلى جذب الأرصدة المالية من مختلف الأسواق الوطنية. فإيداع بعض المصارف الأوروبية جزءاً من احتياطياتها في سوق العملات بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق مصرف التسويات الدولية، ساعد على توسيع القاعدة الائتمانية لأسواق اليورودولار لأن عمليات إعادة الإقراض لهذه الاحتياطيات قد ولد مضاعفاً ائتمانياً كبيراً؛
- تعتبر هذه السوق بمثابة سوق جملة حيث إن القروض التي تتم في حالات كثيرة هي قروض بمبالغ كبيرة، ويتم عقدها باستخدام وسائل الاتصال المعروفة، ومن ثم فإن ترتيب القروض على هذا النحو يخفض تكلفة المعاملات إلى أدنى حد؛

- يطلق عليها أيضاً أسواق الدين الدولية، ويقصد بها القروض المقومة بالعملات الدولية التي تمنحها الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات ولا تخضع لرقابة السلطات النقدية أو المالية لأي من الدول؛
- يتم التعامل في هذه الأسواق بالدرجة الأولى بين المصارف نفسها Inter-Bank وتنصب معظم الأنشطة على قبول الودائع وإقراضها واستثمارها في نفس الدولة أو في دول أخرى؛
- أسعار الفائدة في هذه الأسواق معومة Floating، وتحدد دورياً كل ثلاثة أو ستة أشهر. وهي ذات صلة وثيقة بأسعار الفائدة في سوق لندن LIBOR يضاف إليها هامش يتراوح معدله بين ٣/٨-٢,٥% وذلك حسب المركز المالي والثقة الائتمانية للمقترض؛
- تتراوح فترة القرض في أسواق العملات هذه بين الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة حسب نوع الاستثمارات النقدية التالية: شهادات الإيداع الدولية المقومة بالدولار تمثل أوسع أدوات الاستثمار النقدي قصير الأجل. الإقراض المصرفي بالعملات الدولية Euro-Credit يعتبر من ركائز التعامل المتوسط الأجل. السندات الدولية تستخدم كأداة للإقراض طويل الأجل؛
- تعتبر فروقات أسعار صرف العملات الدولية موضوع التعامل وفروقات الفوائد على تلك العملات وكذلك فروقات أسعار بيع العملات في السوق الآجلة Forward والسوق الفورية Spot، إضافة إلى رسوم عمليات التمويل المصرفية من أهم مصادر الربحية في هذه الأسواق؛
- ساعد وجود مراكز أو تجمعات مصرفية كبيرة غير خاضعة للسلطات النقدية كثيراً على سرعة انتقال رؤوس الأموال من مكان إلى آخر ومن عملة إلى أخرى، وهذا ما خلق اختلافاً كبيراً في أسعار الصرف. ويمكننا أن نسوق كدليل على ذلك ما حدث للجنه الإسترليني والبيزيتا الأسبانية والليرة الإيطالية في نهاية عام ١٩٩٢ حيث اضطرت هذه العملات إلى الخروج من نظام النقد الأوربي. فسرعة وحرية انتقال رؤوس الأموال خارج نطاق سيطرة السلطات النقدية لها تأثيرات سلبية على

الاقتصادات الوطنية وفي حال كان سعر صرف العملة المحلية غير مستقر فإن ذلك يدفع إلى خروج رؤوس الأموال وانتقالها بسرعة وقيام المضاربات مما يزيد عدم الاستقرار؛

■ تظهر بعض مخاطر هذه الأسواق بسبب التقديرات والسياسات الخاطئة المتبعة من قبل بعض الدول وخاصة التي تعقد قروضاً وتوافق على شروط تجد نفسها لاحقاً غير قادرة على الوفاء بها وتنفيذها بموجب العقد مما يزيد من تقييدها مستقبلاً.

ملخص الفصل الرابع

يعتبر سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الأجل، ويتميز بالمرونة العالية وبانخفاض درجة المخاطرة. وتتوفر في هذا السوق إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، مجموعة من الأدوات من أهمها أذونات الخزانة، شهادات الإيداع، والأوراق التجارية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل، وتعتبر القبولات المصرفية أداة دين يتوفر فيها عنصر السيولة والأمان. وفيما يخص التمويل بالهامش، فإن الهامش يتمثل بالمبلغ النقدي الذي يملكه المستثمر ويقرر استثماره كجزء من كامل مبلغ يرغب باستثماره حيث يقوم باقتراض باقي المبلغ الذي يحتاجه من بعض المصارف والمؤسسات التمويلية المتخصصة وذلك بضمان كامل المبلغ المستثمر بما فيه ذلك الجزء العائد له، فهو بذلك يستخدم أسلوباً من أساليب المضاربة لذلك نجد بأن الأساس في عمليات التمويل بالهامش هو أن لا تتم إلا بضمانات كافية. ويستعمل اصطلاح اتفاقية إعادة الشراء في السوق المالي ويعني الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في نفس الوقت يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد فترة محددة غالباً ما تكون ليلة واحدة أو لأجل قصير وبسعر أعلى من سعر البيع الأول يتفق عليه، حيث يتم التسليم وإعادة الاستلام الفعلي لهذه الأوراق عند عملية البيع وعملية إعادة الشراء. ويتمثل البيع القصير ببيع أدوات استثمار لا يملكها البائع عند إتمام العملية بل يقترضها من وكيل أو جهة معينة لبيعها بسعر عالٍ على أمل شراء هذه الأوراق المالية فيما بعد بسعر منخفض لإعادة الأوراق المالية المشتراة إلى الجهة المقرضة مع عمولة متفق عليها مسبقاً ل يبقى للمتعاين فرق السعر كريح. ويشترى معظم المستثمرين عادة أدوات الاستثمار أولاً ثم يبيعونها عندما ترتفع أسعارها أو عندما يتوقعون انخفاضها عن المستوى الذي وصلت إليه. وهذه العملية تسمى عادة المركز الطويل ولكن العملية يمكن أن تكون معكوسة بحيث يتم بيع أدوات الاستثمار أولاً لإعادة شرائها في وقت لاحق، ويتحقق ذلك عن طريق اقتراضها الآني

حتى يتسنى بيعها بالسعر المرتفع على أمل إعادة شرائها آجلاً عند انخفاض سعرها، وتسمى هذه العملية بالبيع القصير أو على المكشوف.

يمكن القول أن اليورودولار هي ودائع الدولار الموجودة خارج الولايات المتحدة (أوفشور)، كودائع الدولار في لندن، زيورخ أو باريس. ولا تقتصر سوق اليورودولار على الودائع، بل تضم أيضاً سوقاً واسعة للقروض. بدأ سوق اليورودولار يزداد أهمية منذ خمسينيات القرن الماضي، ولقد توسعت أسواق اليورودولار لتصبح من أكبر أسواق الإقراض قصير الأجل بالدولار خاصة. وأصبحت أسواق الدولار الأوربي والعملات الأوربية قوة تدفع بأسعار الفائدة باتجاه المساواة، ولعبت هذه الأسواق دوراً رئيساً في تشجيع التكامل المالي عبر الحدود الدولية. ويمكن تسمية سوق اليورودولار بسوق العملات الدولية لأنها ليست مقتصرة على الدولار كما أنها ليست مقتصرة على أوربية. ويمكن تعريف العملة الأوربية بأنها وديعة مصرفية أو قرصاً بعملة دولة أخرى غير الدولة التي يتواجد فيها المصرف (السوق). تتشكل أسواق العملات الأوربية من أسواق القروض الأوربية، وأسواق السندات الأوربية وأسواق الائتمان الأوربية.

مصطلحات الفصل الرابع

الخصم المصرفي	المخاطرة النقدية
المردود أو الربح	مخاطرة الائتمان
سعر الشراء	شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول
سعر البيع	القبولات المصرفية
خصم الشراء	أذونات الخزينة
خصم البيع	الأوراق التجارية
طلب العميل	أساس مقطوع
إصدارات معلنة	دفعة بالون
سندات أذنية	سعر الفائدة المعلن
اعتمادات ضمان	سعر الفائدة الفعلي
القروض المشتركة	الفرق أو الهامش

أسئلة الفصل الرابع

- ١- ما هي أسباب انخفاض درجة المخاطرة في السوق النقدي؟
- ٢- لديك التسمية التالية لسعر الفائدة لمدة شهر: (٧- ٢٥،٧%)، ما معنى ذلك؟
- ٣- تشكل أدونات الخزنة المعيار الذي تقاس عليه عوائد بقية أدوات السوق النقدي، لماذا؟
- ٤- أوضح مميزات شهادات الإيداع.
- ٥- اذكر أهم مواصفات أوراق اليورو.
- ٦- الأساس في عمليات التمويل بالهامش هو أن لا تتم إلا بضمانات كافية، لماذا؟
- ٧- أوضح المقصود باصطلاح اتفاقية إعادة الشراء؟
- ٨- ما المقصود بالمركز الطويل للمستثمر؟
- ٩- تعتبر عملية البيع القصير من أساليب المضاربة الخطرة، كيف ذلك؟
- ١٠- اذكر الأسباب التي ساهمت في ظهور ونمو سوق اليورو دولار.

الفصل الخامس

أسواق المال الدولية

International Financial Markets

(أسواق رأس المال)

المبحث الأول

سوق السندات الدولية

The International Bond Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- أقسام سوق السندات الدولية.
- سوق السندات الأوربية (اليوروبوند).
- العوامل المؤثرة في نمو وتطور سوق اليوروبوند.

تعتبر سوق السندات الدولية أحد أهم أجزاء أسواق رأس المال الدولية، ويرجع ذلك إلى كونها أداة هامة لتوفير السيولة طويلة الأجل. ويتم إصدار السندات الدولية عادة، بعملة إحدى الدول التي يتم الاكتتاب فيها عن طريق المصارف والمؤسسات الكائنة في هذه الدولة. وتتنوع السندات المصدرة تنوعاً كبيراً، يتيح حرية أفضل في الحركة من جانب المقترضين والمكتتبين في هذه السندات، فهناك السندات التي تصدر بأسعار فائدة متغيرة حيث يتم تغييرها كل فترة استرشاداً بأسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية على العملة التي تم بها إصدار هذه السندات. كما قد تصدر هذه السندات بأسعار فائدة متغيرة مع إعطاء الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة عن مستوى محدد. وهناك أيضاً أنواع أخرى من السندات التي يمكن إصدارها في أسواق المال الدولية مثل سندات الشريحة المتعددة،

والسندات التي تصدر مرفقة بشهادة حق تخول حاملها إمكانية شراء سندات إضافية خلال مدة محددة أو إمكانية تحويل السندات إلى أسهم ملكية في الشركات التي أصدرتها.

ويلجأ المستثمر أو المكتتب، عادة في هذه السندات، إلى اختيار تلك النوعية من السندات التي تحقق له كافة رغباته، سواء تعلقت هذه الرغبات بالحصول على دخل أو إيراد دوري مرتفع وثابت، أو تعلقت بتحقيق الأمان وتقليل المخاطر وزيادة درجة السيولة مع الحصول على إيراد أقل. كما يمكن الاكتتاب كذلك في سندات مقومة بسلة عملات تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف أو أن يتم التعامل في السوق الآجلة بغرض تغطية مخاطر هذه التقلبات.

وتصبح السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية بعد تمام الاكتتاب والتخصيص في السوق الأولية، ويتم التعامل في السوق الثانوية للسندات بالبيع والشراء من خلال المصارف والسامسة وبيوت المقاصة والشركات الدولية.

أقسام سوق السندات الدولية

ينقسم هذا السوق إلى قسمين:

١- سوق السندات الأجنبية Foreign Bond Market: ويقوم مصدر السندات في هذه السوق من دولة ما بإصدار وبيع السندات في دولة أخرى (الدولة المضيفة)، والعملة التي تصدر بها السندات هي عملة الدولة المضيفة؛

٢- أسواق السندات الأوروبية Eurobond Markets: ويقوم المقترض في هذه الأسواق من دولة ما بإصدار سندات في أسواق دول عديدة بمساعدة مؤسسة إقراض متعددة الجنسية Multinational Loan Syndicate، ويمكن إصدار هذه السندات بعملات مختلفة.

ويشكل السوقان السابقان، إجمالي سوق السندات الدولي. وتصدر بعض السندات أيضاً في مراكز الأوفشور Offshore Centers كجزر كايمان Cayman، البهاما وبعض جزر الكاريبي الهولندية Netherlands Antilles، وما تبقى من الجهات المصدرة تتكون من مؤسسات كالبنك الدولي وصندوق النقد وبعض الدول. ويرأس

الدولار الأمريكي قائمة العملات التي تصدر بها السندات. حيث تدفع السندات المصدرة سعر فائدة ثابت أو متغير (عادة مرتبط بـ LIBOR)، إضافة إلى ذلك تباع بعض السندات عند خصم، وفي هذه الحالة لا توجد دفعات الفائدة المعتادة، ولكن تستلم الفائدة بكاملها وتكون من ضمن قيمة السند الاسمية عند الاستحقاق. ويجدر الإشارة إلى أن غالبية مصدري السندات الدولية، هم من الدول المتطورة.

الإطار رقم (٥-١). نظام الأوفشور Offshore System أو التسهيلات المصرفية الدولية، سمح بموجبه للمصارف الأمريكية في الداخل أو الخارج بإنشاء مناطق مالية حرة للتعامل في نطاقها. ودخلت الفكرة حيز التطبيق في بداية الثمانينيات من القرن الماضي. وهدفت بالدرجة الأولى إلى استعادة جزء من الدولارات المتسربة إلى الخارج وإعادة توطينها عبر إعفاء بعضها من الضرائب والقيود في حال بقاءها ضمن المناطق المالية الحرة. وأكثر المراكز نشاطاً في العالم هي التي أنشئت في جزر الكاريبي والباهاما والبحرين. وأهم مصادر تمويل الأوفشور هي أسواق العملات الدولية، وبالدرجة الأولى سوق اليورو ودولار وبالأخص بعد زيادة العائدات النفطية عام ١٩٧٤/١٩٧٥ و عام ١٩٧٩ وظهر ما سمي بالدولار النفطي.

سوق السندات الأوروبية (اليوروبوند) Euro-bond Market

يعتبر سوق اليورو ودولار بوند Euro-Dollar Bond Market على المستوى الدولي، أهم سوق للسندات، وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ويتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطة النقدية الأمريكية، وذلك على النقيض من سوق سندات المقترضين الأجانب في الولايات المتحدة الأمريكية والمعروفة بسوق اليانكي Yankee Bond Market وفي اليابان سوق سندات الساموراي Samurai Bond Market وسوق سندات البلدوغ في بريطانيا Bulldog Bond Market حيث تخضع هذه الأسواق للقوانين والأنظمة المحلية لدولها.

استعملت أموال اليورو ودولار بداية للاقتراض القصير الأجل وذلك لتمويل التجارة الخارجية بالدولار، إلا أنها أخذت بعد ذلك بالزيادة المضطردة التي أدت إلى

استعمال هذه الأموال للاقتراض الطويل الأجل حيث أقيمت الدول على الاقتراض من هذا السوق لتمويل عجز موازين مدفوعاتها ولتمويل مشاريعها مما أدى إلى تطور القروض المجمعّة في هذا السوق، ومع تطور القروض المجمعّة تطور سوق آخر مرتبط به وهو سوق اليورو بوند.

كما قادت ضريبة تعديل الفائدة (IET) Interest Equalizing Tax التي ساققتها الحكومة الأمريكية عام ١٩٦٤، إلى الدفع باتجاه قيام سوق سندات اليورودولار خارج الولايات المتحدة. وانتشر ذلك لاحقاً إلى عملات أخرى كالإسترليني Euro-Sterling والين Euro-Yen الذي نتحدث عنه باختصار في الفقرة التالية.

يصدر سندات اليورودولار مقترضون ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم في أسواق رأس المال لدولة أخرى، وبعملة غير عملة الدولة التي يتم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب. فإذا قام سوري بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو زيوريخ أو لوكسمبورج فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أوروبية. وتتولى، عادة، تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار من السندات، ومن ثم فإن حاملي هذه السندات ينطبق عليهم وصف غير المقيم بالنسبة للدولة التي صدرت بعملتها هذه السندات.

ومن أهم الأطراف الداخلة في السوق

١- الجهات المقترضة: يتم الاقتراض في سوق سندات اليورو من قبل القطاعات الحكومية وغير الحكومية والقطاع الخاص المتمثل بالمصارف والمؤسسات والشركات المالية والمشاريع المحلية والدولية.

٢- الجهات المستثمرة: يتم الاستثمار عن طريق المجموعات الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين والبنوك الدولية والشركات المالية والمؤسسات الادخارية والشركات الكبيرة والحكومات.

العوامل المؤثرة في نمو وتطور سوق اليوروبوند

ساعد في نمو سندات اليورو عوامل عديدة، يمكننا أن نذكر منها التالية:

- تصدر في إطار خال من القيود أو الإجراءات التنظيمية التي تسود الأسواق المحلية والتي يضعها عادة المصرف المركزي أو السلطات النقدية والمالية في هذه الأسواق؛

- عادة لا تكون متاحة لاشترك الجمهور في إصداراتها وإدارتها، ولكن عملية إدارة وتنظيم الإصدار تتم بواسطة مصارف الاستثمار أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها حق إصدار وترويج السندات نيابة عن المقترض مقابل عمولة تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعة البيع التي تتمثل في مجموعة واسعة الانتشار من المصارف والوسطاء. وتتولى مجموعة البيع سلفة الذكر تسويق الإصدار بين المستثمرين النهائيين من الأفراد والمؤسسات؛

- عادةً ما تكون الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الخضوع لأي نوع من الضرائب على عكس ما يحدث في بعض الأسواق المحلية أو الأجنبية؛

- تتأثر معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأوربية عادة بظروف السوق وتفضيلات المستثمرين.

وتؤثر في تطور سوق اليوروبوند عوامل كثيرة منها:

- الضرائب؛

- توزيع المناطق الزمنية Time Zone Distribution أي توزيع الأسواق الرئيسية الدولية مما يسمح بتداول السندات على مدار الساعة وتحويل السندات من سوق إلى آخر (من نيويورك إلى طوكيو إلى لندن وهكذا)؛

- التغييرات القانونية والتنظيمية كما حدث في أسواق لندن ونيويورك؛

- إيجاد مؤسسات مثل "اليوروكليبر والسيدال".

- حصة قروض المصارف المجمعمة والتقليدية من سوق الإقراض، فقد قلت المصارف كثيراً من حجم الإقراض السيادي Sovereign Lending بعد أزمة المديونية في الثمانينيات مما جعل سوق السندات يزدهر على حساب سوق القروض المجمعمة؛

- التنوع في إصدار السندات، كإصدار سندات مرتبطة بالأسهم أو لا تحمل سعر فائدة أو ذات ضمان بالتملك Warrants.

سوق سندات اليورو بين Euro- Yen Bond Market

يمكننا أن نقدم سوق سندات اليوروين كنوع آخر من سوق السندات الأوربية، غير سوق سندات اليورودولار. وقد قامت هذه السوق بمبادرة من شركة داياو Daiwa اليابانية للأوراق المالية، وكان الإصدار الأول في عام ١٩٧٧. ومن خصائصها عدم الحاجة للأمين trustee وعدم وجود ضوابط على الفائدة أو على عمليات المقايضة بالعملة والفائدة currency & interest swaps بين المقيمين وغير المقيمين، كذلك عدم وجود ضوابط على عمولات الإدارة أو الإصدار أو البيع أو غيرها، كما لا يوجد ضوابط على فترة الاستحقاق أو التحويلات.

الإطار رقم (٥-٢). تستوجب الطبيعة الدولية لسوق السندات وإصدار السندات لحاملها Bearer Form وبدون أية سجلات لمالكيها، وجود وكلاء مركزيين Central Agents أو بيوت مقاصة Clearing Houses تكون مهمتها الاحتفاظ بالسندات نيابة عن المشتركين في السوق وتسجيل التحويلات فيما بينهم، بينما تبقى السندات في الوقت نفسه في الحفظ الأمين لدى هذه البيوت. وقد أسس لهذا الغرض في بروكسل عام ١٩٦٨ ما يسمى اليوروكليبر Euroclear وبعده في لوكسمبورغ عام ١٩٧١ منافس آخر هو السيدال Cedel. كما أسس في عام ١٩٦٩ المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات Association of International Bond Dealers AIBD كجهاز منظم لسوق السندات العالمي.

المبحث الثاني

سوق السندات الأجنبية

Foreign-Bond Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- خصائص السندات الأجنبية.
- أسواق السندات الأجنبية الرئيسية.
- تصنيف السندات.

وهي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس البلد الذي تم طرح السندات فيه. فإذا قام مشروع سوري في أسواق رأس المال في نيويورك بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب فيها فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أجنبية.

ويتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة وبعملة نفس الدولة ويتم توزيع الإصدار بين المكتتبين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية. والملاحظ أن عمليات تنظيم الإصدارات سالف الذكر بواسطة التجمعات المصرفية الدولية تقع في نطاق التعامل في السوق الأولية للسندات أو سوق الإصدار. وكلما تطورت السوق الثانوية لبيع وشراء السندات الدولية وارتفع حجم التعامل بها كلما ارتفعت جاذبية هذه السندات أمام المستثمرين. فطالما كانت إمكانية التصرف فيما يحوزه المستثمر من سندات كبيرة، فإن المستثمر يستطيع أن يحقق تنوعاً مناسباً في محافظته المالية.

وتعتمد كفاءة السوق الثانوية للسندات الدولية عموماً على عدد الوسطاء ومدى توفر صانعي السوق Market Makers الذين يدخلون كبائعين ومشتريين لحسابهم الخاص بالإضافة إلى ضرورة توفر الإطار المؤسسي الملائم لنشاط التداول في هذه السوق.

خصائص السندات الأجنبية Foreign-bond

تتميز السندات الأجنبية:

- بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت بتكاليف إصدار السندات الأوروبية. فتكلفة السندات المصدرة بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار ولكن في مراكز مالية أخرى. وعلى الرغم من ذلك فإن السندات الأوروبية تزيد على ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في لأسواق الدولية كافة.

- ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نتيجة القيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات، فإذا أرادت إحدى المؤسسات إصدار سندات دولارية في نيويورك فيجب أولاً استيفاء كافة المتطلبات القانونية التي تضعها لجنة البورصات من حيث إعداد نشرة الإصدار ومراجعتها فضلاً عن مراعاة كافة القواعد الخاصة بممارسة الأنشطة المالية. ونفس الأمر في معظم المراكز المالية الدولية مع وجود الاختلافات من حيث درجة التشدد والقيود الإدارية والقانونية المتعلقة بعملية الإصدار للسندات الأجنبية.

أسواق السندات الأجنبية الرئيسية

سوق سندات اليانكي Yankee Bond Market

سميت السندات المصدرة في الولايات المتحدة بالدولار سندات اليانكي. وقد تقلص دور هذه السوق بعد ظهور ضريبة التسوية IET في عام ١٩٦٤ إلى أن ألغيت هذه الضريبة عام ١٩٧٤ حيث عادت سندات اليانكي للعب دورها في أسواق رأس المال العالمية. وفي أسواق الولايات المتحدة لا تفريق بين الأسواق الأولية أو الثانوية سواء بالنسبة للمقترض المحلي أو الأجنبي. وهناك متطلبات إفصاح صارمة تبعا

لقوانين الأوراق المالية لعام ١٩٣٣ وقانون تداول الأوراق المالية لعام ١٩٣٤. والحصول على التصنيف غير إلزامي، ولكن يفترض استحالة إصدار السندات بدون تصنيف. ويتم التسجيل ذاتياً وفقاً لقوانين Blue Sky Laws.

سوق سندات الساموراي Samurai Bonds

ويصدرها المقترضون الأجانب المقيمون في سوق رأس المال اليابانية بالين الياباني وتعرض للمستثمرين اليابانيين Publicly Offered. وتتم المتاجرة بهذه السندات في السوق الالكترونية Over The Counter ولا حاجة لإدراجها في سوق طوكيو. وكان الإصدار الأول في عام ١٩٧٠ من قبل مصرف التتمية الآسيوي Asian Development Bank. وفي عام ١٩٧١ أصدر البنك الدولي أولى سندات الساموراي. وكانت سنغافورة أول مقترض آسيوي يصدر هذا النوع من السندات في عام ١٩٧٦. وكانت Sears الأمريكية أول مقترض شركة تصدر الساموراي عام ١٩٧٩. واستقرت الجدارة الائتمانية Borrowers Eligibility للسند عند "AA" في عام ١٩٨٤، تغيرت إلى "A" في عام ١٩٨٦، في عام ١٩٩١ أصبحت "BBB" لتلغى في عام ١٩٩٦*.

سوق سندات الفرنك السويسري Swiss Franc Bond Market

سجلت هذه السوق تطوراً كبيراً منذ العام ١٩٧٠ بسبب الإصدار المتزايد للسندات الأجنبية. وقد استفادت هذه السوق من سمعة المصارف السويسرية الجيدة بفعل موثوقيتها وعملياتها في جذب الرساميل من الخارج. وتتميز السوق بقواعد مرنة، كما أن كل الإصدارات تتم في السوق المحلية، وإصدار سندات اليورو فرنك سويسري Euro SF Bonds ممنوع وفقاً لقواعد المصرف المركزي.

*Daiwa, 2001 - "Seminar on Finance in International Markets". Tokyo, Japan. March 12.

تصنيف السندات Rating of Bonds

هو تعبير عن درجة اليقين بالتسديد للمبلغ الأصلي والفائدة من قبل مصدر السند معبر عنه بإشارات بسيطة. وقد بدأ التصنيف مع جون مودي John Moody في عام ١٩٠٧ عندما أعطى تصنيفات لسندات سكة الحديد في الولايات المتحدة. ويعرض الجدول رقم (٥-١) بعض إشارات التعبير عن التصنيف والتي تتنوع بحسب الجهة التي تتولى عملية التصنيف.

الجدول رقم (٥-١)

إشارات التعبير عن التصنيف	
أعلى درجة من اليقين بالوفاء بالدين؛	AAA
درجة عالية جداً من اليقين بالقدرة على السداد؛	AA
درجة يقين عالية؛	A
الدرجة مرضية، ولكن يمكن أن تتأثر في حال حدوث تغيرات كبيرة في الظروف مستقبلاً؛	BBB
لا يوجد مشكلة في التسديد حتى هذه اللحظة، ولكن القدرة على التسديد يمكن أن تتأثر مستقبلاً مع التغير في الظروف؛	BB
هناك مشاكل متعلقة بالتسديد؛	B
يوجد إمكانية للتوقف عن الدفع؛	CCC
يوجد إمكانية فعلية للتوقف عن الدفع؛	CC
يوجد إمكانية كبيرة جداً للتوقف عن الدفع وأمل بسيط بالتعافي حتى حينه؛	C
حالة توقف عن الدفع.	D

المبحث الثالث

أنواع السندات الدولية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

• أنواع السندات في السوق الدولية.

تعتبر **السندات الدولية** التي تصدر بفائدة ثابتة الشكل التقليدي لعملية الإصدار. ومثل هذه السندات تحمل فائدة محدودة وأجل استحقاق محدد وتدفع الفائدة المستحقة عليها دورياً كل عام. وتتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لحظة إصدارها استرشاداً بأسعار الفائدة السائدة في السوق الدولية على نفس العملة التي أصدرت بها هذه السندات. وتوفر هذه النوعية من السندات تشكيلة واسعة من العملات وأجال الاستحقاق والعوائد الثابتة بالنسبة للمستثمرين، أما بالنسبة للمقترضين فإنها توفر حالة من التأكد بشأن تكلفة الاقتراض الممثلة في معدلات الفائدة الثابتة فضلاً عن تحديد أجل محدد ومعروف مقدماً لاستحقاق السندات.

وتمثل السندات بفائدة معومة Floating Rate Bonds أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، حيث يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دورياً كل ستة أشهر وربما لفترات أقل من ذلك. وتتغير أسعار الفائدة وفقاً لما يطرأ من تغيرات على أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية. فقد تنص شروط الإصدار الأصلية مثلاً، على جعل سعر الفائدة ممثلاً بسعر الفائدة السائد بين المصارف في لندن LIBOR مضافاً إليه ٢٥% أو ٥٠%. ويجري تغيير السعر كل ستة أشهر أو أقل حسب شروط الإصدار.

وتوفر السندات المعومة ضمانات بالنسبة للمستثمر حيث الاستقرار النسبي لأسعار السندات نفسها في سوق التداول، ومن ثم تقليل مخاطر انخفاض قيمة السند وتحقق خسائر رأسمالية للمستثمر.

وقد تتطوي السندات المعومة الفائدة على تاريخ محدد لإعادة السداد، وبعضها يخول الحق لحاملها في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة وذلك إذا انخفض سعر الليبور عن حد معين. وهذا الحق يضمن حداً أدنى من العائد للمستثمر، كما يضمن إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية نتيجة لارتفاع القيمة السوقية للسند عن القيمة الاسمية التي أصدر بها.

وتعطي السندات بحق تحويل إلى أسهم حاملها الحق في تحويلها إلى أسهم ملكية في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حاملها مالكاً لأسهم الشركة المصدرة. ويتم تحديد سعر التحويل من سند إلى سهم مسبقاً في شروط الإصدار الأصلية. وفي هذه الحالة فإن المستثمر يصبح شريكاً في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة في المستقبل. ومن الواضح أن هذه النوعية من السندات تشجع المستثمرين على اقتنائها وذلك في حال كون الشركة المصدرة شركة صغيرة وبجاجة إلى أموال إضافية.

وقد تصدر السندات بمجموعة متنوعة من العملات الأجنبية، ويوفر هذا النوع ضمانات جديدة ضد أية تقلبات تطرأ على أسعار صرف العملات، ومثال ذلك السندات المقومة بسلة عملات. ومنها السندات متعددة الشرائح والتي يتم إصدارها على شرائح يمكن طرح كل شريحة منها للاكتتاب كل فترة زمنية معينة، وذلك عندما تحتاج المؤسسة صاحبة الإصدار (المقترضة) إلى أموال إضافية وبشروط قريبة من شروط الشريحة السابقة مع تخفيض تكاليف إصدار وترويج السندات التي تحصل عليها التجمعات المصرفية التي تدير الإصدار.

ونعرض فيما يلي لأهم أنواع السندات في السوق الدولية.

١- السند ذو سعر الفائدة العائم Floating Rate Notes

ظهرت لأول مرة عام ١٩٧٠ عندما أصدرت لمصلحة شركة الكهرباء في إيطاليا بضمانة الحكومة الإيطالية. وساعد على انتشارها أنها تميزت بفترة استحقاق أطول من تلك التي تقدمها القروض المجمع. وعندما توسعت المصارف في القروض المجمع أصبحت بحاجة للأموال التي وجدتها في السندات ذات سعر الفائدة العائم

(FRN's). يتغير سعر الفائدة على هذا النوع كل ربع أو نصف سنة حسب تغير سعر فائدة الإيداع لأجل ثلاثة أو ستة أشهر في سوق اليورو Euro Market ويسعر على أساس نسبة علاوة تبلغ عادةً ٠,٢٥% فوق سعر الإقراض بين مصارف لندن LIBOR وقد يستعمل هامش ٨/١ الواحد في المئة أو ١%، فلو كان سعر الليبور مثلاً ٤,٥% وكان الهامش المتفق عليه ٠,٢٥% فإن سعر فائدة السند ذو سعر الفائدة العائم سيكون ٤,٧٥%.

ويتوقف تعويم الفائدة عند سعر محدد وقت الإصدار كحد أدنى لا يجوز أن ينخفض دونه، وذلك لحماية المستثمرين من انخفاض حاد في أسعار الفائدة القصيرة الأجل من جهة، ولتمكينهم من تحقيق أرباح رأسمالية من جهة أخرى في حال انخفاض أسعار الليبور عن ذلك الحد. وتتراوح فترة استحقاق هذا النوع من السندات بين ٥ إلى ٧ سنوات وقد تكون قابلة للإطفاء Callable بعد سنتين أو ثلاث سنوات، وتداولها في السوق الثانوي نشط جداً. وتجر الإشارة هنا إلى أن هذه السندات يمكن أن تكون قابلة للتحويل Convertible FRN's أي تصدر بسعر فائدة عائم مع إعطاء الخيار لحاملها خلال سنوات محددة من عمرها بتحويلها إلى سندات ذات سعر فائدة ثابت.

٢- السند القابل للتحويل لأسهم Equity Convertible Bond

هي عبارة عن سندات بسعر فائدة ثابت وأجل معلوم تعطي حاملها حق خيار التحويل إلى أسهم في رأسمال الشركة المقترضة على أساس سعر تحولي يحدد في العادة عند إصدار السند ويطلق عليها اصطلاحاً قابلة للتحويل Convertible.

ولكن من الواضح من كيفية سير الأمور في السوق ومن خلال عمليات المراجعة Arbitrage فإن سعر السند يرتفع أو ينخفض مع ارتفاع وانخفاض سعر السهم وبنفس النسبة تقريباً مما يحد من ممارسة خيار التحويل التي تبقى رهناً بتوقعات ارتفاع سعر السهم في المستقبل.

تطبيق عملي. بافتراض أن سندات قابلة للتحويل قد صدرت بسعر تحولي Conversion Price يبلغ ٩ دولار للسهم، عندئذ يمكننا بسند قيمته ١٠٠٠ دولار شراء ١١١,١١ سهماً، والقيمة التحويلية للسند Conversion Value يمكن قياسها بعدد الأسهم

مضروباً بسعر السهم في السوق. فلو كان السهم يباع بسعر ١٠,٥ دولار فتكون القيمة التحويلية ١١٦٧ دولار (١٠,٥×١١١,١١) لكل سند أو بسعر ١١٦,٦٧% أي أن الربح سيكون ١٦٧ دولار للسند. وفي حال كان السهم يباع في السوق بسعر ٦,٥ دولار فتكون القيمة التحويلية ٧٢٢ دولار (٦,٥×١١١,١١) لكل سند وبسعر ٧٢,٢٢%، أي أن الخسارة ستكون ٢٧٨ دولاراً.

ويكون المستثمرون عادة في هذا النوع من السندات أفراداً أو مؤسسات تدير المحافظ المالية للأفراد، ويحتاج التعامل بهذا النوع من السندات درجة عالية من الخبرة والمهارة نظراً لتذبذبها الكبير في الأسواق الثانوية والحاجة لفهم الواسع والدقيق لأسواق الأسهم والسندات. ووفقاً لنظرية التمويل فإن المستفيد الأكبر من إصدار السندات عادة هم حملة الأسهم، لأن الرفع المالي Financial Leverage الناتج عن إصدار السندات يؤدي إلى ارتفاع أرباح السهم EPS وبالتالي سعره.

الإطار رقم (٥-٣). الرفع المالي Financial Leverage هو استعمال أموال الغير بتكاليف ثابتة، ونوع التكاليف الثابتة يعتمد على نوع أموال الغير المستخدمة. فإذا كانت أموال الغير المستخدمة أموال اقتراض كانت الفوائد المدينة هي التكاليف الثابتة المقصودة، وإذا كانت أموال الغير متأتية من بيع أسهم ممتازة فالتكاليف الثابتة هي أرباح الأسهم الممتازة قبل الضرائب.

ويهدف هذا النوع من السندات الذي يكون سعر الفائدة عليه أقل من سعر السوق إلى تعويض حامل السند بإعطائه خيار شراء أسهم بسعر محدد مسبقاً وبالتالي تمكينه من الاستفادة من تحمل مخاطرة السهم التي تزيد كثيراً عن مخاطرة السند.

لم ينتشر هذا النوع من السندات بشكل واسع وحجم عملياتها أقل بكثير من السندات غير القابلة للتحويل Straight Bonds، ويعود ذلك بشكل رئيسي إلى ميل مدراء المحافظ والمستثمرين إلى تلافي مخاطر الأسهم عند الاستثمار في السندات. وبشكل عام كلما طالت مدة استحقاق هذه السندات، كان ذلك أفضل للمصدر، لذلك نجد أن استحقاقها قد يصل أحياناً إلى ٢٠ سنة.

٣- السند ذو الضمان بالتملك Bond with Warrants

يتميز هذا النوع من السندات بإمكانية فصل حق الضمان بالتملك عن السند نفسه والتداول بكل منهما على انفراد وهذا ما يحصل غالباً في السوق الثانوي. وهذا النوع من السندات ذو سعر فائدة ثابت وأجل معلوم يعطي لحامله الحق بالاكتتاب في رأسمال الشركة المقرضة على أساس سعر محدد عند الإصدار.

كلما ارتفع سعر أسهم الشركة المقترضة، كلما كان الحصول على هذه السندات مغرباً لأن ذلك سيرفع سعر السند في السوق، والعكس صحيح على اعتبار أن هذه السندات شديدة الحساسية لارتباطها بأسهم الشركات المقترضة والتي لحامل السند حق التملك فيها لذلك فغالبية المتعاملين بها من المضاربين.

٤- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق

Extendable & Retractable Bonds

عندما يتميز السند بقابليته للتمديد فهذا يعني أن للمستثمر الخيار في الاحتفاظ بالسند بعد تاريخ استحقاقه لعدد معين من السنوات وبنفس سعر فائدته الأصلي أو استلام قيمته عند تاريخ الاستحقاق، وفي حال لم يمارس المستثمر هذا الحق عند تاريخ الاستحقاق فإن السند يعتبر مستحق التسديد من قبل المقترض بتاريخ استحقاقه.

أما السندات التي تتميز بقابلية الدفع المسبق فتعطي للمستثمر الخيار بتقديم هذه السندات للمقترض لدفع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق بعدد معين من السنوات، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق. وإذا لم يمارس المستثمر هذا الحق فإن هذه السندات تعتبر مستحقة التسديد من قبل المقترض بتاريخ الاستحقاق.

٥- السندات القابلة للإطفاء والسندات القابلة للشراء

Sinking & purchase Bonds

يمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للإطفاء التدريجي خلال حياتها، أي أن المقترض يلتزم بدفع قيمة السندات للمستثمر بها خلال مدة حياتها بحيث يتم إطفائها بالكامل بتاريخ الاستحقاق. وهذا يتطلب في العادة أن يقوم المقترض بشراء هذه السندات بقيمتها الاسمية في آخر يوم من كل فترة إطفاء، فإذا كانت فترة الإطفاء سنوية فإن ذلك يتم في آخر يوم من أيام السنة اعتباراً من تاريخ الإصدار.

ويمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة. وغالباً يكون هذا الترتيب مرتبطاً بتداول السندات بأقل من سعرها الاسمي Discount Form Par. ويؤثر موضوعاً الإطفاء والشراء على متوسط عمر السند Average Life لأن متوسط عمر السند في الأصل تعبير عن أثر الإطفاء والشراء على استحقاق السند، فهو المتوسط المرجح لاستحقاق كل السندات العائدة لإصدار معين.

تطبيق عملي: تم إصدار سندات بقيمة ٥٠ مليون دولار لمدة خمس سنوات وقابلة للإطفاء ابتداء من السنة الثانية وحتى السنة الرابعة بمبلغ ٦ مليون دولار سنوياً، فما هو متوسط عمر السند؟

متوسط عمر السند = $178 \div 50 = 3,56$ سنة.

السنة	المبلغ المدفوع	عدد السنين × المبلغ
١	٠	٠
٢	١٢	٢٤
٣	١٢	٣٦
٤	١٢	٤٨
٥	١٤	٧٠
٥	٥٠	١٧٨

٦- السندات القابلة للطلب Bonds by Optional Call

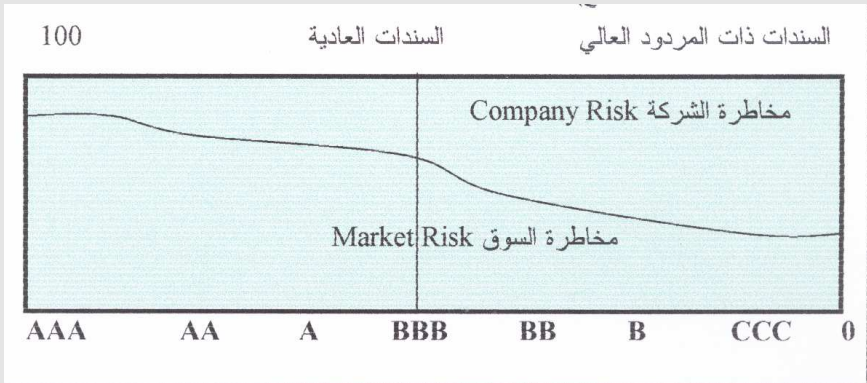
قد يكون للمقترض الخيار في بعض الإصدارات، بشراء بعض أو كل سندات من سوق السندات بسعرها الاسمي مضافاً إليه علاوة إطفاء مسبق، وتخفض العلاوة تدريجياً حتى موعد الاستحقاق لتصبح صفرية، وهذا ما يسمى بالطلب Call. ويبدأ ذلك في الغالب بعدد معين من السنوات بعد الإصدار ويستمر حتى تاريخ الاستحقاق. ويعود سبب علاوة الإطفاء إلى مقتضيات العدالة في تعويض حامل السند عند انخفاض أسعار الفائدة، فيلجأ المصدر إلى إطفاء السندات عن طريق قروض مصرفية وإصدارات جديدة (إعادة التمويل) مما سيحرم حامل السند من العلاوة فوق القيمة الاسمية المترتبة على انخفاض أسعار الفائدة.

٧- السندات العالية المردود High Yield Securities

هي السندات المصنفة ائتمانيًا بأقل من BBB وقد تكون سندات قابلة للتحويل Convertible إلى أسهم أو غير قابلة للتحويل Straight، كما يمكن أن تكون بسعر فائدة متغير FRN's. ومصدرو هذه السندات متنوعون وغالباً شركات ذات نمو سريع وتجهيز متكرر حيث يعتبر سوق هذه السندات مصدر تمويل إضافي للشركات والمؤسسات التي كانت تعتمد تقليدياً على الاقتراض المباشر من المصارف.

ساهم في نجاح سوق السندات هذه التي سميت لاحقاً "السندات الخردة" Junk Bonds كون المردود عليها عالياً جداً تبعاً لتقدير السوق لمخاطرها العالية. وأكدت الوقائع أن المخاطرة الفعلية المتمثلة بحالات عدم الدفع لم تتجاوز ١٠% في أصعب الأوقات وتراوحت في الأوقات العادية عند ٣% مما دفع الكثير من المحافظ الدولية إلى تضمين هذه السندات في موجوداتها وبالتالي فقد نجحت كأداة تمويل دولية.

الإطار رقم (٥-٤). ضمن مخاطر السندات نميز نوعين هما مخاطرة السوق Market Risk ومخاطرة الشركة Company Risk. وتؤكد الدراسات أن مخاطرة السوق تشكل نسبة ٨٥-٩٠% من مجموع المخاطرة بالنسبة للسندات العادية (وهي مخاطرة لا يمكن الحد منها بالتنوع Diversification). هذا في حين أن مخاطر الشركة تشكل نسبة كبيرة فيما يخص السندات ذات المردود العالي (ومخاطر الشركة تتضمن مخاطرة عدم الوفاء Default Risk وهو ما يمكن الحد منه بالتنوع).



المبحث الرابع

عناصر النظام المالي لإصدار السندات

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- المشاركون في عملية إصدار السندات.
- مكونات عملية إصدار السندات.
- مراحل إصدار السندات.

المشاركون في عملية الإصدار

يشارك بصفة رئيسية كل من التجمعات المصرفية الدولية والمؤسسات أو الحكومات أو الوكالات الدولية المقترضة والمستثمرون بمختلف أنواعهم. وعادةً ما تأخذ التجمعات المصرفية الدولية أشكالاً ثلاثة، الأول يتمثل في التجمع المصرفي الذي يتولى ضمان ترويج السندات وإدارتها مقابل حصوله على عمولة من المؤسسات أو الجهات المقترضة. أما الثاني من هذه التجمعات فيتمثل من مجموعة المصارف التي تتولى توزيع السندات المطروحة للبيع عن طريق الشكل الثالث وهو مجموعات البيع التي تنتشر عبر مناطق جغرافية واسعة عبر العالم. ويقوم الشكل الثاني هذا، بالاكتتاب بنفسه في هذه السندات في حالة عدم التمكن من بيعها عن طريق المجموعات البيعية، ويضمن هذا الأمر توفر تفاصيل عملية الإصدار ونشرة الاكتتاب الخاصة بهذه السندات وتحصل على عمولة مقابل قيامها بعملية البيع. أما بالنسبة للمتعاملين في سوق السندات الدولية فإنهم عبارة عن الهيئات الحكومية والمؤسسات المالية وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وصناديق الأمانات وشركات التأمين... إلخ. وعادةً ما نلاحظ انحسار نشاط الأفراد في مجال التعامل في هذه الأسواق إذ أنهم يستثمرون مدخراتهم من خلال المؤسسات المالية وصناديق الادخار المختلفة.

مكونات عملية الإصدار

هناك مجموعة من العناصر التي يأخذها المقرض والمستثمر بالاعتبار عند اتخاذ قرار الإصدار أو قرار شراء السندات. وتتمثل هذه العناصر أو المكونات في نوعية العملة التي يتم بها إصدار السندات وأجال الاستحقاق ومقدار العائد ونوعيته والمخاطر المختلفة التي ينطوي عليها قرار الشراء بالنسبة للمستثمر. وعادةً ما يفضل المستثمر التعامل بتلك السندات المقومة بإحدى العملات التي تتمتع باستقرار نسبي في أسواق الصرف الأجنبي، ولا شك أن السندات التي تصدر بخليط من العملات تعتبر أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر نظراً لتأمينها حداً أدنى من التقلبات في أسعار الصرف. وفي حالة اتخاذ قرار بشراء السندات المقومة بعملة معينة فإنه يمكن للمستثمر أن يغطي مخاطر تقلبات أسعار الصرف عن طريق التعامل في أسواق الصرف الآجلة. أما بالنسبة لأجال الاستحقاق فإن المستثمر يفضل عادة تلك السندات التي تتميز بانخفاض آجال استحقاقها وارتفاع عائدها، ويعتمد ذلك بطبيعة الحال على الاتجاهات التي تأخذها أسعار الفائدة في المستقبل، إذ تؤثر التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة على العائد المحقق من الاستثمار في هذه السندات. وهذا الأخير يتكون من جزأين، هما مقدار الفائدة المستحقة على السندات، ومقدار الكسب أو الخسارة الرأسمالية التي تحدث نتيجة للتغيرات على قيمة هذه السندات في السوق.

مراحل إصدار السندات

تمر عملية الاتصال بالعملاء المقترضين بالمراحل التالية:

المرحلة الأولى - تحديد التصنيف الائتماني للمقترض.

تقوم المصارف في مجال إصدار السندات بالتعامل مع المقترضين الذين يحملون تصنيفاً ائتمانياً دولياً بدرجة الاستثمار Investment Grade وهي لا تقل عن BBB. وقد اتجهت هيئات الرقابة على الأسواق المالية إلى طلب التصنيف الائتماني كشرط مسبق لأي إصدار سندات، فإذا كان التصنيف دون BBB أي درجة المضاربة Speculative Grade يجري تقييم المقترض على أساس اسمه وحجمه وإصداراته السابقة. وبالتالي يجب أن يتمتع المقترض بسمعة وبمركز جيدين يتم قياسهما عادة

بمستوى الإدارة في المؤسسة ومركزها المالي والسوقي وتاريخها وسجلها السابق وخططها المستقبلية.

المرحلة الثانية - تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل.

بعد أن يقرر المدير الرئيسي Lead Manager المقدرة الائتمانية للمقترض يتوجب عليه أن يحدد مبلغ القرض المطلوب، على الرغم من أن المقترض يكون قد حدده إلا أن دراسة الطلب من مختلف جوانبه ومراجعة كافة النقاط التي بنى عليها تعتبر من أساسيات الأمور في هذا الإطار.

وتتمثل الخطوة التالية بدراسة الحاجة التمويلية للمقترض ومعرفة التمويل المطلوب وذلك للتأكد من إنفاقه في نواحي إنتاجية تضمن للمستثمر استعادة أمواله وفوائدها. ويوجه الاقتراض قصير الأجل عادةً لتمويل موجودات ذات درجة عالية من السيولة، كالذمم المدينة أو رأس المال العامل التي يمكن تحويلها إلى سيولة كاملة خلال عام، هذا في حين أن الاقتراض طويل الأجل يوجه عادةً لتمويل موجودات ثابتة كالألات والمشاريع التي تضمن تسديد القرض المطلوب على مدى حياته الإنتاجية.

المرحلة الثالثة - تحديد بدائل التمويل المتاحة.

يقوم المدير الرئيسي في ضوء المعطيات السابقة بطرح البدائل المختلفة للمقترض التي يمكن أن تشمل الاقتراض عن طريق القروض المجمعة، والاقتراض عن طريق السندات ذات سعر الفائدة الثابت، والسندات ذات سعر الفائدة العائم والقروض العادية من المصارف وقروض الصادات... إلخ.

كما يحدد المدير الرئيسي تكلفة كل بديل من البدائل المتاحة، وذلك بهدف الحفاظ على الهيكل الأمثل لرأس المال والحد الأدنى لمعدل كلفة الأموال المرجحة WACC. وعند الاقتراض بعملة أجنبية يجب أن تؤخذ فروق أسعار العملة بعين الاعتبار وفروق أسعار الفائدة التي تطرح في ضوءها بدائل العملات المختلفة للاقتراض.

الإطار رقم (5-5). غالباً ما تلجأ المنشآت إلى عدة مصادر للتمويل، ويكون لكل عنصر من عناصر التمويل كلفة معينة ونادراً ما تتساوى كلفة العناصر كلها بعضها مع بعض. والمقصود بالكلفة المرجحة للأموال Weighted Average Cost of

Capital هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزناً معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى.

المرحلة الرابعة - الشروط والأسعار المقترحة للبدائل المختار.

بعد ما سبق ذكره يتم تقديم عرض السندات الذي يتضمن كل المعلومات الضرورية واللازمة للمقترض والتي على أساسها يقرر اختياره. وفيما يلي مثالاً لعرض سندات:

D	C	B	A	
٣٠	٤٠	٥٠	٥٠	المبلغ بالملايين Amount(Millions)
١٠	٨	٧	٥	الاستحقاق Maturity(Years)
%٩,٢٥	%٩	%٩	%٨,٧٥	سعر الفائدة Annual Coupon(%)
%٩٩,٥	%٩٩,٥	%١٠٠	%١٠٠	سعر الإصدار Offering Price
Yield to Maturity المرود عند انتهاء الأجل				
%٩,٣٣	%٩,٠٩	%٩	%٨,٧٥	على أساس الخصم السنوي Annual Discounting
%٩,٥٥	%٩,٣٠	%٩,٢٠	%٨,٩٤	على أساس الخصم نصف السنوي Semi-annual Discount.
٨	٧	٦	٥	متوسط العمر Average Life(years)
٤	٤	٤	٣	فترة عدم طلبها Non-call period(Years)
%٢,٥	%٢,٢٥	%٢,٢٥	%٢	العمولات Commissions(%)
٧٥	٧٥	٧٥	٧٥	المصاريف (ألف) Expenses reimbursement

يسمى المرود عند انتهاء الأجل بالربيع الإطفائي أيضاً، ويمكن حسابه على أساس سنوي أو نصف سنوي، ويفترض الأساس نصف السنوي أن الفائدة التي ستسلم خلال السنة سيعاد استثمارها حتى نهاية السنة. وفترة عدم الطلب هي الفترة التي لا يستطيع خلالها مصدر السندات طلب تسديدها قبل استحقاقها).

برغم أنه قد تقدم أحياناً معلومات أخرى مع العرض، إلا أن المعلومات السابقة في العادة هي أهم المعلومات التي تقدم والتي تعتبر ضرورية لاختيار العرض الأفضل.

العائد على السندات Yield

يعتمد تحديد سعر السند على كل من مردوده الجاري Current Yield والمردود عند انتهاء الأجل أو العائد لأجل الاستحقاق Yield to Maturity. ويتحدد المردود الجاري للسند بمعرفة كل من سعر فائدته وسعره السوقي كالتالي:

$$\text{المردود الجاري} = \frac{\text{الكوبون}}{\text{السعر السوقي}} \times 100$$

أما المردود عند انتهاء الأجل فهو السعر الذي يخصم كل التدفقات المستقبلية لمبلغ السند بالإضافة للفوائد لقيمتها الحالية بسعر الفائدة الجاري للمدة المتبقية كالتالي:

$$\text{المردود عند انتهاء الأجل} = \left\{ \text{سعر الفائدة} + (100 - \text{سعر الشراء}) \right\} \div \text{عدد السنوات} \div \text{سعر الشراء} \times 100$$

$$\text{سعر الشراء} = 1 + \text{سعر الفائدة} \times \text{عدد السنوات} \div 1 + \text{المردود عند انتهاء الأجل} \times \text{عدد السنوات المتبقية}$$

ولتحديد المردود عند انتهاء الأجل تستعمل عادة آلات حاسبة متخصصة أكثرها انتشاراً HP12C, HP17B, HP19B وتستعمل لحساب أسعار السندات في السوق الثانوي والمردود عند الاستحقاق والعائد الداخلي للاستثمار في جميع أنواع السندات.

العمولات والمصاريف

توجد عمولات ومصاريف يتم حسابها على إصدار السندات، تصل في أسواق اليوروبوند إلى ٤%، فأصدار سند بمبلغ ٥٠ مليون دولار مثلاً يترتب عليه عمولات تبلغ حوالي مليوني دولار تقسم على الشكل التالي:

- عمولة إدارة Management Fee

ويقتسمها المدير الرئيسي مع المصارف الأخرى المشاركة في الإصدار، وغالباً يأخذ حصته أولاً ليتم بعدها تقسيم الباقي بين المصارف المشاركة، وتتراوح نسبة هذه العمولة في إصدارات سندات اليورو بين ٠,٣٧٥% و ٠,٥٠٠%.

- عمولة التغطية Underwriting Fee

ويتم اقتسامها بين متعهدي التغطية بنسبة التزامهم بالتغطية، أي بنسبة الحصة التي يتعهدون بشرائها في حال عدم شرائها من المستثمرين. وتتراوح هذه العمولة في إصدارات سندات اليورو بين ٠,٥٠٠-٢,٠٠٠% وترتفع هذه العمولة بارتفاع مخاطرة الإصدار نسبة إلى العائد المتوقع منه في نظر السوق مما قد يؤدي إلى صعوبة بيعه.

- عمولة البيع Selling Concession

وهي عمولة المصارف التي تبيع السندات للمستثمرين وتستفيد منها كل المصارف المعنية، فالمصرف المدير والمصارف المشاركة كل يستفيد بالقدر الذي يتناسب وحصته في البيع. وتتراوح هذه العمولة في سوق سندات اليورو بين ١,٢٥-١,٥٠%. ويتأثر مبلغ هذه العمولات بمركز المقترض وقوته التفاوضية. فالمقترض من الدرجة الأولى الذي يتميز بسمعة جيدة يستطيع الحصول على إصدار سندات مقابل عمولات أقل. فتقل عمولة متعهد التغطية مثلاً كلما كان مركز المقترض قوي وسمعته جيدة وتزيد في حالة العكس.

وتترتب على عملية الإصدار مصاريف مختلفة إضافة للعمولات المذكورة، يجب على المقترض أخذها بعين الاعتبار لأنها تؤثر في المردود الفعلي Effective Yield للإصدار. ولأنها في مجملها تشكل تكلفة الأموال التي يجب على المقترض أن يدفعها قبل أن توضع حصيلة السندات تحت تصرفه، والتي تعتبر ضرورية لكي يستطيع متعهدو التغطية السير في عملية ترتيب الإصدار وإنجازه، وتتضمن مصاريف الاتصال والطباعة والمراسلات والتنقل والدعاية والاستشارات وتغليف وتسليم السندات ومتفرقات أخرى.

التعامل بالسندات في السوقين الأولي والثانوي

تمثل المصارف والشركات المالية حلقة الوصل بين المقترضين والمستثمرين في سوق السندات الأولي Primary، فنقوم بالاتصال بالمقترضين للترتيب معهم بخصوص الإصدار وبالمستثمرين لإعلامهم بتفاصيل الإصدار.

وعندما يقرر المقترض التقدم للسوق، يقوم بتعيين مصرف لإدارة إصداره. ويقوم المصرف بتنظيم تجمع من عدة مصارف استثمرت يسمى Syndicate يتولى ترتيب الإصدار وبيعها، ويسمى المصرف الأول بالمصرف المدير Leading Manager أما المصارف الأخرى التي قبلت الدعوة فيمكن تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات، الأولى تسمى المصارف المشاركة Co-Managers وهي أكبر المصارف في المجموعة. والثانية، تسمى متعهدي التغطية Underwriters وهي المصارف الأصغر في المجموعة. وتسمى الثالثة المجموعة البائعة Selling Group وهي التي تقوم بعملية البيع للسندات. وتوجد ثلاثة تواريخ مهمة في مجال إصدار السندات في السوق الأولي هي:

أ- يوم الإعلان Announcement Day

وهو يوم دعوة كل من المدراء المشاركين ومتعهدي التغطية والمصارف البائعة من قبل المصرف المدير، ومتى تم ذلك تستطيع المصارف سواء دعيت للمشاركة أم لم تدع إعلام عملائها بالإصدار وبشروطه، ويستطيع المتعاملون Dealers بعدها إذا اختاروا ذلك بدء التعامل المسبق بالسندات حيث يسمى هذا السوق بالسوق الرمادي Grey Market وهو سوق غير منظم أو مراقب كلياً.

ب- يوم العرض Offering Day

وهو يوم بدء التعامل الرسمي، فالعقود التي تم الاتفاق عليها قبل هذا اليوم لن تكون رسمية وفعالة إلا بعده، وغالباً يكون العرض موافقاً تماماً لما ورد في يوم الإعلان إلا أن أي خلاف بينهما يحكمه يوم العرض.

ت- يوم الإغلاق Closing Day

وهو يوم دفع قيمة السندات من قبل المجموعة لمصدر هذه السندات ويوم دفع قيمة السندات من قبل المستثمر للمجموعة، وبالتالي فإن يوم الإغلاق هو يوم التسوية النهائية للعملية.

ويبدأ التعامل فوراً في السوق الثانوي بعد إغلاق الإصدار، والسوق هنا منظم ومراقب تماماً من قبل المؤسسة الدولية للمتعاملين بالسندات AIBD. وبالرغم من أن

سندات اليورو تكون عادة مسجلة في بورصة لندن أو لوكسمبورغ إلا أنه يمكن تداولها بواسطة وسائل الاتصال المعروفة في جميع أنحاء العالم.

ويتخذ المتعاملون بالسندات بيعاً وشراءً مراكز Positions على عكس الوسطاء والوكلاء. فالمتعاملون يعرضون أسعار شرائهم وبيعهم للسندات Bids & Offers ويستفيدون غالباً من الهامش بينهما، هذا الهامش الذي يصل في سندات اليورو حوالي ٠,٥% إلا أنه يمكن أن يكون أكثر من ذلك حيث يتأثر بعوامل مختلفة مثل درجة السيولة وتذبذب الأسعار وغيرها. وتعطى أسعار السندات متوسطة وطويلة الأجل كنسبة من القيمة الأصلية، فعندما يعطى سعر مثل:

٩٨,٧٥-٩٩,٢٥ في سوق سندات اليورو فإن هذا يعني أن المتعامل يشتري بسعر ٩٨٧,٥٠ دولار لكل سند قيمته ١٠٠٠ دولار ويبيع بسعر ٩٩٢,٥٠ دولار لكل سند قيمته ١٠٠٠ دولار، فكل نقطة أي ١% تساوي ١٠ لكل ألف و ١٠٠,٠٠٠ لكل مليون.

وفيما يتعلق بتاريخ التسوية لقيمة السندات المباعية أو المشتراة Settlement Date فإنه يكون حسب الاتفاق الذي تتم عنده الصفقة، وفي سوق سندات اليورو تتم التسوية عادة حتى سبعة أيام.

العوامل المؤثرة على سعر السند

يمكن تقسيم هذه العوامل إلى مجموعتين، الأولى من خارج السند، والثانية من داخل السند.

المجموعة الأولى:

سعر الفائدة. تغيير سعر الفائدة لعملة معينة سيؤدي إلى تعديل في مستويات أسعار السندات.

عملة السند. انخفاض سعر عملة تجاه العملات الأخرى معناه أن يبيع المستثمرون لسنداتهم بهذه العملة سيؤثر سلباً على سعر هذه السندات.

مميزات السند. انخفاض درجة السند الائتمانية مثلاً سيخفض سعره وهكذا.

العوامل الفنية. فلو كان وضع المتعاملين في السوق قصيراً Short، على سبيل المثال، فإن إقدام المتعاملين على شراء السندات لتغطية أوضاعهم سيؤدي إلى رفع سعر هذه السندات.

المجموعة الثانية:

تاريخ الاستحقاق. كلما طالت مدة الاستحقاق كانت درجة المخاطرة أعلى وبالتالي المرود أعلى. وكلما طالت مدة الاستحقاق كانت فرصة تذبذب السعر أعلى مما يتطلب التحوط.

الدفع. يمكن أن تدفع قيمة السند عند الاستحقاق من قبل المقترض مرة واحدة في نهاية حياة السند وهذا ما يسمى Bullet Repayment. ويمكن أن تكون قابلة للدفع على طول حياة السند وعلى فترات متعددة قبل تاريخ الاستحقاق النهائي وهذا ما يسمى Sinking Fund.

درجة السيولة. كلما زاد حجم إصدار السند ومدته المتبقية كلما زادت درجة سيولته. **ملاءة المقترض الائتمانية.** تدهور هذه الملاءة تقلل من قيمة السند والعكس صحيح. **المرود.** وقد يكون مروداً جاريًا Current Yield وقد يكون لتاريخ الاستحقاق Yield to Maturity.

ملخص الفصل الخامس

تعتبر سوق السندات الدولية أحد أهم أجزاء أسواق رأس المال الدولية، ويرجع ذلك إلى كونها أداة هامة لتوفير السيولة طويلة الأجل. ينقسم سوق السندات الدولية إلى سوق السندات الأجنبية، وأسواق السندات الأوربية. يعتبر سوق اليورودولار بوند على المستوى الدولي، أهم سوق للسندات، وهي سوق سندات الدولار الأمريكي الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، ويتم التعامل بها خارج إطار أنظمة وتعليمات السلطة النقدية الأمريكية، وذلك على النقيض من سوق سندات المقترضين الأجانب في الولايات المتحدة الأمريكية والمعروفة بسوق اليانكي وفي اليابان سوق سندات الساموراي وسوق سندات البلدوغ في بريطانيا حيث تخضع هذه الأسواق للقوانين والأنظمة المحلية لدولها.

استعملت أموال اليورودولار بداية للاقتراض قصير الأجل وذلك لتمويل التجارة الخارجية بالدولار، إلا أنها أخذت بعد ذلك بالزيادة المضطردة التي أدت إلى استعمال هذه الأموال للاقتراض طويل الأجل حيث أقبلت الدول على الاقتراض من هذا السوق لتمويل عجز موازين مدفوعاتها ولتمويل مشاريعها مما أدى إلى تطور القروض المجمع في هذا السوق، ومع تطور القروض المجمع تطور سوق آخر مرتبط به وهو سوق اليورو بوند.

يشارك في إصدار السندات بصفة رئيسية كل من التجمعات المصرفية الدولية والمؤسسات أو الحكومات أو الوكالات الدولية المقترضة والمستثمرون بمختلف أنواعهم. وتمثل المصارف والشركات المالية حلقة الوصل بين المقترضين والمستثمرين في سوق السندات الأولى، فنقوم بالاتصال بالمقترضين لترتيب معهم بخصوص الإصدار وبالمستثمرين لإعلامهم بتفاصيل الإصدار. وعندما يقرر المقترض التقدم للسوق، يقوم بتعيين مصرف لإدارة إصداره. ويقوم المصرف بتنظيم تجمع من عدة مصارف استثمار يتولى ترتيب الإصدار وبيعه، ويسمى المصرف الأول بالمصرف المدير أما المصارف الأخرى التي قبلت الدعوة فيمكن تقسيمها إلى ثلاثة

مجموعات، الأولى تسمى المصارف المشاركة وهي أكبر المصارف في المجموعة. والثانية، تسمى متعهدي التغطية وهي المصارف الأصغر في المجموعة. وتسمى الثالثة المجموعة البائعة وهي التي تقوم بعملية البيع للسندات. وتوجد ثلاثة تواريخ مهمة في مجال إصدار السندات في السوق الأولى هي يوم الإعلان، ويوم العرض، ويوم الإغلاق. ويتخذ المتعاملون بالسندات بيعا وشراء مراكز على عكس الوسطاء والوكلاء. فالمتعاملون يعرضون أسعار شرائهم ويبيعهم للسندات ويستفيدون غالبا من الهامش بينهما، وفيما يتعلق بتاريخ التسوية لقيمة السندات المباعة أو المشتراة فإنه يكون حسب الاتفاق الذي تتم عنده الصفقة.

السندات الأجنبية عبارة عن سندات دولية يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم، وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس البلد الذي تم طرح السندات فيه.

ويتم طرح هذه السندات وبيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد في دولة معينة إصدار هذه السندات وترويجها داخل حدود هذه الدولة وبعملة نفس الدولة ويتم توزيع الإصدار بين المكتتبين بنفس أسس توزيع الإصدارات المحلية.

تتميز السندات الأجنبية بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت بتكاليف إصدار السندات الأوروبية.

تصنيف السندات تعبير عن درجة اليقين بالتسديد للمبلغ الأصلي والفائدة من قبل مصدري السند معبر عنه بإشارات بسيطة.

مصطلحات الفصل الخامس

درجة الاستثمار	سوق السندات الأجنبية
درجة المضاربة	أسواق السندات الأوروبية
المدير الرئيسي	مراكز الأوفشور
العائد على السندات	السندات الأوروبية
المردود الجاري	سوق اليانكي
المردود عند انتهاء الأجل	سوق سندات الساموراي
عمولة إدارة	سوق سندات البلدوغ في بريطانيا
عمولة التغطية	توزيع المناطق الزمنية
عمولة البيع	ضمان بالتملك
المردود الفعلي	السندات بفائدة معومة
المصارف المشاركة	قابلية للإطفاء
متعهدو التغطية	قابلية للتحويل
المجموعة البائعة	السند القابل للتحويل لأسهم
يوم الإعلان	السندات غير القابلة للتحويل
المتعاملون	السندات القابلة للتمديد
السوق الرمادي	السندات القابلة للدفع المسبق
يوم العرض	السندات القابلة للشراء
يوم الإغلاق	متوسط عمر السند
مراكز المتعاملين	السندات القابلة للطلب
تاريخ التسوية	السندات الخردة
السندات الأجنبية	تاريخ الاستحقاق
	الجدارة الائتمانية

أسئلة الفصل الخامس

- ١- ينقسم سوق السندات الدولية إلى قسمين، أوضهما.
- ٢- ما هي العوامل التي ساعدت في نمو سندات اليورو؟
- ٣- المستفيد الأكبر من إصدار السندات القابلة للتحويل عادة هم حملة الأسهم، لماذا؟
- ٤- ما هي "السندات الخردة"؟
- ٥- ما هي مراحل إصدار السندات؟

الفصل السادس

التمويل التجاري الدولي والقروض المجمعّة

(أسواق التمويل الثانوية)

المبحث الأول

التمويل التجاري الدولي

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- ائتمان المشترين.
- ائتمان الموردين (البائعين).
- ائتمانات التصدير الرسمية.

القروض التصديرية Export Credit

ورد معنا في الفصل الثالث، أن اتفاقية منظمة التعاون والتنمية OECD المتعلقة بتمويل الصادرات، قد هدفت في آخر تعديل لها عام ١٩٩٨، إلى توحيد شروط التمويل وإبقاء التنافس على أساس السعر والنوعية بعيداً عن أية تأثيرات مالية. ونتناول في هذا المبحث بشيء من التفصيل مجموعتي القروض التصديرية، ائتمان المشترين وائتمان البائعين.

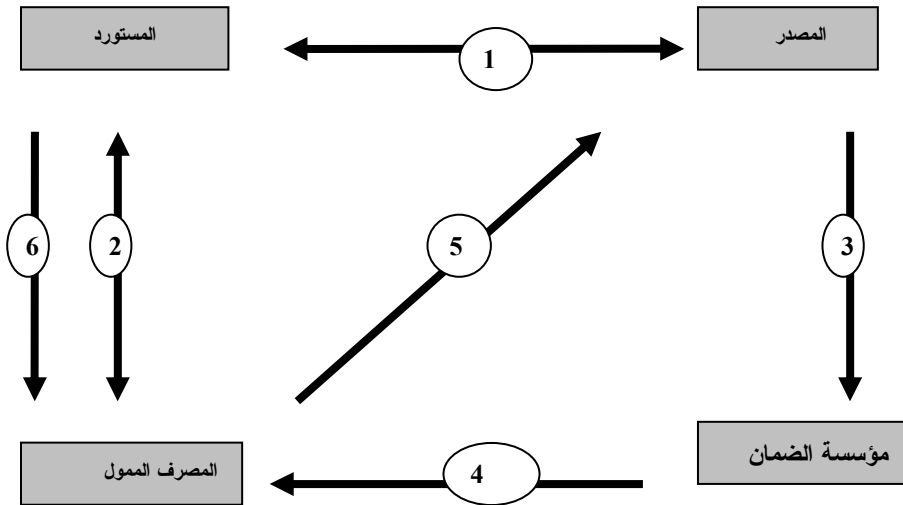
ائتمان المشترين Buyers Credit

وهو عبارة عن تمويل وضمن صفقة تصدير يقدم فيها طرف ثالث ائتماناً للمستورد يمكنه بموجبه سداد قيمة وارداته. وهذا الطرف الثالث يكون في الغالب مصرفاً تجارياً يقع في دولة المصدر. وتبدأ هذه العلاقات بعد عقد صفقة التصدير بين المصدر والمستورد، حيث يتم عقد قرض بين المصرف الممول والمستورد مباشرة، ويقبل المستورد بموجب هذا العقد (السندات الإذنية) المسحوبة عليه بقيمة وارداته، أو اعتمادات مستندية غير قابلة للنقض ومؤجلة الدفع، ويتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان

الصادرات لمراجعتها وإقراره وترسل صورة عنه إلى المصدر. ويتم بعد ذلك توقيع اتفاق ضمان بين المصدر وهيئة ضمان الصادرات. ويتحدد بموجب هذا الاتفاق مقدار عمولة الضمان التي يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من المصرف الممول للمستورد. ويتسلم بعد ذلك المصدر قيمة صادراته من المصرف الممول مقابل قيامه بشحن البضاعة محل التعاقد وإرسال صور من مستندات الشحن للمصرف وتنتهي عملية تمويل الصادرات السابقة عند حلول أجل استحقاق القرض الممنوح للمستورد حيث يتولى المصرف الممول تحصيل قيمة القرض المتفق عليه مضافا إليه الفوائد المستحقة.

وتقسم المصارف التي تشارك عادة في عمليات تمويل تسهيلات الموردين إلى: مصارف متخصصة، غالبا تقدم الخدمات الاستشارية. ومصارف دولية تقدم الخدمات والتمويل. وتجمعات مصرفية غالبا مصارف تجارية أو شركات مالية صغيرة على اتصال وثيق بالمقترض، وتعرف حاجاته.

ويتميز ائتمان المشتريين بالسرعة في ترتيبه بسبب استخدام أسعار فوائد عائمة أغلب الأوقات، إلا أن عمليات توثيق هذا النوع من الائتمان معقدة. ويوضح الشكل رقم (١-٦) خطوات عملية ائتمان المشتريين.



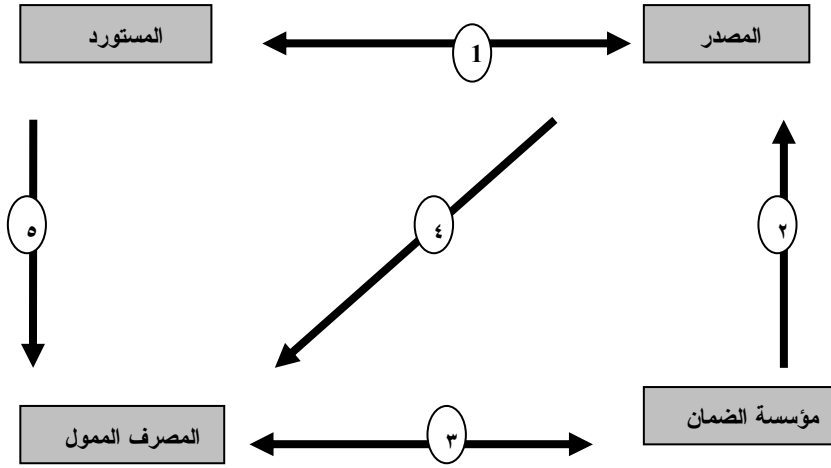
الشكل رقم (١-٦)

حيث:

- (١) عقد توريد بضائع بشروط دفع فورية بين المصدر والمستورد؛
- (٢) عقد قرض بين المستورد والمصرف الممول يسدد عن طريق سندات أذنية مسحوبة على المستورد أو سحبوات زمنية مقبولة منه؛
- (٣) تعهد المصدر بسداد أقساط الضمان الذي تقوم به مؤسسة الضمان؛
- (٤) ضمان تقدمه مؤسسة الضمان للمصرف الممول ضماناً للقرض الممنوح للمستورد؛
- (٥) تمويل فوري من المصرف الممول إلى المصدر مقابل صور عن مستندات الشحن في حدود القرض الموقع مع المستورد.

ائتمان الموردین (البائعين) Suppliers Credit

ويطلق عليه أحيانا قرض التصدير، وهو عبارة عن تمويل وضمن صفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتماداً على موارده المالية، أو بالاعتماد على أحد المصارف عن طريق قيامه بخصم مستحقاته (الكمبيالة أو سند الدفع) لدى هذا المصرف. وفي هذه الحالة تقوم علاقة مباشرة وفورية بين المصدر وهذا المصرف الذي يوفر التمويل اللازم لصفقة التصدير. وبعد انتهاء أجل الدفع المحدد أصلاً بين المصدر والمستورد يقوم المصرف بتحصيل قيمة الكمبيالة من المستورد، وإلى هذا الحد تنتهي العلاقات المالية المتعلقة بالصفقة. أما الشق الآخر من عملية ائتمان الصادرات المتعلقة بضمن التمويل الذي قدمه المصرف للصفقة، فإن هيئات ضمان الصادرات التي تم إنشائها في عدد كبير من الدول تتولى توفير ضمان شامل لسداد الأوراق التجارية (الكمبيالات أو السندات الاذنية) التي يحتفظ بها المصرف الذي قدم التمويل، ويتم ذلك عن طريق قيام هذه الهيئة بإرسال خطاب ضمان لهذا المصرف وذلك مقابل توقيع عقد ضمان ضد المخاطر التجارية وغير التجارية مع المصدر. ويدفع المصدر بموجب هذا العقد عمولة ضمان للهيئة التي أخذت على عاتقها تأمين القرض.



الشكل رقم (٦-٢)

حيث:

- ١) عقد بين المصدر والمستورد لتوريد بضائع بالدفع المؤجل (قصير متوسط أو طويل)؛
- ٢) عقد ضمان من مؤسسة الضمان للمصدر ضد مخاطر عدم الوفاء التجارية أو غير التجارية؛
- ٣) ضمان شامل للأوراق التجارية (الكمبيالات أو السندات) التي يحتفظ بها المصرف وذلك عن طريق خطاب ضمان أو حوالة حق؛
- ٤) تمويل فوري مقابل صور من مستندات الشحن أو الكمبيالات المقبولة من طرف المستورد سداداً لقيمة البضاعة المشحونة حسب الأجل المتفق عليها بين المستورد والمصدر؛
- ٥) قيام المستورد بسداد الكمبيالات عند حلول أجلها،

ائتمانات التصدير الرسمية Official Credits

تتولى هيئات ضمان الصادرات الرسمية تقديم التمويل والضمان للصادرات، سواء كان ذلك للمستوردين الأجانب أو المصدرين المحليين وقد تتولى مؤسسة عامة تخصصت في مجال تشجيع الصادرات تقديم التمويل اللازم للصادرات وبشروط أكثر

يسراً من تلك الشروط التي تقدم المصارف التجارية الائتمان على أساسها. وترتبط الشروط الأخيرة لتقديم الائتمان بذلك الترتيب Consensus الذي تم عقده بين دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD. ذلك الاتفاق الذي وقعته ٢٢ دولة في عام ١٩٧٦ وبدأ سريانه عام ١٩٧٨ وقد ترتب على اشتداد المنافسة بين هذه الدول للحصول على صفقات تصديرية أن ظهر ما يسمى بالتمويل المختلط للصادرات، حيث يتم تمويل الصادرات على أساس مجموعتين من الشروط.

الأولى - تتطوي على تمويل ميسر للصادرات وبشرط الإعانة حيث تنخفض أسعار الفائدة إلى حد كبير وبدرجة أقل من الحد الأدنى الذي حددته دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية في إطار الترتيب السالف الذكر كما أن آجال السداد يتم تحديدها على أساس قرض طويل الأجل.

الثانية - تتم على أساس نظام تمويل الصادرات المنفق عليه بين الدول سالفة الذكر. أي أن التمويل يتم بسعر فائدة أقل من سعر الفائدة السوقي، وبشرط ألا ينخفض عن ذلك الحد الذي حدده الاتفاق والتعديلات اللاحقة له. وبالنسبة لآجال السداد فهي في الغالب قصيرة ومتوسطة الأجل ويشترط ألا تزيد عن أجل معين وفقاً للاتفاق.

المبحث الثاني

الفورفيتينغ والفاكتورينغ

الفورفيتينغ (الخصم دون حق الرجوع)

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الفورفيتينغ.
- مزايا عمليات الفورفيتينغ.
- عمليات الفاكترينغ.

يمكن تعريف الفورفيتينغ، بأنها عملية شراء أوراق الدين من قبل مؤسسة متخصصة، بدون امتلاك حق الرجوع على البائع، أي تتحمل المؤسسة كافة مخاطر ومشاكل التحصيل.

وتتسم عمليات الفورفيتينغ بالمرونة، حيث تستعد المؤسسة التي تقوم بالتمويل، لمقابلة احتياجات كل من المصدر والمستورد. وتبدأ المراحل التنفيذية لهذه العملية بوجود عقد توريد بضائع مؤجل الدفع بين المستورد والمصدر، وينص هذا العقد على وجوب تسليم بضائع للمستورد مقابل قبولات مصرفية تسلم من قبله إلى مصرفه المرسل المعتمد والموجود في بلد المصدر. ويقوم المصرف المرسل في بلد المصدر بتسليمه هذه السحوبات أو الكمبيالة وبالتالي يستطيع هذا الأخير تقديمها إلى مصرف لخصمها والحصول على قيمتها. وهذه الكمبيالة والسحوبات تستلزم أحياناً قيام المصدر ببعض الخطوات التي تحميه من مخاطر عدم الدفع من قبل المشتري، بطلب المصدر لكفالة مصرفية للورقة التجارية مما يعطيه دفعاً فورياً في حالة إخلال المشتري بالدفع. وهذه الكفالة تعطى عادة من قبل المصرف المستورد وتأخذ شكل اعتماد الضمان والقبول الذي يأخذ شكل توقيع على الكمبيالة أو السحب يلائم عقود التصدير المتوسطة والكبيرة التي تشمل قروضا متوسطة أو قصيرة الأجل.

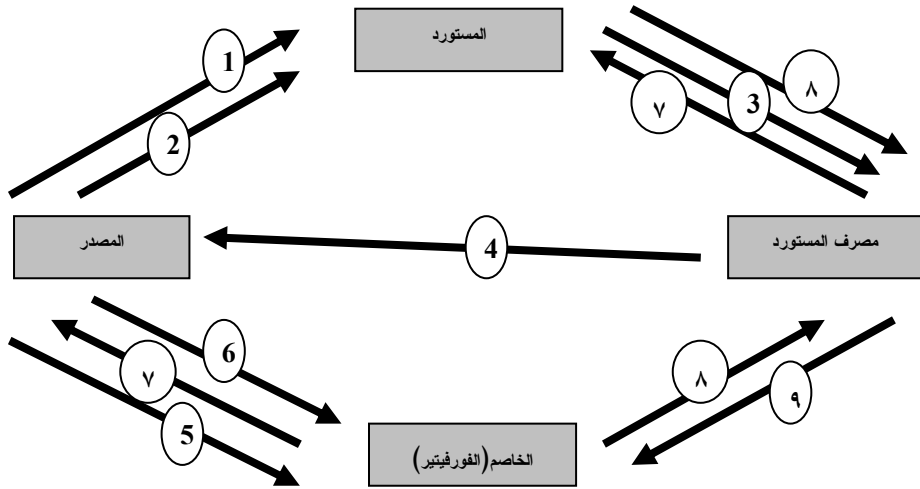
وتجدر الإشارة إلى أن هذه الكمبيالات أو السحوبات المكفولة قابلة للبيع والشراء من قبل المصارف والمستثمرين ووجود سوق ثانوي لمثل هذه الأدوات المخصصة يشجع المصارف على القيام بهذا النوع من العمليات للمصدرين.

ومن مزايا القبول Aval أنه يغني المصرف عن القيام بعملية التقييم المالي للمشتري طالما أن المخاطرة أصبح يتحملها المصرف الكفيل، لذلك ينتقل الاهتمام إلى الوضع المالي للمصرف الكفيل وليس المشتري. والنقطة الأساسية في عملية الفورفيتينغ هو توفر الورقة التجارية للخصم عند إتمام عملية الشحن ومعرفة المصدر لسعر الخصم الذي سيطبق على الكمبيالات والسحوبات في المستقبل. ذلك أن التزام المصرف بهذا السعر يؤمن للمصدر حماية من تغير هذه الأسعار بين تاريخ شحن البضاعة والوقت الفعلي الذي سيتم خصم الورقة فيه.

ويتقاضى المصرف مقابل قيامه بعمليات الفورفيتينغ عمولة التزام، لتعدهه بعملية الخصم وتثبيت سعر الخصم لمدة معينة، كما يتقاضى عمولة مقابل إعطائه المصدر الخيار للدخول في مثل هذا الالتزام. وتسمى هذه العمولة عمولة الدخول Bidding Fee. وتحسب كلفة الخصم في المصارف على أساس أسعار إعادة الخصم، وسعر إعادة الخصم يعكس كلفة الأموال على المصرف. وعادة ما يعبر عنه في الأسواق الدولية بالليبور Libor.

أما عمولة الالتزام التقليدية فهي ١% سنوياً، أما العمولة الفعلية فتحدد بناء على قرار الخاصم لتعكس درجة المخاطرة. وعلى نفس الأساس يتم حساب عمولة الدخول. وتكمن أهمية هذه الأسعار بكونها تساعد المصدر على حساب المبالغ التي يجب إضافتها إلى العقود التجارية، ونقطة الأساس في هذا الموضوع أن سعر الخصم يتم تطبيقه على القيمة الاسمية للسحب أو الكمبيالة، وهي القيمة التي يتم الاتفاق عليها بين المصدر والمستورد. والشكل رقم (٦-٣) يوضح خطوات الفورفيتينغ.^١

1. Levi, Maurice D., Op.Cit, PP. 575.



الشكل رقم (٦-٣)

حيث:

- (١) عقد توريد بضائع بالدفع المؤجل بين المستورد والمصدر؛
- (٢) تسليم البضاعة للمستورد مقابل كمبيالات المستورد أو السحوبات المقبولة منه؛
- (٣) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة من المستورد إلى مصرف المستورد/مصرف التجارة الخارجية في بلده الذي يكفلها؛
- (٤) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة إلى المصدر؛
- (٥) عقد الفورفيتينغ (الخصم) بين المصدر والخاصم؛
- (٦) تسليم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة إلى الخاصم؛
- (٧) دفع قيمة الكمبيالات أو السحوبات إلى المصدر؛
- (٨) تقديم الكمبيالات أو السحوبات المقبولة والمكفولة للدفع إلى المصرف الكفيل؛
- (٩) الدفع بتاريخ استحقاق الكمبيالات أو السحوبات إلى الخاصم.

مزايا عمليات الفورفيتينغ

١- بالنسبة للمصدر.

(أ) عدم تأثره بتغيرات وتذبذبات أسعار الفوائد خلال مدة القرض؛

- ب) عدم تأثره بتغيرات أسعار العملات الأجنبية بعد الخصم؛
ت) تجنب مشاكل تحصيل الدفع؛
ث) عدم الحاجة لدفع علاوات تأمين؛
ج) لا يشترط وجود علاقة حسابية مصرفية بين المصدر والمصرف الخاصم،
فالمصدر يستطيع استخدام أفضل المصارف لكل عقد على حده؛
ح) لا توجد إجراءات وقواعد محددة لتصنيف فترات التمويل حسب أنواع البضائع،
حيث يتخذ كل مصرف قراره على حده عندما تكون شروط الدفع وفترة التمويل
معقولة بالنسبة لنوع البضاعة وقيمة العقد.

٢- بالنسبة للمستورد.

- أ) إمكانية الحصول على تمويل كامل ١٠٠% وبمختلف العملات الأجنبية بالإضافة
إلى السرعة والمرونة؛
ب) إمكانية التمويل للبضائع ذات المنشأ المتعدد في نفس العملية؛
ت) ترتيب برنامج جدول السداد وأسعار الفوائد لتتماشى مع إجراءات المستورد ومقابلة
احتياجات تدفقات النقدية.

٣- بالنسبة للمؤسسات الأخرى

- أ) تحقق هذه العملية للمصارف والمؤسسات الأخرى أرباحاً مغرية تجعلها تستمر في
تقديم هذه الخدمات لمختلف المستثمرين.

عمليات الفاكторинг Factoring

تقوم عمليات الاستحصال تأمين الفرصة لتمويل الفترة ما بين بيع البضاعة
وقبض ثمنها، حيث يقوم البائع بتحويل فواتير ووثائق البيع إلى شركة استحصال لتقوم
بدورها بتغطية نسبة مئوية معينة تصل إلى ٨٠% من قيمة هذه الفواتير.
وتقوم خدمة الاستحصال إما على أساس حق الرجوع أو على أساس دون حق
الرجوع، وهذا يعتمد على طبيعة المخاطرة المعنية المتمثلة. ومن المهام التي تقوم بها

مؤسسة الاستحصال، توفير الحماية اللازمة مقابل الديون الرديئة والقيام بعمليات إدارة الديون وتحصيلها والحماية من تقلبات أسعار العملات الأجنبية.

ويستطيع المصدر الحصول على الأموال كلما احتاج حيث يرتبط التمويل بحجم المبيعات، وتختلف المصاريف التي تدفع مقابل خدمات الاستحصال حسب تقدير شركة الاستحصال لحجم العمل والمخاطر المرتبطة به. ولكن تعتبر هذه التكاليف عادة أقل من الكلفة التي من الممكن أن يتحملها المصدر عند قيامه بهذه العمليات بنفسه.

وتتم عمليات الاستحصال الدولي من خلال نظام مراسلين، حيث يقوم محصلو التصدير عادة بالتعاقد مع محصلين في دول المستوردة مما يزيد من سرعة ونوعية الخدمات المقدمة، حيث إن محصل الاستيراد يتعامل مع مستلمات محلية ولذلك فهو يعمل في سوق ونظام قانوني معروفين لديه وبالتالي يتحمل المخاطرة القانونية إن لزم الأمر ويغطي أية ديون غير مدفوعة ويحول الأموال إلى محصل التصدير.

كذلك يقوم العميل في بلد التصدير بإعلام محصل التصدير برغبته في التعامل مع مستورد ما فيقوم محصل التصدير بدوره بالاتصال بمحصل الاستيراد لتقييم الوضع المالي للمستورد. وبعد استلامه للتقرير الائتماني المقبول يقوم العميل بشحن البضائع ويقدم بدوره الوثائق اللازمة إلى محصل التصدير الذي سيقوم بدوره بإرسالها إلى محصل الاستيراد ليقوم بتحصيل الدفعات من المستورد وتقديمها إلى محصل التصدير بالتواريخ المحددة.

المبحث الثالث

القروض المشتركة

Syndicated Loans

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- مفهوم وأهمية القروض المشتركة (المجموعة).
- إجراءات عقد القروض المشتركة.

مفهوم وأهمية القروض المشتركة (المجموعة) Syndicated Loans

يعتبر قيام أحد المصارف بمفرده بتمويل أحد القروض التي يطلبها أحد عملائه لتمويل التجارة الدولية أو لتمويل الاستثمارات من الأمور المألوفة في أسواق الائتمان الأوروبية. ويتولى هذا المصرف تغطية القرض بالكامل وفقاً لمجموعة معينة من الشروط التي يتفق عليها بين المصرف المقرض والجهات المقترضة. غير أن تزايد حجم القروض بما يزيد عن طاقة مصرف واحد لتقديمها وخاصة في القروض التي تزيد عن ١٠٠ مليون دولار، ورغبة في توزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من المصارف، فقد ظهرت القروض المشتركة التي يتولى تنظيمها وإدارتها أحد المصارف الكبيرة. ويلاحظ أن القروض التي تطلبها بعض الحكومات تصل في بعض الأحيان إلى مليار دولار أو أكثر، وهو حجم يفوق طاقة معظم المصارف الدولية الأمر الذي أدى إلى انتشار القروض المشتركة بين المصارف التي يزيد عددها في بعض الأحيان عن ٥٠ مصرفاً. فالقرض المشترك عبارة عن قرض كبير نسبياً يتم تأمينه بالنيابة عن المقرض عن طريق مجموعة من المصارف المقترضة.

وتتحدد شروط عقد القروض وفقاً لمجموعة من العوامل في مقدمتها ظروف الإقراض السائدة في الأسواق المالية ومعايير الضمان ومستوى الجدارة الائتمانية للمقترضين بالإضافة إلى درجة المخاطر التي تتطوي عليها عملية منح القرض.

الإطار رقم (٦-١). عادةً ما يتحدد سعر الفائدة على القروض المشتركة اعتماداً على السعر الأساسي، وهو السعر السائد بين المصارف في أحد المراكز المالية الرئيسية في العالم. ففي لندن نجد أن سعر الفائدة السائد على المعاملات من إقراض واقتراض التي تتم بين المصارف اللندنية يعد بمثابة الأساس المرجعي لأسعار الفائدة التي يجري تنفيذ عمليات القروض المشتركة بها في لندن، ويسمى هذا السعر الأساس بالليبور London Interbank Offered Rate. وهناك أيضاً أسعار أخرى مرجعية لتحديد سعر الفائدة في بعض الأسواق أو المراكز المالية الأخرى، مثال ذلك سعر الفائدة السائد بين المصارف في سنغافورة SIBOR أو البحرين BIBOR أو نيويورك NIBOR أو طوكيو TIBOR وهكذا.

ويجب أن نشير بداية إلى بعض المصطلحات والمفاهيم السائدة في أسواق المال الدولية، خاصة تلك المتعلقة بإجراءات عقد وتنفيذ القروض المشتركة.

١- معدل الفائدة السائد بين مصارف لندن LIBOR. يتحدد سعر الفائدة على القروض المشتركة عادة اعتماداً على السعر الأساسي، وهو السعر السائد بين المصارف في أحد المراكز المالية الرئيسية في العالم. ففي لندن نجد أن سعر الفائدة السائد على المعاملات من إقراض واقتراض والتي تتم بين المصارف اللندنية يعد بمثابة الأساس المرجعي لأسعار الفائدة التي يجري تنفيذ عمليات القروض المشتركة بها في لندن.

٢- السعر الإضافي Spread or Premium. وهو سعر يضاف إلى السعر الأساسي (الليبور مثلاً) كل فترة مائة (ثلاثة أو ستة أشهر وربما سنة كاملة) وذلك لتحديد إجمالي تكلفة الفائدة التي تعتبر مؤشراً لإجمالي تكاليف الإقراض في أسواق القروض. وعادةً ما يؤثر الطلب في سوق القروض والمخاطر المصاحبة لها على مقدار السعر الإضافي Spread. تجدر الإشارة إلى أن دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD قد حصل بعضها على قروض بسعر إضافي على سعر الليبور بلغ أقل من ١/٨% في حين أن الدول النامية غير البترولية تحصل على هذه القروض بسعر إضافي على سعر الليبور يتراوح بين ٢,٥-٣%، وهو

ما يشير إلى أهمية مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المقترضة في التأثير على تكلفة الاقتراض الإجمالية.

٣- أنواع واستخدامات القروض. تمنح بعض المصارف القروض على أساس أسعار فائدة ثابتة وهو ما يشير إلى أن السعر الأساس (المرجعي Based) مضافاً إليه السعر الإضافي Spread يتم تحديدهما بالكامل عند منح القرض وبشكل ثابت. وهذا الوضع يمكن أن يفيد المقترض من حيث تأكده المطلق من تكلفة الاقتراض عبر أجل القرض. على أن الضرر الذي يعود على المقترض يمكن أن يتمثل فيما يطرأ من انخفاض على سعر الفائدة السائد في الأسواق خلال أجل القرض. وتحديد سعر ثابت يحرم المقترض من إمكانية الاستفادة من هذا الانخفاض. ومن هذا المنطلق هناك قروض يتم عقدها اعتماداً على أسعار الفائدة المعمومة Floating بمعنى تغيير سعر الاقتراض كل فترة يتفق عليها بين المتعاملين.

وتقوم بعض المصارف بتقديم قروضها في شكل اعتمادات قائمة Standby- credit أو ارتباطات Commitments وهو ما يعني أن المصرف سيوفر أرصدة القرض عند طلبها خلال فترة زمنية معينة إما بأسعار فائدة ثابتة أو متغيرة. ويتم تقاضي عمولة ارتباط على أرصدة القرض التي لم تسحب بواسطة المقترض وتصل هذه العمولة في كثير من الأحيان إلى ١%.

أما بالنسبة لاستخدامات القرض فإن المقترض يجب أن يوضح في وثيقة عقد القرض الغرض الذي تم من أجله الاقتراض سواءً كان ذلك لتمويل الأنشطة الجارية، أو لتمويل النفقات الحكومية أو لتمويل المكون الأجنبي للمشروعات أو لتمويل التجارة والاستثمارات، خاصة تلك الاستثمارات التي تهدف إلى توسيع النشاط على المستوى الدولي بإقامة مشروعات أو الاشتراك في إقامة مشروعات خارج حدود الدولة، أي الاستثمارات الأجنبية المباشرة FDI. كما قد تقدم المصارف هذه القروض لتمويل الواردات الخاصة بالمقترضين في كافة أنحاء العالم. وتسمى في هذه الحالة قروض مصرفية، كما قد تقدم هذه القروض لأحد المصدرين بهدف تشجيع الصادرات وتسمى القروض في هذه الحالة ائتمان المشتريين أو قروض الصادرات كما رأينا سابقاً.

٤- أسس الائتتاب والتجمعات المصرفية. يقصد بالتجمعات المصرفية Syndicates مجموعة المصارف التي تشترك في تمويل القرض. وغالباً يتم الائتتاب وفقاً لأسس معينة، وتوضح هذه الأسس طبيعة التجمع المصرفي، وكيفية إدارة القرض والمصرف القائد أو المنظم Lead Manager لعملية الائتتاب. وتتمثل أسس الائتتاب في تعهد المصرف المدين باستكمال الائتتاب في القرض من أمواله في حالة عدم تغطية القرض بالكامل من قبل المصارف الأخرى المشاركة. وقد يعتمد الائتتاب في القرض أساساً على تعهد المصرف القائد ببذل أفضل الجهود Best Efforts لترويج القرض بين المصارف المشتركة ولكنه لا يلتزم باستكمال القرض في حالة الفشل في توزيع الائتتاب بالكامل. كما قد يلتزم المصرف القائد ببذل أفضل الجهود مع التزامه بتغطية جزء معين من القرض من أمواله.

٥- المصرف الوكيل Agent Bank. والبنك الوكيل من أهم الأطراف المشتركة في تنفيذ القروض المشتركة. فهو يعتبر بمثابة الوكيل عن كل الأطراف في تسير الشؤون المالية والإدارية منذ بداية عقد القرض وحتى انتهاء سداد القرض. ويقوم المصرف الوكيل بأداء مجموعة محددة من الأعمال مقابل الحصول على عمولة سنوية. وتتلخص هذه الأعمال في الآتي:

- حساب أسعار الفائدة الأساسية والهوامش المضافة وإخطار جميع الأطراف بذلك.
- تحصيل الأموال المستحقة للمقترض بموجب عقد القرض من المصارف المشاركة.
- حساب وتحصيل العمولات المستحقة للمصارف المشاركة وتوزيعها عليهم جميعاً حسبما تنص على ذلك اتفاقية القرض.
- حساب وتحصيل الأقساط والفوائد وكافة العمولات المستحقة على المقترض وإشعاره بذلك في حينه، ثم توزيع هذه الأموال على المصارف المشاركة.
- إعداد تقارير دورية عن المقترض وأحواله الاقتصادية والسياسية خلال مدة القرض.

- في حالة تأخر المقترض عن سداد أية مدفوعات مستحقة عليه أن يقوم بإخطار المصارف المشاركة فوراً بما حدث بشأن المتأخرات. ويجب أن يراعي المصرف الوكيل تحقيق الدقة في أداء الأعمال السابقة اعتماداً على معلوماته الخاصة وأية معلومات أخرى يمكنه الحصول عليها من كافة المصادر. هذا وقد يكون المصرف الوكيل مشترك في أكثر من قرض.

إجراءات عقد القروض المشتركة

تتطوي عملية عقد القروض المشتركة أساساً على ثلاثة أطراف هي الجهات المقترضة والمصرف القائد الذي يدير العملية والمصارف المشاركة.

وتبدأ صفقة عقد القرض عن طريق قيام إحدى الجهات المقترضة التي تحتاج إلى أموال سائلة لتمويل فاتورة الواردات أو لتمويل إنشاء مشروع أو لتمويل الاستثمارات بالبحث عن أحد المصارف الكبيرة التي تستطيع أن تتولى قيادة عملية الاكتتاب في هذا القرض وترويجه بين عدد آخر من المصارف التي ترغب في الاشتراك في تمويل الصفقة. ويتولى المقترض توفير كافة المعلومات الخاصة بعملية الاقتراض للمصرف القائد، الذي يقوم بدوره بإعداد مذكرة وإفية باسم المقترض وطريقة ضمان القرض ومقدار القرض المطلوب والهدف من عقد القرض وشروط الاقتراض الخاصة بسعر الفائدة وطبيعة وأجل الاستحقاق وطريقة السحب من القرض ومصاريف إدارة القرض وعمولة المصرف القائد والمصارف المشاركة وكافة الشروط الأخرى المتعلقة بتغطية تكلفة القرض... إلخ. ويلتزم المصرف القائد عادة بدراسة الجدارة الائتمانية للمقترض ويحدد الهامش الإضافي Spread للقرض بطريقة تمكنه من منافسة التجمعات المصرفية الأخرى (أو المصارف التي تتولى إدارة القروض المشتركة) وإقناع المصارف المشاركة بأن العائد المنتظر من الاشتراك في التمويل عائد واقعي ويتناسب مع مقدار المخاطر التي ينطوي عليها القرض.

وتبدأ الخطوة التالية بقيام المصرف القائد بتفصيل القرض وشروطه بوسيلة اتصال ما لمجموعة مختارة من المصارف التي يمكنها أن تشارك في تمويل القرض. ويعتمد اختيار المصارف المشاركة وعددها على طبيعة وحجم القرض من جهة وطبيعة الجهات المقترضة من جهة أخرى، وشكل العلاقات التي تربط بين مجموعة

محددة من المصارف من جهة ثالثة، والخبرات السابقة بشأن الاشتراك في عقد قروض مشتركة من جهة رابعة. وفي بعض الأحيان يحدد المقرض مجموعة مصرفية بذاتها بحيث تتولى المشاركة في تمويل القرض.

وفي الخطوة الأخيرة وبعد أن ينجح المصرف القائد في تكوين المجموعة المصرفية التي تشارك في تمويل القروض فإنه يتم نشر عقد القرض في المجالات المالية التي تهتم بأحوال أسواق المال الدولية، حيث يمكن عن طريق النشر توفير تفاصيل محددة عن القرض لكافة الأطراف المشتركة في تمويل القرض وغير المشتركة أيضاً. وتتضمن هذه المعلومات تفاصيل عن المقرض وحجم القرض وشروطه والعملية أو العملات المستخدمة والمصرف القائد والمصارف المشاركة... إلخ.

غالباً ما يكون الدولار الأمريكي عملة القروض المجمعة، على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات أخرى كاليورو والفرنك السويسري والدولار الكندي وغيرها. ويعتبر سوق القروض بعملات غير الدولار سوقاً محدودة وكفاءة المشتركين فيه محدودة أيضاً. وقد يعطى القرض بالدولار الأمريكي مع خيار السحب بعملات أخرى إن توفرت، وهو ما يعرف بخيار تعدد العملات Multi Currency Option. وفي حال توفرت العملة المطلوبة فإنه يتم تحويلها في بداية كل فترة فائدة بالسعر الفوري Spot المعادل للدولار. وإذا ما تقرر إبقاء القرض بنفس العملة لفترة الفائدة التالية فسيكون هناك سعر معدل يعتمد على درجة التذبذب للسعر الفوري عن السعر الذي استعمل للفترة السابقة. وعادة يسمح بأن تكون هذه القروض بثلاث أو خمس عملات على الأكثر، ويعتبر خيار تعدد العملات مفيداً للمقترضين مثل الشركات متعددة الجنسيات MNC's التي لديها تدفقات بعملات أخرى غير الدولار، حيث تتاح لها الفرصة للاستفادة من تغيير أسعار الصرف وتغير الفوائد علي العملات وتوزيع مخاطر تقلبات العملة.

ملخص الفصل السادس

ائتمان المشتري عبارة عن تمويل و ضمان صفقة تصدير يقدم فيها طرف ثالث ائتماناً للمستورد يمكنه بموجبه سداد قيمة وارداته. وهذا الطرف الثالث يكون في الغالب مصرفاً تجارياً يقع في دولة المصدر. أما ائتمان الموردين فيطلق عليه أحياناً قرض التصدير، وهو عبارة عن تمويل و ضمان صفقة تصدير يتولى فيها المصدر تمويل الصفقة اعتماداً على موارده المالية، أو بالاعتماد على أحد المصارف عن طريق قيامه بخصم مستحقاته لدى هذا المصرف.

القرض المشترك عبارة عن قرض كبير نسبياً يتم تأمينه بالنيابة عن المقترض عن طريق مجموعة من المصارف المقرضة. وتحدد شروط عقد القروض وفقاً لمجموعة من العوامل في مقدمتها ظروف الإقراض السائدة في الأسواق المالية ومعايير الضمان ومستوى الجدارة الائتمانية للمقترضين بالإضافة إلى درجة المخاطر التي تنطوي عليها عملية منح القرض.

وتقوم بعض المصارف بتقديم قروضها في شكل اعتمادات قائمة أو ارتباطات. ويتم تقاضي عمولة ارتباط على أرصدة القرض التي لم تسحب بواسطة المقترض. أما بالنسبة لاستخدامات القرض فإن المقترض يجب أن يوضح في وثيقة عقد القرض الغرض الذي من أجله تم الاقتراض.

يقصد بالتجمعات المصرفية مجموعة المصارف التي تشترك في تمويل القرض المجمع. وغالباً يتم الاكتتاب وفقاً لأسس معينة، وتوضح هذه الأسس طبيعة التجمع المصرفي، وكيفية إدارة القرض والمصرف القائد أو المنظم لعملية الاكتتاب. وتتطوي عملية عقد القروض المشتركة أساساً على ثلاثة أطراف هي الجهات المقرضة والمصرف القائد الذي يدير العملية والمصارف المشاركة. وتبدأ صفقة عقد القرض عن طريق قيام إحدى الجهات المقرضة والتي تحتاج إلى أموال سائلة، بالبحث عن أحد المصارف الكبيرة التي تستطيع أن تتولى قيادة عملية الاكتتاب في هذا القرض وترويجه بين عدد آخر من المصارف التي ترغب في الاشتراك في تمويل الصفقة.

وتبدأ الخطوة التالية بقيام المصرف القائد بتفصيل القرض وشروطه بوسيلة اتصال ما لمجموعة مختارة من المصارف التي يمكنها أن تشارك في تمويل القرض. وفي الخطوة الأخيرة وبعد أن ينجح المصرف القائد في تكوين المجموعة المصرفية التي تشارك في تمويل القروض فإنه يتم نشر عقد القرض في المجالات المالية التي تهتم بأحوال أسواق المال الدولية، حيث يمكن عن طريق النشر توفير تفاصيل محددة عن القرض لكافة الأطراف المشتركة في تمويل القرض وغير المشتركة أيضاً. وغالباً ما يكون الدولار الأمريكي عملة القروض المجمعّة، على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات أخرى. ويعتبر سوق القروض بعملات غير الدولار سوقاً محدودة وكفاءة المشتركين فيه محدودة أيضاً. وقد يعطى القرض بالدولار الأمريكي مع خيار السحب بعملات أخرى إن توفرت، وهو ما يعرف بخيار تعدد العملات. وعادةً يسمح بأن تكون هذه القروض بثلاث أو خمس عملات على الأكثر، ويعتبر خيار تعدد العملات مفيداً للمقترضين مثل الشركات متعددة الجنسيات التي لديها تدفقات بعملات أخرى غير الدولار، حيث تتاح لها الفرصة للاستفادة من تغيير أسعار الصرف وتغيير الفوائد علي العملات وتوزيع مخاطر تقلبات العملة.

مصطلحات الفصل السادس

اعتمادات قائمة	ائتمان المشتريين
ارتباطات	ائتمان الموردين
المصرف القائد	ائتمانات التصدير الرسمية
أفضل الجهود	الليبور
المصرف الوكيل	القروض المشتركة
خيار تعدد العملات	السعر الإضافي

أسئلة الفصل السادس

- ١- الخطوات الرئيسية لعملية ائتمان المشتريين؟
- ٢- تحدث عن الخطوات الرئيسية لعملية ائتمان الموردين؟
- ٣- ما هو القرض المشترك؟
- ٤- ما هو الليبور؟
- ٥- عرف السعر الإضافي؟ ما معنى أن تقوم بعض المصارف بتقديم قروضها في شكل اعتمادات قائمة أو ارتباطات؟
- ٦- تحدث عن
- ٧- ما المقصود بالتجمعات المصرفية؟
- ٨- تحدث عن القرض بخيار تعدد العملات.

الفصل السابع

ميزان المدفوعات

Balance of Payments المبحث الأول

ماهية وتركيب ميزان المدفوعات

ماهية ميزان المدفوعات

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- تركيب ميزان المدفوعات.
- أهمية ميزان الحساب الجاري.
- حركات الذهب النقدي.

يبيّن ميزان المدفوعات، كمية السلع والخدمات التي يقوم البلد بتصديرها واستيرادها، وما إذا كان يفترض من بقية العالم أو يقرضه. وبالإضافة إلى ذلك فإن إحصاءات ميزان المدفوعات توضح ما إذا كانت السلطات النقدية المركزية (عادة المصرف المركزي) قد زادت أو خفضت احتياطياتها من العملة الأجنبية.

ويمكن تعريف ميزان المدفوعات، بأنه عبارة عن "سجل محاسبي يبين جميع المبادلات الاقتصادية التي تحدث بين المقيمين في دولة ما وغير المقيمين خلال فترة زمنية معينة عادةً ما تكون السنة". ولا يشمل تعريف المقيمين السياح والدبلوماسيين والعسكريين الأجانب الموجودين في هذه الدولة كما أنه لا يشمل المؤسسات والمنظمات الدولية الموجودة فيها كالأمم المتحدة والبنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

وتقوم حسابات ميزان المدفوعات على أساس القيد المزدوج Double-Entry وBook keeping. ويفترض بالتالي، أن لكل عملية تتم مع العالم الخارجي قيدين

متساويين في القيمة، أحدهما دائن والآخر مدين. فعملية تصدير سلعة مثلاً هي قيد دائن في ميزان المدفوعات يجب أن يقابله قيد مدين في الجانب الآخر من الميزان كاستيراد سلعة مثلاً بنفس القيمة (في حالة المفاضلة)، أو زيادة الأصول الأجنبية أو نقصان الالتزامات الخارجية وكلها قيود مدينة.

وجرت عادة محاسبي موازين المدفوعات على معاملة البنود المدينة في الميزان كبنود سالبة (+) والبنود الدائنة كبنود موجبة (-). وغالباً ما تستخدم إشارات زائد ونقص في الجداول الرسمية المنشورة. وفي بعض إحصاءات موازين المدفوعات تستخدم عبارات "مدفوعات" و "متحصلات" كمرادفات لمدين ودائن على التوالي.

نفترض أن سوريا قد صدرت قطناً إلى ألمانيا مقابل السيارات (مفاضلة)، معنى ذلك أن كلا من البند الدائن للقطن المصدر والبند المدين للسيارات المستوردة ستظهر في حساب تجارة السلع السوري Merchandise Trade Account. وفي حال قبلت ألمانيا أرضاً زراعية في سورية مقابل السيارات، فإن ميزان المدفوعات السوري سيظهر بنداً مديناً في حساب ميزان السلع ودائناً في حساب الاستثمار الأجنبي المباشر (حساب رأس المال طويل الأجل).

تركيب ميزان المدفوعات

تتضمن الصيغة الشائعة لعرض ميزان المدفوعات، بأرصده الدائنة والمدينة أربعة أقسام رئيسية هي:

١. الحساب الجاري؛
٢. حساب رأس المال؛
٣. حساب رأس المال قصير الأجل؛
٤. مبادلات الاحتياطي الرسمي.

(١)

(أ) الميزان التجاري- يتكون من: صادرات السلع (+) و واردات السلع (-)

(ب) ميزان الخدمات- يتكون من: صادرات الخدمات (+) و واردات الخدمات (-)

(ج) الدخل من الاستثمار (كالفائدة والأرباح الموزعة): من الخارج (+) إلى الخارج (-)

(٢)

(د) تحويلات أحادية تتكون من منح حكومية (مساعدة أجنبية) وتحويلات خاصة: من الخارج (+) إلى الخارج (-)

(٣)

حساب رأس المال: ويشمل الاستثمار المباشر Direct Investment والاستثمار في الأسهم والسندات طويلة الأجل أو الأصول المالية Portfolio Capital.

(٤)

حساب رأس المال قصير الأجل: أذونات خزانة، شهادات إيداع قصيرة الأجل.

(٥)

مبادلات الاحتياطي الرسمي Official Reserve Transactions

نموذج لميزان مدفوعات^١

١. الحساب الجاري	
	أ- تجارة السلع:
٣٠٠+	صادرات
٢٠٠-	واردات
١٠٠+	الميزان التجاري
	ب- المعاملات غير المنظورة
١٠-	نقل
٨-	تأمين
١٦+	سفر
١٢+	دخل استثمار
٣٠-	مصرفات حكومية

١. كامل بكري. التمويل الدولي. الإسكندرية، ١٩٩٤. ص ٦.

٣٢+	أخرى صافي المعاملات غير المنظورة رصيد الحساب الجاري
١٢+	
١١٢+	
	٢. حساب التحويلات من جانب واحد
٣٦-	تحويلات خاصة
٢٠+	تحويلات حكومية
١٦-	رصيد حساب التحويلات من جانب واحد
	٣. حساب رأس المال
٦٤-	رؤوس أموال حكومية طويلة الأجل
٥٨-	رؤوس أموال خاصة طويلة الأجل (مالية ومباشرة)
٨+	احتياطيات رسمية
١٤-	أصول أجنبية قصيرة الأجل في حوزة مواطنين خاصين
١٤+	التزامات قصيرة الأجل لهيئات أجنبية رسمية
٣٠+	التزامات قصيرة الأجل لأجانب خاصين
٨٤-	رصيد حساب رأس المال
١٢-	السهم والخطأ

الحساب الجاري Current Account

والبنود المتضمنة فيه عادة هي:

I. تجارة السلع.

وتتضمن صادرات وواردات السلع المادية التي تعبر الحدود وتسجل على أنها سلع صدرت (دائنة) أو استوردت (مدينة) خلال الفترة الجارية. يعتبر بند "تجارة السلع" الأكثر أهمية، فهو يشكل عادة ثلث المجموع الكلي للبنود أو أكثر.

ويطلق اصطلاح الميزان التجاري Balance of Trade على الفرق بين قيمة الصادرات وقيمة الواردات من السلع. فإذا كانت الصادرات أكبر قيل أن الميزان التجاري موافق Favorable balance of trade، وإذا كانت الواردات هي الأكبر قيل أن الميزان التجاري غير موافق.

وتقيد قيمة الصادرات والواردات المنظورة في ميزان المدفوعات عادة وفقاً لإحصاءات الجمارك، رغم أن بعض الدول تلجأ إلى إحصاءات مراقبة النقد. وتختلف أرقام الجمارك عن إحصاءات مراقبة النقد لأسباب عديدة:

- قد لا تشمل إحصاءات مراقبة النقد إلا المعاملات التي تؤدي إلى تحويلات نقدية عن طريق الجهاز المصرفي الوطني، وبالتالي فهي لا تضم عمليات المقايضة أو الهبات النوعية لأنها لا تتطلب تحويلات بالنقد الأجنبي. وهي لا تضم العمليات التي تتم تسويتها خارج سوق الصرف الرسمية.
- تقوم الواردات عادة على أساس " سيف CIF " والصادرات على أساس " فوب FOB"، وقد تختلف شروط الاستيراد والتصدير عن هذا المبدأ مما يترتب عليه أن جزءاً من قيمة الواردات أو الصادرات قد يدرج في بنود أخرى في ميزان المدفوعات كبند النقل أو التأمين.
- تسجل أرقام الجمارك حركة الصادرات والواردات عند تسوية الإجراءات الجمركية بغض النظر عن الوقت الذي يتم فيه الدفع، في حين أن إحصاءات مراقبة النقد توضح حصيلة الصادرات أو قيمة الواردات المدفوعة فعلاً في فترة معينة بغض النظر عن وقت مرور السلع بالجمارك، لاسيما في الحالات التي يدفع فيها ثمن السلع مقدماً أو في حالات ائتمان الموردين التي يؤجل فيها تسديد الثمن.

II. المعاملات غير المنظورة.

- تعرف بقية الحساب الجاري، بالعمليات غير المنظورة، وهي تضم:
- المدفوعات الدولية المتعلقة بمختلف أنواع خدمات النقل بما في ذلك أجور شحن البضائع، ثمن تذاكر السفر وعدداً من البنود الملحقة الأخرى كرسوم الموانئ، نفقات إصلاح السفن والطائرات... إلخ؛

- المدفوعات الدولية المتعلقة بالتأمين على نقل البضائع والتأمين على الحياة والتأمين ضد الحوادث وعمليات إعادة التأمين؛
- مصروفات المسافرين الأجانب في الدولة ومصروفات المواطنين عند سفرهم في الخارج، أي نفقات السياحة ومصاريف العلاج ونفقات الدراسة بالخارج وغير ذلك؛
- العائد من الاستثمارات الخارجية بمختلف أنواعها؛
- نفقات الحكومات في الخارج كنفقات البعثات الدبلوماسية والسياسية والنفقات الحربية في الخارج والاشتراكات في المؤسسات الدولية وما إلى ذلك؛
- مختلف العمليات الأخرى من مثل العمولات التجارية ومدفوعات الاتصالات ومصاريف الإعلان وغيرها.

أهمية ميزان الحساب الجاري

يعكس ميزان الحساب الجاري مصادر واستخدامات الدخل القومي. فصادرات السلع والخدمات والهدايا والدخل الاستثماري من الخارج تعتبر مصادر دخل، ومن جهة أخرى يستخدم مواطنو الدولة والحكومة هذا الدخل لشراء واردات السلع والخدمات ولإرسال هدايا ودفع دخل استثماري إلى الخارج. ويمكننا النظر إلى ميزان الحساب الجاري من زاوية أخرى، حيث يمكن ربطه بالدخل الكلي والمصروفات الكلية وذلك اعتماداً على المعادلة الأساسية في الاقتصاد الكلي¹:

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

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

وتشير المعادلة إلى أن ميزان الحساب الجاري، يمثل الفرق بين دخل الدولة من جهة والاستهلاك والإنفاق والاستثمار (C+I+G) التي تمثل مصروفات المقيمين في الدولة خلال المدة الجارية من جهة أخرى. فإذا كانت الدولة تعاني من عجز في ميزان الحساب الجاري، أي أن الواردات أكبر من الصادرات، فإن هذا يعني أن (C+I+G) أكبر من Y والدولة تصرف أكثر من دخلها. ويمكننا التقدم خطوة أخرى في العلاقة بين ميزان الحساب الجاري والاقتصاد الكلي على الشكل التالي:

1. Dennis R., Appleyard and Field, Alfred J. R. International Economics. P.415.

$$Y = C + S + T \quad (3)$$

وتعني المعادلة السابقة أنه يمكن استخدام الدخل لأغراض الاستهلاك (بما فيه الواردات والتحويلات إلى الخارج) والادخار ودفن الضرائب. وبمقابلة (١) و(٣) نحصل على:

$$\begin{aligned} C + I + G + (X - M) &= C + S + T \\ X - M &= S + (T - G) - I \end{aligned} \quad (4)$$

فإذا كانت S تمثل الادخار و $(T - G)$ تمثل الادخار الحكومي (يمكن أن يكون سالباً) فإن ميزان الحساب الجاري يساوي أيضاً الفرق بين إجمالي الادخار (القومي) والاستثمار. وإذا حصل عجز في الحساب الجاري $(X - M)$ فإن هذا يعني أن الدولة تدخر أقل مما تستثمر أو بعبارة أخرى أن الدولة لا تدخر بما يكفي. ونتناول هذه القضايا بتفصيل أكبر في الفصل القادم.

حساب التحويلات من جانب واحد

ويسجل التحويلات الخاصة أو الحكومية التي يترتب عليها انتقال موارد حقيقية أو مالية من وإلى الخارج دون اقتضاء مقابل فوري.

- تشمل التحويلات الخاصة الهبات والإعانات والتبرعات المقدمة أو المستلمة بواسطة الأفراد والهيئات الخاصة (مثال: تحويلات المهاجرين لذويهم وهبات المؤسسات الخيرية.. الخ).
- تشمل التحويلات الحكومية المنح والتعويضات المقدمة أو المستلمة بواسطة الحكومات (مثال: المنح التي تقدم لدعم برنامج للتنمية، أو للإغاثة من الكوارث، تعويضات الحروب وغيرها).

فإذا قدمت حكومة أجنبية منحة في شكل سلع غذائية، تقيد قيمة هذه السلع مدينة في الحساب الجاري ضمن بند الواردات، و يتم إجراء قيد مقابل دائن بنفس القيمة في حساب التحويلات من جانب واحد تحت عنوان "تحويلات حكومية". وإذا حول المقيمون مبالغ نقدية لذويهم في الخارج، فإن النقص في الأصول الأجنبية قصيرة الأجل المترتب على ذلك يقيد دائناً في حساب رأس المال. ويكون القيد المدين المقابل عبارة عن تحويلات الإعانة نفسها. وفي هذه الحالة لا يوجد استيراد مادي ليسجل كقيد مدين،

لذلك يجب إجراء تقدير لمقدار هذه الإعانات والمجموع يدخل كفيد مدين في حساب التحويلات من جانب واحد تحت عنوان "تحويلات خاصة".

حساب رأس المال

ويسجل حركات رؤوس الأموال بين الدولة والعالم، التي ينشأ عنها تغيير في مركز دائنية أو مديونية البلد الخارجية، وكذلك حركات الذهب النقدي خلال الفترة المحددة التي يعد عنها ميزان المدفوعات، ويشمل البنود التالية:

▪ حركات رؤوس الأموال الطويلة الأجل Long-Term Capital Account

وهي تضم تحركات رؤوس الأموال من وإلى الخارج بقصد الاستثمار طويل الأجل. فاستثمار المقيمين في الخارج، يمثل تدفقاً خارجاً Outflow. واستثمار الأجانب في البلد، يمثل تدفقاً داخلياً Inflow. ويرتب التدفق الخارج مدفوعات للأجانب، ويقيد مديناً (-) في حساب رأس المال. أما التدفق الداخل فيقيد دائناً (+). وفي حال تصفية استثمارات المقيمين في الخارج فإن ما يتسلمه المستثمرون بنتيجة التصفية يمثل تدفقاً داخلياً. وتمثل تصفية الاستثمارات الأجنبية في الدولة تدفقاً خارجاً.

ويمكننا النظر إلى حركات رؤوس الأموال بطريقة مختلفة نوعاً ما، فتدفق رؤوس الأموال للخارج يحدث عندما تزداد الحقوق المالية التي للمقيمين على الأجانب، أو عندما تنقص الالتزامات المالية التي على المقيمين للأجانب. وبعبارة أخرى تدفق رؤوس الأموال للخارج يجعل البلد دائناً دولياً بصورة أكبر، أو مديناً دولياً بصورة أقل من ذي قبل. ومن الناحية الأخرى يحدث تدفق رؤوس الأموال للداخل عندما تنقص الحقوق المالية التي للمقيمين على الأجانب، أو عندما تزداد الالتزامات المالية التي على المقيمين للأجانب. وبعبارة أخرى، فتدفق رؤوس الأموال للداخل يجعل البلد دائناً دولياً بصورة أقل، أو مديناً دولياً بصورة أكبر من ذي قبل.¹

ويشار في العادة إلى التدفق الخارج على أنه "تصدير لرأس المال"، وإلى التدفق الداخل على أنه "استيراد لرأس المال". ويجب التذكير بأن هناك فرقاً بين تصدير

1. كامل بكري. التمويل الدولي. الإسكندرية، ١٩٩٤. ص ١٤-١٥.

واستيراد رأس المال وحالة تصدير واستيراد السلع. فتصدير رأس المال يمثل مدفوعات للأجانب ويعتبر بالتالي بنداً مديناً في حساب رأس المال، أما تصدير السلع والخدمات فيمثل مقبوضات من الأجانب وبالتالي فهو بند دائن. وبالمقابل يرتب استيراد السلع والخدمات مدفوعات للأجانب فهو بند مدين.

▪ حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل Short-Term Capital Flows

وتتضمن رؤوس الأموال الداخلة أو الخارجة بهدف الاستثمار قصير الأجل. وتتمثل في التغيرات التي تطرأ على إجمالي الحقوق المالية قصيرة الأجل التي يحتفظ بها المقيمون على الأجانب، وإجمالي الحقوق المالية التي يحتفظ بها الأجانب على المقيمين. وتتخذ هذه الحقوق أشكالاً كثيرة: أدونات خزائنة، وشهادات إيداع قصيرة الأجل، عملات، وودائع مصرفية، أوراق مالية قصيرة الأجل، كمبيالات، واعتمادات تجارية... إلخ. وتتميز هذه الحقوق بسيولتها الفائقة والسهولة التي تنتقل بها من مكان إلى آخر، ما لم يكن هناك قيود على تحركها.

فإذا زاد احتفاظ أحد المقيمين بالحقوق المالية قصيرة الأجل على الأجانب وليكن ذلك على شكل ودائع في المصارف الأجنبية، فإن ذلك يمثل تدفقاً خارجياً ينشأ عنه قيد مدين في حساب رأس المال. وفي حالة نقصان ما يحتفظ به المقيمون من حقوق مالية قصيرة الأجل على الأجانب يحدث العكس. وعندما يزيد أحد الأجانب ما يحتفظ به من حقوق مالية قصيرة الأجل على المقيمين وليكن في شكل استثمارات في أوراق مالية محلية قصيرة الأجل، فهو بذلك يقوم بتحويل رأس مال قصير الأجل إلى الداخل أي تدفقاً داخلياً، ينشأ عنه قيد دائن في حساب رأس المال. وفي حالة نقصان ما يحتفظ به الأجانب من حقوق مالية قصيرة الأجل على المقيمين يحدث العكس.

يتمثل إذاً، التدفق الخارج لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، في زيادة الأصول الأجنبية أو نقصان الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل للمقيمين. ويتمثل التدفق الداخل لرؤوس الأموال قصيرة الأجل في نقصان الأصول الأجنبية أو زيادة الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل للمقيمين. وتتخذ هذه الأصول والالتزامات شكل حيازات من

أذونات خزائنة، أو شهادات إيداع قصيرة الأجل، أو عملات، أو ودائع مصرفية، أو أوراق مالية قصيرة الأجل، أو كمبيالات، أو اعتمادات تجارية وغير ذلك.

وتنشأ حركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل بسبب حالة ميزان المدفوعات، لتسوية العجز أو الفائض الإجمالي. فإذا زادت المدفوعات إلى العالم الخارجي عن المتحصلات من العالم الخارجي، يتم تسوية الفرق عن طريق ما يحتفظ به المقيمون في المصارف الأجنبية، أو عن طريق ما يضاف إلى أرصدة الأجانب في المصارف المحلية من عملة وطنية، أو عبر الحصول على قروض قصيرة الأجل (ائتمان أجنبي). وبالتالي فإن حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل تشكل نوعاً من البنود الموازنة في المدفوعات الدولية.

ولا تقتصر حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل على هذه التحركات "التمويلية"، فقد تتحرك أحياناً وبشكل تلقائي لأسباب لا علاقة لها بحالة ميزان المدفوعات. ولعل الطالب يتذكر من الفصول السابقة أنه يمكننا التفريق بين عدة أنواع من تحركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل تبعاً للدوافع وراء هذه التحركات. فالاختلافات في أسعار الفائدة قصيرة الأجل بين الدول والأسواق، قد تدفع المقيمين إلى إخراج كميات من رأس المال بقصد الاستثمار في الأدوات المالية قصيرة الأجل حيث العائد أعلى مما هو متاح لهم في بلدانهم أو أسواقهم المحلية على نفس الأدوات. كما أن توقع تغيرات في سعر صرف إحدى العملات قد يقود إلى مضاربات بهذه العملة بهدف تحقيق الأرباح. ويمكن للحروب أو القلاقل السياسية أو الضرائب المرتفعة أو الإجراءات الرقابية المشددة وغيرها أن تقود إلى تدفق خارج لرؤوس الأموال قصيرة الأجل.

ويمكننا تصنيف حركات رؤوس الأموال في حساب رأس المال بميزان المدفوعات، إلى حركات خاصة وأخرى رسمية. فالحركات الخاصة تتم غالباً بدافع المضاربة أو التغطية. بينما حركات رؤوس الأموال الرسمية غالباً ما تكون استجابة لتغيرات تلقائية تحدث في ميزان المدفوعات، كالتغيرات التي تطرأ على الأصول

الأجنبية والالتزامات الخارجية قصيرة الأجل للسلطات النقدية والتي تنشأ عن المعاملات الاقتصادية مع الخارج.

▪ مبادلات الاحتياطي الرسمي Official Reserve Transactions

وتشمل مبادلات المصرف المركزي في أصول الاحتياطي الدولي كالذهب واحتياطي العملات الأجنبية والائتمان الذي يصدره صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة SDRs. وتحتفظ المصارف المركزية بهذه الأصول لتدعم ما تصدره من مطالب عليها (كالعملة المحلية والأصول الأخرى التي تشكل القاعدة النقدية) مثلها في ذلك مثل المصارف التجارية التي تحتفظ باحتياطي لمواجهة طلبات المودعين. وإذا امتلكت المصارف المركزية الأجنبية أصولاً كالحسابات المصرفية في هذه الدولة فإن هذا يحسب كبنود دائن، والانخفاض في هذه الأصول يعتبر بنوداً مديناً. ومن جهة أخرى، إذا حصل المصرف المركزي لهذه الدولة على أصول من الدول الأخرى، كالودائع في المصارف الأجنبية فإن هذا سيعتبر بنوداً مديناً في حساب ميزان المدفوعات. أما بيع أو انخفاض هذه الأصول فسيعتبر كبنود دائن.

حركات الذهب النقدي

وتشمل التغيرات التي تطرأ على الأرصدة الذهبية خلال الفترة التي يعد عنها ميزان المدفوعات. ويسجل الذهب المصدر من احتياطات الذهب النقدي دائناً، والذهب المستورد مديناً في حساب رأس المال بميزان المدفوعات. وبالتالي يعامل بنفس الطريقة التي تعامل بها صادرات وواردات السلع والخدمات وعكس حركات رؤوس الأموال. ويدخل ضمن حركات الذهب النقدي التغير في ملكية الذهب المودع بخزائن المصرف المركزي عندما لا يتم نقل الذهب مادياً بين الدول (لتفادي نفقات التحرك المادي، غالباً ما يصدر أو يستورد عن طريق ما يطلق عليه "Earmarking" ويقصد بذلك الإيداع لحساب جهة أجنبية). فزيادة الذهب المودع بخزائن المصرف المركزي لحساب مصارف مركزية أجنبية يعني تماماً تصدير الذهب ومن ثم تقيد هذه الزيادة دائنة. كما أن النقص يقيد مديناً في حساب رأس المال بميزان المدفوعات. وعندما يتم

شحن الذهب فعلاً إلى الدولة التي تملكه فإنه يراعى عدم إجراء أية قيود في ميزان المدفوعات سواء في الدولة المصدرة أو المستوردة منعاً للتكرار.

ولحركات الذهب النقدي في ميزان المدفوعات أهمية خاصة على اعتبار أنه يمثل احتياطياً يمكن استخدامه لشراء قطع أجنبي إضافي عند الحاجة. وغالباً ما يتم السحب على الاحتياطيات من الذهب من أجل تغطية عجز مدفوعات عن المعاملات الأخرى في ميزان المدفوعات كالسلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد، ورؤوس الأموال طويلة الأجل. فهو يعتبر نوعاً من حركات رؤوس الأموال الرسمية قصيرة الأجل المستخدمة لتسوية المعاملات الدولية الأخرى.

السهو والخطأ

تعني حقيقة أن ميزان المدفوعات يبني على أساس القيد المزدوج، أنه يجب أن يتوازن دائماً، أي أن المجموع الكلي للبنود المدينة لا بد أن يساوي بالضبط المجموع الكلي للبنود الدائنة. ولكن عملياً من الصعب الحصول على بيانات كاملة عن جانبي كل عملية تتم مع الخارج على حدة توطئة لقيدها في ميزان المدفوعات طبقاً لقاعدة القيد المزدوج، ويتوجب على محاسبي ميزان المدفوعات أن يقدروا الكثير من البنود، لهذا نجد أن المتبع فعلاً هو تقدير ميزان المدفوعات على أساس القيد المفرد الأمر الذي يترك مجالاً لعدم التوازن.

ولتوضيح ما سبق يمكن أن نعتمد على الصادرات والواردات المسجلة، فهي تدخل كقيود دائنة ومدينة. وعندها اعتماداً على المعلومات التي تقدمها المصارف يمكننا تبين الأصول الأجنبية القصيرة الأجل المملوكة للمقيمين وما عليهم من التزامات قصيرة الأجل للأجانب، ويؤخذ التغير الصافي في رصيد هذه الأصول والالتزامات على أنه يمثل تدفق رأس المال قصير الأجل. وخلال هذا التغير الصافي في رصيد الأصول والالتزامات تكون قد مرت قيود كثيرة دائنة ومدينة، إلى الحد الذي يلغي فيه بعضها بعضاً، ومن ثم فإن الجانب المادي من المعاملات، أي الصادرات والواردات سيلغي بعضه بعضاً أيضاً في ميزان المدفوعات. وفي حال حصل المقدرين على مجاميع مختلفة لكل من البنود المدينة والدائنة، فإنه يتوجب عليهم إدخال بند "موازن"

يسمى "سهو وخطأ" يعوض بقيد مدين أو بقيد دائن ما قد يظهر من اختلاف في هذا الصدد. إذاً يمثل بند السهو والخطأ قيداً متبقياً "Residual Entry"، أي عبارة عن الفرق بين المجاميع المقدرة على حدة لكل من البنود المدينة والدائنة يتم إدخاله لتحقيق التوازن الحسابي للميزان.

حالة تطبيقية:

كيفية تسجيل التبادلات في ميزان المدفوعات

لنفرض أن التبادلات التالية تتم بين الدولة (أ) والدولة (ب).

١. تصدر الدولة (أ) سلعاً بقيمة /\$١٠٠٠٠٠ إلى (ب) وتحصل مقابل ذلك على وديعة مصرفية قصيرة الأجل (وديعة تحت الطلب) بنفس قيمة ما تم تصديره في (ب).
٢. اشترى المستهلكين في الدولة (أ) سلعاً من (ب) قيمتها \$٢٠٠٠٠٠، وتم دفع المبلغ بتحويل إلى حسابات مصرفية للدولة (ب) موجودة في مصارف الدولة (أ).
٣. أرسل المقيمون في الدولة (أ) سلعاً بقيمة \$٢٠٠٠ كهدية إلى مواطني الدولة (ب).
٤. توفر الدولة (أ) خدمات شحن للدولة (ب) قدرها \$٣٠٠٠ وتدفع الدولة (ب) مقابل هذه الخدمات عبر تحويل هذا المبلغ من حسابها الجاري في مصارف الدولة (أ) إلى حسابات الدولة (ب) المصرفية.
٥. ترسل شركة من الدولة (ب) \$٤٠٠٠ أرباح إلى حاملي أسهمها في الدولة (أ) ويتم الدفع عن طريق تحرير شيكات مسحوبة على حساباتها في مصارف الدولة (أ).
٦. يشتري أحد مواطني الدولة (أ) سنداً طويل الأجل أصدرته إحدى شركات الدولة (ب) وقيمه \$٥٠٠٠ ويتم الدفع عن طريق تحويل هذا المبلغ من الحساب المصرفي للمواطن في الدولة (أ) إلى حساب الشركة الموجود في احد مصارف الدولة (أ).
٧. ترغب مصارف الدولة (ب) التجارية في تخفيض أرصدها المكونة من عملة الدولة (أ) دولارات على سبيل المثال، الموجودة في مصارف الدولة (أ) وتريد تحويلها

إلى عملة الدولة (ب) جنيهاً مثلاً. ولنفرض أن العملية تتضمن بيع \$١٠٠٠ إلى المصرف المركزي في الدولة (ب).

ويمكننا تصوير العمليات السابقة (البنود الدائنة والمدينة) في الجدول التالي:

تبادلات الدولة (أ)			
حساب مدين \$		حساب دائن \$	
١٠٠٠٠	زيادة في الأصول الخاصة قصيرة الأجل في الخارج	١٠٠٠٠	صادرات السلع
٢٠٠٠٠	واردات السلع	٢٠٠٠٠	زيادة في الأصول الأجنبية الخاصة قصيرة الأجل للدولة (أ)
٢٠٠٠	تحويلات أحادية	٢٠٠٠	صادرات السلع
٣٠٠٠	انخفاض في الأصول الخاصة الأجنبية في الدولة (أ)	٣٠٠٠	صادرات الخدمات
٤٠٠٠	انخفاض في الأصول الأجنبية الخاصة قصيرة الأجل في الدولة (أ)	٤٠٠٠	دخل استثماري من الخارج
٥٠٠٠	زيادة في الأصول طويلة الأجل في الخارج	٥٠٠٠	زيادة في الأصول الأجنبية الخاصة قصيرة الأجل في الدولة (أ)
١٠٠٠	انخفاض في الأصول الخاصة الأجنبية قصيرة الأجل في الدولة (أ)	١٠٠٠	زيادة في الأصول الأجنبية الرسمية قصيرة الأجل في الدولة (أ)
٤٥٠٠٠	المجموع	٤٥٠٠٠	المجموع

وفيما يلي بياناً مختصراً لميزان مدفوعات الدولة (أ)

الفئة	
(+) \$١٢٠٠٠	١- صادرات السلع (٢٠٠٠+١٠٠٠٠)
(-) \$٢٠٠٠٠	واردات السلع
(-) \$ ٨٠٠٠	*الميزان التجاري Balance of Trade
(+) \$ ٣٠٠٠	صادرات الخدمات
(-) \$ ٠	واردات الخدمات

٥٠٠٠\$ (-)	*ميزان السلع والخدمات
٤٠٠٠\$ (+)	الدخل الاستثماري من الخارج
٠\$ (-)	الدخل الاستثماري المدفوع إلى الخارج
١٠٠٠\$ (-)	*ميزان السلع والخدمات والدخل الاستثماري
٠\$ (+)	التحويلات الأحادية المستلمة
٢٠٠٠\$ (-)	التحويلات الأحادية المرسله إلى الخارج
٣٠٠٠\$ (-)	*الميزان الجاري
٠\$ (+)	٢- صافي الزيادة (+) في الأصول الأجنبية طويلة الأجل في الدولة (أ)
٥٠٠٠\$ (-)	صافي الزيادة (-) في الأصول طويلة الأجل في الخارج
٨٠٠٠\$ (-)	*ميزان الحساب الجاري وحساب رأس المال طويل الأجل (الميزان الأساسي) Basic Balance
١٧٠٠٠\$ (+)	٣- صافي الزيادة (+) في الأصول الأجنبية الخاصة قصيرة الأجل في الدولة (أ)- 1000-4000-3000+5000+20000
١٠٠٠٠\$ (-)	صافي الزيادة (-) في الأصول الأجنبية الخاصة
١٠٠٠\$ (-)	*ميزان مبادلات الاحتياطي الرسمي أو الميزان الإجمالي Over All Balance
١٠٠٠\$ (+)	٤- صافي الزيادة (+) في الأصول الأجنبية الرسمية قصيرة الأجل في الدولة (أ)
٠\$	صافي الزيادة (-) في الأصول الرسمية في الخارج
٠٠	

الميزان التجاري: يعاني من عجز قدره ٨٠٠٠\$ (-)

ميزان السلع والخدمات: ٥٠٠٠\$ (-)

ميزان السلع والخدمات والدخل الاستثماري: ١٠٠٠\$ (-)

ميزان الحساب الجاري: ٣٠٠٠\$ (-)

ميزان الحساب الجاري ورأس المال طويل الأجل (الميزان الأساسي): ٨٠٠٠\$ (-)

ميزان الحساب الجاري ورؤوس الأموال طويلة الأجل وقصيرة الأجل: ١٠٠٠\$ (-)

Official Reserve Transactions balance وهو المقصود عند الحديث عن عجز أو فائض في ميزان المدفوعات.

وبما أن قيمة الفئات الثلاث الأولى تساوي \$١٠٠٠ (-) فإن قيمة الفئة الرابعة يجب أن تساوي \$١٠٠٠ (+)، وهي تمثل الإجراء الحكومي الضروري لتغطية صافي الميزان الناتج عن الفئات الثلاث الأولى، والمبلغ عبارة عن مقدار تدخل الحكومة أو السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي ويعكس ما اشتراه مصرف الدولة (ب) المركزي من دولارات في مثالنا.

ويستخدم الاقتصاديون في هذا الإطار أحياناً عبارة "البنود المستقلة في ميزان المدفوعات". وعبارة "بنود التسوية في ميزان المدفوعات". تشير العبارة الأولى إلى تلك المبادلات التي تتم بنتيجة المبادلات التجارية أو الاقتصادية، وهي تحدث في الفئات الثلاث الأولى من ميزان المدفوعات. أما العبارة الثانية فهي تشير إلى المبادلات التي تتم نتيجة لعمليات في ميزان المدفوعات كتدخل الدولة في الفئة الرابعة. وسنتعرض لذلك بالتفصيل لاحقاً.

إضافةً إلى أن صافي جميع البنود يعطينا رصيداً قدره الصفر، فإن ميزان الحساب الجاري يجب أن يساوي (ولكن بعكس الإشارة) ميزان حساب رأس المال للفئات الثانية والثالثة والرابعة على الشكل التالي:

\$ ٣٠٠٠ (-) ميزان الحساب الجاري.

\$٥٠٠٠ (-) الفئة الثانية.

\$٧٠٠٠ (+) الفئة الثالثة.

\$١٠٠٠ (+) الفئة الرابعة.

\$٣٠٠٠ (+)

المبحث الثاني

قياس العجز والفائض في ميزان المدفوعات

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- وضع الدولة الاستثماري.
- ميزان السيولة.
- الميزان الأساسي.

إذا كانت فكرة الفائض (زيادة مجموع البنود الدائنة على مجموع البنود المدينة) أو العجز (زيادة مجموع البنود المدينة على مجموع البنود الدائنة) في ميزان المدفوعات ككل مستحيلة حسابياً، وأنه يجب أن يتوازن دائماً، **إذا كيف يمكننا التعرف على حالة المركز الاقتصادي الخارجي للدولة؟**

ليس للتوازن الحتمي بين مجموع البنود المدينة والدائنة في ميزان المدفوعات أي معنى اقتصادي على الإطلاق ولا يفيدنا بشيء في معرفة المركز الاقتصادي الخارجي للدولة فهو توازن مفروض. وبالتالي ليس مهماً أن يتوازن الجانبان الدائن والمدين للميزان، فهذا تحصيل حاصل، والمهم هو الكيفية التي تحقق بها مثل هذا التوازن، أي ما إذا كان ميزان المدفوعات متوازناً أم مختلفاً من الناحية الاقتصادية. ولا يعني التوازن الحسابي لميزان المدفوعات أن أي حساب فرعي أو مجموعة من الحسابات الفرعية داخل الميزان لا يمكن أن تظهر فائضاً أو عجزاً. فمن غير المحتمل أن يسود التوازن في كل مكان داخل ميزان المدفوعات، لذلك فإنه للوقوف على حالة المركز الاقتصادي الخارجي للدولة، يتعين علينا أن ننظر إلى الحسابات الفرعية داخل الميزان وأن نحلل أسباب أي عجز أو فائض قد يوجد فيها. ومن الممكن لمصطلحات "فائض" و "عجز" أن تستخدم لتشير إلى أي حساب فرعي مفرد أو مجموعة من الحسابات الفرعية في داخل ميزان المدفوعات.

غالباً ما نسمع أو نقرأ أن ميزان مدفوعات هذه الدولة أو تلك في حالة فائض أو عجز. كيف يمكننا فهم ذلك، ونحن نعلم أن ميزان مدفوعات أية دولة لا يمكن ككل أن يكون في حالة فائض أو عجز؟ إن ما يسمى فائضاً أو عجزاً هو مسألة تعريف، وعندما نستخدم التعبيرات بالطريقة السابقة فإنما نحن نستخدمها بطريقة خاصة مقيدة. فنحن نختار بحرص حسابات فرعية معينة داخل الميزان ونعزو رصيدها الصافي إلى ميزان المدفوعات ككل، وهكذا الفائض أو العجز يعرف بدلالة مجموعات معينة من البنود داخل حسابات ميزان المدفوعات.

ولقياس الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات يجري تقسيم لبنود الميزان إلى مجموعتين يفصل بينهما خط أفقي. ونفرض أن المجموعة فوق الخط تمثل "البنود الأصلية" في الميزان، والمجموعة تحت الخط تمثل "بنود التسوية". وبالتالي ينشأ الفائض أو العجز في مجموعة البنود الأصلية فوق الخط، ويسوى عن طريق بنود التسوية الموجودة تحت الخط. ويمكننا استخدام العجز أو الفائض فوق الخط، والفائض أو العجز المقابل تحت الخط لوصف مركز ميزان المدفوعات ككل.

ولتصنيف بنود ميزان المدفوعات بين "أصلية" تعكس الفائض أو العجز في الميزان، و "تسوية" تعكس الطريقة التي تم بمقتضاها تسوية الفائض أو العجز وموازنة الميزان حسابياً، لدينا أكثر من معيار، ويتركز الجدل عادة حول معيارين أساسيين هما ميزان السيولة والميزان الأساسي نتناولهما تفصيلاً بعد التعرف على مفهوم وضع الدولة الاستثماري الذي يمثل مدخل المخزون مقابل التدفق لمعرفة مركز الدولة أو مديونيتها الخارجية.

وضع الدولة الاستثماري

يصف وضع الدولة الاستثماري أو مديونيتها العلاقات الاقتصادية الخارجية للدولة. ويرتبط وضع الدولة الاستثماري بحسابات رأس المال في ميزان المدفوعات، ولكنه يختلف عن هذه الحسابات بنقطة مهمة، هي أن حساب رأس المال يبين التدفقات خلال السنة موضوع الدراسة، وفي لغة الاقتصاد يعتبر ميزان المدفوعات تدفقاً، أي أنه يمثل نوعاً من النشاط الاقتصادي خلال مدة معينة من الزمن، بينما يمثل الوضع

الاستثماري مخزوناً Stock وليس تدفقاً، فهو يشير إلى متغير اقتصادي معين عند نقطة محددة من الزمن. كأن نقول مخزون رأس المال Capital Stock في دولة ما في نهاية السنة، أو عدد السيارات فيها في نهاية شهر معين، أو كمية النقود المتداولة في نهاية العام.

وبينما يبين حساب رأس المال حجم التدفقات خلال سنة، فإن الوضع الاستثماري الدولي يبين المخزون التراكمي لموجودات الدولة الأجنبية وخصومها عند نقطة معينة من الزمن. وتعمل التدفقات الرأسمالية خلال السنة على تغيير المخزون التراكمي لرأس المال، وبالتالي فالوضع الاستثماري في نهاية السنة يعكس هذه التدفقات.

ويسمح الوضع الاستثماري في نهاية السنة بمقارنة ما تملكه الدولة من أصول أجنبية مع حجم المطالب الأجنبية عليها. فإذا زادت الأصول عن الخصوم تعتبر الدولة دائنة Net Creditor Country وإذا كانت الخصوم أكبر من الأصول تعتبر الدولة مدينة Net Debtor Country.

ميزان السيولة

يمثل تقدير التغيير في مقدرة الدولة على الحفاظ على سعر صرف عملتها أحد الأغراض الأساسية لتحليل ميزان المدفوعات. وتتوقف مقدرة الدولة المنوه عنها على حالة السيولة الخارجية. وبالتالي فإن التغيير الصافي في السيولة الخارجية يعطي مقياساً ملائماً لإجمالي الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات في أي فترة زمنية. وتبعاً لذلك يمكننا قياس إجمالي العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات بصافي التغيير في الاحتياطيات الرسمية من ذهب، وعمليات أجنبية قابلة للتحويل، وشريحة الذهب لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة.

فإذا حققت الدولة عجزاً صافياً عن كافة معاملاتها مع الخارج، عندها لا بد من تسوية العجز بالذهب أو بالعملات الأجنبية القابلة للتحويل التي في حوزة السلطات النقدية أو بما يمكنها السحب عليه تلقائياً من حصة البلد في صندوق النقد الدولي، أو بأن يختار الأجانب الحصول على أصول محلية. لذلك ولتقدير الحجم الحقيقي للعجز، تتوجب إضافة أي زيادة في الحقوق قصيرة الأجل يحتفظ بها الأجانب على المقيمين إلى النقص الموجود في الاحتياطيات الرسمية.

بعض المآخذ على مقياس السيولة

- شديد التحفظ ويظهر ميلاً للمبالغة في تقدير حجم العجز الفعلي في ميزان المدفوعات، وهذا ما قد يدفع الحكومة إلى إتباع إجراءات تصحيحية غير ضرورية؛

- يستبعد كافة الأصول الأجنبية القصيرة الأجل أسفل الخط، التي في حيازة مقيمين خاصين، من السيولة الخارجية للدولة، على أساس أن هذه الأصول ليست متاحة بشكل عام، للسلطات النقدية لمقابلة التزام خارجي في الحال، وعلى اعتبار أن تلك الأصول في حيازة مقيمين خاصين لا سلطان عليهم من قبل السلطات النقدية؛

- يستبعد كافة الحقوق قصيرة الأجل المستحقة للمقيمين الخاصين على الأجانب من رصيد السيولة الخارجية للدولة، في حين شملت التزامات البلد الخارجية قصيرة الأجل أسفل الخط كلا من الالتزامات المستحقة للأجانب الخاصين والرسميين؛

- يعتبر الأصول الوطنية قصيرة الأجل التي في حيازات أجنبية خاصة أو رسمية حقوقاً محتملة على موارد الدولة السائلة يمكن ممارستها في أي وقت؛

إذاً لا يؤمن مقياس السيولة التماثل المطلوب في معالجة حركات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل. مما يترتب عليه مبالغة في تقدير حجم العجز الفعلي في ميزان المدفوعات. فلو قام أحد المواطنين بإيداع مبلغ معين في أحد المصارف الأجنبية، فإن العملية تقيد فوق الخط كتدفق خارج قصير الأجل لرأس المال المحلي وبالتالي فهو يزيد حجم العجز في ميزان المدفوعات. بينما قيام أحد غير المقيمين بإيداع مبلغ مماثل في أحد المصارف المحلية يذهب أسفل الخط كبند تسوية وبالتالي لا يؤثر في حجم العجز.

ورغم أن الأصول الأجنبية السائلة التي في حيازة مقيمين خاصين، وإن كانت غير متاحة فوراً للسلطات النقدية إلا أنه يمكن تحريكها إلى حد ما من قبل هذه السلطات عند الضرورة. حيث يمكن عبر رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل في الداخل بدرجة كافية تحفيز هذه الأصول لتتدفق داخلاً من جديد. وكلما كانت السياسة النقدية ناجحة، كلما أمكن إضافة تلك الأصول إلى رصيد السيولة الخارجية للدولة.

ميزان السيولة

١. الحساب الجاري	
	أ- تجارة السلع:
٣٠٠+	صادرات
٢٠٠-	واردات
١٠٠+	الميزان التجاري
	ب- المعاملات غير المنظورة
١٠-	نقل
٨-	تأمين
١٦+	سفر
١٢+	دخل استثمار
٣٠-	مصروفات حكومية
٣٢+	أخرى
	صافي المعاملات غير المنظورة
	رصيد الحساب الجاري
١٢+	
١١٢+	
	٢. حساب التحويلات من جانب واحد
٣٦-	تحويلات خاصة
٢٠+	تحويلات حكومية
	رصيد حساب التحويلات من جانب واحد
١٦-	
	٣. حساب رأس المال
٦٤-	رؤوس أموال حكومية طويلة الأجل
٥٨-	رؤوس أموال خاصة طويلة الأجل (مالية ومباشرة)
١٤-	أصول أجنبية قصيرة الأجل في حوزة مواطنين خاصين
١٢-	السهو والخطأ
	رصيد حساب رأس المال
١٤٨-	
٥٢-	إجمالي الفائض (+) أو العجز (-)
٨+	احتياطات رسمية
١٤+	التزامات قصيرة الأجل لهيئات أجنبية رسمية
٣٠+	التزامات قصيرة الأجل لأجانب خاصين

الميزان الأساسي

يعكس الميزان الأساسي المعاملات المنتظمة في السلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد وتدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل. ويعتبر مقياساً ملائماً لإجمالي الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات ولتقييم موقع الاقتصاد الخارجي. فهو يؤكد على العوامل طويلة الأجل في وضع الدولة الخارجي بدلاً من التغيرات من عام إلى آخر.

ويُقاس إجمالي العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، وفقاً للميزان الأساسي بإجمالي رصيد المعاملات الجارية في السلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد، وتدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل. ويعادل هذا الرصيد في الحجم رصيد كافة المعاملات الأخرى أسفل الخط (رأس المال قصير الأجل الذهب النقدي والسهو والخطأ) ولكن بإشارة عكسية.

الاختلاف مع ميزان السيولة

- عولمت حركات رؤوس الأموال الوطنية الخاصة قصيرة الأجل، بما في ذلك بند السهو والخطأ، كبنود تسوية، أي أسفل الخط بدلاً من كونها بنود أصيلة أي فوق الخط.

- يزيد تدفق صافي رؤوس الأموال الوطنية الخاصة قصيرة الأجل إلى الخارج من إجمالي العجز وفقاً لمعيار السيولة، بينما ليس له أي تأثير على العجز وفقاً لمعيار الميزان الأساسي

- حجم العجز وفقاً لمعيار الميزان الأساسي أصغر منه وفقاً لمعيار السيولة.

لقد اعتبرت المعاملات المنشأة للميزان الأساسي بأنها تلقائية Autonomous، أي تنتج عن الاختيار الحر للمتعاملين، بينما اعتبرت المعاملات الأخرى تعويضية Compensatory أي تتخذ بواسطة السلطات النقدية للتوفيق بين الاختيارات الحرة للمتعاملين. بمعنى أن المعاملات الأساسية التي تشمل التجارة في السلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد، وحركات رؤوس الأموال طويلة الأجل قد اعتبرت تلقائية، تنشأ من تلقاء نفسها بغض النظر عن حالة ميزان المدفوعات، أما حركات

رؤوس الأموال القصيرة الأجل والذهب النقدي فقد اعتبرت تعويضية، أي تنشأ بسبب الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات ويتم تسوية هذا الفائض أو العجز بها. أخيراً، يفترض أن معاملات رأس المال طويل الأجل هي المعاملات الأساسية، بينما معاملات رأس المال قصير الأجل العارضة. لذلك قد يبدو طبيعياً استبعاد معاملات رأس المال قصير الأجل من قياس ميزان المدفوعات على اعتبار أنها تعويضية أو متقلبة .Volatile

ولكن: أي من الميزانين هو الأفضل لقياس العجز والفائض في ميزان المدفوعات؟

والجواب: لا يوجد معيار واحد يمكن اعتباره المعيار الصحيح المناسب لحل كل المشاكل. فلكل معيار قوته وضعفه اللذين سيكونان أكثر أو أقل أهمية بحسب الأسئلة التي يحاول المحلل أن يجد لها إجابة. فما من شيء يمكن أن يتخذ أشكالاً كثيرة مثل ميزان المدفوعات من حيث الاختلافات في طريقة عرض الحسابات وفي تصنيف المعاملات وفي تفسير النتائج، التي قد تكون جميعها صحيحة طالما أنها ذات معنى بالنسبة للأسئلة التي تثار عن المركز الاقتصادي الخارجي للدولة.

إن تقييم ميزان مدفوعات دولة ما يجب أن يتوقف على الدور الذي يلعبه في التمويل الدولي.¹ فبالنسبة لدولة ذات عملة احتياطية كالولايات المتحدة مثلاً، قد يكون من المناسب التركيز على مركز سيولتها الخارجية وبالتالي يعتبر معيار "السيولة" ملائماً لتقييم ميزان مدفوعات. لأنه يتوجب على مثل تلك الدولة أن تأخذ بالاعتبار أثر حركات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل على مركز سيولتها الخارجية. حيث تعتبر المطالب الأجنبية حقاً على احتياطات الولايات المتحدة الرسمية على اعتبار أن الدولار هو عملة احتياطي وقابل للتحويل. ولهذا فإن تراكم هذه الحقوق قد يشكل مصدر تهديد لسيولة الولايات المتحدة الخارجية. ويستدعي ذلك الاعتماد على معيار يمكننا من كشف التغير في مجموع الحقوق الأجنبية على الدولار من جهة، ومقدار الذهب والعملات القابلة للتحويل المتاحة لمقابلة هذه الحقوق عند الطلب من جهة أخرى. ويعتبر معيار السيولة ملائماً في هذه الحالة.

1. كامل بكري. التمويل الدولي. الإسكندرية، ١٩٩٤. ص ٣٦.

لا يمكن أن يكون تفسير ميزان المدفوعات واحداً بالنسبة "لدولة تاجر" Trader أي أن معاملاتها الدولية تتألف كلها تقريباً من صادرات وواردات السلع والخدمات، و"دولة مصرفي" Banker أي لديها تجارة خارجية، واستثمارات وأصول أجنبية، والتزامات خارجية قصيرة الأجل كبيرة.

وقد يكون معيار "الميزان الأساسي" مناسباً لتقييم ميزان مدفوعات الدول التي ليس لعملاتها صفة العملات الاحتياطية. حيث لا يكون لحركات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل لتلك الدول أهمية تذكر في موازين مدفوعاتها عادة. وقد يكون مناسباً عند تقييم ميزان المدفوعات التركيز على رصيد المعاملات الجارية في السلع والخدمات ورصيد التحويلات من جانب واحد ورصيد التحويلات الرأسمالية طويلة الأجل دون التحويلات قصيرة الأجل لأنها ذات طبيعة وفائية أو تعويضية عادة كما أوضحنا سابقاً. وإذا كان اهتمامنا يتركز أساساً على معرفة مدى قوة أو ضعف ميزان المدفوعات فإن فكرة "الميزان الأساسي" تبدو عندئذٍ أفضل من فكرة "السيولة". فقد تخفي التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل إلى الخارج، أحياناً، التحسن عن المعاملات الأساسية في ميزان المدفوعات.

الميزان الأساسي

	١. الحساب الجاري
	أ- تجارة السلع:
٣٠٠+	صادرات
٢٠٠-	واردات
	الميزان التجاري
١٠٠+	
	ب- المعاملات غير المنظورة
١٠-	نقل
٨-	تأمين
١٦+	سفر
١٢+	دخل استثمار
٣٠-	مصروفات حكومية
٣٢+	أخرى
	صافي المعاملات غير المنظورة
	رصيد الحساب الجاري
١٢+	
١١٢+	
	٢. حساب التحويلات من جانب واحد
٣٦-	تحويلات خاصة
٢٠+	تحويلات حكومية
	رصيد حساب التحويلات من جانب واحد
١٦-	
	٣. حساب رأس المال
٦٤-	رؤوس أموال حكومية طويلة الأجل
٥٨-	رؤوس أموال خاصة طويلة الأجل (مالية ومباشرة)
	رصيد حساب رأس المال
١٢٢-	
٢٦-	إجمالي الفائض (+) أو العجز (-)
٨+	احتياطات رسمية
١٤+	التزامات قصيرة الأجل لهيئات أجنبية رسمية
٣٠+	التزامات قصيرة الأجل لأجانب خاصين
١٤-	أصول أجنبية قصيرة الأجل في حوزة مواطنين خاصين
١٢-	السهو والخطأ

ملخص الفصل السابع

يخصص الحساب الجاري في ميزان المدفوعات لتسجيل المعاملات التجارية في السلع والخدمات خلال الفترة المحددة التي يعد عنها الميزان. ويخصص حساب التحويلات من جانب واحد لتسجيل التحويلات التي يترتب عليها انتقال موارد حقيقية أو مالية من وإلى الخارج. ويخصص حساب رأس المال في ميزان المدفوعات لتسجيل حركات رؤوس الأموال بين البلد وبقية العالم التي ينشأ عنها تغيير في مركز دائنية أو مديونية البلد الخارجية، وكذلك حركات الذهب النقدي وذلك خلال الفترة المحددة التي يعد عنها ميزان المدفوعات.

وللوقوف على حالة المركز الاقتصادي الخارجي للدولة، يتعين علينا أن ننظر إلى الحسابات الفرعية داخل الميزان وأن نحلل أسباب أي عجز أو فائض قد يوجد فيها. وهناك أكثر من معيار لتصنيف بنود ميزان المدفوعات بين "بنود أصيلة" و"بنود تسوية". وبالرغم من تعدد المعايير، إلا أن معظم الجدل يتركز حول معيارين أساسيين هما ميزان السيولة والميزان الأساسي. وهناك نوع آخر من البيانات يصف العلاقات الاقتصادية للدولة، ويتعلق هذا البيان بوضع الدولة الاستثماري أو مديونيتها. ويرتبط وضع الدولة الاستثماري بحسابات رأس المال في ميزان المدفوعات. ويسمح الوضع الاستثماري في نهاية السنة بمقارنة حجم ما تملكه الدولة من أصول أجنبية مع حجم المطالب الأجنبية عليها. وبالنسبة لأي فترة زمنية معينة يقدم التغير الصافي في السيولة الخارجية مقياساً مناسباً لإجمالي الفائض أو العجز في ميزان المدفوعات.

وبالنسبة لاستخدام معيار السيولة في قياس العجز أو الفائض، هناك مآخذ عليه من أهمها عدم التماثل في معالجة حركات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل، ومما لا شك فيه أنه يترتب على هذا الفقدان في التماثل مبالغة في حجم العجز الفعلي في ميزان المدفوعات في حالات معينة بدون مبرر. أما الميزان الأساسي فيؤكد على الجوانب طويلة الأجل للوضع الدولي للبلد بدلاً من التغيرات من سنة إلى أخرى. ويقاس إجمالي العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات وفقاً للميزان الأساسي بالرصيد الإجمالي عن المعاملات التجارية في السلع والخدمات والتحويلات من جانب واحد،

وتدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل. هذا الرصيد يعادل بالضرورة في الحجم (ولكن بإشارة عكسية) الرصيد عن كافة المعاملات الأخرى أسفل الخط.

ويختلف هذا الإجراء عن الإجراء السابق في أن حركات رؤوس الأموال الوطنية الخاصة قصيرة الأجل بما في ذلك بند السهو والخطأ الذي اعتبر على أنه يمثل إلى حد كبير تحويلات رؤوس الأموال الخاصة قصيرة الأجل غير المسجلة، قد عملت كبنود تسوية بدلاً من كونها بنوداً أصيلة. فبينما يزيد تدفق صافي رؤوس الأموال الوطنية الخاصة قصيرة الأجل إلى الخارج من إجمالي العجز في ظل معيار السيولة، فإنه لا يكون له أي تأثير عليه في ظل معيار الميزان الأساسي. ومن هذا نرى أن حجم العجز طبقاً لمعيار الميزان الأساسي سيكون أصغر منه طبقاً لمعيار السيولة.

وباختصار، فإنه يفترض أن معاملات رأس المال طويل الأجل هي الأساسية، بينما معاملات رأس المال قصير الأجل غالباً ما تكون عارضة. لذلك فإنه من الطبيعي أن نستبعد معاملات رأس المال قصير الأجل من قياس ميزان المدفوعات طالما أنه يفترض أنها تعويضية أو منقلبة أو كليهما. إن المرء ليتساءل! أي من هذه المعايير هو الأنسب لقياس العجز والفائض في ميزان المدفوعات؟ إن المشكلة هي أنه لا يوجد معيار واحد يمكن أن يعتبر المعيار الصحيح الذي يكون مناسباً لكافة المشاكل. وربما يمكن القول بصفة عامة أن تقييم ميزان مدفوعات بلد ما يجب أن يتوقف على الدور الذي يلعبه في التمويل الدولي. فبالنسبة للبلد ذي العملة الاحتياطية كالولايات المتحدة مثلاً، قد يكون من المناسب التركيز على مركز سيولته الخارجية ومن ثم يكون معيار "السيولة" مناسباً لتقييم ميزان مدفوعاته. إن تفسير ميزان المدفوعات لا يمكن أن يكون واحداً بالنسبة للبلد الذي تتكون معاملاته الدولية كلية تقريباً من صادرات وواردات سلع وخدمات (تاجر) والبلد الذي لا ينخرط فقط في حجم ضخم للتجارة وإنما يعتبر أيضاً مستثمراً أجنبياً كبيراً ولديه أصول أجنبية والتزامات خارجية قصيرة الأجل كبيرة (مصرفي). أما بالنسبة للدول الأخرى التي ليس لعملاتها صفة العملات الاحتياطية، فإن معيار "الميزان الأساسي" ربما يكون مناسباً لتقييم ميزان مدفوعاتها. وإذا كان اهتمامنا ينصب أساساً على معرفة مدى قوة أو ضعف ميزان المدفوعات فإن فكرة "الميزان الأساسي" تبدو عندئذ أفضل من فكرة "السيولة".

مصطلحات الفصل السابع

ميزان السيولة	الميزان التجاري
الميزان الأساسي	الميزان التجاري موافق
معاملات تلقائية	الحساب الجاري
معاملات تعويضية	حركات رؤوس الأموال الطويلة الأجل
معاملات متقلبة	حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل
دولة تاجر	مبادلات الاحتياطي الرسمي
دولة مصرفي	قيد متبق
وضع الدولة الاستثماري	البنود الأصيلة
دولة دائنة	بنود التسوية
	دولة مدينة

أسئلة الفصل السابع

- ١- عرف ميزان المدفوعات.
- ٢- مم يتكون الحساب الجاري؟
- ٣- متى يقال أن الميزان التجاري موافق؟
- ٤- كيف تفهم عبارة أن $(X-M)$ سالبة؟
- ٥- أوضح الفرق في معاملة بنود تصدير واستيراد رأس المال وبنود تصدير واستيراد السلع.
- ٦- كيف تفهم عبارة: تنشأ حركات رؤوس الأموال القصيرة الأجل بسبب حالة ميزان المدفوعات؟
- ٧- أوضح كيفية قياس العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات.
- ٨- أيهما الأفضل لقياس العجز والفائض في ميزان المدفوعات، معيار السيولة أم الأساسي؟

الفصل الثامن

الدخل القومي والحساب الجاري

المبحث الأول

النموذج الكينزي للدخل

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الإنفاق الاستهلاكي.
- الإنفاق الاستثماري.
- المرونة الدخلية للطلب على الواردات.

ما هي تأثيرات الاقتصاد الكلي على الصادرات والواردات؟ كيف يتغير الاقتصاد الكلي نتيجة التغيرات في الصادرات والواردات؟ للإجابة على هذه التساؤلات قد يكون مفيداً الاعتماد على مبادئ التحليل الكينزي للدخل، وتطوير نموذج لاقتصاد مفتوح يضم التجارة الخارجية.

يركز النموذج الكينزي للدخل على الإنفاق الكلي مع افتراض ثبات الأسعار، وذلك لمعرفة التغيرات في الدخل الكلي لا التغيرات في الأسعار. كما يفترض النموذج أن سعر الفائدة لا يتغير وأن الاقتصاد وبسبب جمود الأجور يفتقر إلى التشغيل الكامل.

يتكون الإنفاق الكلي المرغوب **Desired Aggregate Expenditures E** وفقاً للنموذج، من الإنفاق الاستهلاكي على السلع والخدمات C؛ وإنفاق المؤسسات الخاصة على الاستثمار I؛ وإنفاق الحكومة على السلع والخدمات G؛ وإنفاق المواطنين الأجانب على الصادرات X؛ وعلى اعتبار أن الإنفاق المحلي يضم الإنفاق على الواردات M لذلك يجب طرحها لنحصل على الطلب على السلع والخدمات المحلية. ويمكننا أن نعكس المكونات السابقة في المعادلة التالية:

1. See:

- Fredric Mishkin. Money, Banking and Financial Markets. 2nd.ed. Scott, Foresman & Co.Glenview, ILL., 1989.Ch.20, PP.443-471.

$$E = C + I + G + X - M \quad (1)$$

الإنفاق الاستهلاكي

اعتقد كينز أن أهم محدد للإنفاق الاستهلاكي هو الدخل الجاري (y). أو بعبارة أخرى، يعتمد الإنفاق الاستهلاكي على الدخل المتاح (Y_d)، أي:

$$C = f(Y_d) \quad (2)$$

حيث إن الدخل المتاح (Y_d) يساوي الدخل Y مطروحاً منه الضرائب (T):

$$Y_d = Y - T \quad (3)$$

ويمكننا كتابة (٢) كما يلي:

$$C = a + b Y_d \quad (4)$$

وتعرف المعادلة السابقة بدالة الاستهلاك الكينزية النظامية، حيث a تمثل الإنفاق المستقل عن الدخل Autonomous Consumption Spending، أي أن هذه الكمية تحدد من قبل عوامل أخرى إضافة إلى الدخل. وتتكون العوامل الأخرى من أسعار الفائدة وعدد السكان، ونظرة المجتمع إلى الادخار، ومستوى الثروة والتوقعات بالنسبة إلى الدخل في المستقبل. والجزء الآخر من الإنفاق الاستهلاكي الذي يعتمد على الدخل يسمى bY_d والمعروف أيضاً بالإنفاق المحفز Induced Consumption Spending ويمثل b الميل الحدي للاستهلاك Marginal Propensity to Consume أو MPC ويساوي:

$$MPC = \Delta C / \Delta Y_d \quad (5)$$

ويمكننا كتابة الميل الحدي للادخار MPS على الشكل التالي:

$$MPS = \Delta S / \Delta Y_d \quad (6)$$

وعلى اعتبار أن أي تغيير في الدخل يمكن تخصيصه للاستهلاك والادخار فقط يمكننا كتابة:

$$MPC + MPS = 1.0 \quad (7)$$

-
- Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz. International Finance and Open Economy Macroeconomics. Macmillan Publishing Co., New York. 1989. PP.- 153- 185.
 - Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. International Economics. 2001. P 555.

وبما أن الدخل المتاح يمكن تخصيصه للاستهلاك والادخار يمكننا استنتاج دالة الادخار كما يلي:

$$Y_d = C + S$$

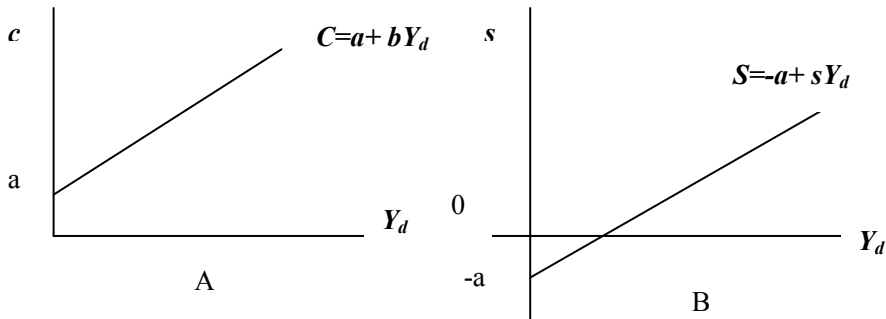
$$= a + bY_d + S$$

$$S = Y_d - (a + bY_d)$$

$$= -a + (1-b) Y_d$$

$$S = -a + s Y_d \quad (8)$$

حيث $s=1-b$ تساوي الميل الحدي للادخار. ويمكننا إيضاح ما سبق بيانياً كما في الشكل التالي:



الشكل رقم (٨-١) دالتنا الاستهلاك والادخار

تأثير الضرائب

على اعتبار أن مكونات الإنفاق ترتبط بالدخل القومي y لا بالدخل المتاح y_d يتوجب علينا أن نربط الاستهلاك بالدخل القومي. وبالإشارة إلى (٣) يمكننا تحديد الضرائب كالتالي:

$$T = t y \quad (9)$$

مع افتراض أن الضرائب تتوقف على الدخل فقط، وأن t تمثل الميل الحدي للضريبة. من هنا يمكننا إعادة كتابة دالة الاستهلاك كالتالي:

$$C = a + b Y_d$$

$$C = a + b(Y-T)$$

$$C = a + b(Y-t Y)$$

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, 556.

$$C = a + (b - bt) Y$$

$$C = a + b(1-t) Y \quad (10)$$

كما يمكننا إعادة كتابة دالة الادخار كما يلي:

$$S = -a + s(Y-t) Y$$

$$S = -a + s(Y-t) Y$$

$$S = -a + (s-s t) Y$$

$$S = -a + s(1-t) Y \quad (11)$$

الإنفاق الاستثماري

في النموذج المدروس نفترض أن الاستثمار مستقل عن الدخل، فهو يتحدد بعوامل كأسعار الفائدة والأجور، وتوقعات المؤسسات للمستقبل، لذا يمكننا كتابة معادلة الاستثمار كما يلي:

$$I = I_0 \quad (12)$$

الإنفاق الحكومي والصادرات

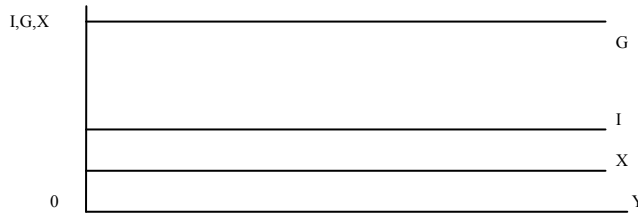
نفرض أن الإنفاق الحكومي G مستقل عن الدخل، بالتالي يمكننا كتابة المعادلة الآتية:

$$G = G_0 \quad (13)$$

ونفترض أن الصادرات X مستقلة عن الدخل فيكون لدينا:

$$X = X_0 \quad (14)$$

ويمكننا تمثيل (11؛ 12؛ 13) كما في الشكل التوضيحي رقم (8-1):



الرسم التوضيحي رقم (8-1) الإنفاق الحكومي والاستثمار والصادرات المستقلة عن الدخل

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 558.

ومن المهم الإشارة إلى أن صادرات الدولة تعتمد على الدخل في الدول الأخرى، بسبب أنها تعتمد على القوة الشرائية للدول الأخرى، إضافة إلى ذلك تعتمد أيضا على عوامل غير دخلية كأسعار السلع المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية، سعر الصرف (الذي افترض أنه ثابت في النموذج الكينزي) والابتكارات في الصناعات المحلية والمصدرة، والأذواق الأجنبية. فإذا تغير أحد العوامل بحيث يزداد الطلب على الصادرات المحلية، فإن دالة الصادرات ستنتقل إلى فوق وبشكل مواز، وإذا انخفض طلب الدول الأخرى على الصادرات فإن الدالة ستنتقل إلى أسفل وبشكل مواز (المسافات بين الدوال تتحدد بقيمة كل منها).

الواردات

تعتمد الواردات M في النموذج الكينزي البسيط على متغير واحد هو الدخل المحلي، ويمكننا التعبير عن العلاقة بين الواردات والدخل من خلال دالة الواردات كالتالي:

$$M = f(Y) \quad (15)$$

$$M = M_0 + m Y \quad (16)$$

حيث إن M_0 تمثل الواردات المستقلة عن الدخل. ويعتمد هذا الإنفاق على الواردات على عوامل كالأذواق وأسعار السلع الأجنبية. أما mY فتشير إلى الواردات المحفزة Induced Imports وهي ذلك الجزء من الواردات الذي يعتمد على الدخل. فعندما يزداد الدخل يزداد الإنفاق على السلع والخدمات المستوردة. ويمثل M الميل الحدي للاستيراد The Marginal Propensity to Import MPM ونحصل عليه كالتالي:

$$MPM = \Delta M / \Delta Y \quad (17)$$

ويجب التمييز بين الميل الحدي للاستيراد والميل المتوسط للاستيراد APM الذي يساوي:

$$APM = M/Y \quad (18)$$

المرونة الدخلية للطلب على الواردات

وتمثل نسبة التغير في الطلب على الواردات مقسومة على نسبة التغير في الدخل. وتشير المرونة الدخلية للواردات إلى نسبة النمو في الواردات التي تحصل عندما ينمو الدخل مع الزمن. ويمكننا ربط المرونة الدخلية للطلب على الواردات YEM بمتوسط الميل للاستيراد APM والميل الحدي للاستيراد MPM كالتالي:¹

$$YEM = (\% \Delta M) / (\% \Delta Y) \quad (19)$$

$$YEM = (\Delta M / M) \div (\Delta Y / Y)$$

$$YEM = (\Delta M / \Delta Y) \div (M / Y)$$

$$YEM = MPM \div APM$$

فإذا زاد الميل الحدي للاستيراد لدولة ما عن الميل المتوسط فإن الواردات ستزداد بالنسبة إلى الدخل عندما يزداد دخل الدولة، أي أن الطلب على الواردات YEM يعتبر مرناً، وإذا كان الميل الحدي أقل من الميل المتوسط فإن الطلب على الواردات YEM غير مرن وستتخفف الواردات كنسبة من الدخل عند زيادة الأخير. وإذا تساوى الميل الحدي للاستيراد مع الميل المتوسط فإن المرونة تكون أحادية والواردات كنسبة من الدخل تبقى على حالها عند زيادة الدخل.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. International Economics. 2001. P 560.

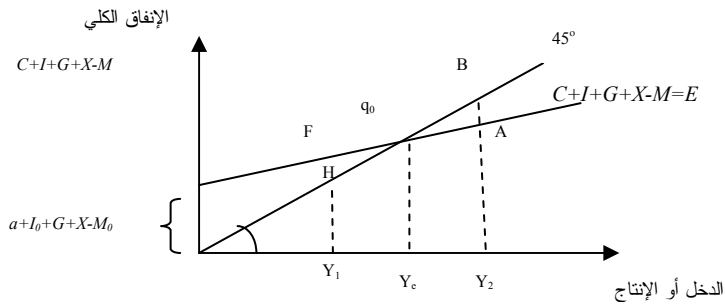
المبحث الثاني

تحديد الدخل التوازني

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الدخل التوازني.
- التسريبات والتدفقات.

يتحدد مستوى الدخل التوازني عند المستوى الذي لا يكون فيه ميل لانخفاض أو ارتفاع في الدخل (الاقتصاد ساكن)، ويحدث التوازن عندما يتساوى الإنفاق المخطط مع مستوى الإنتاج الكلي، أي لا يوجد ميل للتغير. ولكن، إذا زاد الإنفاق عن الإنتاج فإن ذلك يعني أن المؤسسات لم تنتج بما يكفي لإشباع الطلب، لذلك فإن المخزون المتراكم عند هذه المؤسسات سينخفض. نتيجة ذلك سيزداد الإنتاج لمنع الانخفاض غير المخطط في المخزون، بينما لو زاد الإنتاج عن الإنفاق المخطط فإن تراكمًا في المخزون سيحدث وهذا يعطي إشارة إلى المنتجين لكي يخفضوا إنتاجهم وبالتالي ينخفض الإنتاج إلى أن يتساوى مع مستوى الطلب. إذاً عند مستويات من الدخل أعلى أو أقل من مستوى التوازن توجد قوى تعمل على استرجاع التوازن في الاقتصاد. ويمكن أن نبين مستوى الدخل التوازني من خلال الشكل رقم (٨-٢).



الشكل رقم (٨-٢) مستوى الدخل التوازني

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. International Economics. 2001. P 562.

لقد جمعت مكونات الإنفاق عمودياً وطرحت منها الواردات ونتج عن ذلك منحنى $C+I+G+X-M$ الذي يفصله عن نقطة الصفر المسافة المكونة من $a+I_0+G+X-M_0$ وهي العناصر المستقلة عن الدخل. أما خط 45° فله ميزة أن كل نقطة عليه تقع عند منتصف المسافة بين المحورين العمودي والأفقي، ولكي يكون الاقتصاد في وضع توازني فإن نقطة التوازن يجب أن تقع على هذا الخط. فنقطة التوازن q تتحصل عندما يتقاطع منحنى الإنفاق $C+I+G+X - M$ مع خط 45° وأن مستوى الدخل التوازني يكون عند Y_e حيث يتساوى الطلب الكلي مع العرض الكلي، فإذا زاد الطلب الكلي عن العرض الكلي بمقدار HF عند دخل y_1 فإننا نتوقع أن ينخفض المخزون وسيزيد الإنتاج والدخل إلى مستوى Y_e كذلك إذا زاد العرض الكلي عن الطلب الكلي بمقدار BA فإننا نتوقع أن يزداد المخزون متسبباً في انخفاض الإنتاج والدخل إلى مستوى Y_e ويمكن تحديد الدخل التوازني من خلال استخدام معادلات جبرية كما هو مبين في المثال أدناه:

لنفرض أن لدينا المعلومات التالية-

$$C = 100+0.8Y_d$$

$$Y_d = Y - T$$

$$T = 0.25Y$$

$$I = 180$$

$$G = 600$$

$$X = 140$$

$$M = 20+0.1Y$$

في حالة التوازن يتساوى الطلب الكلي E مع العرض الكلي Y أي:

$$Y = E = C+I+G+X - M$$

$$Y = 100+0.8(Y-T) +180 +600+140 - (20+0.1Y)$$

$$Y = 100+0.8(Y-0.25Y)+180+600+140-20-0.1Y$$

$$Y = 1000+0.5Y$$

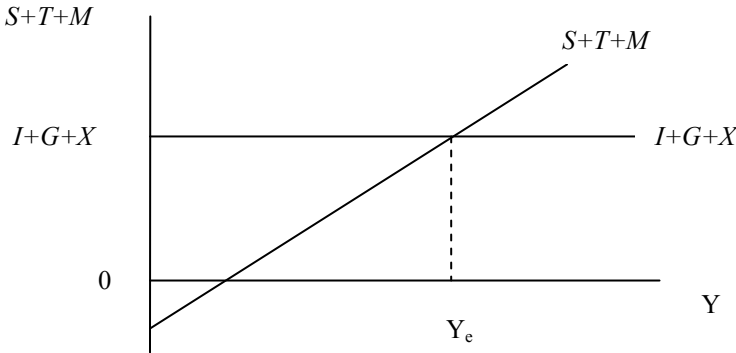
$$Y-0.5Y=1000$$

$$0.5Y=1000$$

$$Y = 2000$$

التسريبات والتدفقات

يمكننا أن نحدد مستوى الدخل التوازني بطريقة أخرى عبر المساواة بين مجموع الادخار والواردات والضرائب المخططة مع مجموع الاستثمار والإنفاق الحكومي والصادرات. ويعتبر الادخار والواردات والضرائب تسريبات من مجرى الإنفاق وتمثل ممارسات من شأنها أن تقلل الإنفاق على المنتجات المحلية، أما الاستثمار والإنفاق الحكومي والصادرات فهي تعتبر حقناً أو تدفقات في مجرى الإنفاق وتؤدي إلى زيادة الإنتاج المحلي. فإذا زادت التسريبات عن الحقن فإن الدخل سينخفض، وإذا زادت التدفقات عن التسريبات فإن التوسع في النشاط الاقتصادي سيزداد وسيرتفع الدخل. والشكل رقم (٣-٨) يوضح التوازن باستخدام الطريقة المذكورة.



الشكل رقم (٣-٨) تحديد التوازن في الدخل عبر المساواة بين التسريبات والتدفقات

من خلال المعادلة الجبرية نستطيع تحديد الدخل التوازني باستخدام المعلومات

الواردة في الطريقة الأولى:

$$S+T+M = I+G+X$$

$$-100+0.2YD+0.25Y+20+0.1Y = 180+600+140$$

$$-100+0.2(Y-0.25Y)+0.25Y+20+0.1Y = 180+600+140$$

$$-80+0.15Y+0.25Y+0.1Y = 920$$

$$0.5Y = 1000$$

$$Y = 2000$$

المبحث الثالث

الدخل التوازني والتوازن في الحساب الجاري

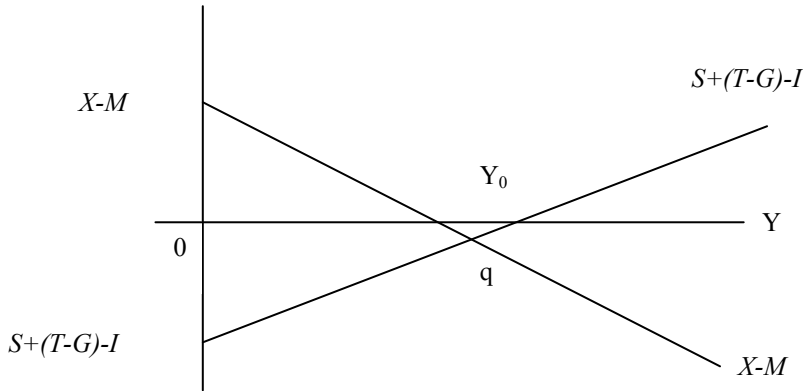
بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- التوازن وميزان الحساب الجاري.
- الحساب الجاري والمضاعف وشرط مارشال - ليرنر.
- التوازن المتزامن الخارجي والداخلي.

توجد طريقة أخرى بديلة لعرض التوازن وذلك من خلال ميزان الحساب الجاري. في النموذج الكينزي البسيط $X-M$ تمثل السلع والخدمات المصدرة والمستوردة مع افتراض أنه لا توجد تحويلات أحادية ولذلك فإن $X-M$ تمثل ميزان الحساب الجاري. وبالعودة إلى شرط التوازن $S+T+M=I+G+M$ يمكننا إعادة ترتيب المعادلة كالتالي:

$$S + (T-G) - I = X - M \quad (20)$$

حيث إن S تمثل الادخار الخاص وأن $T-G$ تمثل الادخار الحكومي (الذي يمكن أن يكون سالباً). والمعادلة ٢٠ تظهر نقطة مهمة وهي أنه في اقتصاد مفتوح، الفرق بين الادخار القومي (خاص+حكومي) والاستثمار يساوي ميزان الحساب الجاري. فإذا كانت M أكبر من X فإن ذلك يعني أن الدولة تدخر أقل مما تستثمر محلياً وإذا كانت X أكبر من M فإن الدولة تدخر أكثر مما تستثمر محلياً (أي أنها تستطيع أن تستثمر في الخارج من خلال تدفق رأس المال إلى الخارج وهذا التدفق عبارة عن فائض في الحساب الجاري). وبالإشارة إلى المعادلة (٢٠) نستطيع أن نوضح التوازن كما في الشكل (٨-٤):



الشكل رقم (٤-٨) الدخل التوازني والتوازن في الحساب الجاري

يصعد منحنى $S+(T-G)-I$ إلى أعلى لأنه بعد طرح I, G من الادخار والضرائب، وبما أنهما يعتمدان على الدخل فإن المنحنى ينحني صعوداً. أما منحنى $X-M$ فإنه ينحدر سالباً لأنه عند مستويات دخل مرتفعة فإن الواردات المتزايدة تطرح من كمية ثابتة من الصادرات، فالتقاطع بين المنحنيين عند النقطة q يعطي توازناً عند مستوى دخل Y_e .

تكمن فائدة هذه الطريقة في أنها تمكننا من ملاحظة ميزان الحساب الجاري عند مستوى الدخل التوازني، ففي مثالنا السابق حيث $X=140$, $M=220$ عند التوازن نجد أن الحساب الجاري يعاني من عجز مقداره 80-. وتجدد الإشارة إلى أنه بالرغم من حدوث توازن في الدخل إلا أنه ليس من الضروري أن يحدث توازن في الحساب الجاري. ففي الشكل السابق نلاحظ أن العجز في الحساب الجاري يتمثل بنقطة التوازن q التي تقع تحت خط المحور الأفقي. أما إذا وقعت q عند نقطة فوق خط المحور الأفقي، فهذا يدل على وجود فائض في الحساب الجاري، وإذا وقعت نقطة q على المحور الأفقي فإن الحساب الجاري $X-M$ يساوي الصفر أي يكون في وضع توازني.

1. Richard Caves, Jeffrey A. Frankel and Ronald W. Jones. World Trade & Payments: An Introduction. 8th. ed. Addison-Wesley Reading, Mass, 1999. Chapters 18, 22.23. PP.453-454.

مضاعف الإنفاق المستقل

إذا تغير أي من المصروفات G, I, C, X فما هو مقدار التغير في الدخل التوازني؟ للإجابة على هذا التساؤل نلجأ إلى فكرة المضاعف في الاقتصاد المفتوح.

$$K = 1 / (1 - MPC (1-t) + MPM) \quad (21)$$

فلو زاد الاستثمار من \$180 إلى \$220، أي بمقدار \$40 فما هو مقدار الزيادة في الدخل؟

بما أن $MPC=0.8, t=0.25, MPM=0.1$ فإن المضاعف يساوي:

$$K = 1 / (1 - 0.8 + 0.2 + 0.1) = 1 / 0.5 = 2$$

إذاً التغير في الدخل يساوي: $\Delta Y = \Delta I \cdot K$

$$2 \cdot (40) = 80 \text{ أي أن الدخل يزداد بمقدار } \$80.$$

التغيرات في الواردات المستقلة عن الدخل M_0

ماذا يحصل لو زادت الواردات؟ إذا زاد الطلب على الواردات المستقلة عن الدخل M_0 فإن هذا يعادل انخفاضاً مستقلاً في الطلب على السلع المحلية، لذلك في نماذج الدخل القومي، أي زيادة في الطلب المستقل على الواردات سيؤدي إلى انخفاض في مستوى الدخل. وتعكس الزيادة في الواردات انخفاضاً في الإنفاق على السلع المحلية ومن ثم انخفاضاً في الدخل ولهذا فإن مضاعف الواردات يعمل باتجاه الأسفل ويساوي:

$$\Delta y / \Delta M_0 = -K$$

$$-K = -1 / (1 - MPC (1-t) + MPM) \quad (22)$$

بناءً على ما سبق، ما الذي سيحدث إذا زاد كل من الصادرات والواردات بنفس المقدار؟ النتيجة النهائية ستكون الصفر، ذلك أن التغير في الصادرات له مضاعف يساوي K بينما مضاعف الواردات يساوي $-K$ وبالتالي سيلغي التغيران بعضهما البعض.

الحساب الجاري والمضاعف

بيننا سابقاً أنه يمكن أن يكون هناك توازن في الدخل مع وجود عجز في ميزان الحساب الجاري. لنفرض أن أحد أهداف السياسة الاقتصادية هو التخلص من هذا العجز عن طريق تخفيض الواردات، التي يمكن الوصول إليها عبر تخفيض الدخل القومي (بإتباع سياسة انكماشية). إذاً، ما هو مقدار التخفيض المطلوب في الدخل القومي للتخلص من العجز في ميزان الحساب الجاري؟

في مثالنا السابق كان العجز مساوياً \$٨٠ أي أن $(M=220, X=140)$ لذلك يجب تخفيض الدخل بقدر يسمح بتخفيض الواردات بمقدار \$٨٠. وبإتباع المعادلة أدناه يمكننا معرفة مقدار التغيير في الدخل اللازم لتخفيض الواردات بمقدار \$٨٠:

$$\Delta M = MPM. \Delta Y$$

$$-80 = 0.10. \Delta Y$$

$$\Delta Y = -800$$

أي أن الدخل يجب أن ينخفض بمقدار \$٨٠٠ لكي تنخفض الواردات ويتحقق التوازن في ميزان الحساب الجاري. فإذا كان الاقتصاد لا يعمل عند مستوى التشغيل الكامل فإن هذا الانكماش الذي سيحصل لن يكون مقبولاً لأنه يمثل تضارباً بين تحقيق الأهداف الاقتصادية الوطنية كالتوظيف الكامل وبين الأهداف الخارجية كت تحقيق التوازن في ميزان الحساب الجاري.

لنفترض أننا نريد إتباع سياسة تهدف إلى زيادة الصادرات (عبر تخفيض قيمة العملة بالنسبة إلى قيم العملات الأخرى طبقاً لشرط مارشال- ليرنر الذي نتحدث عنه بتفصيل أكبر في فصول لاحقة)* كطريقة للتخلص من العجز، فإذا زادت الصادرات بمقدار \$٨٠ فهل يكفي ذلك للتخلص من العجز؟ الإجابة ستكون بالنفي، لأنه لو زادت الصادرات بمقدار \$٨٠ وكان المضاعف يساوي ٢ فإن الدخل سيزداد من \$٢٠٠٠ إلى

* شرط مارشال- ليرنر: يقول بأن انخفاض قيمة العملة يقلل العجز في الحساب الجاري، وأن ارتفاع قيمتها يقلل الفائض في الحساب الجاري، ما دام مجموع القيم المطلقة لمرونات الطلب الأجنبية والمحلية على

الواردات أكبر من الواحد. $\frac{X}{M} \cdot |ED_x| + |ED_M| > 1$

\$2160، وبما أن الدخل ارتفع بمقدار \$160 فإن الواردات ستزداد بمقدار الميل الحدي للاستيراد MPM مضروباً بالزيادة في الدخل، أي:

$$\Delta M = MPM \cdot \Delta Y$$

$$0.1 \cdot 160 = 16$$

فالتوسع في الصادرات بمقدار \$80 خفض العجز بمقدار \$64=80-16 وهذا التوسع لن يلغي كامل العجز.

إذا ما هو حجم الزيادة في الصادرات الذي يغطي العجز وبنفس الوقت يحافظ على التوازن في الدخل القومي؟ يجب أن نؤكد ملاحظة مفادها أن الهدف هو زيادة الصادرات بمقدار \$80 فوق أي تغير في الواردات نتيجة لزيادة الدخل، أي أننا نريد أن نطبق المعادلة $\Delta X - \Delta M = 80$ فالتغير في الواردات سيحصل نتيجة لزيادة في الدخل Y نتيجة للزيادة في الصادرات، أي $\Delta M = MPM \cdot \Delta Y$.

إذاً $80 = \Delta X - MPM \cdot \Delta Y$ ولكن التغير في الدخل ΔY يساوي التغير في الصادرات ΔX مضروبة بالمضاعف، والنتيجة:

$$\Delta X - MPM [1/1 - MPC(1-t) + MPM] \Delta X = 80$$

وباستخدام الأرقام في مثالنا السابق نحصل على:

$$\Delta X - 0.1[1/1 - 0.8(1 - 0.25) + 0.1] \Delta X = 80$$

$$\Delta X - (0.1)[1/1 - 0.5] \Delta X = 80$$

$$\Delta X - (0.1)(2) \Delta X = 80$$

$$0.8\Delta X = 80$$

$$\Delta X = 100$$

إذاً $\Delta X = 100$ وبما أن $80 = \Delta X - MPM \cdot \Delta Y$ وبالرجوع إلى المعادلة السابقة

$$MPM = 0.1 \text{ وبالتالي } \Delta Y = \Delta X \cdot K$$

$$200 = 100 \cdot 2$$

$$100 - 0.1 \cdot 200 = 80$$

التغير في السعر والدخل مع التوازن المتزامن الخارجي والداخلي

وجدنا في هذا الفصل أن أي تغير في الحساب الجاري (نتيجة الزيادة في الصادرات) يؤدي إلى تغيرات في الدخل القومي، الذي بدوره يفسد (لكن ليس بشكل

كامل) التغيير الأولي في الحساب الجاري من خلال تغييرات مستحدثة في الواردات. وبتناول في فصول قادمة كيفية تأثير تغير سعر الصرف في قيمة الصادرات والواردات وفي ميزان الحساب الجاري من خلال تغير الأسعار النسبية للسلع المحلية والأجنبية، وكيف يؤدي الاختلال في ميزان المدفوعات (عجزاً أو فائضاً)، في ظل نظام الصرف الثابت إلى تغييرات في عرض النقود وفي الأسعار المحلية بحيث يتحسن أو يسوء الحساب الجاري.

ومن المهم أن نذكر بأن أحد مميزات العلاقة بين الحساب الجاري والاقتصاد الداخلي هو إمكانية حدوث تضارب بين الأهداف الاقتصادية الخارجية والداخلية. ونعني بالميزان الخارجي، ميزان الحساب الجاري حيث $M=X$ بينما التوازن الداخلي يشير إلى أن الاقتصاد في وضع مرض حيث يتصف بمستويات منخفضة من البطالة واستقرار في الأسعار. ومن الواضح أنه توجد أربعة حالات من عدم التوازن:

١- عجز في الحساب الجاري مع مستويات مرتفعة من البطالة؛

٢- عجز في الحساب الجاري مع مستويات مرتفعة من التضخم؛

٣- فائض في الحساب الجاري مع مستوى مرتفع من التضخم؛

٤- فائض في الحساب الجاري مع مستويات مرتفعة من البطالة.*

إذا واجه صانعو السياسات الاقتصادية أياً من هذه التوقعات في ظل نظام صرف ثابت، فما هي السياسة الاقتصادية المناسبة الواجب إتباعها؟ تبدو الحالتان الثانية والرابعة سهلتين، ففي الحالة الثانية يكون مناسباً إتباع سياسة هادفة إلى تخفيض الطلب الكلي كالسياسة المالية أو النقدية الانكماشية، وتبني هذه السياسات يؤدي إلى انخفاض في مستوى الأسعار وفي الدخل القومي، والانخفاض في الأسعار سيزيد الصادرات ويخفض الواردات، كما أن الانخفاض في الدخل سيخفض الواردات من خلال MPM.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. *International Economics*. 2001. PP.573-574.

*تؤكد تجربة السبعينيات من القرن الماضي أنه يمكن حصول مستويات عالية من البطالة مع تضخم متسارع، ونحن هنا لا نناقش الكساد التضخمي، وإنما نتعامل مع التحليل الاقتصادي التقليدي الذي يعالج واحدة من مشاكل الاقتصاد الداخلية دون اعتبار لإمكانية حصول مشكلة أخرى متزامنة معها.

إذا إتباع سياسة انكماشية سيحسن الميزان التجاري ويحرك الاقتصاد نحو التوازن الخارجي، إضافةً إلى تخفيض حدة التضخم وتحريك الاقتصاد نحو التوازن الداخلي.

تطبق نفس الاستنتاجات في الحالة الرابعة، حيث يوجد فائض في الحساب الجاري وبطالة مرتفعة، ولكن السياسة المتبعة يجب أن تكون عكس السياسة المتبعة في الحالة الثانية، أي أن السياسة المالية والنقدية يجب أن تكون توسعية، أي أن الزيادة في عرض النقود والزيادة في الإنفاق الحكومي وانخفاض الضرائب ستزيد الدخل القومي وتشجع الواردات، إضافةً إلى وضع ضغوط على الأسعار التي بدورها تقلل من الصادرات وتزيد من الواردات، وبهذه الطريقة تعمل السياسة الاقتصادية التوسعية على تخفيض الفائض في الحساب الجاري وتقلل من مستوى البطالة.

أما في الحالة الأولى حيث يوجد عجز في الحساب الجاري ومستويات مرتفعة من البطالة، فإننا نواجه صعوبة في اختيار السياسة المناسبة. فالسياسة المالية أو النقدية التوسعية تعمل على تخفيض البطالة لكنها تزيد من العجز في الحساب الجاري، كما أن إتباع سياسة اقتصادية توسعية ترفع مستوى الأسعار وتسبب انخفاضاً في الصادرات وزيادة في الواردات. ولكن بدلاً من إتباع سياسة توسعية، فإن إتباع سياسة انكماشية لتخفيض العجز في الحساب الجاري سيؤدي إلى انخفاض في مستوى الدخل القومي ويزيد من مستوى البطالة. في الحالة الثالثة حيث يوجد فائض في الحساب الجاري وتضخم فإن إتباع سياسة توسعية سيقفل من الفائض في الحساب الجاري ولكن سيزيد مستوى التضخم، بينما إتباع سياسة اقتصادية انكماشية سيقفل من التضخم ولكنه سيزيد من العجز في الحساب الجاري.

نستنتج من الحالتين الأولى والثالثة أننا نواجه تضارباً في إتباع السياسة الاقتصادية المناسبة لتحقيق التوازن. وقد تكون في مثل هذه الحالة، سياسة تغيير سعر الصرف مناسبة.

ملخص الفصل الثامن

تعتمد صادرات الدولة المحلية على الدخل في الدول الأخرى، بسبب أنها تعتمد على القوة الشرائية للدول الأخرى، إضافة إلى ذلك تعتمد أيضاً على عوامل أخرى غير دخلية. وفي نماذج الدخل القومي، أي زيادة في الطلب المستقل على الواردات سيؤدي إلى انخفاض في مستوى الدخل. وتعكس الزيادة في الواردات انخفاضاً في الإنفاق على السلع المحلية ومن ثم انخفاضاً في الدخل.

ويمكن أن يكون هناك توازن في الدخل مع وجود عجز في ميزان الحساب الجاري. وبفرض أن أحد أهداف السياسة الاقتصادية هو التخلص من هذا العجز عن طريق تخفيض الواردات، التي يمكن الوصول إليها عبر تخفيض الدخل القومي (بإتباع سياسة انكماشية). فإذا كان الاقتصاد لا يعمل عند مستوى التشغيل الكامل فإن هذا الانكماش الذي سيحصل لن يكون مقبولاً لأنه يمثل تضارباً بين تحقيق الأهداف الاقتصادية الوطنية كالتوظيف الكامل وبين الأهداف الخارجية كت تحقيق التوازن في ميزان الحساب الجاري.

لنفترض أننا نريد إتباع سياسة تهدف إلى زيادة الصادرات (عبر تخفيض قيمة العملة بالنسبة إلى قيم العملات الأخرى طبقاً لشرط مارشال - ليرنر) كطريقة للتخلص من العجز، إذا ما هو حجم الزيادة في الصادرات الذي يغطي العجز وبنفس الوقت يحافظ على التوازن في الدخل القومي؟

يؤدي الاختلال في ميزان المدفوعات في ظل نظام الصرف الثابت (عجزاً أو فائضاً) إلى تغيرات في عرض النقود وفي الأسعار المحلية بحيث يتحسن أو يسوء الحساب الجاري. وأي تغير في الحساب الجاري (نتيجة الزيادة في الصادرات) يؤدي إلى تغيرات في الدخل القومي الذي بدوره يفسد (لكن ليس بشكل كامل) التغير الأولي في الحساب الجاري من خلال تغيرات مستحدثة في الواردات.

ومن المهم أن نذكر بأن أحد مميزات العلاقة بين الحساب الجاري والاقتصاد الداخلي هو إمكانية حدوث تضارب بين الأهداف الاقتصادية الخارجية والداخلية. وقد تكون في مثل هذه الحالة، سياسة تغيير سعر الصرف مناسبة.

مصطلحات الفصل الثامن

التسريبات والتدفقات	الإنفاق الكلي المرغوب
مضاعف الإنفاق المستقل	دالة الاستهلاك الكينزية النظامية
الواردات المستقلة عن الدخل	الواردات المحفزة
	المرونة الدخلية للطلب على الواردات

أسئلة وتدريبات الفصل الثامن

- ١- في المباحثات التجارية مع اليابان حول العجز الكبير في الميزان التجاري الأمريكي، حث الأمريكيون الحكومة اليابانية على إتباع سياسة مالية توسعية، فإذا استجاب اليابانيون لهذه المطالب فكيف يقل العجز في الميزان التجاري الأمريكي؟
- ٢- ما الذي سيحدث لكميات الأرصدة في الأصول الأجنبية والمحلية في الدولة المحلية إذا زاد عرض النقود وكانت درجة تحرك رؤوس الأموال تامة؟ لماذا؟
- ٣- لنفرض توفر المعلومات التالية:

$$I=110, G=208, X=82, M=10+0.8Y$$

$$E = C+I+G+X-M$$

$$C = 50+0.85 Y_d$$

$$Y_d = Y-T$$

$$T = 0.2Y$$

في حالة توازن: $Y=E$

- أ- ما هو مستوى الدخل عند التوازن؟
- ب- هل يوجد عجز أم فائض عند الدخل التوازني؟ ما هو مقداره؟
- ت- ما هو حجم المضاعف؟

الفصل التاسع
أسعار وأسواق الصرف
المبحث الأول

Foreign Exchange Rate أسعار الصرف

مفاهيم سعر الصرف

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- مقاييس حساب سعر الصرف.
- سعر الصرف الفعلي.
- سعر الصرف الحقيقي.
- سعر الصرف الفعلي الحقيقي.

تتألف سوق الصرف الأجنبي من أسواق ومؤسسات مختلفة، تتجه جميعها لإعطاء نفس السعر على عملة معينة خلال فترة من الزمن بغض النظر عن المكان، بفعل المراجعة Arbitrage التي تلعب دوراً في تحديد أسعار الصرف التقاطعية Cross Rates. ونميز عادة بين أسعار وأسواق الصرف الفورية Spot، والأسعار والأسواق الآجلة forward.

ونبدأ حديثنا عن أسعار الصرف بالتعرض لبعض المفاهيم التي تمثل بدائل لقياس سعر الصرف الفوري، على اعتبار أن هذا السعر لا يعطينا فكرة كافية عن قوة أو ضعف عملة بلد ما في علاقاته مع شركائه التجاريين أو عن التكلفة الحقيقية للسلع والخدمات الأجنبية المستوردة أو غير ذلك. ننتقل بعدها للحديث في أسواق الصرف وطبيعة تلك الأسواق.

سعر الصرف

يمكننا تعريف سعر الصرف على أنه سعر وحدة من العملة الأجنبية بدلالة وحدات من العملة المحلية، ولنرمز له e . ويمكننا أن نعكس التعريف السابق لحساب وحدة واحدة من العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية بالتقسيم على e . فعندما يسمى سعر الدولار الأمريكي في السوق الإنكليزي على أساس ٠,٦٥٠ جنيهاً مثلاً فإن ذلك يعني أن الدولار الأمريكي يساوي ٦٥٠ بنساً إنكليزياً، وهذا يعني أيضاً

أن الجنيه الإسترليني يساوي (1 ÷ 0,65) أو 1,538 دولاراً وهو ما يسمى السعر التبادلي Reciprocal Rate.

يتغير سعر الصرف الاسمي Nominal Exchange Rate باستمرار، وهذه التغيرات تسمى تدهوراً أو تحسناً. ويعني التحسن ارتفاع سعر العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، أما التدهور فهو انخفاض سعر العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية. وبالاستناد إلى التعريف أعلاه، فإن التحسن يعني انخفاض سعر الصرف الاسمي والتدهور يعني ارتفاعه.

مقاييس حساب سعر الصرف

لا يعطينا سعر الصرف الاسمي فكرة كافية عن قوة أو ضعف عملة بلد. لذلك تجدنا مضطرين للانتقال من سعر الصرف الاسمي إلى أسعار الصرف الفعلية والحقيقية. وفي هذا الإطار تستعمل عدة مقاييس لحساب سعر الصرف كالحساب المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك CPI، أو مقياس السعر النسبي للسلع القابلة للاتجار بها (P^T) إلى السلع غير القابلة للاتجار بها (P^N)، أو مقياس معدل الأجور النسبية التي تتغير من دولة لأخرى وغيرها.

إن اختيار مؤشر الأسعار CPI لحساب سعر الصرف يطرح إشكالية متمثلة بكيفية قياس القوة الشرائية للعملة، فمؤشر أسعار المستهلك يقيس القوة الشرائية بالنسبة للسلع الاستهلاكية فقط. إلا أن ميزته تكمن في أنه مؤشر متاح دوماً وينشر بصفة دورية. وعوضاً عن مؤشر أسعار المستهلك، يمكن أن يستعمل مخفض الناتج المحلي الإجمالي GDP Deflator، إلا أنه ينشر بتأخير زمني عادةً، بالإضافة إلى أنه لا يصلح لقياس القوة الشرائية لدول ذات معدلات تضخم عالية. ويفسر مستوى سعر الصرف، المحسوب كمؤشر أسعار، عند التغير خلال فترة زمنية، لكي يعطي مؤشراً عن اتجاه سعر الصرف الحقيقي، أي ارتفاع السعر النسبي للسلع المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية، ويعطى قيمة الواحد في سنة الأساس.

وإذا أردنا، قياس متوسط أسعار السلع المتاجر بها مع الشركاء التجاريين لدولة ما، نستعمل المتوسط المرجح لحصة تجارة هذه الدولة الخارجية مع كل شريك تجاري.

ويمكن بناء هذا المؤشر انطلاقاً من متوسط حصص الصادرات أو الواردات، أو متوسط الاثنين معاً وهو يعطي قياساً لسعر الصرف الفعلي الحقيقي Real Effective Exchange Rate (REER). أي أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي هو المتوسط المرجح لسعر صرف العملة الوطنية الحقيقي بين الشركاء التجاريين.

ويمثل الفرق بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية، أو معدل التضخم المحلي و معدلات التضخم الخارجي، أهم محددات أسعار الصرف. فإذا كان التضخم المحلي أعلى مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإن سعر الصرف سيتجه للانخفاض. ولتحديد سعر الصرف التوازني، تم استخدام طرق عديدة، لعل أبسطها الطريقة القائمة على مبدأ تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity (PPP). إلا أن مفهوم سعر الصرف التوازني وفقاً لمبدأ تعادل القوة الشرائية، يعتبر محدوداً لأنه لا يأخذ بالاعتبار الصدمات الحقيقية والاسمية (النقدية) التي تؤدي إلى تغيير سعر الصرف.

ثمة طريقة أكثر ملائمة من الناحية النظرية لتحديد سعر الصرف الحقيقي، هي استعمال نسبة أسعار السلع القابلة للتجار بها (يتوفر الطلب عليها من الخارج) على أسعار السلع غير القابلة للتجار P_T/P_N والتي تعطي مقياساً لكيفية تخصيص الموارد ما بين القطاعين. فإذا ارتفع سعر السلع القابلة للتجار بها نسبياً مقارنة بالسلع غير القابلة للتجار بها، يتم تخصيص الموارد باتجاه قطاع السلع القابلة للتجار بها فيتحسن الميزان التجاري. وبالتالي فإن مفهوم سعر الصرف التوازني يوافق الأسعار النسبية التي تحقق التوازن الداخلي والخارجي في نفس الوقت.

إذا يمكننا قياس السعر الفوري Spot Rate وفقاً لمقاييس مختلفة نبحث منها

التالية:

١. **سعر الصرف الفعلي:** لقياس قوة أو ضعف العملة المحلية النسبي عندما يكون لهذه الدولة العديد من الشركاء التجاريين، علينا أن نكون مؤشراً يشمل وزناً لكل عملة تبعا لأهميتها في التجارة الخارجية للدولة المحلية. ولتجنب مشكلة التجميع التي

تتعلق بجمع العملات المختلفة، يتم ربط سعر صرف كل عملة إلى سنة أساس معطاة. ويعطى مؤشر سنة الأساس قيمة قدرها 1/1.

$$eI_i = \frac{e_i}{e_{ibase}}$$

حيث:

eI_i مؤشر سعر صرف العملة (i).

e_i سعر الصرف الحقيقي للعملة (i).

e_{ibase} سعر صرف العملة (i) في سنة الأساس.

وبما أن أسعار الصرف ليست متساوية في الأهمية يجب إعطاء وزن للمؤشر القياسي لكل عملة بشكل مناسب. والوزن الشائع هو:

$$W_i = (M_i + X_i) / (M_{total} + X_{total})$$

حيث:

$$\sum_i W_i = 1$$

ويكون سعر الصرف الفعلي:

$$EER = \sum_i eI_i W_i$$

يمثل الجدول (٩-١) تجارة الولايات المتحدة مع بعض الشركاء الرئيسيين لعامي ١٩٩٥-٩٠.

الجدول رقم (٩-١)

تجارة الولايات المتحدة		1995 eI _i المؤشر (4)	سعر الصرف		الدولة (١)
الوزن W _i (٦)	الصادرات والواردات (٥)		e1995 (3)	e1990 (2)	
0.042	31.4	1.087	\$0.200/ff	\$0.184/ff	فرنسا
0.079	58.6	1.128	\$0.698/DM	\$0.619/DM	ألمانيا
0.034	25.0	0.750	\$0.0006/L	\$0.0008/L	إيطاليا
0.074	54.8	0.885	\$1.579/£	\$1.785/£	إنكلترا
0.372	275.7	0.851	\$0.729/\$c	\$0.857/\$c	كندا
0.252	186.6	1.536	\$0.0106/¥	\$0.0069/¥	اليابان
0.147	108.5	0.438	\$0.156/P	\$0.356/P	المكسيك
1.000	740.6				المجموع

$$EER_{US 1995} = (1.087) (0.042) + (1.128) (0.079) + (0.750) (0.034) + (0.885) (0.074) + (0.851) (0.372) + (1.536) (0.252) + (0.438) (0.147) = 0.994.$$

تظهر النتيجة أن الدولار في عام ١٩٩٥ أقوى منه في عام ١٩٩٠. وبعبارة أخرى ارتفع المؤشر القياسي لسعر الدولار في ١٩٩٥ لأن متوسط سعر الصرف الأجنبي انخفض من (١,٠٠) في عام ١٩٩٠ إلى (٠,٩٩٤) في ١٩٩٥. ومقدار الارتفاع في سعر الدولار يساوي: $٠,٩٩٤ \div ١ = ٠,٠٠٦$.

٢. **سعر الصرف الحقيقي:** عندما تتغير أسعار السلع والخدمات محلياً أو في الدولة الشريكة أو في كليهما معاً، فإننا لا نعرف التغير النسبي في أسعار السلع والخدمات الأجنبية بمجرد ملاحظة التغيرات في سعر الصرف الفوري. فمثلاً، إذا انخفض الدولار بمقدار ١٠% مقابل الجنيه الإسترليني، ولكن أسعار السلع والخدمات الإنكليزية انخفضت قياساً إلى أسعار الولايات المتحدة بمقدار ١٠%، فإن أسعار السلع والخدمات الإنكليزية النسبية تبقى كما هي بالنسبة إلى المشتريين الأمريكيين. وفي هذه الحالة لا نتوقع أن تنخفض الكمية التي يطلبها الأمريكيون من السلع الإنكليزية على الرغم من الانخفاض في قيمة الدولار. ولهذا السبب نحتاج إلى

حساب سعر الصرف الحقيقي، على اعتبار أنه يتضمن التغيرات في الأسعار في البلدين، ويحسب لسنة ١٩٩٥ مثلاً كالتالي:

$$RER_{\$/\pounds_{1995}} = e_{1995} \frac{PI_{1995}^{uk}}{PI_{1995}^{us}}$$

حيث إن:

PI^{uk} هو السعر القياسي في بريطانيا.

PI^{us} هو السعر القياسي في الولايات المتحدة.

فإذا كان السعر القياسي في إنكلترا مثلاً ١١٨,٢ وفي أمريكا ١١٦,٦ وسنة الأساس هي ١٩٩٠=١٠٠، فإن السعر الحقيقي لعام ١٩٩٥ (استناداً إلى أسعار الجدول ٩-١) هو:

$$\begin{aligned} RER_{\$/\pounds_{1995}} &= \frac{(\$1.57/\pounds)(118.2)}{116.6} \\ &= \$1.60/\pounds \end{aligned}$$

وبما أن السعر الحقيقي ($\$1.60/\pounds$) أعلى من السعر الاسمي لسنة ١٩٩٥ ($\$1.57/\pounds$) فإنه يعكس الزيادة الصغيرة في الأسعار التي حدثت في إنكلترا مقارنة بأسعار أمريكا من ١٩٩٠ إلى ١٩٩٥. وبما أن سعر الصرف الفعلي كان $\$1.785/\pounds$ في عام ١٩٩٠، فإننا نستنتج أن قيمة الدولار قد ارتفعت بشكل حقيقي In real Terms مقابل الجنيه الإسترليني بين عامي ١٩٩٠ - ١٩٩٥ (من $\$1.785/\pounds$ إلى $\$1.601/\pounds$) أو بعبارة أخرى انخفضت قيمة الجنيه الإسترليني بشكل حقيقي مقابل الدولار. وبما أن التغيرات في الأسعار هي القاعدة وليست الاستثناء، فإنه من المهم أن نتبين كلاً من سعر الصرف الحقيقي والاسمي عند تحليل سوق الصرف الأجنبي.

٣. سعر الصرف الفعلي الحقيقي. هناك مقياس ثالث لسعر الصرف وهو سعر

الصرف الفعلي الحقيقي (Real Effective Exchange Rate (REER) الذي يحسب سعر الصرف الفعلي المعتمد على أسعار الصرف الحقيقية بدلاً من الاسمية. في هذه الحالة يحسب المؤشر القياسي لسعر الصرف عن طريق استخدام الأسعار الحقيقية ومن ثم إعطائها أوزان مبنية على أوزان التجارة. ويستخدم مؤشر أسعار

التجزئة CPI لكل من الدول في الجدول (٩-١) في حساب سعر الصرف الفعلي الحقيقي كما هو مبين في الجدول (٩-٢) أدناه آخذين بالاعتبار أن سنة الأساس لا تزال (١٩٩٠=١٠٠):

الجدول رقم (٩-٢)

مؤشر سعر الصرف RER Index الحقيقي 1990=100	سعر الصرف الاسمي e _{١٩٩٠}	سعر الصرف الحقيقي RER _{١٩٩٥}	أسعار التجزئة		الدولة
			1995	1990	
1.038	\$0.184/ff	\$0.191/ff	111.6	100	فرنسا
1.150	\$9.619/DM	\$0.712/DM	119.0	100	ألمانيا
0.875	\$0.0008/L	\$0.0007/L	127.8	100	إيطاليا
0.897	\$1.785/£	\$1,601/£	118.2	100	إنكلترا
0.816	\$0.857/\$c	\$0.699/\$c	111.8	100	كندا
1.406	\$0.0069/¥	\$0.0097/¥	107.0	100	اليابان
0.843	\$0.356/P	\$0.300/P	224.5	100	المكسيك
			116.6	100	أميركا

$$REER = \sum_i (RER \text{ index})_i (W_i)$$

$$= (1.038)(0.42) + (1.150)(0.079) + (0.875)(0.034) + (0.897)(0.074) + (0.816)(0.372) + (1.406)(0.352) + (0.843)(0.147) = 1.012$$

يشير الناتج (١,٠١٢) إلى أن سعر الصرف الأجنبي بالدولار كان بالمتوسط أعلى بمقدار ١,٢% (بشكل حقيقي) في عام ١٩٩٥ منه في عام ١٩٩٠. بعبارة أخرى، انخفض الدولار بمقدار ١% تقريباً، وهذه النتيجة تختلف مع النتيجة السابقة عند استخدام سعر الصرف الحقيقي حيث كانت (٠,٩٩٤). ويعود السبب في هذا الاختلاف ربما إلى أن سعر البيسو المكسيكي الحقيقي بالدولار انخفض بمقدار ١٦% بينما انخفض سعر البيسو الاسمي بمقدار ٥٦% أي من \$٠,٣٥٦ إلى \$٠,١٥٦ للبيسو. وإذا اعتبر وضع المكسيك هذا (التي تعرضت لانسحاب أموال طائلة منها) غير عادي، وإذا حذفت من قائمة الدول في الجدول، فإن قيمة سعر الصرف الحقيقي تصبح ١,٠٤٢ وقيمة سعر الصرف الفعلي الحقيقي ١,٠٩٠ وهذا يعني أن الدولار انخفض أكثر من ناحية حقيقية بالمقارنة مع الناحية الاسمية. إذًا، الاستنتاجات بالنسبة لسعر الصرف الحقيقي والفعلي الحقيقي تكون حساسة للدول التي تشملها حسابات هذه المقاييس.

المبحث الثاني

سوق الصرف الأجنبي

الطلب والعرض على العملات الأجنبية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- وظائف سوق الصرف الأجنبي.
- قواعد التعامل في سوق الصرف.
- التسميات في سوق الصرف الأجنبي.
- الأطراف الرئيسية في سوق الصرف الأجنبي.
- اتجاه التعامل في أسواق الصرف.
- أوضاع المتعاملين في أسواق الصرف.
- آلية عمل سوق الصرف الأجنبي.

حدث تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق المحلية الرئيسية في العالم، ويتميز سوق العملات الأجنبية بشكل عام بعدم وجود مكان محدد لاتصال البائعين والمشتريين بعضهم مع بعض كما هو حال باقي الأسواق المالية والأسواق التجارية.

وتجب الإشارة إلى أهمية المنطقة الزمنية التي يوجد فيها السوق، حيث يمكن تقسيم الأسواق الدولية للعملات إلى ثلاث مناطق زمنية أو جغرافية هي الشرق الأقصى، أوربة وأمريكا. وتعتبر أسعار الإغلاق في بعض الأسواق مؤشرا لأسعار الافتتاح في أسواق أخرى.

ويتأثر التعامل في هذه الأسواق بالتغيرات السياسية والاقتصادية والنقدية وتغيرات أسعار الفائدة ووضع العملات الأجنبية وكمياتها والمتوفر منها وأوضاع المتعاملين بشكل رئيسي.

ويتحدد سعر العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية في سوق الصرف تبعاً للعرض والطلب.

ويطلب الأفراد والمؤسسات العملات الأجنبية لثلاثة أغراض رئيسية هي:

- (١) شراء السلع والخدمات من دول أخرى؛
- (٢) شراء أصول مالية أو لأغراض الاستثمار المباشر؛
- (٣) تجنب الخسارة أو الحصول على الربح، الذي يمكن أن يحدث نتيجة للتغيرات في سعر الصرف.

ويشارك الأفراد والمؤسسات في جانب العرض لنفس الأسباب المذكورة أعلاه. وقد يأتي المتاح من عرض العملة الأجنبية أمام الدولة المحلية Home Country بفعل عدة عوامل منها:

١. شراء الأجانب للسلع والخدمات المحلية المصدرة أو لدفع تحويلات أحادية أو لدفع دخل استثماري للدولة المحلية. فصادرات سورية من القطن والحبوب، مثلاً، تمثل مصدراً للعملات الأجنبية؛
٢. يأتي عرض العملة الأجنبية من الاستثمار الأجنبي في الدولة المحلية. فشراء الأجانب للسندات والأسهم السورية وفتح حسابات في المصارف السورية وقيام الشركات الأجنبية باستثمارات أو بمشاريع في سورية، كلها أمثلة على النشاطات التي تخلق عرضاً للعملات الأجنبية في سورية؛
٣. يمكن أن توفر المضاربة Speculation ونشاطات التغطية Hedging مصدراً آخر للعملات الأجنبية.

وظائف سوق الصرف الأجنبي

تقوم هذه السوق بثلاث وظائف مهمة كالتالي:

١. تحويل القوة الشرائية من عملة إلى أخرى.

تحويل القوة الشرائية من عملة إلى أخرى، يمثل الدور الرئيسي لسوق الصرف الأجنبي. وتتم عملية التحويل وفق ما هو متفق عليه بين أطراف التبادل.

مثال ١. شركة أمريكية تباع الكمبيوترات لشركة بريطانية أو مستورد إنكليزي. وترغب الشركة الأمريكية بالحصول على الدولارات بينما لدى المستورد الإنكليزي جنيهات فقط. إذا يجب أن يتم استبدال الجنيهات الإسترلينية بالدولار، وليس مهما قيام المصدر أو المستورد بتحويل الإسترليني إلى دولار. المهم هنا أن تدفق السلع والخدمات من أمريكا إلى إنكلترا يولد عرضاً من الجنيهات (عملة المستورد) وطلباً على الدولارات (عملة المصدر). إذا تتطلب صادرات أمريكا للسلع والخدمات تحويل العملات الأجنبية إلى دولارات، أي أن صادراتها تولد عرضاً من العملات الأجنبية وطلباً على الدولار. أما الواردات الأمريكية فتتطلب تحويل دولارات إلى عملات أجنبية، أي أن واردات أمريكا تولد طلباً على العملات الأجنبية وعرضاً للدولارات.

مثال ٢. إذا أراد رجل أعمال سوري شراء عقار في الولايات المتحدة الأمريكية، عليه أن يبيع ليراته السورية ليحصل مقابلها على دولارات يمكنه بها شراء العقار. وإذا رغب تاجر لبناني شراء سيارات تويوتا فإنه يحتاج إلى مبادلة الليرات اللبنانية التي يملكها بالين الياباني لإجراء الصفقة. فتبادل العملات ضروري لتحقيق المبادلات الاقتصادية بين الدول، ويتم ذلك في سوق الصرف الأجنبي Foreign Exchange Market وهو عبارة عن سوق تبايع وتشتري فيه العملات المختلفة. وحلقة الوصل في هذا السوق هو سعر الصرف الأجنبي Exchange Rate. ويعتبر سوق الصرف الأجنبي أكبر سوق في العالم من حيث حجم التبادل اليومي.

وخلاصة القول: أن سوق الصرف الأجنبي يلعب دوراً مهماً في جمع المشتريين والبائعين للعملات المختلفة ويسهل عمليات تبادل هذه العملات بسرعة وكفاءة. وفي العمليات اليومية تتم معظم المبادلات عبر شراء وبيع ودائع مصرفية بالعملات المختلفة، إضافة إلى التعامل بالنقود الورقية والمعدنية وأدوات استثمارية قصيرة الأجل.

٢. الوظيفة الائتمانية.

تتطلب التجارة الدولية توفير الائتمان، وهذا ما تقوم به سوق الصرف الأجنبي. ويأخذ تحرك السلع بين البائع والمشتري بعض الوقت، ولا بد من جهة تمّول هذا التبادل

أثناء هذا التحرك، فإذا دفع المستورد نقوداً حاضرة فهو من يقوم بعملية التمويل، وإذا وفر المصدر حساباً مفتوحاً للمستورد مقابل استلام وعد بالدفع خلال مدة محددة (غالباً ثلاثة أشهر) لكي يتمكن المستورد من بيع البضاعة ودفع قيمة المستوردات عند الاستحقاق، فإن المصدر هو الذي يقوم بعملية التمويل.

٣. توفير التسهيلات لتجنب المخاطر الناجمة عن التغيرات في أسعار الصرف.

تشمل عمليات التصدير والاستيراد عادة مدد انتظار، وأدنى تغير في سعر الصرف سيعرض المصدرين والمستوردين إلى خسارات. وسوق الصرف الأجنبي تؤمن جهازاً لحماية المصدرين والمستوردين من خسارات ممكنة نتيجة تقلبات سعر الصرف.

الإطار رقم (٩-١). يمكن وصف سوق لندن، وهو من الأسواق الرئيسية للعمليات الأجنبية في العالم كالتالي:

- تتألف السوق من عدد كبير من المصارف التجارية المحلية والأجنبية العاملة في البلد إضافة إلى الوسطاء المتخصصين بالعمليات بين المصارف اللندنية فقط؛
- تتصل المصارف فيما بينها بواسطة أجهزة الاتصال المعروفة، حيث في كل مصرف مكان مخصص للتعامل بالعملات الأجنبية Dealing Room يجلس فيه المتعاملون Dealers حول مكتب واحد أو أكثر تبعاً لنشاط المصرف؛
- لا تتعامل جميع المصارف هناك بالعملات الأجنبية بشكل دائم وبالتالي قد لا تحتفظ بغرفة للتعامل؛
- وفقاً لنظام سوق لندن فإن المصارف العاملة في السوق لا تشتري وتبيع العملات من بعضها البعض مباشرة بل يتم ذلك من خلال الوسطاء Brokers، وبعض الأسواق لا يوجد فيها سماسرة؛
- التعامل الخارجي للمصارف يتم مباشرة دون السماسرة.

قواعد التعامل في سوق الصرف

يتم التعامل عادة بتسمية طرفي السعر، أي سعري الشراء والبيع للعملة، ويترك للطرف المقابل اختيار اتجاه التعامل الذي يرغبه. ولا يجوز في عرف السوق للمتعامل إعطاء سعر واحد للبيع أو الشراء.

ويجب قبل بدء التعامل الإطلاع على أسعار الإغلاق في الأسواق الأخرى لتحديد أسعار الافتتاح في السوق، والأخذ بالاعتبار للأسعار المثبتة Rate-Fixing في السوق في حال كان النظام المتبع يقضي بذلك. ويفضل بعض المتعاملين عدم البدء بإعطاء أسعار الافتتاح إلى أن يبدأ غيرهم بذلك ليتأكدوا من اتجاه السوق.

ويتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية خلال أيام العمل الرسمية، ويغلق المتعاملون دفاترهم عند الساعة الرابعة من بعد ظهر يوم العمل عادةً، ويتم إعداد التقارير والكشوف عن مختلف العملات للإدارة، ويتم تحميل أية عملية تتم بعد ذلك إلى سجلات اليوم التالي.

وعندما يتم الاتفاق على سعر معين فإن هذا السعر يكون ملزماً ولا يستطيع أي طرف التراجع عنه. ولتجنب الخسائر يتوجب على المتعاملين:

- إنهاء العملية والاتفاق بسرعة ودون تباطؤ لأن أي تأخير قد يسبب الخسائر للمتعاملين بسبب التذبذب في أسعار السوق؛
- البقاء على اتصال مستمر بتقلبات الأسعار والظروف المحيطة بالسوق من أجل إجراء التعديلات المستمرة للأسعار؛
- توسيع الهامش بين سعري البيع والشراء خاصة في أوقات التذبذب الشديد وذلك حتى لا تؤثر التغيرات الطفيفة والمستمرة أية خسارة؛
- إعطاء الأسعار للعلم فقط دون الالتزام بها إلا بعد التأكد من رغبة الطرف المقابل المؤكدة بإجراء العملية؛

لا توجد حدود دنيا ضرورية للتعامل وإن كان يفضل عادةً مضاعفات المليون أو النصف مليون رغم أن التعامل بالكسور ممكن أيضاً. والهامش بين الأسواق عادةً أضيق منه داخل السوق الواحدة.

التسميات في سوق الصرف الأجنبي

تتم التسمية على أساس عدة وحدات من العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وهو ما يسمى عادة نظام التسمية السعرية Price Quotation System فسعر الدولار الأمريكي يساوي مثلاً ٥٣,٥٠ ليرة سورية. كما يمكن أن تتم التسمية على أساس عدة وحدات من العملة الأجنبية مقابل وحدة واحدة من العملة المحلية وهو ما يعرف بنظام التسمية الكمية Volume Quotation System كأن يكون سعر الليرة السورية يساوي ٢,٠١ ين مثلاً. وكلا التسميتين ليست إلا مقلوب التسمية الأخرى. و تتم التسمية في الأسواق الدولية بطريقتين هما:

- التسمية الأوروبية European Terms حيث العملة المسماة هي الدولار الأمريكي والسعر المعطى هو سعر الدولار: $1\$ = 0.8772 \text{ €}$ ، أو $1\text{€} = 0.8772 \text{ \$}$ (عدد وحدات العملة الأجنبية مقابل الدولار).

- التسمية الأمريكية U.S. Term أو U.S. \$ equivalent حيث العملة المسماة هي الأجنبية والسعر المعطى هو سعر هذه العملة بالدولار الأمريكي: $1\text{€} = 1.1400 \text{ \$}$ ، أو $1\text{€} = 1.1400 \text{ \$}$. (كمية الدولارات الأمريكية مقابل وحدة العملة الأجنبية).^٢

ويسمى تاريخ الاستلام والتسليم بتاريخ الحق Value Date وهو يقسم لنوعين:

١. الحق الفوري Spot Value وهو حق عمل يومين متتاليين ليوم إتمام الصفقة (العملية) ولكن يكون السعر هو سعر يوم إتمام الصفقة. فمثلاً تاريخ الحق لعملية تمت الاثنين هو الأربعاء وليوم الخميس هو الاثنين بسبب العطل؛

٢. الحق الآجل Forward Value أي أن يكون لأكثر من يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية، ويكون لأجل شهر أو مضاعفات الشهر، ويمكن التعامل لفترات أخرى غير الشهر ومضاعفاته ويجب عندها ذكر ذلك بوضوح، وعادة يبدأ الحق الآجل من تاريخ الحق الآتي. فالصفقة التي تتم في اليوم الخامس من الشهر التاسع ولمدة شهر مثلاً يكون الحق الآجل هو ١٠/٧، وإذا تمت الصفقة بتاريخ ١/٣٠ لثلاثة أشهر وكان ٣/١ يوم عطلة يؤخذ ٣/٣١ وفي حال كان عطلة يؤخذ ٣/٢٩.

1 Levi, Maurice D., 1996- International Finance: the markets and financial management of multinational business. P45-46.

2 . Ibid.

الأطراف الرئيسية في سوق الصرف الأجنبي

أولاً- المصارف التجارية والمؤسسات المالية

ويمكن أن يكون التعامل من خارج السوق، حيث تتعامل هذه المصارف والمؤسسات المالية كوسيط لعملائها، فتقوم نيابة عنهم ببيع وشراء العملات اللازمة لتمويل مستورداتهم وصادراتهم أو التعامل بأدوات السوق المختلفة بالنيابة. كما تتعامل هذه المصارف والمؤسسات لحسابها الخاص كجزء من عمليات إدارة السيولة وتقوية حسابها.

كما يمكن أن يكون التعامل من داخل السوق، وبالتالي فالمصارف والمؤسسات المالية الأخرى تعمل في هذه الحالة من خلال الوسطاء. ويتم الاتصال بالوسيط من قبل المصرف كعارض أو طالب شراء ليقوم الوسيط بدوره بالبحث عن طرف مقابل ويتلقى عن ذلك عمولة.

ثانياً- المؤسسات غير المالية

وتأتي مشاركة بعض مؤسسات الأعمال التجارية أو الاستثمارية نتيجة لنشاطها الذي يفرض دخولها سوق العملات الأجنبية مشترياً أو بائعاً، وقد تقوم بذلك مباشرة أو عبر المصارف والمؤسسات المالية.

ثالثاً- المصارف المركزية

تعمل المصارف المركزية التي تعتبر جزءاً مهماً من السوق، كمشترياً أو بائعاً في إطار إدارة احتياطياتها الدولية وتغذية حساباتها المختلفة من العملات. وتدخل السوق أحياناً مجبرة للمحافظة على سعر صرف عملتها الوطنية، حتى في ظل نظام التعويم فهي تدخل السوق عند حدوث طلب متزايد على العملة الوطنية مما يرفع سعرها عن الحد المرسوم، أو عند زيادة الطلب على العملة الأجنبية مما يخفض سعر العملة المحلية.

رابعاً- الأفراد

ظهر العديد من الشركات المتخصصة بالتعامل في العملات الأجنبية حصراً. وترخص هذه الشركات رسمياً من خلال مصرف معتمد يودع المتعاملون فيه أموالهم بصورة مستقلة عن أموال الشركة نفسها. ويفوض المتعاملون المصرف بقبض قيمة ما يشترونه من عملات ودفع ما يقابلها من عملات مبيعة، وبالتالي أصبح متاحاً لأي فرد لديه حاسوب متصل بالشبكة التعامل بالعملات الأجنبية وبمبالغ قد لا تزيد عن ١٠٠٠ دولار أمريكي للصفقة.

اتجاه التعامل في أسواق الصرف

يعطى في سوق الصرف سعران للعملة. يسمى الأول سعر الشراء Bid ويسمى الثاني سعر البيع Offer. وتتم التسمية في سوق الصرف عادة بإعطاء السعرين، ومن الضروري هنا معرفة طريقة التسمية المعروضة، فسعر الشراء في الطريقة الأوربية مثلاً هو سعر شراء الدولار وسعر البيع هو سعر بيع الدولار على الشكل التالي:

Bid Rate	Offer Rate
\$1.3410	1.3420 S.F.

وتعني التسمية السابقة أن الجهة معلنة السعر تشتري الدولار الأمريكي على أساس ١,٣٤١٠ فرنك سويسري لكل دولار، وأنها تبيع الدولار على أساس ١,٣٤٢٠ فرنك سويسري لكل دولار. ويتمثل ربح الجهة معلنة الأسعار في الفرق بين السعرين spread وهو ٠,٠١٠ فرنك لكل دولار يشتري ويباع بافتراض أن البيع والشراء قد تم بنفس الأسعار المعلنة.

وفي حال كانت الطريقة المتبعة هي الأمريكية كما في التسمية التالية:

Bid Rate	Offer Rate
S.F. 0.7463	0.7468 USD

يعني ذلك أن الجهة معلنة الأسعار تشتري الفرنك السويسري على أساس ٠,٧٤٦٣ دولار لكل فرنك. وأنها تبيع الفرنك السويسري على أساس ٠,٧٤٦٨ دولار لكل فرنك. ويتمثل الربح في الفرق بين السعرين.

ويمكن القول مما سبق أن الأسعار دائماً تكون في صالح الجهة المعلنة. ويمكن نظرياً القول: أن التعامل على جانبي السعر في وقت واحد يعني أن ربح مسمي السعر سيتمثل بالهامش، ولكن ذلك أمراً صعباً بسبب التذبذب المستمر في السوق وغالباً ما يتغير السعر بعد أن يتم التعامل على أحد الجانبين.

وتعطي تسمية مصرف ما للأسعار في حال قورنت مع الأسعار المعلنة في السوق، مؤشراً على اتجاه التعامل المرغوب من قبل هذا المصرف، كما تعكس رأيه بالعملة المسماة وتوقعاته نحوها.

تطبيق عملي. إذا كانت الأسعار المعلنة في السوق لليورو مقابل الدولار كالتالي:	
1.2210	1.2220
وقام مصرف ما بتسمية سعري الشراء والبيع لليورو كالتالي:	
1.2205	1.2215
فالتسمية تعكس رغبة المصرف في البيع أو توقعه المستقبلي للأسعار.	

أوضاع المتعاملين في سوق الصرف

يعتبر التعامل في سوق العملات الأجنبية من أكثر التعاملات خطورة، وذلك بسبب اختلاف أسعار العملات من وقت لآخر. وللمتعاملين في السوق أحد الأوضاع التالية:

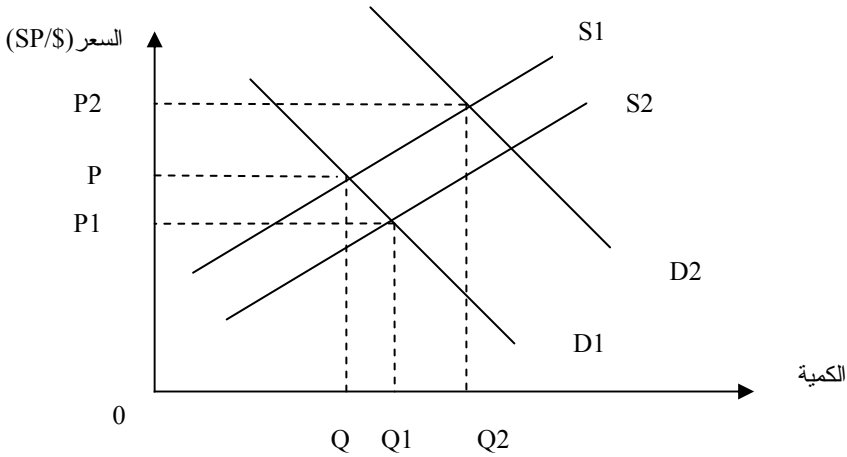
- الوضع المتوازن Squared Position: تكون مشتريات ومبيعات المتعامل من أية عملة في نهاية كل يوم عمل متساوية؛
- الوضع الطويل Long Position: عندما يكون ما تم شراؤه من عملة معينة أكثر مما تم بيعه من نفس العملة؛
- الوضع القصير Short Position: يكون ما تم بيعه من عملة معينة أكثر مما تم شراؤه من نفس العملة.

آلية عمل سوق الصرف الأجنبي

يبين الشكل (٩-١) سوق صرف أجنبي، حيث المحور العمودي يظهر سعر الصرف بالعملة المحلية، مثلاً الليرة السورية مقابل الدولار SP/\$ والمحور الأفقي يقيس

كمية وحدات العملة الأجنبية وهي الدولار، المعروضة والمطلوبة عند مختلف الأسعار، وتقاطع العرض مع الطلب يحدد في آن واحد سعر التوازن P وكمية التوازن Q للدولارات.

فالزيادة في الطلب على الدولارات من قبل السوريين تسبب انتقال منحنى الطلب إلى D2 وارتفاع سعر الصرف إلى P2. لاحظ أن الارتفاع في سعر الصرف يعني أن السوريين يحتاجون إلى دفع ليرات أكثر لشراء الدولار، وعندما يحدث هذا فإن قيمة الليرة قد انخفضت Depreciated مقابل الدولار. وكذلك فإن الزيادة في عرض الدولارات إلى S2 تسبب انتقالاً في منحنى العرض إلى اليمين وانخفاضاً في سعر الصرف إلى P1. في هذه الحالة تنخفض تكلفة الدولار المعبر عنها بالليرة ويقال أن قيمة الليرة قد زادت Appreciated. فالانخفاض في قيمة العملة المحلية أو الارتفاع في قيمة العملة الأجنبية يمثل ارتفاعاً في سعر العملة الأجنبية مقاساً بالعملة المحلية (أو بدلاً من ذلك انخفاضاً في سعر العملة المحلية مقاساً بالعملة الأجنبية) أي أن العملة المحلية أصبحت نسبياً أقل قيمة، والارتفاع في قيمة العملة المحلية أو الانخفاض في قيمة العملة الأجنبية يمثل انخفاضاً في سعر العملة الأجنبية مقاساً بالعملة المحلية. وخلاصة القول: أن التغيرات في سعر الصرف تحدث نتيجة التغيرات في العرض والطلب على العملة الأجنبية في أية لحظة من الزمن.

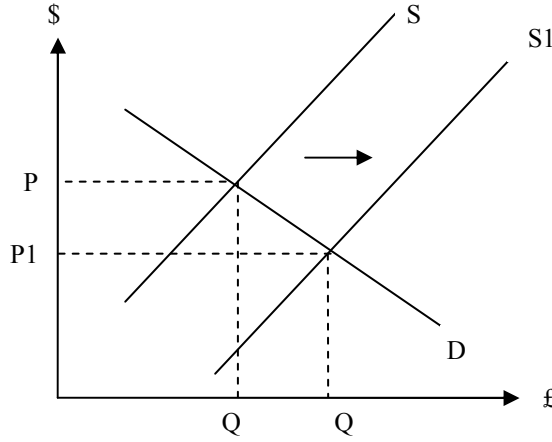


الشكل رقم (٩-١) سوق الصرف الأجنبي

محددات سعر الصرف الأجنبي

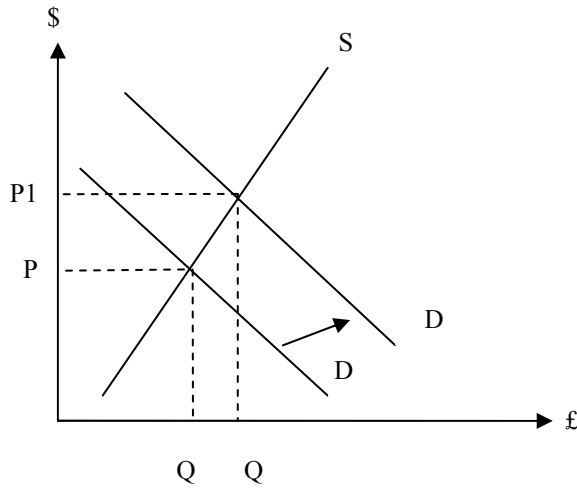
▪ التغيير في الأذواق.

افرض أن الإنكليز قد زادت رغبتهم بشراء أجهزة الكمبيوتر الأمريكية، فإن طلبهم سيزداد وعرض الإسترليني سيزداد من S إلى S1 ونتيجة لذلك ستتخفص قيمة الإسترليني وسترتفع قيمة الدولار كما هو مبين في الشكل رقم (٢-٩).



الشكل رقم (٢-٩) زيادة عرض الإسترليني

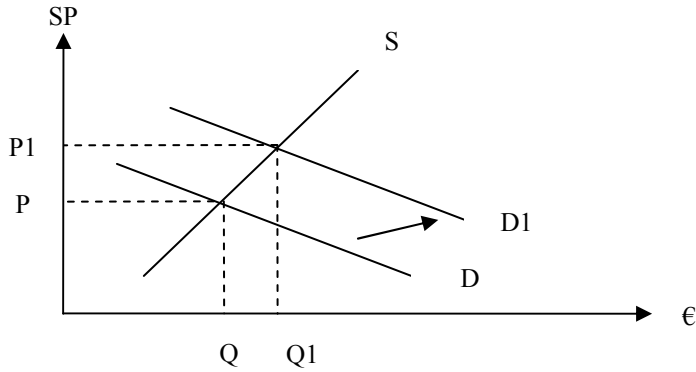
أما إذا أصبحت الأفمشة الإنكليزية مرغوبة في الولايات المتحدة الأمريكية فإن طلب الأمريكيين عليها سيزداد وسينتقل منحنى الطلب على الإسترليني إلى اليمين من D إلى D1 ونتيجة لذلك سترتفع قيمة الإسترليني وستتخفص قيمة الدولار كما في الشكل رقم (٣-٩).



الشكل رقم (٣-٩) زيادة الطلب على الإسترليني

▪ التغيير في الدخل.

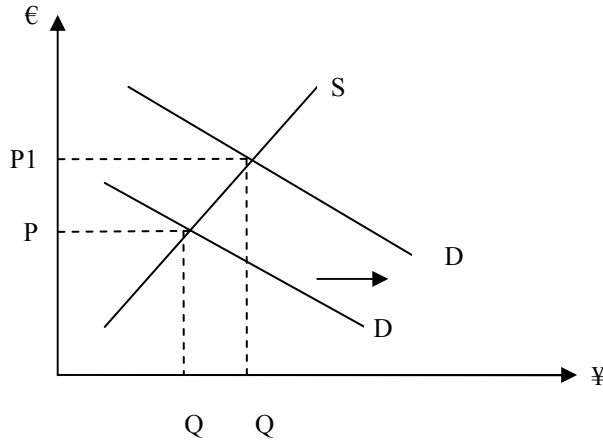
إذا كان معدل الزيادة في دخل دولة ما أسرع منه في دولة أخرى فإن قيمة عملة الدولة الأولى ستتخفض لأن وارداتها متناسبة طردياً مع مستوى الدخل. فإذا ارتفع الدخل في سورية فإن السوريين سيزيدوا من طلبهم على السلع الألمانية مثلاً، وإذا لم يتغير دخل الألمان فإن طلب السوريين على اليورو سيزداد كما في الشكل رقم (٤-٩).



الشكل رقم (٤-٩) زيادة الطلب على اليورو

■ التغيرات النسبية في الأسعار.

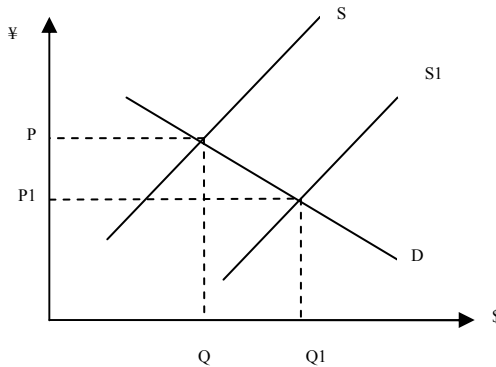
إذا افترضنا أن مستوى الأسعار المحلية في ألمانيا قد ارتفع بسرعة وبقي ثابتاً في اليابان، فإن الألمان سيزيدون من شرائهم للسلع اليابانية والطلب على الين سيزداد.



شكل رقم (٥-٩) زيادة الطلب على الين

■ التغيرات في أسعار الفائدة.

إذا رفع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سعر الفائدة بحيث أصبح أعلى من أسعار الفائدة في الدول الأخرى، فإن مواطني هذه الدول سيجدون أن الاستثمار المالي في أمريكا مغر ولهذا فإن طلبهم على الأدوات المالية الأمريكية سيزداد وبالتالي سيزداد طلبهم على الدولار. الشكل رقم (٦-٩) يبين زيادة عرض الين (زيادة استثمار اليابانيين) مقابل الدولار للاستثمار في الأدوات المالية الأمريكية.



شكل رقم (٦-٩) زيادة عرض الين

المبحث الثالث

عمليات المراجعة (الأربتراج) في سوق العملات

Currency Arbitrage

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- المراجعة.
- الأربتراج البسيطة (الثنائية).
- المراجعة المركبة (الثلاثية).

يمكن تعريف المراجعة، بأنها الاستفادة من تباين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف أو أسعار الفائدة في الأسواق المالية المختلفة في وقت واحد وذلك بهدف تحقيق الأرباح. وبالتالي فالمراجعة، تعني قيام الفرد بشراء عملة من سوق ما بسعر منخفض وبيعها في سوق أخرى بسعر أعلى بغرض تحقيق الربح.

ويتحقق بنتيجة المراجعة سعر صرف أو سعر فائدة واحد في الأسواق المختلفة. حيث يتجه السعر في أثناء عملية المراجعة، في السوق ذات السعر المنخفض إلى الارتفاع وفي السوق ذات السعر المرتفع إلى الانخفاض، وتستمر هذه العملية إلى أن تتساوى الأسعار في السوقين. وبما أن الشراء والبيع يتم بنفس الوقت، فإنه لا توجد مخاطرة ولهذا السبب يوجد عدد كبير من المراجحين في السوق. إذا يمكننا نتيجة المراجعة في أي لحظة من الزمن الوصول إلى تحقيق المساواة في أسعار الصرف لعملة ما في المواقع الجغرافية المختلفة.

تظهر عمليات المراجعة نتيجة أسباب عديدة:

- قد يختلف العرض والطلب على العملات الأجنبية من سوق إلى آخر مما يظهر إمكانية الاستفادة من الفرق عن طريق الأربتراج؛

- كما أن بعض الأسواق النشطة قد تعطي أسعارها بهامش ضيق تاركة هامش الأسواق الأخرى أكبر مما يترك إمكانية للمراجعة؛
 - ويمكن للمراجعة أن تظهر بسبب أن المصارف في السوق المحلي تتعامل أحياناً عبر الوسطاء، في حين أن التعامل مع المصارف الخارجية يكون مباشراً مما يعني إمكانية اختلاف الأسعار؛
 - وبسبب التذبذب الشديد أحياناً في أسعار العملات فإن أي تغير مفاجئ وسريع في الأسعار قد يترك بعض التأخير في تعديل الأسعار وبالتالي الاختلاف فيما بينها؛
 - كما أن هناك إمكانية للتأخر في عمليات الاتصال بين العملاء مما يترك فجوة في الأسعار وبالتالي إمكانية للمراجعة.
- وتنقسم عمليات المراجعة عادةً إلى نوعين هما المراجعة البسيطة والمراجعة المركبة.

الأربتراج البسيطة (الثنائية)

المراجعة في عملتين Two-Point Arbitrage

تشمل المراجعة هنا عملتين فقط. فلو فرضنا أن الجنيه الإسترليني يساوي \$2 في نيويورك و \$2,10 في لندن، فالمراجح، وهو غالباً ما يكون سمسار يعمل لدى مصرف تجاري، يستطيع أن يحصل على ربح إذا اشترى جنيهات من نيويورك مقابل \$2/£1 وبيعها بنفس الوقت في لندن عند سعر \$2,10/£1. وتتساوى الأسعار نتيجة لعملية المراجعة بين نيويورك ولندن من خلال رفع سعر الجنيه في نيويورك وخفضه في لندن. فإذا ظهرت اختلافات ولو بسيطة بين أسعار الصرف في المراكز المالية المختلفة فإنها تسبب مراجعة كبيرة وبالتالي يلتغي الاختلاف في الأسعار بدقائق.

بفرض أن أسعار الجنيه الإسترليني مقابل الدولار المعروضة في كل من سوق لندن ونيويورك كانت كالتالي:

	Bid	Offer
(NY)	\$1.5330	\$1.5340
(L)	\$1.5350	\$1.5360

نجد أن هناك إمكانية للمراجحة عن طريق بيع الدولار وشراء الجنيه في سوق نيويورك، وبيع الجنيه وشراء الدولار في سوق لندن في نفس الوقت. وبفرض مصاريف التعامل هي ٠,٠٠٠٢ عن كل إسترليني، نجد أنه يمكن تحقيق ربح صاف قدره ٠,٠٠٠٨ دولار عن كل إسترليني تم شراؤه.

لنفرض أن أسعار الدولار والجنيه الإسترليني المعروضة لنا في كل من سوقي لندن ونيويورك كانت على الشكل التالي:

	Bid	Offer
NY	1.6330	1.6340
London	1.6350	1.6360

يمكننا كما هو مبين تحقيق مراجعة عبر شراء الدولار (بيع الإسترليني) في سوق لندن، وبيع الدولار (شراء الإسترليني) في سوق نيويورك معاً. ففي لندن يمكن شراء ١,٦٣٥٠ دولار مقابل الجنيه الإسترليني وفي نفس الوقت بيع الدولار مقابل الإسترليني في سوق نيويورك عند سعر \$١,٦٣٤٠ لكل جنيه، فيكون الناتج تحقيق عائد مقداره ٠,٠٠١٠ دولار عن كل جنيه تم شراؤه وبيعه دون الاحتفاظ بأي وضع أو مركز Position في العملات نتيجة العملية. وبافتراض أن تكاليف المعاملات كانت ٠,٠٠٠٢ دولار عن كل إسترليني فيكون صافي الربح ٠,٠٠٠٨ عن كل إسترليني تم شراؤه وبيعه.

لن يستمر مثل هذا الوضع الذي سمح بالمراجحة طويلاً، لأن السوق سرعان ما يعود إلى حالة التوازن التي لا تسمح بأية استفادة من فروقات الأسعار بين الأسواق. فينخفض الإسترليني في لندن أو يرتفع في نيويورك إلى أن يتساوى السعران.

عمليات المراجحة المركبة (الثلاثية)

المراجحة في ثلاث عملات Three Point(triangular) Arbitrage

يمكن أن تشمل المراجحة أكثر من عملتين. فلو فرضنا أن سعر الجنيه الإسترليني مقابل الدولار هو (\$٢/£) وسعر الين الياباني مقابل الدولار (\$٠,٠١١/¥) في نيويورك، وسعر الين الياباني مقابل الجنيه الإسترليني (£٠,٠٠٥/¥) في اليابان. نستطيع في هذه الحالة أن نتبين أنه يوجد سعران مختلفان للين الياباني مقابل الدولار

في السوق، الأول هو سعر الين الياباني في نيويورك حيث يمكن شراء ين ياباني بسعر (\$0.011 ¥) حيث (\$=90.90 ¥). ويشار إلى هذا بسعر الصرف المباشر. والسعر الثاني يسمى بالسعر التقاطعي، ويمكن التوصل إليه عن طريق الحصول على الين الياباني بشكل غير مباشر من خلال:

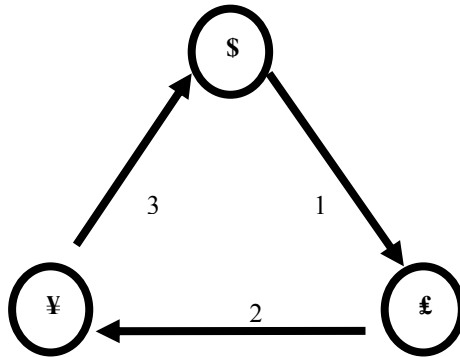
أولاً، تحويل الدولارات إلى جنيهات إسترلينية؛

ثانياً، استخدام الجنيهات لشراء الين اليابانية.

وبما أن كل ين ياباني يكلف (0,005 جنيه أي £=200 ¥)، وأن كل جنيه يساوي \$2,00 ¥، فالسعر التقاطعي بين الدولار والين يصبح (\$0.011 ¥/\$). يمكننا ملاحظة أن الين الذي نحصل عليه مباشرة في نيويورك أعلى من سعره التقاطعي:

$$\$0.011 / ¥ > \$0.01 / ¥$$

إذا يمكن للمراجح تحويل كل جنيه تم شراؤه في أميركا عند سعر \$2 للجنيه إلى ¥200 في اليابان، وإذا أراد أن يبيع هذه الينات في أميركا عند سعر (\$=90.90 ¥) فإنه سيحصل على ربح صاف قدره (\$0.2). وإذا ما استخدم السماسرة المعلومات في سوق الصرف بكفاءة فإن الربح من هذه المراجعة سيختفي بسرعة لأن قوى المراجعة ستعمل على المساواة في الأسعار المباشرة وغير المباشرة في السوق. ولتحديد السياق الواجب على المراجح إتباعه يمكن الاستعانة بالرسم التوضيحي رقم (٩-١) كما هو مبين أدناه.



الرسم التوضيحي رقم (٩-١)

يبدأ المراجيح بأي عملة ويتجه باتجاه عقارب الساعة. فإذا بدأنا بتحويل الدولار إلى إسترليني ثم بتحويل الإسترليني إلى الين وأخيراً تحويل الين إلى الدولار، تكون عملية المراجعة الثلاثية قد تمت، وإذا كان هذا السياق غير مربح فإن المراجيح يستطيع التحرك بعكس عقارب الساعة للحصول على ربح.

بفرض أن أسعار العملات الأجنبية المعروضة لنا في الأسواق كانت كالتالي:

	Bid	Offer
NY	\$/1.3540 S.F.	1.3550 S.F.
London	£/ 2.1950 S.F.	2.1960 S.F.
Tokyo	£ /1.6270\$	1.6280 \$

فإذا رغبتنا بشراء فرنك سويسري مقابل الإسترليني الذي لدينا، فإنه يمكننا تحقيق ذلك إما عن طريق بيع الإسترليني وشراء الفرنك مباشرة من سوق لندن على أساس ٢,١٩٥٠ فرنك لكل جنيه يتم بيعه. وإما عن طريق بيع الإسترليني الذي لدينا وشراء ١,٦٢٧٠ دولار من سوق طوكيو، ثم بيع الدولار مقابل الفرنك في سوق نيويورك، أي بيع ١,٦٢٧٠ دولار وشراء ١,٣٥٤٠ فرنك مقابل كل دولار. وبذلك يكون الناتج ٢,٢٠٣٠ فرنك (١,٦٢٧٠ × ١,٣٥٤٠) بدلاً من ٢,١٩٥٠ فرنك في سوق لندن. وتحقق العملية عائداً قدره ٠,٠٠٨٠ (٢,٢٠٣٠ - ٢,١٩٥٠) فرنك.

المبحث الرابع

الأسعار التقاطعية (أسعار الصرف غير المباشرة)

Cross Rates

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

● أسعار الصرف المباشرة وغير المباشرة.

بما أن عدد العملات في العالم حوالي ١٥٠ عملة، فإن عدد أسعار الصرف حوالي $149 \times 150 = 22350$ سعر صرف مختلف، ذلك لأن ١٥٠ عملة لها سعر صرف مع ١٤٩ من العملات المتبقية. ولحسن حظ المتعاملين في سوق الصرف الأجنبي فإن معظم الـ ٢٢٣٥٠ سعر صرف ليس لها لزوم، والسبب في ذلك هو أنه إذا عرفنا، مثلاً سعر الدولار بالجنيه الإسترليني، فإن هذا يمكننا من معرفة سعر الجنيه بالدولار، وهذا يخفف عدد أسعار الصرف إلى النصف. ولكن يوجد سبب آخر وهو أنه يمكننا أن نحسب سعر الصرف بين الين والدولار وسعر الصرف بين الجنيه والدولار وبالتالي سعر الصرف بين الين والجنيه. وفي غياب تكاليف التبادل، أي في غياب وجود الفارق في أسعار البيع والشراء Bid-ask Spread فإن الـ ٢٢٣٥٠ سعر صرف يمكن حسابها من خلال أسعار الصرف بين ١٤٩ عملة والدولار.¹

يمكننا أن نبين الوضع أعلاه بدءاً بموقف بسيط نتعامل فيه مع الفرنك السويسري والجنيه الإسترليني والدولار. لنبدأ بتعريف سعر الصرف الفوري بين الدولار والجنيه كما يلي: $S(\$/\pounds)$ هو عدد الدولارات لكل جنيه.

ولنفرض أن شخصاً يريد التحول من الفرنك إلى الجنيه، فكما هو مبين في المثلث أدناه يظهر السهم المتجه من اليسار إلى اليمين في قاعدة المثلث التحرك بين الفرنك والجنيه. فإذا أراد مصرف أن يشجع بيع الجنيهات مقابل الفرنكات، فإن السعر

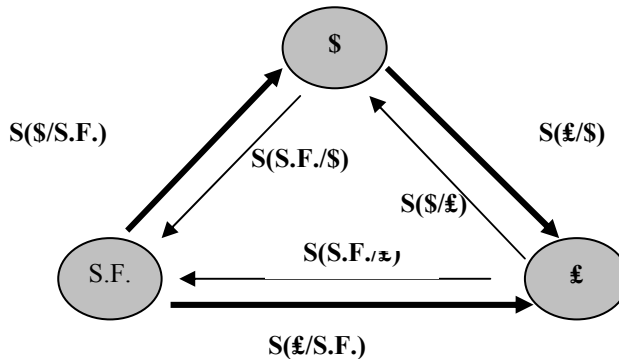
1 Levi, Maurice D., 1996- International Finance: the markets and financial management of multinational business. P47-48.

المباشر بينهما لن يكون أسوأ من السعر غير المباشر حيث نذهب أولاً من الفرنك إلى الدولار ومن ثم من الدولار إلى الجنيه (لا يوجد تكاليف معاملات Transaction Costs لسعر الصرف). وبالإشارة إلى الشكل نجد أن الطريق غير المباشر هو الذهاب من الفرنك إلى الجنيه عن طريق الدولار، أي إتباع السهم من الفرنك إلى الدولار فالجنيه. وكما نوهنا أعلاه فإن سعر الصرف الفوري بين الدولار والجنيه $S(\$/\pounds)$ ، هو عدد الدولارات الأمريكية مقابل الجنيه إسترليني في سوق الصرف الفوري Spot. وبشكل عام فإن $S(i/j)$ هو عدد وحدات العملة (i) مقابل وحدة من العملة (j) في سوق الصرف الفوري.

إذا اشترى شخص ما جنيهات مباشرة بالفرنكات فإن عدد الجنيهات لكل فرنك يساوي $S(\pounds/S.F.)$ كما هو مبين على قاعدة المثلث في الرسم التوضيحي رقم (٩-٢) تحت السهم الغامق، وإذا أخذنا بدلاً من ذلك، الطريق غير المباشر من الفرنك إلى الجنيه عن طريق الدولار فإن المرحلة الأولى من الصرف تبدأ من الفرنك إلى الدولار، حيث كل فرنك يشتري $S(\$/S.F.)$ من الدولارات. وفي المرحلة الثانية نذهب من الدولار إلى الجنيه حيث $S(\pounds/\$)$ من الدولارات يشتري $S(\pounds/\$)$ من الجنيهات. إذا من المرحلتين نكون قد استكملنا $S(\pounds/\$) \cdot S(\$/S.F.)$ من الجنيهات لكل فرنك.

ولكي يكون سعر صرف البنك جذاباً لصرف الفرنك بالجنيه، يجب أن يحقق

$$S(\pounds/\$) \geq S(\$/S.F.) \cdot S(\pounds/\$)$$



الرسم التوضيحي رقم (٩-٢) الصرف المباشر مقابل غير المباشر

تطبيق عملي: بفرض أن أسعار الصرف المعلنة للجنيه والفرنك السويسري مقابل الدولار، كانت كما يلي:

$$£/\$1.6333, \text{ S.F. }/\$0.6087$$

ما هو سعر التبادل بين £/ S.F. ؟

$$\text{S.F.} = \frac{\$0.6087}{\$1.6333} = £0.3726 \quad (1) \text{ الطريق المباشر:}$$

(2) الطريق غير المباشر:

$$\$ = 1/1.6333 = 0.612$$

$$£/\text{S.F.} = (0.6087) \times (0.612) = £0.372 \text{ S.F.}$$

إذا يعرف السعر التقاطعي بأنه سعر عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة كل من هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة. فلو فرضنا أن الأسعار المعروضة لكل من اليورو والجنيه الإسترليني كانت كالتالي:

$$£ 1.6250 - 1.6260 \$$$

$$€ 1.1410 - 1.1420 \$$$

فإن السعر التقاطعي للجنيه/ اليورو على أساس يورو لكل جنيه إسترليني واحد من خلال الدولار (£/€) هو التالي: $1,6250 \div 1,1420 = 1,4229$

والسعر التقاطعي للجنيه/ اليورو على أساس جنيه لكل يورو واحد من خلال الدولار (€/£) هو التالي: $1,6250 \div 1,1420 = 1,4228$

من الواضح أن كلاً من السعرين هو السعر التبادلي للآخر. هذا مع افتراض أننا الجهة طالبة السعر، ونرغب ببيع الجنيه مقابل الدولار وشراء يورو مقابل الدولار بحيث إن الأسعار المعروضة وفقاً للتسعيرة أعلاه هي 1,6250 دولار (البيع للجنيه من قبلنا وشراؤه من قبل الجهة معلنة السعر) و 1,1420 دولار (الشراء لليورو من قبلنا وبيعه من قبل الجهة معلنة السعر).

ملخص الفصل التاسع

يعرف سعر الصرف على أنه سعر وحدة من العملة الأجنبية بدلالة وحدات عملة محلية. ويتغير سعر الصرف الاسمي باستمرار، وهذه التغيرات تسمى تدهوراً أو تحسناً.

تستعمل عدة مقاييس إحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي، كالحساب الشائع المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك، أو السعر النسبي للسلع القابلة للتجار بها والسلع غير القابلة للتجار بها، أو معدل الأجور النسبية. ويفسر سعر الصرف الحقيقي المحسوب كمؤشر أسعار عند التغير لكي يعطي مؤشر اتجاه سعر الصرف، وهو يساوي في سنة الأساس الواحد.

ويمكن أن نستخدم مخفض الناتج المحلي الإجمالي إلا أنه لا يصلح لقياس القوة الشرائية لدول ذات معدلات تضخم عالية. ولكن كيف يتم الانتقال من سعر الصرف الاسمي إلى سعر الصرف الحقيقي؟ إذا أردنا قياس متوسط أسعار السلع لكل الشركاء التجاريين، نستعمل المتوسط المرجح لحصة التجارة مع كل منهم. ويمكن بناء هذا المؤشر انطلاقاً من متوسط حصص الصادرات أو الواردات، أو متوسط الاثنين معاً، وهو يعطي قياساً لسعر الصرف الحقيقي أو سعر الصرف الحقيقي المرجح تجارياً، أو سعر الصرف الفعلي.

سعر الصرف التوازني هو سعر صرف متوافق مع التوازن الكلي في الاقتصاد، أي أن سعر الصرف التوازني يمثل توازناً مستديماً لميزان المدفوعات عندما ينمو الاقتصاد بمعدل طبيعي. ويعتمد تحديد سعر الصرف التوازني على معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي. تم استخدام عدة طرق لتحديد سعر الصرف التوازني. أبسطها مبني على مبدأ تعادل القوة الشرائية. وهناك طريقة ثانية أكثر ملائمة من الناحية النظرية لتعريف سعر الصرف الحقيقي، هي استعمال نسبة الأسعار القابلة للتجار إلى غير القابلة للتجار والتي تعطي مقياساً لكيفية تخصيص الموارد ما بين القطاعين.

من أهم محددات أسعار الصرف، الفارق بين الأسعار المحلية والدولية أو التضخم المحلي والخارجية. ووفقاً لمبدأ تعادل القوة الشرائية فإن هذا هو السبب الرئيسي لتذبذب سعر الصرف. ويعتبر مفهوم سعر الصرف التوازني وفقاً لمبدأ تعادل القوة الشرائية محدوداً لأنه لا يأخذ بالاعتبار الصدمات الحقيقية والاسمية التي تؤدي إلى تعديل سعر الصرف.

تقوم سوق الصرف الأجنبي بتحويل القوة الشرائية من عملة إلى أخرى، وبالوظيفة الائتمانية، وتوفير التسهيلات لتجنب المخاطر الناجمة عن التغيرات في أسعار الصرف. ويتم التعامل في السوق عادة بتسمية طرفي السعر، أي سعري الشراء والبيع للعملة، ويترك للطرف المقابل اختيار اتجاه التعامل الذي يرغبه. وتتمثل الأطراف الرئيسية في سوق العملات الأجنبية بالمصارف والمؤسسات المالية، والمؤسسات غير المالية، والمصارف المركزية والأفراد. يعتبر التعامل في سوق العملات الأجنبية من أكثر التعاملات خطورة، وذلك بسبب اختلاف أسعار العملات من وقت لآخر. وللمتعاملين في السوق أحد الأوضاع التالية: الوضع المتوازن؛ الوضع الطويل؛ الوضع القصير. وتحدث التغيرات في سعر الصرف نتيجة التغيرات في العرض والطلب على العملة الأجنبية في أية لحظة من الزمن. وتتمثل محددات سعر الصرف الأجنبي في التغيير في الأذواق، أو التغيير في الدخل، أو التغيرات النسبية في الأسعار، والتغيرات في أسعار الفائدة.

يمكن تعريف المراجعة، بأنها الاستفادة من تباين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف أو أسعار الفائدة في الأسواق المالية المختلفة في وقت واحد وذلك بهدف تحقيق الأرباح. وبالتالي فالمراجعة، تعني قيام الفرد بشراء عملة من سوق ما بسعر منخفض وبيعها في سوق أخرى بسعر أعلى بغرض تحقيق الربح. وتظهر عمليات المراجعة نتيجة عوامل كثيرة. وتنقسم عمليات المراجعة عادة إلى نوعين هما المراجعة البسيطة والمراجعة المركبة. تشمل المراجعة البسيطة عملتين فقط. أما المراجعة المركبة فيمكن أن تشمل أكثر من عملتين.

إذا ما استخدمت السماسرة المعلومات في سوق الصرف بكفاءة فإن الربح من المراجعة سيختفي بسرعة لأن قوى المراجعة ستعمل على المساواة بين الأسعار المباشرة وغير المباشرة (التقاطعية) في السوق. يعرف السعر التقاطعي بأنه سعر عملة مقابل عملة أخرى من خلال علاقة كل من هاتين العملتين بعملة ثالثة مشتركة.

مصطلحات الفصل التاسع

المراجعة	سعر الصرف الاسمي
المراجعة البسيطة	سعر الصرف الحقيقي
المراجعة المركبة	سعر الصرف الفعلي
سعر الصرف المباشر	سعر الصرف الفعلي الحقيقي
سعر الصرف غير المباشر أو التقاطعي	تبادل القوة الشرائية
	سعر الصرف التوازني

أسئلة الفصل التاسع

١. حدد الأغراض الرئيسية من الطلب على العملة الأجنبية.
٢. استعرض المقاييس المختلفة للسعر الفوري.
٣. كيف نحسب سعر الصرف الحقيقي المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك؟
٤. أوضح المقصود بسعر الصرف التوازني.
٥. ما هي الأسباب وراء قيام عمليات المراجعة؟
٦. أوضح المراجعة الثلاثية.
٧. ما المقصود بسعر الصرف غير المباشر؟
٨. إذا كانت أسعار الصرف المعلنة للجنيه والين مقابل الدولار كما يلي:
 $\text{£}/\$1.6333, \text{¥}/\0.001
ما هو السعر التبادلي بين $\text{£}/\text{¥}$ ؟
٩. لو فرضنا أن الأسعار المعروضة لكل من اليورو والين كانت كالتالي:
 $\text{¥ } 0.0010 - 0.0011 \$$
 $\text{€ } 1.1410 - 1.1420 \$$
حدد السعر التقاطعي للين/اليورو على أساس ين لكل يورو.

الفصل العاشر

الأسواق الفورية والآجلة

Spot and Forward Markets

المبحث الأول

السوق الفوري (العاجل)

The Spot Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الصرف العاجل أو الفوري.
- الحق الفوري والحق الآجل.
- خطوات شراء وبيع العملات الأجنبية.

يسمى الصرف الأجنبي المشتري والمباع مقابل التسليم في الحال (خلال يوم أو يومين من أيام عمل المصارف بعد اليوم الذي اتفق فيه على العملية)، بالصرف العاجل أو الفوري Spot Exchange. وينحصر نشاط هذه السوق ببيع وشراء العملات المختلفة. وتحتاج عملية التبادل من ناحية عملية إلى يوم أو يومين لكي تتم. وتتمثل الأطراف الرئيسية المشاركة في هذه السوق بالتالية:

- المصارف التجارية الكبيرة؛
 - الشركات متعددة الجنسيات
 - المؤسسات المالية غير المصرفية كشركات التأمين
 - المؤسسات الحكومية المختلفة بما فيها المصارف المركزية.
- وتلعب المصارف التجارية دوراً رئيسياً، لأن عمليات البيع والشراء تشمل تسوية الحسابات المدينة والدائنة في المصارف محلياً ودولياً ويتم كل ذلك دون حدوث نقل فعلي للعملات عبر الحدود الدولية، وبناء على ذلك تتم معظم المبادلات في سوق الجملة بين المصارف Interbank Market Transactions ويقوم بتنفيذ المبادلات في

هذه السوق سمامسة الصرف الأجنبي ويستلمون عمولة مقابل تسهيل التبادل بين البائعين والشارين. ومن الجدير بالذكر أن عمليات شراء وبيع العملات تحدث في أي وقت من اليوم في العالم، ولهذا فإن أسعار الصرف عرضة للتغير في أي لحظة. ويمكننا الحصول على الأسعار الفورية للعديد من العملات يومياً من الجرائد الرئيسية ومن المصارف ومراكز الصرافة. وتعلن الأسعار في وقت محدد (الرابعة بعد الظهر بتوقيت نيويورك) وهي مبنية على تبادل مبالغ ضخمة (مليون دولار أو أكثر) الشيء الذي يجعل هذه السوق حقيقة سوق جملة للعملات، وكلما صغر حجم المبالغ المتبادلة كلما كانت أسعار الصرف أعلى.

وتظهر الأسعار في الجداول بطريقتين:

الأولى - تعلن أسعار العملات الأجنبية بالدولار وليومين متتالين؛

الثانية - تبين سعر الدولار بالعملات المختلفة.

والأسعار طبقاً للطريقة الثانية هي (1 ÷ سعر العملة الأجنبية بالدولار) أي مقلوب السعر المذكور بالطريقة الأولى. وتجدر الإشارة إلى أن أسعار الصرف الواردة في الجداول هي أسعار بيع Selling Rates. وفي الحقيقة تشتري المصارف العملات المختلفة عند أسعار أقل من سعر البيع، والفرق بين أسعار البيع وأسعار الشراء يسمى بالفارق Spread. وتستطيع المصارف التجارية الكبيرة أن تخلق أسواق للعملات من خلال إعلان أسعار شراء Bid وأسعار بيع Ask.

الحق الفوري والحق الآجل Spot & Forward value

تم عملية استلام وتسليم العملات المتفق عليها عادة بعد فترة محددة من تاريخ الاتفاق وتسمى تاريخ التسليم والاستلام. والحق الفوري يمثل حق يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية. والهدف هو إعطاء الأطراف الفرصة للتأكد من كل العملية وتدقيقها. وقد يكون هناك تعامل على أساس التسليم في نفس اليوم أو يوم العمل التالي. ولكن قد يكون من المستحيل شراء وبيع العملات في نفس اليوم بسبب فارق الزمن بين الأسواق.

ويقصد بالحق الآجل حق أكثر من يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية. وبشكل عام يفهم من الحق الآجل الشهر ومضاعفاته. ويحدد الحق الآجل عادة من تاريخ الحق الآني، أي من حق يومي عمل لاحقين لإتمام العملية وليس يوم العملية نفسه. فالحق الآجل لشهر لعملية تمت في ١٠-٥ هو ١٢-٦.

خطوات شراء وبيع العملات الأجنبية Trading Procedure

عند بيع وشراء العملات الأجنبية يتوجب مراعاة بعض الخطوات التي تتلخص في التالي:

- اختيار الجهة المقابلة من أجل تنفيذ العملية بحيث تكون جهة موثوقة وسمعتها جيدة، ويفضل الاتصال بأكثر من جهة للحصول على أفضل العروض. وتتعامل المصارف فيما بينها أو مع عملائها ضمن سقف متفق عليها؛
- يجري طلب أسعار مختلف الجهات في وقت واحد ودون تأخير في اختيار الأسعار ومقارنتها؛
- يفترض أن لا يظهر طالب السعر اتجاه تعامله، بيعا أم شراءً وإنما يطلب اتجاهي السعر حتى لا يترك للجهة المقابلة إمكانية التأثير على أحد طرفي السعر، كما أن الفرق spread يبين للجهة طالبة السعر مدى دقة الأسعار وملاءمتها؛
- بعد تحديد اتجاه التعامل والجهة والسعر يتوجب إعلام الجهة المقابلة بالموافقة مباشرة بيعا أو شراءً والمبلغ المشمول بالعملية والسعر المتفق عليه وتاريخ التسليم؛
- يجب في حالة الشراء أن يحدد المشتري للجهة المقابلة الحساب الذي يرغب قيد العملة المشتراة فيه ويطلب تحديد الحساب الذي سيستلم العملة المباعة. وفي حالة البيع يجب أن يطلب البائع من الجهة المقابلة تحديد الحساب الذي ترغب قيد العملة المباعة فيه ويحدد الحساب الذي سيستلم العملة المشتراة؛
- يتم إجراء التحويل اللازم مقابل الكمية المباعة أو المشتراة؛
- يجري تعزيز العملية من قبل المصرفين المشتري والبائع وفق نماذج خاصة بمثل هذه العمليات؛
- يجري تنفيذ القيود المحاسبية بتاريخ الحق كما تدقق العملية للتأكد من سيرها وفق ما اتفق عليه.

المبحث الثاني

السوق الآجل Forward Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- تسمية الأسعار الآجلة.
- الأسعار الآجلة وعلاقتها بالأسعار الفورية.
- التعامل الآجل بالعملات الأجنبية.
- علاوة وخصم السعر الآجل.
- المضاربة في السوق الآجل.
- التغطية في السوق الفوري.

يتكون السوق الآجل من المجموعات التي تطلب أو تعرض عملة معينة في وقت من الزمن في المستقبل لغرض تجنب الخسارة الناجمة عن التغيرات في سعر الصرف، أي بهدف التغطية أو التحوط Hedge، أو لغرض الحصول على ربح من خلال المضاربة Speculation. وتلعب التوقعات دوراً مهماً في هذه السوق خاصة مع الأطراف التي تضارب دون حماية. و تتكون تكاليف الفرصة البديلة للتغطية Opportunity Cost من الفرق بين سعر الصرف المتفق عليه والسعر الفعلي عند موعد التسليم. وكقاعدة عامة، كلما كانت السوق أكثر تذبذباً كلما كانت المخاطرة أكبر وكان الفارق Spread أكبر بين السعر الفعلي والسعر المتفق عليه. وتعلن الأسعار الآجلة يومياً.

تتم عمليات تبادل العملات في السوق الفوري بعد يومين من الاتفاق، ولكن في كثير من الأحيان تتم المبادلة في تاريخ لاحق متفق عليه. لنفرض أن مستورداً أمريكياً للسيارات أجرى اتفاقاً على شراء ١٠ سيارات رولزرويس الإنكليزية بمبلغ (£١٠٠٠٠٠٠) للسيارة الواحدة عند سعر صرف فوري قدره \$1.50/£ أي بتكلفة قدرها (\$١٥٠٠٠٠٠) للسيارة. ونص الاتفاق على أن يتم تسليم السيارات بعد ستة أشهر من تاريخ الاتفاق، وبما أن الاتفاق ينص على الدفع بالجنيه الإسترليني، فإن

هناك احتمال أن يواجه المستورد تغيراً في سعر الصرف بين الجنيه والدولار خلال السنة أشهر. فمثلاً قد ينخفض سعر الصرف إلى $1.40/\text{£}$ مسبباً في ذلك انخفاضاً في تكلفة السيارات من $1.5\text{\$}$ إلى $1.4\text{\$}$ مليون، وقد يرتفع سعر الصرف مثلاً إلى $1.60/\text{£}$. وفي كلتا الحالتين تتغير تكلفة السيارات بمقدار ($100.000\text{\$}$). إذا الفترة الزمنية بين بداية الاتفاقية وإتمام تسليم السيارات والدفع تضي نوعاً من المخاطرة، ولو كانت الاتفاقية تنص على الدفع بالدولار بدلاً من الجنيه الإسترليني لوقع عبء المخاطرة على المصدر الإنكليزي بدلاً من المستورد الأمريكي. ولكن بما أن الاتفاق ينص على أن عبء المخاطرة يقع على المستورد، فإنه إذا لم يتخذ إجراءات لحماية نفسه سيتعرض لما يسمى "الموقف المفتوح" أو غير المحمي *Uncovered or Open Position*. لنفرض أن المستورد لا يرغب بالمخاطرة وأراد أن يحمي نفسه من تقلبات الصرف، ما الذي يستطيع فعله لتخفيض المخاطرة الناجمة عن ارتفاع الجنيه مقابل الدولار خلال السنة أشهر القادمة؟ أحد البدائل المتاحة له أن يشتري الإسترليني اليوم بسعر $1.50/\text{£}$ وأن يستثمر الجنيهات في إنكلترا لمدة ستة أشهر ثم يستخدمها لإتمام اتفاقية الدفع. ويشمل هذا البديل تكاليف التبادل وتكاليف الفرصة البديلة الناجمة عن الاختلاف في العوائد إذا كانت أسعار الفائدة أعلى في أميركا منها في إنكلترا.

البديل الآخر هو دخول المستورد في اتفاقية مع مصرفه تنص على توفير ($1,000,000\text{£}$) بتاريخ الاستحقاق (في نهاية السنة أشهر) مقابل مبلغ محدود من الدولارات يحدده سعر الصرف الآجل. ويختلف السعر الآجل عن السعر الفوري في أن موعد تسليم أو دفع المبلغ يزيد عن يومين في المستقبل، فاتفاقية الدفع الآجل تتم الآن ولكن تبادل العملات الفعلي لا يتم إلا عند الحاجة للعملة الأجنبية، وطبقاً لهذا الاتفاق يضمن المستورد الحصول على السعر الآجل ($1.50/\text{£}$) حتى لو ارتفع السعر الفوري إلى ($1.60/\text{£}$) قبل تسليم السيارات. يلعب المصرف أو السمسار دور الوسيط بين الذين يطلبون الجنيهات لتسليمها خلال ستة أشهر والذين يعرضون جنيهاً خلال هذه المدة، وتتكون مصادر عرض الجنيهات من ودائع الأمريكيين الذين يستلمون جنيهاً، ومن الأفراد والمؤسسات التي تمارس المضاربة خلال هذه المدة.

تسمية الأسعار الآجلة

يمكن الحصول على سعر العملة الآجل في السوق عن طريق الحصول على سعر التبدل الذي يعبر عنه عادة بسعر الخصم أو بسعر العلاوة، حيث يتم خصمه أو إضافته إلى السعر الفوري للعملة، وعليه فإنه يمكن الحصول على السعر الآجل بإضافة سعر العلاوة إلى السعر الفوري أو بطرح سعر الخصم من السعر الفوري. وحيث إن سعر التبدل المشار إليه لا يحمل دائماً إشارة موجبة أو سالبة لتدل على أنه سعر إضافة أو سعر خصم فإنه يتم معرفة ذلك من خلال فهم طريقة التسمية المعطاة. فعند طلب سعر الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل ثلاثة أشهر مثلاً، واستلامنا سعر تبادل يكون الشراء فيه أكبر من البيع (١٦٠-١٥٠) مثلاً، فإن هذا يعني أنه يجب طرح سعر التبدل من السعر الفوري للحصول على السعر الآجل. لأنه لو أضيف للسعر الفوري فإنه قد يجعل سعر الشراء أكبر من سعر البيع وهذا طبعاً غير ممكن. وعلى العكس، فإن حصولنا على سعر تبادل يكون الشراء فيه أصغر من البيع (١٦٠-١٥٠) مثلاً، فإنه يعني سعراً يجب إضافته للسعر الفوري من أجل الحصول على السعر الآجل، لأنه لو خصم من السعر الفوري فإنه يجعل سعر الشراء أكبر من سعر البيع وهذا غير ممكن أيضاً. مما سبق نجد أنه ليتم تقرير ما إذا كان سعر التبدل يشير إلى خصم عن السعر الفوري أو علاوة (إضافة) فوق السعر الفوري فإنه يجب أن ننظر إلى العلاقة بين سعري التبدل. فإذا كان سعر الشراء أكبر من سعر البيع فإن هذا يعني خصماً من السعر الفوري للعملة المسماة. أما إذا كان سعر الشراء أصغر من سعر البيع فإن هذا يعني إضافة إلى السعر الفوري للعملة المسماة.

حالة توضيحية- لدينا نشرة الأسعار التالية:

Forward (3) months

€ 220-210

¥ 2.37-2.47

Spot

€ 1.1350-60/\$

¥ 118.30-40/\$

١- يمكن الحصول على السعر الآجل لليورو مقابل الدولار كالتالي:

Spot € 1.1350 - 1.1360 \$

Swap Rate (-) 220 - 210

Forward Outright 1.1130 - 1.1150

هذا يعني أن السعر الآجل هو بخصم على الدولار وعلاوة على اليورو.

٢- يمكن الحصول على السعر الآجل للين الياباني مقابل الدولار كالتالي:

Spot ¥ 118.30-118.40 \$

Swap Rate (+) 2.37 - 2.47

Forward Outright 120.67-120.87

هذا يعني أن السعر الآجل هو بعلاوة على الدولار وبخصم على الين.

الأسعار الآجلة وعلاقتها بالأسعار الفورية

- لا يعني من الناحية العملية، استعمالنا لمصطلح سوق العملات الآجل، وجود سوق منفصل للتعامل الآجل. بل أن كلا من التعامل الفوري والتعامل الآجل يحدثان في نفس السوق، وإن كنا نجد بعض الوسطاء والمتعاملين في هذا السوق متخصص بالتعامل الآجل والبعض الآخر متخصص بالتعامل الفوري؛
- برغم أهمية التعامل الآجل لتغطية المقبوضات والمدفوعات الآجلة فإن عدداً كبيراً من عمليات التعامل الآجل بين المصارف تأتي كجزء من عمليات المقايضة التي هي مزيج من التعامل الفوري والتعامل الآجل للذين يحدثان في نفس الوقت؛
- كل ما يؤثر على سعر العملة الفوري، سواء كانت عوامل فنية أو عوامل أساسية ينطبق بشكل عام على سعر العملة الآجل. فجميع هذه العوامل تؤثر في سعر العملة الآجل كما تؤثر في سعر العملة الفوري، طالما أن مفهوم التعامل الفوري للعملات الأجنبية لا يعني التسليم الفوري، بل يعني التسليم بعد يومي عمل من إتمام العملية وهو بذلك لا يختلف جوهرياً عن التسليم الآجل الذي يعني التسليم لأي مدة بعد يومي عمل؛

- تتأثر الأسعار الآجلة بتغيرات الأسعار الفورية تماماً كما تتأثر الأسعار الفورية بتغيرات الأسعار الآجلة. وبشكل عام فإن السعريين معا يتحركان بنوع من التجانس بينهما؛

- يسمى الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل بهامش السعر الآجل Forward Margin أو سعر التبدل أو سعر المقايضة Swap Rate وهو يميل دائماً للتساوي مع فرق فائدة العملتين المعنيتين. لأن أي خلل يحصل بين هامش السعر الآجل وفرق الفائدة يصحح تلقائياً من خلال عمليات الأربتراج التي تظهر. من هنا نجد إمكانية أن تكون الأسعار الآجلة خاضعة لتأثيرات مختلفة عن تلك التي تخضع لها الأسعار الفورية. فبينما نجد الأثر الذي قد يتركه سعر الفائدة على السعر الفوري نرى الأثر المعاكس الذي يتركه هذا السعر على هامش السعر الآجل، فزيادة سعر الفائدة التي تدفع السعر الفوري للتحرك في صالح الدولة المعنية تؤدي في نفس الوقت إلى دفع هامش السعر الآجل للتحرك في غير صالحها. وأكثر من ذلك بينما نجد أن أثر سعر الفائدة في السعر الفوري أمر قابل للنقاش والجدل، فإن هذا الأثر في هامش السعر الآجل أمر قاطع بل ويمكن حسابه؛

- توجد عدة أنواع من الفوائد التي يمكن أن تؤثر في الأسعار الآجلة، فحتى لو تم اعتماد فوائد أدوات الاستثمار قصيرة الأجل كأساس، فإننا سنجد أنواعاً مختلفة من هذه الفوائد، الأمر الذي يترك أحياناً إمكانية لبعض عمليات المراجعة الممكنة. لذلك يجب أن يتم الحصول على هامش السعر الآجل من خلال فروقات أسعار الفائدة الفعالة Effective Interest Rate Differentials التي يمكن الحصول عليها لمعظم العملات الرئيسية من سوق العملات الحرة Euro-markets وليس من الأسواق المحلية لهذه العملات، خاصة وأن هناك في الغالب فروقات قد تكون أحياناً كبيرة في أسعار فوائد العملات بين أسواقها المحلية وأسواقها الحرة في خارج بلدانها؛

- عادة، يمكن القول أنه كلما زادت المدة كلما اتسع فارق السعر الآجل عن السعر الفوري واتسع تبعاً لذلك فارق سعر الشراء عن سعر البيع. والسبب في ذلك قيمة فروق الفوائد التي تتزايد مع المدة والتي تعكس التحوط من أية خسائر أو مخاطر

قد تتجم طوال المدة. وتتنظر معظم المصارف لمدد أقل من سنة على أساس الأكثر ربحاً والأقل خسارة في التعامل الآجل، فهي تتنظر لمدد شهر، ثلاثة أشهر، ستة أشهر، تسعة أشهر وسنة على أساس أنها فترات استحقاق عادية Normal Maturity، لذلك تعطي المصارف أسعاراً آجلة أقل منافسة للاستحقاقات غير العادية Odd Maturity لأنه قد يكون من الصعب عليها تغطية عملياتها في السوق في هذه الفترات من جهة، ولأن الترتيبات الخاصة غالباً ما تكلف أكثر من الترتيبات العامة.

التعامل الآجل بالعملة الأجنبية

تتم عمليات التعامل الآجل على أساس سعر يتفق عليه الآن بحيث يتم التسليم في الوقت المحدد له في المستقبل، ولا يبدأ الحق الآجل من يوم إتمام العملية وإنما من حق يومي العمل العائد لها.

وتشكل نظرية فروقات أسعار الفوائد غالباً، الأساس الذي يعتمد عليه في تحديد الأسعار الآجلة. حيث إن علاوة أو خصم السعر الآجل ستكون مساوية لفروقات مردود الفوائد عن تلك الفترة. وسنتعرض لذلك بالتفصيل لاحقاً.

وتقوم نظرية فروقات أسعار الفوائد على أساس أن الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل هو فرق مردود الاستثمار بين العملتين. ولو فرضنا أن شخصاً ما لديه \$1,000,000 وديعة لمدة عام بفائدة 4%، وآخر لديه ما يعادل هذا المبلغ بالين الياباني بفائدة مقدارها 2%، وأن السعر الفوري للين الياباني هو 118 ين لكل دولار، فما هو السعر الآجل الذي يجعل مبلغ الدولارات عند استحقاقها يساوي مبلغ الينيات عند استحقاقها؟

وللإجابة على التساؤل السابق لابد من الإجابة على مجموعة أسئلة كالتالي:

س ١- ما هو مبلغ الدولارات عند الاستحقاق؟

ج ١- المبلغ الأصلي + فائدة الدولار = المبلغ عند الاستحقاق.

أو (المبلغ الأصلي) × (١ + سعر الفائدة على الدولار) = المبلغ عند الاستحقاق.

$$. \$ 104,000 = (0,04+1) \times (100,000)$$

س٢- ماهي قيمة الين المعادلة لمبلغ ١٠٠ ألف دولار بسعر فوري يساوي ١١٨ ين لكل دولار؟

$$\text{ج٢- (قيمة الدولارات) } \times (\text{السعر الفوري}) = \text{القيمة المعادلة.}$$

$$. 11,800,000 = (118) \times (100,000) \text{ ين.}$$

س٣- ما هو مبلغ الين عند الاستحقاق؟

$$\text{ج٣- المبلغ الأصلي} + \text{فائدة الين} = \text{المبلغ عند الاستحقاق.}$$

$$\text{أو (المبلغ الأصلي)} \times (1 + \text{سعر فائدة الين}) = \text{المبلغ عند الاستحقاق.}$$

$$. 12,036,000 = (0,02+1) \times 11,800,000 \text{ ين.}$$

السؤال: ما هو السعر الآجل الذي يجعل مبلغ الدولارات عند الاستحقاق يساوي مبلغ الينات عند الاستحقاق؟

الجواب: $12,036,000 \text{ ين} \div 104,000 \text{ دولار} = 115,73 \text{ ين لكل دولار.}$ وهو السعر الآجل الكامل تسليم سنة Forward Outright الذي يتساوى عنده مبلغ الدولارات عند الاستحقاق ومبلغ الينات عند الاستحقاق. وبعبارة أخرى هو السعر الفوري معدلاً بفروقات أسعار الفوائد.

بناءً على ما سبق يمكننا التعميم بالقول أن السعر الآجل الكامل = مبلغ العملة الأجنبية عند الاستحقاق \div مبلغ الدولارات عند الاستحقاق.

أو السعر الآجل الكامل = مبلغ العملة الأجنبية الأصلي $\times (1 + \text{سعر فائدة العملة الأجنبية}) / \text{مبلغ الدولار الأصلي} \times (1 + \text{سعر فائدة الدولار}).$

السعر الآجل الكامل = مبلغ الدولار الأصلي \times السعر الفوري $\times (1 + \text{سعر فائدة العملة الأجنبية}) / \text{مبلغ الدولار الأصلي} \times (1 + \text{سعر فائدة الدولار}).$

السعر الآجل الكامل = السعر الفوري $\times (1 + \text{سعر فائدة العملة الأجنبية}) / (1 + \text{سعر فائدة الدولار}).$

وبتعديل المعادلة وتضمينها الأيام والنقاط تصبح:

السعر الآجل الكامل = السعر الفوري $\times [1 + \text{سعر فائدة العملة الأجنبية} \times (\text{الأيام} \div 100)] / [1 + \text{سعر فائدة الدولار} \times (\text{الأيام} \div 100)].$

وبتطبيق الصيغة الأخيرة على المثال السابق: $118 \times [1,02 \times (360 \div 100 \times 360)] / (360 \times 100 \div 360) \times 1,04 = 115,73$.

ويمكننا بناءً على ما ورد أعلاه القول، أنه عندما تتساوى فروقات أسعار الفوائد مع كلفة تغطية شراء الأموال تسليماً أجلاً، أي عندما يكون السعر الآجل الكامل هو السعر الفوري معدلاً تماماً بفروقات أسعار الفوائد، فإن السعر الآجل الكامل يكون هو سعر التوازن Break-even Rate. أي السعر الذي يجعل الأمر بدون فرق بالنسبة للمستثمر أن يستثمر في أي من العمليتين.

حالة عملية:

لدينا مبلغ ١٠ مليون دولار متاحة للاستثمار لمدة سنة بسعر فائدة ٤% سنوياً، وكان سعر الفائدة على الفرنك السويسري ٣% سنوياً. وكان السعر الفوري للفرنك السويسري ١,٣٦٠٠ فرنك لكل دولار، والسعر الآجل الكامل للفرنك مقابل الدولار هو ١,٣٤٦٩ فرنك للدولار. فهل نستثمر بالدولار أم بالفرنك؟

السعر الآجل الكامل = السعر الفوري \times (١ + سعر فائدة العملة الأجنبية \times الأيام \div ١٠٠)
 \times (الأيام) \div (١ + سعر فائدة الدولار \times ٣٦٠ \div ٣٦٠ \times ١٠٠) = ١,٣٤٦٩.
 وبما أن السعر الآجل الكامل هو سعر التوازن، أي السعر الفوري معدلاً تماماً بفروقات أسعار الفوائد، فسيكون لدينا الاستثمار في الدولار أو الفرنك كما هو موضح:

الدولار	الفرنك السويسري	
١٠ مليون	١٣,٦٠٠,٠٠٠	المبلغ الأصلي
٤٠٠,٠٠٠	٤٠٨,٠٠٠	الفائدة
١٠,٤٠٠,٠٠٠	١٤,٠٠٨,٠٠٠	المبلغ عند الاستحقاق
السعر الآجل الكامل = $10,400,000 \div 14,008,000 = 1,3469$.		

علاوة وخصم السعر الآجل Forward Premium and Forward Discount

عندما يكون السعر الآجل لعملة أعلى من سعرها الفوري، يقال أنها تباع بعلاوة At a Premium وعندما يكون أقل من السعر الفوري فإنها تباع بخصم At a Discount .^١

1. Francisco L. Rivera-Batiz, and Luis Rivera-Batiz, Op.Cit, PP.32-33.

فعندما يكون السعر الفوري للجنيه الإسترليني \$2/£ والسعر الآجل لثلاثة أشهر يساوي \$2.05/£ فإن الجنيه يباع بعلاوة، أما إذا كان السعر الآجل يساوي \$1.95/£ فإن الجنيه يباع بخصم. وسواء بيع الجنيه بعلاوة أو بخصم فإن هذا يشير إلى انحراف Deviation عن السعر الفوري على أساس سنوي، ويمكن حساب العلاوة أو الخصم بشكل متوي كما يلي:

نفترض أن السعر الفوري للجنيه (\$2/£) (S) وأن السعر الآجل لمدة ثلاثة أشهر هو (F=\$2.05/£) فإن مقدار الانحراف يكون:

$$\frac{F-S}{S} \times \frac{360}{90} \times 100\% = \frac{2.05-2}{2} \times \frac{360}{90} \times 100\% = 10\%$$

أي أن الجنيه يباع بعلاوة. أما إذا كان S=\$2/£ و F=\$1.95/£ فإن الجنيه سيباع بخصم كما يلي:

$$\frac{F-S}{S} \times \frac{360}{90} \times 100\% = \frac{1.95-2}{2} \times \frac{360}{90} \times 100\% = -10\%$$

الملاحظ أنه عندما يباع الجنيه بعلاوة فإن الدولار سيباع بخصم.

قد يتساوى السعر الآجل نظرياً مع السعر الفوري، ولكن من الناحية العملية وبناءً على فروقات أسعار الفوائد فإن السعر الآجل يختلف عن السعر الفوري، فيكون أعلى منه ويعتبر عندئذ بعلاوة أو يكون أقل منه ويعتبر عندئذ بخصم.

حالة عملية: لدينا سعر الفرنك السويسري الفوري والآجل مقابل الدولار.

Spot CHF 1.3600 \$

6 month Forward CHF 1.3470 \$

وكما نلاحظ فالسعر الآجل للدولار بانخفاض عن السعر الفوري، أي بخصم.

حالة عملية: لدينا سعر الجنيه الإسترليني الفوري والآجل مقابل الدولار.

Spot GBP 1.5140/\$

6 month Forward GBP 1.4580/\$

ونجد بأن السعر الآجل للدولار بعلاوة عن السعر الفوري، والفرق هو ٠,٠١٣٠ في الحالة الأولى و٠,٠٥٦ في الثانية، وهو ما يسمى بهامش السعر الآجل Forward Margin أو سعر التبدل أو المقايضة Swap Rate.

المضاربة في السوق الآجل Forward Speculation

لنفرض أن المضارب يتوقع أن قيمة الجنيه الإسترليني سترتفع في المستقبل إلى \$2.40/£ بتاريخ ١٠ نيسان، وأن السعر الآجل اليوم ١٠ كانون الأول، لمدة ثلاثة أشهر يساوي \$2.05/£ فإنه يستطيع شراء £ 100000 عند سعر \$2.05/£ وفي ١٠ نيسان يدفع إلى المصرف \$205000 مقابل £100000. وإذا كانت توقعاته صحيحة وكان السعر آنذاك \$2.40£ فإنه يستطيع أن يبيع £100000 إلى نفس المصرف بمقدار \$240000، وبذلك يحصل على ربح قدره \$35000=(240000-205000) وفي الحقيقة يستطيع المضارب الدخول إلى المصرف بدون نقود وببساطة يحصل على \$35000. بالطبع إذا أصبح السعر الفوري في ١٠ نيسان أقل من \$2.05 فإن المضارب سيخسر. فمثلاً إذا أصبح السعر \$1.90/£ فإن المضارب سيخسر:

$$190000-205000 = -\$15000.$$

كذلك فالمضارب الذي يتوقع انخفاضاً في سعر الجنيه الآجل يستطيع بيع الجنيه مستقبلاً. فعلى سبيل المثال، إذا كان السعر الآجل في ١٠ نيسان يساوي \$2.05/£ وأن المضارب يتوقع أن يكون السعر في ١٠ نيسان \$1.80/£ فإنه يستطيع بيع £100000 مستقبلاً عند سعر \$2.05/£ فإذا كان على صواب فإنه يستطيع شراء £100000 بمقدار \$180000 وبيعها إلى المصرف الذي اتفق معه مقابل \$205000 وبهذا يكون قد حقق ربحاً قدره 205000-180000=25000.

التغطية في السوق الفوري Spot Covering

عند التعامل بعملات محلية لا يوجد لها أسعار تعامل آجل معلنة على غرار أسواق العملات الأجنبية الرئيسية، تقدم المصارف خدمة تثبيت الأسعار الآجلة للعملات الأجنبية مقابل العملة المحلية حيث يتم احتساب أسعار عملة مقابل عملة أخرى تسليم آجل على أساس خصم أو إضافة السعر الفوري بنسبة الفرق بين أسعار الفائدة على العملتين، فإذا أردنا احتساب أسعار شراء وبيع الدولار الأمريكي تسليم آجل مقابل الليرة فلا بد أولاً من حساب أسعار التبدل أو المقايضة Swap Rate لتضاف أو تخصم من السعر الفوري حتى نحصل على السعر الآجل. ويتم حساب ذلك من خلال كلفة

اقتراض أو إقراض العملة الأجنبية والعملية المحلية على أساس الأسعار في السوق النقدي على الشكل التالي:

١. يغطي المتعامل عملية الشراء الآجل للدولار (٣) أشهر كالتالي:

- يقترض دولار أمريكي لمدة (٣) أشهر؛
- يبيع الدولار الأمريكي مقابل الليرة في السوق الآني Spot؛
- يقرض الليرة لمدة ثلاثة أشهر (ربط وديعة).
- يقوم المتعامل في يوم الاستحقاق باستلام الدولار المشتري وتسديد الدولار المقترض كما ويقوم باسترداد قرضه بالليرة وتسليم الليرة المبيعة.

٢. يغطي المتعامل عملية البيع الآجل للدولار (٣) أشهر كالتالي:

- يقترض الليرة لمدة (٣) أشهر؛
- يشتري الدولار الأمريكي مقابل الليرة في السوق الآني Spot.
- يقرض الدولار لمدة ثلاثة أشهر (ربط وديعة)؛
- يقوم المتعامل في يوم الاستحقاق باستلام الليرة المشتراة وتسديد الليرة المقترضة كما ويقوم باسترداد الدولار المقرض وتسليم الدولار المباع.

مما سبق يمكن حساب كلفة تغطية الشراء الآجل للدولار وكلفة تغطية البيع

الأجل للدولار كالتالي:

كلفة الشراء الآجل للدولار = سعر الشراء الفوري × (سعر الفائدة على إيداع الليرة -
سعر الفائدة على اقتراض الدولار) × المدة / ١٠٠ × سنة.

كلفة البيع الآجل للدولار = سعر البيع الفوري × (سعر الفائدة على اقتراض الليرة -
سعر الفائدة على إيداع الدولار) × المدة / ١٠٠ × سنة.

وكلفة تغطية كل من الشراء والبيع الآجل للدولار هي كلفة التبديل أو ما يسمى بأسعار التبديل أو نقاط المقايضة التي تتمثل بمقدار الخصم أو العلاوة على سعر شراء وبيع الدولار الآني.

حالة تطبيقية ١. بفرض أن سعر الدولار الفوري هو ٥٢-٥٣ ليرة وأسعار الفائدة على الدولار (٣) أشهر هي ٢%-٢,٥% وأسعار الفائدة على الليرة لنفس المدة هي ٥%-٥,٥% فإنه يمكن حساب أسعار التبدل، وبالتالي أسعار شراء وبيع الدولار تسليم أجل ثلاثة أشهر كالتالي:

$$\text{سعر التبدل (مقدار العلاوة)} = ٥٢ \times (٢,٥ - ٢) \times ١٠٠ / ٣ = ١٢ \times ٠,٣٢ = ٠,٣٢$$

$$\text{سعر شراء الدولار أجل (٣) أشهر} = ٥٢ + ٠,٣٢ = ٥٢,٣٢$$

$$\text{سعر التبدل (مقدار العلاوة)} = ٥٣ \times (٥ - ٢) \times ١٠٠ / ٣ = ١٢ \times ٠,٣٩ = ٠,٣٩$$

$$\text{سعر بيع الدولار أجل ٣ أشهر} = ٥٣ + ٠,٣٩ = ٥٣,٣٩$$

حالة تطبيقية ٢. بفرض أن سعر الجنيه الإسترليني هو ١,١٣٦٠-١,١٣٧٠ دينار، وأسعار الفائدة على الدينار لثلاثة أشهر ٣%-٣,٥% وأسعار الفائدة على الجنيه لنفس المدة هي ٥%-٥,٥% فإنه يمكن حساب أسعار التبدل وبالتالي أسعار شراء وبيع الجنيه بخصم أجل ثلاثة أشهر كالتالي:

$$\text{سعر التبدل (مقدار الخصم)} = ١,١٣٦٠ \times (٣,٥ - ٣) \times ١٠٠ / ٣ = ١٢ \times ٠,٠٠٧١ = ٠,٠٠٧١$$

$$\text{سعر شراء الجنيه أجل (٣) أشهر} = ١,١٣٦٠ - ٠,٠٠٧١ = ١,١٢٨٩$$

$$\text{سعر التبدل (مقدار الخصم)} = ١,١٣٧٠ \times (٣,٥ - ٥) \times ١٠٠ / ٣ = ١٢ \times ٠,٠٠٣٤ = ٠,٠٠٣٤$$

$$\text{سعر بيع الإسترليني أجل (٣) أشهر} = ١,١٣٧٠ - ٠,٠٠٣٤ = ١,١٣٢٧$$

نجد في الحالة التطبيقية الأولى أن سعر شراء وبيع الدولار تسليم أجل ثلاثة أشهر هو بعلاوة في السوق الأجل مقابل الليرة الذي هو بخصم. ونجد في الحالة الثانية أن سعر شراء وبيع الجنيه تسليم أجل (٣) أشهر هو بخصم في السوق الأجل مقابل الدينار الذي هو بعلاوة، مما يقودنا إلى تعميم القاعدتين التاليتين:

١- العملة التي سعر فائدها أعلى تباع بخصم في السوق الأجل مقابل العملة التي سعر فائدها أقل.

٢- العملة التي سعر فائدها أقل تباع بعلاوة في السوق الأجل مقابل العملة التي سعر فائدها أعلى.

المبحث الثالث

العقود المستقبلية Futures Contracts

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الاختيارات في سوق العملات الأجنبية.
- التبديل أو المقايضة.
- أنواع المقايضة أو التبديل.

يوجد بالإضافة إلى العقود في السوق الآجل، بديلان يشملان بيع وشراء العملات الرئيسية فقط في سوق العملات الأجنبية. وهذان البديلان هما:

(١) العقود المستقبلية.

(٢) اتفاقيات الخيارات.

يشبه **العقد المستقبلي** العقد في السوق الآجل، فهو اتفاقية شراء أو بيع كمية محددة من العملة الأجنبية لتسليمها في نقطة زمنية في المستقبل عند سعر صرف معين كما يحدث على سبيل المثال في بورصة شيكاغو التجارية Chicago Mercantile Exchange. وبالرغم من أن العقد المستقبلي والعقد الآجل متشابهان إلا أن العقد المستقبلي يختلف عن الآجل من نواحي عديدة، من أهمها:

- يقوم سمسار الصرف في العقد المستقبلي، نيابة عن المتعاقد بإبرام اتفاقية تنص على تبادل كمية محددة من العملة الأجنبية عند أفضل سعر ممكن. وتتطلب الاتفاقية إيداع هامش وعادة ما يكون نسبة ثابتة من قيمة العقد مع البورصة المتخصصة؛
- العقد المستقبلي قابل للبيع أو إعادة البيع بينما العقد الآجل غير قابل للبيع؛
- تتوفر اتفاقية العقد المستقبلي فقط في أربع تواريخ استحقاق وهي ثالث أربعمن شهر آذار، حزيران، أيلول وكانون الأول. وبالمقارنة نجد أن اتفاقيات العقود الآجلة

هي اتفاقيات خاصة لمدة تتراوح بين ٣٠، ٦٠، ٩٠ أو ١٢٠ يوماً من تاريخ
الابتداء؛

- تتميز سوق العقود المستقبلية بكونها عالية التركز وموحدة القياس لذلك فهي،
مقارنة بالسوق الآجل، تتعامل مع صغار الزبائن والمضاربين.

الاختيارات في سوق العملات الأجنبية Foreign Currency Options

بدء التعامل مع اتفاقات الاختيار بشكل عام، منذ سنة ١٩٨٢، وحقوق الاختيار
في العملات الأجنبية تعطي طرفاً إضافية لضبط المخاطرة الناجمة عن تحركات أسعار
الصرف وتكتسب أهمية خاصة بالنسبة للأشخاص الذين يرغبون في التغطية من
احتمالات المخاطر الناجمة عن المبادلات المستقبلية.

والاختيار هو عبارة عن اتفاقية تعطي حق شراء أو بيع عملة أجنبية عند سعر
معين في نقطة من الزمن في المستقبل Option Period أو في موعد محدد في المستقبل
Fixed date وفق سعر محدد مسبقاً Price Base وذلك مقابل مكافأة أو عمولة Report
تدفع للبائع مقدماً عند توقيع العقد.

وخلافا للاتفاقيات الآجلة أو المستقبلية، فإن حامل الاختيار ليس مجبراً أن
يمارس الاختيار إذا لم يرغب بذلك. ولكي يشارك في هذه السوق يجب عليه إما أن
يشترى أو يبيع اتفاقية اختيار. فمشتري الاختيار يحصل على حق تبادل العملة الأجنبية
مع بائع الاختيار أو المتعهد Writer مقابل رسم أو علاوة، وتمثل هذه العلاوة الحد
الأقصى للخسارة التي يتعرض لها المشتري إذا لم يمارس حق الاختيار، وإن تكلمة
اتفاقية الاختيار تشمل التبادل الفعلي للعملات.

وعلى هذا الأساس يوجد نوعان من عقود الخيار:

١- عقود خيار للبيع Selling-Option, PUT؛

٢- عقود خيار للشراء Purchasing-Option, CALL.

يعطي عقد الخيار الأول Put Option لحامله الحق في بيع مقدار محدد من
العملات الأجنبية متفق عليه مسبقاً على أساس سعر محدد مسبقاً أيضاً عند حلول موعد

استحقاق العقد أو قبله. ويطلق على هذا السعر اسم سعر القطع أو سعر الممارسة Tender-Price. أما العقد الثاني Call Option فيعطي لحامله الحق في شراء مقدار محدد من العملات الأجنبية على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بحلول موعد محدد في العقد أو قبله.

ويعرف عقد الخيار الذي يمكن أن يمارس في أي وقت قبل حلول موعد الاستحقاق باسم عقد الخيار الأمريكي، أما عقد الخيار الذي لا يمكن أن يمارس في أي وقت إلا عند حلول موعد الاستحقاق باسم عقد الخيار الأوروبي.

ويستطيع المشتري بواسطة عقد الخيار تحويل المخاطر في تقلبات أسعار الصرف إلى البائع. ويوافق البائع على تحمل المخاطر، لأنه يتوقع أن تكون العلاوة أو المكافأة Option Price التي يحصل عليها تعويضاً كافياً بالنسبة له عن خسارته المحتملة. ومن واجبات البائع أن يحمي نفسه ويحتاط وذلك بواسطة الحفاظ على احتياطات و ضمانات كبيرة (أوراق مالية، عقارات، إيداعات مصرفية وغير ذلك) تحميه من التقلبات. والمكافأة هي ثمن الخيار الذي يحفز البائعين والمشتريين (العرض والطلب) لبيع وشراء عقود الخيار. فإذا كانت المكافأة قليلة ولا تشكل تعويضاً كافياً عن المخاطر المحتملة فإن عدد البائعين سوف ينخفض مقارنة بعدد المشتريين مما يؤدي إلى ضرورة ارتفاع قيمة المكافأة و العكس صحيح.

ومن محددات أسعار عقود الخيار ما يلي:

- ١- سعر الصرف الأساسي Basic Price؛
- ٢- الفترة الزمنية لعقد الخيار Option Period؛
- ٣- مستوى أسعار الفائدة المصرفية Rate of Interest؛
- ٤- أسعار الأسهم والسندات في الأسواق المالية ومدى تقلباتها المتوقعة.

وتوجد أربعة طرق للمشاركة في هذه السوق:

أولاً- يمكن لشخص أن يشتري حق اختيار الشراء (أي يحصل على حق شراء العملة الأجنبية)؛

ثانياً- يمكن أن يبيع حق الشراء (أي تحويل حق الحصول على عملة أجنبية)؛
ثالثاً- يمكن أن يشتري حق اختيار البيع (أي يحصل على حق شراء العملة)؛
رابعاً- يمكن أن يبيع حق اختيار البيع (أي تحويل حق شراء العملة).

وتحمل كل من هذه الطرق معها مستوى مختلفا من المخاطرة وعدم اليقين، ومهما يكن فإن الحد الأقصى الذي يمكن أن يخسره مشتري حق الاختيار هو العلاوة، أما الأرباح الممكنة فهي تتقلب مع الفارق بين سعر الصرف المتفق عليه وسعر الصرف في السوق. وبالمقابل، فإن الحد الأقصى الذي يمكن أن يربحه البائع هو العلاوة، بينما الخسارة الممكنة تتقلب مع الفارق بين سعر الاتفاق والسعر في السوق عندما يمارس حق الاختيار. طبقاً لهذا فإن المشتري يدفع للبائع لكي يحميه من المخاطرة الناجمة عن تغيرات سعر الصرف. والعلوة Premium هي الكمية الضرورية لكي يتحمل بائع حق الاختيار المخاطرة الناجمة عن التغيرات في سعر الصرف.

تطبيق عملي ١

يشتري مستورد سوري آلات من ألمانيا قيمتها ١٠ مليون يورو أو ما يعادل ١٢ مليون دولار أمريكي، على أساس أن سعر الصرف الحاضر هو ١,٢٠ دولار لليورو وتستحق الدفع بعد ثلاثة أشهر فقط.

ولكي يحمي المستورد نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الصرف فإنه يحاول تغطية المخاطر المحتملة، وذلك بشراء عقد خيار أوربي يعطيه الحق في أن يشتري بعد ثلاثة أشهر ١٠ مليون يورو بسعر القطع الذي حدد بمقدار ١,٢٠ دولار لليورو ويكلفه مكافأة ١٥٠ ألف دولار. في مثل هذه الحالة سيواجه المستورد الاحتمالات التالية:

١- ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدولار خلال ثلاثة أشهر وذلك من ١,٢٠ إلى ١,٢٣ دولار لليورو. وفي مثل هذه الحالة وبدون وجود عقد الخيار فإنه ملزم بدفع مبلغ ١٢,٣ مليون دولار أمريكي لتسديد قيمة الفاتورة البالغة ١٠ مليون يورو حسب السعر الجديد وهو ١,٢٣ دولار لليورو. أما في حالة حصول المستورد

على عقد الخيار فإنه سوف يدفع ١٢ مليون دولار فقط، علماً بأن عملية شراء عقد الخيار قد كلفته مكافأة مقدارها ١٥٠ ألف دولار فقط. ولكن المستورد وفر لنفسه ٣٠٠ ألف دولار بالمقابل، ونتيجة عملية التغطية هذه عملية ربح مقدارها ١٥٠ ألف دولار.

٢- انخفاض سعر صرف اليورو بالنسبة للدولار من ١,٢٠ إلى ١,١٨ دولار لليورو. في هذه الحالة يدفع المستورد ١١,٨ مليون دولار فقط، بدون عقد الخيار. وهذا المبلغ أقل من المبلغ الأصلي (قيمة الفاتورة) بمقدار ٢٠٠ ألف دولار ويعتبر توفيراً للمستورد. أما في حالة وجود عقد خيار مقابل مكافأة مقدارها ١٥٠ ألف دولار فإن مقدار ما يوفره ٥٠ ألف دولار فقط.

٣- بقاء سعر الصرف دون تغيير خلال الثلاثة أشهر بواقع ١,٢٠ دولار لليورو. في مثل هذه الحالة يمكن للمستورد أن يمارس عقد الخيار أو لا يمارسه، لأن العملية ستكلفه في الحالتين ١٢ مليون دولار ولن يكون هناك مكاسب أو خسائر. ولكن المستورد يتحمل فقط قيمة المكافأة التي دفعها لبائع عقد الخيار والبالغة ١٥٠ ألف دولار.

تطبيق عملي ٢

بالإشارة إلى جدول الاختيارات (الجدول رقم ١٠-١) نتناول اختياريين على المارك الألماني يظهران في منتصف الجدول. نجد أن السعر الفوري هو $DM/0,5860$ وبالذهاب إلى أسفل نلاحظ الاختيار الأوربي وقدره ٦٢,٥٠٠ مارك. (ملاحظة: النشرة تعود لفترة سابقة لبدء التعامل باليورو، وقد اعتبرنا ذلك غير مهم على اعتبار أن تركيزنا ينصب على التطبيق العملي وليس التعامل مع النشرات الأحدث).

ونقصد بالاختيار الأوربي أن حق الاختيار يمكن ممارسته فقط في تاريخ الاستحقاق، والبديل للاختيار الأوربي هو الاختيار الأمريكي والذي يتسم بمرونة أكثر، إذ أنه يسمح بممارسة حق الاختيار في أي وقت بما فيه تاريخ الاستحقاق. وأسعار الاتفاق Strike Prices تتراوح بين ٥٦ سنت أمريكي لكل مارك إلى ٦٠,٥ سنت.

لننظر إلى معنى اختيار 58mar حيث نرى أن حجم التداول يساوي ٦٠٠ اتفاقية، وأن سعر اختيار حق البيع put option يساوي ٠,٢٦ سنت لكل مارك، وهذا يظهر في آخر عمود في منتصف الجدول.

Calls		Puts		OPTIONS				Calls		Puts			
Vol.	Last	Vol.	Last	PHILADELPHIA EXCHANGE				Vol.	Last	Vol.	Last		
8 Pound			38.45					Japanese Yen		95.79			
31,250 British Pound EOM-Euro								4,524,000 Japanese Yen EOM-Watts		of a cent per unit.			
142 1/2 Apr	...	600	0.50					92 Mar	...	535	0.26		
145 Mar	...	400	0.45					6,250,000 Japanese Yen-100ths of a cent per unit.					
145 Apr	...	1300	1.00	74 1/2 Apr	15	0.36	10	0.95	88 Mar	100	8.04	...	
155 Mar	400	0.10	...	75 Mar	...	...	13	1.05	89 Mar	10	7.07	...
155 Apr	1900	0.55	...	75 1/2 Mar	15	1.55	91 Mar	35	0.10
D.Mark			58.60					91 Apr	...	...	46	0.38
62,500 German Mark EOM-Euro								92 Jun	...	...	69	1.00
57 Mar	...	50	0.74					92 1/2 Mar	...	...	50	0.20
62,500 German Marks EOM-Euro								93 Mar	10	3.31	5	0.22	
54 1/2 Mar	...	125	0.01					93 Jun	...	...	169	1.28
56 1/2 Mar	...	275	0.12					93 1/2 Mar	...	...	50	0.29
59 1/2 Mar	100	0.32	...					94 Apr	...	...	36	1.05
Australian Dollar			71.32					94 Jun	...	...	33	1.60
50,000 Australian Dollar EOM-cents								95 Mar	...	...	60	0.50
69 Mar	...	10	0.08					95 Mar	4	1.72	7	1.65	
73 Mar	10	0.20	...					95 Apr	2	2.62	5	1.39	
50,000 Australian Dollars-cents								95 Jun	...	...	12	2.00
68 Apr	...	10	0.06					96 Mar	1	1.00	...	...
70 Mar	...	20	0.08					96 Apr	...	...	5	1.87
70 Apr	...	5	0.56					96 Jun	1	2.81	35	2.50	
72 Mar	20	0.37	...					97 1/2 Mar	20	0.54	...	...
72 Jun	2	1.09	...					98 Mar	10	0.40	...	...
73 Mar	...	5	1.50					99 Mar	503	0.25	...	...
74 Apr	10	0.20	...					99 Apr	120	0.90	...	...
British Pound			148.45					100 Mar	10	0.60	75	4.12	
31,250 British Pounds-European								102 Apr	46	0.30	...	...
155 Apr	350	0.25	...					6,250,000 Japanese Yen-European Style					
31,250 British Pounds-European								91 Mar	5	5.10	...	...
145 Apr	...	350	0.80					91 Jun	5	6.11	...	...
31,250 British Pounds-cents per								96 1/2 Mar	16	0.80	...	...
142 1/2 Apr	...	720	0.37					Swiss Franc		79.14			
145 Mar	5	3.55	...					62,500 Swiss Francs-European Style					
145 Apr	...	200	0.81					66 1/2 Mar	...	...	140	0.03
145 Jun	...	6	2.07					62,500 Swiss Francs-cents per unit.					
147 1/2 Mar	76	1.60	...					67 Apr	5	3.00	...	...
147 1/2 Apr	...	...	1.60					67 Jun	...	...	54	0.69
150 Mar	10	0.50	2.00					68 Apr	...	...	2	0.43
150 Apr	224	1.37	...					68 Jun	...	...	50	0.96
151 Apr	120	0.30	...					68 1/2 Mar	...	...	40	0.14
157 1/2 Apr	600	0.14	...					69 Mar	80	1.12	...	...
British Pound-G.Mark			253.13					69 Apr	...	...	4	0.75
31,250 British Pound-German								69 Jun	...	...	16	1.30
252 1/2 Mar	16	2.30	...					70 Mar	25	0.75	10	0.52	
256 1/2 Mar	...	...	73.97					70 Apr	11	1.13	...	...
Canadian Dollar								70 1/2 Mar	10	0.50	...	...
50,000 Canadian Dollars-European								71 Mar	1	0.35	...	...
74 1/2 Mar	...	...	0.68					71 Apr	...	...	1	1.82
50,000 Canadian Dollars-cents								72 Apr	...	...	5	2.35
73 1/2 Jun	...	...	0.72					Call Vol	25,455	Open Int	620,824	
74 Jun	...	...	1.00					Put Vol	14,447	Open Int	535,417	

الخيارات

الجدول رقم (١٠-١)

إن الاختيار الأوربي لحق البيع 58mar يعطي لمشتري الاختيار الحق لبيع المارك عند سعر ٥٨ سنت وسعر الاختيار يساوي ٠,٢٦ سنت، وهذا يعني أن مشتري حق الاختيار لاتفاقية قدرها ٦٢,٥٠٠ مارك ألماني وهو مبلغ يتفق عليه عادة عند كل اتفاقية، يجب أن يدفع:

$$(0.0026 \div 0.5860) \cdot (0.5860 \cdot 62.500) = \$162.50$$

وهذا يعني أنه من خلال دفع مبلغ \$162.50 يحصل مشتري الخيار على حق البيع ٦٢,٠٠٠ مارك مقابل (٥٨) سنت لكل مارك يوم انتهاء مدة الاتفاقية (تاريخ الاستحقاق) والذي يصادف حسب الجدول يوم الجمعة الذي يصادف قبل ثالث أربعاء من شهر آذار.

إذا كان سعر صرف المارك يوم الاستحقاق أعلى من \$٠,٥٨ فإن حق الاختيار لن يمارس وذلك لأنه في هذه الحالة يكون من الأفضل أن تباع الماركات عند السعر الفوري. أما إذا كان السعر الفوري أقل من \$٠,٥٨ فإن الاختيار يصبح له قيمة لأنه يعطي مالك الحق باستلام \$٠,٥٨ للمارك وهذا السعر يزيد من القيمة السوقية للمارك.

ندقق مرة أخرى في الاختيار ٥٨,٥ وبما أن الجدول لا يشير إلى الاختيار الأوربي فإن الاختيار يعتبر أمريكياً، ولذا فإن ممارسة الاختيار ممكنة الحدوث في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق. وإذا نظرنا أفقياً إلى اليمين من ٥٨,٥ نرى أن حجم حقوق الشراء Call Options يساوي ٦٠٣٨ وأن عدد حقوق البيع Put Options يساوي ٣١ عند سعر الممارسة Strike Price ٥٨,٥ سنت للمارك أو سعر صرف قدره 0.5850\$/DM ويكلف حق الشراء Call option ٠,٦٠ سنت أو \$٠,٠٠٦ سنت للمارك. تكلف اتفاقية حق الشراء إذا: $(62.500.DM.0.0060\$/DM=375\$)$.

وهذا يعني أن مشتري حق الشراء ٥٨,٥ سيحصل على الحق لشراء ٦٢,٠٠٠ DM مقابل ٥٨,٥ سنت للمارك، حتى تاريخ الاستحقاق في شهر آذار مقابل \$٣٧٥. فإذا كان سعر المارك أعلى من \$٠,٥٨٥٠ وهو السعر الفوري، فإن حق الشراء يجب ممارسته قبل انتهاء مدة الاستحقاق. أما إذا كان السعر أقل من \$٠,٥٨٥٠ فإن حق الشراء لن يمارس، وفي هذه الحالة تبلغ الخسارة \$٣٧٥ وهذا المبلغ يمكن اعتباره علاوة تأمين Insurance Premium ينتهي العمل بها عند الاستحقاق.

التبديل أو المقايضة Swap

تمثل عملية التبديل أو المقايضة، شراء وبيع عملة على أساس التسليم الفوري بالسعر الفوري وإعادة بيعها أو شرائها بنفس الوقت على أساس التسليم الآجل بسعر

تسليم أجل يتم تحديده على أساس فروقات أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملاتين.

وتقوم المصارف بعمليات التبدل لأغراض عديدة، فهي تسمح لها بالتحويل من عملة إلى أخرى بشكل مؤقت دون الاحتفاظ بأي وضع من العملات المتعامل بها. ويمكن للمصارف المركزية عبر التبدل توفير السيولة، كما يمكن من خلال التبدل خلق وضع أجل مقابل وضع أجل Forward Against Forward وغير ذلك من الأغراض.

ويمائل سعر (السواب) أو التبدل في سوق العملات، كما ورد معنا سابقاً، فرق الفائدة في السوق النقدي. فسعر التبدل ليس سعراً للعملة، بل هو سعر لفرق العملة يرتبط بالسعرين الفوري والأجل الكامل. فهو في النهاية السعر الذي يضاف إلى أو يطرح من السعر الفوري ليعطي السعر الأجل الكامل الذي يتحدد على أساسه عمليات التسليم الأجل للعملات. ويعطى سعر التبدل في العادة من جهتي الشراء والبيع Bid & Offer. فإذا كان سعر الشراء أقل من سعر البيع يعني ذلك أنه سعر إضافة للعملة المسماة، وتتم إضافته على السعر الفوري. وإذا كان سعر الشراء هو الأكبر من سعر البيع، يعني ذلك سعر خصم للعملة المسماة يجري خصمه من السعر الفوري. وفي الحالتين يكون سعر التبدل في صالح الجهة التي تعطي السعر.

وقد يكتفي المتعامل بأن يعلن الفرق بين السعرين تسليمياً فورياً وتسليمياً أجلاً، بدلاً من تحديد السعر الكامل Outright Rate. وقد يقوم المتعاملون بتحويل الفروقات بين السعرين الفوري والأجل أحياناً على أساس نسبة مئوية، كأن يعلن السعر على أنه ٢% خصم في السنة بالنسبة للعملة A مقابل العملة B. وفي هذه الحالة يتم الوصول إلى السعر بالشكل التالي:

[(السعر الأجل - السعر الفوري) ÷ السعر الفوري] × مدة التسليم ÷ عدد أيام السنة × ١٠٠ .

$$\frac{F - S}{S} \times \frac{n}{360} \times 100$$

تطبيقات عملية:

(١) بفرض أن سعر تبادل الدولار مقابل اليورو لأجل ثلاثة أشهر هو ٢-٣ عن السعر الفوري البالغ ٧٦٠-٧٦٢ سنتاً أوروبياً. يعني ذلك أنه سعر إضافة للعملة المسماة

وهي الدولار. بمعنى أن معطي السعر مستعد لشراء الدولار تسليم أجل لثلاثة أشهر على أساس ٧٦٢ سنتاً، ومستعد لبيع الدولار تسليم أجل لثلاثة أشهر على أساس ٧٦٥ سنتاً. فمقدم السعر إذا يرغب بشراء الدولار أجل ثلاثة أشهر مقابل دفع ٢ سنت أعلى من السعر الفوري، ويرغب ببيع الدولار أجل ثلاثة أشهر مقابل ٣ سنت أعلى من السعر الفوري.

(٢) بفرض أن سعر تبادل الدولار مقابل اليورو لأجل ثلاثة أشهر كان ٣-٢ عن السعر الفوري البالغ ٧٦٠-٧٦٢ سنتاً أوروبياً. يعني ذلك أنه سعر خصم للعملة المسماة وهي الدولار. بمعنى أن معطي السعر مستعد لشراء الدولار تسليم أجل لثلاثة أشهر على أساس ٧٥٩ سنتاً، ومستعد لبيع الدولار تسليم أجل لثلاثة أشهر على أساس ٧٦٣ سنتاً. فمقدم السعر إذا يرغب بشراء الدولار أجل ثلاثة أشهر مقابل دفع ٣ سنت أقل من السعر الفوري، ويرغب ببيع الدولار أجل ثلاثة أشهر مقابل ٢ سنت أقل من السعر الفوري.

(٣) إذا كان سعر الدولار ١١٠-١١٢ ين، وسعر الفائدة على إيداع وإقراض الدولار لمدة ثلاثة أشهر ٢,٩-٣% سنوياً وسعر الفائدة على إيداع وإقراض الين لمدة ثلاثة أشهر ٢,٢-٢% سنوياً، فإن أسعار شراء وبيع الدولار تسليم أجل لثلاثة أشهر تحسب كالتالي:

$$\text{سعر التبديل/شراء} = [٣ \times (٣-٢) \times ١١٠] \div ١٢ \times ١٠٠ = ٠,٢٧٥-$$

$$\text{سعر التبديل/بيع} = [٣ \times (٢,٩-٢,٢) \times ١١٢] \div ١٢ \times ١٠٠ = -٠,١٩٦$$

$$\text{سعر الشراء الآجل} = ١١٠ - ٠,٢٧٥ = ١٠٩,٧٢٥$$

$$\text{سعر البيع الآجل} = ١١٢ - ٠,١٩٦ = ١١١,٨٠٤$$

وتجري عملية التبديل عندما يقوم المصرف المسمي للأسعار بشراء الدولار بسعر ١١٠ ين وبيعه بنفس الوقت على أساس تسليم لأجل ثلاثة أشهر بسعر ١١١,٨٠٤ ين، ويكون بمقدوره في حالة التبديل العكسي، بيع الدولار الفوري بسعر ١١٢ ين وإعادة شرائه بتسليم أجل ثلاثة أشهر بسعر ١٠٩,٧٢٥.

أنواع المقايضة أو التبديل

يوجد نوعان لعمليات التبديل هي:

- عمليات التبديل التامة Pure Swap Transactions ويتم فيها إغلاق عمليتي الشراء والبيع مع نفس الطرف المتعامل معه، حيث يتم تحديد سعري التبادل اللازمين، أي السعر الفوري والآجل، بعد التفاوض على السعر والوصول إلى اتفاق وتتم بعد ذلك عملية التبديل كاملة مع نفس الطرف.
- عمليات التبديل الموجهة Engineered Swap Transactions وتتكون من عمليتين منفصلتين، تغلق كل منهما مع طرف مختلف. حيث يمكن للمتعامل أن يفاوض أحد الأطراف لشراء عملة معينة على أساس تسليم آجل، وبعد فترة قصيرة يفاوض طرفاً آخر لبيع نفس العملة على أساس تسليم فوري. وليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماماً، عند استعمال عمليات التبديل لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل آخر Build up Forward Against Forward.

ملخص الفصل العاشر

يسمى الصرف الأجنبي المشتري والمباع مقابل التسليم في الحال، بالصرف العاجل أو الفوري. ويمثل الحق الفوري حق يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية. ويقصد بالحق الآجل حق أكثر من يومي عمل لاحقين ليوم إتمام العملية. وتتكون السوق الآجل من المجموعات التي تطلب أو تعرض عملة معينة في وقت من الزمن في المستقبل لغرض التحوط، أو لغرض المضاربة. يمكن الحصول على سعر العملة الآجل في السوق عن طريق الحصول على سعر التبادل الذي يعبر عنه عادة بسعر الخصم أو بسعر العلاوة، حيث يتم خصمه أو إضافته إلى السعر الفوري للعملة.

يوجد بالإضافة إلى العقود في السوق الآجل، العقود المستقبلية واتفاقيات الخيارات. يشبه العقد المستقبلي العقد في السوق الآجل إلا أن العقد المستقبلي يختلف عن الآجل من نواحي عديدة. والاختيار هو عبارة عن اتفاقية تعطي حق شراء أو بيع عملة أجنبية عند سعر معين في نقطة من الزمن في المستقبل أو في موعد محدد في المستقبل وفق سعر محدد مسبقاً وذلك مقابل مكافأة أو عمولة تدفع للبائع مقدماً عند توقيع العقد.

إذا لم يرغب حامل الاختيار، ليس مجبراً أن يمارس الاختيار. ولكي يشارك في هذه السوق يجب عليه إما أن يشتري أو يبيع اتفاقية اختيار. فمشتري الاختيار يحصل على حق تبادل العملة الأجنبية مع بائع الاختيار أو المتعهد مقابل رسم أو علاوة، وتمثل هذه العلاوة الحد الأقصى للخسارة التي يتعرض لها المشتري إذا لم يمارس حق الاختيار. يوجد نوعان من عقود الخيار: عقود خيار للبيع وعقود خيار للشراء. ويعطي عقد الخيار الأول لحامله الحق في بيع مقدار محدد من العملات الأجنبية متفق عليه مسبقاً على أساس سعر محدد مسبقاً أيضاً عند حلول موعد استحقاق العقد أو قبله. ويطلق على هذا السعر اسم سعر القطع أو سعر الممارسة. أما العقد الثاني فيعطي لحامله الحق في شراء مقدار محدد من العملات الأجنبية على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بحلول موعد محدد في العقد أو قبله. ويعرف عقد الخيار الذي يمكن أن يمارس

في أي وقت قبل حلول موعد الاستحقاق باسم عقد الخيار الأمريكي، أما عقد الخيار الذي لا يمكن أن يمارس في أي وقت إلا عند حلول موعد الاستحقاق باسم عقد الخيار الأوربي.

تمثل عملية التبدل أو المقايضة، شراء وبيع عملة على أساس التسليم الفوري بالسعر الفوري وإعادة بيعها أو شرائها بنفس الوقت على أساس التسليم الآجل بسعر تسليم آجل يتم تحديده على أساس فروقات أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين. يوجد نوعان لعمليات التبدل هما: عمليات التبدل التامة ويتم فيها إغلاق عمليتي الشراء والبيع مع نفس الطرف المتعامل معه، حيث يتم تحديد سعري التبادل اللازمين، أي السعر الفوري والآجل، بعد التفاوض على السعر والوصول إلى اتفاق وتتم بعد ذلك عملية التبدل كاملة مع نفس الطرف. عمليات التبدل الموجهة وتتكون من عمليتين منفصلتين، تغلق كل منهما مع طرف مختلف. حيث يمكن للمتعامل أن يفاوض أحد الأطراف لشراء عملة معينة على أساس تسليم آجل، وبعد فترة قصيرة يفاوض طرفاً آخر لبيع نفس العملة على أساس تسليم فوري. وليس بالضرورة أن يتساوى المبلغان تماماً، عند استعمال عمليات التبدل لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل آخر.

مصطلحات الفصل العاشر

اتفاقيات الخيارات	السعر الفوري
خيار البيع	سوق بين المصارف
خيار للشراء	أسعار بيع الفارق
سعر الممارسة	الحق الفوري
الخيار الأمريكي	التحوط
الخيار الأوربي	الموقف المفتوح
المقايضة	السعر الآجل
سعر التوازن	علاوة
العقود المستقبلية	خصم

أسئلة الفصل العاشر

- ١- ما هو الفرق بين التغطية والمضاربة والمراجحة؟
- ٢- ما المقصود بالحق الآجل؟
- ٣- يفترض أن لا يُظهر طالب السعر اتجاه تعامله عند شراء أو بيع العملات، لماذا؟
- ٤- كيف يمكن الحصول على سعر العملة الآجل في السوق؟
- ٥- إذا كان الشراء في سعر التبدل أكبر من البيع، ما معنى ذلك؟
- ٦- متى يكون السعر الآجل الكامل هو سعر التوازن؟
- ٧- أوضح نقاط الاختلاف بين العقد المستقبلي والعقد الآجل.
- ٨- ما هو الخيار؟
- ٩- أوضح الفرق بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي.
- ١٠- تذكر بعضاً من محددات أسعار عقود الخيار.
- ١١- أوضح المقصود بعملية التبدل.
- ١٢- بفرض أن سعر تبدل الدولار مقابل الين لأجل ثلاثة أشهر هو ٢-٣ عن السعر الفوري البالغ ١٠٨-١١٠. هل هو سعر إضافة للدولار أم سعر خصم؟
- ١٣- تذكر أنواع عمليات التبدل وما المقصود بعمليات التبدل الموجهة.

الفصل الحادي عشر

الإطار النظري

لتعادل أسعار الصرف

المبحث الأول

مبدأ تعادل القوة الشرائية

Purchasing Power Parity

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الإطار النظري لتعادل أسعار الصرف.
- مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق.
- تعادل القوة الشرائية النسبي.
- انتقادات مبدأ تعادل القوة الشرائية.
- مبدأ تعادل أسعار الفوائد.
- تأثير فيشر المحلي.
- تأثير فيشر الدولي.
- السعر الآجل غير المتحيز.

الإطار النظري لتعادل أسعار الصرف

يقصد بالإطار النظري لتعادل أسعار الصرف النظريات والنماذج المختلفة التي حاولت أن توضح كيفية تحديد أسعار الصرف العاجلة والآجلة. ويعرض هذا الإطار النظري مجموعة من علاقات التوازن التي يجب أن تتواجد بين أسعار السلع، وأسعار الصرف العاجلة والآجلة، ونسب الفوائد إذا ما ترك السوق يتحرك بحرية بدون تدخلات. وتمثل هذه العلاقات أو شروط التعادل القاعدة الأساسية لدراسة أسواق

العملات. ونذكر في هذا الإطار: مبدأ تعادل القوة الشرائية؛ وقاعدة فيشر المحلية؛ وقاعدة فيشر الدولية؛ ومبدأ تعادل نسب الفوائد؛ ونظرية السعر الأجل غير المتحيز.

يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية PPP أحد النماذج القديمة المستخدمة في تحديد سعر الصرف، ويعتقد أن أصول هذا المبدأ تعود إلى القرن السادس عشر في أسبانيا، وقد أصبح أكثر شيوعاً بين الاقتصاديين السويديين والفرنسيين والإنكليز في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر.

وارتبط هذا المبدأ في القرن العشرين باسم الاقتصادي السويدي Gustav Cassel الذي يعتبر أول من استخدم هذا المصطلح في عام ١٩١٨ كما مر معنا في الفصل الثاني من هذا الكتاب، ويوجد نموذجان لهذا المبدأ هما: مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق ومبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي.

مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق (PPP) Absolute Purchasing Power Parity

يساوي تعادل القوة الشرائية بين عملتين، سعر الصرف التعادلي بين هاتين العملتين، مقاساً بمستوى الأسعار في بلدي العملتين، وفي إطار نظام صرف حر. ويعتمد تعادل القوة الشرائية على ما يسمى قانون السعر الواحد The Law of One Price، بمعنى أن التدفق الحر للتجارة الدولية سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في مختلف مناطق العالم وإلا كان هناك فرصة للمراجحة التي يمكن استغلالها من قبل المضاربين.

إذا يركز هذا المبدأ على "قانون السعر الواحد" التالي:^١

$$P_1 = sP_1^* \quad (1)$$

حيث:

P_1 هو سعر السلعة (١) في الدولة المحلية،

P_1^* هو سعر السلعة (١) في الدولة الأجنبية.

وأن S هو سعر الصرف الفوري Spot (سعر الوحدة من العملة الأجنبية بالعملة المحلية).

1 . Heather D. Gibson, Op.Cit. P51.

فإذا كانت إنكلترا هي الدولة المحلية والولايات المتحدة الأمريكية هي الدولة الأجنبية فإن المعادلة السابقة تقول أن سعر السلعة (١) بالإسترليني P_1 يجب أن يساوي سعر السلعة (١) بالإسترليني في أميركا (SP_1^*). وبعبارة أخرى، يقول هذا المبدأ أنه يوجد ميل لتساوي سعر أية سلعة أينما وجدت في العالم إذا ما قيس بنفس العملة: فمثلاً، إذا كلف الكيس الواحد من القمح 3£ في بريطانيا، و $4.50\text{\$}$ في أميركا فإن سعر الصرف يجب أن يساوي:

$$\text{\$}1 = 3\text{£}/4.50 = 0.67\text{£}$$

$$\text{£}1 = 4.50\text{\$}/3 = 1.50\text{\$}$$

والمراجعة تتكفل بإزالة أية فروق في الأسعار بين المواقع الجغرافية المختلفة.

الافتراضات التي يقوم عليها المبدأ

١. لا توجد تكاليف نقل؛
٢. توجد معرفة تامة من قبل المتعاملين في السوق بأسعار كل سلعة في البلدين المحلي والأجنبي؛
٣. لا توجد عقبات أمام التجارة؛
٤. السلعة متجانسة.

ومن قانون السعر الواحد يمكننا أن نشق نموذج PPP المطلق، وقانون السعر الواحد يشير إلى سلعة واحدة، فإذا كونا سعراً قياسيًّا عاماً في أي بلدين حيث يتساوى وزن كل سلعة في السعريين القياسيين، فإننا نستطيع اشتقاق معادلة (٢) كما يلي: ^١

$$P = SP^* \quad (2)$$

حيث إن (P, P^*) هي الأسعار القياسية في الدولة المحلية والأجنبية على التوالي. وإذا أعدنا كتابة هذه المعادلة سنحصل على:

$$S = P/P^* \quad (3)$$

وتقول المعادلة السابقة أن سعر الصرف الفوري بين عملتين يساوي النسبة بين السعريين القياسيين للدولتين، بعبارة أخرى يمكننا القول أن مستويات الأسعار في البلدين مقاسة بالعملة المحلية تساوي:

1 . Heather D. Gibson, Op.Cit. P51-53.

$$\frac{P}{SP^*} = 1$$

تبادل القوة الشرائية النسبي (PPP) Relative Purchasing Power Parity

أي أن سعر الصرف بين عملتين يجب أن يتعدل ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين. ويستخدم هنا التغير في مستوى الأسعار وليس مستويات الأسعار نفسها. إذا لابد من تحديد نقطة انطلاق وهنا يكون من الضروري حساب مستويات التضخم. والفرق في مستويات التضخم بين فترتين يجب أن يساوي التغير في سعر صرف العملتين خلال نفس الفترة.

ويمكننا التعبير عن مبدأ تبادل القوة الشرائية النسبي من خلال إحلال معادلة (٣) السابقة محل المعادلة (٤) كما يلي:

$$S = b P/P^* \quad (4)$$

حيث:

b ثابت Constant، يعكس العوامل التي تمنع المبدأ في صيغته المطلقة من التطبيق، أي أنه يمكن أن يكون مقياساً لتكاليف النقل والمعلومات... إلخ. ويمكن تفسير الصيغة النسبية لمبدأ PPP كما يلي:

بما أن b ثابت فإن معدل التغير في سعر الصرف بين العملتين يساوي الفرق بين معدل التغير في مستويات الأسعار في كل من الدولتين.

$$\frac{ds}{s} = \frac{dp}{p} - \frac{dp}{p^*} \quad (5)$$

وهكذا فإن مبدأ PPP النسبي يركز على التحركات في سعر الصرف ويعكس الفارق في معدلات التضخم، وتعكس المعادلة (٥) الاعتقاد السائد الذي يشير إلى أن الارتفاع في مستوى الأسعار المحلية بسرعة أكبر من مستوى الأسعار الأجنبية سيؤدي إلى انخفاض سعر الصرف (أي أن S يرتفع) والعكس صحيح.

إذاً يربط تبادل القوة الشرائية النسبي، بين التغير النسبي في سعر الصرف الفوري لعملة معينة والتباين في معدل التضخم بين الدول خلال فترة معينة من الزمن ويمكننا بالتالي أن نكتب المعادلة (٥) بشكل آخر كالتالي:

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{I_h - I_f}{1 + I_f}$$

حيث:

S_t و S_{t-1} تمثل أسعار الصرف الفورية للفترات (t) و (t-1)؛
وكلا من (I_h) و (I_f) تمثل معدلات التضخم المحلية والأجنبية خلال الفترات
(t, t-1). وفي حال وجد تعادل القوة الشرائية PPP فإن سعر الصرف الفوري المتوقع
في نهاية الفترة (t-1) يعطى بالمعادلة التالية:

$$E(S_t) = S_0 \left[1 + \frac{I_h - I_f}{(1 + I_f)} \right]^t$$

ويمكننا أن نحدد ميزان القوة الشرائية كالتالي:

$$\frac{1 + i_{h,t}}{1 + i_{f,t}} = \frac{e_t}{e_0}$$

حيث:

e_t قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t

e_0 قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0

$i_{h,t}$ حجم التضخم المحلي فيما بين الزمن 0 والزمن t

$i_{f,t}$ حجم التضخم في البلد الأجنبي فيما بين الزمن 0 والزمن t

حالة عملية. توافرت لدينا المعلومات التالية:

قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t كانت تساوي x وقيمة العملة
الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0 تساوي 1,9، وكان حجم التضخم المحلي
فيما بين الزمنين يساوي 0,12، وحجم التضخم في البلد الأجنبي فيما بين الزمنين
يساوي 0,10.

والمطلوب: معرفة قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t .

ميزان القوة الشرائية = $1.93 = \frac{x}{1.9} = \frac{1 + 0.12}{1 + 0.10}$ أي أن القوة الشرائية الحقيقية للعملة

الأجنبية هو 1,93 في الزمن t .

ظهرت بعض المؤشرات البسيطة، كمؤشر "البيغ ماك" الذي ليس في الحقيقة سوى مقياس لتعادل القوة الشرائية، والإطار رقم (١٠-١) يوضح المؤشر المقصود. فقد كان سعر السلعة موضوع المؤشر مؤخرًا في المكسيك يساوي (٢٠,٩ بيسو)، بينما كان سعرها في الولايات المتحدة (٢,٥١\$) وبالتالي تعادل القوة الشرائية لسعر الصرف يساوي (8.33 peso \$) أي (20.9/2.51) وبما أن السعر الفوري المتاح في ذلك الوقت كان (9.41Peso \$) فإن مؤشر BMI أظهر أن قيمة البيسو المكسيكي كانت أقل Under Valued بمقدار ١١% أو (8.33-9.41/9.41).

الإطار رقم (١١-١). مؤشر البيغ ماك (BMI) The Big Mac Index

بدأت مجلة Economist الإنكليزية منذ أكثر من عقد بتقدير القيمة النسبية السنوية لبعض العملات الرئيسية من خلال استخدام مؤشر القياس المسمى Big Mac Index. وهو ليس إلا مقياس لتعادل القوة الشرائية PPP المطلق الذي يعكس القيمة الصحيحة لعملة معينة على سلعة واحدة ألا وهي الهامبرغر المسمى Big Mac الذي تنتجه شركة McDonald الأمريكية. والفكرة الأساسية، هي أن سلعة معينة يجب أن يكون لها نفس التكلفة مقاسة بنفس العملة في مختلف مناطق العالم. فتقدير تعادل القوة الشرائية لسعر صرف عملة معينة، هو ببساطة النسبة بين سعر الهامبرغر بالعملة المحلية مقسوماً على سعره بالدولار. (عدد وحدات العملة الأجنبية ÷ الدولار) ونستطيع بالتالي أن نحدد ما إذا كانت قيمة العملة أعلى أو أخفض من سعر صرفها الفوري. والجدول (١١-١) يعطي عدة أمثلة على المؤشر BMI.^١

الجدول رقم (١١-١) The Hamburger Standard

Over valuation(+) or under valuation(-)	السعر الفوري الفعلي في ٢٠٠٠/٢٥/٤ Actual spot rate	تعادل القوة الشرائية الضمني Implied PPP	أسعار Big Mac Local currency. بالعملة المحلية	البلد
			(2.51)	الولايات المتحدة
-34%	1.79	11.8	2.95	البرازيل
-52	٨,٢٨	3.94	9.90	الصين
-6	2.11	1.99	4.99	ألمانيا
+10	106	117	294	اليابان
-11	9.41	8.33	20.9	المكسيك
+38	1.70	2.35	5.90	سويسرا

1 . Appleyard, Dennis R. Op.Cit.,P.442-443.

لقد اثبت مؤشر BMI توافقه مع مقاييس تعادل القوة الشرائية الأخرى مع الزمن بالرغم من محدوديته. على سبيل المثال، أظهر المؤشر لعام ١٩٩٦ أنه كان صحيحاً في التنبؤ بتحركات سعر الصرف لثماني عملات من بين ١٢ عملة من عملات الدول الصناعية الكبرى، إضافة إلى ذلك تنبأً صحيحاً باتجاه التحركات في عملات ست دول من بين سبع تغيرت قيمها بأكثر من ١٠%. إن هذا النجاح قد جاء رغم أن المؤشر يفترض أنه لا توجد عقبات أمام التجارة الدولية ولا توجد تكاليف نقل إضافة إلى افتراضات أخرى. وبالرغم من أن المؤشر قد طور لأسباب التسلية إلا أنه تسبب في ظهور الاهتمام بدراسات أكاديمية مهمة.

انتقادات مبدأ تعادل القوة الشرائية

كنظرية لتحديد سعر الصرف

- ١- مشكلة اختيار نقطة الانطلاق أو الفترة الأساس؛
- ٢- اختلاف مكونات الأرقام القياسية من بلد لآخر؛
- ٣- التغير في أسعار الصرف لا يقتصر حصوله على التغير في مستويات الأسعار، وإنما هناك عوامل أخرى كأسعار الفائدة مثلاً؛
- ٤- هناك اتجاه لإظهار العلاقة بين التغير في مستويات الأسعار وأسعار الصرف على أنها عكسية؛
- ٥- يمكن لتكاليف الحصول على المعلومات، وتكاليف النقل والعقبات أمام التجارة الدولية أن تتغير مع الزمن وتبطل بالتالي صحة هذا المبدأ؛
- ٦- لما كان PPP نظرية لتحديد سعر الصرف، فإنه تبعاً لذلك يتغير سعر الصرف نتيجة لتقلبات الأسعار المحلية والأجنبية. ولكن يمكن الادعاء أيضاً بأن سعر الصرف يحدد الأسعار من خلال التأثير على أسعار المستوردات. ويجادل البعض في أن كل من أسعار الصرف ومستويات الأسعار المحلية تتحدد من قبل متغيرات لا يقررها مبدأ PPP بل الطاقة الإنتاجية، الدخول، ونوعية السلطة والأجور... وغيرها. إذا فالعلاقة السببية غير واضحة؛

- ٧- ينطوي مبدأ PPP ضمناً على افتراض أن التقلبات في أسعار الصرف ومستوى الأسعار ذات طبيعة نقدية، أو على الأقل أنها أكثر أهمية من التقلبات الحقيقية؛
- ٨- تختلف الإنتاجية في القطاعات المنتجة للسلع التي تدخل التجارة الدولية والقطاعات التي لا تدخلها ضمن نفس الدولة. وبافتراض أن القطاع المنتج للسلع الداخلة في التجارة الدولية في ألمانيا أكثر كفاءة إنتاجية من مثيله في إنكلترا، هذا يعني أن قدرة ألمانيا على تحمل زيادات في الأجور ستكون أكبر دون أن تخسر قدرتها التنافسية أمام السلع الإنكليزية. ولكن الزيادة في الأجور غالباً ما تنتقل إلى القطاعات المنتجة للسلع غير الداخلة في التجارة الدولية، لهذا فإن الأسعار تزداد بسرعة أكبر في ألمانيا منها في إنكلترا ومع ذلك لن تخسر ألمانيا قدرتها التنافسية ولن يتغير سعر الصرف. النتيجة، أن مبدأ PPP غير صحيح؛
- ٩- يهمل مبدأ PPP دور الدخل في تحديد أسعار الصرف، وينجم دور الدخل من تأثيره في الطلب على الواردات وفي العرض من الصادرات؛
- ١٠- يقوم مبدأ PPP على أن الطلب على العملة الأجنبية ينجم عن الرغبة في شراء السلع والخدمات من الدول الأخرى، ولا يأخذ بالاعتبار أي دور للتدفقات الرأسمالية.

مبدأ تعادل أسعار الفوائد (IRP)

ويعني المبدأ أن الفروقات في أسعار الفائدة =

السعر الآجل - السعر الفوري ÷ السعر الفوري.

وبالتالي يمكننا أن نكتب العلاقة التالية: (السعر الآجل - السعر الفوري) ÷ السعر الفوري × عدد أيام السنة ÷ مدة التسليم = فارق الفوائد المحلية (الولايات المتحدة هي الدولة المحلية في العلاقة أدناه) والأجنبية.

$$\frac{Fn(\$_f) - S(\$_f)}{S(\$_f)} \times \frac{360}{n} = \frac{i_{us} - i_f}{(1 + i_f)}$$

حيث:

$Fn(\$_f) - S(\$_f)$ السعر الآجل لتسليم وحدة واحدة من العملة الأجنبية في الزمن n، مطروحاً منه السعر الفوري.

$i_{us} - i_f$ فارق الفوائد المحلية (الولايات المتحدة هي الدولة المحلية هنا) والأجنبية. توجد علاقة بين الفرق في سعر الفائدة بين بلدين، وعلاوة أو خصم سعر الصرف الآجل بين عمليتي البلدين. كذلك يوجد خط تعادل، إذا خرجت من نطاقه هذه العلاقة فإن ذلك يعطي المضاربين فرصة تحقيق أرباح من خلال المراجعة على أسعار الفوائد باستخدام التغطية أو الحماية الملائمة وستتعرف بشكل أوسع على ذلك في المباحث القادمة.

تأثير (قاعدة) فيشر المحلي The Local Fisher Effect

يمكن توصيف المبدأ من خلال العلاقة التالية:

$$1 + r = (1 + a)(1 + i)$$

حيث:

r سعر الفائدة الاسمي،

a سعر الفائدة الحقيقي،

i معدل التضخم المتوقع.

أو بعبارة أخرى:

$$(\% \text{ سعر الفائدة الاسمي}) = (\% \text{ سعر الفائدة الحقيقي}) + (\% \text{ التضخم المتوقع}).^1$$

يعني تعميم قاعدة فيشر: أن معدل الفائدة متساو في كل الدول بسبب قيام المضاربين بعمليات المراجعة. والفرق في مستويات الفائدة الاسمية بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يساوي الفرق في مستوى التضخم المتوقع بين البلدين.²

تأثير (قاعدة) فيشر الدولية The International Fisher Effect (IFE)

وتعني أن الفرق في سعر الفائدة بين بلدين يؤدي إلى تغيير في سعر صرف عمليتي البلدين بمقدار الفرق. والتغير المتوقع في أسعار الفوائد بين بلدين يجب أن ينعكس في سعر صرف عمليتي البلدين.³

1. Levich, Op.Cit. P140.

2. Ibid.

3. Levich, Op.Cit. P141.

أو بعبارة أخرى:

(% التغير المتوقع في سعر الصرف) = (% فارق الفائدة)¹.

وبالتالي يمكننا كتابة العلاقة التالية:

$$\frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} = \frac{i_{us} - i_f}{(1 + i_f)}$$

حيث:

$S_t - S_{t-1}$ التغير المتوقع في سعر الصرف في الزمن t .

$i_{us} - i_f$ فارق الفائدة بين الدولة المحلية (الولايات المتحدة هنا) والدولة الأجنبية.

السعر الآجل غير المتحيز Future Rate unbiased condition

تقول نظرية السعر الآجل غير المتحيز بأنه يجب أن تتحرك أسعار الصرف العاجلة والآجلة بشكل متناسق، أي الضغط على الأسعار الآجلة وتوجيهها إلى الفورية والعكس صحيح. ويتم الوصول إلى وضع التوازن بين عملتين، في حال كان التغير بين سعر الصرف العاجل والآجل مساوياً لعلاوة أو خصم السعر الآجل. فالسعر الآجل هو أفضل تقدير للسعر الفوري في المستقبل.

(التغير المتوقع على سعر الصرف بين عملتين = العلاوة أو الخصم على السعر الآجل).

إذا كانت أغلب التغيرات في أسعار الصرف غير منتظمة Unsystematic فلا بد أن تؤكد عملية المراجعة على أن الاختلافات في سعر الصرف الآجل تتساوى تقريباً مع التغير المتوقع في أسعار الصرف. وبمعنى آخر فإن معدلات أسعار الصرف الآجلة يجب أن تكون مؤشراً غير متحيز لمعدلات أسعار الصرف الفورية في المستقبل.

1.Ibid.

المبحث الثاني

الاستثمار المحمي من المخاطرة (OAC)

Investing on A Covered Basis

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- الاستثمار المحمي من المخاطرة.
- مبدأ تعادل أسعار الفوائد المغطاة الدولية.

لنفرض أن شركة أمريكية ترغب في استثمار أموالها وعليها أن تختار بين أدونات خزنة الحكومة الأمريكية وأدونات الخزنة البريطانية ذات مدة استحقاق قدرها سنة واحدة لكي تحقق أكبر مردود وبأقل مخاطرة. وتعتبر أدونات الخزنة الأمريكية والبريطانية من أكثر الأصول أماناً، فأيهما تختار؟ إذا اختارت الشركة أن تستثمر في الأدونات الأمريكية فإنها ستحصل على:

$$R_{us} = 1 + i \quad (1)$$

حيث:

"i" تمثل الفائدة على أدونات الخزنة لمدة سنة واحدة،

و R_{us} هو العائد أو الكمية من الدولارات التي استثمرتها الشركة إضافة إلى الفائدة التي ستستلمها بعد سنة.

ويشمل البديل الآخر شراء الأدونات البريطانية التي تعطي فائدة قدرها "i"، فكل جنيه استثمار يعطي $(1+i)$ جنيهات بعد سنة، وبما أن هذه الجنيهات ستحول إلى دولارات بعد سنة تظهر هناك مشكلة، وهي أن الجنيهات التي اشترتها الشركة للاستثمار في الأدونات البريطانية قد تنخفض قيمتها بالنسبة إلى الدولار أثناء السنة، وفي النهاية ربما تحصل الشركة على دولارات أقل مما استثمرت في البداية حتى لو كان العائد على الأدونات البريطانية أعلى من العائد على الأدونات الأمريكية.

إن تقلب أسعار العملات يؤدي إلى التعرض لمخاطر أسعار الصرف Exchange Risk التي يمكن أن تكون كبيرة. ويعني هذا أن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تلغي فوارق الفائدة التي تعود على أداة استثمارية مقومة بالعملة الأجنبية فإذا، كيف يمكن أن تتجنب هذه الشركة مخاطر التقلبات في سعر الصرف؟ تستطيع أن تحمي نفسها من هذه المخاطر إذا باعت الجنيهات في السوق الآجل Forward Market طبقاً للخطوات التالية:¹

- ١- شراء جنيهات في السوق الفوري عند سعر صرف قدره "e" من الدولارات للجنيه، أي أن الشركة تحصل على $1/e$ من الجنيهات لكل دولار استثمار؛
- ٢- تستثمر الشركة الجنيهات التي حصلت عليها في أذونات الخزانة البريطانية وتحصل على: $1/e(1+i^*)$ من الجنيهات في نهاية السنة؛
- ٣- تبيع الشركة الجنيهات المتوقع استلامها بعد سنة في السوق الآجل عند سعر صرف F من الدولارات لكل جنيه، وبما أنها ستحصل على: $1/e(1+i^*)$ من الجنيهات أي ما يعادل:

$$F [(1+i^*)/e]$$

$$R_{uk} = F/e(1+i^*) \quad (2) \quad \text{أو}$$

وتمثل (٢) العائد من الدولارات من الاستثمار البديل في أذونات الخزانة البريطانية، أما العائد على الاستثمار في أذونات الخزانة الأمريكية فقد بيناه في (١). فأَي من هذين البديلين هو الأفضل؟

تتطلب الإجابة عن هذا السؤال أن نأخذ بعين الاعتبار عدداً من العناصر بما في ذلك تحليل تكاليف التبادل والضرائب ومتطلبات هامش السوق الآجل، ولكي نبرز أساسيات هذا الموضوع يجب علينا أن نوضح الأفكار السابقة الذكر فيما يلي:

عندما تتساوى بدائل الاستثمار من حيث الأهداف وتقليل المخاطر، فإن المستثمر سيختار ذلك الاستثمار الذي يعطي أكبر عائد بعد سنة. فإذا كان العائد في أميركا R_{us} أكبر من العائد في بريطانيا R_{uk} فإن الاستثمار في أميركا سيكون أفضل. وإذا كان

1 Rivera-Batiz. Op.Cit.,P.52.

العائد في بريطانيا أكبر فالاستثمار في بريطانيا سيكون أفضل. إن وجود حوافز للاستثمار في دولة أو أخرى يمكن قياسها من خلال حساب الفرق بين R_{uk} و R_{us} ويسمى هذا الفرق " فارق الفائدة المغطاة" The Covered Interest Differential وباختصار CD. ويمكن التعبير عن هذا الفارق بالمعادلة التالية:¹

$$CD = R_{uk} - R_{us} = F/e (1+i^*) - (1+i) \quad (3)$$

إذا كانت قيمة CD ايجابية، فإن الفارق يكون من صالح بريطانيا، وإذا كانت سالبة فإنه يوجد حافز للاستثمار في أميركا. ويمكن إعادة ترتيب وحل المعادلة (3) كالتالي:

$$\begin{aligned} CD &= F - e/e + i^* - i \\ CD &= f + i^* - i \end{aligned} \quad (4)$$

حيث إن: $f = F - e/e$

تطبيق عملي: افرض أن السعر الفوري هو $1\text{£} = 2\text{\$}$ وأن السعر الآجل $F = 1.90\text{\$/1\text{£}}$ وأن معدل الفائدة السنوي على أذونات الخزنة الأمريكية يساوي $i = 0.10$ وعلى أذونات الخزنة البريطانية $i^* = 0.12$ ، إذا:

$$f = F - e/e = 1.90 - 2.00/2.00 = -0.05$$

نلاحظ أن قيمة f سالبة، مما يعني أن الجنيه قد يبيع بخصم Discount في السوق الآجل وهذا يقلل من جاذبية الاستثمار في الأصول المقومة بالجنيه.

وبما أن العائد المغطى على الاستثمار في أذونات الخزنة البريطانية يساوي مجموع الفائدة وقيمة الخصم أي $F + i^*$ فإن العائد في هذا المثال يساوي 0.07 أو 7% أي أن:

$$(-0.05) + 0.12 = 0.07$$

وبما أن سعر الفائدة على أذونات الخزنة الأمريكية يساوي 10% فإنه من الواضح أن معدل العائد على أذونات الخزنة البريطانية أقل ولذا فإنه يوجد حافز للاستثمار في أميركا. ويمكننا حساب فارق الفائدة المغطاة كما يلي:²

$$CD = f + i^* - i = -0.05 + 0.12 - 0.10 = -0.03$$

1 Rivera-Batiz. Op.Cit.P.53.

2 Rivera-Batiz. Op.Cit.P.55.

وهذا الفارق هو من صالح الاستثمار في أمريكا.

وخلاصة القول: أن فكرة فارق الفائدة المغطاة تشمل المقارنة بين العوائد على الأصول المتشابهة من ناحية المخاطر. ومن هذا المنطلق نستطيع اختيار ذلك الأصل الذي يحصل على أعلى عائد بعد التغطية من مخاطر الصرف.

مبدأ تعادل أسعار الفوائد المغطاة الدولية

The Covered Interest Parity Condition

ما هي قوى السوق التي تتحكم في أسعار الفوائد الدولية؟ كيف يجمع سعر الفائدة المغطاة الدولي بين فوارق الفوائد والأسعار الآجلة؟ كيف ترتبط أسعار الفوائد الدولية ببعضها؟

إن اختلاف فارق الفائدة المغطاة عن الصفر يعني أنه يوجد حافز لتحرك الأموال من دولة إلى أخرى، لأنه يمكن الحصول على ربح من الاستثمار. وإذا تساوى فارق الفائدة المغطاة CD مع الصفر فهذا يعني أنه لا توجد فرص للحصول على ربح وأن السوق في حالة توازن. وبإعادة ترتيب المعادلة (٤):¹

$$CD = f + i^* - i$$

$$f + i^* = i$$

$$f = F - e/e = i - i^*$$

أي أن علاوة السعر الآجل f يجب أن تساوي الفروق بين أسعار الفوائد:

$$f = i - i^*$$

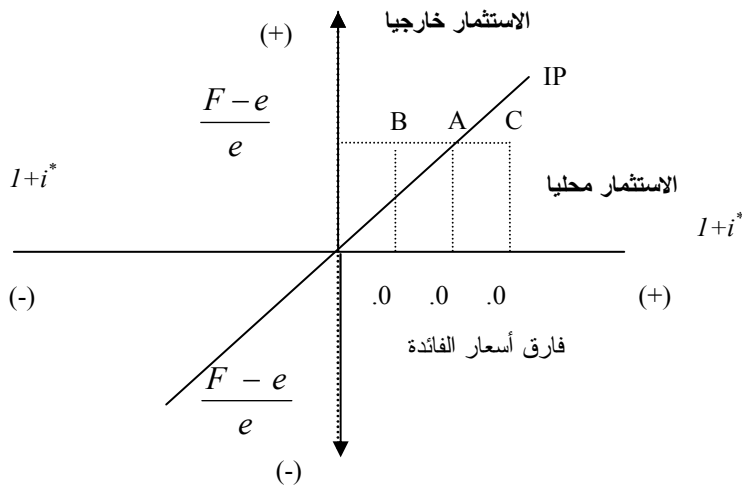
وهذا ما يسمى بحالة تعادل الفوائد المغطاة Covered Interest Parity Condition التي كثيراً ما يشار إليها بنظرية تعادل أسعار الفوائد المغطاة. وهذه النظرية تعبير عن قانون السعر الواحد Law of one Price القائل بأنه يجب أن يسود لأي سلعة سعر واحد في جميع الأسواق. وفي أسواق النقد الدولية نجد النظرية لقانون السعر الواحد، هو المساواة بين الفوائد على أدوات استثمارية لها نفس الخصائص من حيث المخاطرة والسيولة في حالة التوازن. بعبارة أخرى يجب أن تتساوى أسعار الفائدة بعضها مع البعض In Line or Parity. فإذا كان الاستثمار في أدوات الخزائنة

1 Rivera-Batiz. Op.Cit.P.56.

الأمريكية يشابه الاستثمار المغطى في أدونات الخزنة البريطانية من حيث الخصائص والمخاطر فإننا يجب أن نتوقع أن نحصل على نفس العائد من هذين الاستثمارين ويمكن الاستعانة بالشكل رقم (١١-١) لإظهار المساواة بين علاوة السعر الآجل و Forward Premium وبين فارق الفائدة في حالة التوازن، ويمثل خط IP هذا التوازن.

على سبيل المثال تمثل النقطة A نقطة توازن حيث إن سعر الجنيه الآجل يباع بعلاوة قدرها ٥% (أو أن الدولار يباع بخصم) وترتبط هذه العلاوة بفارق فائدة ٥% توازن لصالح الأصول المرتبطة بالدولار. وفي حالة زيادة علاوة السعر الآجل على فارق الفوائد كنقطة B مثلاً حيث يوافق ٥% علاوة سعر آجل ٤% فارق في الفوائد، فإن الاستثمار سيكون مربحاً في الأصول البريطانية. هذا الموقف لا يتفق مع التوازن المالي، وبالعكس إذا كانت علاوة السعر الآجل للجنيه ٥% أقل من فارق الفوائد الموافق ٦% كما هو مبين في النقطة C فإن الاستثمار سيكون في صالح الأصول الأمريكية. ويمكننا أن نحصل على ربح من خلال تحويل الأموال إلى أميركا، وهذا أيضاً لا يتفق مع التوازن. إذاً المساواة أو التعادل في الفوائد تتمثل بنقاط على منحنى IP حيث إن:

$$f = F - e / e = i - i^*$$



الشكل رقم (١١-١) خط التعادل المغطى

المبحث الثالث

اختلاف العلاوة عن تعادل الفوائد المغطاة

Deviation from covered interest parity

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

● عوامل الاختلاف بين فارق الفوائد المغطاة و علاوة السعر الآجل.

توجد عدة عوامل تمنع المساواة بين فارق الفوائد المغطاة و علاوة السعر الآجل وهي: تكاليف التبادل؛ وتكاليف جمع وتحليل المعلومات؛ وتدخل الحكومة؛ وقيود مالية ونقائص سوق رأس المال؛ وعدم صلاحية الأصول للمقارنة.

١- تكاليف التبادل Transaction Costs. تشمل عنصرين: (١) تكاليف التعامل في سوق الصرف الفوري والآجل؛ (٢) تكاليف التعامل في سوق الأدوات الاستثمارية المحلي والأجنبي. لنفرض أنه لدينا ليرات سورية ونرغب الاستثمار في أدوات أجنبية، في هذه الحالة يشمل التبادل: أ- شراء العملة الأجنبية من السوق الفوري؛ ب- شراء أدوات استثمارية أجنبية؛ ج- بيع العملة الأجنبية في السوق الآجل. كل خطوة من هذه الخطوات تضم تكاليف تبادل وتقلل الإيراد المتوقع من الخارج.

٢- تكاليف جمع وتحليل المعلومات Costs of Gathering and Processing Information. افترضنا سابقاً أن المستثمر يستطيع الحصول على المعلومات التي تتعلق بمعدلات الفائدة وأسعار الصرف بحرية وبدون أية تكاليف، ولكن تكلفة الحصول على المعلومات المختلفة تخلق فجوة بين العوائد التي يمكن الحصول عليها في الدول المختلفة والتي تعتمد على الاختلاف في توفر وسعر المعلومات. ولكن يعتقد أن هذه التكلفة تؤثر كثيراً على التعادل Parity Condition لأن التطور التقني جعل الحصول على المعلومات سهلاً وقليل الكلفة.^١

1 Rivera-Batiz. Op.Cit.P.63-64.

٣-تدخل الحكومة Government Intervention and Regulation. تتدخل الحكومة بطرق مختلفة، كوضع قيود على المبادلات المالية كمبادلات الصرف الأجنبي وفرض ضرائب على بعض أنواع الدخل... ومن الطرق التي تتدخل بها الحكومة في وضع سقف لأسعار الفائدة التي من شأنها أن تمنع أسعار الفوائد المحلية من الارتفاع فوق مستوى معين. ويسبب هذا التدخل ظهور فجوة بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية غالباً ما تكون من صالح الاستثمارات الأجنبية.¹

٤-قيود مالية وعيوب في سوق رأس المال Financial Constraints and Capital Market Imperfections. إن متطلبات الشراء بالهامش Margin Requirements تجبر المستثمرين على وضع بعض الأموال جانباً عندما يتعاملون في السوق الآجل، وهذه الأموال لن تستثمر في أي من الأدوات الاستثمارية متسببة بتكاليف إضافية.

٥-وتوجد عوامل أخرى تعمل على منع أو تقييد دخول الأموال الاستثمارية إلى مجالات تتمتع بفوارق مغطاة مربحة. فعدم توفر الأموال لأغراض الاستثمار، مثلاً، ربما يمنع أصحاب الأعمال من استغلال فرص مربحة، بينما تعطي عيوب سوق رأس المال أرباحاً كبيرة لأولئك الذين يتمتعون بقوة احتكارية. كل هذه العوامل ترتبط بانحرافات مستمرة عن تعادل أسعار الفائدة المغطاة.

٦-عدم صلاحية الأصول للمقارنة Non comparability of Assets. بالإشارة إلى مبدأ تعادل الفائدة المغطاة سابقاً، أوضحنا أن أسعار الفائدة ($i&i^*$) يجب أن تكون عوائد على أصول محلية وأجنبية متشابهة، أي أن هذه الأصول يجب أن تتمتع بنفس السيولة ومدد الاستحقاق والمخاطرة. فإذا وجدت أية اختلافات بين هذه الأصول فإنها تسبب انحرافاً عن مبدأ التعادل. فعوامل المخاطرة كعدم القدرة على السداد والمخاطر السياسية تلعب دوراً كبيراً في توليد اختلافات بين الأصول المتشابهة.

1 Rivera-Batiz. Op.Cit.P.63-64.

ملخص الفصل الحادي العاشر

يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية أحد النماذج القديمة المستخدمة في تحديد سعر الصرف. ويوجد نموذجان لهذا المبدأ هما: مبدأ تعادل القوة الشرائية المطلق ومبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي. ويعتمد تعادل القوة الشرائية على ما يسمى قانون السعر الواحد، بمعنى أن التدفق الحر للتجارة الدولية سيؤدي إلى تساوي أسعار السلع في مختلف مناطق العالم وإلا كان هناك فرصة للمراجحة التي يمكن استغلالها من قبل المضاربيين. ويجب أن يتعدل سعر الصرف بين عملتين ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين البلدين. ويركز مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبي على التحركات في سعر الصرف ويعكس الفارق في معدلات التضخم. إن تعادل القوة الشرائية النسبي، يربط بين التغير النسبي في سعر الصرف الفوري لعملة معينة والتباين في معدل التضخم بين الدول خلال فترة معينة من الزمن. وقد تعرض المبدأ لانتقادات عديدة.

يعني مبدأ تعادل نسب الفوائد أن الفروقات في أسعار الفائدة تساوي السعر الآجل مطروحاً منه السعر الفوري مقسوماً على السعر الفوري. وتوجد علاقة بين الفرق في سعر الفائدة بين بلدين، وعلاوة أو خصم سعر الصرف الآجل بين عمليتي البلدين. كذلك يوجد خط تعادل، إذا خرجت من نطاقه هذه العلاقة فإن ذلك يعطي المضاربيين فرصة تحقيق أرباح من خلال المراجحة على أسعار الفوائد باستخدام التغطية أو الحماية الملائمة. ويعني تعميم قاعدة فيشر أن معدل الفائدة متساو في كل الدول بسبب قيام المضاربيين بعمليات المراجحة. والفرق في مستويات الفائدة الاسمية بين البلد المحلي والبلد الأجنبي يساوي الفرق في مستوى التضخم المتوقع بين البلدين. وتعني قاعدة فيشر الدولية أن الفرق في سعر الفائدة بين بلدين يؤدي إلى تغيير في سعر صرف عمليتي البلدين بمقدار الفرق. والتغير المتوقع في أسعار الفوائد بين بلدين يجب أن ينعكس في سعر صرف عمليتي البلدين.

تقول نظرية السعر الآجل غير المتحيز بأنه يجب أن تتحرك أسعار الصرف العاجلة والآجلة بشكل متناسق، أي الضغط على الأسعار الآجلة وتوجيهها إلى الفورية

والعكس صحيح. ويتم الوصول إلى وضع التوازن بين عملتين، في حال كان التغيير بين سعر الصرف العاجل والآجل مساوٍ لعلاوة أو خصم السعر الآجل. فالسعر الآجل هو أفضل تقدير للسعر الفوري في المستقبل.

إذا كانت أغلب التغييرات في أسعار الصرف غير منتظمة فلا بد أن تؤكد عملية المراجعة على أن الاختلافات في سعر الصرف الآجل تتساوى تقريباً مع التغيير المتوقع في أسعار الصرف. وبمعنى آخر فإن معدلات أسعار الصرف الآجلة يجب أن تكون مؤشراً غير متحيز لمعدلات أسعار الصرف الفورية في المستقبل. إن تقلب أسعار العملات يؤدي إلى التعرض لمخاطر أسعار الصرف التي يمكن أن تكون كبيرة. تشمل فكرة فارق الفائدة المغطاة المقارنة بين العوائد على الأصول المتشابهة من ناحية المخاطر. ومن هذا المنطلق نستطيع اختيار ذلك الأصل الذي يحصل على أعلى عائد بعد التغطية من مخاطر الصرف.

إن اختلاف فارق الفائدة المغطاة عن الصفر يعني أنه يوجد حافز لتحرك الأموال من دولة إلى أخرى، لأنه يمكن الحصول على ربح من الاستثمار. وإذا تساوى فارق الفائدة المغطاة مع الصفر فهذا يعني أنه لا توجد فرص للحصول على ربح وأن السوق في حالة تعادل الفوائد المغطاة التي كثيراً ما يشار إليها بنظرية تعادل أسعار الفوائد.

وتوجد عدة عوامل تحول دون المساواة بين فارق الفوائد المغطاة وعلاوة السعر الآجل وهي: تكاليف التبادل؛ تكاليف جمع وتحليل المعلومات؛ تدخل الحكومة؛ قيود مالية ونقائص سوق رأس المال؛ وعدم صلاحية الأصول للمقارنة.

مصطلحات الفصل الحادي العاشر

قاعدة فيشر المحلية	تعادل القوة الشرائية المطلق
قاعدة فيشر الدولية	تعادل القوة الشرائية النسبي
السعر الآجل غير المتحيز	قانون السعر الواحد
فارق الفائدة المغطاة.	التباين في معدلات التضخم

أسئلة وتدريبات الفصل الحادي العاشر

١. أوضح المقصود بتعادل القوة الشرائية النسبي.
٢. تذكر بعض الانتقادات لمبدأ تعادل القوة الشرائية كنظرية لتحديد سعر الصرف.
٣. أوضح تأثير فيشر الدولي.
٤. ما هو مضمون نظرية السعر الآجل غير المتحيز؟
٥. اختبار "صح" و"خطأ":
 - إن اختلاف فارق الفائدة المغطاة عن الصفر يعني أنه لا يوجد حافز لتحرك الأموال من دولة إلى أخرى!
 - إذا تساوى فارق الفائدة المغطاة مع الصفر فهذا يعني أنه توجد فرص للحصول على ربح!
 - إذا تساوى فارق الفائدة المغطاة مع الصفر فهذا يعني أن السوق في حالة توازن!
 - يجب أن تساوي علاوة السعر الآجل الفروق بين أسعار الفوائد!
 - تدخل الحكومة غالباً ما يسبب ظهور فجوة بين معدلات الفائدة المحلية والأجنبية تكون من صالح الاستثمارات الأجنبية!
- ٦- توافرت لدينا المعلومات التالية:

قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t كانت تساوي x وقيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن 0 تساوي $1,5$ ، وكان حجم التضخم المحلي فيما بين الزمنين يساوي $10,0$ ، وحجم التضخم في البلد الأجنبي فيما بين الزمنين يساوي $15,0$.

والمطلوب: معرفة قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة المحلية في الزمن t .
- ٧- افرض أن السعر الفوري للجنيه مقابل الدولار هو $1\text{£}=1.80\text{\$}$ وأن السعر الآجل $F=1.75\text{\$/1\text{£}}$ وأن معدل الفائدة السنوي على أذونات الخزانة الأمريكية يساوي $i=0.08$ ، إذا ففي أي دولة يكون الفارق لصالح الاستثمار؟

الفصل الثاني عشر

المدخل النظرية إلى توازن ميزان المدفوعات وسعر الصرف

المبحث الأول

المدخل النقدي إلى توازن ميزان المدفوعات

The Monetary Approach to the Balance of Payments

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- التوازن النقدي وميزان المدفوعات.
- المدخل النقدي إلى سعر الصرف.

ما هي علاقة الأصول النقدية وغير النقدية بميزان المدفوعات وأسعار الصرف؟
ما هو دور السياسة النقدية في معالجة الاختلال في ميزان المدفوعات؟
لقد أبدى الاقتصاديون اهتماماً كبيراً بدور النقود والأصول المالية وميزان المدفوعات، ولعل اقتصاديي مدرسة شيكاغو وصندوق النقد الدولي ومدرسة لندن هم الأكثر اهتماماً بهذا الجانب. لقد اعتقد هؤلاء الاقتصاديون أن ميزان المدفوعات هو في الأصل ظاهرة نقدية يجب فهمها من خلال تحليل العرض والطلب على النقود.

عرض النقود

يعبر عن عرض النقود في دولة ما بالمعادلة التالية:¹

$$M_s = a (BR + C) = a (DR + IR) \quad (1)$$

حيث:

M_s هي عرض النقود Money Supply

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 500.

خصوم المصرف المركزي	}	احتياطي المصارف التجارية BR
		Reserves of commercial banks (Depository institutions)
		النقود الحاضرة (النقدية) التي يحتفظ بها الأفراد C
		Currency held by the non-bank public
		المضاعف النقدي a
		Money Multiplier
أصول المصرف المركزي	}	الاحتياطي المحلي DR
		Domestic Reserves
		الاحتياطي الدولي IR
		International Reserves

تحت عنوان عرض النقود سنقصر فهمنا على M_1 , M_2 حيث M_1 يضم النقود الحاضرة لدى الأفراد خارج المصارف التجارية+ الشيكات السياحية+ الودائع تحت الطلب في المصارف التجارية. أما M_2 فهي تضم M_1 + الودائع الادخارية لأجل في المصارف التجارية. أما المضاعف النقدي فيظهر عملية التوسع في الودائع تحت الطلب في المصارف التجارية.

وبالعودة إلى (١) فإن $BR+C$ تسمى القاعدة النقدية Monetary Base وهي تمثل مجموع الاحتياطي الذي تحتفظ به المصارف التجارية والنقود الحاضرة (الكاش) خارج المصارف التجارية. وتظهر القاعدة النقدية في جهة الخصوم من ميزانية المصرف المركزي لأن النقود الحاضرة يصدرها المصرف المركزي وتعتبر ديناً عليه، ويمثل احتياطي المصارف التجارية المودعة لدى المصرف المركزي مطالب عليه، فأى زيادة في أصول المصرف المركزي أو موجوداته تسمح بزيادة المطلوبات أو الخصوم وبالتالي تسمح بزيادة عرض النقود.

تتكون موجودات المصرف المركزي المهمة لنا في هذا العرض من (١) القروض التي يمنحها المصرف المركزي إلى المصارف التجارية، والسندات الحكومية التي يملكها المركزي وتسمى الاحتياطي المحلي؛ (٢) الاحتياطي الدولي، ويتكون من العملات الأجنبية والأصول الأخرى المقبولة دولياً. ومن المهم أن نفهم العلاقة بين هذه الأصول (الاحتياطي الدولي والمحلي) وبين عرض النقود. فلو فرضنا أن المصرف

المركزي قد اشترى سندات حكومية، ومن معرفتنا في مبادئ النقود والمصارف تزداد الأصول المحلية ويزداد الائتمان المحلي نتيجة لشراء هذه السندات من خلال عمليات السوق المفتوحة. وهذا الإجراء سيزيد من احتياطي المصارف التجارية وسيؤدي إلى إعطاء قروض جديدة، ونتيجة لذلك سيزداد عرض النقود من خلال المضاعف النقدي. إضافة إلى ذلك، إذا اشترى المصرف المركزي عملة أجنبية من احد المصدرين فإن هذا سيزيد من عرض النقود، لأن المصدر سيودع الشيك الذي استلمه من المصرف المركزي في أحد المصارف التجارية ومن ثم تبدأ عملية التوسع في عرض النقود من خلال المضاعف النقدي. إذا الزيادات في احتياطي المصرف المركزي تؤدي إلى التوسع في عرض النقود.

الطلب على النقود

هو الرغبة في الاحتفاظ بالثروة على شكل أرصدة نقدية مكونة من ودائع تحت الطلب في المصارف التجارية أو من نقود حاضرة. ويمكننا التعبير عن الطلب على النقود بالمعادلة التالية:¹

$$L = f[Y, P, i, W, E(p), O] \quad (2)$$

حيث:

Y مستوى الدخل الحقيقي في الاقتصاد

P مستوى الأسعار

i سعر الفائدة

W مستوى الثروة الحقيقي

E(p) نسبة التغير المتوقع في مستوى الأسعار

O المتغيرات الأخرى التي تؤثر على الأرصدة النقدية التي يرغب الأفراد الاحتفاظ بها.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 502.

نبدأ بتحليل العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة والطلب على النقود. فالعلاقة بين L, y كما نتوقع، تكون طردية وتعكس الطلب على النقود لأغراض التبادل. فعندما يزداد دخل الفرد ستزداد مصروفاته على الاستهلاك ولذا فإن كمية النقود التي سيحتفظ بها ستزداد لتمويل هذه المبادلات الإضافية، ومن المتوقع أيضا أن تكون العلاقة بين L, P طردية لأن أفراد المجتمع سيحتاجون إلى الاحتفاظ بأرصدة نقدية أكبر لشراء نفس الكمية من السلع والخدمات عندما يرتفع السعر.

أما تأثير سعر الفائدة في الطلب على النقود فهو سلبي، لأن الارتفاع في سعر الفائدة سيدفع أفراد المجتمع إلى الاحتفاظ بكمية أقل من الأرصدة النقدية وإلى الاحتفاظ بجزء أكبر بأصول أخرى أصبحت مغرية. كما أن الانخفاض في سعر الفائدة سيثبج الأفراد على الاحتفاظ بكمية أكبر من الأرصدة النقدية لأن تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost للاحتفاظ بالأرصدة النقدية سترتفع عندما يرتفع سعر الفائدة وستتخفض عندما ينخفض سعر الفائدة. وهناك سبب آخر لوجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والطلب على النقود، ويتعلق بأسعار الفائدة وأسعار السندات، فالعلاقة بينهما سلبية.

أما بالنسبة للثروة فالزيادة فيها تدفع الأفراد إلى الاحتفاظ بكميات أكثر من الأصول بما فيها الأرصدة النقدية، لذلك من المتوقع أن تكون العلاقة بين الثروة والطلب على النقود طردية. وقيما يخص معدل التضخم المتوقع $E(p)$ فإن العلاقة بينه وبين الطلب على النقود عكسية، لأن الارتفاع في الأسعار سيقلل من قيمة الأرصدة النقدية مما يدفع الأفراد إلى إحلال أصول غير نقدية مكان الأرصدة النقدية.

أخيرا، تعكس التغيرات الممثلة بـ (O) بعض النواحي المؤسسية في الاقتصاد، كعدد المرات في السنة التي يستلم فيها الأفراد دخولهم. فإذا كانت دفعات الدخل أسبوعية فإن الطلب على الأرصدة النقدية سيكون أقل مقارنة بدفعات الدخل الشهرية، كذلك فإن استخدام بطاقات الائتمان بكثرة يقلل الطلب على الأرصدة النقدية.

التوازن النقدي وميزان المدفوعات

يحدث التوازن في سوق النقود عندما يتساوى عرض النقود مع الطلب على النقود، وهذا يعني أن التوازن يحدث عندما تتساوى (١) مع (٢)، أي:

$$M_s = L \quad (4)$$

أو:

$$a(DR+IR) = a(BR+C) = f[y, p, i, w, E(p), O] \quad (5)$$

$$M_s = K p y \quad (6)$$

حيث إن $K p y$ تمثل الطلب على النقود وأن K كمية ثابتة وتشمل كل المتغيرات الأخرى، أي أن الطلب على النقود يعتمد بشكل رئيسي على مستوى الأسعار ومستوى الدخل الحقيقي.

يمكننا الآن استخدام العلاقة بين العرض والطلب على النقود لشرح العجز والفائض في ميزان المدفوعات. نفرض أن سعر الصرف ثابت. ونبدأ بافتراض وجود توازن نقدي وأن المصرف المركزي زاد عرض النقود من خلال شراء سندات حكومية من السوق المفتوحة. نتيجة لذلك سيزداد الاحتياطي المحلي DR وبما أن السوق النقدي كان في حالة توازن فإن هذه السياسة التوسعية في عرض النقود ستؤدي إلى زيادة لاحقة في احتياطي المصارف BR وفي النقود الحاضرة C أي أنه حدث فائض في عرض النقود. وعندما يزيد عرض النقود M_s عن الطلب L فإن الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد ستزيد عن الكمية من الأرصدة التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها، فعندما يحدث هذا سيحاول الأفراد تخفيض أرصدهم النقدية مما يترك تأثيرات مهمة على ميزان المدفوعات.

الحساب الجاري Current Account

إن وجود فائض في الأرصدة النقدية يعني أن الأفراد سينفقون كميات أكبر من النقود على السلع والخدمات، وهذا سيرفع مستوى الأسعار P كما سيؤدي إلى زيادة في

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 503.

الدخل الحقيقي y إذا لم يكن الاقتصاد في حالة تشغيل كامل، وإذا ادخر المجتمع جزءاً من الدخل الجديد فإن مستوى الثروة W سيرتفع.

ما هو تأثير كل هذه التغيرات على الحساب الجاري في ميزان المدفوعات؟

إن الارتفاع في الأسعار P سيؤدي إلى زيادة الواردات لأن السلع المحلية أصبحت مكلفة أكثر من الأجنبية، كما أن الارتفاع في الأسعار المحلية سيقلل من الصادرات، كما أن الزيادة في الدخل y تشجع الأفراد على زيادة الإنفاق بما في ذلك على المستوردات، وأخيراً تمكن الزيادة في الثروة أفراد المجتمع من شراء سلع مختلفة بما فيها المستوردات، إذا يولد الفائض في عرض النقود ضغوطاً من شأنها أن تؤدي إلى عجز في ميزان الحساب الجاري.

حساب رأس المال Private Capital Account

إن وجود فائض في الأرصدة النقدية له أيضاً تأثير على حساب رأس المال الخاص في ميزان المدفوعات. وبما أنه يوجد بديل للاحتفاظ بالأرصدة النقدية كأصول مالية أخرى فإن الأفراد ربما يستخدمون جزءاً من الأرصدة النقدية لشراء هذه الأصول المالية، وشراء هذه الأصول يرفع بدوره أسعارها ويخفض أسعار الفائدة وبنفس الوقت سيشمل شراء هذه الأصول أصولاً مالية أجنبية، ونتيجة كل ذلك سيحدث تدفق رأسمالي إلى الدول الأخرى مسبباً عجزاً في حساب رأس المال الخاص.

العجز في ميزان المدفوعات Balance of payments Deficit

على اعتبار أن الفائض في الأرصدة النقدية قد تسبب في حدوث عجز في الحسابين الجاري وحساب رأس المال الخاص، فإن هذا بدوره سيؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات، أي سيكون في وضع مدين وبالتالي سيكون حساب التسوية دائماً بالضرورة. يعني ذلك أن السلطات النقدية ستستخدم الاحتياطي الدولي IR في تسوية هذا العجز، لذلك سيتجه للانخفاض. وبما أن العجز الحاصل كان نتيجة لزيادة عرض النقود نستنتج أن السياسة المناسبة لإنهاء العجز هي إنهاء التوسع في عرض النقود. ولكن هذا الإجراء غير ضروري، لأنه كما رأينا فالزيادة في عرض النقود هي السبب في ارتفاع y, p, w وفي انخفاض i التي بدورها زادت الطلب على النقود، وهذه النقطة

مهمة لأنها تعني أن الزيادة في عرض النقود في البداية ستقابل بارتفاع في الطلب على النقود، حتى لو لم يتخذ أي إجراء، ولذلك فتأثيرها سينتهي. كما أنه يجب أن نتذكر أن عرض النقود سينخفض لأن العجز في ميزان المدفوعات سيقلل الاحتياطيات الدولية IR نتيجة الطلب الزائد على العملات الأجنبية لأغراض شراء السلع والخدمات الأجنبية والأصول. وبالطبع، فإن نقصان الاحتياطي الدولي سيؤدي إلى انخفاض في عرض النقود، إذا في النتيجة، الزيادة في عرض النقود ستولد قوى من شأنها أن تعمل آلياً على إنهاء الزيادة وعندما تختفي هذه الزيادة سيعود ميزان المدفوعات إلى التوازن مرة أخرى.

معدل التضخم المتوقع $E(p)$

إذا تولدت نتيجة للتوسع في عرض النقود توقعات بأن الأسعار سترتفع فإن هذه التوقعات ستقلل الطلب على النقود، والانخفاض في الطلب على النقود سيزيد من الفائض في عرض النقود. إذا ومع بقاء باقي العوامل الأخرى على حالها Ceteris Paribus فإن وجود توقعات تضخمية سيزيد من العجز في ميزان المدفوعات.

ويمكننا إيراد بعض الملاحظات الأخرى في هذا الشأن:

- يعمل الفائض في الطلب على النقود بعكس العملية الأولى عندما يزداد عرض النقود. فإذا بدأنا من نقطة توازن وحدث فائض في الطلب على النقود من خلال تخفيض عرض النقود فإن أفراد المجتمع يجدون أنفسهم محتفظين بأرصدة نقدية أقل مما يرغبون، ولذلك سيستعيدون أرصدهم النقدية من خلال تخفيض مصروفاتهم على السلع والخدمات، وهذا يعني انخفاضاً في طلبهم على الواردات، كما أن الدخل سينخفض نتيجة لانخفاض مصروفاتهم وكذلك ستتخفض الأسعار (بافتراض أن الأسعار قابلة للانخفاض). وعندما تنخفض الأسعار ستزداد الصادرات وتقل الواردات، وبهذه الطريقة سيحقق ميزان الحساب الجاري فائضاً.
- إضافة إلى ذلك يمكن زيادة الأرصدة النقدية من خلال بيع الأصول المالية التي يحتفظ بها الأفراد محلياً للأجانب. وبناءً على ذلك سيحدث فائض في حساب رأس المال الخاص. وفي النهاية سيزداد الاحتياطي الدولي وسيزداد عرض النقود. إذاً

فالمدخل النقدي إلى ميزان المدفوعات في ظل سعر صرف ثابت كما عرضناه يعمل بشكل آلي لمواجهة أية اختلالات في التوازن النقدي، وإذا سمح للاختلال أن يتم فإن عدم التوازن في السوق النقدي وأي عجز أو فائض في ميزان المدفوعات سيختفي في المدى الطويل.

المدخل النقدي إلى سعر الصرف

The Monetary Approach to the Exchange Rate

نتناول في هذا الجزء المدخل النقدي إلى سعر الصرف عندما يكون سعر الصرف متغيراً أو حراً، فالعجز أو الفائض في ميزان المدفوعات سيختفي نتيجة للتغيرات في سعر الصرف، ولكننا نحتاج إلى معالجة التغيرات في سعر الصرف في سياق العرض والطلب على النقود.

نبدأ التحليل من وضع التوازن حيث عرض النقود M_s يساوي الطلب على النقود L ونفترض أن المصرف المركزي يزيد عرض النقود بحيث يسبب فائضاً. ومن المجدي التذكر بأن الفائض في عرض النقود سيجعل الأرصدة النقدية لدى الأفراد تزيد عن رغبتهم في الاحتفاظ بها في ظل الأسعار الجارية والدخل الحقيقي وأسعار الفائدة والثروة والتوقعات بالنسبة للأسعار في المستقبل، وهذه الزيادة في عرض النقود ستؤدي إلى زيادة في الإنفاق على السلع والخدمات وعلى الأصول المالية لكي يتخلص الأفراد من هذه الزيادة في عرض النقود ومع الزيادة في الإنفاق ستزداد المستوردات وربما يحدث انخفاض في الصادرات وكذلك سيزداد شراء الأصول المالية من الخارج، وكل هذه التغيرات أو العوامل ستعمل على تخفيض قيمة العملة المحلية Depreciation. وبالمقارنة يحدث عجز في ميزان المدفوعات في ظل سعر الصرف الثابت إذا زاد عرض النقود، بينما تنخفض قيمة العملة إذا زاد عرض النقود في ظل سعر الصرف الحر.

المبحث الثاني

مدخل توازن المحفظة (أو مدخل سوق الأصول) إلى ميزان

المدفوعات وسعر الصرف

The Portfolio Balance or Asset Market Approach to the Balance of Payments and the Exchange Rate

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- التوازن في الأصول المالية.
- التسوية في الأصول المالية.

يوسع مدخل المحافظ الاستثمارية أو الأصول المالية المدخل النقدي ليشمل أصولاً مالية أخرى بالإضافة إلى النقود. ويفترض نموذج الطلب على الأصول المالية أن يتكون الطلب المحلي على هذه الأصول من الطلب على النقود المحلية، والسندات المحلية والسندات الأجنبية. ويمكن التعبير عن الطلب على النقود المحلية بالمعادلة التالية:¹

$$L = f(i_d, i_f, x_a, Y_d, P_d, W_d) \quad (7)$$

حيث:

\bar{i}_d سعر الفائدة العائد على السند المحلي.

\bar{i}_f سعر الفائدة العائد على السند الأجنبي.

\bar{x}_a نسبة التغير المتوقع في سعر العملة الأجنبية.

\bar{Y}_d الدخل المحلي الحقيقي.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. International Economics. 2001. P 510.

$-P_d$ مستوى الأسعار المحلية.

W_d الثروة الحقيقية المحلية.

وتبين الإشارات فوق المتغيرات في المعادلة علاقتها بالطلب على النقود.

ويمكن التعبير عن الطلب على السندات المحلية بالمعادلة التالية:

$$B_d = h (+i_d, -i_f, -x_a, -Y_d, -P_d, +W_d) \quad (8)$$

فالارتفاع في i_d يجعل السندات مغرية، أما الارتفاع في i_f فإنه يجعل السندات الأجنبية مغرية أكثر ولذلك ينخفض الطلب على السندات المحلية. كذلك يعمل الارتفاع في x_a بنفس الطريقة، أما الإشارات السالبة على Y_d و P_d فترجع إلى العلاقة بين الطلب على النقود لأغراض التبادل والدخل ومستوى الأسعار. فالارتفاع في الدخل يسبب زيادة في الطلب على النقود لأغراض التبادل وبالتالي سيقلل المستثمر كمية ما يحتفظ به من سندات لكي يحصل على نقود، وهذا ينطبق على التغير في السعر، أما بالنسبة للطلب على السندات الأجنبية فإن الطلب عليها يمكن التعبير عنه كما يلي:

$$eB_f = j (-i_d, +i_f, +X_a, -Y_d, -P_d, +W_d) \quad (9)$$

حيث أن الإشارات Y_d, P_d, W_d يمكن تفسيرها بنفس الطريقة التي تقدمنا بها للطلب على السندات المحلية، ولكن الإشارات على أسعار الفائدة أصبحت عكس الإشارات في حالة الطلب على السندات المحلية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الأصول الثلاثة السابقة (النقود، السندات المحلية والسندات الأجنبية) لها ميزة مشتركة ألا وهي أنها بدائل لبعضها البعض، ولذلك فإن أي تغير في أحد المتغيرات يسبب عددا من التفاعلات عند المستثمر.

التوازن في الأصول المالية Portfolio Balance

نفترض أن عرض النقود M_s يتحدد من قبل السلطات النقدية، أما السندات المحلية والأجنبية فعرضها يتأثر بالسياسة المالية. وإذا كانت السندات خاصة فإن عرضها يتأثر بقطاع الأعمال الخاص الذي يصدر هذه السندات. ويساوي عرض

السندات المحلية والأجنبية إضافة إلى عرض النقود كمية الثروة W_d والمعبر عنها بالعملة المحلية¹

$$W_d = M_s + B_h + e B_a \quad (10)$$

حيث:

M_s عرض النقود المحلية.

B_h كمية السندات المحلية (الحكومية والخاصة) المعروضة التي يحتفظ بها المقيمون المحليون.

B_a كمية السندات الأجنبية التي يحتفظ بها المقيمون المحليون، وكمية السندات الأجنبية مضروبة بسعر الصرف e لكي نعبر عن قيمتها بالعملة المحلية. وعند جمع الطلب على الأصول مع العرض عليها سنحصل على توازن مالي، أي أن الطلب على كل أصل يساوي عرض كل أصل كما يلي:

$$L = M_s$$

$$B_d = B_h$$

$$eB_f = e B_a$$

وينتج من تحقيق التوازن المالي توازن في أسعار السندات وتوازن في أسعار الفائدة في كل دولة، وتوازن في سعر الصرف.

التسوية في الأصول المالية

نناقش فيما يأتي تأثير عدد من الإجراءات على التوازن المالي منطلقين في كل حالة من وضع توازني:

A. تباع السلطات النقدية سندات حكومية في السوق المفتوحة ونتيجة لذلك يزداد عرض السندات في السوق المحلي ويقل عرض النقود، والتأثير المباشر هو ارتفاع في سعر الفائدة المحلي i_d .

كيف يتفاعل الأفراد الذين يحتفظون بالأصول المالية (السندات)؟ أحد الاستجابات هو أن الارتفاع في سعر الفائدة المحلي يدفع الأفراد إلى خفض طلبهم على النقود، إضافة

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 511.

إلى ذلك سينخفض الطلب على السندات الأجنبية eB_f بسبب العلاقة السالبة بين i_d و eB_f . كذلك سترداد كمية السندات المحلية المطلوبة نتيجة لانخفاض سعرها أو نتيجة لارتفاع العائد عليها، وأخيراً يتحول المستثمرون الأجانب من احتفاظهم بعملتهم إلى الاحتفاظ بالسندات المحلية. وتستمر هذه التفاعلات إلى أن يتحقق توازن جديد في الأصول المالية. ويترتب على هذه التفاعلات أن سعر الفائدة الأجنبي سيرتفع نتيجة لانخفاض الطلب على السندات الأجنبية الذي يخفض من سعرها ويرفع سعر الفائدة أو العائد عليها I_f . إضافة إلى ذلك سيتغير سعر الصرف أيضاً أي أن سعر العملة الأجنبية سينخفض $depreciated$.

B. نفترض، لسبب أو لآخر، أن المقيمين يتوقعون تضخماً في المستقبل. وإذا افترضنا أن سعر الصرف حر، فإن هذا التوقع يعني أن قيمة العملة المحلية ستخضع، فما هي علاقة هذه النتيجة بالأصول المالية؟

أولاً- سينخفض الطلب على النقود المحلية. وثانياً- سينخفض الطلب على السندات المحلية. والسبب في انخفاض الطلبين هو أن طلب المستثمرين على السندات الأجنبية سيزداد. إذا التسوية في الأصول المالية تسبب انخفاضاً في قيمة العملة المحلية لأنه يوجد فائض في عرض النقود محلياً، وتدفق في الأموال إلى الخارج $Outflow$ لشراء السندات الأجنبية. ومن الواضح أن التوقع بانخفاض قيمة العملة يسبب انخفاضاً في قيمتها.

C. نفرض أن الدخل الحقيقي المحلي قد ارتفع. هذا الارتفاع في الدخل يشجع المستثمرين على الاحتفاظ بكميات أكبر من النقود المحلية ويسبب زيادة في الطلب على النقود لأغراض التبادل. أما بالنسبة للأصول المالية الأخرى، فإن الأفراد سيحاولون زيادة كمية النقود التي يرغبون في الاحتفاظ بها من خلال بيع السندات المحلية والأجنبية لديهم، وهذا ما يحسن ميزان المدفوعات في ظل سعر الصرف الثابت ويزيد من قيمة العملة المحلية في ظل سعر الصرف الحر.

D. يزيد عرض السندات المحلية نتيجة لإصدار الشركات سندات لأغراض تمويل مصروفات استثمارية، الشيء الذي يسبب زيادة في الثروة المحلية W_d . ما هو

تأثير ذلك على سعر الصرف؟ من المعادلات الثلاث السابقة نستنتج أن المستثمرين سيحتفظون بكميات أكبر من النقود ومن السندات المحلية والأجنبية، وإذا لم يتغير عرض النقود المحلي فالزيادة في عرض السندات المحلي ستؤدي إلى انخفاض في أسعارها وإلى ارتفاع في سعر الفائدة المحلي i_d ومع بقاء باقي العوامل على حالها *Ceteris Paribus* فإن الارتفاع في i_d سيسبب تدفق رؤوس الأموال إلى السوق المحلي *Inflow*، وإذا كان سعر الصرف حراً فالتدفق الرأسمالي سيؤدي إلى ارتفاع في سعر العملة المحلية.

أخيراً تجدر الإشارة إلى أنه في الأمثلة السابقة يكون العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، والارتفاع أو الانخفاض في سعر العملة المحلية مؤقتاً. وتحدث هذه التغيرات كرد فعل أثناء التغير في التوازن المالي. وعندما تتحقق كميات الأصول المرغوب بها سينتهي التدفق من أو إلى السندات الأجنبية أو المحلية، وأن الاختلال في ميزان المدفوعات سيتوقف. وإذا استمر وجود اختلال في ميزان المدفوعات أو استمر التغير في سعر الصرف فإن هذا يعني أن التوازن في المحفظة *Equilibrium in Portfolio Holdings* لم يتحقق وأن عدم التوازن المستمر يحدث إما نتيجة لبطء التكيف أو نتيجة لتغيرات خارجية مستمرة.

المبحث الثالث

التسويات في أسعار الصرف والاختلال في ميزان المدفوعات

Price Adjustments and Balance of Payments Disequilibrium

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- سوق الصرف الأجنبي والطلب على السلع والخدمات الأجنبية.

كيف يؤثر التغير في سعر الصرف على تحركات السلع والخدمات بين الدول؟
أو بعبارة أخرى كيف يؤثر سعر الصرف على الحساب الجاري؟

ننطلق في التحليل من افتراض أن هناك عجزا في الحساب الجاري. وبالتالي فازدياد سعر الصرف، أو الانخفاض في قيمة العملة المحلية يسبب زيادة في قيمة السلع الأجنبية، ويؤدي بالتالي إلى انخفاض في الطلب على السلع المستوردة، وإلى زيادة في الطلب على السلع المحلية البديلة. وتصبح الصادرات المحلية أرخص في نظر المشتري الأجنبي مسببة تحول في مشترياته إلى السلع الرخيصة المستوردة. ويساهم تحول الإنفاق هذا Expenditures Switching في تخفيض العجز في الحساب الجاري للدولة المحلية. مثل هذا الافتراض يقوم على أساس أن المستهلكين والمنتجين يستجيبون بسرعة للتغيرات في سعر الصرف، وأن أسعار السلع المعروضة لا تتغير مع تحول الإنفاق في الدولة المحلية والأجنبية، أي أن العرض كامل المرونة مع افتراض استمرار باقي العوامل على حالها. فالتغيرات في أسعار السلع والخدمات التي حدثت تعكس المرونة للتغير في سعر الصرف الأجنبي Elasticity's approach، أو ما يسمى آلية التسوية السعرية Price adjustment Mechanism التي تتبع التغيرات في سعر الصرف الأجنبي.

سوق الصرف الأجنبي والطلب على السلع والخدمات الأجنبية

للتعرف بدقة على التأثيرات التي يتركها التغير في سعر الصرف الأجنبي على ميزان الحساب الجاري، لابد من فهم القوى الرئيسية في سوق الصرف الأجنبي.

يتولد الطلب على العملة الأجنبية من الطلب على السلع والخدمات الأجنبية، وبالتالي فهو طلب مشتق ويتحدد بالعوامل التي تحدد الطلب على السلع والخدمات. وسعر السلعة أو الخدمة الأجنبية محلياً يساوي سعر السلعة الأجنبية مضروباً بسعر الصرف. ويمكن أن ننظر إلى الطلب المحلي على العملة الأجنبية كعرض للعملة للمحلية، فإذا عرفنا الطلب على العملة الأجنبية في كلتا الدولتين فإن العرض منها سيكون معروفاً أيضاً.

يبين الجدول التالي رقم (١٢-١) الطلب على العملة الأجنبية في دولتين هما الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.

الجدول رقم (١٢-١) الطلب على الواردات وسوق الصرف الأجنبي^١

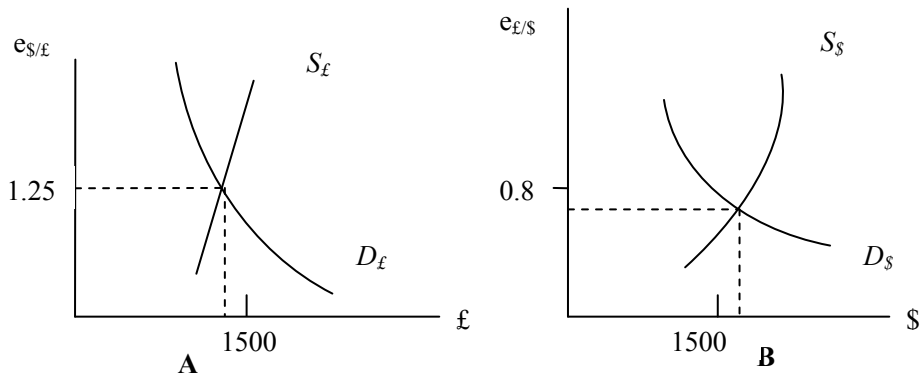
(A) الولايات المتحدة						
سعر الجنيه بالدولارات (١) $e_{\$/\pounds}$	سعر الدولار بالجنيهات (٢) $e_{\pounds/\$}$	سعر السلعة بالجبنيه (٣) P_{uk}	سعر السلعة بالدولار (£) (٤) (P_{us})	الكمية المطلوبة في الولايات المتحدة (٥) Q_{D-US}	قيمة الكمية المطلوبة (£) (٦) $Q_{D\pounds / -US}$	قيمة الكمية المعروضة (\$) (٧) $Q_{\$ S-US}$
£/\$1,50	\$/£0,67	£10	\$15	100	£1000	\$1500
£/\$1,25	\$/£0,80	£10	\$12	140	£1400	\$1750
£/\$1,00	\$/£1,00	£10	\$10	180	£1800	\$1800
(B) بريطانيا						
سعر الجنيه بالدولارات (١) $e'_{\$/\pounds}$	سعر الدولار بالجنيهات (٢) $e_{\pounds/\$}$	سعر السلعة بالدولار (٣) P_{us}	سعر السلعة بالجنيه (£) (٤) (P_{uk})	الكمية المطلوبة في بريطانيا (٥) Q_{D-UK}	قيمة الكمية المطلوبة (\$) (٦) $Q_{D\$ / -UK}$	قيمة الكمية المعروضة (£) (٧) $Q_{\$ \pounds -UK}$
£/\$1,50	\$/£0,67	\$20	£13,33	100	\$2000	£1333
£/\$1,25	\$/£0,80	\$20	£16,00	80	1600	1280
£/\$1,00	\$/£1,00	\$20	£20,00	60	1200	1200

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 529.

(صمم الجدول السابق بحيث أن أسعار السلع المعروضة موضوع التبادل لا تتأثر بالكمية المطلوبة).

يحدث التغيير في أسعار السلع الأجنبية، من خلال التغيير في سعر الصرف من $\$1.50/\pounds$ إلى $\$1.00/\pounds$ كما هو في العمود (١). وعندما تنخفض قيمة الجنيه Depreciates فإن سعر السلع الإنكليزية بالدولار سينخفض، كما هو واضح في الجزء (A) والعمود (٤) من الجدول. ولذلك فإن الكمية المطلوبة من السلع الإنكليزية ستزداد، كما هو مبين في العمود (٥). وبما أن سعر السلع المستوردة بالجنيه ثابت كما يبين العمود (٣)، فإن الزيادة في الكمية المطلوبة من قبل الولايات المتحدة تؤدي إلى زيادة في الكمية المطلوبة من الجنيهات، العمود (٦). وبما أن الكمية المطلوبة من الجنيهات تتغير عكسياً مع سعر الجنيه، فإن الطلب على الجنيه سيأخذ شكل منحنى الطلب العادي بانحدار سلبى. إذا فالتغيرات في سعر الصرف تسببت في تحريك منحنى الطلب على العملة الأجنبية، وهي الجنيه هنا، ويتبعها تغير في الكمية المطلوبة من الجنيهات. كذلك، ينتقل منحنى الطلب إلى اليمين، أي يزداد، نتيجة لزيادة الدخل، والزيادة في الأسعار المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية، وتحول الأذواق إلى السلع المستوردة.

ويشير الجزء (B) من الجدول السابق إلى طلب بريطانيا على السلع الأمريكية. فانخفاض سعر الجنيه من $\$1.5/\pounds$ إلى $\$1.00$ يسبب الانخفاض في الكمية التي تطلبها بريطانيا من السلع الأمريكية (عمود ٥) وكلما قلت الكمية المطلوبة من السلع الأمريكية عند سعر منخفض للجنيه، قلت الكمية المطلوبة من الدولارات (عمود ٦) وهذا الطلب على الدولارات يتحول إلى عرض من الجنيهات (عمود ٧، جزء ب) وبناء على ما سبق أعلاه يمكننا تمثيل سوق الصرف الأجنبي للدولار والجنيه كما في الشكل رقم (١٢-١).

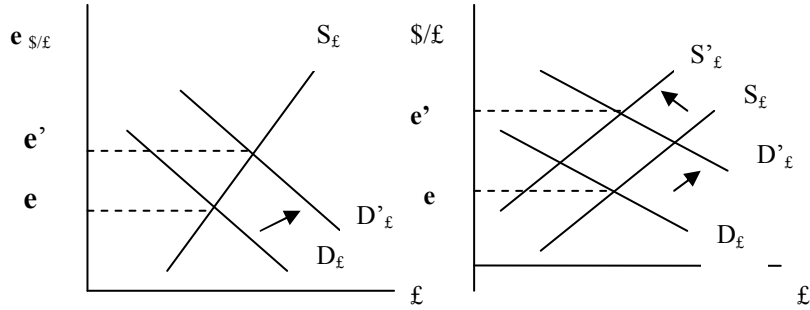


الشكل رقم (١٢-١) العرض والطلب على العملة الأجنبية نتيجة التجارة في السلع والخدمات

يمثل الجزء (A) سوق الجنيهاً من جهة الأمريكيان، بينما يمثل الجزء (B) سوق الدولار من جهة الإنكليز. ويبني منحنى الطلب على الجنيه في الولايات المتحدة على الكميات المطلوبة من السلع الإنكليزية مقابل أسعار الصرف في الجزء (A) من الجدول رقم (١١-١) أما عرض الجنيهاً في أمريكا فيبنى على العمودين الأول والأخير من الجزء (B) في الجدول، وتقاطع منحنى الطلب والعرض يحدد سعر الصرف التوازني، ويقع في هذه الحالة بين \$1,25، \$1,50 للجنيه. وبنفس الطريقة يمكن توضيح سوق الصرف الأجنبي بالنسبة للإنكليز، فالطلب على الدولار وفقاً للعمود السادس من الجدول يوضحه الجزء (B) من الشكل. حيث السعر الممثل على المحور العمودي عكس سعر الصرف في الحالة الأولى، أي £/\$ بدلا من \$/£. وفيما يخص العرض من الدولارات، فكمية الدولارات المعروضة من قبل الأمريكيين كما في العمود السابع من الجدول في الجزء (A) منه عند أسعار الصرف المختلفة تمثل منحنى عرض الدولار، وتقاطع مع منحنى الطلب يحدد سعر الصرف التوازني، وهو في هذه الحالة يقع بين £0.67/\$، £0.80/\$. ومن المهم أن نوضح أن سعر الصرف التوازني في الحالتين عند نفس المستوى لأن الأرقام عكس بعضها البعض. فإذا كان السعر التوازني £1.38/\$ بالنسبة للأمريكيين فإنه يساوي £0.72/\$ بالنسبة للإنكليز.

وتتوجب الإشارة إلى أن التغير في العرض والطلب سيخلق توازناً جديداً. فالزيادة في الدخل، مثلاً، تؤدي إلى زيادة في الطلب على السلع الأجنبية وزيادة في الطلب على العملة الأجنبية تنتقل منحنى الطلب إلى اليمين مما يسبب عجزاً في الحساب

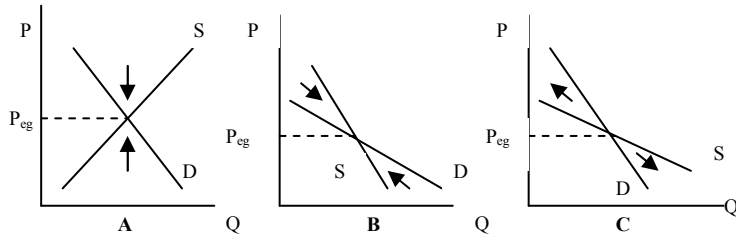
الجاري وارتفاعاً في سعر العملة الأجنبية، وهي الجنيه في مثالنا، وانخفاضاً في سعر العملة المحلية، وهي الدولار هنا. ويحصل نفس الأثر في حالة ارتفاع الأسعار في الولايات المتحدة مقارنة بمثيلاتها في بريطانيا. والشكل رقم (١٢-٢) يوضح الحالة.



الشكل رقم (١٢-٢) التسوية في سوق الصرف الأجنبي

ففي حالة ارتفاع الأسعار في الولايات المتحدة، يزداد طلب الولايات المتحدة على الجنيه، لأن المستهلكين يتحولون من شراء السلع الأمريكية المرتفعة السعر إلى السلع البريطانية. وفي ذات الوقت سينخفض طلب الإنكليز على السلع الأمريكية، وبالتالي عرض الجنيه. والنتيجة مرة أخرى هي ارتفاع الجنيه مقابل الدولار لكي يتوازن الحساب الجاري من جديد.

كانت افتراضاتنا السابقة مبنية على الاستقرار في سوق الصرف. ولكن قد لا تتصف السوق بالاستقرار فما الذي يحصل عندئذٍ؟ يمكننا أن نعرض هنا لعدة حالات كما في الشكل رقم (١٢-٣). حيث يوضح حالة استقرار في السوقين (A,B) وحالة عدم استقرار في السوق (C).



الشكل رقم (١٢-٣) استقرار السوق Market Stability

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 532.

في الجزء A سوق صرف عادي، وتحرك السعر من الوضع التوازني P_{eg} يجعل قوى العرض والطلب تعمل آلياً لإعادة التوازن إلى المستوى السابق. والجزء B يظهر سوقاً مستقرة بالنسبة للسعر بالرغم من أن منحني العرض يتجه سلبياً نحو الهبوط لأن فرض سعر أقل من سعر التوازن يخلق فائضاً في الطلب مما يدفع بقوى السوق لإعادة الوضع إلى مستواه التوازني. وبالتالي يعود السعر إلى وضعه السابق آلياً فيما لو كان هناك سعر أعلى من سعر التوازن. وفيما يخض الجزء C فهو يمثل سوقاً غير مستقرة، وفي حال كان السعر أقل من سعر التوازن فإن فائضاً في العرض يحصل ويؤدي إلى التحرك بعيداً عن سعر التوازن الأصلي، ويحدث نفس الشيء فيما لو كان السعر أعلى من سعر التوازن. والسعر التوازني لن يرجع إلى ما كان عليه سابقاً.

المبحث الرابع

مدخل المرونة إلى سعر الصرف وميزان المدفوعات

منحنى عرض الصرف الأجنبي ذو الانحدار الخلفي

Backward-Sloping Supply Curve of Foreign Exchange

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

• استقرار سوق الصرف الأجنبي وشرط مارشال-ليرنر.

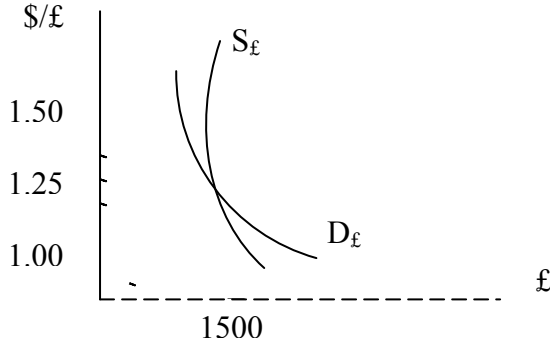
• التسوية السعرية في المديين القصير والطويل.

يبين الجدول رقم (١٢-٢) طلب إنكلترا على السلع الأمريكية.

الجدول رقم (١٢-٢) طلب إنكلترا على السلع الأمريكية

الجنبة مقابل الدولار	الدولار مقابل الجنبة	سعر السلعة بالدولار	سعر السلعة بالجنبة	الكمية المطلوبة في إنكلترا	قيمة الكمية بالدولار	قيمة الكمية بالجنبة
(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)
\$1.50/£	£0.67/\$	\$20	£13.33	92	\$1.840	£1.227
\$1.25/£	£0.80/\$	٢٠	16.00£	85	\$1.700	£1.360
\$1.00/£	£1.00/\$	٢٠	£20.00	75	\$1.500	£1.500

يزداد سعر الواردات الإنكليزية كلما انخفضت قيمة الجنبة كما في العمودين الأول والثاني، ويطلب المستهلكون الإنكليز كميات أقل من السلع الأمريكية، وهم بالتالي يطلبون كميات أقل من الدولارات كما في العمود السادس. ولكن بالرغم من انخفاض الكمية المطلوبة فإن الإنكليز يعرضون كميات أكبر من الجنبهات لشراء الواردات كما في العمود السابع. ويوضح الشكل رقم (١٢-٤) سوق الصرف الأجنبي بالنسبة للامريكان



الشكل رقم (١٢-٤) سوق الصرف الأجنبي

نجد بأننا نحصل على منحنى عرض للجنيهات ينزاح نحو الأعلى وإلى اليمين
Backward Supply. وبما أن منحنى العرض أشد ميلاً من منحنى الطلب فإن السوق
يبقى مستقرًا بالنسبة للسعر.

يشير المثال السابق إلى أن منحنى العرض المنحدر خلفياً يمكن حدوثه حتى في
حال كان منحنى الطلب على الواردات عادي. وبالرجوع إلى الجدولين بالنسبة لإنكلترا
نلاحظ أن التغيير في سعر الصرف قد أنتج تأثيرين:

الأول- هو أنه عندما أصبحت قيمة الدولار أكبر زادت كمية الجنيهات المطلوبة لشراء
كمية معينة من الواردات من الولايات المتحدة؛

الثاني- بنفس الوقت انخفضت كمية الواردات لأن السعر الذي يدفعه الإنكليز أصبح
مرتفعاً. فالزيادة في عرض الجنيهات أو نقصانها نتيجة للتغيير في سعر
الصرف يعتمد على الحجم النسبي لكل من هذين الأثرين. ويمكننا قياس هذه
العلاقة من خلال استخدام المرونة السعرية للطلب، وبما أننا سنتعامل مع
تغيرات كبيرة في السعر والكمية فإنه من المناسب أن نستخدم مقياس نقطة
الوسط (المرونة القوسية) Arc elasticity¹.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 534.

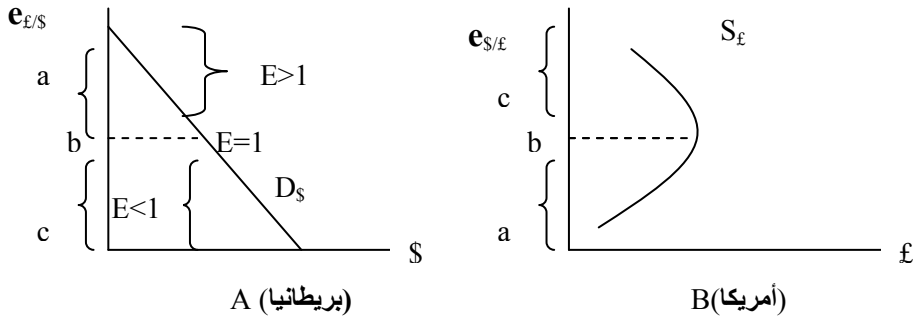
$$E = \frac{\frac{Q_2 - Q_1}{Q_2 + Q_1} \cdot 2}{\frac{P_2 - P_1}{P_2 + P_1} \cdot 2}$$

وبالإشارة إلى الجزء (ب) من الجدول رقم (١٢-١). عندما يزداد السعر في إنكلترا من £13.33 للوحدة إلى £16 كما في العمود الرابع، تنقص الكمية المطلوبة من ١٠٠ وحدة إلى ٨٠ وحدة كما في العمود الخامس. ومعامل المرونة بالتالي:

$$E = \frac{\frac{80 - 100}{80 + 100} \cdot 2}{\frac{16 - 13.33}{16 + 13.33} \cdot 2} = \frac{-20}{2.67} = \frac{-0.222}{0.182} = -1.22$$

ويعني ذلك أن الطلب مرن لأن القيمة المطلقة للنتيجة $| -1.22 |$ أكبر من الواحد وهي تدعم ما نعرفه عن الطلب المرن، إذ أن الارتفاع في السعر يؤدي إلى انخفاض إجمالي الإيراد Total Revenue لأن نسبة التغير في الكمية المطلوبة أكبر من نسبة التغير في السعر، إذا عندما يكون طلب الدولة الأجنبية على السلع المحلية مرناً فإن منحنى عرض الصرف الأجنبي ينحني إيجابياً من اليسار إلى اليمين وفوق.

ونتساءل بالإشارة إلى الجدول (١٢-٢)، ما الذي جعل منحنى العرض يتجه صعوداً وإلى الورا؟ يمكن لمرونة الطلب على الواردات أن تقيدها في الإجابة عن هذا التساؤل. إذا حسبنا مرونة الطلب على الواردات نجد أن السعر ارتفع من £13.33 إلى £16 للوحدة وأن الكمية المطلوبة انخفضت من ٩٢ وحدة إلى ٨٥ وحدة، وأن معامل المرونة يساوي -0.434 أي أن الطلب على الواردات غير مرن. ويعني الطلب غير المرن، أنه عند سعر أعلى للواردات يعرض الإنكليز كميات أكبر من الجنيهات كما في العمود الأخير من الجدول (١٢-٢). إذا في حال كان الطلب الأجنبي على السلع المحلية غير مرن فإن منحنى عرض الصرف الأجنبي سينحني إلى فوق والورا.



الشكل رقم (١٢-٥) الطلب على الواردات ومنحنى عرض الصرف الأجنبي

ويوضح الشكل رقم (١٢-٥) هذا الوضع. حيث يتوافق الجزء a من طلب إنكلترا على الدولار لشراء السلع والخدمات الأمريكية مع الجزء الصاعد من منحنى عرض الجنيهات في الجزء B. وبالمقابل فالجزء من طلب الإنكليز غير المرن على السلع الأمريكية ويمثله الجزء c في الشكل B حيث يبدأ منحنى عرض الجنيه بالميل صعوداً وإلى الورا. والأسعار العالية في بريطانيا (a) في الجزء A من الشكل، يقابلها أسعار صرف منخفضة في الولايات المتحدة (a) من الجزء B في الشكل. وانخفاض الجنيه مقابل الدولار يقابله ارتفاع الدولار مقابل الجنيه. وتمثل النقطة b طلباً أحادي المرونة، وعند نقطة أقل من b يصبح الطلب غير مرن

إذا وباختصار، فإن الدولة التي تواجه طلباً غير مرن على صادراتها ستواجه منحنى عرض للصرف الأجنبي يميل صعوداً وإلى الورا، بينما لو كان الطلب مرناً فإنه ينتج منحنى عرض عادي ميله صاعد وإلى اليمين.

استقرار سوق الصرف الأجنبي وشرط مارشال - ليرنر

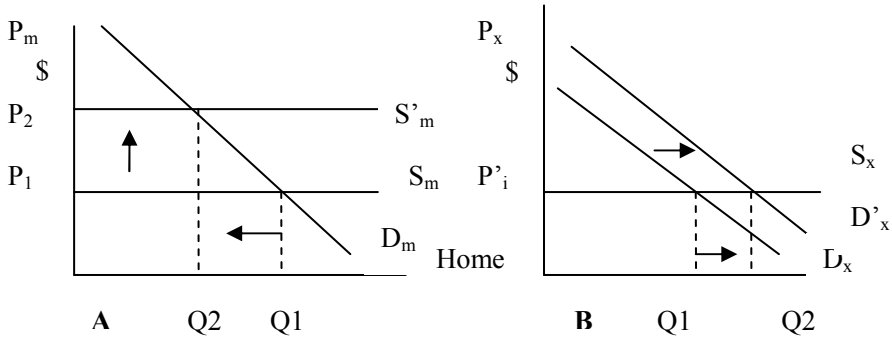
Marshall-Lerner Condition

هل الانخفاض في قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تخفيض الطلب على الصرف

الأجنبي؟ وتحت أية شروط يصبح سوق الصرف الأجنبي غير مستقر؟

إذا استثنينا التحويلات الأحادية وتدفقات رؤوس الأموال فالمشكلة تصبح كيفية تقييم التغير في ميزان الحساب الجاري الذي يحدث نتيجة تغير سعر الصرف. لنناقش في تسويات السعر والكمية الموضحة في الشكل رقم (١٢-٦). يبين الجزء A منحنيات

طلب وعرض الدولة المحلية على الواردات، مفترضين أن أسعار السلع والخدمات في الدولة الأجنبية ثابتة. أما الجزء B فيبين منحنيات عرض وطلب الدولة الأجنبية على الواردات والتي تمثل صادرات الدولة المحلية، مفترضين أيضا ثبات أسعار السلع والخدمات، المعبر عنها في الحالتين بالعملة المحلية \$ (الولايات المتحدة هي الدولة المحلية هنا). وتشير P_1, P_2 إلى الأسعار و Q_1, Q_2 إلى الكميات. لنفترض الآن أن قيمة الدولار انخفضت، فينتقل منحنى العرض S_M إلى فوق إلى S'_M في الجزء A وينتقل منحنى الطلب D_X إلى D'_X في الجزء B. وبما أن قيمة الواردات ارتفعت فالدولة المحلية تطلب كميات أقل من الواردات. أما في الدولة الأجنبية، فإن السعر المحلي لواردها انخفض، الشيء الذي يسبب انتقال منحنى طلبها إلى اليمين.



الشكل رقم (١٢-٦) التغير في سعر الصرف الأجنبي وتأثيره على السوق

ويعتمد التأثير النهائي على ميزان الحساب الجاري، على تغيرات الإنفاق المرتبطة بالتغيرات في سعر الصرف. فإذا كان طلب الدولة المحلية مرناً، فإن ميزان الحساب الجاري سيتحسن إذا انخفضت قيمة العملة لأن الزيادة في الأسعار المحلية للواردات يؤدي إلى تخفيض الإنفاق الكلي على الواردات، كما أن الانخفاض في أسعار الصادرات إلى الأجانب يؤدي إلى زيادة في إنفاقهم على الصادرات المحلية. كذلك يتحسن ميزان الحساب الجاري إذا كان الطلب المحلي أحادي المرونة لأن إجمالي الإنفاق على الواردات يبقى كما هو ولكن إنفاق الأجانب على الصادرات المحلية سيزداد. وإذا كان الطلب المحلي غير مرناً، فإن وقع أو تأثير تخفيض قيمة العملة سيكون غير واضح. وفي هذه الحالة فإن الزيادة في أسعار السلع والخدمات الأجنبية

تؤدي إلى زيادة في الإنفاق على الواردات، والتي ربما تلغى أو لا تلغى من قبل الزيادة في إنفاق الدولة الأخرى على الصادرات المحلية. وما دامت الزيادة في الإنفاق الأجنبي أكبر من الزيادة في الإنفاق المحلي على الواردات، وما دام هناك تحسن في ميزان الحساب الجاري نتيجة لتخفيض قيمة العملة، فإن هناك استقرار في سوق الصرف الأجنبي. وإذا كانت الزيادة في الإنفاق المحلي على الواردات أكبر من الزيادة في الإنفاق الأجنبي على صادرات الدولة المحلية، فإن ميزان الحساب الجاري سيزداد سوءاً مع تخفيض قيمة العملة ويصبح سوق الصرف الأجنبي غير مستقر. وكما يظهر فإن عدم الاستقرار لن يحدث مادام مجموع قيم المرونة السعرية المطلقة للطلب المحلي على الواردات ED_M والمرونة السعرية للطلب على الصادرات المحلية ED_X ، أكبر من الواحد، أي:

$$ED_M + ED_X > 1$$

وفي حالة عدم التوازن في الميزان الجاري (نعبر عنه بالعملة المحلية) يصبح الوضع كالتالي:

$$\frac{X}{M} \cdot |ED_X| + |ED_M| > 1$$

حيث:

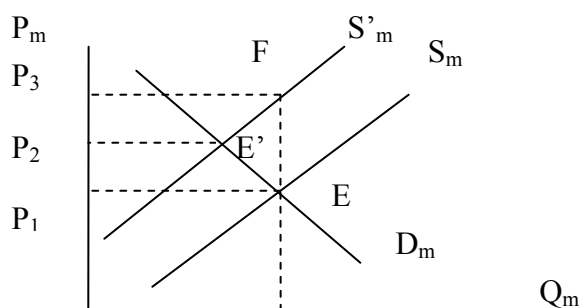
X, M تشيران إلى إجمالي الإنفاق على الصادرات والواردات على التوالي. و يشار إلى هذا الشرط لاستقرار سوق الصرف بشرط مارشال - ليرنر Marshall-Lerner Condition¹. وفي الحالة المذكورة أعلاه تكون منحنيات العرض على الواردات والصادرات أفقية أو مرنة تماماً (لانهائية المرونة) *Infinitely Elastic*.

وإذا درسنا تأثير التغير في سعر الصرف عندما تأخذ منحنيات العرض شكلها العادي نجد أن التحليل يصبح أكثر تعقيداً من الحالة السابقة. فكما يظهر في الشكل رقم (١٢-٧) يسبب الانخفاض في قيمة الدولار انتقال منحنى العرض من S_m إلى S'_m بمقدار نسبة انخفاض قيمة العملة. ونجد أن السعر P_3 المرتبط بالنقطة F مثلاً يزيد عن P_1 بنسبة ١٠% إذا كان الانخفاض في قيمة الدولار يساوي ١٠%. ويحدث الانتقال

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 537.

العمودي بمقدار ١٠% على طول المنحنى S_m . وفي الحقيقة سيكون السعر P_3 هو السعر التوازني الجديد لو كان منحنى S_m أفقياً كما في الحالة السابقة.

ولكن في الشكل (٧-١٢) فإن السعر النهائي P_2 وهو أقل من السعر P_3 ، والتغير النهائي في الإنفاق على الواردات نتيجة لانخفاض قيمة العملة يتطلب ليس فقط النظر إلى مرونة الطلب على الواردات وإنما أيضاً مرونة منحنى S_m ، وهذه المرونات بدورها تعكس المرونات المرتبطة بالاستهلاك والإنتاج في كل من الدولة المحلية والدولة الأجنبية.



الشكل رقم (٧-١٢) استجابة سوق الواردات للتغيرات في سعر الصرف (منحنى العرض غير كامل المرونة) وينطبق نفس التحليل على الصادرات. فانخفاض قيمة العملة المحلية ينقل منحنى الطلب على الصادرات D_x إلى اليمين ونتيجة لذلك سيرتفع سعر السلعة المصدرة، لكي يستقر السوق في حالة صعود منحنيات S_x ، S_m إلى فوق واليمين، ويصبح شرط مارشال- ليرنر أكثر تعقيداً.

إن تقدير المرونات الفعلية في التجارة الدولية أمر صعب خاصة وأن طبيعة التجارة تتصف بالتعقيد والتغير، ولقد حصل اختلاف بخصوص حجم المرونات وبخصوص طرق القياس المستخدمة.

وبالرغم من أن النتائج الإحصائية تبين أن هذه المرونات متدنية إلا أن الإجماع العام من مختلف الدراسات يظهر أن استجابة السوق للتغيرات في السعر كبيرة بما يكفي لحصول استقرار في سوق الصرف الأجنبي.

ويبين الجدول رقم (١٢-٣) نتائج دراسة أجريت لتقدير مرونة الطلب على الواردات والصادرات لسبع دول صناعية في المدينين القصير والطويل.

الجدول رقم (١٢-٣) المرونات السعرية التقديرية للطلب على الصادرات والواردات^١

الدولة	مرونة الواردات السعرية في المدى القصير	مرونة الصادرات السعرية في المدى القصير	مرونة الواردات السعرية في المدى الطويل	مرونة الصادرات السعرية في المدى الطويل
كندا	0.1-	0.5-	0.9-	0.9-
فرنسا	0.1-	0.1-	0.4-	0.2-
ألمانيا	0.2-	0.1-	0.1-	0.3-
إيطاليا	0.0-	0.3-	0.4-	0.9-
اليابان	0.1-	0.5-	0.3-	1.0-
المملكة المتحدة	0.0-	0.2-	0.6-	1.6-
الولايات المتحدة	0.1-	0.5-	0.3-	1.5-

التسوية السعرية في المدينين القصير والطويل

وصلنا مما سبق إلى أن انخفاض قيمة العملة يقلل العجز في الحساب الجاري، وأن ارتفاع قيمتها يقلل الفائض في الحساب الجاري، ما دام مجموع القيم المطلقة لمرونات الطلب الأجنبية والمحلية على الواردات أكبر من الواحد (شروط مارشال - ليرنر). أي أن التغيرات في سعر الصرف تحدث تحويلاً مناسباً في الإنفاق بين السلع الأجنبية والمحلية. وبافتراض وجود عجز في الحساب الجاري فإن الارتفاع في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض في قيمة العملة المحلية) يسبب ارتفاعاً في أسعار السلع الأجنبية ويدفع المستهلكين إلى تخفيض الإنفاق على الواردات وزيادتها على السلع المحلية. وفي نفس الوقت، تصبح الصادرات المحلية أرخص نسبياً بالنسبة للمشتريين الأجانب ولهذا يقومون بتحويل إنفاقهم إلى شراء السلع المستوردة. وقد افترضنا في هذا التحليل أن المستهلكين والمنتجين يتفاعلون بسرعة بحيث أن أسعار العرض لا تتغير مع التحويل في المصروفات في كلا البلدين (أي أن منحنى العرض كامل المرونة).

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 539.

وتجاهلنا أيضاً أية تأثيرات للدخل، وأسعار الفائدة وعوائد الربح المتوقعة أو أية متغيرات أخرى. إضافة إلى ذلك افترضنا أن أي تغيير في سعر الصرف ينعكس بشكل واضح تغيراً في أسعار السلع في الدولة المشتريّة لهذه السلع. فلو حدث، مثلاً، انخفاض في قيمة العملة بمقدار ١٠% ينتج عنه انخفاض في أسعار السلع المحلية بمقدار ١٠% وارتفاع في أسعار السلع الأجنبية بمقدار ١٠% وهذا الموقف يصف ما يسمى النقل (نقل العبء) الكامل لتغيرات سعر الصرف - complete exchange rate pass-through، أي بناء على الافتراضات المذكورة أعلاه يكون شرط مارشال- ليرنر كاف لتحقيق التغير المرغوب في الإنفاق.^١

وكما بينا سابقاً، تميل مروّجات العرض والطلب إلى أن تكون أصغر في المدى القصير منها في المدى الطويل. فمن ناحية الطلب لا يتفاعل المستهلكون في الغالب بسرعة مع التغيرات في الأسعار فهم يحتاجون إلى وقت أطول لتغيير خططهم لشراء السلع ولذا فإنهم بطيئون في تفاعلهم مع للتغيرات في سعر الصرف وفي كثير من الحالات، يصدف أن اتفاقيات قد عقدت من شأنها أن تلزم المستوردين شراء الواردات عند سعر صرف سابق. ولذا فإنه ليس مستغرباً أن كمية الواردات المطلوبة (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة) ومن ثم كمية العملة الأجنبية المطلوبة تبقى نسبياً ثابتة في المدى القصير بالرغم من الانخفاض في قيمة العملة المحلية (أي أن منحى الطلب على الصرف الأجنبي في المدة القصيرة يكون عمودياً) ومع مرور الوقت يقترب منحى الطلب على الصرف الأجنبي من منحى الطلب في المدى الطويل عندما يحدث تفاعل أكبر في الكميات المطلوبة.

أما من ناحية عرض الصرف الأجنبي، فربما لا يزداد عرض الصادرات حالاً نتيجة لتخفيض قيمة العملة، وذلك يعود إلى البطء في أخذ القرارات اللازمة. ويشمل هذا البطء:

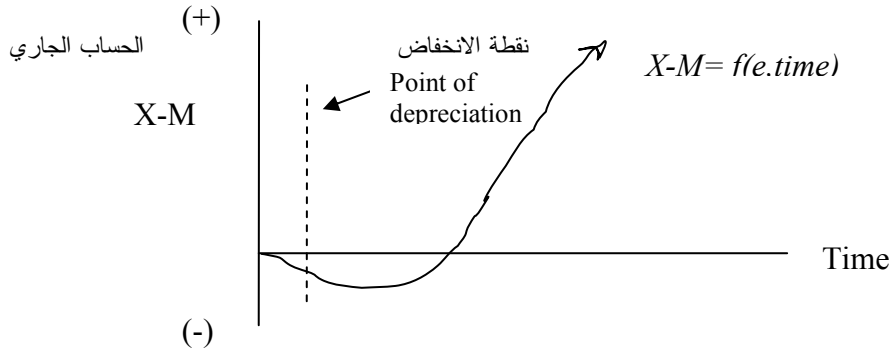
- البطء في معرفة التغير في سعر الصرف Recognition Lag؛
- البطء في إحلال المخزون Inventory Replacement Lag؛

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 540.

- البطء في اتخاذ القرارات Decision-Making Lag؛

- البطء في التسليم Delivery Lag.

وقد لا يزداد عرض الصادرات إذا قرر المنتجون أن يرفعوا السعر المحلي استجابة للطلب الأجنبي المتزايد وإلى الرغبة في زيادة الأرباح قصيرة الأجل على حساب الزيادة في المبيعات. إضافة على ذلك، لا يزداد عرض الصادرات بسبب الاتفاقات التي عقدت والتي تنص على كميات مبنية على سعر الصرف القديم. فإذا لم ترتفع كمية الصادرات في المدى القصير نتيجة لانخفاض قيمة العملة سيأخذ منحنى عرض العملة شكل المنحنى المائل إلى الخلف ما دامت الأسعار المحلية تبقى ثابتة أو لا تزداد بنفس السرعة التي يزداد فيها سعر الصرف. ومع مرور الوقت فإن منحنى العرض يميل إلى اكتساب خصائص المدى الطويل. ومع هذا التغير فإن العجز في الحساب الجاري يبدأ بالانخفاض إلى أن يحدث توازن في المدى الطويل يتفق مع التغير في ظروف السوق. ويمكننا توضيح التغير في الحساب الجاري نتيجة للتغيرات في سعر الصرف مع الزمن كما في الشكل رقم (١٢-٨) ويطلق على المنحنى J curve.



الشكل رقم (١٢-٨) المنحنى J

فإذا كان هناك عجز في الحساب الجاري فإن تخفيض قيمة العملة يتوقع أن يؤدي للتخلص من العجز، ولكن في حال لم توجد استجابة من قبل المستهلكين

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 544.

والمنتجين في المدى القصير فإن تخفيض قيمة العملة يؤدي، في الواقع، إلى زيادة العجز في الحساب الجاري قبل أن يبدأ بالتحسن. إن عدم الاستجابة مهم لصانعي السياسة لأنه يزيد من عدم التعيين الموجود في السوق.

وتشير بعض الدراسات إلى أنه توجد فترة فاصلة Lag بين التغيرات في سعر الصرف وبين استجابة التجارة، وإذا لم تتفق ظروف السوق في المدى القصير مع شرط مارشال - ليرنر للاستقرار فإن سعر الصرف سينطلق $Over-Shoot$ أو يزيد عن سعر الصرف التوازني طويل الأجل الجديد ثم يبدأ بالتراجع مع الاستجابة في المدى الطويل. وإذا أخذنا بالاعتبار منحنى J فالتغير في سعر الصرف سيؤدي في النهاية إلى التأثير على الحساب الجاري. إضافة إلى ذلك، فالانخفاض في سعر الصرف سيزيد من الدخل والتوظيف إذا لم يكن هناك تشغيل كامل، وإذا لم توجد طاقة فائضة فإن تخفيض قيمة العملة سيزيد من الأسعار المحلية فقط ويفسد الهدف من انخفاض قيمة العملة ولن يحدث أي تغيير في الحساب الجاري.

ملخص الفصل الثاني عشر

يولد الفائض في عرض النقود ضغوطاً من شأنها أن تؤدي إلى عجز في ميزان الحساب الجاري. إن وجود فائض في الأرصدة النقدية له أيضاً تأثير على حساب رأس المال الخاص في ميزان المدفوعات. وبما أنه يوجد بديل للاحتفاظ بالأرصدة النقدية كأصول مالية أخرى فإن الأفراد ربما يستخدمون جزءاً من الأرصدة النقدية لشراء هذه الأصول المالية، وشراء هذه الأصول يرفع بدوره أسعارها ويخفض أسعار الفائدة وبنفس الوقت سيشمل شراء هذه الأصول أصولاً مالية أجنبية، ونتيجة كل ذلك سيحدث تدفق رأسمالي إلى الدول الأخرى مسبباً عجزاً في حساب رأس المال الخاص. وعلى اعتبار أن الفائض في الأرصدة النقدية قد تسبب في حدوث عجز في الحسابين الجاري وحساب رأس المال الخاص، فإن هذا بدوره سيؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات، أي سيكون في وضع مدين وبالتالي سيكون حساب التسوية دائماً بالضرورة. يعني ذلك أن السلطات النقدية ستستخدم الاحتياطي الدولي في تسوية هذا العجز، لذلك سيواجه لانخفاض. وبما أن العجز الحاصل كان نتيجة لزيادة عرض النقود نستنتج أن السياسة المناسبة لإنهاء العجز هي إنهاء التوسع في عرض النقود. ولكن الزيادة في عرض النقود في البداية ستقابل بارتفاع في الطلب على النقود، حتى لو لم يتخذ أي إجراء، ولذلك فتأثيرها سينتهي. كما أنه يجب أن نتذكر أن عرض النقود سينخفض لأن العجز في ميزان المدفوعات سيقبل الاحتياطيات الدولية نتيجة الطلب الزائد على العملات الأجنبية لأغراض شراء السلع والخدمات الأجنبية والأصول. وبالطبع، فإن نقصان الاحتياطي الدولي سيؤدي إلى انخفاض في عرض النقود، إذا في النتيجة، الزيادة في عرض النقود ستولد قوى من شأنها أن تعمل آلياً على إنهاء الزيادة وعندما تختفي هذه الزيادة سيعود ميزان المدفوعات إلى التوازن مرة أخرى.

إذا تولدت نتيجة للتوسع في عرض النقود توقعات بأن الأسعار سترتفع فإن هذه التوقعات ستقلل الطلب على النقود، والانخفاض في الطلب على النقود سيزيد من الفائض في عرض النقود. إذا ومع بقاء باقي العوامل الأخرى على حالها فإن وجود

توقعات تضخمية سيزيد من العجز في ميزان المدفوعات. ويحدث عجز في ميزان المدفوعات في ظل سعر الصرف الثابت إذا زاد عرض النقود، بينما تنخفض قيمة العملة إذا زاد عرض النقود في ظل سعر الصرف الحر.

يفترض نموذج الطلب على الأصول المالية أن يتكون الطلب المحلي على هذه الأصول من الطلب على النقود المحلية، السندات المحلية والسندات الأجنبية. وينتج من تحقيق التوازن المالي توازن في أسعار السندات وتوازن في أسعار الفائدة في كل دولة، وتوازن في سعر الصرف. إن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات، والارتفاع أو الانخفاض في سعر العملة المحلية مؤقت. وتحدث هذه التغيرات كرد فعل أثناء التغير في التوازن المالي. وعندما تتحقق كميات الأصول المرغوب بها سينتهي التدفق من أو إلى السندات الأجنبية أو المحلية، وأن الاختلال في ميزان المدفوعات سيتوقف. وإذا استمر وجود اختلال في ميزان المدفوعات أو استمر التغير في سعر الصرف فإن هذا يعني أن التوازن في المحفظة لم يتحقق وأن عدم التوازن المستمر يحدث إما نتيجة لبطء التكيف أو نتيجة لتغيرات خارجية مستمرة.

يساهم تحويل الإنفاق في تخفيض العجز في الحساب الجاري للدولة المحلية. وإذا كان طلب الدولة المحلية على الواردات مرناً، فإن ميزان الحساب الجاري سيتحسن إذا انخفضت قيمة العملة، كذلك يتحسن ميزان الحساب الجاري إذا كان الطلب المحلي أحادي المرونة لأن إجمالي الإنفاق على الواردات يبقى كما هو ولكن إنفاق الأجانب على الصادرات المحلية سيزداد. وإذا كان الطلب المحلي غير مرن، فإن وقع أو تأثير تخفيض قيمة العملة سيكون غير واضح. وفي هذه الحالة فإن الزيادة في أسعار السلع والخدمات الأجنبية تؤدي إلى زيادة في الإنفاق على الواردات، والتي ربما تلغى أو لا تلغى من قبل الزيادة في إنفاق الدولة الأخرى على الصادرات المحلية. وما دامت الزيادة في الإنفاق الأجنبي أكبر من الزيادة في الإنفاق المحلي على الواردات، وما دام هناك تحسن في ميزان الحساب الجاري نتيجة لتخفيض قيمة العملة، فإن هناك استقراراً في سوق الصرف الأجنبي. وإذا كانت الزيادة في الإنفاق المحلي على الواردات أكبر من الزيادة في الإنفاق الأجنبي على صادرات الدولة المحلية، فإن ميزان الحساب الجاري سيزداد سوءاً مع تخفيض قيمة العملة ويصبح سوق الصرف الأجنبي

غير مستقر. ويقلل انخفاض قيمة العملة العجز في الحساب الجاري، وأن ارتفاع قيمتها يقلل الفائض في الحساب الجاري، ما دام مجموع القيم المطلقة لمروونات الطلب الأجنبية والمحلية على الواردات اكبر من الواحد، وهو ما يطلق عليه شرط مارشال - ليرنر. أي أن التغيرات في سعر الصرف تحدث تحويلاً مناسباً في الإنفاق بين السلع الأجنبية والمحلية.

تميل مروونات العرض والطلب إلى أن تكون أصغر في المدى القصير منها في المدى الطويل. فمن ناحية الطلب لا يتفاعل المستهلكون في الغالب بسرعة مع التغيرات في الأسعار فهم يحتاجون إلى وقت أطول لتغيير خططهم لشراء السلع ولذا فإنهم بطيئون في تفاعلهم مع التغيرات في سعر الصرف وفي كثير من الحالات، يصدف أن اتفاقيات قد عقدت من شأنها أن تلزم المستوردين شراء الواردات عند سعر صرف سابق. ولذا فإنه ليس مستغرباً أن كمية الواردات المطلوبة ومن ثم كمية العملة الأجنبية المطلوبة تبقى نسبياً ثابتة في المدى القصير بالرغم من الانخفاض في قيمة العملة المحلية ومع مرور الوقت يقترب منحنى الطلب على الصرف الأجنبي من منحنى الطلب في المدى الطويل.

وقد لا يزداد عرض الصادرات حالاً، نتيجة لتخفيض قيمة العملة. ومع مرور الوقت فإن منحنى العرض يميل إلى اكتساب خصائص المدى الطويل. ومع هذا التغير فإن العجز في الحساب الجاري يبدأ بالانخفاض إلى أن يحدث توازن في المدى الطويل يتفق مع التغير في ظروف السوق. فإذا كان هناك عجز في الحساب الجاري فإن تخفيض قيمة العملة يتوقع أن يؤدي للتخلص من العجز، ولكن في حال لم توجد استجابة من قبل المستهلكين والمنتجين في المدى القصير فإن تخفيض قيمة العملة يؤدي، في الواقع، إلى زيادة العجز في الحساب الجاري قبل أن يبدأ بالتحسن. وتشير بعض الدراسات إلى أنه توجد فترة فاصلة بين التغيرات في سعر الصرف وبين استجابة التجارة، وإذا لم تتفق ظروف السوق في المدى القصير مع شرط مارشال - ليرنر للاستقرار فإن سعر الصرف سينطلق أو يزيد عن سعر الصرف التوازني طويل الأجل الجديد ثم يبدأ بالتراجع مع الاستجابة في المدى الطويل.

مصطلحات الفصل الثاني عشر

المدخل النقدي	الاحتياطي الدولي
تحويل الإنفاق	مدخل الأصول المالية
شرط مارشال-ليرنر	مدخل المحفظة

أسئلة وتدريبات الفصل الثاني عشر

- ١- أوضح تأثير وجود فائض في الأرصدة النقدية على الحساب الجاري في ميزان المدفوعات.
- ٢- أوضح تأثير وجود فائض في الأرصدة النقدية على حساب رأس المال الخاص في ميزان المدفوعات.
- ٣- إذا كان العجز في ميزان المدفوعات نتيجة لزيادة عرض النقود، فما هي السياسة المناسبة لإنهاء هذا العجز؟
- ٤- ناقش الحالة التالية: تشتري السلطات النقدية سندات حكومية في السوق المفتوحة، كيف تؤثر استجابة الأفراد تجاه هذا الإجراء على سعر الصرف؟

الفصل الثالث عشر التوازن في الاقتصاد المفتوح (السياسة الاقتصادية)

Economic Policy in the Open Economy المبحث الأول

السياسة الاقتصادية في الاقتصاد المفتوح

Economic Policy in the Open Economy

سعر الصرف الثابت Fixed exchange Rate

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

● نموذج مونديل - فليمنج.

نبدأ أولاً بتطوير نموذج أساسي لاقتصاد مفتوح يضم السوق النقدي والسوق الحقيقي والقطاع الخارجي (BP/LM/IS) لنستخدمه في دراسة آثار السياسة الاقتصادية المختلفة في ظل سعر صرف ثابت أو لاً ثم سعر صرف متغير أو حر.

نموذج مونديل - فليمنج Mundell-Fleming

كان نموذج Mundell من أوائل النماذج التي ميزت بين آثار السياسة المالية والسياسة النقدية على الاقتصاد، وتوصل إلى الفصل بين السياسات المالية والنقدية عبر توسيع تحليل الحساب الجاري ليضم التدفقات الرأسمالية. ويقصد مونديل بالتوازن الخارجي أو التوازن في ميزان المدفوعات، بأن ميزان الاحتياطي الرسمي يساوي الصفر. ويتأثر تحقيق التوازن الخارجي بكل من السياسة المالية والنقدية. فالزيادة في عرض النقود، مثلاً، تسبب انخفاض أسعار الفائدة، وهذا بدوره يسبب انخفاضاً في تدفقات رؤوس الأموال القصيرة الأجل من الخارج أو زيادة في تدفقات رؤوس الأموال

قصيرة الأجل إلى الخارج وإلى عجز في ميزان المدفوعات. كذلك الأمر، تؤدي الزيادة في المصروفات الحكومية إلى ارتفاع الدخل وزيادة الواردات وعجز في ميزان المدفوعات. وبما أننا افترضنا أن السياسات المالية والنقدية التوسعية ستؤثر في ميزان المدفوعات بنفس الطريقة، فإنه يمكننا أن نستنتج أن المحافظة على التوازن في ميزان المدفوعات عند سعر صرف معين يتطلب استخداماً معاكساً للسياسة المالية والنقدية في هذا النموذج، أي أن السياسة المالية التوسعية يجب أن يصاحبها سياسة نقدية انكماشية والعكس بالعكس.

وتوجد علاقة مشابهة بالنسبة للتوازن الداخلي، فالزيادة في عرض النقود تخفض من سعر الفائدة وتشجع بالتالي النشاط الاستثماري الحقيقي. فإذا أردنا أن لا يكون لهذه السياسة أي تأثير توسعي أو تضخمي، فإن تأثير الزيادة في الاستثمار يجب أن يلغى من خلال تخفيض الإنفاق الحكومي أو من خلال زيادة الضرائب التي من شأنها أن تخفض المصروفات الاستهلاكية. كذلك، فإن المحافظة على التوازن الداخلي يشير إلى أن أي زيادة في الإنفاق الحكومي أو أي زيادة في الإنفاق الاستهلاكي من خلال تخفيض الضرائب، يجب أن تلغى من خلال تخفيض الإنفاق الاستثماري المحلي إذا اتبعت سياسة نقدية انكماشية.

التوازن العام في الاقتصاد المفتوح BP/LM/IS

التوازن العام في السوق النقدي: منحنى LM

يحدث التوازن في السوق النقدي عندما يتساوى العرض والطلب على النقود.

وكما نعرف مما سبق يمكننا أن نكتب المعادلة التالية:¹

$$M_s = L$$

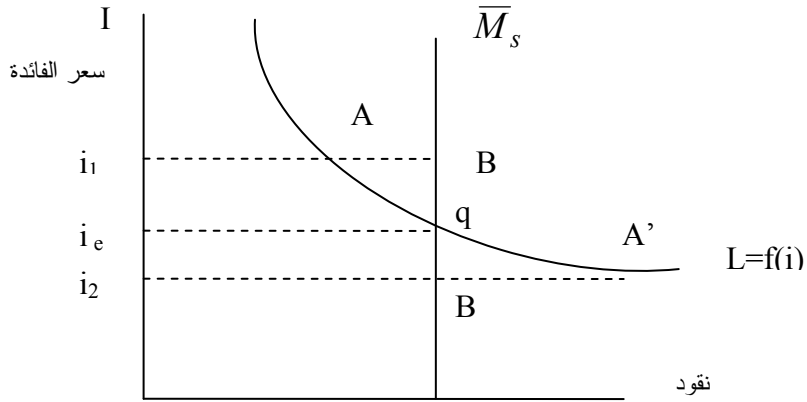
$$a(DR+IR) = a(BR+C) = f [{}^+y, \bar{I}, {}^+p, {}^+w, \bar{E}(p), {}^?O]$$

حيث الإشارات فوق كل متغير في الجهة اليسرى تشير إلى تأثير المتغيرات المستقلة في الطلب على النقود. وبما أن مستوى الدخل وسعر الفائدة هما المؤثران الرئيسيان في الطلب على النقود، فإننا نركز على هذين المتغيرين في دراسة توازن السوق النقدي.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P585.

بافتراض أن المتغيرات الأخرى عدا الدخل Y وسعر الفائدة I ثابتة، سيكون هناك طلب على النقود للتبادل يتحدد بمستوى معين من الدخل، وطلب على النقود لأغراض المضاربة والطلب على أصول نقدية، يتحدد بسعر الفائدة المحلي. وإذا ما أعطينا سعر الفائدة الأجنبي وعلاوة المخاطرة الأجنبية واعتبارات مالية أخرى، فلكل مستوى من الدخل يمكننا رسم منحنى طلب على النقود كما هو مبين في الشكل رقم (١٣-١) أدناه. ويمكننا هذا المنحنى من إلقاء نظرة على العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والطلب على النقود، مفترضين ثبات العوامل الأخرى.

فإذا افترضنا أن سعر الفائدة قد ارتفع فإن هذا يعني أن تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقود ستزداد، ولهذا فإن كمية النقود التي يحتفظ بها الأفراد ستقل. فإذا تغير أي من العوامل الأخرى الثابتة فإن منحنى الطلب سينزاح. مثال ذلك انتقال منحنى الطلب إلى اليمين بفعل الزيادة في الدخل.



الشكل رقم (١٣-١) التوازن في السوق النقدي

ننظر الآن في عرض النقود، ونفترض أنه ثابت، ومسيطر عليه من قبل المصرف المركزي، ويمثله M_s في الشكل السابق. والزيادة أو النقصان في عرض النقود تسبب انتقالاً لهذا المنحنى إلى اليمين أو اليسار، ويتحدد سعر الفائدة التوازني بالعرض والطلب عند النقطة I_e في الشكل. وعند أي سعر آخر سيحدث فائض في العرض أو فائض في الطلب. فعند سعر فائدة I_1 مثلاً نلاحظ أن كمية النقود المطلوبة

I_1A أقل من الكمية المعروضة الممثلة بالمسافة I_1B . فالفائض في عرض النقود AB يشير إلى أن الأفراد يحتفظون بجزء أكبر من الثروة على شكل نقود أكثر مما يرغبون الاحتفاظ به عند هذا المستوى من سعر الفائدة. نتيجة لذلك سيشتري الجمهور أصولاً أخرى كالسندات بالفائض من الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها، وهذا ما سيرفع أسعار السندات ويخفض أسعار الفائدة (العلاقة عكسية بين سعر الفائدة والسند). وتستمر هذه العملية إلى أن ينخفض سعر الفائدة إلى المستوى الذي تتساوى فيه الكمية المطلوبة من النقود مع الكمية المعروضة. وعند سعر الفائدة i_2 أيضاً، يوجد فائض في الطلب وقدره $B'A'$ وفي هذه الحالة يبيع الجمهور سندات وأصولاً أخرى لزيادة أرصدهم النقدية وهذا سيؤدي إلى انخفاض أسعار السندات والأصول الأخرى وارتفاع في أسعار الفائدة إلى أن يتم التوازن عند سعر الفائدة i_e .

ما الذي يحصل عندما يتغير العرض والطلب على النقود؟

إذا زاد المصرف المركزي عرض النقود فإن منحنى M_s في الشكل رقم (١٣-١) سينقل إلى اليمين ويسبب فائضاً في عرض النقود عند سعر الفائدة التوازني القديم i_e ويسبب انخفاضاً في سعر الفائدة إلى المستوى الذي يتقاطع عنده منحنى الطلب L مع منحنى العرض الجديد. وبالذهاب في الاتجاه الآخر من M_s فالانخفاض في عرض النقود سينقل منحنى M_s إلى اليسار، والفائض في الطلب عند i_e الذي يحدث نتيجة لذلك يسبب ارتفاعاً في سعر الفائدة إلى مستوى جديد، وبالإشارة إلى منحنى الطلب فإن الزيادة (الانخفاض) في الطلب على النقود سينقل منحنى L إلى اليمين (اليسار) ويخلق فائضاً في الطلب (العرض) على النقود بالنسبة إلى منحنى M_s وسيرتفع (ينخفض) سعر الفائدة.

ركزنا حتى الآن على سعر الفائدة والتوازن بين العرض والطلب على النقود، ولكن هذا يمثل تحليلاً جزئياً لأننا أهملنا المحدد الآخر للطلب على النقود، وهو مستوى الدخل في الاقتصاد، لذا سنأخذ بعين الاعتبار دور الدخل في التوازن النقدي.

نفترض أن مستوى الدخل قد ازداد، ونتذكر وفقاً للمعادلة (١) أن مستوى الدخل يتناسب طردياً مع الطلب على النقود. في الشكل رقم (١٣-٢) نجد أن المنحنى $L(y_0)$

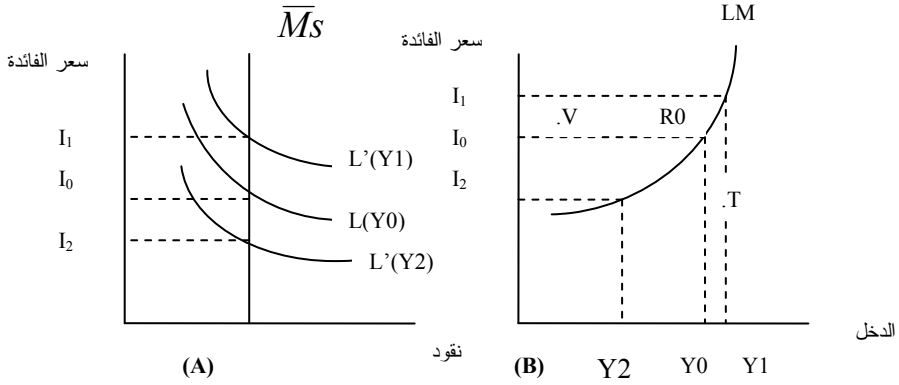
يرتبط بمستوى الدخل y_0 ، فإذا ارتفع الدخل إلى y_1 فإن طلباً جديداً $L'(y_1)$ سيأخذ مكانه وأن كميات أكبر من النقود تطلب عند هذا المستوى الأعلى من الدخل وسيرتفع مستوى الفائدة التوازني من i_0 إلى i_1 ، وأيضا الانخفاض في الدخل من y_0 إلى y_2 يؤدي إلى انخفاض منحنى الطلب على النقود إلى $L''(y_2)$ وإلى انخفاض في سعر الفائدة التوازني إلى i_2 .

يؤدي التحليل السابق للعلاقة بين مستوى الدخل وسعر الفائدة والتوازن النقدي إلى منحنى LM، ويبين المنحنى الحالات المختلفة من الدخل وسعر الفائدة المنتجة للتوازن في السوق النقدي كما هو في الجزء (B) من الشكل (١٣-٢). وتبين كل نقطة على هذا المنحنى المساواة بين العرض والطلب على النقود عند كل مستوى من الدخل وسعر الفائدة. فمثلاً عند النقطة R_0 مستوى الدخل y_0 وسعر الفائدة i_0 يعطيان توازناً في السوق النقدي عندما يكون عرض النقود M_s .

ما السبب في أن منحنى LM ينحني صعوداً إلى فوق واليمين؟

لنفرض أن مستوى الدخل يزداد من y_0 إلى y_1 ، وكما بينا سابقاً، فإن الزيادة في الدخل تزيد من الطلب على النقود وتنقله من L إلى L' في الشكل (١٣-٢) الجزء (A)، ونتيجة لذلك سيرتفع سعر الفائدة من i_0 إلى i_1 ، كذلك، إذا انخفض الدخل من y_0 إلى y_1 فإن الانخفاض في الطلب على النقود إلى L'' سيخفض سعر الفائدة إلى i_2 . من هنا نرى أن أي نقطة إلى يمين المنحنى LM كالنقطة T ترتبط مع فائض في الطلب على النقود، وعند نقطة T يكون سعر الفائدة منخفضاً قياساً إلى المستوى من الدخل، إذ يتطلب التوازن في السوق النقدي سعر فائدة أعلى. كذلك فإن أي نقطة إلى يسار منحنى LM كالنقطة V ترتبط بفائض في عرض النقود، وعند مستوى الدخل الذي يرتبط بالنقطة V يجب أن يكون سعر الفائدة أقل لكي يتحقق توازن في السوق النقدي. إن الزيادة في الطلب على النقود (نتيجة لتغير عوامل أخرى غير الزيادة في الدخل) والانخفاض في عرض النقود، سينقل منحنى LM إلى اليسار، وفي كلا الحالتين سيرتفع سعر الفائدة لكل مستوى من الدخل.¹

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P585.

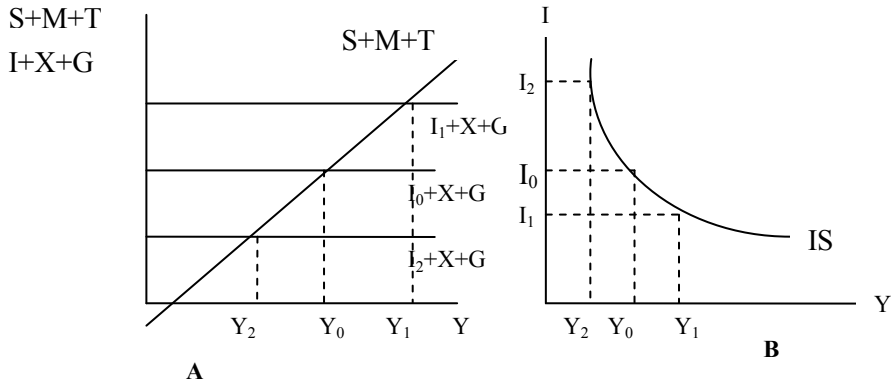


الشكل رقم (١٣-٢) الدخل وسعر الفائدة (منحنى LM)

التوازن العام في القطاع الحقيقي (منحنى IS)

لكي يحصل التوازن في الدخل يجب أن تتساوى "التسربات" المؤلفة من الادخار والواردات والضرائب مع "الحقن" المكونة من الاستثمار والصادرات والإنفاق الحكومي، مع افتراض أن سعر الفائدة ثابت، وبالتالي مع إهمال القطاع النقدي. والآن دعونا نلغي هذا الافتراض. والشكل رقم (١٣-٣) يصور منحنى IS.

كما نلاحظ في الشكل رقم (١٣-٣) الجزء (A) فكل سعر فائدة يرتبط بمستوى معين من تدفقات الدخل $(I+X+G)$ فمثلاً سعر الفائدة iq يبقى ثابتاً عندما نأخذ بعين الاعتبار منحنى $I(iq)+X+G$. ويرتبط مع سعر الفائدة iq والدخل التوازني $Y0$. ما الذي يحصل لو خفضنا سعر الفائدة من iq إلى $i1$ ؟ سيزيد المستثمرون من استثماراتهم لأن تكلفة أخذ القروض انخفضت وأصبحت بعض المشاريع الاستثمارية مربحة، وبما أن الاستثمار يستجيب للتغير في سعر الفائدة، فإن سعر الفائدة $i1$ يرتبط مع منحنى الاستثمار أو منحنى $I+X+G$ أعلى وينتقل المنحنى إلى فوق $I'(i)+X+G$ ويتقاطع مع منحنى $S+M+T$ عند مستوى دخل أعلى $Y1$. كذلك الارتفاع في سعر الفائدة من $i0$ إلى $i2$ يسبب انتقال منحنى $I(i0)+X+G$ إلى أسفل إلى $I'(i2)+X+G$ عند مستوى دخل $Y2$. وتعطينا هذه العلاقة بين سعر الفائدة والاستثمار والدخل التوازني المترتب عليها معلومات نحتاجها في تكوين منحنى IS.



الشكل رقم (١٣-٣) الدخل وسعر الفائدة (منحنى IS)

ويظهر منحنى IS حالات مختلفة من الدخل وسعر الفائدة المنتجة للتوازن في القطاع الحقيقي في الاقتصاد، وهذا يعني أن منحنى IS يبين الحالات من الدخل وسعر الفائدة التي تجعل الاستثمار زائد الصادرات والإنفاق الحكومي يتساوى مع الادخار زائد الواردات والضرائب. ففي الشكل (١٣-٣) الجزء (B) يرتبط سعر الفائدة i_0 مع مستوى الدخل y_0 لأن هذا سيكون مزيجاً من سعر الفائدة والدخل الذي يولد المساواة بين $S+M+T$ وبين $I+X+G$ وبنفس الطريقة ينطبق هذا على أسعار الفائدة i_1 و i_2 اللذين يرتبطان بالدخلين Y_1, Y_2 على التوالي.

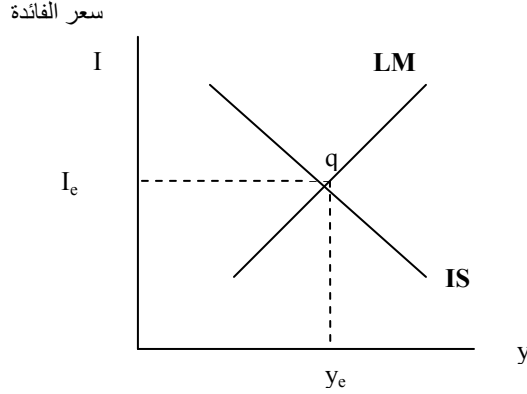
ما الذي يسبب انتقال منحنى IS؟

من الواضح أن أي تغير في الاستثمار المستقل أو التلقائي وفي الصادرات والإنفاق الحكومي والادخار والضرائب أو في الواردات سينقل منحنى IS. فالزيادة في الاستثمار التلقائي، الصادرات أو في الإنفاق الحكومي أو الانخفاض في الادخار والضرائب والواردات سينقل منحنى IS إلى اليمين، والانخفاض في I, X, G أو الزيادة في T, X, S سينقل منحنى IS إلى اليسار.

التوازن في القطاعين النقدي والحقيقي

لكي نحدد الدخل وسعر الفائدة في وقت واحد آخذين بعين الاعتبار القطاعين النقدي والحقيقي، يجب علينا أن نرسم منحنى LM، IS، معاً كما في الشكل رقم (١٣-٤).

يحصل التوازن عند النقطة q حيث الدخل التوازني Y_e وسعر الفائدة i_e ، وهي التشكيلة الوحيدة من الدخل وسعر الفائدة التي تعطي توازنا في وقت واحد في القطاعين النقدي والحقيقي.



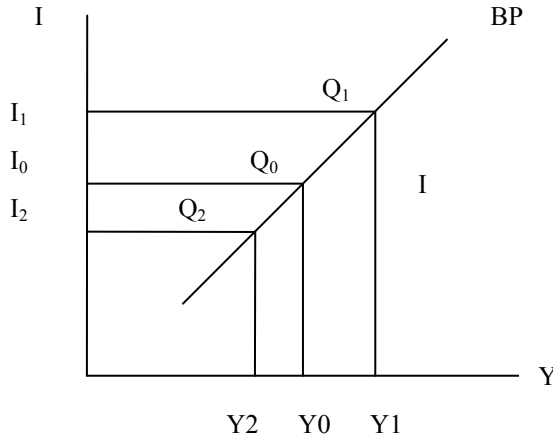
الشكل رقم (١٣-٤) التوازن في القطاعين النقدي والحقيقي

توازن ميزان المدفوعات (منحنى BP) (Balance of Payments)

يبين منحنى BP الحالات المختلفة من الدخل وسعر الفائدة التي تنتج التوازن في ميزان المدفوعات. ونحاول فيما يلي أن نضم كلا من الحساب الجاري، وتدفقات رؤوس الأموال (طويلة وقصيرة الأجل). وبعبارة أخرى، سنركز على جميع بنود ميزان المدفوعات ما عدا حساب الاحتياطي الرسمي، وهذا يعني أن التوازن في ميزان المدفوعات معناه أن الاحتياطي الرسمي يساوي الصفر. ولأغراض الوصول إلى منحنى BP سندرس كيفية تأثير مستوى الدخل وسعر الفائدة على ميزان المدفوعات، ويجب أن نشير إلى أن تكوين منحنى BP مبني على افتراض أن سعر الصرف ثابت، كما نفترض أن متغيرات أخرى كسعر الفائدة الأجنبي، ومستوى الأسعار الأجنبية وسعر الصرف المتوقع، والثروة الأجنبية كلها ثابتة. كما أن الدخل في هذا التحليل يفترض أن يؤثر على الحساب الجاري من خلال تأثيره على الواردات. ومع بقاء باقي العوامل الأخرى ثابتة، فإن الزيادة في الدخل تسبب زيادة في الواردات (من خلال الميل الحدي للاستيراد مضروباً بالتغير في الدخل)، وبما أن الصادرات مستقلة عن الدخل فإن الارتفاع في الواردات يعني أن الحساب الجاري يميل إلى التدهور (يتحرك

نحو العجز) بمقدار الارتفاع في الواردات. ويحدث عكس هذه التغيرات إذا انخفض الدخل. أما بالنسبة إلى سعر الفائدة فإنه يفترض أن تأثيره الرئيسي يقع على ميزان حساب رأس المال، خاصة حساب رأس المال قصير الأجل. فإذا ارتفع سعر الفائدة فإن رؤوس الأموال قصيرة الأجل ستتدفق من الخارج لكي تحصل على سعر فائدة أعلى كما أن بعض رؤوس الأموال قصيرة الأجل المحلية ستبقى بدلاً من الخروج، وهذا التدفق في رؤوس الأموال يعمل على حدوث فائض في حساب رأس المال، أما إذا انخفض سعر الفائدة فإن العكس سيحدث.

مع ما سبق ذكره، دعونا الآن ننتقل إلى منحنى BP في الشكل (١٣-٥). بما أن المنحنى يبين الحالات المختلفة من الدخل وسعر الفائدة التي تنتج توازناً في ميزان المدفوعات، فإن نقطة Q_0 تمثل إحدى نقاط التوازن، عندما يكون الدخل عند مستوى Y_0 وسعر الفائدة عند i_0 .



الشكل رقم (١٣-٥)

ما سبب ميل BP إلى فوق واليمين؟

لنفرض أننا نبدأ من نقطة Q_0 وأن الدخل بدأ بالارتفاع. تسبب هذه الزيادة في الدخل (مع بقاء سعر الفائدة كما هو) التحرك من نقطة Q_0 إلى يمينها. هذا التحرك يسبب عجزاً في ميزان المدفوعات لأن الزيادة في الدخل سببت زيادة في الطلب على الواردات، وإذا ارتفع سعر الفائدة من i_0 إلى i_1 فإن هذا العجز سيختفي. لماذا؟ لأن

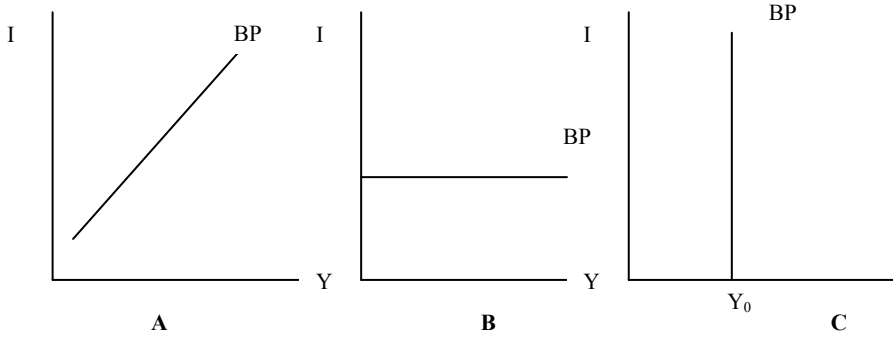
الارتفاع في سعر الفائدة سيشرح على تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل من الخارج وهذه لها تأثير ايجابي على ميزان المدفوعات من شأنها أن تلغي التأثيرات السلبية على الحساب الجاري عندما تصل إلى نقطة Q1 وهكذا فإن نقطة Q1 تبين أن توليفة $y1, I1$ تنتج توازناً آخر في ميزان المدفوعات، ومن الواضح أن نقطة Q2 مع دخل Y2 وسعر فائدة $i2$ تمثل نقطة توازن أخرى في ميزان المدفوعات. وتجدر الإشارة إلى أن مقدار الميل في منحنى BP يعتمد على درجة استجابة حساب رأس المال قصير الأجل للتغيرات في سعر الفائدة وكلما كانت استجابة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل أقل إلى التغير في سعر الفائدة كلما كان منحنى BP أكثر ميلاً، وكلما كانت الاستجابة كبيرة كلما كان منحنى BP أقل ميلاً.

افترضنا أن التوازن في القطاع الخارجي يتحدد بمنحنى BP الايجابي الميل إلى أعلى واليمين. ولكن هذه الحالة ليست دائمة، لأن العلاقة بين سعر الفائدة والدخل تكون نتيجة لوجود عقبات أمام تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل بين الدول. فحالة ميل منحنى BP ايجابياً إلى أعلى واليمين يشار إليها بحالة تحرك رأس المال غير الكامل Imperfect Capital Mobility¹. وتفترض هذه الحالة أن رؤوس الأموال ليست مقيدة بالكامل ولهذا لا يزيل هذا التحرك الفروق بين أسعار الفائدة المحلية وأسعار الفائدة الدولية، وذلك لأن الأصول الأجنبية والمحلية ليست بدائل تامة وذلك يعني أنه توجد علاوة مخاطرة على الأصول الأجنبية وبالتالي يكون سعر الفائدة المحلي أعلى من سعر الفائدة الدولي لأن صافي تدفق رأس المال إلى الدولة المحلية يعني أن المستثمرين الأجانب يتعرضون للمخاطرة لأنهم يحتفظون بأصول الدولة المحلية.

ويمكننا مقارنة منحنى BP الصاعد مع منحنى BP الحاصل في ظل تحرك كامل لرؤوس الأموال Perfect Capital Mobility، حيث يكون أفقياً عند سعر الفائدة الدولي i_w . وبالإشارة إلى الشكل رقم (١٣-٦)، نجد أن استجابة رأس المال للتغير في سعر الفائدة كاملة. فمثلاً لو فرضنا أن العرض المحلي من النقود قد زاد وأدى إلى انخفاض في سعر الفائدة، مما يدفع المستثمرين إلى تحريك أموالهم إلى الخارج،

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit,P.593.

ويسبب ذلك التحرك عجزاً في ميزان المدفوعات ويخفض كمية الاحتياطي الأجنبي وبالتالي ينخفض عرض النقود، ويستمر هذا الانخفاض إلى أن يرتفع سعر الفائدة المحلية من جديد ليتساوى مع الفائدة الدولية.



الشكل رقم (١٣-٦) منحنى BP عند مستويات مختلفة من تحرك رؤوس الأموال

بما أن سعر الفائدة لا يتغير في حالة تحرك رؤوس الأموال التام، فما هو تأثير التغير في المتغيرات الاقتصادية الأخرى على القطاع الخارجي؟ يتأثر ميزان المدفوعات بمتغيرات كسعر الصرف وأسعار السلع المتبادلة وبأسعار المتوقعة وبمعدل الربح المتوقع في الدولتين، كما يتأثر بمستوى الدخل وسعر الفائدة. لنفرض أن معدل الربح المحلي يزداد وهو بدوره يشجع تدفقاً من الخارج لاستثمارات طويلة الأجل (حيث يحدث تحسناً في حساب رأس المال) ويزداد الدخل المحلي. ولكي يحافظ المصرف المركزي على سعر الصرف فإنه يشتري كميات كافية من العملات الأجنبية بالعملة المحلية مسبباً زيادة في عرض النقود المحلي وزيادة في الدخل والزيادة في الدخل تشجع على زيادة الواردات وتدهور في الحساب الجاري بكمية تساوي التحسن في حساب رأس المال. إذا، التغيرات في العوامل الاقتصادية ستسبب في النهاية تغيرات في عرض النقود المحلي حتى يحدث التوازن مرة أخرى.

في النهاية، إن ميل منحنى BP يعكس طبيعة تحرك رؤوس الأموال في الدولة موضوع الدراسة، فكلما كانت تدفقات رؤوس الأموال مقيدة أكثر ولا يسمح لرؤوس الأموال قصيرة الأجل بالتحرك نتيجة للتغير في سعر الفائدة المحلي كلما كان ميل منحنى BP أكثر انحداراً، كذلك كلما كانت تحركات رؤوس الأموال أقل تقييداً وكلما كانت الدولة موضوع الدراسة صغيرة الحجم مالياً كلما كان منحنى BP أقل ميلاً.

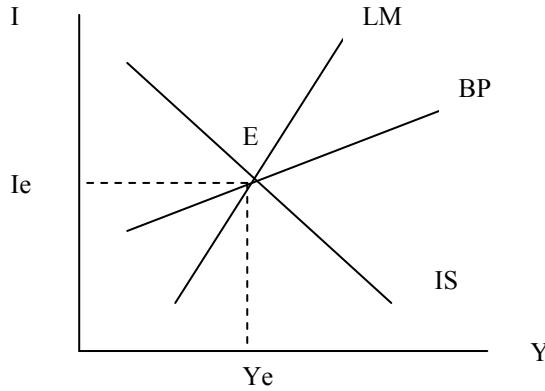
المبحث الثاني

التوازن في الاقتصاد المفتوح

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- آثار السياسة المالية في ظل سعر الصرف الثابت.
- آثار السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت.
- تأثير التغير الرسمي في سعر الصرف.

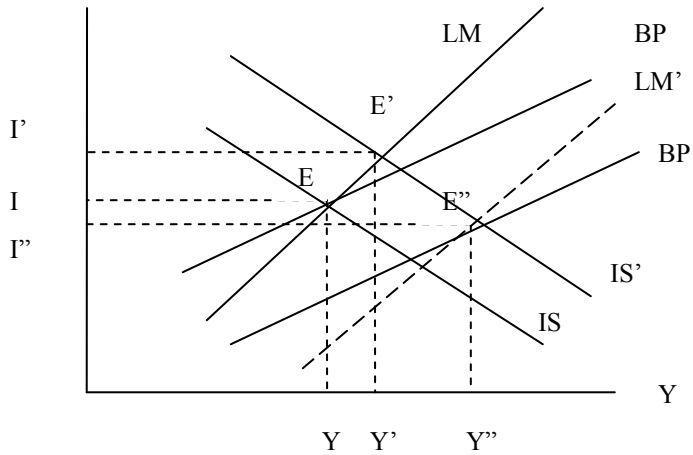
خطوة أخيرة ولمناقشة السياسة الاقتصادية في اقتصاد مفتوح سنجمع المنحنيات BP,IS,LM بعضها مع بعض في الشكل رقم (١٣-٧).



الشكل رقم (١٣-٧) التوازن المتزامن في القطاعين النقدي والحقيقي وميزان المدفوعات

يحدث التوازن في وقت واحد عند تقاطع المنحنيات الثلاثة وعند سعر فائدة i_e ودخل Y_e ومن المهم أن نتذكر أن هذا الوضع التوازني قد لا يكون الأمثل من جهة أهداف الدولة الاقتصادية، وفي هذه الحالة هناك دور للسياسة الاقتصادية لكي تحقق هذه الأهداف.

لننظر الآن في طبيعة هذا التوازن والتعديلات التي تدفع هذا النظام باتجاه التوازن. بداية، ننظر في آلية التسوية في ميزان المدفوعات في ظل نظام صرف ثابت. نبدأ باقتصاد في حالة توازن عند نقطة E وعند مستوى دخل Y^* وسعر فائدة I8 كما هو مبين في الشكل رقم (١٣-٨).



الشكل رقم (١٣-٨) التسوية الآلية في ظل نظام الصرف الثابت

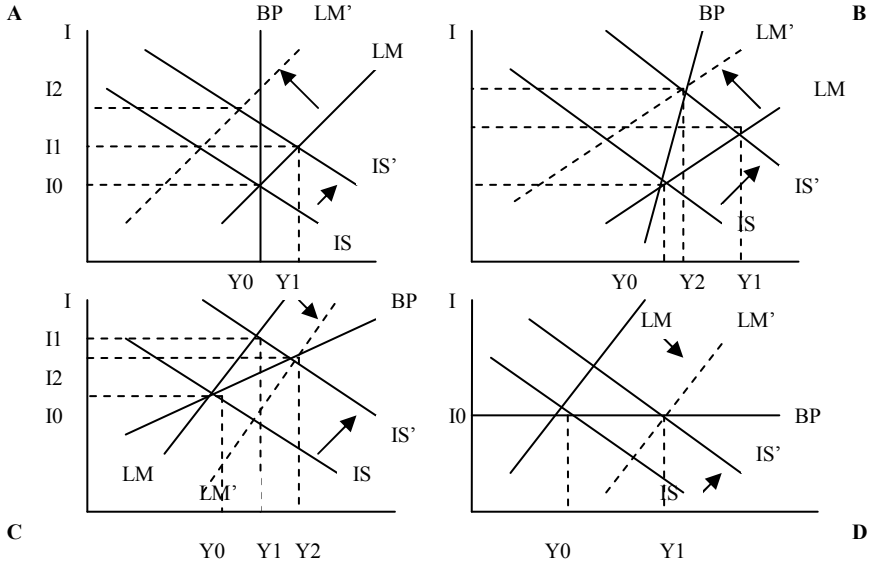
ما الذي يحصل للاقتصاد إذا ما تعرض لحدث ما؟

نفرض مثلاً أن الدخل الأجنبي ازداد مسبباً ارتفاعاً في الصادرات المحلية والتي بدورها تنقل منحنى BP يميناً إلى BP' . وسيحصل فائض في ميزان المدفوعات ما دام الاقتصاد المحلي باق عند نقطة التوازن E، ولكن التوازن المحلي لن يبقى للأبد عند I^* , y^* لأن التوسع في الصادرات يسبب انتقال منحنى IS وارتفاعاً في الدخل إلى نقطة توازن جديدة E' وعند مستوى دخل أعلى Y' وسعر فائدة أعلى I' . وبما أن الدولة تتبع سعر صرف ثابت، أي أنها تلتزم بالمحافظة على قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي، فإن المصرف المركزي يكون على استعداد لشراء الفائض من العملة الأجنبية لمنع أي ارتفاع في قيمة العملة المحلية. وبسبب شراء العملة الأجنبية بالعملة المحلية سيحدث توسع في عرض النقود المحلية، ويحدث انتقال لمنحنى LM إلى اليمين. وتستمر هذه التسوية الآلية إلى أن ينتهي الفائض في ميزان المدفوعات، وذلك

عندما تتقاطع منحنيات IS, LM, BP عند النقطة E'' وعند دخل Y'' وسعر فائدة I'' بما يتفق مع المستوى الأعلى من الصادرات.

آثار السياسة المالية في ظل سعر الصرف الثابت

يمكننا أن نعرض لتأثير السياسة المالية وفق افتراضات مختلفة تتعلق بدرجة تحرك رؤوس الأموال بالاستعانة بالشكل رقم (١٣-٩).



الشكل رقم (١٣-٩) السياسة المالية: حالة سعر صرف ثابت ومستويات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال
 نبحث أولاً في تأثير السياسة المالية مشترطين أن تكون رؤوس الأموال غير متحركة كلية كما هو مبين في الجزء (A) من الشكل. بداية من Y_0, I_0 فإن أي زيادة في الإنفاق الحكومي أو انخفاض في الضرائب ينقل منحنى IS إلى اليمين ويشكل ضغطاً على الدخل المحلي وأسعار الفائدة باتجاه الارتفاع. ومع التوسع في الاقتصاد، تحدث زيادة في الطلب على الواردات والعملات الأجنبية، ولكي يحافظ المصرف المركزي على ثبات سعر الصرف سيبيع عملات أجنبية ليحصل على العملة المحلية، ونتيجة لذلك سينخفض عرض النقود وهذا يسبب انتقال منحنى LM إلى اليسار وتستمر هذه العملية إلى أن يرتفع سعر الفائدة المحلي بمقدار يلغي الزيادة في الإنفاق الحكومي. والأثر الوحيد لزيادة الإنفاق الحكومي في هذه الحالة وفي ظل سعر الصرف الثابت هو

حذف Crowding Out كمية من الاستثمار المحلي تساوي الزيادة في الإنفاق الحكومي. ويبقى مستوى الدخل والتوظيف على ما كان عليه في البداية، وهذا يعني أن السياسة المالية غير فعالة في تحفيز الدخل والتوظيف في حالة عدم التحرك التام لرأس المال.¹

بالإشارة إلى الجزء (B) من الشكل رقم (١٣-٩) فإنه يعكس بعض التحرك في رؤوس الأموال ولكن استجابة رؤوس الأموال للتغير في سعر الفائدة قليلة بحيث أن منحنى BP أشد ميلاً من منحنى LM. في البداية من I_0 , Y_0 تؤدي الزيادة في الإنفاق الحكومي إلى توازن جديد عند I_1 , Y_1 وهذا يؤدي إلى ظهور عجز في ميزان المدفوعات. ولكي تواجه الحكومة هذا العجز يجب عليها المحافظة على سعر الصرف الثابت من خلال شراء العملة المحلية بالاحتياطي من العملات الأجنبية لديها، وعندما يحدث هذا فإن عرض النقود سينخفض ويسبب انتقالاً لمنحنى LM إلى اليسار إلى أن يصل الدخل وسعر الفائدة إلى مستوى يتفق مع التوازن في ميزان المدفوعات. ويمثل التوازن الجديد I_2 , Y_2 ونلاحظ هنا أن السياسة المالية لها بعض التأثير على زيادة الدخل والتوظيف. ومن الواضح أنه كلما كان تحرك رؤوس الأموال قليلاً (عندما يكون منحنى BP أشد ميلاً) كانت السياسة المالية أقل تأثيراً في تغيير مستوى الدخل والتوظيف.

أما بالنسبة للجزء (C) في الشكل فإنه يمثل حالة حيث توجد درجة من عدم تحرك رؤوس الأموال لأن منحنى BP يصعد إلى فوق واليمين ولكن ميزان المدفوعات يتجاوب أكثر مع التغير في سعر الفائدة من سوق النقد المحلي الممثل بمنحنى LM. فالسياسة المالية التوسعية تسبب زيادة في الدخل Y_0 وسعر الفائدة I_0 إلى I_1 , Y_1 وفائض في ميزان المدفوعات لأن الزيادة في تدفق رؤوس الأموال القصيرة الأجل تفسر الزيادة في الواردات التي نتجت عن الزيادة في الدخل. ومع حدوث فائض في ميزان المدفوعات يضطر المصرف المركزي إلى شراء الفائض من القطع الأجنبي للمحافظة على سعر الصرف، ونتيجة لذلك سيزداد عرض النقود وينتقل منحنى LM

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P.601.

إلى اليمين. والزيادة في عرض النقود تسبب زيادة مرة أخرى في الدخل إلى Y_2 وسعر الفائدة إلى I_2 وفي هذه الحالة تكمل السياسة المالية التأثيرات النقدية المرتبطة بالتسوية الآلية في ظل سعر صرف ثابت.

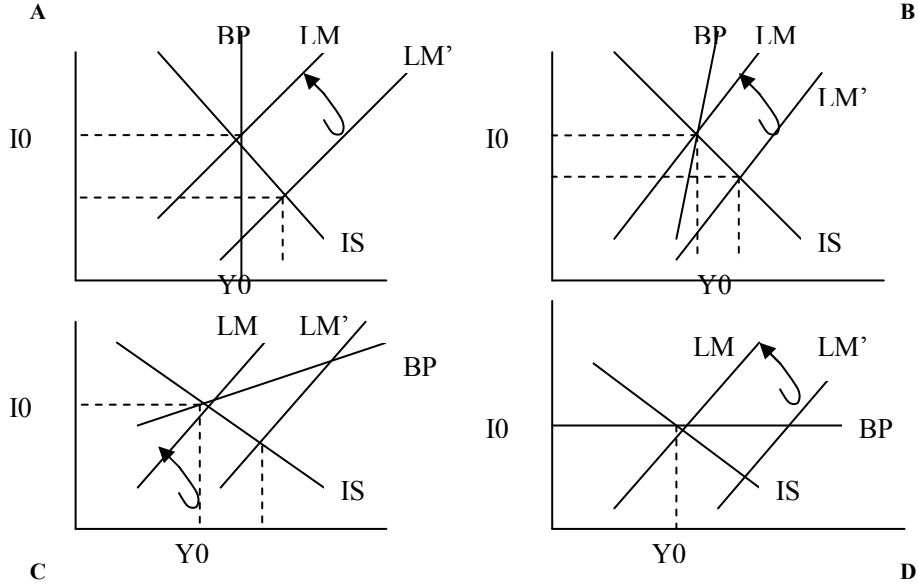
ننظر في الحالة الأخيرة لدينا، حيث يوجد تحرك كامل في رؤوس الأموال الذي يبينه الجزء (D) من الشكل. تشبه هذه الحالة سابقتها، إلا أنه يوجد حذف للاستثمار المحلي لأن سعر الفائدة يبقى ثابتاً عند المستوى الدولي، وذلك لأن رؤوس الأموال القصيرة الأجل تستجيب تلقائياً وبشكل كبير لأدنى تحرك في سعر الفائدة. فالزيادة في الإنفاق الحكومي تسبب ارتفاعاً في سعر الفائدة الذي يحفز بدوره تدفق رؤوس الأموال ويسبب فائضاً في ميزان المدفوعات. ولكي يحافظ المصرف المركزي على سعر الصرف الثابت فإنه يشتري الفائض في الاحتياطي الأجنبي بالعملة المحلية، وهذا بدوره يزيد عرض النقود ويستمر إلى أن ينخفض سعر الفائدة ويفسر الزيادة في الإنفاق الحكومي. ويبين الشكل هذه التسوية من خلال انتقال منحنى LM إلى اليمين ليتقاطع مع IS عند نقطة على منحنى BP الأفقي. والسياسة المالية في هذه الحالة يكون تأثيرها كاملاً في ظل التحرك الكامل لرؤوس الأموال.

آثار السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت

يبين الشكل رقم (١٣-١٠) تأثير السياسة التوسعية ضمن افتراضات مختلفة بالنسبة إلى تحرك رؤوس الأموال. وبداية من I_0 , Y_0 ندرس تأثير انتقال منحنى LM نتيجة لزيادة عرض النقود. فالجزء (A) من الشكل يصف موقفاً حيث لا يوجد تحرك في رؤوس الأموال، والأجزاء الأخرى من الشكل تبين درجات متزايدة من تحرك رؤوس الأموال.

تتقل الزيادة في عرض النقود منحنى LM إلى اليمين، وفي كل حالة يحدث تقاطع جديد بين IS, LM عند مستويات مختلفة من I, Y التي تقع تحت أو إلى اليمين من منحنى BP وينجم عن ذلك عجز في ميزان المدفوعات. وعند تدخل المصرف المركزي لكي يوفر العملة الأجنبية فإن الدولة ستخسر جزءاً من احتياطياتها من العملات الأجنبية وسيقل عرض النقود ويتجه منحنى LM إلى اليسار إلى ما كان عليه

سابقاً ليقاطع مع IS عند النقطة السابقة على منحنى BP. ونستنتج من هذا التحليل أن السياسة النقدية غير فعالة من ناحية تأثيرها على الدخل في ظل سعر صرف ثابت بغض النظر عن درجة تحرك رؤوس الأموال.



الشكل رقم (١٠-١٣) السياسة النقدية في ظل سعر الصرف الثابت وتحركات مختلفة لرؤوس الأموال

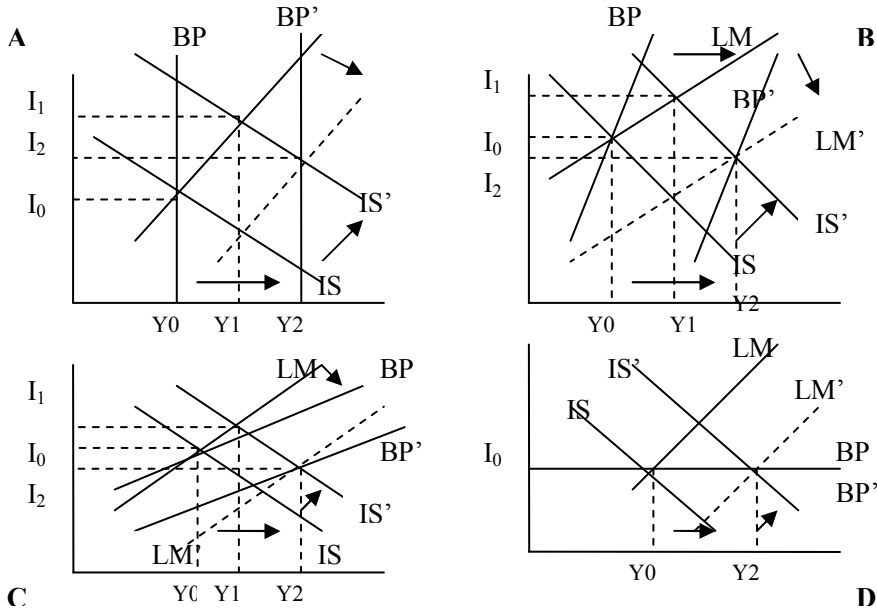
تأثير التغير الرسمي في سعر الصرف

نبدأ بدراسة أربعة حالات يبينها الشكل رقم (١١-١٣).

إن التغير في سعر الصرف يؤدي إلى تحويل الإنفاق بين السلع الأجنبية والسلع المحلية، ولهذا سيؤثر على كل من منحنى IS, BP. فمثلاً عندما تنخفض قيمة العملة ترتفع أسعار الواردات في نظر المقيمين المحليين وفي نفس الوقت تصبح الصادرات أرخص، وبناء على ذلك تزداد الصادرات وتقل الواردات والتي تسبب بدورها انتقال منحنى IS إلى اليمين والارتفاع في قيمة العملة عكس الانخفاض. وتأثير التغير في سعر الصرف على منحنى BP يعتمد على طبيعة تحركات رؤوس الأموال.

ننظر أولاً في حالة عدم تحرك رؤوس الأموال في الجزء (A) من الشكل ابتداء من (Y_0, I_0) فالانخفاض في قيمة العملة ينقل منحنى BP إلى BP' ويسبب زيادة في

الصادرات وانخفاضاً في الواردات، ونتيجة لذلك ينتقل منحني IS إلى اليمين IS' ويزداد الدخل إلى $Y1$ وسعر الفائدة إلى $I1$ وينتج عن ذلك فائض في ميزان المدفوعات، الشيء الذي يدفع المصرف المركزي إلى شراء العملات الأجنبية لكي يحافظ على القيمة الجديدة للعملة مسبباً زيادة في عرض النقود. لهذا سينتقل منحني LM إلى LM' ويتقاطع مع منحني IS' عند نقطة على منحني BP' الجديد عند $Y2$. إذا ظل عدم تحرك رؤوس الأموال، لتحويل الإنفاق تأثير على الدخل والأسعار.



الشكل رقم (١١-١٣) تحويل الإنفاق في ظل تخفيض سعر الصرف

ومستويات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال

وتمثل الأجزاء (B) و (C) في الشكل تحركا غير كامل لرؤوس الأموال، حيث أن تخفيض العملة يؤدي إلى انتقال كل من منحني IS , BP إلى اليمين، والتأثير التوسعي الناجم عن تحويل الإنفاق يؤدي إلى مستويات أعلى من الدخل وسعر الفائدة وفائض في ميزان المدفوعات. ويؤدي تدخل المصرف المركزي للمحافظة على القيمة الجديدة للعملة، إلى زيادة الاحتياطي الأجنبي لديه وإلى زيادة عرض النقود، وهذه الزيادة تنقل منحني LM إلى اليمين إلى أن يحدث توازن عند $I2$, $Y2$ حيث تتقاطع المنحنيات الثلاثة. إذا لسياسة تخفيض العملة تأثير توسعي.

تتمثل الحالة الأخيرة في الجزء (D)، ففي ظل تحرك رؤوس الأموال نجد أنها تختلف عن الحالات الأخرى، من حيث أن التغيير في قيمة العملة لا يغير وضع منحنى BP ويبقى عند سعر الفائدة الدولي، ولكن الشيء الذي يتغير نتيجة لتخفيض قيمة العملة هو التحرك على منحنى BP. فتخفيض قيمة العملة إلى انتقال منحنى IS إلى اليمين نتيجة للتوسع في الصادرات وانخفاض الواردات. ومع التوسع الاقتصادي نتيجة لزيادة الطلب على السلع المحلية فإن الارتفاع في سعر الفائدة سيحفز دخول رؤوس الأموال قصيرة الأجل مسبباً ضغطاً على قيمة العملة باتجاه الارتفاع. ومع قيام المصرف المركزي بشراء الفائض من العملات الأجنبية للمحافظة على قيمة العملة فإن عرض النقود سيزداد ويسبب انتقال منحنى LM إلى اليمين إلى أن يتقاطع مع منحنى IS عند نقطة على منحنى BP الأفقي عند دخل Y_2 .

ونستنتج مما سبق أن تغيير العملة في ظل سعر صرف ثابت سيؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي بغض النظر عن درجة تحرك رؤوس الأموال. فمع السياسة المالية يكون التأثير على أشده في ظل تحرك رؤوس الأموال التام حيث لا توجد آثار يمكن أن تقسد الزيادة في الطلب على السلع المحلية الناجمة عن تغيير قيمة العملة.

المبحث الثالث

السياسة الاقتصادية في الاقتصاد المفتوح

سعر الصرف المتغير أو الحر Flexible Exchange Rate

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

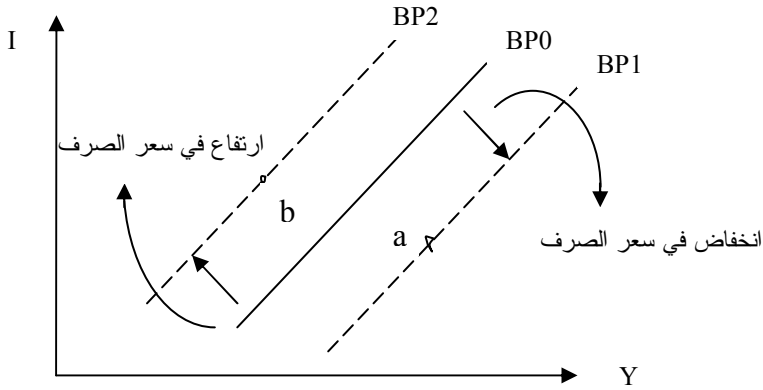
- آثار السياسات المالية والنقدية في ظل نظام الصرف الحر.
- التنسيق بين السياسات الاقتصادية في ظل نظام الصرف الحر.

تعرفنا فيما سبق على السياسة الاقتصادية وكيفية تأثرها بالتجارة الخارجية وبتدفقات رؤوس الأموال في ظل نظام صرف ثابت، ووصلنا إلى نتيجة مفادها أن السياسة النقدية غير فعالة في تغيير مستوى الدخل. وقد كانت السياسة النقدية فعالة في جميع الحالات باستثناء حالة عدم تدفق تام في رؤوس الأموال، وكان تغيير سعر الصرف فعالاً في كل الحالات. ومنذ عام ١٩٧٣ حيث اعتمد نظام التعويم من قبل معظم الدول ولم يعد هناك ضرورة لتدخل المصارف المركزية للتخلص من الفائض أو العجز في العملات الأجنبية، وبالتالي انحصر اهتمام المصارف المركزية في السيطرة على عرض النقود لتحقيق أهداف محلية.

آثار السياسات المالية والنقدية في ظل نظام الصرف الحر

مع افتراض درجات مختلفة من تحرك رؤوس الأموال

نبدأ بدراسة تأثير السياسة الاقتصادية في ظل نظام صرف حر باستخدام نموذج IS/LM/BP الذي استخدمناه سابقاً. الفرق بين التحليل السابق والحالي، هو أن التغيير في سعر الصرف يتمثل في انتقال منحنى BP إلى اليمين أو إلى اليسار. نبدأ بمنحنى BP0 التوازني في الشكل التالي، وهو يبدأ بسعر صرف حر E0.



الشكل رقم (١٣-١٢) آثار التغير في سعر الصرف على منحنى BP

لو فرضنا أن الاقتصاد يتحرك إلى نقطة تحت منحنى BP0 كالنقطة a مثلاً فإن سعر الفائدة عند هذه النقطة يكون متدنياً ولن يحقق توازناً في ميزان المدفوعات عند مستوى الدخل الذي بدأنا منه، لذلك فإن الاقتصاد يبدأ بالمعاناة من ضغط عجز أولي في ميزان المدفوعات، ولكن هذا العجز لن يحدث وإنما يتم انخفاض في سعر الصرف الذي يتمثل في انتقال منحنى BP0 إلى BP1. كذلك تمثل النقطة b ارتفاعاً في سعر الصرف ولهذا ينتقل منحنى BP0 إلى BP2.

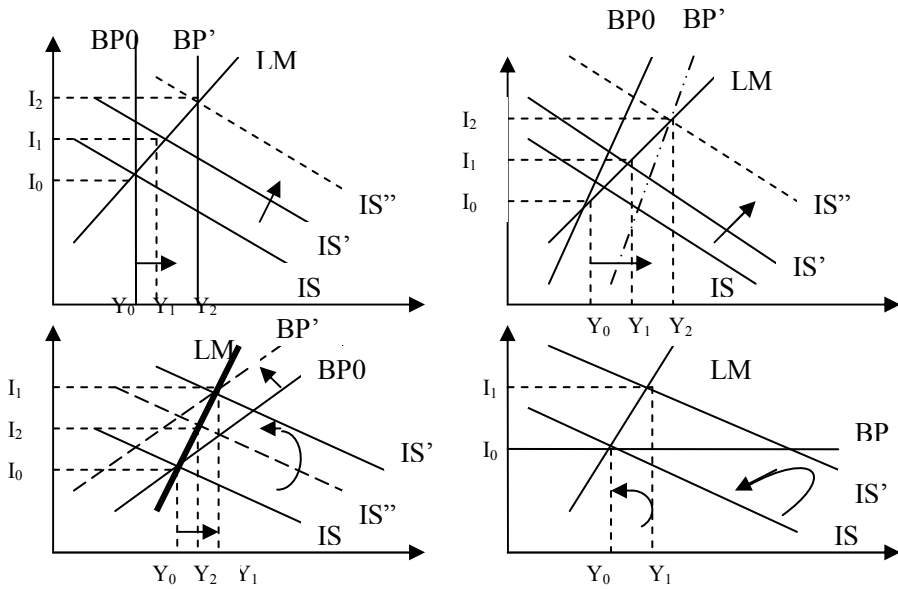
العوامل التي تنقل منحنى BP:

- ١- الزيادة في الدخل الأجنبي تسبب زيادة في صادرات الدولة المحلية وتزيد الدخل وتنقل منحنى BP إلى اليمين؛
- ٢- الزيادة في الأسعار الأجنبية تسبب انتقال BP إلى اليمين نتيجة لزيادة صادرات الدولة المحلية؛
- ٣- الزيادة في الأسعار المحلية تسبب انتقال منحنى BP إلى اليسار؛
- ٤- الزيادة في معدل الربح المتوقع - الأجنبي ينقل BP إلى اليسار والمحلي ينقله إلى اليمين؛
- ٥- ارتفاع سعر الفائدة الأجنبي ينقل BP إلى اليسار.

1. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit,P.611.

تأثير السياسة المالية في ظل درجات من تحرك رؤوس الأموال

يمثل الشكل البياني رقم (١٣-١٣) بأجزائه الأربعة، حالات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال، حيث نبدأ كل حالة من التوازن، حيث الدخل Y_0 , I_0 ثم ندرس تأثير الزيادة في الإنفاق الحكومي (أو تخفيض الضرائب) التي تتمثل في انتقال منحنى IS إلى IS' . وتتمثل السياسة المالية بانتقال منحنى IS إلى اليمين وما يتبع ذلك من تأثيرات.



الشكل رقم (١٣-١٣) تأثير السياسة المالية في ظل درجات من تحركات رؤوس الأموال

نبدأ بالجزء (A)، حيث الزيادة في الإنفاق الحكومي تزيد الطلب على السلع والخدمات المحلية ويحصل ارتفاع في الدخل وسعر الفائدة. وبما أن رؤوس الأموال لا تتحرك أبداً فإن الزيادة في الدخل تخلق عجزاً أولياً في ميزان المدفوعات وتسبب انخفاضاً في قيمة العملة، ونتيجة لانخفاض قيمة العملة ينتقل منحنى BP_0 إلى اليمين إلى BP' ، وبفس الوقت تزداد الصادرات وتنخفض الواردات مسببة انتقالاً آخر في IS إلى IS' . وتستمر هذه التسويات إلى أن تتقاطع منحنيات IS, LM, BP مرة أخرى عند Y_2, P' . إذاً، في حالة عدم تحرك رؤوس الأموال تشمل التسوية في القطاع الخارجي

توسعات ثانوية من خلال الزيادة في صافي الصادرات. والملاحظ هنا أن التسوية تحدث من خلال سعر الصرف ولذلك لن يحدث تغير في عرض النقود وبالتالي لن يتغير منحنى LM.

يمثل الجزء (B) من الشكل السابق بعض التحرك في رؤوس الأموال، إذ أنها أقل استجابة للتغير في أسعار الفائدة مقارنة بالأسواق المالية المحلية. في هذه الحالة يكون منحنى BP أشد انحداراً من منحنى LM. ومرة أخرى، فإن الزيادة في الإنفاق الحكومي سيكون لها تأثير توسعي في الاقتصاد وتؤدي إلى عجز أولي في ميزان المدفوعات ولكن ضغط هذا العجز يكون أقل من الحالة الأولى، حيث أن رؤوس الأموال تكون عديمة التحرك، ولذلك فإن رؤوس الأموال قصيرة الأجل تتجاوب مع التغير في سعر الفائدة بشكل محدود وتسبب تدفقاً في رؤوس الأموال قصيرة الأجل ولكن الزيادة في الواردات تفوق الزيادة في تدفق رؤوس الأموال وتسبب انخفاضاً في قيمة العملة وانتقالاً لمنحنى BP إلى 'BP، كما أن منحنى IS ينتقل مرة أخرى من 'IS إلى 'IS نتيجة لزيادة الصادرات. إذا نجد أن السياسة المالية فعالة في زيادة الدخل.

يمثل الجزء (C) من الشكل السابق درجة أكبر من تحرك رؤوس الأموال مقارنة بالجزء (B) حيث يكون منحنى BP أقل ميلاً من منحنى LM. وبالرغم من أن تحرك رؤوس الأموال غير كامل إلا أنها تستجيب للتغير في سعر الفائدة أكثر من أسواق النقد المحلية. فالزيادة في الإنفاق الحكومي تؤدي إلى فائض أولي في ميزان المدفوعات نتيجة لتدفق رؤوس الأموال إلى الدولة المحلية بشكل يفوق العجز في الحساب الجاري وبالتالي ترتفع قيمة العملة، ومع ارتفاع قيمة العملة ينتقل منحنى BP إلى اليسار. ويجب أن نتذكر أن العجز الذي حصل في الحساب الجاري سبب انخفاضاً في الطلب الكلي ونقل منحنى IS إلى اليسار، ويستقر الاقتصاد عند Y2.

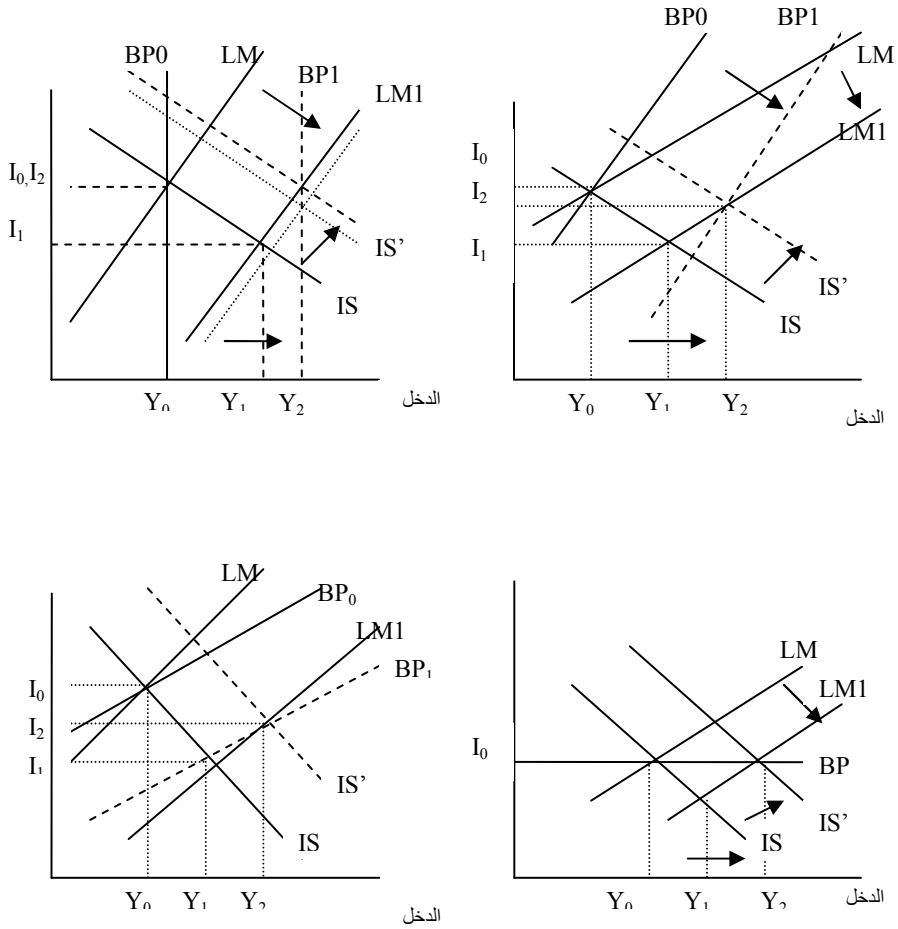
نفترض عند الجزء الأخير (D) تحركاً كاملاً لرؤوس الأموال، فالإنفاق الحكومي ينقل منحنى IS إلى 'IS مسبباً فائضاً أولياً في ميزان المدفوعات ويزيد الدخل إلى Y1 وسعر الفائدة إلى I1 وهذا يسبب تدفقاً لرؤوس الأموال إلى الدولة المحلية ويرفع من قيمة العملة المحلية، ويستمر هذا التدفق إلى أن يتدهور ميزان الحساب

الجاري إلى أن يلغي زيادة الإنفاق الحكومي، ويستقر منحنى IS على ما كان عليه قبل زيادة الإنفاق الحكومي. إذا النتيجة لزيادة الإنفاق الحكومي هو أنها تؤدي إلى تخفيض الصادرات وزيادة الواردات.

تأثير السياسة النقدية في ظل درجات مختلفة من تحرك رؤوس الأموال

تتقل الزيادة في عرض النقود منحنى LM إلى اليمين، وفي الحالات الأربعة الموضحة في الشكل (١٣-١٤)، يزداد الدخل وينخفض سعر الفائدة ويحدث عجز أولي في ميزان المدفوعات. ففي ظل نظام صرف حر تؤدي السياسة النقدية التوسعية إلى انخفاض في قيمة العملة يصاحبها زيادة في الصادرات وانخفاض في الواردات، ومع انخفاض قيمة العملة ينتقل كل من منحنى BP,IS إلى اليمين، والنتيجة النهائية هي زيادة في الدخل التوازني وتحسين في الميزان التجاري.

تبين الحالة (A) أن رؤوس الأموال عديمة التحرك وأن السياسة النقدية التوسعية تسبب عجزاً أولياً لأن الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة الواردات. وبما أن رؤوس الأموال عديمة التحرك أي أنها لا تتجاوب مع التغير في سعر الفائدة فإن تدفقاً لن يحدث في رأس المال نتيجة للسياسة النقدية. وبناء على ذلك تنخفض قيمة العملة ويستمر انخفاضها إلى أن تلغي تأثير الدخل على الواردات، كما أن منحنى BP0 ينتقل إلى BP' والزيادة في الصادرات تسبب انتقال منحنى IS إلى IS' والمحصلة النهائية هي ارتفاع الدخل إلى Y2 وانخفاض في قيمة العملة وانخفاض في سعر الفائدة.



الشكل رقم (١٣-١٤) السياسة النقدية وأثرها في ظل سعر صرف حر

و درجات مختلفة من تحركات رؤوس الأموال

إن التوسع في عرض النقود في ظل تحرك رؤوس الأموال غير الكامل كما هو مبين في الجزأين (B) و (C) يؤدي إلى انخفاض في سعر الفائدة المحلي ويسبب تدفقاً في رؤوس الأموال قصيرة الأجل إلى الخارج مسببة تدهور في حساب رأس المال قصير الأجل. إذا كل من تحرك رؤوس الأموال قصيرة الأجل والزيادة في الدخل المحلي يضع ضغطاً على قيمة العملة باتجاه الانخفاض. وكلما كانت رؤوس الأموال أكثر استجابة للتغير في أسعار الفائدة المحلية (أي كلما كان منحنى BP أقل ميلاً) كلما

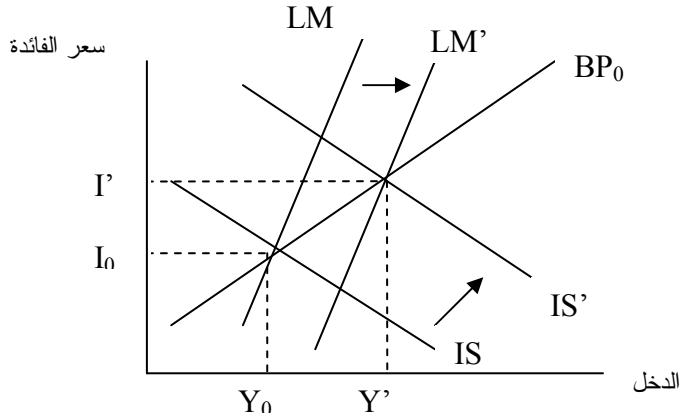
كان الضغط أكبر. وبما أن التوسع في صافي الصادرات يكون أكبر كلما زاد الانخفاض في قيمة العملة، فإن تأثير السياسة النقدية يكون أكبر كلما كانت رؤوس الأموال أكثر تحركاً. وهذه النتيجة يبينها الجزء (D) حيث أن تحرك رؤوس الأموال كامل ومنحنى BP يكون أفقياً. وبما أن رؤوس الأموال تستجيب إلى حد كبير نتيجة لأدنى تغير في سعر الفائدة المحلي، فإن التوسع في عرض النقود يولد تدفقا كبيرا في رؤوس الأموال إلى الخارج وانخفاضا في قيمة العملة، وهذا الانخفاض في قيمة العملة يؤدي إلى توسع كبير في صافي الصادرات (مفسدة بالضبط كمية تدفق رؤوس الأموال) التي بدورها تزيد الدخل في الاقتصاد المحلي. وخلاصة القول: أنه كلما كانت رؤوس الأموال أكثر تحركا كانت السياسة النقدية أكثر فعالية، وكلما كان اعتمادها أكبر على التسويات في القطاع الخارجي من خلال التغيرات في الصادرات والواردات.

التنسيق بين السياسات الاقتصادية في ظل نظام الصرف الحر

نستنتج من التحليل السابق أن السياسة النقدية فعالة في التأثير على الدخل في ظل نظام الصرف الحر، وأنها فعالة أكثر كلما كانت رؤوس الأموال أكثر تحركاً. أما السياسة المالية فهي أقل فعالية في ظل نظام الصرف الحر مقارنة بأسعار الصرف الثابتة. عندما تكون رؤوس الأموال غير كاملة التحرك نسبياً أو كاملة التحرك، وهذا ينجم عن حقيقة أن تحويل الإنفاق Expenditure Switching يعمل ضد السياسة المالية بينما يكمل السياسة النقدية. إذا ليس مستغرباً أن منفذي السياسة الاقتصادية يفضلون استخدام السياستين بشكل منسق لتحقيق الأهداف المحلية، إذ أن هذا التنسيق يسمح لصانعي السياسة العمل على تحقيق أهداف أخرى إضافة إلى الدخل كت تحقيق سعر فائدة معين أو استقرار في سعر الصرف الأجنبي أو مزيج من الإنفاق الحكومي المرغوب. إن استخدام السياستين النقدية والمالية يسمح لصانعي السياسة ببعض السيطرة على طبيعة التسوية الهيكلية في الاقتصاد وعلى توزيع الآثار الاقتصادية للسياسات المتبناة. ويمكننا توضيح هذه النقطة كما في الشكل رقم (١٣-١٥).

لنبدأ بموقف توازني عند Y_0, I_0 ولنفرض أن صانعي السياسة الاقتصادية يهدفون إلى تحقيق Y^*, I^* الذي يسمح بتوسع في الاقتصاد دون التأثير على سعر

الصرف والأسعار النسبية، فالسياسة النقدية منفردة لن تحقق الهدف المنشود وهذا ينطبق أيضاً على السياسة المالية المنفردة، إنما يمكن تحقيقه من خلال استخدام السياستين معاً. فالسياسة النقدية تنقل منحنى LM إلى LM' والسياسة المالية تنقل منحنى IS إلى IS' ويتقاطعان معاً مع منحنى BP0 عند Y^*, I^* .



الشكل رقم (١٣-١٥) التنسيق بين السياستين النقدية والمالية في ظل نظام الصرف الحر

لقد تركز تحليلنا حتى الآن على تأثير السياسة النقدية والمالية مفترضين أن بعض المتغيرات المهمة ثابتة، وهذه المتغيرات تشمل مستوى الأسعار المحلية، مستوى الأسعار في الخارج، مستوى أسعار الفائدة في الخارج ومستوى الأرباح المتوقعة محلياً وفي الخارج، ومستوى أسعار الصرف الأجنبي المتوقعة والسياسات التجارية والاقتصادية محلياً وفي الخارج. وبما أن هذه المتغيرات غالباً ما تتغير فجأة أو بشكل غير متوقع فإنها مهمة ويجب أخذها بعين الاعتبار، ولكننا لن نحاول تحليل تأثير كل هذه المتغيرات هنا ويمكن القول أن ما تعلمناه من التحليل سيساعدنا في فهم تأثير هذه المتغيرات.

ملخص الفصل الثالث عشر

يتأثر تحقيق التوازن الخارجي بكل من السياسة المالية والنقدية. والمحافظة على التوازن في ميزان المدفوعات عند سعر صرف معين يتطلب استخداماً معاكساً للسياسة المالية والنقدية في نموذج مونديل، أي أن السياسة المالية التوسعية يجب أن يصاحبها سياسة نقدية انكماشية والعكس بالعكس. وتوجد علاقة مشابهة بالنسبة للتوازن الداخلي، فالزيادة في عرض النقود تخفض من سعر الفائدة وتشجع بالتالي النشاط الاستثماري الحقيقي. فإذا أردنا أن لا يكون لهذه السياسة أي تأثير توسعي أو تضخمي، فإن تأثير الزيادة في الاستثمار يجب أن يلغى من خلال تخفيض الإنفاق الحكومي أو من خلال زيادة الضرائب التي من شأنها أن تخفض المصروفات الاستهلاكية. كذلك، فإن المحافظة على التوازن الداخلي يشير إلى أن أي زيادة في الإنفاق الحكومي أو أي زيادة في الإنفاق الاستهلاكي من خلال تخفيض الضرائب، يجب أن تلغى من خلال تخفيض الإنفاق الاستثماري المحلي إذا اتبعت سياسة نقدية انكماشية.

تسبب الزيادة في الدخل زيادة في الواردات (من خلال الميل الحدي للاستيراد مضروباً بالتغير في الدخل)، وبما أن الصادرات مستقلة عن الدخل فإن الارتفاع في الواردات يعني أن الحساب الجاري يميل إلى التدهور (يتحرك نحو العجز) بمقدار الارتفاع في الواردات. ويحدث عكس هذه التغيرات إذا انخفض الدخل. أما بالنسبة إلى سعر الفائدة فإنه يفترض أن تأثيره الرئيسي يقع على ميزان حساب رأس المال، خاصة حساب رأس المال قصير الأجل. فإذا ارتفع سعر الفائدة فإن رؤوس الأموال قصيرة الأجل ستتدفق من الخارج لكي تحصل على سعر فائدة أعلى كما أن بعض رؤوس الأموال قصيرة الأجل المحلية ستبقى بدلاً من الخروج، وهذا التدفق في رؤوس الأموال يعمل على حدوث فائض في حساب رأس المال، أما إذا انخفض سعر الفائدة فإن العكس سيحدث.

ويتأثر ميزان المدفوعات بمتغيرات كسعر الصرف وبأسعار السلع المتبادلة وبالأسعار المتوقعة وبمعدل الربح المتوقع في الدولتين، كما يتأثر بمستوى الدخل وسعر الفائدة.

وتغير العملة في ظل سعر صرف ثابت سيؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي بغض النظر عن درجة تحرك رؤوس الأموال. فمع السياسة المالية يكون التأثير على أشده في ظل تحرك رؤوس الأموال التام حيث لا توجد آثار يمكن أن تقسد الزيادة في الطلب على السلع المحلية الناجمة عن تغيير قيمة العملة.

إن السياسة النقدية غير فعالة في تغيير مستوى الدخل. وقد كانت السياسة النقدية فعالة في جميع الحالات باستثناء حالة عدم تدفق تام في رؤوس الأموال، وكان تغيير سعر الصرف فعالاً في كل الحالات. ومنذ عام ١٩٧٣ حيث اعتمد نظام التعويم من قبل معظم الدول ولم يعد هناك ضرورة لتدخل المصارف المركزية للتخلص من الفائض أو العجز في العملات الأجنبية، وبالتالي انحصر اهتمام المصارف المركزية في السيطرة على عرض النقود لتحقيق أهداف محلية.

إذا فالسياسة النقدية فعالة في التأثير على الدخل في ظل نظام الصرف الحر، وهي فعالة أكثر كلما كانت رؤوس الأموال أكثر تحركاً. أما السياسة المالية فهي أقل فعالية في ظل نظام الصرف الحر مقارنة بأسعار الصرف الثابتة. عندما تكون رؤوس الأموال غير كاملة التحرك نسبياً أو كاملة التحرك، وهذا ينجم عن حقيقة أن تحويل الإنفاق يعمل ضد السياسة المالية بينما يكمل السياسة النقدية. إذا ليس مستغرباً أن منفاذ السياسة الاقتصادية يفضلون استخدام السياستين بشكل منسق لتحقيق الأهداف المحلية، إذ أن هذا التنسيق يسمح لصانعي السياسة العمل على تحقيق أهداف أخرى إضافة إلى الدخل كت تحقيق سعر فائدة معين أو استقرار في سعر الصرف الأجنبي أو مزيج من الإنفاق الحكومي المرغوب. إن استخدام السياستين النقدية والمالية يسمح لصانعي السياسة ببعض السيطرة على طبيعة التسوية الهيكلية في الاقتصاد وعلى توزيع الآثار الاقتصادية للسياسات المتبناة.

مصطلحات الفصل الثالث عشر

منحنى ميزان المدفوعات	عدم تحرك رؤوس الأموال التام
سعر الفائدة التوازني	تحرك رؤوس الأموال التام
منحنى IS	التنسيق بين السياستين النقدية والمالية
منحنى LM	

أسئلة الفصل الثالث عشر

- ١- لماذا تكون السياسة النقدية غير مؤثرة في اقتصاد مفتوح في ظل نظام صرف ثابت؟
- ٢- عند أي درجة من تحركات رؤوس الأموال تكون السياسة المالية أقل أثراً في ظل نظام الصرف الثابت؟ أكبر أثراً؟ لماذا؟
- ٣- ما هي العوامل التي تؤثر على منحنى BP؟

الفصل الرابع عشر
التمويل والمديونية
المبحث الأول
الإطار النظري لمشكلة المديونية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

● دورة الدين الخارجي.

يجري غالباً دراسة الاستدانة في إطار الاقتصاد الكلي. ويعتبر الحساب الجاري الأكثر أهمية في تحديد الوضع الاقتصادي للدولة المدينة، لأنه إذا استمر العجز فيه، ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويؤدي تمويل العجز بالاستدانة إلى زيادة الأعباء مما يؤثر سلباً على ملاءة البلد وهشاشة وضع السيولة لديه. وسنحاول في هذا الإطار تقديم صورة التوازن العام القائمة على المدخل الاقتصادي للتقليديين الجدد neoclassical التي تعطينا اقترباً أولياً لفهم أصل الاختلال في ميزان المدفوعات. فالعجز أو الفائض في الحساب الجاري هي ببساطة، نتيجة قرارات الأفراد في الادخار أو عدمه. ويمكننا توضيح ذلك بالعلاقة التالية:¹

$$Y = C + I + G + X - M \quad (1)$$

والدخل إما أن ينفق، أو يدخر أو يستخدم لأداء الالتزامات الضريبية:

$$Y = C + S + T \quad (2)$$

وبدمج المعادلة الأولى والثانية وبطرح الاستهلاك من الجانبين:

$$I + G + X - M = S + T \quad (3)$$

وبالتسوية يكون لدينا:

$$(X - M) = (S - I) + (T - G) \quad (4)$$

فعندما تكون المدخرات المحققة في دولة ما، أقل من الإنفاق المطلوب، لا بد من الحصول على رؤوس الأموال من الخارج لاستكمال النقص في الموارد المحلية. وبما أن ميزان المدفوعات يعكس الصورة الحقيقية للاقتصاد، فإن ما يصيب هذا الميزان من فائض أو عجز يعبر عن الكيفية التي تحدث بها المتغيرات الاقتصادية الكلية. ومن المعادلة (1) يمكننا أن نكتب:

$$X - M = NX = Y - (C + I + G)$$

1. Heather D. Gibson, Heather D. Gibson, Op.Cit. P2.

إذا يمكن اعتبار فجوة التجارة الخارجية بمثابة انعكاس طبيعي لفجوة الموارد المحلية. وطبقاً لهذا الفرض ستتولد عدة تغيرات تلحق بكل من الدخل والادخار وحجم التدفقات للداخل وكذلك موقف الدين الخارجي. وتمر هذه التغيرات وفقاً لنظرية دورة الدين الخارجي بعدة مراحل هي التالية:

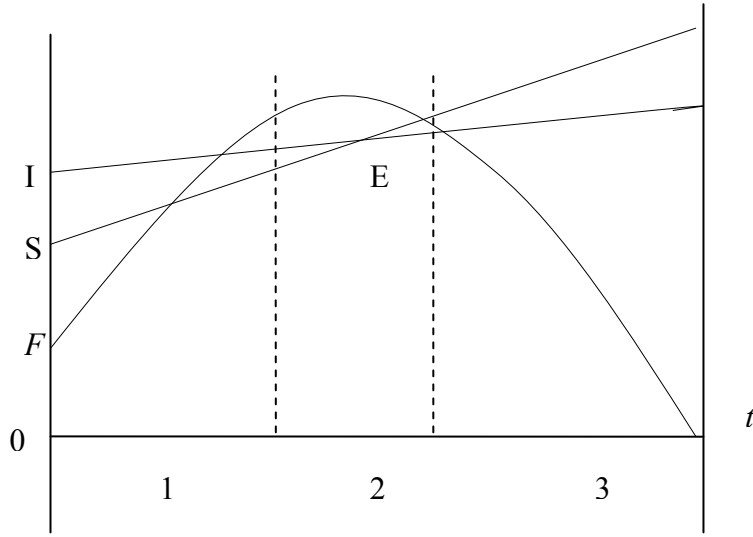
المرحلة الأولى - تبدأ باستعانة الدولة المحلية برأس المال الأجنبي لتمويل الفجوة في الموارد المحلية. وفي هذه المرحلة يكون مستوى الدخل منخفضاً، والميل الحدي للاستهلاك مرتفعاً، وبالتالي فالميل الحدي للادخار منخفضاً.

وبافتراض أن رأس المال المتدفق إلى الداخل يستخدم لزيادة وتحسين مستوى الناتج من خلال تحقيق معدل النمو المستهدف، فإن الزيادة في الدخل سيترتب عليها زيادة في الادخار.

المرحلة الثانية - تصبح المدخرات المحلية كافية لتمويل الإنفاق المطلوب، غير أن التدفق الخارجي يستمر لدفع أقساط وفوائد الدين، أي أن حجم الدين يتزايد ولكن بمعدلات متناقصة. ويصل الدين المتراكم إلى حده الأقصى في نهاية هذه المرحلة.

المرحلة الثالثة - عند انتهاء هذه المرحلة تكون الدولة قد تخلصت من ديونها الخارجية تماماً، وقد يتطور الأمر إلى أن تصبح مصدرة لرأس المال.

ويمثل الشكل رقم (١٤-١) المراحل الثلاث السابقة. حيث مثلنا المسار الزمني للاستدانة على المحور الأفقي، والمحور العمودي يمثل الاستثمار والادخار والتمويل الخارجي. ونجد أنه في المرحلة الأولى، ورغم أن الادخار S ينمو إلا أنه لا زال أقل من الاستثمار المطلوب مما يعكس الحاجة إلى التمويل الخارجي F ، الذي يساوي المسافة F/I وهي نفس المسافة بين الادخار والاستثمار S/I .



الشكل رقم (١٤-١) دورة الدين الخارجي

وفي المرحلة الثانية ومع زيادة التدفق الداخل لرأس المال وزيادة الاستثمار يبدأ الدخل في التزايد، مما يترتب عليه زيادة في الادخار تعتمد على الميل الحدي للادخار. و بافتراض أن المعامل الحدي لرأس المال/الناتج ثابت فإن الفجوة بين الاستثمار والادخار تأخذ بالتناقص، وبالتالي يزداد التدفق التمويلي إلى الداخل ولكن بمعدلات متناقصة. وتستمر الزيادة حتى تتساوى المدخرات المحلية مع الاستثمارات المطلوبة عند E ويمثل ذلك بداية اتجاه التدفق للداخل في الانخفاض، ومع نهاية المرحلة الثانية ينعدم. وتأخذ الديون المتراكمة بالتناقص مع بداية المرحلة الثالثة. وبانتهائها يكون قد انتهى تماماً.

وعلى اعتبار أن دراسة الاستدانة في إطار الاقتصاد الكلي، قد تكون حساسة للتغيرات في النمو وأسعار الفائدة وأسعار الصرف وخاصة لاستمرار التدفقات المالية. لذلك يمكن تحضير العديد من البدائل التي يمكن أن تكشف عن المخاطر الناجمة عن تقلب المتغيرات الأساسية أو عن تغير الفرضيات حول الأداء الاقتصادي والمتغيرات الخارجية. كأن نعتمد على سيناريوهات مبنية على فرضيات "ماذا لو"، فهذه الفرضيات توفر قاعدة لتطوير استراتيجيات مواجهة للمخاطر الممكنة، عبر تعزيز السيولة أو زيادة الاحتياطيات الدولية أو فتح خطوط قروض للطوارئ مع الدائنين.

المبحث الثاني

إدارة الديون الخارجية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- أساليب تقدير أعباء الديون الخارجية.
- مؤشرات المديونية.

يمكن تحديد المديونية على أنها قيمة الالتزامات القائمة والموزعة في أي فترة من الزمن، للمقيمين في دولة معينة تجاه غير المقيمين لدفع الأساس مع وبدون فائدة أو دفع فائدة مع أو بدون أساس.

ويصنف ثقل مديونية الدول حسب مؤشرين رئيسيين:

الأول - نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية، أي الأصل والفوائد، إلى الصادرات التي تشمل السلع والخدمات وتحويلات المهاجرين.

الثاني - نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية إلى إجمالي الدخل القومي.

وتحتاج الدول المدينة إلى إدارة جيدة لمخاطر المديونية، ويقودنا ذلك إلى مفهوم **الملاءة**، وهي مقدرة البلد على الوفاء بالالتزامات المديونية على أساس مستمر. وفي العادة تتوقف الدول عن الدفع نتيجة ارتفاع تكاليف خدمة المديونية، وبالتالي فالمحدد للملاءة هو القدرة العملية على الدفع. ويعتبر تحديد ملاءة الدولة من الأمور الصعبة، عدا عن مشاكل السيولة التي تظهر عندما يؤثر النقص في الأصول السائلة على قدرة الاقتصاد على الوفاء بالالتزامات مما يؤدي إلى عدم ملاءة وعدم قدرة على الدفع. وقد تنشأ مشاكل السيولة رغم توفر الملاءة، كأن يفقد الدائنون الثقة وينفذوا معاملات تؤدي إلى ضغوط على الاحتياطي الخارجي، أو قد تنشأ مشاكل السيولة بسبب انخفاض مداخيل الصادرات أو ارتفاع أسعار الفائدة أو أسعار الواردات.

وتشكل بنية الديون من العملات وأسعار الفائدة وهيكل الأجل ومدى توفر الأصول لدفع مستحقات المديونية محددات هامة لهشاشة البلد تجاه مشاكل السيولة الخارجية.

الإطار رقم (١٤-١). يعتمد البنك الدولي سعر خصم لحساب القيمة الحالية لخدمة المديونية وكذلك القيمة الحالية لمخزون المديونية القائم. ويستعمل سعر الفائدة الذي تعتمده منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OECD على ديون الصادرات المدعومة، وهي تمثل أفضل المعدلات الثابتة للدين غير الميسر الذي يمكن للدول المدينة الحصول عليها في السوق الدولية، وتخصم قروض المؤسسات الدولية بمعدل الفائدة على حقوق السحب الخاصة.

وقد أسس نظام للإبلاغ عن الديون في البنك الدولي، الذي يعتبر مكان تنظيم الديون على أساس قرض بقرض. ويتم تحويل بيانات المديونية من العملات التي دفعت بها إلى الدولار الأمريكي للحصول على بيانات مخزون المديونية باستخدام معدلات صرف نهاية الفترة. أما بيانات التدفق فإنها تحول باستخدام متوسط سعر الصرف السنوي. وهذه المعالجة للبيانات تؤدي إلى عدم تساوي التغير في الدين القائم والموزع وصافي التدفقات. وتزداد هذه الفروقات كلما زاد تذبذب سعر الصرف خلال السنة. كما أن إلغاء ديون أخرى أو إعادة جدولتها لتصبح ديناً عاماً طويل الأجل يزيد من هذه الفروق.

أساليب تقدير أعباء الديون الخارجية

يوجد وفقاً للدراسات المتعلقة بتحليل مقدرة الدول على الاستمرار في خدمة ديونها الخارجية والوفاء بالالتزامات المترتبة على هذه الديون في مواعيدها وبدون الحاجة إلى طلب إعادة الجدولة Rescheduling أو الفشل في السداد Default، وهو ما يطلق عليه مستوى الجدارة الائتمانية Creditworthiness، إلى وجود ثلاثة أساليب لتقدير أعباء الديون الخارجية. وهذه الأساليب هي:¹

1. عادل المهدي، مرجع سبق ذكره، ١٧٢.

١. أسلوب المؤشرات السطحية.

ترتبط هذه المؤشرات إلى حد كبير بمشكلة الصرف الأجنبي للدولة المدينة وتستخدم للدلالة على مدى ضخامة الديون الخارجية وثقل أعبائها. وبالتالي يمكن اعتبارها بمثابة مؤشرات على احتمال فشل الدولة في سداد أعباء ديونها الخارجية واللجوء إلى طلب إعادة الجدولة للديون المستحقة. وقد تطلب الدولة إعادة الجدولة إذا ما انخفضت مقدرتها على السداد وانخفض مستوى الاحتياطيات الخارجية IR لديها وضعفت قدرتها في الحصول على قروض جديدة. وقد لا تحدث مثل هذه الصعوبات في دولة ما ومع ذلك تلجأ إلى طلب إعادة الجدولة، وعادة ما يحدث ذلك إذا دخلت الدولة في اتفاق تثبيت مع صندوق النقد الدولي، الأمر الذي يتطلب إعادة ترتيب الالتزامات الخارجية على أساس زمني مناسب.

٢. أسلوب النمو من خلال الاستدانة.

يبدأ أصحاب هذا الأسلوب بتحديد العوامل المختلفة التي يعول عليها في تحديد طاقة الدولة على خدمة ديونها الخارجية في الأجلين القصير والطويل، ويركز على المسار الزمني لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في الإطار الشامل لعملية التنمية. ويضع هذا الأسلوب عدة شروط لازمة لنجاح الدولة في خدمة ديونها الخارجية دون مشاكل التوقف عن السداد أو إعاقة النمو.

وتتلخص الشروط السابق ذكرها بالتالي:

- تضيق فجوة الموارد مما يقتضي أن يكون الميل الحدي والمتوسط للادخار أكبر من معدل الاستثمار، وضرورة أن يكون معدل نمو الناتج أكبر من معدل الفائدة على القروض الخارجية، وضرورة تناقص نسبة القروض الخارجية إلى الدخل عبر الزمن؛
- تضيق فجوة الصرف الأجنبي مما يعني ضرورة أن تزيد الصادرات بمعدل أكبر من معدل تزايد الواردات عبر الزمن، وأن يزيد معدل التصدير الحدي عن معدل التصدير المتوسط، وأن يكون الميل الحدي للاستيراد أقل من الميل المتوسط.

٣. الأسلوب المركب لقياس أعباء الدين.

ومن أبرز الأساليب في هذا الإطار التالية:

أ- أسلوب تحليل التمييز.

تم تطوير هذا الأسلوب في محاولة لإيجاد مؤشر شامل يمكن الاعتماد عليه. والعوامل التي تم تجميع بيانات عنها هي: نسبة خدمة الدين إلى الصادرات، ومعدل نمو الصادرات، ومؤشر ثقل الصادرات، ونسبة الواردات غير القابلة للضغط إلى إجمالي الواردات، ومتوسط دخل الفرد، ونسبة أقساط الدين إلى إجمالي الدين القائم، ونسبة الواردات إلى الناتج القومي الإجمالي، ونسبة الواردات إلى الاحتياطيات الدولية.

ب- أسلوب القيم الثنائية.

وتم استخدام تسعة متغيرات تفسيرية، سبعة منها متغيرات مستخدمة في أسلوب تحليل التمييز إضافة إلى متغير تدفق رأس المال للداخل، ومتغير معدل نمو الناتج الفردي.

ت- أسلوب الاستيعاب الكلي.

يبني هذا الأسلوب على أساس أن الدولة سوف تفشل في السداد أو تطلب إعادة الجدولة عندما لا يتوفر لديها إيرادات كافية لسداد أعباء الدين دون أن يتطلب ذلك تخفيضا في مستوى الاستهلاك أو الاستثمار. وتتمثل طاقة الدولة على خدمة ديونها في إجمالي الموارد المتاحة والمخصصة لخدمة الدين من جهة والرغبة من جانب الدولة في استخدام مواردها لإعادة السداد من جهة أخرى.

مؤشرات المديونية

طورت هذه المؤشرات للكشف عن مخاطر المديونية وبالتالي إدارتها. وتستخدم هذه المؤشرات في إطار حركي لإعطاء صورة كاملة عن اتجاهات المديونية وتحديد مخاطرها، وتستخدم مع متغيرات أخرى، مثل النمو المتوقع أو أسعار الفائدة وحدود التبادل. ورغم فائدة هذه المؤشرات إلا أنه توجد مشكلات مفاهيمية في تحديد المستويات الحرجة أو المقبولة والمفضلة لهذه المؤشرات. ومقارنة هذه المؤشرات عبر

الزمن يمكن أن يوضح مشاكل خدمة الدين، كما أن مقارنة مؤشرات مجموعات متجانسة تمكن من استخدام المؤشرات للإنذار المبكر. وفيما يلي استعراض لأهم تلك المؤشرات:

- نسبة الدين القائم إلى إجمالي الناتج المحلي؛
- نسبة الديون الخاصة إلى إجمالي الديون الخارجية؛
- نسبة مدفوعات خدمة الدين إلى الناتج؛
- نسبة مدفوعات خدمة الدين إلى الصادرات؛
- نسبة مدفوعات خدمة الدين إلى الاحتياطيات الخارجية؛
- نسبة مدفوعات خدمة الدين إلى إجمالي التدفق للداخل؛
- نسبة مدفوعات خدمة الدين إلى إجمالي الاستثمار؛
- نسبة الاحتياطيات الخارجية إلى الواردات؛
- نسبة العجز الجاري إلى الصادرات من السلع والخدمات؛

المبحث الثالث

تقنيات تخفيض (إعادة تنظيم) الديون

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

● إعادة تنظيم المديونية.

تعرّف إعادة تنظيم المديونية على أنها اتفاق ثنائي مابين الدائن والمدين لتغيير الشروط المتفق عليها لخدمة المديونية، وتشمل إعادة التنظيم عمليات إعادة الجدولة، وإعادة التمويل، والسماح، ومقايضة الدين، والدفع المسبق. ويمكن للدولة المدينة أن تقوم بإعادة هيكلية المديونية أو تحويلها، لتجنب العجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية الخارجية أو إذا أرادت تخفيض المخاطرة أو تخفيض تكاليف الاقتراض. أما قيام الدائن بشطب بعض الديون إذا تيقن أن المدين لا يمكنه تسديد مديونيته فلا تعتبر إعادة تنظيم للمديونية.

ويتمثل هدف إعادة تنظيم الديون في تخفيف عبء المديونية ومعالجة السيولة. ويتحقق تخفيف العبء إذا حصل تخفيض مباشر في القيمة الحالية لخدمة المديونية أو نجم هذا التخفيض عن تأجيل مواعيد السداد. ولا يمكن اعتبار أن هدف إعادة التنظيم قد تحقق، إذا تم اتخاذ أي إجراء يؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية لخدمة المديونية من جهة وإلى ارتفاع في قيمتها المستقبلية من جهة أخرى أو العكس. وهناك العديد من أنواع إعادة تنظيم المديونية نذكر منها التالية:

١. إعادة الجدولة: وتعني التأجيل الرسمي لخدمة الدين وتطبيق آجال جديدة ميسرة للمبلغ المؤجل، ويتم هذا عبر استبدال أداة مديونية بأخرى كما في حالة إعادة التمويل ومبادلة الديون أو تغيير حدود وشروط العقود القائمة ما بين الدائن والمدين. وقد لا تؤدي إعادة الجدولة إلى تخفيض القيمة الحالية للدين محسوبة بخصم المدفوعات القديمة والجديدة باستخدام نفس سعر الفائدة. وقد تتم إعادة

الجدولة عبر إعادة جدولة التدفقات أو إعادة جدولة المخزون. تشمل الحالة الأولى إعادة جدولة خدمة دين مستحق أما الحالة الثانية فتشمل خدمة دين غير مستحق بعد إضافة المستحقات المؤجلة.

٢. إعادة التمويل: تشمل استبدال أداة دين قائمة بما في ذلك المتأخرات بأداة أو أدوات أخرى مثل تحويل مجموعة من ديون التصدير إلى دين واحد. وقد تشمل أيضاً استبدال أداة دين بأداة أخرى مثل السند أو استبدال سندات قائمة بسندات جديدة.

توريق الدين Securitization

وتسمى الأدوات التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول. وعادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة، أي قيمة التداول في السوق الثانوية مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة، ومقدار الخصم من القيمة التعاقدية للدين قبل تحويله إلى ورقة مالية بالإضافة إلى المستويات النسبية لأسعار الفائدة السائدة على هذه الأوراق.

وتواجه هذا الأسلوب عادة مشكلة، وهي كيفية تحديد القيمة السوقية للورقة المالية التي تكون بالضرورة أقل من القيمة التعاقدية لأصل الدين. والقيمة التعاقدية لدين ما هي القيمة الحالية لتيار المدفوعات (الأقساط + الفوائد) المحدد في العقد الأول بين الدائن والمدين على أساس افتراض أن هذه المدفوعات سوف تتم بالتأكيد. أما القيمة السوقية لهذا العقد فهي القيمة الحالية لتوقع السوق عن تيار المدفوعات الذي سيتم فعلاً بمقتضى العقد. وتتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بأسلوب فني دقيق يأخذ في الاعتبار كافة التوقعات المرتبطة بالمركز المالي للمدين اعتماداً على مؤشرات تقييم الجدارة الائتمانية.

٣. السماح: هو الإلغاء الطوعي لجزء من الديون أو كلها في إطار ترتيبات ما بين الدائن والمدين، ولكن إلغاء الفوائد المستقبلية وغير المستحقة في وقتها لا يعتبر سماحاً. وإذا تمت إعادة تنظيم الديون بتغيير سعر الفائدة المتعاقد عليه مثل تخفيض الفوائد لكن مع بقاء أقساط الأساس أو العكس، فإن هذا يعتبر إعادة

جدولة. أما إذا كان الاتفاق الثنائي ينص صراحة على تغيير سعر الفائدة التعاقدية فإن تخفيض الأساس يعتبر تخفيضاً للمديونية.

٤. عمليات تحويل الدين Debt Swapping

تتمثل عملية تحويل الدين باستبدال الدين بآخر أو بأداة مالية محددة، وتضم هذه العملية تغيير الدين بالعملة الأجنبية إلى التزامات مالية محددة بالعملة المحلية وبسعر خصم، وبذلك يعتبر الدين مسدداً وتتحول الذمم المالية إلى شكل آخر.

وتتم عمليات تحويل الدين عادة بالنسبة للمستثمرين المقيمين وغير المقيمين والذين يحتفظون بعملات أجنبية في الخارج. فإذا كان لأحد المصارف أو أي من الجهات المقرضة ديناً في ذمة الحكومة السورية، فإنه يمكن لهذه الجهات الدائنة أن تتبع هذا الدين لطرف ثالث وذلك بمنحه خصماً معيناً على هذا الدين. ويحصل الطرف الثالث بعد شراءه للدين على عملة محلية بقيمة هذا الدين وبسعر الصرف السائد بين العملة المحلية والعملة التي تم بها تقويم الدين. ويستطيع هذا الطرف الثالث استخدام العملة المحلية التي أصبحت في حوزته في أي مصدر للإنفاق حسبما يترأى له ودون أدنى قيود من السلطة النقدية على استخدام هذه العملة المحلية. وبذلك فإن نظام تحويل الدين يسمح بفائدة لكل من الدائن والمدين والطرف الثالث في عملية تحويل الدين، فالدولة المدينة يمكنها خفض رصيد الدين الخارجي بالإضافة إلى فتح المجال المناسب لعودة رؤوس الأموال الوطنية الهاربة، أما الدائن فإنه يسترد دينه منقوصاً بنسبة الخصم التي أتاحتها في عملية تحويل الدين. وهو في ذلك يضمن الحصول على الأموال التي كانت قد وضعت ضمن بند الديون المشكوك بتحصيلها وتجنب بذلك مخاطر إفلاس المدين وانعدام قدرته على السداد. أما الطرف الثالث صاحب التسهيل والذي قام بشراء الدين وتحويله بالعملة المحلية فإنه يكون قد استفاد من نسبة الخصم المقررة على الدين.

ويصاحب هذا الأسلوب في تخفيض الدين الخارجي مشاكل مرتبطة باحتمالات زيادة معدل التوسع النقدي أو الاقتراض الداخلي، مما يترتب عليه ارتفاع معدلات

التضخم بدرجة تؤدي إلى مزيد من الاختلالات والتشوهات في عملية تخصيص الموارد.

مبادلة الدين بأسهم Debt-Equity-Swap

وفي حالة مقايضة الدين بأسهم مثلاً، فإن المدين والدائن يتفقان على تحويل الدين إلى حقوق ملكية (أسهم) أي تحويل الدين إلى استثمار أجنبي. ويمكن أن تشمل العملية طرفاً ثالثاً يقوم بشراء حقوق الدائن مقابل أسهم أو مبالغ بالعملة المحلية يتم استثمارها في الاقتصاد المحلي على شكل أسهم.

ويتيح هذا الأسلوب للمستثمر الأجنبي وسيلة تمكنه من امتلاك أصول في الدولة المدينة، فإذا أمكن لأحد المستثمرين شراء سندات دين مقومة بالعملة الأجنبية من أسواق المال الدولية، وكانت هذه السندات مصدرة من سورية فإنه يمكن تخفيض الدين الخارجي بقيمة هذه السندات عن طريق قيام الحكومة السورية بشراء هذه السندات من المستثمر الأجنبي مقابل الدفع بالعملة المحلية. ويقوم المستثمر الأجنبي بالاستثمار المباشر في شركات ومشاريع محلية. وعادة ما يطلق على عملية مبادلة الدين الخارجي باسمه في الشركات المحلية برسمة الديون Debt Capitalization إشارة إلى تحويل الديون إلى مساهمات في رأس مال هذه الشركات.

وتوجد أشكال أخرى لمقايضة الدين مثل مقايضة الدين بالصادرات أو مقايضة الدين بالتزامات جديدة يشتريها طرف ثالث لتحقيق أهداف عامة مثل حماية البيئة، الصحة والتربية. وهذه العمليات تقوم بها مؤسسات تقدم الإعانات والمساعدات للدول النامية مثل جمعيات الحفاظ على البيئة واليونيسيف وغيرها.

٥. إعادة شراء الدين والدفع المسبق: تتمثل هذه العملية في إعادة شراء أو الدفع النقدي بشروط جديدة متفق عليها مابين الدائن والمدين، وعندما يتم شراء القيمة الاسمية للدين بخصم فإن الدفع المسبق يسمى إعادة شراء. ويمكن للمدين أن يدخل السوق الثانوية ويشتري دينه بسعر خصم.

إعادة شراء الدين Debt-Buy Back

ويتلخص هذا الأسلوب في قيام الدولة المدينة بشراء ديونها من المصارف التجارية. وعلى الرغم من أن هذه الديون القائمة لم تستحق بعد إلا أن الدولة المدينة قد ترغب في تخفيض رصيد الدين الخارجي والأعباء المترتبة عليه عن طريق إعادة شراء أو سداد هذا الدين بالقيمة السوقية له وهي بالضرورة أقل من القيمة الاسمية للدين. ولعل ما يواجهه هذا الأسلوب من مشاكل هو عدم توافر الموارد التمويلية الكافية لدى الدولة المدينة لكي تقوم بشراء ديونها الخارجية، خاصة وأن هذه الدولة تعاني أصلاً من نقص شديد في مواردها من الصرف الأجنبي. غير أن توافر هذا التمويل عن طريق مصادر أخرى أكثر يسراً من حيث أعباء السداد قد يمكن الدولة من إعادة شراء دينها وتخفيف أعبائه الخارجية. ويمكن أن تساعد المؤسسات الدولية في هذه العملية بأن تقوم بتوفير التمويل الميسر لإعادة شراء الديون التجارية.

والجدير ذكره أن بعض الدول قد قامت باستخدام جزء من احتياطياتها الخارجية في إعادة شراء الديون التجارية ذات الأعباء الكبيرة واستفادت من عملية الخصم الذي يجري على القيمة الاسمية أو القيمة التعاقدية للدين.

٦. تخفيض الدين: عندما تتم مبادلة الدين الرسمي بأسهم أو حسابات أموال، فإن الفرق ما بين الدين الذي تمت مبادلته والأموال المقدمة يمكن اعتباره تخفيضاً للدين.

الإطار رقم (١٤-٢). كيفية إتمام عملية مبادلة الدين الخارجي بأسهم إحدى الشركات:

- **المرحلة الأولى:** يفترض وجود مستثمر أجنبي يرغب في استثمار أمواله في شراء أسهم إحدى الشركات الصناعية في الدول المدينة، فيقوم هذا المستثمر بالبحث عن مصرف أجنبي ليقوم نيابة عنه بالتعامل مع المصرف الدائن.

- يتولى المصرف الأجنبي الوسيط في خطوة ثانية شراء أذونات الدين من المصرف الدائن. ويتم ذلك مقابل خصم يتفق عليه بين المستثمر الأجنبي والمصرف الأجنبي الوسيط والمصرف الدائن. وتتحدد قيمة هذا الدين وفقاً للسوق أخذاً بالاعتبار معدل خصم معين بالإضافة إلى معامل درجة المخاطرة التي ترجع إلى درجة الجدارة

الائتمانية للدولة المدينة.

- يتولى المصرف الدائن مبادلة أذونات الدين التي في حوزته مقابل حصوله على القيمة السوقية لهذا الدين بالعملات الأجنبية.
- تنتهي مهمة المصرف الأجنبي الوسيط حيث يرسل أذونات الدين المقومة بالعملة الأجنبية لعميله المستثمر الأجنبي مقابل مصروفات محددة.
- **المرحلة الثانية:** أصبح المستثمر الأجنبي بمثابة دائن مؤقت للدولة المدينة. ويبدأ البحث عن أحد المصارف المحلية ويفوضه نيابة عنه في استخدام أذونات الدين بعد تحويلها إلى عملة محلية في شراء أسهم إحدى الشركات الصناعية في الدولة المدينة من أسواق المال المحلية.
- يتولى المصرف المحلي بعد حصوله على أذونات الدين العام القيام باستخراج تراخيص تحويل أذونات الدين المقومة بالعملة الأجنبية من المصرف المركزي. وفي نفس الوقت يتم التفاوض مع الجهة المدينة أو الدولة المدينة لكي تحصل على أذونات الدين المقومة بالعملة الأجنبية، وتقوم بدفع قيمتها وفقا لسعر الصرف السائد بالعملة المحلية.
- يحصل المصرف المحلي على عملة محلية، ويقوم بإصدار صكوك دين جديدة مقومة بالعملة المحلية لصالح عميله المستثمر الأجنبي ويبيع هذه الصكوك (أي حق استخدام عملة محلية) في أسواق المال المحلية مقابل الحصول على أسهم إحدى الشركات الصناعية العاملة في دولة المدين وذلك بغض النظر عن الكيان القانوني لهذه الشركات. وبفرض وجود أسواق مال نشطة وعدم وجود عوائق تشريعية تحول دون تملك المستثمر الأجنبي لهذه الأسهم مقابل الدين الخارجي.
- وفي الخطوة الأخيرة يقوم المصرف المحلي بإرسال الأسهم التي تم شرائها لعميله المستثمر الأجنبي، وبذلك تكون عملية مبادلة الدين الخارجي بأسهم قد انتهت وانخفض رصيد الدين بقيمة الأسهم.

ملخص الفصل الرابع عشر

عندما تكون المدخرات المحققة في دولة ما، أقل من حجم الإنفاق المطلوب، لابد من الحصول على رؤوس الأموال من الخارج لاستكمال النقص في الموارد المحلية. ويمكن اعتبار فجوة التجارة الخارجية بمثابة انعكاس طبيعي لفجوة الموارد المحلية. وطبقاً لهذا الفرض ستتولد عدة تغيرات تلحق بكل من الدخل والادخار وحجم التدفقات للداخل وكذلك موقف الدين الخارجي. وتتم هذه التغيرات وفقاً لنظرية دورة الدين الخارجي بعدة مراحل تبدأ باستعانة الدولة المحلية برأس المال الأجنبي لتمويل الفجوة في الموارد المحلية وعندما تصبح المدخرات المحلية كافية لتمويل الإنفاق المطلوب، يصل الدين المتراكم إلى حده الأقصى وعند انتهاء المرحلة الثالثة تكون الدولة قد تخلصت من ديونها الخارجية تماماً، وقد يتطور الأمر إلى أن تصبح مصدرة لرأس المال.

ويصنف ثقل مديونية الدول حسب مؤشرين رئيسيين: الأول، هو نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية، أي الأصل والفوائد، إلى الصادرات التي تشمل السلع والخدمات وتحويلات المهاجرين. والثاني، هو نسبة القيمة الحالية لإجمالي خدمة المديونية إلى إجمالي الدخل القومي. وتحتاج الدول المدينة إلى إدارة جيدة لمخاطر المديونية ويقودنا ذلك إلى مفهوم الملاءة، وهي مقدرة البلد على الوفاء بالتزامات المديونية على أساس مستمر. ويوجد وفقاً للدراسات المتعلقة بمستوى الجدارة الائتمانية، ثلاثة أساليب لتقدير أعباء الديون الخارجية هي:

أسلوب المؤشرات السطحية، أسلوب النمو من خلال الاستدانة والأسلوب المركب لقياس أعباء الدين.

وقد طورت مؤشرات للكشف عن مخاطر المديونية وبالتالي إدارتها، وتستخدم هذه المؤشرات في إطار حركي لإعطاء صورة كاملة عن اتجاهات المديونية وتحديد مخاطرها، وتستخدم مع متغيرات مثل النمو المتوقع أو أسعار الفائدة وحدود التبادل. ورغم فائدة هذه المؤشرات إلا أنه توجد مشكلات مفاهيمية في تحديد المستويات

الدرجة أو المقبولة والمفضلة لهذه المؤشرات. ومقارنة هذه المؤشرات عبر الزمن يمكن أن توضح مشاكل خدمة الدين، كما أن مقارنة مؤشرات مجموعات متجانسة تمكن من استخدام المؤشرات للإنذار المبكر. ومن أهم هذه المؤشرات: مؤشرات الدين إلى الصادرات؛ ومؤشر الدين إلى الناتج المحلي؛ مؤشر القيمة الحالية للدين إلى المداخل الحكومية؛ ومؤشر خدمة الدين إلى الصادرات ومؤشر الاحتياطي إلى الديون القصيرة.

ويمكن للدولة المدينة أن تقوم بإعادة هيكلة المديونية أو تحويلها، لتجنب العجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية الخارجية أو إذا أرادت تخفيض المخاطرة أو تخفيض تكاليف الاقتراض. ويتمثل هدف إعادة تنظيم الديون في تخفيف عبء المديونية ومعالجة السيولة. ويتحقق تخفيف العبء إذا حصل تخفيض مباشر في القيمة الحالية لخدمة المديونية أو نجم هذا التخفيض عن تأجيل مواعيد السداد. ولا يمكن اعتبار أن هدف إعادة التنظيم قد تحقق، إذا تم اتخاذ أي إجراء يؤدي إلى انخفاض القيمة الحالية لخدمة المديونية من جهة وإلى ارتفاع في قيمتها المستقبلية من جهة أخرى أو العكس. وهناك العديد من أنواع إعادة تنظيم المديونية كمثل: إعادة الجدولة. إعادة التمويل وقد تشمل استبدال أداة دين بأداة أخرى مثل السند أو استبدال سندات قائمة بسندات جديدة، ومنها توريق الدين، والسماح، وعمليات تحويل الدين وتتمثل عملية تحويل الدين باستبدال الدين بآخر أو بأداة مالية محددة، وتضم هذه العملية تغيير الدين بالعملية الأجنبية إلى التزامات مالية محددة بالعملية المحلية وبسعر خصم، وبذلك يعتبر الدين مسدداً وتتحول الذمم المالية إلى شكل آخر، أو مبادلة الدين بأسهم حيث المدين والدائن يتفقان على تحويل الدين إلى حقوق ملكية (أسهم) أي تحويل الدين إلى استثمار أجنبي، إعادة شراء الدين والدفع المسبق، وتتمثل هذه العملية في إعادة شراء أو الدفع النقدي بشروط جديدة متفق عليها مابين الدائن والمدين، وعندما يتم شراء القيمة الاسمية للدين بخصم فإن الدفع المسبق يسمى إعادة شراء. ويمكن للمدين أن يدخل السوق الثانوية ويشترى دينه بسعر خصم، تخفيض الدين فعندما تتم مبادلة الدين الرسمي بأسهم أو حسابات أموال، فإن الفرق مابين الدين الذي تمت مبادلته والأموال المقدمة يمكن اعتبارها تخفيضاً للدين.

مصطلحات الفصل الرابع عشر

مؤشرات المديونية	دورة الدين الخارجي
إعادة التمويل	إدارة الديون الخارجية
توريق الدين	ثقل المديونية
فترة السماح	إدارة مخاطر المديونية
تحويل الدين	الملاءة
مبادلة الدين بأسهم	إعادة الجدولة
رسملة الديون	الفضل في السداد
إعادة شراء الدين والدفع المسبق	مستوى الجدارة الائتمانية
	تخفيض الدين

أسئلة الفصل الرابع عشر

- ١- ما الذي يتولد من اعتبار فجوة التجارة الخارجية انعكاساً طبيعياً لفجوة الموارد المحلية؟
- ٢- أوضح المقصود بالملاءة؟
- ٣- ماذا لو حصل نقص في السيولة لدى الدولة المدينة؟
- ٤- تذكر مؤشرات المديونية، وتحديداً مؤشر الدين إلى الناتج المحلي.
- ٥- ماذا تفهم من مصطلح إعادة تنظيم المديونية؟
- ٦- تذكر أنواع إعادة تنظيم المديونية، وابتح مبادلة الدين بأسهم.

قائمة المصادر والمراجع

I-المراجع باللغة العربية

- ١- شكري، ماهر كنج وعوض مروان، ٢٠٠٤- المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق. دار الحامد للنشر والتوزيع (ط١)، عمان، الأردن. ٣٧٥ص.
- ٢- عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي.العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج م ع. ٢٧٢ ص.
- ٣- كامل بكري، ١٩٩٤- التمويل الدولي. مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية. جمهورية مصر العربية.٣٣٨ ص.

II-المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Appleyard, Dennis R. and Alfred J. Field, JR., 2001- International Economics. 4th. ed., McGraw Hill, Boston, Mass. 583P.
- 2- Bank of International Settlements, 2004- Basle, Switzerland: BIS, October.
- 3- Daiwa, 2001 - "Seminar on Finance in International Markets". Tokyo, Japan. March 12.
- 4- Gibson, Heather D., 1996- International finance: exchange rates and financial flows in the international financial system. Longman Group Limited, New York, U.S.A. 355 P.
- 5- Levi, Maurice D., 1996- International Finance: the markets and financial management of multinational business. 3rd. ed., McGraw Hill, International edition, Singapore. 630 P.
- 6- Levich, Richard M., 1998- International Financial Markets: Prices and Policies. McGraw-Hill, Singapore. 663P.
- 7- Rivera-Batiz, Francisco L. and Luis Rivera-Batiz, 1989- International Finance and Open Economy Macroeconomics. Macmillan Publishing Co., New York. 581 P.
- 8- Richard Caves, Jeffrey A. Frankel and Ronald W. Jones, 1999- World Trade & Payments: An Introduction. 8th. ed. Addison-Wesley Reading, Mass. 554P.

قائمة المصطلحات الرئيسية الواردة في الكتاب

A

Accepted	القبول
Adjustable Exchange System	نظام أسعار الصرف القابلة للتعديل
Agents	الوكلاء
Agent Bank	المصرف الوكيل
Announcement Day	يوم الإعلان
Arbitrage	المراجعة
Asked Discount	سعر الخصم
Asked Price	سعر الشراء
Average Life	متوسط عمر السند
Autonomous	تلقائية
Autonomous Consumption	الاستهلاك المستقل

B

Balance of Trade	الميزان التجاري
Balloon Payment	دفعة بالون
Banker's acceptance	القبولات المصرفية
Bank Credits	تسهيلات مصرفية
Basic Price	سعر الصرف الأساسي
Benchmark	المعيار
Best Efforts	أفضل الجهود
Bid Price	سعر الشراء

Bilateral Financing	التمويل الثنائي
BOP Disequilibrium	الاختلال في ميزان المدفوعات
Bonds by Optional Call	السندات القابلة للطلب
Bond with Warrants	السند ذو الضمان بالتملك
Buyers Credit	ائتمان مشتريين

C

Callable	قابلة للاستدعاء
Call option	اتفاقية حق الشراء
Capital Market Imperfections	عيوب سوق رأس المال
Capital Inflow	تدفق رؤوس أموال للداخل
Capital Outflow	تدفق رؤوس أموال للخارج
Certificate of Deposit	شهادات الإيداع
Clearing Union	اتحاد للمقاصة
Closing Day	يوم الإغلاق
Co-managers	المصارف المشاركة
Comparative advantage	المنافع المقارنة
Commercial Banks Reserves	احتياطي المصارف التجارية
Commercial Papers	الأوراق التجارية (قصيرة الأجل)
Commitments	ارتباطات
Compensatory	تعويضية
Compensatory Financing	تسهيلات التمويل التعويضي
Convertible	قابلية التحويل

Covered Interest Parity Condition	تبادل أسعار الفوائد المغطاة
Crawling Peg	الربط الزاحف
Credit Risk	مخاطرة الائتمان
Creditworthiness	الجدارة الائتمانية
Cross Rates	أسعار الصرف التقاطعية أو غير المباشرة
Current Account	الحساب الجاري
Currency Arbitrage	المراجحة في سوق العملات
Current Yield	المردود الجاري

D

Dealers	المتعاملون في السوق
Debt-Buy Back	إعادة شراء الدين
Debt Capitalization	رسملة الدين
Debt-Equity-Swap	مبادلة الدين بأسهم
Debt Rollover	إمكانيات تجديد الدين
Debt Swapping	عمليات تبديل الدين
Default	الفشل في السداد
Devaluation	خفض قيمة العملة
Dirty Float	التعويم غير النظيف
Dollar Gilt	فائض الدولارات
Dollar Standard	قاعدة الدولار
Domestic Reserves	الاحتياطي المحلي
Donations	هبات
Double-Entry Book keeping	نظام القيد المزدوج

Dual Exchange Rates

نظام أسعار الصرف المزدوجة

E

Earmarking

الإيداع لحساب جهة أجنبية

Economic Policy

السياسة الاقتصادية

Effective Rate

سعر الفائدة الفعلي

Effective Yield

المردود الفعلي

Elasticity's approach

مدخل المرونة

Eligible

قابلة للخصم

Equity Convertible Bond

السند القابل للتحويل لأسهم

Eurobanks

المصارف الأوروبية

Euroclear

يوروكليز

Eurobond Markets

أسواق السندات الأوروبية

Euro Commercial Papers ECP

الأوراق التجارية الأوروبية

Euro-currency

العملة الأوروبية

Euro-currencies Markets

أسواق العملات الأوروبية

Euro-dollar Bond Market

سوق اليورودولار بوند

Euro-dollar Markets

أسواق اليورودولار

Euro Notes

المذكرات الأوروبية

European Term

التسمية الأوروبية

Exchange Risk

مخاطر أسعار الصرف

Exogenous shock

صدمة خارجية

Expenditures switching

تحويل الإنفاق

Extended Facility

تسهيلات ممتدة (موسعة)

Extendable & Retractable Bonds

السندات القابلة للتمديد والقابلة للدفع المسبق

F

Favorable balance of trade

الميزان التجاري موافق

Financial Constraints

قيود مالية

Financial Leverage

الرفع المالي

Flexible Exchange Rate

نظام أسعار الصرف المرنة

Floating Rate Bonds

السندات بفائدة معومة

Floating System

نظام التعويم

Foreign Bond Market

سوق السندات الأجنبية

Forward Discount

خصم السعر الآجل

Foreign Direct Investment

الاستثمار الأجنبي المباشر

Foreign Exchange Rate Market

سوق الصرف الأجنبي

Forward Market

السوق الآجل

Forward premium

علاوة السعر الآجل

Forward Speculation

المضاربة في السوق الآجل

Futures Contracts

العقود المستقبلية

G

Gathering and Processing Information

جمع وتحليل المعلومات

Gestation Period

فترة التفرخ

Gold Exchange Standard

نظام الصرف بالذهب

Gold export point

نقطة تصير الذهب

Gold import point

نقطة استيراد الذهب

Gold Standard

قاعدة الذهب

Government Intervention	تدخل الحكومة
Grey Market	السوق الرمادي
H	
High Yield Securities	السندات العالية المردود
Hybrid Systems of Exchange Rates	أنظمة أسعار الصرف الهجينة
I	
Impartial Position	المركز المحايد
Imperfect Capital Mobility	تحرك رأس المال غير الكامل
Induced	محفوزة أو وفائية
Induced Consumption Spending	الإنفاق الاستهلاكي المحفز
Induced import	الواردات المحفزة
Insurance premium	علاوة تأمين
Interbank Market	السوق بين المصارف
Interdependence	الاعتماد المتبادل
International Bonds Issues	إصدار سندات في الأسواق الدولية
International Reserves	الاحتياطي الدولي
Interest Rate Parity	تعاقد نسب الفوائد
Investment Grade	درجة الاستثمار
Investing On A Covered Basis	الاستثمار المحمي من المخاطرة
J	
Junk Bonds	السندات الخردة
L	
Law of one price	قانون السعر الواحد

Lead Manager	المصرف القائد أو المنظم
Letters of credit	خطابات الضمان
LIBOR	معدل الفائدة السائد بين مصارف لندن
Long Position	المركز الطويل
Long-Term Capital Account	حركات رؤوس الأموال الطويلة الأجل

M

Marked to Market	مرتبطة بالسوق وحركته
Multiple Exchange Rates	نظام أسعار الصرف المتعددة
Mint Parity	سعر التعادل
Mixed, Fixed and Flexible Exchange Rates	الأسعار المختلطة الثابتة والمرنة
Managed float	نظام تعويم مدار
Multilateral Financing	التمويل المتعددة الجهات
Money market credits	أسواق القروض النقدية
Multiple Component Facility MCF	تسهيلات الخيار التمويلية
Multi currency option	خيار تعدد العملات
Money Supply	عرض النقود
Money Risk	المخاطرة النقدية
Monetary Base	القاعدة النقدية
Margin Financing	التمويل بالهامش
Margin Accounts	حسابات الهامش
Markup	علاوة
Multinational Loan Syndicate	مؤسسة إقراض متعددة الجنسية

Management Fee	عمولة إدارة
Managed Flexibility	سعر الصرف المقيّد المرونة
Merchandise Trade Account	حساب تجارة السلع
Margin Requirements	متطلبات الشراء بالهامش
Money Multiplier	المضاعف النقدي
Marginal Propensity to Consume	الميل الحدي للاستهلاك
Mundell-Fleming Model	نموذج مونديل - فليمنج
Margin Requirements	متطلبات الشراء بالهامش

N

Note Issuance Facility NUF	قروض العطاءات
Non comparability of Assets	عدم صلاحية الأصول للمقارنة
Negotiable	قابلة للتداول
Nominal Central Rate	السعر المركزي الاسمي المباشر

O

Onshore	السوق التقليدي
Oil Facility	التسهيلات البترولية
Official Credits	الائتمانات الرسمية
Offshore Banks	بنوك الأوفشور
Offshore Centers	مراكز الأوفشور
Offering Day	يوم العرض
Option Contract	عقد الخيار
Option Price	سعر حق الاختيار
Option Period	الفترة الزمنية لعقد الخيار

Opportunity Cost	تكلفة الفرصة البديلة
Open Economy	الاقتصاد المفتوح
Official Reserve Transactions	مبادلات الاحتياطي الرسمي

P

parallel market	السوق الموازية
Petrodollar	الدولار النفطي
Promissory Notes	سندات أذنية
Parity Value	سعر التعادل
Portfolio Investment	استثمارات المحفظة
Paper gold	ورق الذهب
Policy Based Lending	قروض السياسات
Project Lending	قروض المشروعات
Pre-shipment	مرحلة ما قبل الشحن
post-shipment	مرحلة ما بعد الشحن
Petrodollar	الدولار النفطي
Price Quotation System	نظام التسمية السعرية
Purchasing-option, CALL	حق خيار الشراء
Purchasing Power Parity	تعادل القوة الشرائية
Price Adjustments	التسويات في الأسعار
Price adjustment Mechanism	آلية التسوية السعرية
Perfect Capital Mobility	تحرك كامل لرؤوس الأموال
Price-Specie Flow Mechanism	آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب

Q

Quoted Rate	سعر الفائدة المعلن
Q-Regulation	القاعدة Q

R

Roll-over credit	القروض ذات الفترات المتجددة
Revolving Underwriting Facilities	القروض الدائرية
Repurchase Agreements	اتفاقيات إعادة الشراء
Reverse Repose	إعادة الشراء المعكوسة
Rating of Bonds	تصنيف السندات
Rate of Interest	أسعار الفائدة
Residual Entry	فيد متبق
Reserve Currency	عملة الاحتياطي
Rescheduling	إعادة الجدولة
Real Effective Exchange Rate	سعر الصرف الفعلي الحقيقي
Relative PPP	تعادل القوة الشرائية النسبي
Rate-Fixing	الأسعار المثبتة

S

Special Drawing Rights	حقوق السحب الخاصة
Suppliers Credit	تسهيلات الموردين
Sterilization	التعقيم
Stabilization Fund	صندوق دولي للتثبيت
Snake in the Tunnel	الثعبان في النفق
Soft Loans	القروض السهلة

Structural Adjustment	الإصلاح الهيكلي
Supplementary Financing Facility	تسهيل التمويل الإضافي
Structural Adjustment Facility	تسهيل التعديل الهيكلي
Suppliers Credit	ائتمان الموردين
Swap of Foreign Exchange	المقايضة بالعملات الأجنبية
Syndicated Loans	القروض المشتركة (المجمعة)
Standby-credit	اعتمادات قائمة
Syndicates	التجمعات المصرفية
Spread	الفرق
Short Sale	البيع القصير (على المكشوف)
Short-Term Capital Flows	حركات رؤوس الأموال قصيرة الأجل
Straight Bonds	السندات غير القابلة للتحويل
Sinking & purchase Bonds	السندات القابلة للإطفاء والقابلة للشراء
Speculative Grade	درجة المضاربة
Selling Commission	عمولة البيع
Selling Group	المجموعة البائعة
Settlement Date	تاريخ التسوية
Sovereign Lending	الإقراض السيادي
Spot Exchange	سعر الصرف الفوري
Spot & Forward value	الحق الفوري والحق الآجل
Spot market	السوق الفورية
Swap	المقايضة
Swap price	سعر المقايضة

Selling-option, PUT	حق خيار البيع
Speculative bubble	فقاعة المضاربة
Securitization	التوريق (التسديد)
Speculative Grade	درجة المضاربة

T

Target Zones	المناطق المستهدفة
Transition Economies	اقتصادات الانتقال
Trust Fund	صندوق الائتمان
Treasury bills	أذونات الخزنة
Tender System	طريقة المزايمة
Tap Issue	إصدار وفقا لطلب العميل
Tranche Issue	إصدارات دورية (معلنة)
Time Draft	سحب زمني
The International Bond Market	سوق السندات الدولية
Trustee	الأمين
Tender-Price	سعر الممارسة
Two-Point Arbitrage	المراجعة في عملتين
Three Point(triangular) Arbitrage	المراجعة في ثلاث عملات
The Forward Market	السوق الآجل
The Fisher effect	قاعدة فيشر المحلية
The International Fisher effect	قاعدة فيشر الدولية
The Covered Interest Differential	فارق الفائدة المغطاة
Transaction Costs	تكاليف التبادل

The Marginal Propensity to Import		الميل الحي للاستيراد
Transfer Payments		المدفوعات التحويلية
	U	
Upward Revaluation		رفع قيمة العملة
Underwriting Fee		عمولة التغطية
Underwriters		متعهدو التغطية
U.S. Term		التسمية الأمريكية
	V	
Volatile		متقلبة
Volume Quotation System		نظام التسمية الكمية
	W	
Wider Band		النطاق الأوسع
	X	
Yield to Maturity		المردود عند انتهاء الأجل
Wider Band		النطاق الأوسع
	Z	

تم تدقيق الكتاب علميا من قبل:

الدكتور
أحمد زهير شامية

الدكتور
محمد ظافر محبك

الدكتور
محمد سعيد فرهود

المدقق اللغوي
الدكتور أحمد فؤاد مرعي

حقوق الطبع والترجمة والنشر
محفوظة
لمديرية الكتب والمطبوعات الجامعية

**University of Aleppo
Faculty of Economics**



International Finance

BY
Dr. Hazza' Moufleh
Department of Economics

Third Year
Banking & Finance