

- الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية -
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير.



مذكرة مقدمة لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية
- قسم : علوم اقتصادية -
- تخصص : اقتصاد كمي -

دراسة تحليلية قياسية حول جوانب تأثير التحرير المالي على مستقبل سعر صرف
الدينار الجزائري

باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة خلال الفترة 1970 - 2018

تحت إشراف :

- د / رمضان محمد

من إعداد الطلبة :

- زقان أسماء

رئيسا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (أ)	بوظراف الجيلالي
مشرفا ومقرا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (أ)	رمضان محمد
ممتحنا	جامعة مستغانم	أستاذ محاضر (ب)	بكريتي بومدين

السنة الجامعية : 2020 / 2019

الشكر

الشكر الأول و الأخير لولي النعمة خير الرازقين إلى الله عز و جل كما أخص
بجزيل الشكر و العرفان إلى والدي الدين ساندوني و كانا بجانبني طوال المشوار
الدراسي و الجامعي، كما أشكر الأستاذ الدكتور رمضان محمد الذي تفضل
بالإشراف على هذا المساق فجزاه الله عنا كل خير، فله منا كل تقدير و
احترام كما أشكر شكرا خاصة لجنة المناقشة على ما ستقدمه من توجيهات و
انتقادات فيما يخص هذا العمل، إلى كل الأساتذة الذين لم يدخلوا علينا
بمعلوماتهم و أناروا لنا السبيل نحو مستقبل زاهر كما أخص في شكر أستاذتي
الدكتورة مكى عمارية التي كان لها فضل كبير في توجيهي و ارشادي، و إلى
كل من ساهم من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل و لو بكلمة طيبة

الملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد جوانب تأثير نظرية التحرير المالي على نظام سعر الصرف، وقياس طبيعة العلاقة بين مؤشراتها عليه، ولتحقيق هذا هدف أخذنا الاقتصاد الجزائري كعينة للدراسة و حددنا فترة تمتد من 1970 إلى 2018 ، كما قمنا بإبراز أهم المؤشرات التي تعبر عن التحرير المالي والتي لها علاقة بنظام سعر الصرف، علما أننا قد عبرنا على هذا الأخير بسعر الصرف الحقيقي. ولتحديد ووصف البنية الأساسية وعلاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة، لجأنا إلى تطبيق التحليل العاملي إلى مركبات الأساسية (ACP) بالإضافة إلى التحليل العنقودي. وأخيرا و بهدف قياس هذه العلاقة وأثر مؤشرات التحرير المالي على سعر الصرف الحقيقي، قمنا باختبار سكون السلاسل الزمنية، ثم اختبرنا التكامل المشترك حسب اختبار بوندز (نظرا لاختلاف درجات سكونها)، وقمنا بتطبيق اختبار السببية حسب تودا وياماموتو (TODA ET YAMAMOTO). ثم قدرنا نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL)، وبعد التأكد من قدرته التفسيرية من خلال تطبيق مجموعة من الاختبارات كاختبار التشويش الأبيض واختبار الأثر، كما تأكدنا من قدرته التنبؤية، فاستنتجنا وجود تأثير ضعيف على المدى القصير ولكن في المقابل وجدنا تأثير قوي على المدى الطويل للتحرير المالي على سعر الصرف الحقيقي.

الكلمات المفتاحية: منهج الكبح المالي، نظرية التحرير المالي، أنظمة سعر الصرف، الأزمات المالية، إصلاحات القطاع المالي الجزائري

Résumé :

L'objectif de cette étude est de déterminer la relation entre la théorie de Libéralisation Financière et le régime de change, en montrant le type et la nature de l'effet que cette théorie peut avoir sur ce régime.

Donc et pour atteindre cet objectif, on a pris l'économie Algérienne comme échantillon d'étude, en sélectionnant une période de l'an 1970 jusqu'à l'an 2018, puis on a choisi une liste des indicateurs qui peuvent bien représenter La libéralisation Financière, et qui sont reliés au Régimes de Change. Sachant que ce dernier a été représenté par le Taux De Change Réel. Afin d'identifier et de décrire l'infrastructure et la relation entre les variables sélectionnées et de surligner les variables les plus reliées aux taux de change réel, on a appliqué une Analyse Factorielle à l'aide de l'Analyse en Composant Principale (ACP). Finalement et afin de mesurer cet effet, on a testé la stabilité des séries temporelles sélectionnées pour l'étude, puis on a appliqué une sorte de teste tel que la cointégration en utilisant le teste des Bornes, et le teste de causalité par le sens de Toda Yamamoto, puis on a estimé notre model par la méthode d'Auto-Régression à retards échelonnés ou distribués, connu par le Model ARDL. Après s'être assuré de son pouvoir explicatif par le teste de bruit blanc et le teste d'hétéroscédasticité avec la trace d'ARCH, puis le teste de sa capacité de prévision, on a conclu l'existence d'un effet si faible à court terme mais par ailleurs un effet si fort à long terme.

Les mots clés : *La Répression Financière, La Théorie De La Libéralisation Financière, Les Régimes De Changes, Les Crises Financières, Les Réformes Du Secteur Financier Algérien.*

Resume :

This study aims to determine the relationship and the effect that the Financial Liberalization's theory might have on the exchange system. So and in order to attain that objective, we picked the Algerian economy as a study sample, selecting a period from 1970 to 2018, choosing such an indicators that might represent correctly the Financial Liberalization and which are related to the exchange system which was represented by the Real Exchange Rate. In order to identify and describe the infrastructure and the relationship between the selected variables and highlight the most important related variables to the real exchange rate. Finally, and to determine the nature of that relationship and confirm the existence of that effect, we applied some tests such as the cointegration test of Bounds, that proved the existence of a cointegration between the study variables, the causality test to the concept of Toda Yamamoto, than we have estimated that relationship leaning on the model ARDL, which proved after testing its explanatory power by: white test noise, the heteroskedasticity test using the ARCH trace and ensuring its forecast abilities, the weakness of that effect in the short term and its power on the long term.

The keywords : *The Financial Repression, The Financial Liberalization Theory, The Exchange Rate Regimes, The Financial Crises, The Algerian Financial Sector Reforms.*

قائمة فهرس

المحتويات

- فهرس المحتويات -

رقم الصفحة	العنوان
	الشكر
	ملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال
	المقدمة
الفصل الأول : التطور النظري و التطبيقى لمنهج التحرير المالى	
02	المبحث الأول :التأصيل النظري لظاهرة الكبح المالى
03	المطلب الأول :ماهية الكبح المالى
09	المطلب الثانى : أسباب لجوء الدول إلى سياسة الكبح المالى
15	المبحث الثانى : الإطار النظرى للتحرير المالى .
15	المطلب الأول : العوامة المالية
19	المطلب الثانى : عموميات حول التحرير المالى
25	المطلب الثالث : أدبيات و الدراسات التطبيقية لنظرية التحرير المالى
32	المبحث الثالث :انتقال التحرير المالى من النظرية للتطبيق
32	المطلب الأول :التحرير المالى فى دول أمريكا اللاتينية
34	المطلب الثانى : التحرير المالى فى دول شرق و جنوب شرق آسيا
38	المطلب الثالث : الانتقادات الموجهة لسياسة التحرير المالى و شروط نجاحها
الفصل الثانى : الإطار النظرى و المفاهيمى لسعر صرف الدينار فى ظل التحرير المالى	
52	المبحث الأول : مفاهيم نظرية حول سعر الصرف
52	المطلب الأول عموميات حول سعر الصرف .
58	المطلب الثانى : بنية وآلية أسواق الصرف .
65	المطلب الثالث المحددات و العوامل المؤثرة فى سعر الصرف .
68	المبحث الثانى : الإطار المفاهيمى لسعر الصرف .
68	المطلب الأول : تطور أنظمة أسعار الصرف .
73	المطلب الثانى : النظريات المفسرة لسعر الصرف .
77	المطلب الثالث : سياسات الصرف
93	المبحث الثالث : الأزمات المالية فى ظل التحرير المالى

فهرس المحتويات

93	المطلب الأول : عموميات حول الأزمات المالية
101	المطلب الثاني : أنواع الأزمات المالية
108	المطلب الثالث : الأزمات المالية العالمية:
	الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018
120	المبحث الأول : دراسة تحليلية لجوانب التحرير المالي على نظام الصرف في الجزائر
120	المطلب الأول : ملخص لأهم إصلاحات التحرير المالي
126	المطلب الثاني :مراحل تطور نظام صرف الدينار الجزائري
135	المطلب الثالث :إصلاحات التحرير المالي و أثرها على المؤشرات النقدية
139	المبحث الثاني : دراسة أثر التحرير المالي على نظام الصرف باستخدام التحليل العاملي إلى مركبات أساسية (Acp) لمتغيرات الدراسة
139	المطلب الأول تقديم الوصفي للمتغيرات
146	المطلب الثاني شروط تطبيق التحليل العاملي لمركبات أساسية
152	المطلب الثالث : استخراج العوامل و تصنيفها
163	المبحث الثالث : دراسة قياسية لجوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطة ARDL خلال الفترة 1970-2018
163	المطلب الأول . تقديم نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطة ARDL
166	المطلب الثاني : دراسة استقرارية المتغيرات محل الدراسة
172	المطلب الثالث : دراسة أثر التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري خلال الفترة 1970-2018
	الخاتمة
	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

و

الأشكال

قائمة الجداول

- قائمة الجداول -

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1.I	أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية	05
2.I	حركة رؤوس الأموال في الأسهم والسندات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (2000.1970)	17
3.I	متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي للفترة 2007.1986	18
4.I	يوضح أهداف التحرير المالي على المستوى المحلي و الدولي	21
5.I	الدراسات التجريبية السابقة على التحرير المالي حسب الترتيب الزمني.	27
1،II	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	97
1.III	تطور سعر صرف الدينار مقارنة مع الدولار في الفترة	127
2- III	تطور سعر صرف الدينار مقارنة مع الدولار في الفترة (1994.1992)	128
3.III	تطور الكتلة النقدية و الناتج الداخلي الخام من 1990 إلى 2004	132
4.III	تطور معدلات الفائدة و التضخم خلال الفترة 2004.1990	134
5- III	تطور النسب الهيكلية للكتلة النقدية من 1990 إلى 2004	135
6- III	بعض مقاييس الإحصاء الوصفي لسعر صرف الدينار و المتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة	137
7.III	مصفوفة الارتباط و المعنوية الإحصائية (أحادية الاتجاه) لمتغيرات الدراسة	145
8.III	مصفوفة الارتباط و المعنوية الإحصائية (أحادية الاتجاه) لمتغيرات الدراسة بعد الحذف	146
9.III	جدول يوضح نتائج اختبار KMO لكفاية حجم العينة و اختبار Bartlett	147
10.III	المصفوفة غير الصورية	148
11.III	جدول يبين جودة تمثيل المتغيرات	149
12.III	القيم الذاتية و نسب التشتت حول المحاور العاملة	151
13.III	مصفوفة العوامل قبل التدوير	153
14.III	مصفوفة العوامل بعد التدوير	154
15.III	ترتيب المتغيرات حسب درجة الارتباط	156
16.III	مصفوفة العوامل بعد التدوير	158
17.II	فترات الإبطاء حسب اختبار (AIC) للمتغيرات محل الدراسة	165
18.III	اختبارات السكون حسب ديكي فالر (ADF) و فيليب بيرون (PP)	168
19.III	دالة الارتباط الذاتي (AC) للمتغيرات محل الدراسة	169

قائمة الجداول

170	درجة سكون المتغيرات محل الدراسة	20.III
171	نتائج اختبار الحدود بين سعر الصرف الحقيقي و متغيرات الدراسة	21.III
172	نتائج اختبار السببية بين متغيرات نموذج الدراسة	22.III
174	نتائج انحدار تصحيح الخطأ بنموذج ARDL	23.III
175	نتائج العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة على المدى الطويل	24.III
176	نتائج اختبار أثر ARCH	25.III

قائمة الأشكال

- قائمة الأشكال -

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1،I	ملخص لأسباب كبح القطاع المالي و تأثيره على النمو الاقتصادي في الدول النامية.	12
2،I	أثر ارتفاع سعر الفائدة على الادخار والاستثمار	39
3،I	عدم استقرار الاقتصاد الكلي و أثره على تصرفات البنوك	42
4،I	تتابع إجراءات التحرير المالي	49
1،II	أثر منحني (J).	80
2،II	أثر تخفيض قيمة العملة على الصادرات المرنة أكبر من الواحد	82
3،II	أثر تخفيض على الصادرات المرنة أقل من الواحد	83
4،II	أثر تخفيض على الصادرات المرنة تساوي الواحد	84
5،II	أثر تخفيض على الواردات المرنة أقل من الصفر	85
6،II	أثر تخفيض على الواردات المرنة أكبر من الصفر	86
7،II	أثر تخفيض على الواردات المرنة تساوي الصفر	86
8،II	قنوات انتشار الأزمات المالية	98
9،II	انتقال من الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف	104
10،II	انتقال من أزمة سعر الصرف إلى أزمة بنكية	105
1.III	نموذج الدراسة	136
2-III	تمثيل بياني لسلسلة سعر صرف الدينار	138
3.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر انفتاح الصادرات	139
4.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر انفتاح الواردات	140
5.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر حجم سيولة الاقتصاد	141
6.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر نمو الائتمان السريع	142
7.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر التضخم	143
8.III	تمثيل بياني لسلسلة مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر	144
9.III	تمثيل القيم الذاتية	152
10.III	تمثيل العوامل في المستوي بعد التدوير	157
11.III	التمثيل الهرمي الشجري	159

قائمة الأشكا

160	التمثيل الهرمي الشجري	12-III
165	فترات الإبطاء حسب اختبار (AIC) للمتغيرات محل الدراسة	13-III
173	توضيح علاقات السببية الموجودة بين متغيرات الدراسة	14.III
177	تمثيل بيانات القيم المقدرة و القيم النظرية للنموذج	15.III

المقدمة

1. تمهيد:

عرف الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة تطورات و اتجاهات كثيرة دفعت إلى إعادة النظر و التصويب في بعض المسلمات التي كانت سائدة في مجالات السياسة الاقتصادية و النظريات المفسرة لها. و يعتبر الاتجاه نحو العولمة المالية و التحرير الاسواق المالية الدولية تحت مصطلح التحرير المالي أهم مظاهر هذه التطورات فقد ظهر هذا الأخير في ظل فشل المنهج المالي الذي سبقه و الذي أطلق عليه ماكينون في كتابه "النقود و رأس الأموال في التنمية الاقتصادية" 1973 بالكبح المالي بحيث عرفه كظاهرة تحدث عندما يكون فرض الحكومات لمعدلات الفائدة مسببا تدهور الاقتصاد المحلي، و من مظاهره التحكم في معدلات الفائدة البنكية و تحديدها عند مستويات منخفضة، اجبار البنوك على توجيه الائتمان و الاحتكار الكلي لمختلف الأنشطة المالية و المصرفية مما جعله يقترح بمساندة شاو منهجا مخالفا تماما للمنهج السابق و اطلقا عليه مصطلح التحرير المالي الذي يقتضي التخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بما فيها تثبيت أسعار الفائدة و توجيه القروض الى قطاعات محددة واستخدام الأدوات غير مباشرة المعتمدة اكثر على آليات السوق في تخصيص الموارد كسعر الخصم، معدل الاحتياطي، عمليات السوق المفتوحة.. الخ

نظرا لتدهور اقتصاديات الدول التي تبنت الكبح المالي، فالحدود القصوى التي طبقت على معدلات الفائدة لم تسمح بتطور القطاعات المالية و شجعت على هروب رؤوس الاموال المحلية. كما زادت كل من السياسات المالية التوسعية و ضعف فاعلية البنوك في تعبئة الادخار المحلي من عبئ المديونية الداخلية و الخارجية لهذه الدول في مرحلة تميزت بأزمة مالية عالمية حادة 1987. فقامت تلك الدول بتغيير منهجها و الاتجاه نحو سياسة التحرير المالي.

كانت الجزائر احدي هذه الدول . فقد انتهجت منهج الكبح المالي منذ استقلالها وقد أدت هذه السياسة الى تهميش البنوك و التقليل من دورها فيما يتعلق بتعبئة الادخار و تخصيص الموارد المالية، في فترة الثمانينيات و بداية التسعينيات و في ظروف ازمة محلية حادة قررت التوجه الى اقتصاد السوق في ظل برامج الاصلاحات الاقتصادية الموقعة مع المؤسسات المالية الدولية (البنك العالمي و صندوق النقد الدولي)

ان تحرير القطاع المالي عملية تمس كلا مستوي الاقتصاد لارتباطه بالمعاملات المحلية و الأجنبية، بين المؤسسات المالية و البنوك، الحكومية و الخاصة. فهو يشجع الاستثمار الاجنبي و يحفز التدفقات النقدية نحو الداخل فهو يفرض بذلك انفتاحا و توسعا كبيرا على حركة المبادلات الخارجية سواء سلع و خدمات او رؤوس الاموال بما يحقق مصالح الدول المتبادلة، و على هذا الاساس فان ايجاد وسائل دولية لتسوية هذه المبادلات من الالتزامات بين الاطراف المتعددة امر بالغ الاهمية في اطار نظام النقدي الدولي المشترك، حيث تكمن المشكلة هنا في العلاقة

بين العملة الوطنية و الاجنبية اثناء هذه التبادلات فكل عملية تمر من خلال ميزان المدفوعات تستلزم تبادل لعملات الدول المستوردة و المصدرة . و نظرا لاختلاف هذه العملات (من دولة لأخرى) التي تعتمد كمقياس للقيمة لمجموع السلع و الخدمات التي تعرضها هذه الدول في أسواقها الداخلية و يجب استعمال ما يعرف بسعر الصرف و الذي يمثل فارقا جوهريا و مهما بين المتعاملات التي تتم على المستوى الدولي و المتعاملات المحلية التي تتم داخل الوطن ، فهو يعتبر رابط اقتصادي بين الاقتصاد المحلي و بقية اقتصاديات العالم. كما يمارس دورا مهما في تحديد القدرة التنافسية ، لذلك فهو يعد رابطا اقتصاديا جدها يمكن ان يترتب على تقلبات قيمته آثارا مختلفة ، نظرا لإمكانية تأثيرها على الأداء الاقتصادي و التوازنات الداخلية و الخارجية ، كما تجدر الإشارة الى ان دراسة هذا المتغير الاقتصادي قد اخذت حيزا كبيرا من اهتمامات و انشغالات الباحثين و الخبراء الاقتصاديين عبر تطور النظام الاقتصادي لذلك رغم الاختلاف في الآراء و وجهات النظر حول اسباب هذه التغيرات التي تطرأ على سعر الصرف و نتائجها ، إلا أن أغلبها يصب في البحث عن مدى تأثيره بالمتغيرات التي تحدث في الاقتصاد ، خاصة التأثيرات غير المباشرة و التي تستهدف القطاعات الاقتصادية المختلفة كبرامج الإصلاح الاقتصادي الذي تبنته مؤسسات النقد الدولية (صندوق النقد الدولي و البنك العالمي) و الذي قامت الجزائر بتطبيقه في مطلع التسعينيات .بسبب ما يعرف "بلعنة المورد" او التبعية الفردية التي تميز اقتصاد الجزائر للمحروقات و تأثيرها بأسعار هذا المورد في الأسواق العالمية .

2. إشكالية الدراسة:

لقد انعكست هذه الميزة سلبا على الاقتصاد الجزائري و تسببت له في أزمة مالية حادة دفعت به إلى إحداث اصلاحات هيكلية حرر من خلالها قطاعه المالي و توجه إلى ما يعرف بالانفتاح الاقتصادي. و نظرا للأهمية الكبيرة التي يحظى بها سعر الصرف في إدارة المبادلات الداخلية و الخارجية فمن الطبيعي ان نتساءل حول مدى تأثير هذه الاصلاحات عليه في المدى القصير و الطويل . وهذا ما سيتم دراسته خلال هذا البحث لكن من خلال التأكيد على الجانب المالي أو ما يعرف بالتحريك المالي و تأثيره على نظام سعر صرف الدينار الجزائري من خلال الاجابة على اشكالية الدراسة و المتمثلة في :

✚ كيف يمكن لمستويات عملية التحريك المالي بالجزائر التأثير على مستقبل سعر صرف الدينار

الجزائري ؟

للإجابة على هذا التساؤل نطرح جملة من الأسئلة الفرعية التالية :

- * فيما يتمثل منهج الكبح المالي؟ و كيف تطورت و انتقلت نظرية التحريك المالي نحو التطبيق ؟
- * ما هو مفهوم سعر الصرف وما علاقة التحريك المالي بالأزمات المالية (ازمة البورصات) ؟

* ما هي العلاقة التي تربط التحرير المالي بنظام سعر الصرف المعتمد في الجزائر على المدى القصير و الطويل؟

3. فرضيات الدراسة:

إن تفسير العلاقة بين التحرير المالي و تغيرات أنظمة سعر الصرف التي شهدها الاقتصاد الجزائري يمكن تحديدها من خلال الاصلاحات التي تندرج تحت مفهومه على المستوى المحلي و خاصة الأجنبي، و للإجابة على الإشكالية المطروحة أعلاه، يمكن طرح مجموعة من الفرضيات الفرعية التالية:

- * انتهجت الحكومات الكبح المالي كونه المنهج الوحيد القادر على توفير رؤوس الأموال الضرورية لخطط التنمية.
- * إن الظروف الاقتصادية التي شهدها العالم أثناء الحرب الباردة هي ما ساعد التحرير المالي على الانتقال من النظرية نحو التطبيق.
- * يحظى سعر الصرف بأهمية بالغة في تسهيل سيرورة المبادلات الخارجية، نظرا لكونه الرابط الاقتصادي الوحيد لهذه الأخيرة.
- * يرتبط التحرير المالي بنظام سعر الصرف، بعلاقة أحادية الاتجاه حيث كلما زاد الانفتاح المالي و الاقتصادي كلما توجه نظام الصرف نحو التعويم.

4. أهمية الدراسة:

كثرت في الآونة الأخيرة الدراسات تحت مسميات مختلفة لهذا الوضع الحيوي الذي يربط التحرير المالي بالعديد من المتغيرات الاقتصادية خاصة وقد أصبح ينظر إلى النظام المالي كمحرك للتنمية الاقتصادية المحلية و أداة نحو الاندماج في الاقتصاد العالمي. و الذي أصبح يتميز بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة دون إهمال الدور الكبير و الفعال الذي يلعبه سعر الصرف في ادارة المبادلات الخارجية و تصحيح الإختلالات الاقتصادية بشقيها المالية و التجارية.

و مما سبق تتجلى أهمية الدراسة في ابراز و تحديد العلاقة بين كل من التحرير المالي و جوانب تأثيره على سعر الصرف و ما يتخلل ذلك من مبادئ و أسس و أهداف التحرير المالي بالإضافة إلى أنظمة و سياسات الصرف و تطورها في الاقتصاد، و توضيح أهم المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة ثم قياس هذه العلاقة.

5. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة الى تحقيق مجموعة من الاهداف التي يمكن إيجازها فيما يلي:

- * محاولة الاحاطة بمختلف المفاهيم المتعلقة بالتحجير المالي في ظل العولمة المالية و ابراز أهميته و أهدافه.
 - * ابراز معظم المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف و سياساته وأهم النظريات المفسرة له.
 - * التعريف بمفهوم الازمات المالية في ظل التحجير المالي و تقديم أهم الازمات العالمية.
 - * تقييم اصلاحات التحجير المالي في الجزائر و قياس طبيعة وأبعاد علاقته بنظام سعر الصرف المحلي.
6. حدود الدراسة :

تتمثل حدود هذه الدراسة فيما يلي :

- * الحدود الموضوعية : اهتمت هذه الدراسة بالمجاور المرتبطة بكل من مؤشرات التحجير المالي و سعر الصرف الحقيقي. حيث تم تقديم الاطار النظري لهذه المتغيرات وكذا تطورها في الاقتصاد الجزائري ولقد ارتأينا في تحديد هذه المؤشرات بـ: مؤشر الانفتاح الاقتصادي و الذي يتضمن مؤشرات انفتاح الصادرات و مؤشر انفتاح الواردات، الاستثمار الاجنبي المباشر، مؤشر نمو الائتمان، مؤشر حجم الوساطة المالية. بالإضافة الى معدل تضخم .
 - * الحدود الزمنية: حددت فترة الدراسة القياسية من 1970 إلى 2018، و لقد اعتمدنا هذه الفترة نظرا لكونها تشهد مختلف الأنظمة و السياسات التي شهدها تطور سعر صرف الدينار، كما تضم هذه المرحلة تغير المؤشرات الاقتصادية قبل، أثناء و بعد تطبيق منهج التحجير المالي في الجزائر، وهذا ما يسهل المقارنة.
 - * الحدود المكانية: تختص هذه الدراسة الحدود الجغرافية للاقتصاد الجزائري.
7. المنهج المتبع :

ولمحاولة الإجابة على إشكالية الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي من أجل البحث في مختلف المفاهيم حول التحجير المالي وأهميته و أسباب ظهوره بالإضافة إلى شروط تطبيقه، ثم تحديد مفهوم سعر الصرف ووظائفه و نظرياته وأنظمته، كما استخدم في هذه الدراسة أيضا المنهج التاريخي من خلال إبراز المعطيات عن الأحداث السابقة وفحصها وتحليلها، وبالإضافة إلى المنهجين السابقين اعتمدنا على المنهج التحليلي في سرد تطور الاقتصاد الجزائري من خلال قراءة التقارير والوثائق والدراسات فيما يتعلق بتحليل معظم الجوانب ذات صلة بالتحجير المالي و الاصلاحات المالية في الجزائر وكذا التغيرات التي طرأت على نظام الصرف خلال نفس الفترة. وأخيرا تم استخدام في هذه الدراسة المنهج القياسي التجريبي والذي يتناسب مع أهداف الدراسة، وذلك لقياس واختبار العلاقة بين التحجير المالي و نظام سعر صرف الدينار في الجزائر، من خلال استخدام مجموعة من الأدوات والاختبارات الإحصائية، والتي تشمل كل من اختبار التحليل العاملي باستخدام المركبات الأساسية

(Acp)، واختبار استقرارية السلاسل الزمنية (ADF) و (PP) واختبار علاقة التكامل المشترك باستخدام اختبار منهج الحدود (bounds testing)، بالإضافة إلى اختبار السببية بمفهوم تودا ياماماتو (Toda-Yamamoto 1995) وأخيرا استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، بحيث كانت نتائج هذه الاختبارات استنادا على مخرجات برامج الإحصاء الاقتصادي Eviews9 و Eviews 10 وبرنامج Spss 23، وذلك لإسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي.

8. هيكل الدراسة:

قسمت هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، الفصل الأول الموسوم بـ "التطور النظري والتطبيقي لمنهج التحرير المالي"، والذي تضمن ثلاثة مباحث حول تطور منهج التحرير المالي، بداية بتقديم الكبح المالي في المبحث الأول، ثم تطور التحرير المالي كنظرية في المبحث الثاني وأخيرا تطبيق التحرير المالي كمنهج و انعكاساته و شروط نجاحه في المبحث الثالث.

أما الفصل الثاني فقد كان حول "الاطار النظري والمفاهيمي لسعر صرف الدينار في ظل التحرير المالي"، والذي تضمن ثلاثة مباحث، حيث تمحور المبحث الأول حول المفاهيم النظرية لسعر صرف كأنواعه، أسواقه و المحددات و العوامل المؤثرة في تقلباته، أما المبحث الثاني فقد تضمن الاطار المفاهيمي لسعر الصرف الأجنبي، فتطرقنا إلى تطور أنظمة أسعار الصرف، أهم سياساته و النظريات المفسرة لتغيراته.

و أخيرا الفصل الثالث من الدراسة و المخصص للدراسة التطبيقية، فورد تحت عنوان "دراسة تحليلية قياسية لجوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام التحليل العاملي لمركبات أساسية ونموذج الارتباط الذاتي للفجوات الزمنية المبطننة خلال الفترة 1970-2018"، و تضمن هو الآخر ثلاثة مباحث، فتعرض المبحث الأول إلى التقديم النظري و التحليلي لتطور منهج التحرير المالي في الجزائر و انعكاساته على نظام صرف الدينار الجزائري بالإضافة إلى بعض المتغيرات الاقتصادية، أما المبحثين الثاني و الثالث فقد اختصا في الجانب التطبيقي لهذه الدراسة، من خلال تحديد البنية الأساسية للدراسة و ذلك بتطبيق التحليل العاملي للمركبات الأساسية، ثم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة و درجة تكاملها، كما تمت دراسة اتجاه العلاقة القياسية و تقديرها بين المتغيرات و تحليل النتائج.

و في نهاية الدراسة نتناول ما سعت إليه الدراسة من أهداف مستعرضين ما توصلنا إليه من نتائج اختبار الفرضيات، كما تم رصد مجموعة من النتائج في الجانب النظري و التحليلي.

الفصل الأول

التطور النظري والتطبيقي لنظرية التحديد المالي

مقدمة الفصل:

شهد العالم بعد الحرب العالمية الثانية تغيرات اقليمية، ايدولوجية و دولية رسخت فكرة الحركات التحررية لدى أغلب دول العالم الثالث و التي ورثت غداة استقلالها اقتصاديات متخلفة و هشة و نظام مالي ضعيف يعاني من العديد من التشوهات، في مرحلة تميزت بهيمنة الاتجاهات الداعمة لفكرة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي و المالي (أزمة كساد 1929) مما دفع أغلبها للتوجه نحو الاقتصاد الاشتراكي الذي كان يسير وفق منهج الكبح المالي، باعتباره الوحيد القادر على توفير رؤوس الأموال الضرورية لخطط التنمية إلا أنه لم يؤدي لا إلى تحسين تراكم رأس المال و لا إلى النمو الاقتصادي. و يقوم هذا المنهج على أساس تدخل الحكومي الواسع في القطاع المالي كفرض أسقف لمعدلات الفائدة و تخصيص الائتمان و تقييد حركة رؤوس الأموال الأجنبية. مع مطلع السبعينيات، أسس كل من R.Mackinon و E.Shaw منهجا جديدا عرف باسميهما ينتقد المنهج السابق في كتابيهما "النقود و رأس المال في التنمية الاقتصادية" لماكينون و "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية" لشاو، مدعيان أنه توجد سياسة مخالفة للكبح المالي و التي يمكن من خلالها تحقيق التطور الاقتصادي. و تنص هذه السياسة على رفع معدلات الفائدة الاسمية حتى تصبح معدلات الفائدة الحقيقية موجبة، و التخلي عن سياسة توجيه الائتمان و فتح المجال المصرفي أما القطاع الخاص المحلي و الأجنبي، و هذا من شأنه أن يؤدي إلى التعمق المالي، فترتفع كفاءة النظام المالي في جمع الادخار المحلي و توجيهه نحو الاستثمارات الجيدة مما يحقق للاقتصاد نموا كبيرا، و أطلقا على هذا المنهج بمنهج التحرير المالي.

ففي ظل العولمة المالية و انطلاقا من منتصف السبعينيات انتقل منهج التحرير المالي من النظرية إلى التطبيق فقد حظي بتأييد أغلب المنظمات الدولية و حاولت بعض الدول النامية الاندماج في هذه العولمة و تحقيق النمو الاقتصادي الموعود من خلال تطبيق نظرية التحرير المالي على اقتصادياتها، حيث كانت دول أمريكا اللاتينية و دول شرق آسيا أولى الدول التي تبنته، حيث طبقت هذا المنهج بطرق مختلفة و في ظروف اقتصادية مختلفة فانعكست عنها نتائج مختلفة، مما عرضه للانتقاد فقام مؤسسها هذه النظرية إلى وضع شروط يجب اتباعها قبل و أثناء التطبيق، للوصول إلى النتائج المتوقعة و تحقيق النمو الاقتصادي.

سنقوم خلال هذا الفصل التطرق إلى منهج الكبح المالي، ثم تطور نظرية التحرير المالي و أخيرا تطبيق نظرية التحرير المالي في الواقع مع استخلاص شروط نجاحها حسب ماكينون 1991.

المبحث الأول: التأسيس للنظري لظاهرة الكبح المالي.

تمهيد:

عانت أغلب الدول النامية بعد حصولها على الاستقلال من مجموعة من المشاكل التي كانت تعيق النشاط التمويلي، و تؤثر سلبا على دور الأجهزة المالية و المصرفية في هذه الدول، حيث كانت الأسواق المالية فيها تتصف بالإهمال و عدم الانسجام في ظل غياب الكثير من الخدمات و الأدوات و المصادر المالية، بالإضافة إلى حاجة هذه الدول لتمويل عجز الميزانية بأقل تكلفة، في مرحلة تميزت بهيمنة تيار الفكر الكييزي المحبذ لتدخل الدولة في كافة الأنشطة الاقتصادية و المالية، كلها عوامل دفعت بالدول النامية إلى تقييد و كبح أنظمتها المالية و جعلها تحت سيطرة الحكومة لجعل القطاعات المالية أكثر مساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى التعريف بالكبح المالي و توضيح أشكاله و صوره مع ذكر دوافع لجوء الدول النامية إليه و أسباب تخلي الدول المتقدمة عنه .

I. ماهية الكبح المالي :**(1) تعريف الكبح المالي :**(1) حسب McKinnon (1989)¹

يقدم McKinnon (1989) تعريفاً واسعاً جداً للكبح المالي. ووفقاً له ، يعرف الكبح المالي من خلال فرض أي ضريبة على النظام المالي و اتخاذ أي تدبير تنظيمي يسبب حالة من عدم التوازن في سوق رأس المال المحلي.

يتخذ الكبح المالي حسب McKinnon شكلين:

✓ التحكم في أسعار الفائدة .

✓ نظام تخصيص الائتمان المباشر .

يتم تطبيق سياسة مراقبة الأسعار على أسعار الفائدة المدينة و الدائنة. غالباً ما تكون الأسعار أقل من مستوى أسعار السوق. و غالباً ما تصحح الحكومة الفرق بين معدلات الفائدة المدينة و الدائنة من خلال دعم البنوك. كما يمكن للدولة أيضاً أن تعمل على النظام المالي عن طريق فرض الضرائب على الوسطاء الماليين. يمكن

¹ McKinnon.R (1989) "When Governments Tax And Otherwise, Distort Their Domestic Capital Markets, The Economy Is Said To Be Financially Repressed"; OXFORD Review of Economic Policy, vol.5, N°4, P29.

أن تكون الضريبة مباشرة عن طريق فرض ضرائب على الدخل و / أو على أرباح البنوك أو غير مباشرة من خلال إجبار البنوك على الاحتفاظ بنسبة مئوية معينة من الودائع في شكل احتياطات إلزامية في البنك المركزي.

تسمح هذه السياسة للدولة بتأمين موارد كافية لتلبية احتياجاتها التمويلية. هذه القيود المفروضة على النظام المالي (القروض بأسعار مدعومة ، التسهيلات النقدية للمؤسسات العامة) تعيق حرية البنوك في اتخاذ قرار بشأن القروض وتؤدي إلى عدم فعالية النظام.

(2) حسب Fry (1995)¹

يؤكد Fry (1995) على التمييز بين التقييد والكبح المالي. وذلك استناداً على تحليل السياسات الاقتصادية للبلدان النامية ، يذكر أن هذه البلدان قد استخدمت سياسات تقييدية. يتم تعريفها بأي شكل من أشكال تدخل الدولة في السوق المالية من أجل استخراج موارد تمويل إضافية. تتخذ أشكال التدخل هذه أشكالاً مختلفة ، مثل تحديد معدلات عالية لمتطلبات الاحتياطي أو غيرها من التدابير التي ذكرها McKinnon. و يصبح التقييد المالي بمثابة كبح فقط في ظل وجود معدلات تضخم عالية. في الواقع ، في معظم البلدان النامية وعندما لا يكون الافتراض المحلي كافياً ، تكمل الدولة تمويل العجز في الموازنة عن طريق الإصدار النقدي. ينتج عن هذا الحل ظهور أول علامات التضخم. في حالة حدوث ظاهرة توقع التضخم ، سيغير الوكلاء الاقتصاديون محافظتهم إلى أصول بالعملات الأجنبية من أجل حماية أنفسهم من التضخم. هذا السلوك يقلل من الطلب على العملة الوطنية ويزيد من التضخم. وفقاً لـ Fry ، فإن الكبح المالي هو نتيجة غير مقصودة للسياسات التقييدية التي تؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم.

(3) حسب Stiglitz (1981, 1994)²

لا يشارك Stiglitz (1981 ، 1994) فكرة Fry و McKinnon. يجد أن هناك أشكالاً من تدخل الدولة قد تعمل على تحسين وظيفة الأسواق وأداء الاقتصاد. في ظل افتراض وجود معلومات غير الكاملة ، يشير Stiglitz (1981) ، (1994) إلى وجود أشكال من الكبح التي يمكن أن تساعد في تحسين التنمية المالية. يتجلى هذا التحسن في الزيادة في متوسط جودة القروض بفضل تطبيق سياسة المعدلات المنخفضة وتنفيذ سياسة ائتمانية مباشرة تستهدف القطاعات التي تستفيد من فائض التكنولوجيا عالية. يمكن استكمال سياسة الكبح المالي بسياسة تجارية تهدف إلى تشجيع الصادرات من أجل تسريع النمو. ومع ذلك ، تجدر الإشارة إلى أن Stiglitz يميل أكثر نحو أشكال الكبح

¹ Fry, M.J (1997) "In Favor Of Financial Liberalization", The Economic Journal, Vol.107, N°442, P: 754.

² Stiglitz, J. E et Jaramillo-Vallejo, J et park, y.c. (1993); "the Role Of The State In Financial Markets"; World Banque Research Observer, Annual On Development Economics Supplement, p : 40. 41

التي تهدف إلى السيطرة على الائتمانات . وفقا له ، يكون تدخل الدولة أكثر فعالية من خلال سياسة ائتمانية صارمة وليس من خلال إدارة أسعار الفائدة

(4) حسب (Dornbush و Reynoso)¹:

"إن الاقتصاد المكبوت مالياً يتسم بحقيقة أن قنوات الادخار غالباً ما تكون متخلفة حيث يكون العائد على المدخرات سلبياً وغير مستقراً؛ لا يضمن الوسطاء الماليون الذين يجمعون المدخرات التخصيص الأمثل لها بفضل الوسائل التنافسية؛ و منه تصبح الشركات محبطة من الاستثمار لأن السياسات المالية السيئة تقلل العائدات "

بالرغم من الاتجاهات المختلفة لكل من المفكرين السابق ذكرهم ، فمنهم من يرفض التقييد المالي أو تدخل الدولة في الأنظمة المالية كلياً و يعتبره المشكلة ، و منهم من يراه على أنه حل للعديد من المشاكل المالية خاصة في ظل فرضية المعلومات غير الكاملة ، إلا أن تعريفهم للكبح المالي يبقى موحد من حيث المعنى ، فأغلبهم يرى أن الكبح المالي هو التقييد المبالغ فيه بحيث يكون له انعكاس سلبي على سوق رأس المال المحلي.

¹ Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie , Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de MAGISTER en Sciences Commerciales Spécialité Finance , Option : Econométrie bancaire et financière , UNIVERSITE ABOUBAKR BELKAID TLEMCEN, FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, DE GESTION ET SCIENCES COMMERCIALES , 2015-2016 , p : 16

(2) أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية :

الجدول (1،1) : أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية		
<ul style="list-style-type: none"> ● توجد سيطرة على أسعار الفائدة الدائنة و المدينة. ● و توجد ضوابط على الائتمانات. ● و توجد ضوابط على الاحتياطات. ● و توجد ضوابط على دخول البنوك. 	أسعار الفائدة الدائنة و المدينة	القطاع المالي الداخلي
	الاعتمادات والاحتياطات ودخول البنوك	
<ul style="list-style-type: none"> ● لا يسمح للمستثمرين الأجانب بالاحتفاظ بالأوراق المالية المحلية. ● تتم إعادة رأس المال وأرباح الأسهم والفائدة إلى الوطن ولكن ليس قبل 5 سنوات من الاستثمار الأولي. 	محفظة الاستثمار الأجنبي	السوق المالي
	إعادة رأس المال وأرباح الأسهم والفوائد	
<ul style="list-style-type: none"> ● لا يسمح للبنوك والمؤسسات الأخرى بالاقتراض من الخارج. ● يجب أن يكون الحد الأدنى للاحتياطيات أكبر من 50٪. ● يجب أن يكون الحد الأدنى للاستحقاق أكبر من 5 سنوات. ● هناك أسعار صرف خاصة على الحساب الجاري ومعاملات حساب رأس المال. ● هناك قيود على تدفقات رأس المال. 	قروض أجنبية من البنوك	تدفقات حساب رأس المال
	أسعار صرف متعددة وغيرها من القيود	

Source : Saoussen Ben Gamra, Mickaël Clévenot, Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents La prégnance du rôle des institutions, article publié le 20/06/2014 sur <https://www.researchgate.net/publication/228554361> par : Mickaël Clévenot, consulté le : 21/12/2019 , à 20:48 , p : 11.

(3) صور الكبح المالي:

• الصور الصريحة للكبح المالي:

تتمثل الصور الصريحة للكبح المالي في فرض نسب عالية من الاحتياطات الإجبارية على البنوك التجارية، الضرائب على الإيرادات الإجمالية للمصارف، ضريبة القيمة المضافة على الأعمال المصرفية و ضرائب على أرباح المصارف و الرسوم المحصلة على المعاملات المصرفية¹

✓ النسب العالية من الاحتياطات الإجبارية للبنوك:

سياسة الاحتياطي الإجباري، هي سياسة يتم من خلالها إلزام البنوك التجارية من طرف السلطة النقدية بوضع نسبة معينة من أصولها المالية في حساب خاص لدى البنك المركزي في شكل وديعة نقدية مقابل عائد ضئيل جدا، يحدد بمعدلات فائدة جد منخفضة (كانت شبه منعدمة في بعض الدول النامية)، و أوضح Hardy 1993 في دراسة قام بها، أن أغلب الدول النامية قد قامت بوضع نسب مرتفعة من إيداعاتها لدى البنك المركزي دون عائد تقريبا، بما يتعدى أغراضها الرقابية، و دورها في السياسة النقدية و الائتمانية لجعلها ضريبة على عملية الوساطة المالية.

✓ الرسوم الضريبية المرتفعة الخاصة بالخدمات المصرفية:

تقوم السلطات النقدية بفرض معدل ضريبي مرتفع على الإيرادات الإجمالية للبنوك و المؤسسات المالية، و مختلف المنتجات المالية المقدمة في الاقتصاد، و تهدف من وراء هذا الإجراء إلى الحد من نشاط الوساطة المالية من جهة، و توفير مصدر مالي مهم للحكومة من جهة أخرى، حيث يساعدها في تمويل عجزها المالي دون آثار تضخمية كما هو الحال عندما تلجأ إلى إصدار نقدي جديد من أجل تمويل عجزها.

✓ ضرائب على أرباح المصارف و الرسوم المحصلة على المعاملات المصرفية:

هي ضرائب مباشرة تقتطع من الإيرادات المالية الدخول للقطاع المالي و المصرفي، و تعتبر الأرباح على ضرائب البنوك و على دخول العمليات أو الأعمال المصرفية أهم مورد لإدارة الجباية و ضرائب الدولة، و تلجأ إليه الحكومات باعتباره من أهم المصادر المالية لتغطية النفقات و الحاجات المالية للدولة بدل اللجوء إلى الإصدار النقدي أو طرح السندات.

¹ زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية و مقارنة مع بعض الدول النامية خلال فترة 1980 . 2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص الدراسات الاقتصادية و المالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2018.2019، ص: 7.

• الصور المستترة لكبح المالى:

هي تلك التي لا تخضع لقوانين الضرائب التي تقرها المجالس النيابية، ولا تظهر في الميزانية العامة لدولة، ومع ذلك فهي ذات أحجام تتضاءل إلى جانب حصيلة الضرائب الصريحة على القطاع المالى، وتأخذ صور كبح القطاع المالى هذه ثلاثة أشكال رئيسية:¹

✓ القيود الخاصة بأسعار الفائدة:

حيث تتدخل الحكومة لتحديد معدلات الفائدة أقل من مستواها التوازني، وهذا بفرض حدود قصوى لمعدلات الفائدة على القروض و الودائع، الأمر الذي يؤدي إلى انتشار معدلات فائدة حقيقية سالبة خاصة في الدول التي تتميز بمعدلات تضخم مرتفعة، وغالبا ما تلجأ السلطات النقدية في الدول النامية إلى انتهاج مثل هذه السياسات لتشجيع الاستثمار في بعض القطاعات، وهذا بتمكين بعض المشروعات المملوكة للدولة من الحصول على قروض بمعدلات فائدة تمييزية منخفضة من أجل ضمان توفير تمويل منخفض وطويل الأجل، قصد النهوض بالاستثمار والتصنيع، بالإضافة إلى المساهمة في تمويل عجز الميزانية من خلال فرض السلطات في هذه الدول على بعض المصارف شراء سندات حكومية وأذونات خزانة منخفضة العائد.

✓ متطلبات احتياطية كبيرة:

هنا تلتزم البنوك التجارية بالاحتفاظ بجزء أو نسبة معينة من أصولها في شكل أصول دائمة لدى البنك المركزي، يطلق عمليا نسبة الاحتياطي الإلزامي و يحق للبنك المركزي تغيير هذه النسبة بالزيادة أو بالنقصان، إلا أنه في الواقع هذه النسبة قد تجاوزت الأغراض التي صممت من أجلها والمتمثلة في ضمان سيولة البنك التجاري وحماية أموال المودعين، واستعمالها كأداة من أدوات السياسة النقدية، وتودع هذه الاحتياطات لدى البنك المركزي بمعدلات فائدة منخفضة أو معدومة في بعض الأحيان مما يتيح للدولة الحصول على التمويل بتكلفة جد منخفضة.

✓ الاتئمان الموجه (توجيه سقف القروض):

يهدف الائئمان الموجه إلى توفير التمويل للقطاعات التي تعتبرها الدولة قطاعات أولوية بأسعار فائدة تفضيلية للإقراض، منخفضة انخفاضا كبيرا مقارنة بمعدلات الفائدة السائدة في السوق، والتي أبقيت هي كذلك منخفضة ومحددة عند مستويات دنيا من طرف السلطات النقدية للدولة.

¹ سعدي حسام الدين ، أثر سياسة التحرير المالى على النمو الاقتصادي ، دراسة قياسية لحالة الجزائر (1990-2013) ، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2014، 2015، ص ص: 84، 85.

II. أسباب اللجوء إلى الكبح المالي:

ظلت القطاعات المالية والأجهزة المصرفية في الدول النامية لعقود طويلة محل تدخل مستمر من قبل الحكومات سواء في هيكلها ومؤسساتها أو في آليات عملها. ولم يكن تدخل حكومات الدول النامية في كبح النشاط المالي والمصرفي دون مبررات، ويمكن تقسيم هذه المبررات إلى أربعة مجموعات تعتبر من أهم الأسباب الداعية لهذا التدخل:

(1) أوضاع اقتصاديات الدول النامية بعد استقلالها:

خضعت معظم الدول النامية للاستعمار و لعقود طويلة من الزمن، و بعد حصول هذه الأخيرة على الاستقلال¹ سارعت لانتهاج النظام الاشتراكي و ذلك بعد الدعم الذي قدمه الاتحاد السوفييتي للكثير من هذه الدول للحصول على استقلالها، بالإضافة إلى الانجازات الاقتصادية الشاملة و النمو الاقتصادي الذي كانت تعرفه أوروبا الشرقية بصفة عامة و الاتحاد السوفييتي بصفة خاصة خلال تلك الفترة، فتدخلت بصورة شاملة في اقتصاداتها و فرضت العديد من القيود و الضوابط و مختلف أشكال الرقابة للسيطرة على أنظمتها المالية و خاصة أجهزتها المصرفية.²

(2) أوضاع القطاعات المالية و المصرفية في الدول النامية:

خلال فترة الخمسينات و الستينات تحصلت الكثير من الدول المستعمرة على استقلالها فورثت مشكلات متعددة تعد من أشكال فشل السوق، حيث كانت الأسواق المالية بها تتصف بالإهمال والضحالة وعدم الانسجام في ظل غياب الكثير من الخدمات والأدوات والمصادر المالية، أو وجود بعضها يعاني بقدر كبير من القصور. وقد عرفت الأسواق المالية في الدول النامية احتكار لقلة من وحدات الوساطة المالية للأنشطة المالية المختلفة، بما صاحب ذلك من استغلال هذه الوحدات لمراكز احتكارية في ظل انعدام رقابة مالية فعالة، كما لم تتح معلومات

¹ زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية و مقارنة مع بعض الدول النامية خلال فترة 1980. 2015، مرجع سبق ذكره، ص: 5.

² شكوري سيدي محمد، التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي لكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2006. 2005، ص: 28.

مالية كافية عن المتعاملين المحتملين من مدخرين ومقترضين مما كرس ظاهرة تباين المعلومات مسببة زيادة في درجة المخاطرة في إجراء المعاملات المالية والاعتماد على اعتبارات غير سعرية في توظيف الائتمان.²¹

(3) أثر قوانين الربا Usury Laws:³

أحكمت بعض النظم التشريعية خاصة في البلدان النامية العربية والإسلامية إلى تعريف الربا على أنه سعر الفائدة المرتفع و المغالي فيه ، فقامت حكومات هذه الدول بوضع سقوف على أسعار الفائدة الاسمية تتراوح ما بين 3% و 7% في أغلب الاقتصاديات النامية العربية والإسلامية التي تأثرت بقوانين الربا الغربية.

(4) انعكاسات أزمة الكساد الكبير 1929:

غيرت أزمة الكساد الكبير 1929 الكثير من المفاهيم الاقتصادية، و عليها ظهرت النظرية الكينزية التي دعت إلى ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي و المالي.⁴ و الآراء التي تتعلق بتفضيل السيولة و التي كانت سائدة في الحرب العالمية الثانية إلى غاية السبعينات، حيث أكد (John Maynard Keynes 1936) أن منافسة البنوك فيما بينها تحفز الأفراد على التخلي عن السيولة و إيداع مدخراتهم فيها جعل البنوك ترفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات تتعدى سعر الفائدة الحقيقي التوازني الذي يتحقق عند التشغيل الكامل ، مما دفعه إلى اقتراح وضع سقوف على أسعار الفائدة الاسمية. فقد أوضح (John Maynard Keynes) سنة 1936 في كتابه الشهير "النظرية العامة للتوظيف، الفائدة و النقود" أن معدل الفائدة يلعب دورا مهما في تحديد مستوى الإنتاج و الاستخدام ، و هذا بتأثيره في الطلب على الاستثمار. و على عكس الكلاسيك فقد اعتبر Keynes أن الادخار دالة في الدخل و أن مستوى الادخار لا يحدد مستوى الاستثمار و أن هناك علاقة عكسية بين الاستثمار و معدلات الفائدة ، و أن زيادة معدلات الفائدة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاستثمار مما ينعكس سلبا على حجمه و بالتالي على النمو الاقتصادي.⁵

¹ ماري عمر، التحرير المالي و النمو الاقتصادي دراسة قياسية مقارنة لدول المغرب (الجزائر، تونس و المغرب)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر "ل م د" في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك و مالية دولية، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة عين تموشنت، 2016/2015، ص: 55.

² بن دحمان أمنة، التطور المالي و النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 25 دولة خلال فترة 1989/2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث لنظام الل.م.د في علوم الاقتصاد النقدي مالي، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016/2015، ص: 136/135.

³ شهبون وفاء، "التحرير المالي و تأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970/2014، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر، في علوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد النقدي و المالي، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، الملحق الجامعية لمغنية، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص: 28.

⁴ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 28.

⁵ شهبون وفاء، "التحرير المالي و تأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970/2014، مرجع سبق ذكره، ص: 29/28.

(5) حاجة الدول إلى تمويل عجز الموازنة و المشروعات العامة الكبرى بأقل تكلفة¹:

في ظل محدودية الموارد المالية المتاحة للدول النامية و عجز الأسواق المالية و خاصة القطاع المصرفي عن القيام بعملية تمويل التنمية في بعض هذه الدول ، اعتبر كبح القطاع المالي و المصرفي وسيلة مقبولة من شأنها أن توفر تمويلا منخفض التكلفة لسد عجز الموازنة للدول.

III. دوافع التخلي عن سياسة الكبح المالي :(1) نتائج تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية²:

إن تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية لفترة طويلة من الزمن كان الهدف من ورائه هو ضمان تعبئة الموارد المالية لتوجيهها إلى دعم الاقتصاد و تمويل المشاريع الاقتصادية الإستراتيجية المسطرة و الممددة من طرف حكومات هذه الدول، إلا أن تطبيق هذه السياسة لم يحقق الأهداف التي خططت لها، فالوسائل التي استعملت لانتهاج سياسة الكبح المالي في أغلب الدول النامية كتحديد الإداري لأسعار الفائدة و فرض احتياطات مرتفعة على البنوك التجارية و سياسة توجيه القروض... الخ قد أضرت بالأنظمة المالية و الأجهزة المصرفية لهذه الدول حيث زادت من درجة تخلف هذه القطاعات و تراجع فعاليتها و قد أشار Reynoso (1989) و Dornbusch أن اقتصاد مكبوح ماليا يتصف غالبا بقنوات ادخار مختلفة، حيث يكون العائد عن هذا الادخار سالبا و غير مستقرا، فالمؤسسات المالية المكلفة بتجميع الادخارات لا يمكنها تخصيص هذا الادخار بطريقة مثلى في ظل سياسة الكبح المالي، فهي لا تشجع على الاستثمار.

و بصفة عامة يمكن أن نلخص نتائج تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية كما يلي:

✓ أدى سوء تخصيص الائتمان نتيجة التدخل في تنظيف الائتمان و توجيهه إداريا و استخدام أساليب غير سعرية في اتخاذ القرارات الائتمانية إلى خفض نصيب الائتمان الموجه للقطاعات المفترض دعمها و توجيه الائتمان لها (أثر سلبي على توزيع القروض في الاقتصاد حيث استفادت القطاعات غير المنتجة من أغلب التمويل على حساب القطاعات ذات الإنتاجية الكبيرة).

✓ زيادة سقف و توجيه القروض من حجم الموجهة للقطاع العام لأغراض سياسية، و قد تزامن مع ارتفاع نسبة القروض غير المستردة و القروض غير المنتظمة و الراكدة نتيجة التوزيع السيئ لها و عدم الأخذ بمعايير

¹ شهبون وفاء، "التحرير المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970. 2014، نفس المرجع السابق، ص: 29.

² خروبي عبد المالك، عيساوي ايمان، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (دراسة قياسية)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك مالية و تسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر، 2014. 2015، ص: 2221.

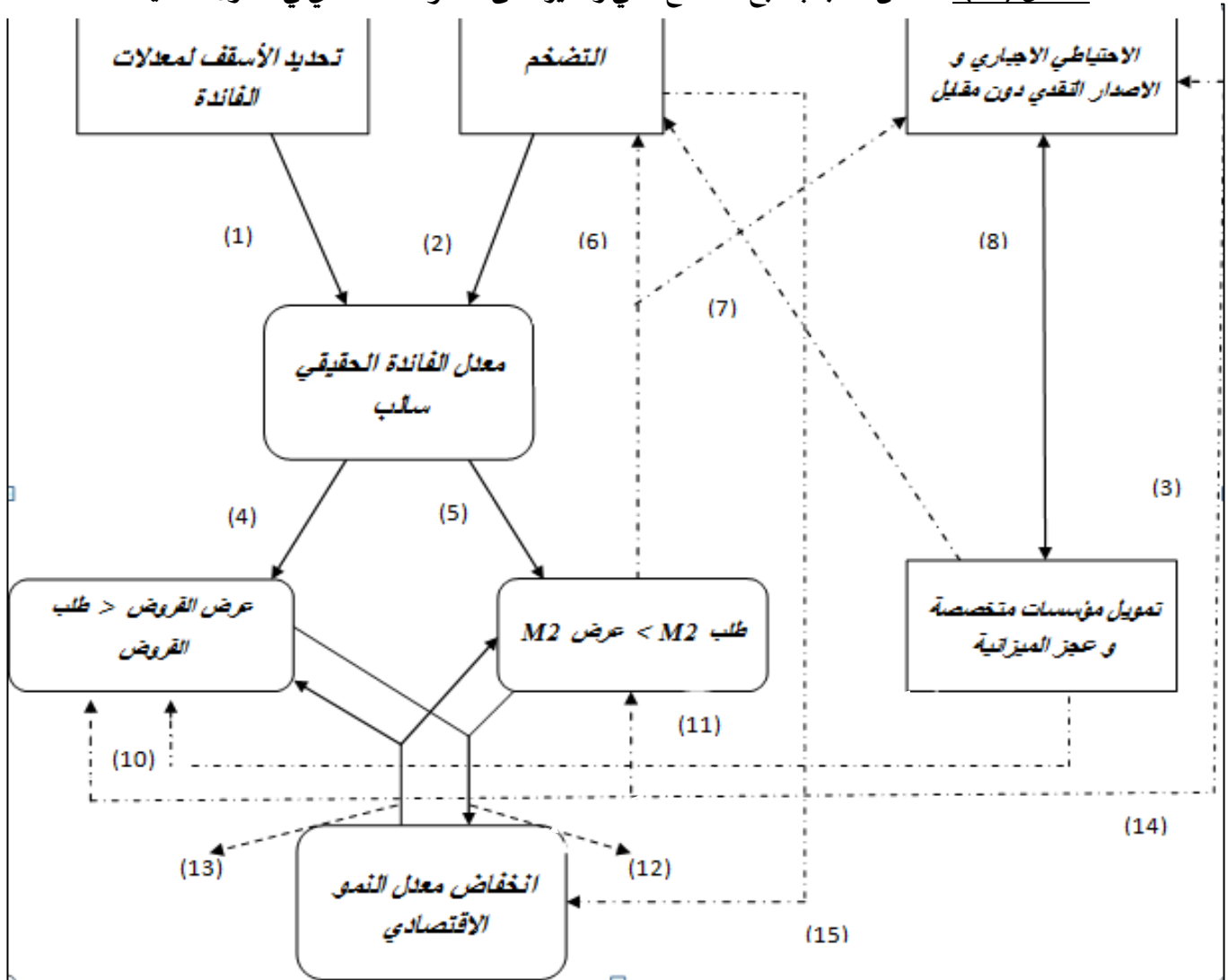
الحيطة و الحذر المصرفية لمراعاة شروط الملائمة المصرفية للبنوك و المؤسسات المالية أثناء و بعد توزيع هذه القروض، كذلك مراعاة القدرة على التسديد من جانب المستفيدين من هذه القروض، و قد أدت تلك النسبة المرتفعة من القروض غير المستردة إلى جانب متطلبات الاحتياطي الإلزامي و الضرائب المرتفعة على العمليات المصرفية غير المتكافئة مع تلك النسبة إلى ممارسة ضغوط سلبية على كل من ربحية البنوك و القاعدة الرأسمالية لها، فنتج عن ذلك ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة على الودائع و أسعار الفائدة على القروض، 1 الأمر الذي أدى إلى تقليص رقعة النشاط المصرفي .

✓ أدى ارتفاع الضرائب المستترة على العمليات المصرفية، بالإضافة إلى معدل الاحتياطي القانوني و نسبة السيولة المبالغ فيها إلى 2 ارتفاع هامش معدلات الفائدة و تدني كفاءة الوساطة المالية .

✓ أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية من البدائل الأخرى من الأصول الأجنبية، و أدى ذلك إلى تقلص رقعة النظام المالي الرسمي مقاسا بنسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي، و ذلك في مواجهة تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي الذي نشأ نتيجة تلاقي رغبات الطلب غير الملبي على الأموال في السوق الرسمية مع رغبات عارضي الأموال في عوائد حقيقية إيجابية أعلى من العوائد السلبية للسوق الرسمية و ذلك بفعل التضخم.

✓ ساهمت سياسة الكبح المالي بالإضافة إلى عوامل سياسية و عوامل اقتصادية أخرى في هروب رؤوس الأموال من الاقتصاديات النامية إلى أسواق المال الأجنبية التي توفر عائدا حقيقيا موجبا و بمخاطرة أقل نسبيا مما هو قائم في القطاعات المالية المحلية التي 3 تخضع للتدخل الحكومي و للسلطات النقدية المشوهة لآليات السوق و تفتقر إلى الشفافية في جراء المعاملات المالية.

الشكل (1،1): ملخص لأسباب كبح القطاع المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي في الدول النامية.



المصدر: شهبون وفاء، "التحرير المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970-2014، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

و يتضح من خلال هذا المخطط ما يلي :

إن وجود معدلات فائدة حقيقية سالبة، هو نتيجة تحديد أسقف لمعدلات الفائدة الاسمية من طرف السلطات النقدية (1)، أو بسبب الارتفاع الكبير في معدل التضخم في الكثير من الدول النامية (2)، كما اتخذت سياسة الكبح المالي شكل معدل مرتفع لمعامل الاحتياطي الإجباري الذي يطلبه البنك المركزي، أو إصدار متتالي لأرصدة اسمية (إصدار النقود) موجهة لتمويل النفقات العمومية و تغطية عجز الميزانية (3)، و تمويل هذه النفقات بنسبة مرتفعة من القروض البنكية و هذا بسبب فرض الحكومة على المؤسسات المالية سياسة تخصيص الائتمان لغرض تمويل القطاعات الحكومية بمعدلات فائدة تفضيلية منخفضة، على حساب المشاريع الخاصة التي تجد صعوبة في الحصول على التمويل البنكي (10). و انخفاض معدلات الفائدة الحقيقية يزيد من

الطلب على القروض نظرا لانخفاض تكلفتها، و يقلل من مستوى الادخار لأن عائدته منخفض (4) هذا ما يدفع السلطات النقدية إلى زيادة عرض النقود (5)، من أجل تعويض هذا النقص في الادخار، و توفير التمويل للنفقات و المشاريع العمومية (11)، و هذه الزيادة في الإصدار النقدي تؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم (6).

و كما اشرنا سابقا، فإن انخفاض معدلات الفائدة على الودائع و ارتفاع نسبة الاحتياطي الإلزامي يقلل من حجم الموارد المالية المتاحة للبنوك، فتتخفف قدرتها على منح القروض (7) و يترتب على هذا ندرة حجم الموارد المالية المتاحة للإقراض (8)، التي تنعكس على كل القطاعات الاقتصادية بما في ذلك قطاع الزراعة و الصناعة التي تعتبرها الحكومة قطاعات حكومية، و هذا ما يدفع بالحكومة إلى تدعيمها عن طريق خلق مؤسسات تمويل خاصة (9) يتم تمويلها بالاحتياطات الإلزامية المقتطعة من البنوك التجارية (3). إن انخفاض عرض النقود من طرف البنوك (10)، بالإضافة لارتفاع معدلات التضخم (15) أدت إلى عدم تلبية كل طلبات الاستثمار و هذا كله يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي (12)، نتيجة التخصيص الغير جيد للموارد المالية الموجودة نسبة كبيرة منها لدى مؤسسات مالية حكومية، تمويلها مشروعات ذات عوائد رأسمالية منخفضة (14)، و النتيجة هي انخفاض معدل النمو الاقتصادي، الذي يكون له اثر رجعي سلبي على الطلب على الاقتراض و الادخار (13).

المبحث الثاني: التأسيس النظري للتحرير المالي.

تمهيد:

يشهد العالم تغيرات إقليمية و دولية و تحولات اقتصادية تجلت مظاهرها في الاتجاه نحو اقتصاد السوق، تقليص دور الولاية، تنامي دور الشركات متعددة الجنسيات و المؤسسات المالية. يتميز الاقتصاد العالمي بخاصيتين أساسيتين، الأولى هي إعادة توحيد النظام الاقتصادي العالمي على أساس ما تفرضه العولمة الاقتصادية و مؤسساتها، و الثانية هي اتجاه دول العالم إلى إقامة كتلتا اقتصادية فيما بينها خدمة لمصالحها، و انسجاما مع التوجه العالمي قامت معظم الدول خاصة الدول النامية و الدول التي كانت تتبع المنظومة الاشتراكية بتحرير قطاعها المالي، و من ثم التحول إلى ما يسمى الانفتاح المالي، و هكذا قامت هذه الدول بمد جسور متنوعة بين أسواقها المالية المحلية و الأسواق المالية الخارجية، الأمر الذي ساعد بقوة على عولمة الأسواق المالية، و و على تعزيز ترابطها مع العالم الخارجي.

I. العولمة المالية :(1) مفهوم العولمة المالية :

كثرت تعاريف العولمة، ولم تتفق الآراء على تعريف واحد وشامل وجامع وهذا لتشعب المحتوى الفكري للمفهوم، وخاصة من جانبه الاقتصادي الذي أخذ ينتشر في كافة المستويات الإنتاجية، المالية و التسويقية و التكنولوجية و الإدارية، و سنحاول تقديم مختلف التعاريف التي تحلل الجانب الاقتصادي للعولمة

- تعتبر العولمة المالية أحد أوجه التحرير المالي وكذلك أحد العوامل الدافعة له، فهي تعبر عن ما يسمى بالانفتاح المالي، الذي يؤدي إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي بحيث تصبح أسواق رأس المال و الأسواق المصرفية أكثر ارتباطا و تكاملا و يمكن تعريف العولمة المالية بأنها: " زيادة في التجارة الدولية و الروابط المالية التي دعمها التحرير الاقتصادي و التغيرات التكنولوجية"¹
- العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي و التحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي مما يؤدي إلى التكامل و ارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء حركة رؤوس الأموال، فالعولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية²:

✓ المعاملات المالية المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية؛

✓ المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر؛

¹ سحنون جمال الدين، ط.د. بلغانبي نبيلة، التحرير المالي و انعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السداسي الثاني 2017، ص 317. 318.

² فضيلة زاوي، التحرير المالي و انعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2015. 2016، ص: 44.

✓ المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي و الضمانات، الكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل أو على التدفقات للخارج:

✓ المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية (العملة البنكية).

- العملة المالية هي ظاهرة تتميز بظهور سوق موحدة لرؤوس الأموال تسير على الصعيد العالمي وذلك كنتيجة للتحركات الآنية للمعلومات، و تتميز أيضا برفع الرقابة عن الصرف وتجانس الخدمات المالية المقترحة على المقترضين. فأصبح للأعوان الاقتصاديين، الاقتراض أو توظيف رؤوس الأموال الاستقلالية مادام بإمكانهم القيام بهذه العملية سواء في الأسواق الوطنية أو الأسواق الدولية.¹
- العملة المالية هي جوهر عملة الأسواق المالية و تحرير حساب رأس المال ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية وتحرير حساب رأس المال، ومن ثم قابلية حساب رأس المال للتحويل، ترتبط بإلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات. فالعملة المالية عملية مرحلية لاقامة سوق شاملة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز (الجغرافية، القانونية، التنظيمية) لتسود بذلك حرية التدفقات المالية من اجل ضمان أفضل توزيع لمختلف صيغ رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث على أعلى مرودية لتلك الأموال.

(2) أسس/قواعد العملة المالية :

ترتكز العملة على ثلاثة أسس رئيسية تتمثل فيما يلي:

- **اللاوساطة:** و هذا يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف و الاقتراض، و نقصد بالتمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار و تبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات..الخ.) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، و هذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك و الوسطاء الماليين الآخرين.² حتى أن الأدوات المالية لم تعد تلك الأسهم والسندات ما قبل التجديد المالي إنما مشتقات مالية تمتد إلى أجيال من التحديث الذي تسنده التكنولوجية، فلولا العملة المالية وعمق وسيولة السوق المالي الدولي لما تقدمت اللاوساطة في التمويل وأصبحت مؤشرا على تغلغل الأسواق المالية داخل

¹ د.خنوسة عديمة د. فوضيل لحسن، الأزمات المالية الناشئة في ظل العملة المالية، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة الجزائر، 2019/2/54، ص:3.

² مرائب ساعد، أسماء بلمبوب، العملة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2006/06/2221، ص:5.

الاقتصاد كمنافس للبنوك، ولم تعد علاقة الجمهور العام والمدخرين بالمستثمرين مجرد حسابات بنكية وودائع تحول إلى قروض إنما علاقة إصدار واكتتاب مباشر في الأوراق المالية.¹

- **إزالة القيود التنظيمية:** أساسها الدخول في محيط مالي مرن نسبيا وغير خاضع لعدد كبير من القيود، لا يقصد القيود المتخصصة في الحفاظ على استقرار نظام التمويل، وإنما المساهمة منها في الحد من فعاليته، ويعتبر هذا المبدأ أحد العناصر الحاسمة و الفعالة لسيادة العولمة المالية، حيث خدم هذا المبدأ بشكل عميق تكامل و اندماج الأسواق المالية، بإزالة مختلف الحواجز القانونية و الإدارية، أمام التدفق الحر لرأس المال الدولي و مع أسعار الفائدة المتحركة و معدلات الصرف المتذبذبة، فقد توجه النظام إلى إفراز سلسلة كاملة من الأوراق الجديدة لإدارة هذا التذبذب و عدم الاستقرار و المتمثلة في المشتقات بجميع أنواعها، و بلا شك تسمح هذه المنتجات بتصدير المخاطر المرتبطة بأسعار الفائدة و أسعار الصرف و المرور من قسم في السوق إلى آخر و أيضا الانتقال بسهولة أكبر من عملة لأخرى.²
- **رفع الحواجز:** تكمن اهم النواحي للعولمة المالية في كسر الحواجز و الانتشار الدولي للنشاطات المالية، إضافة إلى تنامي قدرة الشركات العابرة للحدود و المؤسسات المالية الدولية.³ لكن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق المال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال وإنما أيضا في انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على المستويين⁴:
- **المستوى الداخلي:** ويعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصير الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية،... إلخ.
- **المستوى الخارجي:** ويعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب بحيث يتسنى لهم شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية

(3) مؤشرات العولمة المالية:

ويمكن الاستدلال عن العولمة المالية بمؤشرين هما:

¹ سحنون جمال الدين، ط. د. بلغانبي نبيلة، التحرير المالي و انعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 318.

² شيبان رمضان، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التجارية، تخصص مالية و تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2017، ص: 12.

³ محمد العربي ساكر، موقع الدول العربية من العولمة المالية (إشارة خاصة لحالة الجزائر)، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص 63.

⁴ سحنون جمال الدين، ط. د. بلغانبي نبيلة، التحرير المالي و انعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 318.

- **المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن المعاملات الخارجية في الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول في عام 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا عام 1996 وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس العام.¹

الجدول (2،1) حركة رؤوس الأموال في الأسهم والسندات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (2000.1970)

2000	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1985	1980	1975	1970	
279	213	151.5	135.1	131	129	107	96	89	101	35.1	9	4.2	2.8	الو.م.أ
134	96	82.8	65.1	60	78	72	92	120	156	63	7.7	1.5	.	اليابان
348	253	199	172	158	170	85	55	57.3	66	33.4	7.5	5.1	3.3	ألمانيا
960	313	258	187	197	187	122	79	53.6	52	21.4	8.4	.	.	فرنسا
.	.	672	470	253	207	192	92	60	27	18	4	0.9	1	إيطاليا
464	358	234.8	94.8	208	153	114	83	64.4	55	26.7	6.9	3.3	5.7	كندا

المصدر: شيبان رمضان، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

- **المؤشر الثاني:** هو تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي،² فإن الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت عن 200 مليار دولار أمريكي في منتصف الثمانينات إلى حوالي 2.1 ترليون دولار عام 1995. والجدول التالي يشير إلى تطور حركة التداول للنقد الأجنبي وهي متزايدة من سنة لأخرى حيث بلغت نسبة الزيادة سنة 2007 إلى 70% وهذا ما يبينه الجدول أدناه:

الجدول (3، 1): متوسط حركة التداول اليومي للنقد الأجنبي للفترة 2007.1986.

2007	2004	1995	1992	1989	1986	
3210	1880	1190	820	590	188	رقم التداول العالمي المقدر (مليار دولار)
71	36.7	13.6	11.6	46.4	.	نسبة الزيادة للفترة (%)

المصدر: شيبان رمضان، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

¹ سحنون جمال الدين، ط. د. بلغانبي نبيلة، التحرير المالي وانعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 318.

² شيبان رمضان، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من تزايد درجة تكامل الأسواق المالية فإذا لم تصل بعد إلى درجة التكامل في الأسواق السلعية أي أن العولمة المالية لا زالت في درجة أقل من العولمة الإنتاجية أو عولمة الإنتاج. من ناحية أخرى نلاحظ أن جوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب رأس المال ويقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات والتي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال رأس المال مثل الديون وأسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية وتحرير حساب رأس المال.¹ و تتمثل العولمة المالية في مجموعة المعاملات التالية²:

- ✓ المعاملات المتعلقة بالاستثمار في أوراق الأسواق العالمية كالأسهم والسندات.
- ✓ المعاملات المتعلقة بالانتمان التجاري و المالي و الضمانات ... الخ
- ✓ المعاملات المتعلقة بالبنوك كالودائع و الاقتراض و الودائع الأجنبية.
- ✓ المعاملات المتعلقة بحركات رؤوس الأموال الشخصية كالقروض و المنح.
- ✓ المعاملات المتعلقة بالاستثمار أجنبي و تحويلات الأرباح.

II. عموميات حول التحرير المالي:

(1) مفهوم التحرير المالي وأهدافه:

● مفهوم التحرير المالي:

تندرج سياسة التحرير المالي ضمن سياق التحرير الاقتصادي والذي يشمل على مختلف عناصر التحرير المالي و يتضمنها، و حسب الاقتصادي McKinnon يعتبر التخلص من الضوابط المركزية المقيدة لحركة التجارة الخارجية و الخصخصة و إلغاء المركزية أي لتخلي عن الملكية المباشرة و حق السيطرة لأغلب الأنشطة التجارية و بيع الأصول المملوكة للدولة للقطاع الخاص و إزالة الضوابط المفروضة على أسعار الفائدة على الودائع و القروض المصرفية و تحرير سعر الصرف من بين أهم مظاهر التحرير الاقتصادي للدول، و بين أنه ليس باستطاعة حكومات الدول و لا ينبغي عليها أن تتخذ جميع التدابير الخاصة بتحرير الاقتصاد دفعة واحدة و إنما هناك نهج أمثل يتم اعتماده في خط التحرير الاقتصادي، و قد يختلف هذا الأخير بتباين الاقتصاديات الآخذة بأسباب التحرر حسب ظروفها.³ هناك عدة تعريفات لسياسة التحرير المالي ، من بينها التعريفات التالية:

¹ سحنون جمال الدين، ط د. بلغانني نبيلة، التحرير المالي و انعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 318.

² يخلف فاطمة الزهرة زرداي مريم، مخاطر عولمة أسواق المال دراسة حالة السوق المالية الكويتي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة 1945/05/08، ورقلة الجزائر، 2010.2011، ص:30.

³ الصادق وكواك، حمزة محمدي، سامي غالبي، سليم أحمادي، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1985.2015، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم تجارية، تخصص مالية وتجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعموم التسيير، جامعة الشهيد حمو لخضر، الوادي، 2017.2018، ص : 7.

- ✓ وفقاً لـ R. McKinnon و E. Shaw (1973): "التحرير المالي هو الطريقة المثلى للخروج من القمع المالي والطريقة البسيطة والفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في البلدان النامية".
- ✓ وفقاً لـ Amable، Chatelain، و De Bandt (1997): "إنها السياسة التي تؤدي إلى زيادة المدخرات واستخدام الموارد المالية المتاحة للاستثمار على النحو الأمثل"
- ✓ وفقاً لـ Murat ucer (2000): "إنها عملية تتضمن مجموعة من الإجراءات التي تنطبق على إزالة القيود المفروضة على القطاع المالي والمصرفي في البلدان النامية، مثل: تحرير أسعار الفائدة المصرفية وإزالة القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال. الهدف من هذه العملية هو إصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة."¹
- ✓ مكن تعريف التحرير المالي على أنه عملية تنطوي على مجموعة من التدابير المتخذة بهدف إزالة القيود المفروضة على القطاع المالي مثل تحرير سعر الفائدة، وإلغاء القيود المفروضة على حساب رأس المال أو حتى إصلاح القطاع الخارجي، الخ. ونتيجة ذلك هي زيادة كبيرة في حركة رأس المال بين البلدان وبالتالي تعزيز المنافسة.²

• أهداف التحرير المالي:

- تتمثل أهداف التحرير المالي فيما يلي:³
- ✓ تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها.
- ✓ تتزامن سياسات التحرر المالي مع النزعة الشديدة نحو تحرير التجارة الدولية، وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية.
- ✓ تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولي.
- بالإضافة إلى:⁴
- ✓ التخصيص الأمثل للمدخرات، مما يجعل من الممكن تمويل الاقتصاد عن طريق زيادة معدلات الاستثمار.

¹ أ. نورة زيان، د. محمد شويكات، قياس أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباينة خلال الفترة 1990-2015، مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، العدد الاقتصادي 36(01)، ص: 22.

² Pr BENHABIB Abderrezak، ZENASNI Soumia، Les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique : analyse empirique sur le cas algérien، Le recueil des communications du deuxième colloque international sur La bonne performance des organisations et des gouvernements، Deuxième édition، La croissance des entreprises et des économies entre la réalisation de la performance financière et les défis de la performance environnementale، organisé les 22 et 23 Novembre 2011، p : 3.

³ ربيعة محمد، التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول العربية، 01، numero، v.10، revue d'économie et de statistiques appliquées، pp: 102- 103.

⁴ Abou-Bekr Asma، L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie، op cite، p: 29.

- ✓ إمكانية الوصول إلى معدلات فائدة تسمح بموازنة العرض والطلب للأموال القابلة للإقراض.
- ✓ إقامة علاقة بين الأسواق المالية المحلية والأجنبية لاجتذاب الأموال اللازمة لتمويل الاستثمار.

الجدول (1، 4): يوضح أهداف التحرير المالي على المستوى المحلي والدولي

الأهداف	التدابير	
<ul style="list-style-type: none"> • وصول أفضل إلى الائتمان. • زيادة الكفاءة في تخصيص الأموال. • تعبئة المدخرات واستخدامها بكفاءة أكبر. • أفضل استجابة للطلب. • تشجيع الابتكارات. • تكيف النظام المحلي مع المنافسة الدولية. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ إلغاء السيطرة على أسعار الفائدة ✓ التخلي عن الإطار الائتماني ✓ تطوير منتجات تمويلية جديدة. ✓ إلغاء التحفظات الإلزامية 	النظام المالي المحلي
<ul style="list-style-type: none"> • إنشاء سوق كفو للأوراق المالية الخاصة والعامه. • صرف المدخرات الأجنبية 	<ul style="list-style-type: none"> • إلغاء الرقابة على الصرف. • فتح حساب رأس المال. • حرية إنشاء مؤسسات مالية أجنبية (بنك ، شركة استثمار ، إلخ). 	النظام المالي الأجنبي (العلاقة مع الدولية)

Source : Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance

Economique cas de l'Algérie, op cite, p : 29.

2) مستويات وإجراءات التحرير المالى :• مستويات التحرير المالى :

تتضمن سياسات التحرر المالى مستويين أساسيين ، هما:

✓ المستوى الأول¹ : التحرر المالى على المستوى المحلى

تشتمل سياسات التحرر المالى على المستوى المحلى على عدد من الإجراءات يمكن عرضها بالآتي:

- * العمل على تخفيف الرقابة، وذلك باستخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية (المباشرة) التي تكون عادة معيقة لإستراتيجية التحرر.
- * إعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة والاتجاه نحو السوق المالية لتحديدها.
- * تخفيف القيود المفروضة على السوق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة السوق المالية وذلك من خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها.
- * إلغاء السقوف الائتمانية المفروضة على البنوك التجارية وإعطاء هذه الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو على القروض.
- * العمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية، مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية.

✓ المستوى الثاني : التحرر المالى على المستوى الدولى

- * تتضمن سياسات التحرر المالى على المستوى الدولى العديد من الإجراءات التي يمكن عرضها بالآتي²:
- * إلغاء ضوابط الصرف، وذلك باعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق، إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية.
- * تحرير معاملات حساب رأس المال، ويعني ذلك حرية انتقال الأموال من و إلى الاقتصاد، وبالتحديد من و إلى الأسواق المالية. ويتخذ تحرير تلك المعاملات عدة أشكال.
- * تحرير أسعار الفائدة، ويتم ذلك بتخفيف القيود المفروضة على تحديد هيكل أسعار الفائدة.
- * السماح للشركات الأجنبية الدخول في السوق المالية وفتح المجال لها، وإصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك لتعزيز حالة المنافسة في القطاع المالى.

¹ رتيعة محمد، التحرير المالى والنمو الاقتصادى في الدول العربية، نفس المرجع السابق، ص: 104.103.

² رتيعة محمد، التحرير المالى والنمو الاقتصادى في الدول العربية، نفس المرجع السابق، ص: 104.

3) إجراءات التحرير المالي:

انتشرت عملية التحرير المالي والبنكي في أغلبية الدول في إطار عمليات الإصلاح الاقتصادي ، إلا أن الأساليب المستخدمة في ذلك تختلف باختلاف الأهداف المراد تحقيقها، وفق السياسة العامة التي تضعها كل دولة فهي إما لتحسين السياسة النقدية أو لتشجيع المنافسة في القطاع المالي أو لتطوير البنية الأساسية والأسواق المالية،¹ وعموما يمكن عرض الإجراءات المتخذة في إطار عملية التحرير المالي والبنكي كما يلي²:

- إلغاء القيود على سعر الفائدة بتوسيع مدى تحركها وإزالة السقوف المفروضة عليها.
- إلغاء القواعد الإدارية المطبقة على بنوك معينة مثل السقوف الائتمانية والاحتياطي القانوني.
- زيادة استقلالية المؤسسات المالية.
- التقليل من تدخل الدولة في منح الائتمان تخفيض القيود المباشرة عليها.
- زيادة استقلالية المؤسسات المالية؛.
- إعادة هيكلة البنوك التي تديرها الدولة وتحويلها للقطاع الخاص
- تقليل الحواجز أمام الانضمام للسوق والانسحاب منه
- تحسين درجة الشفافية في المعاملات مع زيادة أوجه الحماية للمودعين المستثمرين
- إطلاق حرية تحديد العملات وتسعير الخدمات البنكية.
- إعادة تكوين رأس المال المصرفي

4) التطورات الاقتصادية العالمية ودورها في عملية التحرير المالي:³

عرف العالم في العقود الأخيرة وحتى منذ بدايات القرن الواحد والعشرين تحولات اقتصادية متسارعة ومتلاحقة، اتسمت بإطلاق قوى السوق وتحرير المبادلات التجارية وحركة رأس المال وإزالة وتخفيض القيود التشريعية والتنظيمية. ومحاولة لاستيعاب هذه التحولات التي يعيشها العالم حاليا والتي تدفع اقتصاديات العالم نحو تبني آليات التحرير الاقتصادي بشكل عام والتحرير المالي بشكل خاص، ومن أبرز هذه المتغيرات:

- انهيار الاتحاد السوفيتي و تحول الأنظمة الاشتراكية نحو اقتصاد السوق .
- تزايد الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية الإقليمية .
- إنشاء المنظمة العالمية للتجارة و تحرير (OMC) تجارة الخدمات المالية .
- تزايد دور المؤسسات الدولية في إدارة الشؤون الاقتصادية.

¹ فضيلة زواوي، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 54.55.

² شهبون وفاء، "التحرير المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970.2014، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

³ سحنون جمال الدين، ط د. بلغاني نبيلة، التحرير المالي وانعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 320.

✓ انهيار الاتحاد السوفيتي وتحول الأنظمة الاشتراكية نحو تبني آليات اقتصاد السوق:

يعتبر انهيار الاتحاد السوفيتي عام 1991 الحدث الأبرز والمهم في نهاية القرن الماضي، فبانهيار جدار برلين الذي كان نتيجة لظهور فكر "الجلاسنوست والبيروسترويكا" انهار معه الاقتصاد الاشتراكي كقوة اقتصادية و سياسية، وكان ذلك بمثابة الإعلان عن تحول العلاقات الاقتصادية الدولية، الأمر الذي يساهم في اختفاء المعسكر الاشتراكي، و منه زوال الحرب الباردة والسباق نحو التسليح، و فتح هذا الوضع مجالاً واسعاً لسيادة إيديولوجية السوق للتمكن والتعميم.

ونتيجة انهيار الاشتراكية أضحى المنظمات الدولية توصي بإتباع سياسة التحول إلى اقتصاديات السوق وتطبيق الخصخصة والتحرير الاقتصادي باعتباره الوسيلة الوحيدة لتحقيق النمو الاقتصادي.

✓ تزايد دور المؤسسات الدولية في إدارة الشؤون الاقتصادية:

من أهم الخصائص المميزة للاقتصاد العالمي هو تزايد دور المؤسسات الاقتصادية الدولية، حيث تقوم هذه المؤسسات والمتمثلة في صندوق النقد الدولي، البنك العالمي والمنظمة العالمية للتجارة بإدارة النظام الاقتصادي العالمي في ضوء مجموعة من السياسات والنظم النقدية، المالية، والتجارية التحريرية والمؤثرة في السياسات الاقتصادية للغالبية العظمى من دول العالم، خاصة الدول النامية. فإلى جانب تشخيص المشكلات الاقتصادية وتصميم استراتيجيات الإصلاح الاقتصادي القائمة على الانفتاح والتحرير الاقتصادي والمالي تسعى هذه المؤسسات إلى دفع دول العالم وخاصة الدول النامية نحو تحرير أسواقها السلعية و الخدماتية، بالإضافة إلى تقديم المساعدات والمشورة الفنية من أجل تدعيم عملية التحرير المالي.

✓ تزايد التوجه نحو التكتلات الاقتصادية الإقليمية:

تعتبر التحولات الاقتصادية من الظواهر الاقتصادية العالمية المعاصرة، فقد أصبحت العديد من الدول تتجه نحو التكتل والاندماج في كيانات أكبر لمواجهة المنافسة في ظل العولمة، وقد أثبتت تجارب التكامل الإقليمي في النصف الثاني من القرن الماضي. والذي لقب بعصر التكتلات الاقتصادية - قدراً على توفير مكاسب ومزايا تعجز الدول المنفردة عن تحقيقها، تتلخص المزايا الناجمة عن اقتصاديات النطاق في أنها تؤدي إلى زيادة درجة التخصص ومن ثم زيادة الإنتاج نتيجة انخفاض التكاليف والاستفادة من الوفورات الاقتصادية المحققة من السوق الموسعة، فعندما تتوسع الشركات وتنتج لسوق أكبر، فقد تتمتع بوفورات كبيرة الحجم لأن زيادة الإنتاج تتطلب أسواقاً كبيرة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أبحاث السوق وتطوير الوحدات الإنتاجية، وبذلك يمكن القول أن اتساع السوق بتكوين الاتحاد الجمركي يؤدي إلى تحقيق مزايا اقتصاديات الحجم.

III. أدبيات و الدراسات التطبيقية لنظرية التحرير المالى :

1) تصنيف الأدبيات المتعلقة بالتحرير المالى: ¹

ذكر Gemech و Struthers (2003) أن فرضية Mckinnon-Shaw بأشكالها المختلفة عمرها ثلاثون عامًا. خلال هذه الفترة ، تم إجراء مئات الدراسات التجريبية حرفيًا لفحص الفرضية في العديد من السياقات المختلفة. في البداية ، ركز على القمع المالى والحاجة إلى الاقتصادات النامية للسماح بتحديد أسعار الفائدة الحقيقية (إلى جانب المؤشرات المالية الأخرى) بواسطة قوى السوق. في السنوات اللاحقة ، وسعت البحوث النقاش للنظر في الآثار الأخرى للقمع المالى على النمو الاقتصادى والأزمة المالية والفقر. وفقًا لهذا ، يمكن تصنيف الأدبيات المتعلقة بالتحرير المالى في عدد من الأساليب منذ فرضية ماكينون شو الأصلية على النحو التالى:

• نهج الجيل الأول (كروغمان 1979)

• نهج الجيل الثانى (Obstfeld ، 1996)

• نهج الجيل الثالث المتمثل مرة أخرى في عمل كروغمان (1998 ، 1999)

عند النظر إلى فرضية ماكينون شو الأصلية ، اقترح ماكينون (1973) أن التحرير المالى سيؤدي إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادى. يقتصر التوفير في النظام المالى الرسمى في ظل ظروف القمع المالى. عندما يُسمح بارتفاع أسعار الفائدة إلى مستويات المقاصة السوقية ، ستكون هناك زيادة في المدخرات المحلية وتحول محفظة من المخزونات والمعادن الثمينة والعملات الأجنبية. بالإضافة إلى ذلك ، سيكون المقترضون قادرين على التحول من الأسواق غير المنظمة إلى النظام المالى الرسمى. إن أسعار الفائدة الحقيقية المرتفعة ستزيد الاستثمار بالفعل بسبب الحاجة إلى تكديس الأموال للقيام باستثمارات متكثلة. وهذا يجعل المال ورأس المال المادى مكملين بدلاً من الأصول البديلة. تشير هذه "الفرضية التكميلية" إلى أن رفع أسعار الفائدة الخاضعة للرقابة من شأنه أن يزيد الطلب على المدخرات المحلية والودائع لأجل ، مما يقلل من تكلفة تجميع الأموال لشراء رأس المال المادى وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادى. جادل Shaw (1973) أن رفع أسعار الفائدة من شأنه أن يحسن أيضًا جودة الاستثمار المحلي. عندما يكون معدل الفائدة أقل من مستوى التوازن ، يكون إجمالى الاستثمار محدودًا بمقدار المدخرات المتاحة. ومن شأن ارتفاع أسعار الفائدة جذب المزيد من المدخرات في النظام المالى وزيادة الاستثمار. بالإضافة إلى ذلك ، من المرجح أن يتم تمويل المشاريع التى لم يتم تمويلها سابقًا والتي تحقق عوائد عالية (المشروعات المثلى). إن كفاءة البنوك في توفير الأموال للمشاريع ذات العوائد المرتفعة ستؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادى للبلد أكثر من كفاءة تداول الأموال في الأسواق غير الرسمية.

¹ Sugeeth Patabendige, Chathuri Senarath, FINANCIAL LIBERALIZATION: A FOURTH GENERATION THOUGHT, Global Journal of Business Research, Vol. 9, No. 3, 2015, pp. 74-75

✓ نموذج "الجيل الأول" لأزمة العملة (كروغمان ، 1979) :

هو التطورات المقبلة للتحرير المالي بعد فرضية ماكينون شو. تركز نماذج الجيل الأول على التناقضات بين سياسات الاقتصاد الكلي المحلية مثل الالتزام بسعر الصرف والعجز المستمر في ميزانية الحكومة والتي يجب أن يتم تسهيلها في النهاية. يعني العجز أن على الحكومة إما أن تستنفد الأصول مثل الاحتياطيات الأجنبية أو الاقتراض لتمويل هذا الخلل. ومع ذلك ، فمن غير الممكن للحكومة أن تستنزف الاحتياطيات أو الاقتراض إلى أجل غير مسمى. لذلك ، وبدون إصلاحات مالية ، يتعين على الحكومة في نهاية المطاف تمويل العجز عن طريق توفير الأموال. نظرًا لأن تكوين النقود الزائدة يؤدي إلى التضخم ، فإنه لا يتسق مع الحفاظ على سعر الصرف الثابت ، وبالتالي فإن نماذج الجيل الأول تتوقع أن النظام يجب أن ينهار حتمًا. أدت "تجربة المخروط الجنوبي" - وهي الأزمة المالية لاقتصادات أمريكا اللاتينية مثل أوروغواي والأرجنتين وشيلي في أواخر السبعينيات - إلى تطوير "الجيل الأول" من نماذج أزمات العملة.

✓ توحي نماذج "الجيل الثاني" (Obstfeld ، 1996) :

بأن أزمات العملة قد تحدث أيضًا نتيجة للتوقعات التحقق الذاتي ، وهجمات المضاربة والتغيرات في معنويات السوق على الرغم من الأساسيات السليمة. في هذا الإطار ، من المرجح أن ينجح هجوم المضاربة إذا أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى تفاقم ظروف التوظيف أو القطاع المصرفي المحلية الضعيفة الحالية. وبالتالي ، لا يمكن تحديد توقيت الهجوم وما إذا كان سيحدث لأنه لم يعد فريدًا. تجعل الاختلالات الأساسية التي تشدد عليها نماذج الجيل الأول بلدًا عرضة للتغيرات في معنويات المستثمرين ، ولكن بمجرد حدوث الأزمة ، تساعد نماذج الجيل الثاني في شرح ميزاتها الذاتية التعزيز.

✓ تحاول نماذج "الجيل الثالث" (كروغمان ، 1998 ، 1999) :

تسليط الضوء على الميكانيكا السببية التي تقوم عليها "أزمة العملة في شرق آسيا" عام 1997 ، حيث لم يشرح نموذج الجيل الأول والثاني هذه الظاهرة بشكل كامل. يعزو أحد إصدارات نموذج "الجيل الثالث" الأزمة إلى الضمانات الضمنية التي تقدمها البنوك المحلية في البلدان النامية مما يؤدي إلى تدفق هائل لرأس المال قصير الأجل والذي يتبين أنه غير مستدام. ينتج عن هذا دائمًا فقاعة أسعار الأصول التي من المفترض أن تنفجر وتدفع تدفقات رأس المال. تحدد نسخة أخرى من نموذج "الجيل الثالث" وجود "المؤسسات المالية الهشة". وقد وجدت هذه كسبب لتراكم الاقتراض قصير الأجل غير المحوط بالعملة الأجنبية. يمكن أن يتسبب التغيير المفاجئ في معنويات السوق في حدوث ردود فعل من الذعر والمستثمر تؤدي إلى عكس اتجاه تدفقات رأس المال هذه. هذا يحول الأصول غير السائلة إلى إفلاس وفي النهاية انهيار ربط العملة (كما ذكرت Gemech و Struthers ، 2003). عند مراجعة الأدلة أعلاه ، من الممكن اكتشاف نسب واضحة نابعة من مساهمة ماكينون شو (1973) الأصلية في التطورات اللاحقة (Gemech and Struthers ، 2003). وهكذا ، أدى القمع المالي إلى اقتراح التحرير المالي الأصلي.

أدت "تجربة المخروط الجنوبي" في السبعينيات من القرن التاسع عشر إلى نماذج من "الجيل الأول والثاني" و "أزمة شرق آسيا في العملات" في أواخر التسعينات من القرن الماضي أدت إلى تطوير نموذج "الجيل الثالث".

(2) الأدلة التجريبية على التحرير المالي:¹

بعد النظر في الخلفية التي تتطلب التحرير المالي والأساس النظري لها ، من المهم أن ننظر إلى البحوث التجريبية التي أجريت في هذا الصدد. خلال أواخر سبعينيات وثمانينيات القرن العشرين ، أصبح عدد من إصلاحات القطاع المالي ، مثل إلغاء قيود أسعار الفائدة ، وتجديد اتجاه الائتمانات ، وتدابير تعزيز المنافسة في الخدمة المالية ، جزءًا لا يتجزأ من برامج التكيف الهيكلي الشاملة في العديد من البلدان النامية . في هذه الخلفية ، استشهد Gemech (2003 و Struthers) بعدد من الدراسات التجريبية التي أجريت. لغرض هذه الدراسة ، تم تلخيص بعض الدراسات الرئيسية المختارة أدناه (الجدول 1 ، 2) بترتيب زمني. وبالتالي ، فإن نتائج الدراسات الأكثر تجريبية توفر مبررات محدودة لإيديولوجية التحرير المالي التي تؤدي إلى استنتاجات غير حاسمة.

الجدول (5،1): الدراسات التجريبية السابقة على التحرير المالي حسب الترتيب الزمني.

اسم الباحث	السنة	أهم نتائج البحث
Giovannini	1985	مع الأخذ في الاعتبار 18 دولة نامية ، اختبر تجريبياً إجابات الاستهلاك على أسعار الفائدة الحقيقية، وكانت أغلب النتائج سلبية ولا تذكر.
Ostry & Reinhart	1992	اختبر تجريبياً استجابات الاستهلاك على أسعار الفائدة الحقيقية ، وخلص
Ogaki et al.	1996	أيضا إلى كون العلاقة ضئيلة أو سلبية
Jappelli and Pagano	1994	قاما بتحليل دور سوق رأس المال على إجمالي المدخرات والنمو بسبب إلغاء القيود المالية. ركز المؤلفون على بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية باستخدام تاريخ الجلسة للفترة من 1960 إلى 1987 وخلصوا إلى أن إلغاء القيود المالية في الثمانينيات تسبب في انخفاض معدلات الادخار والنمو الوطنية في هذه البلدان.
Demirguc-Kunt & Detragiache	1998	حلل التحرير المالي والهشاشة المالية التي تغطي 53 مقاطعة مختلفة. غطت الدراسة فترة 1980-1995 واستخدمت تقنيات الاقتصاد القياسي لاستخلاص استنتاجاتها. تؤكد الورقة على الإصلاحات المؤسسية للحد من الأزمة.
Bandiera, et al.	2000	شيد مؤشر للتحرير المالي على أساس ثمانية مكونات مختلفة: أسعار الفائدة ومتطلبات الاحتياطي ، والائتمان الموجه ، وملكية البنك ، والتنظيم التحوطي ،

¹ Sugeeth Patabendige, Chathuri Senarath, FINANCIAL LIBERALIZATION: A FOURTH GENERATION THOUGHT ,op cit, p. 76.

<p>وتحرير أسواق الأوراق المالية ، وتحرير حساب رأس المال. تمتد بياناتهم من 1970 إلى 1994 في ثمانية بلدان. من بين النتائج الرئيسية لتقدير نموذجها القياسي أنه لا يوجد أي دليل على وجود أي أثر إيجابي لسعر الفائدة الحقيقي على الادخار.</p> <p>في دراسة أجريت على 50 دولة (14 دولة متقدمة و 36 دولة نامية) أفادت أن التحرير المالي يبدو أنه يحقق: أسعار فائدة حقيقية أعلى (تعكس تخصيص رأس المال لمشاريع أكثر إنتاجية وعوائد أعلى) ، انخفاض الاستثمار ولكن ليس نمو أقل (ربما بسبب التحول إلى استخدامات أكثر إنتاجية للموارد المالية) ، ومستوى أعلى من الاستثمار الأجنبي المباشر وارتفاع تدفقات رأس المال الإجمالية. يبدو أن عملية التحرير تقدم تعميماً مالياً وفقاً لمقاييس الائتمان والنقد ، لكن يبدو أن البلدان منخفضة الدخل لا تظهر عليها علامات واضحة على هذه الميزة.</p>	2001	Reinhart and Tokatlidis
<p>درس 28 من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة ، باستخدام 3 تدابير للتحرير المالي (تحرير حساب رأس المال على أسعار الفائدة والائتمان والاحتياطيات وتحرير أسواق الأسهم) ولخص إلى ذلك ؛ (1) التحرير ليس عملية مستمرة في الاقتصاديات الناشئة ، (2) يؤدي التحرير إلى طفرات وتكسيرات في الاقتصاديات الناشئة ، خاصة على المدى القصير ، (3) تعد جودة الحوكمة المؤسسية حاسمة بالنسبة للمعالجة.</p>	2001	Kaminsky and Schmukler
<p>قاما باختبار تجريبي لتأثير الأزمات المالية (انخفاض القيمة الاسمية للعملة على نطاق واسع) على الفقر وتوزيع الدخل ووجدا ما يلي: (1) تأثيرات القطاع الرسمي وغير الرسمي ، (2) التغيرات النسبية في الأسعار بعد الأزمات التي ترفع أسعار المواد الغذائية المستوردة ، (3) يؤثر التخفيض المالي على الخدمات العمومية ، "4" تتأثر "الحياة الأفضل" بعواقب ثروة أسعار الفائدة الحقيقية وأسعار العقارات.</p>	2002	Baldicci et al.

Source : Sugeeth Patabendige, Chathuri Senarath, FINANCIAL LIBERALIZATION: A FOURTH GENERATION THOUGHT, op cit, p.

76

(3) إيجابيات وسلبيات سياسة التحرير المالي :

اختلفت آراء الباحثين بين مؤيدين و معارضين لتأثير التحرير المالي على نمو الاقتصاد الوطني و ذلك بالرجوع إلى آثاره المختلفة على مؤشرات الاقتصاد الكلية، فهناك فريق يدعم ما جاءت به نظرية التحرير المالي و يرى أن خضوع الدول للتحرير سينتج عنه العديد من المزايا التي بدورها تدفع معدلات النمو و التنمية الاقتصادية، في حين يرى الفريق الآخر أن التحرير المالي يحمل في طياته العديد من الآثار الجانبية غير المرغوب فيها و التي تنعكس سلبا على اقتصاد الدولة التي تبنته.

- **إيجابيات سياسة التحرير المالي¹:** للتحرير المالي العديد من الآثار الايجابية تتمثل أهمها في النقاط الآتية:
 - ✓ تعزيز المنافسة في الأسواق المحلية و تحسين أداء القطاع المالي مما يؤدي إلى تحسين مستوى الخدمات المالية المقدمة و تخفيض التكاليف و زيادة فرص الاستثمار، من خلال توظيف أفضل للموارد بين القطاعات و البلدان المختلفة ووفقا لفترات زمنية مناسبة و كذا إدارة
 - ✓ أفضل للمخاطر و تحفيز الحكومات المحلية لتحسين إدارة السياسات الاقتصادية و سياسة الإشراف و الرقابة الخاصة بالقطاع المالي.
 - ✓ تعزيز معدلات النمو الاقتصادي حيث تظهر التجارب العالمية خلال العقود الماضية أن الدول التي تبنت سياسة اقتصادية منفتحة قد نمت بسرعة أكبر من الدول التي تبنت سياسة الانغلاق الاقتصادي، حيث يؤدي التحرير المالي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال و بالتالي خفض أسعار الفائدة محليا مما يشجع المستثمرين على الاقتراض المحلي و رفع مستويات الاستثمار و فتح مشاريع جديدة مما ينعكس على زيادة النمو الاقتصادي.
 - ✓ تحرير القطاع المالي يفرض على مؤسساته التوجه إقليميا و دوليا و عدم الاكتفاء بالعمل في السوق المحلية خاصة لظهور التطورات التكنولوجية و مما أدخلت من تغيرات جوهرية في طريقة تصميم المنتج و توزيعه و طريقة تمويله، من خلال تسهيل نقل الأموال و استثمارها في مختلف الدول الأخرى. و لقد أصبح رأس المال البشري العنصر المهم في هذا القطاع و التركيز على خدمة العملاء أهم مكون في إستراتيجيته من خلال طرح باقة متكاملة من الخدمات المالية الحديثة و تجديدها حسب الحاجة.
 - ✓ إضفاء الصيغة العالمية على عمليات التحرير المالي يتيح فرص كبيرة و متنوعة من المعاملات المالية، و الأهم أنها توفر بدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من أجل ترشيد القرار التمويلي كونه يتيح التعامل مع أسواق ذات نطاق واسع تحقق مزايا كبيرة لطالبي التمويل.
 - ✓ تسهيل الوصول إلى مصادر التمويل الدولية و تيسير الحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية. ففي دول جنوب شرق آسيا أدى التدفق المالي الناتج من الأسواق المالية إلى غاية الأزمة الآسيوية سنة 1997 بتعويض نقص الادخار المحلي و الذي يقارب فيها معدل المحلي للادخار 30%.
 - ✓ العمل وفق آلية السوق التي تقوم على أساس المنافسة بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين و التي تسمح بخفض تكلفة التمويل للدول.
 - ✓ يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره أحد مجالات التحرير المالي بالحد من المديونية الخارجية، من خلال الابتعاد عن التمويل بالائتمان المصرفي و نقل التكنولوجيا و اكتساب الأيدي العاملة المهارات و الخبرات و

¹ خديجة تافاسات، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، أطروحة دكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، جامعة باتنة الحاج لخضر الجزائر، 2016. ص ص: 554.

الفنون الإدارية اللازمة خصوصا في مجال استحداث الخدمات المالية و المصرفية التي تلعب دورا مهما في عملية التمويل و تسوية المدفوعات.

✓ الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية و هذا يشجع الادخارات و يغير مسارها من السوق المالية غير الرسمية إلى السوق المالية الرسمية، و تشجع هذه الأسعار المقترضين على الاستثمار في النشاط التجاري و الصناعي. كما تؤدي إجراءات تحرير و تحديث القطاع المالي إلى خلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص و هذا ما يؤدي لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من المقيمين المحليين في الخارج و قد تساهم في الحد من هروب رؤوس الأموال المحلية.

✓ تشير نظرية تسيير المحفظة المالية و تنويعها ل (Markowitz Tobin) إلى أن تكوين محفظة مالية متنوعة تعد من أفضل استراتيجيات للحصول على أكبر عائد مع أقل مخاطرة، بالإضافة إلى ذلك فإن تنوع هذه الأصول المالية يشكل قفزة نوعية في مجال عمل المؤسسات المالية العالمية حيث يؤدي لتشجيع المنافسة بينها.

● سلبيات سياسة التحرير المالي¹: العديد من المعارضين للتحرير المالي يركزون على آثاره السلبية على مستوى الاقتصاد و من بين أهم هذه السلبيات ما يلي:

✓ اهتزاز استقرار الأوضاع الاقتصادية الكلية، إذ غالبا ما تفقد السلطة النقدية صلاحيتها الكاملة في صياغة السياسة المناسبة لها، خاصة فيما يتعلق بالسياسة النقدية و المالية و سياسة استقرار الأسعار و سياسة سعر الصرف.

✓ حدة و سرعة الأزمات التي يتعرض لها القطاع المالي المندمج في الأسواق العالمية بالأخص الأسواق المالية نتيجة للخروج المباشر لرؤوس الأموال و التكامل الموجود بين هذه الأسواق.

✓ يمكن أن يؤثر التدفق المتزايد لرأس المال على درجة استيعاب الاقتصاد المحلي للدول النامية مما يؤدي لرفع نسبة الواردات و منه تحقيق عجز في الميزان التجاري و ميزان المعاملات التجارية.

✓ أثر التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل في تفاقم المديونية الخارجية للدول النامية بالعملة الأجنبية، باعتبار أن تدفق رأس المال الأجنبي أدى لتمويل عجز الحساب الجاري بفائض ميزان رأس المال قصير الأجل الذي يمكن أن يسلك اتجاهها معاكسا لما هو عليه الآن بخروجه فجأة ما يوقع البلد في المديونية.

✓ عدم تماثل المعلومات و هي سمة خاصة بالأسواق المالية و المعاملات في الدول النامية من شأنه أن يضر بعملية التحرير المالي، لأن هذه الدول عاجزة عن جمع المعلومات مقارنة بنظيرتها المتقدمة و بالتالي ليس بإمكانها ضمان تدفق رأس المال إلى حيث تفوق الإنتاجية الحدية تكلفة الفرصة البديلة.

¹ خديجة تافاسست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، مرجع سبق ذكره، ص ص: 56.55.

✓ بسبب التوسع التكنولوجي و تنوع الأدوات المالية ارتفع حجم الأنشطة الاقتصادية غير المشروعة و التي تمارس ضمن ما يسمى بالاقتصاد الخفي كغسيل الأموال، و هي ظاهرة تهدد النمو و الاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على كل النشاطات الاقتصادية و الاجتماعية.

✓ إن إلغاء دعم المؤسسات المالية المحلية يؤثر سلبا على سلبا على القطاع المصرفي المحلي و التنمية الاقتصادية بالأخص أن حجم البنوك في الدول النامية صغير جدا مقارنة بمثيلتها في الدول المتقدمة فلا يوجد سوى مئة بنك تابع للدول النامية ضمن ألف بنك مصنفة عالميا و من حيث الكثافة المصرفية نجد أن عدد قليل من الدول النامية يوجد بها فرع مصرفي أو أكثر لكل عشرة آلاف من السكان.

مع ظهور نتائج غير مرضية للكبح المالي كما ذكر سابقا في المبحث الأول و قيام ماكينون و شو (1989/1973) رواد نظرية التحرير المالي، بتقديم الدراسات الأكاديمية حول النتائج المتوقعة من هذا التحرير و النجاح الذي قد تحققه الدول النامية جراء تطبيق هذه النظرية و انعكاساتها الإيجابية على معدلات النمو الاقتصادي؛ فلم يكن أمام الدول النامية سوى محاولة انقاذ أنظمتها المالية و المصرفية و الشروع في تطبيق نظرية التحرير المالي على اقتصادياتها. حيث كانت دول أمريكا اللاتينية و بعض دول شرق آسيا سباقة إلى هذا النوع من الإصلاحات. لكنها اختلفت من حيث التطبيق و المراحل المتبعة في التحرير. فكيف كانت انعكاسات هذا القرار على اقتصادياتها و ما هي شروط نجاحه، هذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث التالي.

المبحث الثالث: التحرير المالي من النظرية للتطبيق.

مع منتصف السبعينيات انتقل التحرير المالي من النظرية إلى التطبيق، خاصة و أن المؤسسات الدولية قد أدمجته في مخططات الإصلاح الاقتصادي و المالي، و قامت بحث الدول النامية على تنفيذ هذه المخططات الإصلاحية و دعم إجراءاتها، و كانت دول أمريكا اللاتينية و دول شرق و جنوب شرق آسيا من أولى التجارب رغم اختلاف طرق تطبيقها لهذه النظرية.

سنتطرق في هذا المبحث إلى تجارب و انعكاسات التحرير المالي على اقتصاديات هذه الدول، كما سنتناول الشروط التي وضعها ماكنون و شو رواد مدرسة ستانفورد و مؤسسي نظرية التحرير المالي؛ التي يجب إتباعها لنجاحه.

I. التحرير المالي في دول أمريكا اللاتينية:

(1) التحرير المالي في الشيلي:

قبل الإصلاحات المالية لسنة 1974 كان النظام المالي في الشيلي يسير وفق سياسة الكبح المالي، و هذا بسبب القيود التي كانت مفروضة على البنوك و المؤسسات المالية، و قد أصبح الجهاز المصرفي يعمل بمعدلات فائدة سالبة على الودائع، و انخفضت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية من 1973 إلى عام 1975.¹

لم يقتصر التحرير المالي التشيلي، الذي بدأ في منتصف السبعينيات، على التخلي ببساطة عن تحديد أسعار الفائدة، بل كان يهدف إلى تعزيز منطق السوق العالمي في القطاع المالي. و بالتالي، فقد صاحب تحرير أسعار الفائدة، خصخصة البنوك العامة، واختفاء جميع أنواع القيود المفروضة على دخول القطاع (إزالة الحد الأدنى لرأس المال الاجتماعي) وبشكل أعم لجميع أشكال المراقبة. للنشاط المصرفي من قبل السلطات النقدية. على الصعيد الخارجي، تم إلغاء جميع القيود المفروضة على دخول أو خروج رأس المال.²

كانت النتائج كارثية. منذ الأشهر الأولى، ارتفعت معدلات الفائدة الحقيقية بشدة من سالبة إلى مستويات إيجابية عالية، بحيث تجاوزت معدلات الفائدة الحقيقية على القروض نسبة 30% في السنوات ما بين 1975 و 1982، و كذلك انخفض التضخم من 200% في 1974 إلى 20% سنة 1981، كما أدت الفوارق الكبيرة بين معدلات الفائدة المحلية المرتفعة و معدلات الفائدة الأجنبية المنخفضة إلى اجتذاب تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية، ترتب عليها ارتفاعا مفرطا في سعر الصرف مما أثر سلبا على الصادرات المحلية، و ارتفعت تكلفة الواردات فتقلص بذلك مستوى الإنتاج، كما أدى هذا إلى انخفاض مستويات الربح في كل من القطاعين

¹ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

² Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie, op cit, p p: 80 - 81.

الصناعي و الزراعي في الشيلي، و النتيجة كانت تخلف عدد كبير من المقرضين عن سداد القروض للبنوك المحلية.¹

أدى الإفلاس المتكرر إلى إعادة الحكومة إلى الحد الأدنى لرأس المال. ومع ذلك ، فقد أعلن أن البنك المركزي لن يضمن بأي شكل ودائع من الجمهور وأن المؤسسة المصرفية في حالة إفلاس كامن لن تتلقى أي مساعدة من السلطات. كان هذا بمثابة منع البنك المركزي التشيلي من لعب دور المقرض الأخير. ومع ذلك ، في أعقاب الصعوبات الخطيرة التي واجهها أحد أهم البنوك في البلاد (Banco Orsono) خلال عام 1977، قررت الحكومة، في عكس هذه التصريحات ، التدخل لدعمها خوفاً من أن إفلاس مثل هذه المؤسسة المهمة لا يدمر الثقة في القطاع المالي.²

و أدت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل إلى توسع نقدي سريع أوجد صعوبة لدى السلطات في التحكم في الطلب المحلي، فارتفع معدل التضخم كما أن افتقار الهيئات المشرفة على الجهاز المصرفي في الشيلي خلال تلك الفترة أدى إلى زيادة المضاربة و الإقراض الخطر. ابتداء من سنوات 1981 حتى عام 1984 بدأت الانهيارات في القطاع البنكي و تراجع حاد في النمو الاقتصادي كنتيجة لوضعية من عدم الاستقرار الاقتصادي و المالي الذي عرفته بسبب تحريرها السريع و الكلي لقطاعها المالي ، كما وصلت الأصول التي لم يتم تسديدها للبنوك سنة 1982

في الشيلي إلى 79% من رأس المال الاحتياطي، و زادت عن 150% في عام 1983، و قد تفاقمت الانهيارات المصرفية، نتيجة لتراكم القروض التي لم يتم تسديدها للبنوك.³

للأسف لم يقتصر الإفلاس على القطاع المصرفي وحده ، فقد أفاد Villanueva et Mirakhor (1990) أن عدد حالات إفلاس الشركات زاد بشكل كبير بين عامي 1974 و 1982. علاوة على ذلك ، لم تسمح الخصخصة ظهور المنافسة في القطاع المصرفي. في عام 1982 ، سيطرت أكبر شركتين تشيليتين على شركات التأمين الرئيسية وصناديق الاستثمار الرئيسية وأكبر بنكين تجاريين في البلاد. في دراسة حديثة ، أظهر Burkett and Dutt (1991) أن عملية التحرير المالي التي نفذت في شيلي لم تسفر عن نمو الاستثمار ولا النمو الاقتصادي. إذا كان هناك بالفعل تأثير إيجابي على المدخرات بسبب النمو في العمق المالي ، فيبدو أن هذا قد تم توجيهه بشكل أساسي نحو الإجراءات غير الإنتاجية من نوع "الأصول العقارية والمضاربة في أسواق الأسهم والاستحواذ على الشركات من قبل الشركات القابضة للبنوك أو استيراد السلع الاستهلاكية الفاخرة. أما بالنسبة لانفتاح سوق رأس المال المحلي على

¹ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص : 85.84.

² Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie, op cit, p : 81 .

³ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص : 85.

رأس المال الأجنبي ، فقد انعكس ، وفقاً لماكينون (1989) نفسه ، من خلال ارتفاع سعر الصرف الذي ألغى بعض الآثار المفيدة القليلة النادرة التي تسببها سياسة التحرير المالي.¹

يعود فشل التحرير المالي في كل من الأرجنتين، الأروغواي و الشيلي إلى سببين و هما:²

- إن هذه الدول كانت أكثر اندفاعاً و سرعة في إزالة الرقابة المالية و أنها قامت بتحرير أنظمتها المالية بطريقة جذرية قبل أن تضع التضخم تحت السيطرة، و تحقق تعمقا ماليا ملموسا. و في الواقع فإن هذه البلدان الثلاثة كانت تعاني من عدم استقرار الاقتصاد الكلي في الوقت الذي أزيلت فيه الحدود القصوى للفوائد على الودائع و القروض المصرفية، و أتيح للبنوك أن تتنافس بحرية في سوق رأس المال، و تم رفع القيود أمام رأس المال الأجنبي.
- إن سياسات التحرير المالي المطبقة في الأرجنتين، الأروغواي و الشيلي اعتمدت على المخالفة الحرفية التامة لسياسة الكبح المالي، حيث قامت بالتحرير التام لمعدلات الفائدة على الودائع و القروض، و لحساب رأس المال، و ألغت كل القيود على النظام المصرفي، و حولت ملكية كل البنوك العمومية إلى القطاع الخاص، و قد أدت هذه الإجراءات، المطبقة إلى نتائج مؤسفة و سلبية على اقتصاديات هذه الدول، و ولدت حالة من عدم الاستقرار الاقتصادي و المالي، أدت إلى إفلاس عدد كبير من المؤسسات الإنتاجية، و قد كان من الأفضل لهذه الدول أن لا تتسرع في عملية التحرير المالي، و تعتمد على التدرج.

II. التحرير المالي في دول شرق آسيا:

بعد انتهاج سياسة التحرير المالي اتسمت دول شرق و جنوب شرق آسيا بمجموعة من السمات العامة التي ساهمت حسب معتقدنا بشكل كبير في منح هذه التجربة كل ذلك الدفع و أكسبتها مقومات خاصة منحها قدرة التألق بين تجارب الدول النامية الأخرى التي تفوقها من حيث مواردها الاقتصادية.³

(1) الخصائص الاقتصادية:

• حجم السوق المحلية:

إن متابعة مؤشرين مهمين توضح لنا القدرة الاستيعابية للسوق المحلية في هذه الدول، و هذين المؤشرين هما:

✓ مؤشر عدد السكان:

حيث بلغ عام 1990 2,7 مليون نسمة في أندونيسيا، 17,8 مليون نسمة في سنغافورا و 42,7 مليون نسمة في ماليزيا ، 57,1 مليون نسمة في كوريا، 62,4 مليون نسمة في تايلاند و 184,3 مليون نسمة الفلبين.

¹ Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie, op cit, p p: 81- 82.

² شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

³ د. قحطان عبد سعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب والآثار والدروس المستفادة "دراسة مقارنة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، العراق، 2009، ص: 83.

✓ مؤشر حصة الفرد من الناتج القومي الإجمالي:

بلغت حصة الفرد من الناتج القومي الإجمالي عام 1995 في سنغافورا 22770 دولار ، ماليزيا 9020 دولار ، تايلاند 7540 دولار، اندونيسيا 3800 دولار أما الفيليبين فبلغت 285 دولار فقط.

ومقارنتهما بمثليهما في بعض الدول المتقدمة تؤكد عدم قدرة اقتصاد هذه الدول على استيعاب إنتاج أوسع والاستفادة من وفوران الحجم. لذلك فليس بمقدورها تجنب استراتيجيات تنموية متجهة للخارج، وهذا ما فعلته كل من هونغ كونغ وسنغافورا منذ البدء، بينما انتهت دول أخرى مثل تايوان، كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايلاند، الفيليبين واندونيسيا إلى ذلك فيما بعد ، حيث اعتمدت في بداية مسيرتها التنموية إستراتيجية متجهة للداخل (إحلال الواردات).

• السياسات الاقتصادية الكلية:

اتبعت هذه المجموعة من الدول منذ بدء مسيرة التنمية فيها مجموعة من السياسات الاقتصادية الكلية (المالية والنقدية والتجارية) المنضبطة والملائمة لطبيعة ظروف كل منها مكانا وزمانا، والتي انعكست في مظاهر عديدة، يمكن تلخيصها فيما يلي:

✓ غياب الاختلالات المالية:

حيث انه من بين مجموعة هذه الدول تنفرد الفيليبين في تسجيل عجز حكومي متواصل أواخر العقد الثمانيني وعقد التسعينات، بينما سجلت كل من تايلاند وسنغافورا وتايوان فائضا في الموازنة الحكومية خلال كل سنوات المدة المحصورة بين 1990 – 1996 ، وكذلك كان حال هونغ كونغ، ماعدا في العام 1995 حيث سجلت عجزا بسيطا مقداره 0.3% من الناتج الإجمالي المحلي. إن حالات العجز الواضح في الحساب الجاري الخارجي أحيانا لاسيما في ماليزيا وتايلاند لا تعكس عدم قدرة القطاع العام على تحقيق ادخارات مهمة، بل تعكس ضعف الادخار الخاص مقارنة مع الاستثمار الخاص.

✓ سياسات سعر الصرف:

اعتمدت هذه الدول إدارة سليمة لأسعار صرف عملاتها من خلال تفادي المغالاة في تحديد سعر الصرف، كما ارتبطت بعض من عملاتها بعملات قيادية أخرى كركيزة لسعر الصرف "على الرغم من إن هذا الإجراء قد ساهم فيما بعد في إذكاء جذوة أزمة صيف عام 1997 " إلا أن هذه الترتيبات تعتبر ضمانا لعدم حدوث تقلبات في قيمة العملة.

✓ مؤشر الأسعار:

إن التضخم كان معتدلا بمقاييس الدول النامية ، حيث لم يرتفع عن 10% في وقت من الأوقات منذ أواخر عقد الثمانينات سوى في الفلبين. وبشكل عام، فإن مؤشر التضخم في عموم آسيا ظل في انخفاض خلال سنوات

النصف الثاني من العقد التسعيني من القرن المنصرم حتى نشوب الأزمة، حيث كانت معدلاته استنادا إلى تقديرات الدولي النقد صندوق IMF للسنوات 1995، 1996، 1997 على التوالي 11.9%، 6.6%، 5.8%.

✓ الموازنة بين الاستثمار والاستهلاك:

فان هذه الدول عموما اعتمدت سياسة توجيه تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى المجالات الإنتاجية الفعلية على حساب تلك التي توزع نحو زيادة الاستهلاك. فعلى سبيل المثال مولت تلك التدفقات في تايلاند الزيادة في الاستثمار الذي وصلت نسبته في عام 1990 إلى حوالي 40% من الناتج المحلي الإجمالي بعد أن كان المعدل 28% خلال المدة 1983 – 1989.

لقد تقاسم القطاعان العام والخاص الزيادة في الاستثمار، ففي حين تركز الاستثمار الخاص في قطاعي الصناعة والبناء والتشييد وخاصة العقارات غير الصناعية، فإن استثمار القطاع العام تركز بشكل أساس في مشاريع البنى التحتية. إن مستويات الاستثمار العالية في هذه المشاريع انعكست بشكل واضح على النمو السريع في الناتج المحلي الإجمالي في دول شرق آسيا.

• تدفقات رؤوس الأموال الدولية:

لقد خضعت دول شرق وجنوب شرق آسيا مثل معظم دول العالم النامي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية إلى تقاسم النفوذ بين الحلفاء المنتصرين، لذلك عمدت الدول الغربية خاصة الولايات المتحدة وبريطانيا، إلى تقديم المعونات الاقتصادية والسياسية والعسكرية للعديد من هذه الدول لضمان مواقفها ودفعها لاعتماد آلية السوق في تطورها الاقتصادي. كما حفزت رؤوس الأموال الخاصة والشركات متعددة الجنسية على الاستثمار فيها. ولمجابهة تأثيرات الصين الشعبية وكوريا الشمالية، قدمت الولايات المتحدة المعونات السخية لما كان يعرف بالصين الوطنية (تايوان) وكوريا الجنوبية والتي وصلت قيمتها عام 1963 إلى ما يقرب 250 مليون دولار، وقدمت المعونات للفلبين و تايلاند خلال الحرب الفيتنامية في عقد الستينات أيضا، والتي استخدمت في دعم الميزانية الحكومية وميزان المدفوعات. أما هونغ كونغ وسنغافورا واندونيسيا فقد حصلت على المساعدات من المملكة المتحدة لمعالجة الاختلالات الاقتصادية ودعم الأنظمة الدفاعية.

إن الزيادات المذهلة في تدفقات الاستثمار الاجنبي بكل أشكاله كان انعكاسا للأداء المبرر لاقتصادياتها، وهو ذات الاستثمار الذي ساهم في رفع مسيرة التنمية والصعود الاقتصادي في هذه الدول.

إن مجموعة من العوامل الموضوعية هي التي حفزت حسب معتقدنا التدفقات الداخلة والخارجة، لكن يأتي في مقدمة ذلك، سرعة النمو والتوجه نحو التصنيع وحسن الأداء التصديري والانخفاض النسبي في قيمة عملاتها إضافة إلى توفر الأيدي العاملة الماهرة الرخيصة والاستقرار السياسي والاقتصادي. إن ما ميز تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الدول قلة الاعتماد على الاستثمارات غير المباشرة ورؤوس الأموال قصيرة الأجل وتوجيه تلك

التدفقات إلى المجالات الإنتاجية وتمويل النشاطات المتوجهة نحو الإستثمار على حساب تلك المتجهة لتمويل الاستهلاك.

• إجمالي الصادرات:

تفوقت نسبة إجمالي الصادرات في بعض دول شرق و جنوب شرق آسيا نسبة 90% خلال عقدي السبعينات والثمانينات و التي تتكون من السلع المصنعة لكل كوريا الجنوبية، هونغ كونغ وإلى حد ما سنغافورا، وتتراوح نسب الدول الأخرى بين نسب قريبة لهذه النسبة. ولأن هذه الدول من المراكز المهمة التي استقطبت الصناعات الخاسرة والملوثة للبيئة في الدول الرأسمالية الصناعية، مستفيدة من ميزة العمل الرخيص ، فإنها قد استفادت من مظاهر النمو العالمي الذي انعكس عبر نتائج عديدة في مقدمتها زيادة الطلب العالمي على السلع الصناعية كثيفة العمل خلال تلك العقود. ويمكن أن نشير إلى ثلاثة عوامل تفسر النجاح في القدرة التصديرية لهذه الدول:

- ✓ توفير بيئة اقتصادية محلية مناسبة، وذلك من خلال تفادي المغالاة في تحديد سعر صرف عملاتها وتسهيل الحصول على المدخلات والسلع الرأسمالية المستوردة والتمويل الاستثماري وتقديم تسهيلات للمصدرين.
- ✓ التغلب على افتقارها إلى المعرفة التكنولوجية والإدارية والتسويقية عبر الجمع بين القدرة المحلية والخبرة الأجنبية.
- ✓ زيادة الاستثمار في التعليمين الأساسي والتقني، الأمر الذي سهل نقل العمالة من الزراعة إلى التصنيع الموجه للتصدير.

2) التحرير المالي وأزمة 1997:¹

رغم النمو السريع الذي حققته هذه الدول نتيجة انتهاء سياسة التحرير المالي لكن سرعان ما أدى إلى ظهور آثار وخيمة خاصة مع ضعف القطاع المالي الآسيوي و الرقابة المصرفية مما ساهم في ظهور الأزمة الآسيوية لسنة 1997 (سنتطرق إليها في الفصل المقبل) من خلال ما يلي:

- ✓ العجز الكبير في الميزان التجاري الذي عرفته هذه الدول و طريقة تمويله التي ساهمت بأكثر خطورة من العجز في حد ذاته في حدوث الأزمة، و الذي كان يمول عن طريق تدفقات حساب رأس المال.
- ✓ اعتمدت دول شرق و جنوب شرق آسيا نظام الصرف الثابت مع تحرير حركة رؤوس الأموال، و هكذا أصبحت قيمة العملة أدنى مما يمكن أن تكون عليه في حالة نظام الصرف العائم مما زاد من حدة المضاربة عليها.
- ✓ الإفراط في الاقتراض الأجنبي قصير الأجل بسبب تحرير حساب رأس المال، فحتى كوريا الجنوبية قامت بإزالة الرقابة على الائتمان قصير الأجل رغم أنها كانت تتبع رقابة صارمة على الاستثمار الأجنبي المباشر

¹ أ.د. عمار زنتوني أ. خديجة تافاسست، إجراءات الدول الآسيوية للخروج من الأزمة في ظل تبني سياسة التحرير المالي، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، 2017/06/02، ص ص: 227.226.

فبلغت نسبة القروض قصيرة الأجل إلى الاحتياطي من العملات الأجنبية سنة 1997 في كل من اندونيسيا و كوريا الجنوبية و تايلاندا أكثر من 100%.

✓ التدفقات الكبيرة و السريعة لرؤوس الأموال أدت لتوسيع البنوك في منح الائتمان، و مع هشاشة القطاع المالي و ضعف رقابة البنك المركزي على البنوك التجارية أدى ذلك إلى توجه جزء كبير منه نحو المضاربة و الاستثمارات غير الإنتاجية.

✓ توسعت البنوك في منح الائتمان و بدل اعتمادها على المدخرات المحلية لجأت إلى القروض الأجنبية قصيرة الأجل من أجل تمويل استثماراتها كبيرة الحجم مقارنة بحجم المدخرات المحلية كل هذا سرع في حدوث الأزمة و انتشارها في الأسواق المالية العالمية.

III. الانتقادات الموجبة لسياسة التحرير المالي و شروط نجاحه:

(1) الانتقادات الموجبة للتحرير المالي:

• أثر التحرير المالي على الطلب الفعال تحليل (Dutt و burkett):¹

تعرض منهج ماكنون وشاو إلى انتقادات من قبل الكينزيون الجدد أو النيوكنزونيون، وهذا نتيجة آثار التحرير المالي على رفع أسعار الفائدة الحقيقية مما يؤدي إلى انخفاض الطلب الفعال، وبالتالي وقوع الاقتصاد في حالة عدم التشغيل الكامل، ذهب في هذا الاتجاه الاقتصاديان (Dutt و burkett) حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يؤدي إلى:

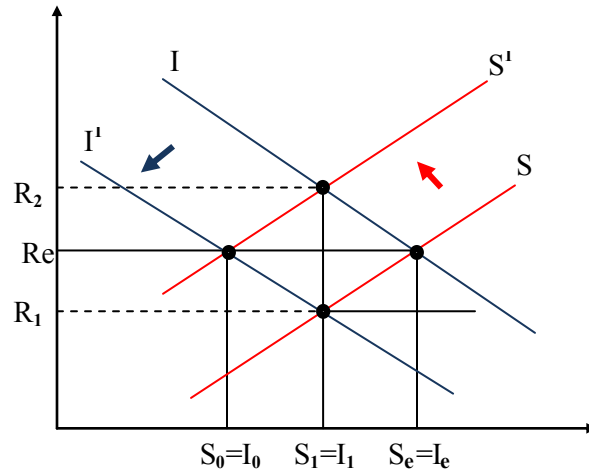
✓ في حالة وجود كبح مالي فإن ارتفاع معادلات الفائدة على الودائع تؤدي إلى ارتفاع حجم الموارد المالية للبنوك، أي ارتفاع عرض الأموال القابلة لإقراض وبالتالي ارتفاع معدل الاستثمار؛

✓ في حالة ارتفاع أسعار الفائدة تصبح الودائع أكثر مردودية وبذلك تتجه الأعوان الاقتصادية إلى زيادة المدخرات على حساب الاستهلاك، و انخفاض هذا الأخير سيخفض الطلب الكلي.

يمكن توضيح آثار ارتفاع سعر الفائدة حسب (Dutt و burkett) بالمخطط التالي:

¹ بوسالم أبو بكر . المزاودة رياض، آثار التحرير المالي على استقرار النظام المالي ومستوى التنمية المالية الإشارة لحالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 162161.

الشكل (2،1): أثر ارتفاع سعر الفائدة على الادخار والاستثمار



المصدر: بوسالم أبو بكر. المزاودة رياض، آثار التحرير المالي على استقرار النظام المالي ومستوى التنمية المالية الإشارة لحالة الجزائر، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 3، رقم 2، ص: 161.

يمثل المنحنى (S) منحى عرض الأموال القابلة لإقراض، المنحنى (I) هو منحى الطلب عليها، بينما تمثل R معدل الفائدة.

✓ في حالة الكبح المالي حيث سقف سعر الفائدة على الودائع هو R_1 ، أين يتحدد حجم الاستثمار ($S_1=I_1$) في مستوى أقل من مستوى الاستثمار التوازني ($S_e=I_e$) في هذه الحالة تستطيع البنوك تطبيق سعر فائدة على القروض يساوي R_2 . إن تحريك سعر الفائدة الاسمي يؤدي إلى انتقال سعر الفائدة الحقيقي من R_1 إلى R_e رافعا معه معدل الاستثمار من I_1 إلى I_e (حساب الشكل)، وهو تحليل ماكنون.

✓ لكن حسب (Dutt و burkett) فإن ارتفاع أسعار الفائدة يجلب معه انخفاض الطلب الفعال (لانخفاض الاستهلاك)، نتيجة انخفاض معدل الربح وبالتالي انخفاض الاستثمار، الإنتاج و الإيدار ومنه انتقال منحى S إلى اليسار S_1 ، ومنحنى I إلى الأسفل I_1 ، ليتحدد التوازن الجديد ($I_0 = S_0$) محددًا مستوى ادخار ومستوى استثمار أقل من حالة وجود كبح مالي أوفي حالة التحرير المالي حسب ماكنون.

✓ إذن حسب تحليل (Dutt و burkett) التحرير المالي يخفض الطلب الفعال، وبالتالي وقوع الإقتصاد في حالة عدم التشغيل الكامل، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الإنتاج وبالتالي انخفاض معدل النمو الاقتصادي. إن هذا التحليل لا يتعارض مع ماكنون وشو على أهمية تحرير سعر الفائدة و أثر ذلك على زيادة معادلات الادخار والاستثمار، ولكنه يؤكد على إمكانية وجود آثار جانبية لسياسة التحرير على الطلب الفعال وبالتالي انخفاض النمو.

• التحرير المالي والوساطة غير الرسمية:¹

تتجه الأعوان الاقتصادية إلى الوساطة الرسمية للحصول على القروض اللازمة لتمويل مشاريعها أين تكون سعر الفائدة الحقيقية أقل من السعر المطبق في الوساطة غير الرسمية، وعلى اعتبار تحديد سقف سعر الفائدة على الودائع تقلل من المدخرات (معادل فائدة منخفض)، وبالتالي يكون عرض القروض في الوساطة الرسمية محدود، نتيجة ذلك تتجه المؤسسات (المشاريع) إلى الوساطة غير الرسمية لتمويل باقي المشاريع التي لم تحصل على التمويل الخاص بها من الوساطة الرسمية، على هذا الأساس يفسر الطلب في السوق غير الرسمي بالفرق بين الطلب الكلي والعرض الموجود في السوق الرسمي. في هذا الاتجاه ينادي أصحاب التحرير المالي بأن ارتفاع معدل الفائدة الحقيقية على الودائع يؤدي إلى زيادة الطلب عليها من قبل العائلات مقابل انخفاض قروضهم للقطاع غير الرسمي، أي الاتجاه من الوساطة غير الرسمية إلى الوساطة الرسمية، وبالتالي زيادة أهمية ونشاط الوساطة البنكية في تمويل الاقتصاد وتعبئة المدخرات، في مقابل انخفاض نشاط الوساطة غير الرسمية حتى الزوال، أي أن التحرير المالي سيقضي نهائياً على القطاع غير الرسمي في الاقتصاد. هذا التحليل انتقاد بشده من قبل النيوهيكلين، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة سياسات التحرير من شأنها أن تنشط الوساطة غير الرسمية على اعتبار أنها أكثر كفاءة من الوساطة البنكية الرسمية، وذلك من خلال وجود قيود تعمل فيها الوساطة الرسمية منها: 2

- ✓ تمركز القطاع المالي غير الرسمي في مناطق جغرافية لا يستطيع القطاع المالي الرسمي النشاط فيها بسبب ارتفاع تكاليف فتح فروع هذه المناطق المعزولة.
- ✓ تتحدد معدلات الفائدة في السوق حسب العرض و الطلب، الأمر الذي يقلل من المنافسة غير السعرية، بالإضافة إلى هامش معدلات الفائدة تحدده ظروف الإقراض.
- ✓ يتميز القطاع المالي غير الرسمي بانخفاض عمليات الإقراض والاقتراض، لأنه في أغلب الأحوال يتم العمل في المنازل أو محلات مخصصة لأكثر من نشاط واحد، بالإضافة إلى عدم تدخل الحكومة في نشاط هذا القطاع بفرض ضرائب.
- ✓ المقرضون في القطاع المالي غير الرسمي أكثر قرباً من مقترضهم، وهذا ما يمكنهم من معرفة قدر أكبر من المعلومات عن عملائهم، مقارنة بوحدة القطاع المالي الرسمي، وهذا يؤدي إلى عدم وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقترضين، باعتبار أنه في القطاع المالي غير الرسمي فالقروض لا تمنح للغرباء عن المنطقة بل يشترط انتمائهم لنفس القرية أو المدينة التي يتواجد فيها المقرض، مما يجعل المعلومات تنتشر بسرعة.

¹ بوسالم أبو بكر. المزاودة رياض، أثار التحرير المالي على استقرار النظام المالي ومستوى التنمية المالية الإشارة لحالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 163.162.

² شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

خاصة و أن تجاهل دور القطاع المالي غير الرسمي، و حجم نشاطه قد يقلل من نجاح سياسة التحرير المالي، و خاصة فيما يتعلق بتطبيق أدوات السياسة النقدية.

• التحرير المالي و مشكل تناظر المعلومات:¹

و في دراسة JE Yoon Cho سنة 1986 قام بالتحليل في نفس توجه A. Weiss & J. Stiglitz سنة 1981 فركز على مشكلة المعلومات في أسواق القروض و بين أنها تشكل عائقا أمام عملية توزيع و توفير القروض الاستثمارية، حيث تمتنع البنوك و المؤسسات المالية عن تمويل الاستثمارات الجديدة لأنها تعتبرها ذات مخاطر مرتفعة، كما حاول ايضاح عدم قدرة البنوك على الرفع من كفاءة تخصيص القروض حتى في حالة إزالة الأسقف على أسعار الفائدة ما ينتج عنه تخصيص غير أمثل لرأس المال، و عليه اعتبر Cho أن التحرير المالي لا يأتي بنتائج الايجابية في الدول النامية في ظل وجود مشكل عدم تناظر المعلومات.

(2) شروط نجاح سياسة التحرير المالي:

• استقرار الاقتصاد الكلي:²

قام ماكينون 1991 بتحليل أهمية استقرار الاقتصاد الكلي باعتباره شرطا أساسيا لنجاح سياسة التحرير المالي، فقد قدم هذا التحليل على مرحلتين، افترض في الأولى استقرار الاقتصاد الكلي و في الثانية عدم استقراره، و ذلك كما يلي:

✓ المرحلة الأولى:

قدم ماكينون نموذجا منطلقا من فرضية أن هناك استقرار في الاقتصاد الكلي كما افترضه كل من Staglitz و weiss، قام بإدماج ظاهرة عدم تماثل المعلومات و توصل إلى نفس النتائج التي توصل إليها Staglitz و weiss فخارج أي وضعية للكبح المالي تقوم البنوك طواعية بتخفيض معدل الفائدة التي تتقاضاها أدنى من مستوى التنازل، و تعمل على تقييد توزيع الائتمان حتى تتجنب مخاطر الاختيار السيئ و ظاهرة الحافز، اللتان تخفضان من الربح المتوقع، و هذا ما دفع ماكينون إلى اعتبار النظام المالي و الذي يعتمد على التمويل البنكي فقط، لا يمكنه توفير التمويل لبعض الفرص الاستثمارية التي من المتوقع أن تحقق مستويات إنتاجية مرتفعة بسبب المخاطر الكبيرة المرتبطة بها، و هو لا يختلف عما أكده شو سنة 1986 بضرورة وجود أسواق مالية تسمح لفائدة المقترضين الأكثر مخاطرة من الحصول على التمويل.

¹ زيان نورة، أفرس سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية و مقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور، جلفة الجزائر، 2018، ص: 41.

² عبد اللطيف مصطفى محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة النشر و التوزيع، بيروت لبنان، ص ص: 288.286.

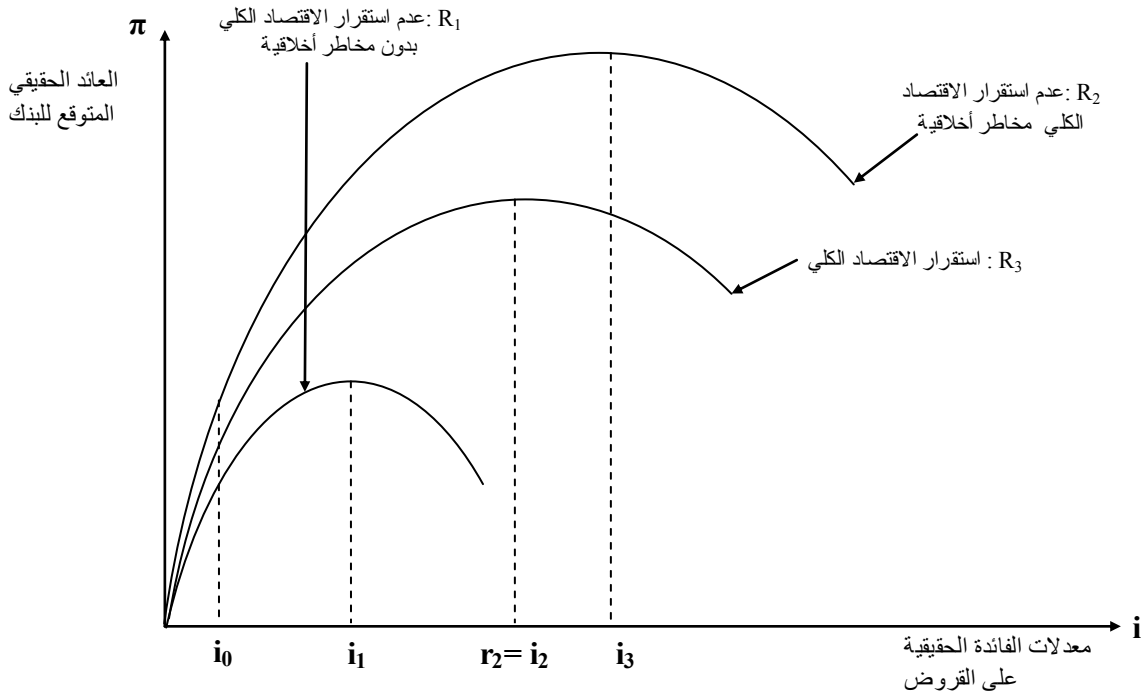
✓ المرحلة الثانية:

في هذه المرة أدخل في تحليله عنصر عدم استقرار الاقتصاد الكلي و الذي يتمثل في عدم استقرار سعر الصرف، تضخم مرتفع و عجز كبير في الميزانية، و قسم هذه المرحلة إلى قسمين:

* عدم استقرار الاقتصاد الكلي مع عدم وجود مخاطر أخلاقية (البنك لا يجب المخاطرة):

لتفسير هذه الحالة وضع ماكينون الشكل التالي:

الشكل (1، 3): عدم استقرار الاقتصاد الكلي و أثره على تصرفات البنوك



المصدر: شكوري سيدي محمد، التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص :

إن وضعية عدم استقرار الاقتصاد الكلي تفرض على البنوك الاحتفاظ باحتياطات كبيرة لمواجهة حالات عدم السداد التي يتعرض لها نتيجة تعرض المقرضين لمشاكل مالية، و إن الاحتفاظ باحتياطات كبيرة يؤدي إلى تقليل حجم الموارد المالية المخصصة للإقراض، و في هذه الحالة البنوك التي لا تحب المخاطرة تلجأ إلى خفض معدل الفائدة الأمثل على القروض التي تقدمها، مما يخفض أرباحها، و في هذه الحالة تتجه دالة ربح البنك R_2 (حالة اقتصاد مستقر) إلى الأسفل فتصبح R_1 و معدل الفائدة الأمثل الحقيقي يصبح i_1 و هو أقل من i_2 ، و توصل ماكينون إلى أن عدم استقرار الأحوال الاقتصادية سيدفع البنوك التي لا تحب المخاطرة إلى تخفيض معدلات الفائدة و تقييد الائتمان و ذلك حتى تتجنب مخاطر الإفلاس التي تتعرض لها.

* عدم استقرار الاقتصاد الكلي مع وجود مخاطر أخلاقية:

اعتبر ماكينون في أنه في هذه الحالة قد تقوم السلطات بوضع نظام للتأمين على الودائع، إلا أنه مع ضعف الإشراف و الرقابة على النظام المصرفي قد يؤدي هذا الإجراء إلى ظهور مخاطر أخلاقية من جانب البنك (الرغبة في المخاطرة)، يدخل البنك في عمليات إقراض ذات مخاطر مرتفعة و هو ما يقابل R_3 مع فائدة مرتفعة i_3 ، و حسب ماكينون سينتج عن هذا التصرف إحدى الحالتين:

■ إذا نجح المقترضون في سداد هذه القروض ذات المعدلات المرتفعة فإن البنك سوف يحقق أرباحا غير عادية.

■ في حالة تعرض المقترضين لخسائر ولم يحققوا أرباحا قد يؤدي بهم ذلك إلى التوقف عن سداد القروض و بالتالي تعرض البنوك إلى خسائر كبيرة و التي تنتشر في كل النظام المالي (أزمة مالية) و هذا ما أظهرته تجربة الشيلي نتيجة لقيامها بتغطية الودائع، و رغبة منها في التقليل و الحد من المخاطر الأخلاقية و ذلك بتحديد معدلات فائدة منخفضة أكثر أمنا على القروض عند i_0 .

إن الإصلاح المالي الذي يتم في غياب استقرار الاقتصاد الكلي و ضعف الإشراف و الرقابة على النظام المالي يمكن أن يزيد من تفاقم و عدم استقرار النظام المالي، و يمكن أن يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة.

● السياسات الاقتصادية المناسبة و توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة:✓ السياسة المالية:

السياسة المالية التي تعنى بدراسة النشاط المالي للاقتصاد العام، وما سيتبع هذه آثار بالنسبة لمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني وهي تتضمن تكييفاً كمياً لحجم النفقات العامة والإيرادات العامة وكذا تكييفاً نوعياً لأوجه هذا الإنفاق ومصادر هذه الإيرادات بهدف تحقيق أهداف معينة في مقدمتها النهوض بالاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية وإشاعة الاستقرار في قطاعات الاقتصاد وتحقيق العدالة الاجتماعية وإتاحة الفرص المتكافئة لجمهور المواطنين بالتقريب بين طبقات المجتمع والتقليل من التفاوت بين الأفراد في توزيع الدخل والثروات.¹ ويمكن استعراض أهم أهداف هذه السياسة من خلال ما يأتي²:

* تحقيق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد الاقتصادية: يتضمن هدف تحقيق الكفاءة

الاقتصادية توجيه الموارد نحو أفضل الاستخدامات للموارد الاقتصادية التي بحوزة المجتمع وبأكفأ

¹ تقوى حسناوي، عبد العزيز أحمد شاوش، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر دراسة إحصائية للفترة 1986-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2015، ص: 7.

² تقوى حسناوي، عبد العزيز أحمد شاوش، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر دراسة إحصائية للفترة 1986-2014، نفس المرجع السابق، ص ص: 1211.

صورة ممكنة، وبعبارة أخرى تدخل الدولة في توزيع الموارد ما بين الاستخدامات العامة المختلفة طبقاً لأولويات معينة بهدف أقصى نفع عام أو أقل ضرر ممكن

* **تحقيق الاستقرار في الأسعار:** لغرض الحد من التقلبات في مستويات الأسعار التي قد يتعرض لها الاقتصاد الوطني بطريقة غير مرغوب فيها من قبل المجتمع، فإن السياسة المالية تهدف إلى تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار لاحتواء الضغوط التضخمية و الانكماشية، وغالباً ما تكون معالجة ارتفاع هذه الأسعار أسهل من معالجة انخفاضها، ولأجل تحقيق ذلك وبالنظر لما يترتب على التضخم من أثر اقتصادية واجتماعية وسياسية سيئة، تلجأ السلطات المالية إلى استخدام السياسة المالية من خلال سياسة إنكماشية تقوم على خفض الإنفاق الحكومي وخصوصاً الإستهلاكي منه مع عدم المساس بأوجه الإنفاق المتعلقة بزيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد وعلى سبيل المثال تقليص حجم الإنفاق العام على القطاعات الخدمية عند الضرورة، فضلاً عن استخدامها للإيرادات الضريبية وإحداث فائض في الميزانية العامة للدولة في هذا المجال لو تطلب الأمر، أي العمل على تكييف السياسة المالية بما يؤمن تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار؛

* **تحقيق مستوى التشغيل الكامل:** أي تحقيق التشغيل الكامل للطاقات الإنتاجية المتاحة، وقد كان الاهتمام هذا الهدف كبيراً من قبل حكومات البلدان المختلفة وخصوصاً بعد حدوث أزمة الكساد في فترة الثلاثينات من القرن الماضي، إذ أصبح للسياسة المالية دوراً هاماً في علاج مشكلة البطالة من خلال التوجه نحو زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب أو كلاهما معاً لغرض رفع مستوى الطلب الكلي الفعال، والذي بدوره يؤدي إلى زيادة الطلب على العمالة وارتفاع مستوى الدخل الوطني الحقيقي، ذلك أن العلاقة بين مستوى العمالة ومستوى الطلب الكلي علاقة طردية؛

* **تحقيق النمو الاقتصادي:** نظراً إلى التباطؤ الذي حصل في نمو الإنتاج الحقيقي في البلدان الصناعية والذي لم يتجاوز 2% خلال الفترة 1913-1938، ونتيجة للدمار والإدراك الاقتصادي الذي عانت منه البلدان الصناعية من مخلفات الحرب و بروز الحاجة إلى القيام بإعمار وتطوير اقتصاداتها، فقد أصبح من الضروري تدخل حكومات هذه البلدان للتوسع في إمكانياتها الإنتاجية بحيث تعمل على زيادة النمو في الطاقة الإنتاجية، وذلك من خلال النهوض لمستويات الإنتاجية، الذي جعل من هذا الهدف ليكون هدفاً و سبباً طويلاً الأمد باعتماد سياسات مالية مثلى والإحاطة بدورها الهام في تنمية الموارد المادية والبشرية وتحقيق زيادات مستمرة في الطاقة الإنتاجية، كما أن ارتفاع مستوى النمو الاقتصادي الذي يساعد في تحسين مستويات المعيشة وخلق فرص العمل، هذا فضلاً عن المشاكل التي تفرزها أهداف السياسة ككل عندما لا يكون هناك اهتمام واضح بمسألة التنسيق مع أهداف السياسة النقدية، ولغرض تفادي مثل

- هذه المشاكل ينبغي المفاضلة بين الأهداف التي تسعى إليها السياسة المالية بينها لتجاوز السلبيات التي قد تتركها مستقبل جراء التضارب في أولويات تنفيذها.
- يتوقف نجاح السياسة المالية على مجموعة من العوامل أهمها:¹
- * مستوى الوعي الضريبي و كفاءة الجهاز الضريبي المحصل لها باعتبار أن الضريبة تمثل جانب مهم في إيرادات الدولة حيث يتعين التوجه نحو منح أهمية أكثر للضرائب كمصدر للإيرادات العامة بديل للمداخيل النفطية .
 - * مدى كفاءة الحكومة في ترشيد النفقات العامة حسب أهمية القطاعات الاقتصادية و مدى كفاءة المؤسسات العمومية و طريقة استغلالها للإنفاق المخصص لها.
 - * وجود قطاع مصرفي فعال في الإطار الذي توضع فيه السياسة المالية يتحدد وفقا لقدرته وكفاءته، و ضرورة وجود سوق مالي فبعض الأدوات تستلزم ذلك.
 - * الحد من التوسع في الإصدار النقدي الذي يؤثر بطريقة سلبية على الاقتصاد الوطني و يخلق ضغوط تضخمية. فإن الحد من عجز الموازنة العامة سيؤثر إيجابا على حجم الإصدار و يمتد الأثر إلى تحقيق الاستقرار النقدي و المالي بالنسبة للدول التي تلجأ لتمويل جزء كبير من إنفاقها الحكومي بالإصدار النقدي و تلك التي لا تتمتع بسهولة الوصول إلى أسواق الائتمان. فذلك يعد بمثابة خطوة رئيسية نحو تخفيض نمو المعروض النقدي و معدل التضخم في العديد من الدول النامية و كذا الدول التي تتوجه نحو اقتصاد السوق.

✓ السياسة النقدية :

السياسة النقدية هي إجراءات و قواعد تتخذها الدولة من خلال البنك المركزي بهدف تحقيق الاستقرار الاقتصادي و تفادي الأزمات التي يتعرض لها الاقتصاد الوطني.²

و تشمل أدوات السياسة النقدية على أدوات مباشرة و هنا يتدخل البنك المركزي بطريقة مباشرة لتحقيق أهداف السياسة النقدية أو زيادة فعاليتها عن طريق الإقناع أو التعليمات المباشرة الملزمة للقطاع المصرفي سواءا بخصوص الحد الأقصى للقروض أو السياسات التي يستحسن الالتزام بها في مجال الإقراض و الاستثمار (سياسة تأطير القروض و سياسة أسعار الفائدة)، كما توجد أدوات غير مباشرة و التي من خلالها يهدف البنك المركزي إلى فرض رقابة غير مباشرة على الائتمان المصرفي، حيث يتجه إلى إعادة تمويل البنوك عن طريق سياسة إعادة الخصم و الاحتياطي الإلزامي و سياسة السوق المفتوحة، و هذا ما يسمح له بالتحكم في الائتمان على

¹ خديجة تافاسات، تحرير القطاع المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990:2013، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

² درواسي مسعود، السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990:2004، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005. 2006، ص : 232.

المستوى الكلي مع مراعاة قوى العرض و الطلب في السوق النقدي. و في ظل اقتصاد السوق يميل البنك المركزي لاستخدام الأدوات غير المباشرة للتأثير على السياسة النقدية باعتبارها الأكثر فعالية في ظل المميزات التي يختص بها هذا الاقتصاد.¹

يمكننا تلخيص العوامل المؤثرة على السياسة النقدية ومن ثم على طبيعة وفعالية قنوات انتقال تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي في العوامل الداخلية و الخارجية التالية:²

- درجة تطور النظام المصرفي.
- مدى تطور واتساع ومرونة السوق النقدية و المالية.
- درجة التدخل الحكومي في النظام المالي (مرونة الأسعار بما فيها أسعار الفائدة).
- درجة استقلالية البنك المركزي -درجة مرونة الجهاز الإنتاجي.
- مدى تطور سوق الصرف الأجنبي ونوعية نظام الصرف المتبع.
- درجة الانفتاح الاقتصادي و التجاري.

✓ سياسة سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف أداة للسياسة الاقتصادية، ويستخدم للعمل على المقاييس الاقتصادية الأخرى في البلدان المتقدمة والبلدان النامية. فمثلا قبل الثمانينيات ، كانت سياسة تعديل سعر الصرف في حدها الأدنى حيث تم تطبيقها لمتابعة اتجاه العملة المرجعية أو لمواجهة عدم الاستقرار الداخلي. و أثناء مواجهة مشكلة إعادة جدولة الديون خلال الثمانينيات ، اضطرت الدول النامية المختلفة إلى تطبيق تخفيض قيمة العملة كوسيلة لتصحيح الخلل في التوازن الخارجي.³

✓ توافر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة:⁴

يفضل قبل الشروع في إزالة القيود و الانفتاح المالي أن تتوفر بنية مؤسسية وقانونية ملائمة، إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي. حيث من الضروري توفر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية، ونظام قضائي يتسم بالكفاءة يفصل بعدالة وسرعة في الدعاوي و على أن يقترن ذلك بألية فعالة لتنفيذ الأحكام، وهناك

¹ خديجة تافساست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، مرجع سبق ذكره، ص ص: 125، 126.

² بقبق ليلي اسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومواقفها الداخلية. دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية و بنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة تلمسان، 2014-2015، ص ص: 137.

³ Regragui Fatiha, la d'évaluation monétaire : Quels fondements théoriques pour quel impact ? (cas du Dirham), Revue Journal of Business and Economics (JBE), vol 2, n°1, p :52.

⁴ بربري محمد أمين طرشي محمد، التحرير المالي و المصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، مداخلة ضمن مؤتمر علمي دولي حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11/12/2008، بجامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص: 9.

ضرورة أخرى لتوافر إطار تنظيمي ورقابي مناسب يكفل تحقيق الشفافية في المعاملات ويمنع التواطؤ ويقلص المخاطر اللاأخلاقية، فمثلا ما هو الدور الذي يمكن أن يلعبه توفر نظام ضريبي فعال ومتطور بالنسبة للأطراف المتعاملة في الأسواق المالية، إذا كانت السلطات الضريبية تراقب درجة الثقة في المعلومات الواردة في الميزانيات العمومية المقدمة من الشركات والأفراد لتجنب التهرب الضريبي و تحصيل الضرائب المستحقة وفقا للأسس و القواعد الضريبية المعمول بها فإن تدقيق تلك المعلومات لن يوفر مصداقيتها فقط بالنسبة للحكومة بل أيضا بالنسبة للأطراف المتعاملة في أسواق رأس المال، وتزيد أهمية تلك المصداقية في أسواق الأوراق المالية (البورصة) عنها بالنسبة للجهاز المصرفي.

• التدرج في عملية التحرير المالي:¹

يعتبر تحديد التدرج المناسب والأمثل للإصلاح المالي من بين أهم الشروط الضرورية لنجاح التحرير المالي، والتدرج يتمثل في تحديد الترتيب الأمثل في خطوات التحرير المالي، والذي يسمح بتكييف النظام المالي مع حاجة الاقتصاد الحقيقي، ويهدف إلى التوجه بالاقتصاديات السائرة في طريق النمو من اقتصاد غير متوازن ومقيد إلى اقتصاد محرر وأكثر استقرارا. و يتكون التدرج الأمثل في تحرير القطاع المالي من ثلاثة مراحل متتابعة نوجز شرحها فيما يلي:

✓ المرحلة الأولى:

من أجل الانتقال من نظام مقيد إلى نظام أكثر حرية، ينبغي أن يبدأ الإصلاح، أولا بتحرير القطاع الحقيقي من خلال مجموعة من الإصلاحات الهيكلية في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما ينبغي أن تتخذ في المرحلة الأولى تدابير لتحسين الكفاءة في القطاع العيني و إتباع سياسات أكثر تحمرا اتجاه الصناعة و التجارة، والسيطرة المالية يجب أن تسبق عملية التحرير المالي، بالإضافة إلى تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي.

✓ المرحلة الثانية:

الخطوة الثانية في منهج التحرير تتمثل في فتح سوق وطنية لرأس المال تتيح للمودعين تلقي، معدلات فائدة حقيقية مجزية، تتحد في السوق بكل حرية عند مستواها التوازني و يمكن تعديلها وفق نسبة التضخم. كذلك ينبغي أن يسعى الإصلاح المالي في هذه المرحلة، إلى زيادة المنافسة في القطاع البنكي، و فتح المجال أمام القطاع المصرفي الخاص، و توسيع مجال حركة الإيداع و الاقتراض و تحديث الأسواق النقدية و إنشاء أسواق مالية محلية للأسهم و السندات.

✓ المرحلة الثالثة:

في الأخير، يأتي التحرير المالي الخارجي من خلال تشجيع الأجانب بالدخول في الأسواق المالية المحلية، من أجل زيادة المنافسة والكفاءة، وعند تحديد التسلسل في إلغاء القيود على الصرف الأجنبي، ينبغي تحرير

¹ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 98.96.

حساب العمليات الجارية أولاً، ثم تحرير حساب رأس المال بعد ذلك لأنه يمكن أن تؤدي تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل لارتفاع سعر الصرف مما يؤثر سلباً على الصادرات المحلية. و بعد تحقيق قدر كبير من الإصلاح و التطور المالي يمكن إلغاء القيود على حساب رأس المال، و التحرير الكلي لمعدلات الفائدة، و التحويل الكلي للعملة، وفي الأخير سيتكامل التحرير المالي الداخلي والخارجي بشكل يؤدي إلى أكثر فعالية لسياسة التحرير المالي، فيتحقق نمو كل من القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

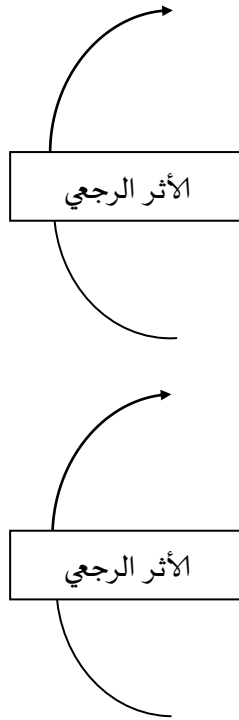
✓ الأثر الرجعي:

إن السلسلة المتتبعه و المترابطة من الإصلاحات توجب آثاراً رجعية، و يرتبط هذا الأثر الرجعي بسياق التعلم من التحرير المالي و الذي يهدف إلى تصحيح التدرج أو التتابع غير الملائم و المتسرع في التحرير المالي (تجربة دول أمريكا الجنوبية)، أو التدرج المطبق بحذر و ببطء و الذي يؤدي إلى نتائج متواضعة (تجربة دول جنوب شرق آسيا). و هذه الحلقات من الأثر الرجعي هي التي اقترحها ماكينون 1989 لمواجهة عدم استقرار الاقتصاد الكلي في تجارب التحرير المالي في بعض الدول النامية، و التي بدأت بالتحرير المالي ثم توقفت لفترة لتصحيح سياساتها الإصلاحية، ثم ابتدأت من جديد في تحرير أنظمتها المالية بشكل صحيح.

الشكل (4.1): تتابع إجراءات التحرير المالي

- التدرج في التحرير المالي

إجراءات تصحيحية أو لإعادة الاستقرار
الاقتصادي



المرحلة 1: تحرير الاقتصاد الحقيقي المحلي
تحرير الأسعار

المرحلة 2: تحرير الاقتصاد النقدي المحلي

و التحديث المالي.
التحول من اقتصاد المديونية إلى
اقتصاد سوق رؤوس الأموال
(اقتصاد السوق)

1. إعادة هيكلة النظام المالي.
2. تحديث و تنشيط السوق النقدي.
3. إنشاء سوق المالية.

المرحلة 3: التحرير المالي الخارجي.

تحرير حساب العمليات الجارية.

تحرير الاستيراد

تحرير حساب رأس المال

إنشاء سوق الصرف و التحويل الخارجي ثم التحويل الكلي.

المصدر: شكوري سيدي محمد، التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

خاتمة الفصل:

توجهت الدول النامية نحو الكبح المالي باعتباره المنهج الوحيد القادر على توفير رؤوس الأموال الضرورية لخطط التنمية، إلا أن نتائجه كانت عكس ذلك تماما، فقد نتج عنه هروب رؤوس الأموال من اقتصادياتها نحو أسواق المال في الدول المتقدمة و ذلك لتسببها في افتقار القطاع المالي إلى التنوع، حيث تميز بسيادة القطاع المصرفي و تراجع واضح في الأهمية النسبية للأسواق المالية.

و نظرا لسهولة و وضوح نظرية التحرير المالي و التي تتمثل في الغاء مختلف القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال و التقليل من احتكار الدولة للبنوك و المؤسسات المالية و اعطائها الاستقلال التام و تحرير معدلات الفائدة و أسعار مختلف العمليات المصرفية و جعلها تتحدد وفق قانون العرض و الطلب في السوق و فتح المجال المالي المحلي أمام القطاع الخاص برأس مال وطني أو أجنبي تشجيعا للمنافسة بين البنوك، فقد عرف انتشارا كبيرا مع منتصف السبعينيات إلى بداية الثمانينيات، إلا أن نتائجها لم تكن كما توقع أن تكون مما عرضها للانتقاد خاصة حول ظاهرة تناظر المعلومات، فالتحرير المالي المتسرع و الذي يتم في بيئة تتميز بعدم استقرار الاقتصاد الكلي لم يؤد إلا إلى أزمات مالية حادة، دفعت برواد مدرسة ستانفورد إلى إعادة النظر في منهجهم، فقد صاغ ماكينون 1991 شروطا و أكد على أهمية استقرار الاقتصاد الكلي و الرقابة و الاشراف على النظام المالي و المصرفي كمتطلبات رئيسية لنجاح سياسة التحرير المالي.

كما أوضحنا خلال هذا الفصل أن الاصلاح المالي يعتمد بحد كبير على التدرج الأمثل في التحرير بالشكل الذي يسمح للمؤسسات المالية التأقلم مع الوضع الجديد و يعطيها فرصة لتقوية معاملاتها و هيكلها المالي.

الفصل الثاني

الإطار النظري والمفاهيمي لصرف الدينار

في ظل التحرير المالي

مقدمة الفصل:

أدى توجه الاقتصاد العالمي نحو العولمة و توحيد الأسواق الدولية إلى تنامي دور الشركات متعددة الجنسيات و المؤسسات المالية من خلال زيادة أهمية المبادلات التجارية، فقد تميز الاقتصاد العالمي بخاصيتين أساسيتين، تتمثل الأولى في إعادة توحيد النظام الاقتصادي العالمي، و تكمن الثانية في التوجه نحو اقامة التكتلات الاقتصادية، و كلاهما يقوي معاملات التجارة الخارجية. و لتسهيل هذه الأخيرة فإنه من الضروري اتخاذ العملة كوسيط للتبادل، تقيم أسعار السلع و الخدمات و سعر هذه العملات بين طرفي هذه المبادلات التجارية. مما ينشئ ما يعرف بسعر الصرف الأجنبي، إذ يمثل هذا الأخير معيار للمقارنة و مقياس لقيم السلع و الخدمات المحلية مع نظيرتها الأجنبية، فيمكن قياسها و تحديد قوتها الشرائية، و هذا ما يطرح ضرورة اقامة أسواق تضمن سيرورة هذه المعاملات، أسواق تشكل طرفي العرض و الطلب على العملات الوسيطة.

يلعب سعر الصرف دورا مهما في العلاقات الاقتصادية الدولية، فتحقيق استقرار النظام النقدي الدولي مربوط بالكيفية التي يتحدد على أساسها و تعرف هذه الكيفية بأنظمة الصرف التي تختلف حسب توجه الدولة بين التثبيت و التعويم، كما لا يمكن اهمال دوره في ضمان استقرار الاقتصاد الكلي من خلال امتصاصه للصدمات الخارجية التي قد يتعرض لها الاقتصاد و التي قد تسبب أزمات مالية حادة لا يحمدها عقباها.

سنتطرق في هذا الفصل إلى المفاهيم العامة حول سعر الصرف الأجنبي، و سنوضح المفاهيم النظرية التي تعكس تقلباته و تغيراته، بالإضافة إلى الأزمات المالية التي قد تنعكس عن عدم استقراره، مع تحديد مفهومها، أنواعها و أهم الأزمات المالية العالمية.

المبحث الأول: مفاهيم نظرية حول سعر الصرف .

أدى توجه الاقتصاد العالمي نحو العولمة و توحيد الأسواق العالمية إلى ارتفاع دور المبادلات الخارجية، حيث لم يعد غزو الأسواق المحلية فقط أكبر أهداف المؤسسات الإنتاجية بل الأسواق العالمية، مما أدى إلى زيادة حدة المنافسة و ظهور مؤسسات متعددة الجنسيات تهيمن على الأسواق الخارجية العالمية. و لتسهيل هذه المعاملات التجارية و المبادلات الخارجية فإنه من الضروري اتخاذ العملة كوسيط للتبادل و مقياس للقيمة، و إيجاد أسواق لتحديد سعر الصرف المعادل لكل عملة و تبادل العملات، أسواق تضمن سيوررة هذه المعاملات التي تشكل طرفي العرض و الطلب على هذه العملات.

سنتطرق في هذا المبحث إلى التعريف بسعر و سوق الصرف الأجنبي بالإضافة إلى المحددات و العوامل المؤثرة فيه.

I. **عموميات حول سعر الصرف:**1) **تعريف سعر الصرف:**

يمكن تعريف سعر الصرف بأنه يمثل عملية مبادلة عملة(العملة الوطنية) مقابل عملة أخرى (العملة الأجنبية) بهدف تسوية المدفوعات الدولية، وبذلك فإن الأولى تعتبر ثمنا لها والأخرى تعبر عن سلعة، ويتحدد سعر كل عملة بناء على كل من قوى العرض والطلب في مكان يسمى سوق الصرف، وما يمكن استنباطه من مفهوم سعر الصرف أنه يشمل على أربعة عناصر هامة وهي¹:

- العملية: وهي تحويل عملة بلد ما إلى عملة أخرى؛
- المكان: يقصد به سوق الصرف؛
- الهدف: وهو تسوية المدفوعات الدولية؛
- السعر: وهو علاقة التحويل الذي من خلاله يمكن الحصول على العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية. سعر الصرف لعملة دولة ما، هو عدد الوحدات من العملات الأجنبية التي تعادل الوحدة الواحدة من العملة الوطنية، وهذا ما يسمى بـ " التسعيرة المؤكدة ". كما يمكن تعريف سعر الصرف على أنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تعادل الوحدة الواحدة من العملة الأجنبية وهذا ما يسمى بـ " التسعيرة غير المؤكدة "².

¹ يسين سي لاخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2018، 2019، ص:4.

² بيري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013، 2014، ص: 3.

(2) تسعير سعر الصرف¹:

إن سعر الصرف - باعتباره يمثل العلاقة (معدل) التبادلية بين العملة الوطنية وأي عملة أجنبية أخرى - يمكن التعبير عنه بإحدى طريقتين:

• **التسعير المباشر:** حيث يتم التعبير عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة بعدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية،

• **التسعير غير المباشر:** حيث يعبر عن سعر الصرف وفقا لهذه الطريقة على أنه عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية،

تجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة الأخيرة في التعبير عن سعر الصرف تعتبر أكثر عملية من الطريقة الأولى، على أساس أن العملة الأجنبية هي "السلعة" المتبادلة في سوق الصرف، حيث يتم شراؤها وبيعها باستعمال العملة الوطنية.

(3) صيغ سعر الصرف:• **سعر الصرف الاسمي:**

يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي على أنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويمكن أن يعكس هذا التعريف لحساب العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية، والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي، أي سعر العملة الجاري، والذي لا يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية من سلع وخدمات². يتغير سعر الصرف الاسمي يوميا وهذه التغيرات تسمى تدهورا أو تحسنا. التحسن يعني ارتفاع سعر العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية أما التدهور فهو انخفاض سعر العملة المحلية. باستعمال التعريف الأول، فإن التحسن يعني انخفاض سعر الصرف والتدهور يعني ارتفاع سعر الصرف الاسمي، يمكن لسعر الصرف أن يأخذ منحى اتجاه مغاير لمستواه الحالي في الأجل الطويل وذلك يمكن أن يتذبذب بشدة. في الواقع لا يهتم الأعوان الاقتصاديون مستوى سعر الصرف الاسمي بقدر ما يحويه من قوة شرائية، أي كمية السلع التي يتم اقتناؤها بنفس المبلغ من العملة المحلية وهو ما يعرف بسعر الصرف الحقيقي³.

¹ يسين مي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص: 4.5.

² بن قدور علي، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر (1970. 2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان 2012. 2013، ص: 15.

³ د. بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية العدد الثالث والعشرون. نوفمبر/تشرين الثاني 2003. السنة الثانية، ص: 1.

• سعر الصرف الحقيقي:

يمثل سعر الصرف الحقيقي ذلك المؤشر المرجح الذي يعمل على الجمع بين كل من تقلبات سعر الصرف الاسمي وتباين معدلات التضخم، باعتبار أنه يأخذ في الحسبان التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأجنبية وربطهما بمستوى الأسعار المحلية، ويمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:¹

سعر الصرف الحقيقي = سعر الصرف الاسمي × (مؤشر الأسعار المحلية / مؤشر الأسعار الأجنبية).

وتمثيل هذه العلاقة عن طريق الرموز تكون كالتالي:

$$TCR = TCN \times \frac{IP_{Loc}}{IP_{Etr}} \dots \dots \dots (1,1)$$

ومن الصيغة أعلاه يتضح أن معدل الصرف الحقيقي هو عبارة عن معدل الصرف الاسمي مرجحا بمستويات الأسعار النسبية، والذي يعتمد أساسا على *نظرية تعادل القوة الشرائية. لذلك، إذا كان معدل التضخم في الدولة المعنية أسرع من نظيره في دولة أخرى، فينبغي أن يرتفع معدل الصرف الاسمي من أجل تثبيت معدل الصرف الحقيقي. والجدير بالذكر أن انخفاض TCR يعد ارتفاعا في قيمة العملة وهذا يقلل من التنافسية الدولية للبلد موضع الاعتبار، بينما الارتفاع في TCR يمثل انخفاضا في قيمة العملة ويؤدي إلى زيادة التنافسية لذلك البلد.²

وبما أن مؤشرات سعر الصرف الحقيقي هي ناتجة عن عملية ترجيح أسعار الصرف الثنائية بين البلد وأهم المتعاملين التجاريين الرئيسيين، فهي إذن تعبر عن مدى تغير القوة الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة الأساس، كما تسمح بقياس تأثيرات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات، ومعرفة مستوى القدرة التنافسية لأسعار الدولة، فارتفاع هذا المؤشر يدل على انخفاض هذه الأخيرة والعكس بالعكس.³

• سعر الصرف الاسمي الفعلي:

يعرف مؤشر سعر الصرف الفعلي (متعدد الأطراف) على أنه متوسط مرجح لأسعار الصرف الاسمية محتسب بالقياس إلى فترة الأساس ولا يؤخذ في الحسبان اتجاهات الأسعار العامة في البلد المعني إزاء نظرائهم في بلاد الشركاء التجاريين ولذا يسمى المعنى بهذا الاسم مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي (TCEN) حيث أن الأوزان الترجيحية في مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي يقصد بها أن تعكس الأهمية النسبية لكل عملة أجنبية في

¹ مولاي بوعلام ، سياسات سعر الصرف في الجزائر دراسة قياسية في الفترة (01:1990. 04:2003)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، جوان 2005، ص:4.

² سين سي لاضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص:6.

³ بربري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:4.

اقتصاديات البلد المعني فإن الإختيار السليم لهذه الأوزان الترجيحية يتوقف على الهدف المرجو من وراء حساب هذا المؤشر ، فإن كان الهدف هو تقييم تأثير تغير معين في سعر الصرف على الميزان التجاري للبلد ، فمعنى ذلك أن الأوزان الترجيحية هي تلك التي تعكس آثار تغير كل عملة من العملات الأجنبية بنسبة 1% على الميزان التجاري للبلد المعني ، ولا يمكن تقدير هذه الأوزان إلا من خلال الأساليب الكمية ، كما يمكن أن نحسب مؤشر سعر الصرف الفعلي باستخدام الأثقال (الأنصبه) التجارية الثنائية كأوزان ترجيحية (أنصبه الواردات أو الصادرات أو متوسط لها).¹

ويتطلب حسابه القيام بالعديد من الخطوات كما يلي :²

✓ تتمثل الخطوة الأولى في تحديد الدول التي تأخذ عملاتها بعين الاعتبار في الحساب ، وعادة ما تكون هذه

الدول هي أهم الدول الشريكة تجاريا للبلد المعني أو المنافس لها ؛

✓ يلي ذلك تحديد المركز التجاري لكل دولة (حصه كل دولة شريكة في التجارة الخارجية لهذا البلد) أي

تحديد الأوزان الترجيحية لكل عملة ؛

➤ نظام الترجيح:³

يعتمد الاختيار المناسب للأوزان بشكل أساسي على الهدف المنشود. وبالتالي ، تُستخدم حصه كل دولة في وارداتها أو صادراتها أو تجارتها لدراسة تأثير تحركات أسعار الصرف على الإنفاق على الواردات أو حصيلة الصادرات أو الميزان التجاري على التوالي. ، الذي يشكل الترجيح الأول. بالإضافة إلى ذلك ، يجب أن يأخذ نظام الترجيح في الاعتبار العلاقات التنافسية بين المصدرين في الأسواق العالم الثالث (الترجيح الثاني). في الواقع ، من المحتمل أن يواجه البلدان منافسة قوية في الأسواق العالم الثالث عندما تكون التجارة الثنائية بينهما ضعيفة. في هذه الحالة ، سيؤثر تغيير سعر الصرف في أحد البلدين بلا شك على الوضع التنافسي للدولة الأخرى.

✓ إذا كان سعر الصرف التجاري الثنائي للعملة الوطنية مقابل عملة البلد i (وفقا للتسعيرة غير المباشرة ،

أي عدد الوحدات من العملة الوطنية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية) هو E_{it} ، يمكن حساب

سعر الصرف الفعلي الاسمي على أساس متوسط هندسي (يمكن أيضا حسابه كمتوسط حسابي).⁴

كالآتي :

¹ بن قدور علي ، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر (1970. 2010) ، مرجع سبق ذكره ، ص: 19.

² يسين سي لآخضر غربي ، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 7.

³ Adil Hidane, calcul du taux de change effectif nominal et réel du Dirham, document de travail n°86, direction de la politique économique général, Royaume du Maroc, Mars 2003, p : 7.

⁴ يسين سي لآخضر غربي ، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر ، دراسة قياسية تحليلية ، مرجع سبق ذكره ، ص: 8.

$$TCEN = [(E_{1t})^{\alpha_1} + (E_{2t})^{\alpha_2} + \dots + (E_{nt})^{\alpha_n}] \dots \dots \dots (1,2)$$

والصيغة لسعر الصرف الفعلي الاسمي يمكن كتابتها كما يلي:

$$TCEN = \prod_{i=1}^n (E_{it})^{\alpha_i} \dots \dots \dots (1,3)$$

وهكذا يسمح سعر الصرف الفعلي الاسمي بتحديد درجة تغير العملة الوطنية مقارنة بعملات الدول الشريكة تجاريا، وذلك بالاستناد على فترة مرجعية تعتبر أساس القياس، وبالتالي يعطي هذا المؤشر رؤية واضحة عن تطور مركز العملة الوطنية وسط التقلبات التي تأخذها أسعار الصرف التجارية الثنائية بين العملة الوطنية وعملات الدول الشريكة.

• سعر الصرف الحقيقي الفعلي:

يقيس سعر الصرف الحقيقي كيفية تغير سعر صرف بلد معين إزاء شركائه التجاريين بالقياس إلى الفترة أساس معينة، لكن حركات الأسعار الاسمية لا تنطوي على أي شيء يرتبط بالقوة الشرائية للعملة، كما أنها لا تشير إلى حدوث أو مدى حدوث أي تغير في تنافسية سلع التصدير للبلد المعني، ولنفرض عن سبيل المثال أن سعر الصرف الاسمي لبلد معين قد بقي دون تغير لكن مستوى الأسعار بهذا البلد قد ارتفعت إزاء الشركاء التجاريين بالنسبة لفترة أساس معينة، هذا يعني أن سلع تصدير البلد سوف تصبح أغلى ثمنا بالقياس إلى أسعار سلع تصدير شركائه التجاريين . وتصبح عملة البلد مبالغ في قيمتها مما يلقي بالتالي ضغوطا على ميزان الحساب الجاري لقياس مدى تغير القوة الشرائية لعملة معينة عبر الوقت سنستعين بمؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي (TCER)، ويمكن إجراء ذلك عن طريق تعديل مؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي على ضوء حركة الأسعار النسبية . ومن المقاييس الشائعة لاحتساب (TCER) هي متوسط مرجح لأسعار الصرف المخفضة للشريك التجاري.¹

يجمع سعر الصرف الفعلي الحقيقي دائما بين مؤشر سعر الصرف الاسمي ومؤشرين للسعر:²

$$TCER = TCEN \cdot \frac{p^*}{p}$$

TCEN هو الآن متوسط مرجح لأسعار الصرف الثنائية. هذا هو سعر الصرف الفعلي الاسمي ؛ P و P* هي مؤشرات الأسعار للاقتصاد المحلي والخارج. P* هو متوسط مرجح للأسعار السارية في أكبر عدد ممكن من البلدان الشريكة التجارية للاقتصاد المحلي.

¹ بن مولاي بوعلام، سياسات سعر الصرف في الجزائر دراسة قياسية في الفترة (1990:01 . 2003:04)، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

² <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/tcr.pdf>, visité le : 10/03/2020 à 19:54.

طريقة الحساب: لنفترض أن الاقتصاد الوطني يتاجر مع البلدان. تشكل هذه البلدان n منطقة جغرافية مرجعية. لكل بلد من هذه البلدان "وزن" في التجارة الدولية في الاقتصاد المحلي. يمكن قياس هذا الوزن بحصته في الصادرات أو في الواردات الوطنية. يمكن أيضًا استخدام متوسط المعيارين. دعونا نسمي هذا الترجيح α_i للبلد i. وبالتالي فإن البلد i يشكل $\alpha_i\%$ من التجارة في الدولة المدروسة. من الواضح أنه يجب أن يكون لدينا دائمًا:

$$\sum_{i=1}^n \alpha_i = 1 \dots \dots \dots (1,4)$$

TCER سعر الصرف الثنائي الاسمي للعملة المحلية مع سعر الدولة i. يتم إعطاء سعر الصرف الفعلي الاسمي من خلال المتوسط الهندسي الموضح في المعادلة (1,3) السابقة، يتم حساب مؤشر أسعار p^* بنفس الطريقة. إذا كانت P_i هي مؤشر الأسعار للبلد i ، فعندئذٍ:

$$p^* = [(P_1)^{\alpha_1} + (P_2)^{\alpha_2} + \dots + (P_n)^{\alpha_n}] = \prod_{i=1}^n (P_i)^{\alpha_i} \dots \dots \dots (1,5)$$

يتم التعبير عن سعر الصرف الفعلي الحقيقي TCER بتعويض المعادلتين (1,2) و (1,5) في المعادلة

$$TCER = \frac{[(E_{1t} \cdot P_1)^{\alpha_1} + (E_{2t} \cdot P_2)^{\alpha_2} + \dots + (E_{nt} \cdot P_n)^{\alpha_n}]}{P} \quad (1,3)$$

$$= \prod_{i=1}^n \frac{(E_{it} \cdot P_i)^{\alpha_i}}{P} \dots \dots \dots (1,6)$$

يقدم صندوق النقد الدولي في إحصاءاته العديد من أسعار الصرف الفعلية الحقيقية: يتم حساب بعضها على أنه المعادلة (1,6) من مؤشرات الأسعار ويستخدم الفروق بين السلع المتداولة جيدًا (الشروط التجارية الداخلية) والسلع القابلة للتصدير (شروط التبادل الدولي)؛ والبعض الآخر يستخدم مؤشرات تكاليف وحدة العمل بدلاً من الأسعار (كما نوضح في القسم 10 من الكتاب السنوي لصندوق النقد الدولي "الإحصاءات المالية الدولية").

(4) أهمية سعر الصرف:

تبرز أهمية سعر الصرف فيما يلي:¹

¹ د.رجاء خضير عبود الربيعي د.صباح رحيم مهدي الاسدي ، اثركة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي في ظل تحرير التجارة العالمية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، المجلد 5، العدد 2، ص: 127.125.

• ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي:

يمثل سعر الصرف حلقة الوصل بين الأسعار العالمية و الأسعار المحلية من خلال ثلاثة أسواق (سوق السلع و الخدمات، سوق الأصول المالية و سوق العمل) ففي سوق السلع و الخدمات يؤدي ارتفاع سعر الصرف الأجنبي إلى ارتفاع أسعار السلع الأجنبية بالعملة المحلية في السوق المحلية و بالتالي يجعلها أقل قدرة على المنافسة في الأسواق المحلية و يرفع القدرة التنافسية للسلع المحلية بالأسواق العالمية، أما في سوق الأصول المالية الذي يتكون من أصول محلية و أجنبية (عينية و مالية) فيقوم المستثمرون بالاختيار بينها بالمقارنة بين العوائد و المخاطر لكل من هذه الأصول و يفضلون الأصل الذي يدر أعلى ربح ممكن بأقل درجة مخاطرة، أما سوق العمل فإن الأجور المحلية تبدو أكثر انخفاضا عند ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، الأمر الذي دفع بالعمالة و لاسيما العمالة الماهرة نحو الهجرة إلى الخارج.

• توزيع الدخل:

يمارس سعر الصرف وظيفة توزيعية على المستويين العالمي و المحلي، فعلى المستوى العالمي يؤدي ارتفاع سعر الصرف الأجنبي (انخفاض قيمة العملة المحلية) إلى ارتفاع قيمة صادرات البلد و زيادة في دخله القومي، أما في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية) يؤدي إلى انخفاض قيمة صادراته و انخفاض دخله القومي. و ما ينطبق على المستوى العالمي ينطبق على المستوى المحلي ينطبق على المستوى المحلي، فإن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي (انخفاض قيمة العملة المحلية) يجعل الصادرات مربحة و تزداد أرباح رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القوة الشرائية للعمال ، و يحصل العكس عند انخفاض سعر الصرف الأجنبي (ارتفاع قيمة العملة المحلية) فتنخفض أرباح الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية و ترتفع القوة الشرائية للعمال. و عليه فإن سياسة سعر الصرف الأجنبي ستؤثر في توزيع الدخل بين أصحاب رؤوس الأموال من جهة و بين العمال من جهة أخرى كذلك بين صناعات التصدير و غيرها و أيضا ستؤثر على التوزيع فيما بين المصدرين و المستوردين.

• تخصيص الموارد:

يدفع التغير في سعر الصرف إلى تدوير الموارد بين القطاعات، فقد يتم تطوير صناعات معينة أو تعطيل فروع صناعية أخرى، ففي حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي سوف يؤدي إلى تعطيل فروع صناعية مختصة بالتصدير و تحويل الموارد أو جذبها إلى قطاع السلع غير المتداولة دوليا (السلع غير المتاجر بها) و يصبح الإنتاج من أجل التصدير غير مربح، أما في حالة ارتفاع سعر الصرف الأجنبي فيؤدي إلى تطوير الصناعات المخصصة للتصدير من خلال تحويل الموارد إليها من بقية القطاعات و زيادة استخدام عوامل الإنتاج في قطاع التصدير و في الصناعات المنافسة للاستيراد.

● التضخم:

يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد و تحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير يكون انخفاض تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم. و تتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، و هكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية و تتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتهما.¹

II. بنية وآلية أسواق الصرف:

لتحديد سعر الصرف المعادل لكل عملة ولتبادل العملات فيما بينها لا بد من وجود مكان يضمن سيوررة هذه المعاملات، وهو ما يطلق عليه اسم سوق الصرف.²

(1) مفهوم سوق الصرف:

هو السوق الذي يضمن المقارنة بين العرض والطلب على العملات الأجنبية المختلفة، وبالتالي فهو أداة تحديد سعر عملة بعملة أخرى وتسمى قيمة إحدى هاتين العملتين بسعر الصرف، ويعمل هذا السوق وفق قواعد معينة ؛ وسوق الصرف ليس محددًا بمكان معين وإنما كل الأماكن التي يتم فيها ذلك الالتقاء يمثل جزءا من سوق الصرف سواء من خلال شبكة ما بين البنوك في مختلف أنحاء العالم أو بين المتعاملين في البورصات، وقد سهلت وسائل الاتصال الحديثة كثيرا من عمل أولئك المتعاملين وأصبحت هذه الوسائل جزءا من سوق الصرف كالهاتف والتلفاكس وحاليا الانترنت.³

(2) خصائص أسواق الصرف:

تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص التالية:⁴

- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم وأكبر وأوسع سوق مالي في العالم، ويعتبر السوق العالمي لصرف العملات الأجنبية وللتجارة فيها أضخم وأكثر الأسواق شفافية وسيولة مقارنة بجميع الأسواق الأخرى، و بخلاف سوق الأوراق المالية فإن سوق الصرف الأجنبي يعمل على مدار 24 ساعة في اليوم و6 أيام في الأسبوع.

¹ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص:97.

² بربري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص:10.

³ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص:18.

⁴ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، نفس المرجع السابق، ص ص: 19، 20.

- رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم إلا أن أغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك و طوكيو، وتصل حصة لندن في أسواق العملة الأجنبية إلى حوالي 30 % من كل الصفقات، بينما تصل حصة كل من نيويورك وطوكيو 16% و10% على التوالي وتستحوذ الأسواق الثلاثة : لندن و نيويورك، طوكيو، على نسبة 50% من صفقات العملات الأجنبية في العالم.
- تركيز السوق : حيث ما يعادل ثلثي صفقات العملات الأجنبية اليومية ويحدث ما بين سماسرة البنوك، وحوالي 16 % من المعاملات تخص العملاء غير الماليين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20 % فيشمل مؤسسات مالية خلاف سماسرة البنوك والتي هي في الأغلب شركات أوراق مالية تعمل في أسواق القروض والأسهم العالمية التي دخلت سوق العملات الأجنبية كأجهزة للوساطة تقوم بالشراء على مرحلة واحدة لعملائها.
- تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة فالصفقات كبيرة وتنفذ بكثرة حيث تكتب المؤسسة العادية للسمسة ما بين 3000 و4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم متوسط 24 ساعة.
- تجرى الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل وتشمل في أغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.

3) الأطراف المشاركة في السوق:

- ومن الأطراف المشاركة في نشاط سوق الصرف الأجنبي، فإنه يمكن التمييز بين خمسة فئات رئيسية من المشاركين¹ :
- **البنوك التجارية وبنوك الاستثمار**² هي أهم المتعاملين في سوق الصرف بحكم طبيعة مواردها، تبحث عن توظيف ما لديها في سوق النقد في أصول قصيرة الأجل دائمة، و بهذا تمثل الجزء الأكبر للعمليات المتداولة و يمكن أن نميز ثلاث أنواع من هذه البنوك:
 - ✓ النوع الأول: و هو النوع الذي يسيطر على الأسواق، فهي بنوك على استعداد دائم لتوفير عروض البيع و الشراء لعدد كبير من العملات الرئيسية، و هي مستعدة دائما إلى تسديد البيع و الشراء بالعروض التي نقدها.
 - ✓ النوع الثاني: يتميز هذا النوع بكثافة في السوق و لكن ليس لها تأثير كبير عليه.

¹ بيري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

² خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة وهران، 2011-2012، ص: 19.

✓ النوع الثالث: هذا النوع يتكون من البنوك المتوسطة و الصغيرة، و هي تمثل الجزء الأكبر في السوق، لكن اشتراكها غير إيجابي.

و تتم عمليات الصرف بين البنوك حسب متطورات العصر، فهي مزودة بخدمات الحسابات الالكترونية التي خففت كثيرا من الأعباء الحسابية و غيرها.

● المؤسسات المالية غير المصرفية: تعتبر هذه المؤسسات ذات أهمية بالغة في سوق الصرف وتمثل هذه الشركات في صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، وتقوم هذه الشركات بتوظيف نسبة صغيرة من مواردها المالية بأصول أجنبية ومع ذلك تعتبر ذات أهمية بالغة نظرا لكونها أكبر حجم مواردها.¹

● البنوك المركزية: تعتبر البنوك المركزية العنصر الأساسي للحفاظ على سياسة نقدية لأي بلد، فهي مسؤولة عن تنفيذ السياسات النقدية المرسومة و الحفاظ على العرض النقدي في مستوى يتناسب مع حاجة الاقتصاد الوطني.

إن دخول رؤوس الأموال الأجنبية و كذا العملة الوطنية أو خروجها، قد يتعارض مع أهداف السياسة النقدية، فدخول رؤوس الأموال طويلة المدى، قد تعمل على الإخلال بالتوازن بين العرض النقدي المتوفر من السلع و الخدمات و بهذا تحدث ضغوط تضخمية، و في حالة العكس أي خروج رؤوس الأموال المحلية، من أجل الاستثمار في الخارج فإنها تؤثر على حجم السيولة المحلية و إلحاق ضرر بالاقتصاد الوطني. و بهذا في كلتا الحالتين يتأثر سعر صرف العملة بخروج العملة مما يؤدي إلى خفضه أو رفعه في حالة زيادة الطلب عليها لدخول رأس المال.²

● المتعاملون الخواص: هم رجال المال والأعمال و يكون تدخلهم في أسواق الصرف بطريقة غير مباشرة، فهم يقومون بعمليات الشراء والبيع عن طريق البنوك أو اللجوء إلى خدمات السماسرة وهذا بغرض إشباع حاجياتهم من العملات، لأن طبيعة نشاطهم متعلقة بالاستيراد والتصدير أو عمليات مالية دولية تتمثل في القرض والاقتراض، كما أنهم يتدخلون في سوق الصرف من أجل عامل المضاربة لتحقيق الربح السريع. ويتكون المتعاملون الخواص أساسا من أهم فئة وهي المضاربون بالإضافة إلى كل من المستوردين والمصدرين وكذلك السياح.³

● سماسرة الصرف: هم سماسرة الصرف كالوسطاء وتجار العملة للعملاء من المؤسسات المالية وغير المالية التي تحتاج العملات الأجنبية من أجل تسوية عمليات الاستيراد والتصدير أو الذين يرغبون في الاستثمار أو

¹ يسين سي لاخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص:26.

² خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، نفس المرجع السابق، ص:20.

³ يسين سي لاخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص:26.

الاقتراض من الخارج، والقيام بعملية التغطية للمعاملات المقومة بعملات متعددة أو حتى المضاربة، إذ تنحصر مهمتهم في الربط بين المشتريين والبائعين داخل سوق الصرف الأجنبي.¹

4) عمليات وأنواع سوق الصرف:

تتنوع أسواق الصرف بتنوع الأسعار المطبقة في عمليات الصرف، فنجد:

• سوق الصرف الآنية (العاجلة/ الحاضرة):

يقوم المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتحويل قيم العملات التي يتعاملون فيها واستلام هذه القيم بحدود يومين بعد اليوم الذي أبرمت فيه الصفقة التجارية؛ إذ يتيح ذلك الوقت للمتعاملين تسوية الالتزامات المالية الدولية عبر حساباتهم البنكية الدائنة والمدينة، أما سعر الصرف الذي يدخل في مثل هذه المعاملات فيعرف بالسعر الفوري، ويسمى أيضا سعر الصرف النقدي ويكون سعر الصرف فوريا (أو نقدا) عندما يتم التسليم واستلام العملات المتفاوض بشأنها خلال ثمانين وأربعين (48) ساعة أو يومي عمل من تاريخ إبرام عقد الصرف، حيث أنه إذا كان أي من هذين اليومين هو يوم عطلة فإنه لا يؤخذ بعين الاعتبار ويؤجل إلى يوم آخر، وتعتبر هذه المهلة (يومين) مهمة من الناحية الإجرائية للسماح بإجراء العمليات المحاسبية الضرورية وكذا بسبب الفارق الزمني بين الدول، وتعد العمليات الآنية أكثر العمليات أهمية في سوق الصرف حيث تستحوذ على جزء كبير من هذا السوق من إجمالي التعاملات، نظرا لأنها تستحوذ على جزء كبير من المبادلات في سوق الصرف نتيجة التحركات اليومية والمستمرة، وفي الواقع هنا تجدر الإشارة إلى أن هناك عمليتي شراء وبيع تتمان في هذا السوق لنفس العملة.²

ويتحقق التوازن في سوق الصرف العاجل من خلال العمليات التي يقوم بها المتدخلون وهي كالآتي:³

✓ المراجعة: وتعتبر من أبرز العمليات التي تجرى في سوق الصرف العاجل والتي تعنى بشراء العملات في الأسواق منخفضة السعر وإعادة بيعها في الأسواق مرتفعة السعر للحصول على ربح في ظرف دقائق معدودة. والمراجعة لا تلغي إمكانية تغير السعر وإنما تساعد في توحيد السعر بجميع أسواق الصرف الدولية، ومن مميزاتها أنها لا تحتوي على مخاطر، لأن أسعار الصرف تكون معلنة ومعروفة من طرف المتعاملين.

¹ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، نفس المرجع سابق، ص: 26.

² يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية، نفس المرجع السابق، ص: 21.

³ بريري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

✓ عمليات المقاصة: قليل ما يلجأ المتعاملون إلى التعامل المباشر فيما بينهم، بل يتعاملون مع البنوك المقيمة في بلدانهم حيث تقوم هذه الأخيرة بعمليات البيع والشراء فيما بينهم أو مع سماسرة الصرف، وفي هذه الحالة يقوم البنك بعملية مقاصة بين المبالغ الدائنة والمدينة حسب العملة التي يريدتها المصدر.

• سوق الصرف الآجل:

يتم على مستوى هذه السوق، الاتفاق على تأجيل تسليم العملات إلى وقت لاحق وذلك على أساس سعر صرف مستقبلي، يتحدد في الوقت الذي يتم فيه إبرام العقد. تقوم هذه السوق بتسعير عدد قليل من العملات، إذا ما قورنت بالسوق العاجل وهي العملات المستعملة بقوة في عقود البيع والشراء، ويلجأ إليها المتعاملون لتفادي التذبذبات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف العاجل، الذين يتمثلون في ثلاث فئات رئيسية:¹

✓ المتعاملون في التجارة الخارجية (من السلع والخدمات): قد يستخدمون السوق الآجل من أجل التغطية.

✓ مدراء المحافظ المالية: الذين يمارسون عمليات المراجعة المغطاة على سعر الفائدة، على معدل عائد خال من مخاطر الصرف الأجنبي،

✓ مدراء المحافظ المالية: الذين يقبلون تحمل مخاطر المضاربة عن طريق اتخاذ مواقف مكشوفة بالعملات الأجنبية،

ويحدد السعر الآجل لعملتين بدلالة علاقته بالسعر العاجل لتلك العملتين، من خلال إضافة علاوة (report) إلى سعر الصرف العاجل أو طرح خصم (déport) من هذا الأخير.

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} + \text{علاوة.}$$

$$\text{السعر الآجل} = \text{السعر العاجل} - \text{خصم.}$$

مما سبق يتضح أن سعر الصرف الآجل يرتبط باحتمالات توقع انخفاض أو ارتفاع العملة الأجنبية في المستقبل.

أما عن العمليات التي تتم على مستوى السوق الآجل، فيمكن التمييز بين ثلاثة أنواع:

✓ التغطية: القصد من هذه العملية حماية أصول تكون قد استثمرت في عملة ضعيفة أو قد تنخفض قيمتها إلى عملة أخرى قوية، وكذلك بالنسبة للالتزامات المقومة بعملات يخشى ارتفاعها، فعمليات التغطية أو الحماية هي عمليات لا يمكن الاستغناء عنها بالنسبة للمصدرين والمستوردين الذين هم في انتظار دائم لتسوية حقوقهم أو التزاماتهم بعملات أجنبية.²

¹ بيري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، نفس المرجع السابق، ص: 56:55.

² خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

✓ المضاربة: إذا كانت التغطية تهدف إلى تجنب المخاطرة خوفاً من تحمل الخسارة، فإن عملية المضاربة تهدف إلى محاولة الاستفادة من إمكانية حدوث تذبذبات على مستوى سعر الصرف العاجل المستقبلي لعملة من العملات، فالمضارب يتقبل المخاطر ويسعى إليها بترك وضعيته بالعملة الأجنبية مكشوفة طالما أنه يتوقع حدوث تباين بين أسعار الصرف الآجلة المتفق عليها في الحاضر، والأسعار العاجلة عند تواريخ الاستحقاق، الشيء الذي يمكنه من تحقيق الربح، فيتقدم المضاربون إلى شراء كميات أكبر من العملة، التي يتوقعون ارتفاع سعرها وبيعها عندما يتحقق هذا الارتفاع، ويحدث العكس عندما يتوقعون انخفاض سعرها، إذ يتم بيعها في الحال وشراؤها بعد أن يتحقق الانخفاض، كما ظهرت عمليات أخرى من المضاربة في ظل التطورات المعاصرة لعقود خيارات العملة الأجنبية حيث يقوم المستثمر بدفع علاوة ليكون له حق الخيار الخاص بشراء (أو بيع) عملة أجنبية ما، فإذا تحركت العملة موضع الاهتمام في الاتجاه المتوقع، فإن عقد الخيارات يمكن أن يباع إما بسعر أعلى أو يتم الحصول على العملة الأجنبية المتفق عليها، ثم إعادة بيعها في السوق الحاضرة. وتتميز المضاربة عن المراجعة، بأن الأولى هدفها الاستفادة من التباين في سعر العملة في سوق واحدة لفترات زمنية مختلفة، بينما الثانية (المراجعة) تم بالاستفادة من التباين في سعر العملة في أسواق متعددة عند نقطة زمنية واحدة. وعمليات المضاربة هي الأكثر انتشاراً في سوق الصرف، إذ تمثل نسبة نشاط المضاربة إلى جانب المراجعة 95% من الحجم السنوي لمبادلات الصرف التي تتم عبر العالم، كما تساهم المضاربة كذلك بقسط كبير في سيولة السوق.¹

✓ المراجعة في أسعار الفائدة: يؤدي اختلاف معدلات الفائدة بين الدول إلى تحويل الأرصدة السائلة من مركز نقدي ذو معدل فائدة منخفض، إلى آخر يطبق معدل الفائدة مرتفع ويستدعي ذلك تحويل العملة المحلية إلى عملة أجنبية مع القيام بعملية التغطية الآجلة ضد مخاطر الصرف، إن الهدف من المراجعة على أسعار الفائدة هو توزيع الأموال بين المراكز المالية المختلفة من أجل تحقيق أعلى معدل عائد ممكن، بينما يقوم في نفس الوقت بتجنب مخاطر سعر الصرف الأجنبي .

● المقايضة:² في هذه العملية يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الآنية و في نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجلة لبيع العملة التي سبقت شراءها أو شراء العمل التي بيعها في السوق الحاضرة و عملية المقايضة قد تقتصر على عمليتين آجلتين، و تتمثل عمليات المقايضة في عمليتين مرتبطتين احدهما حاضرة و الأخرى آجلة، و الجانب الأكبر من هذه العملية يتم بذه الكيفية و العمليات التي تشتمل عمليتين آجلتين قليلة غير أن ما يميز الشق الآجل في عملية المقايضة أنه مرتبط بعملية حاضرة

¹ بيري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

² خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مرجع سبق ذكره، ص: 2524.

و تجري عمليتان معا و في نفس الوقت، و لهذا يجب التفريق في سوق الصرف بين عملية الشراء و البيع الآجل المفردة و عملية الشراء و البيع الآجل المرتبطة بالمقايضة. و قد تثبت عملية المقايضة بعقد واحد أو بعقدين منفصلين أحدهما للبيع أو الشراء الحاضر و الآخر للبيع أو الشراء الآجل، و عمليات المقايضة هامة جدا في التعامل الدولي، و قد ظهرت أهميتها بصفة خاصة بين البنوك المركزية في تبادل العملات الأجنبية لاستخدامها في التدخل في سوق الصرف. يمكن النظر إلى عملية المقايضة من زاوية أخرى على أنها الفرق بيت تكلفة شراء عملة حاضرا و بيعها آجلا أو العكس مقابل عملة أخرى. و يمكن التمييز بين نوعين من أنواع المقايضة هما:¹

✓ **النوع الأول:** ويسمى عمليات التبدل التامة ويتم في هذا النوع من التبدل إغلاق عمليتي الشراء و البيع مع نفس الجهة المتعامل معها، حيث يتم بعد المفاوضة على السعر والاتفاق عليه لتحديد سعري التبادل اللازمين (السعر الآني والسعر الآجل) ومن ثم إجراء عملية التبدل كاملة مع نفس الجهة.

✓ **النوع الثاني:** وتسمى عمليات التبدل الموجهة حيث يتكون هذا النوع من عمليتين منفصلتين تغلق كل منهما من جهة مختلفة، فقد يقوم المتعامل بمفاوضة أحد الأطراف لشراء عملة معينة على أساس التسليم الآجل وبعده بفترة قصيرة يقوم بمفاوضة طرف آخر لبيع نفس العملة على أساس التسليم الآني، وهذا بطبيعة الحال يدفعنا للقول بأنه ليس بالضروري أن يتساوى المبلغان تماما عن استعمال عمليات التبدل لئى وضع آجل مقابل وضع آجل آخر.

III. المحددات والعوامل المؤثرة في سعر الصرف:

يتأثر تحديد سعر الصرف في أي دولة بعوامل عديدة داخلية وخارجية تتعلق بثلاثة محددات رئيسية هي:²

- قيمة العملة المحلية ومدى قوتها داخليا
- العرض والطلب على العملات الأجنبية
- النظام النقدي العالمي ومدى ارتباط الدولة بالاتفاقيات الدولية النقدية

ونظراً لتداخل تأثير العوامل المختلفة على هذه المحددات الرئيسية حيث قد يؤثر عامل واحد على أكثر من محدد من هذه المحددات الرئيسية بالإضافة إلى تعدد العوامل المؤثرة في هذه المحددات الرئيسية و يمكن تلخيص هذه العوامل فيما يلي :

¹ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص: 2625.

² بربري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

(1) سعر الصرف والتضخم : إن ارتفاع عرض النقود في بلد ما يؤثر على تحديد سعر الصرف من خلال ارتفاع مستوى أسعار السلع و الخدمات المحلية و التي ينتج عنها زيادة تكاليف الصادرات مما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها جراء إقبال المقيمين للشراء من الخارج الأمر الذي يساعد على تخفيض العملة المحلية نتيجة زيادة الطلب على العملات الأجنبية. حيث ثبات العوامل الأخرى فإن زيادة معدل التضخم في الاقتصاد بنسبة اعلى من معدل التضخم في العالم الخارجي يعني أن السلع و الخدمات المنتجة محليا ستصبح غالية الثمن مقارنة بالسلع و الخدمات المتشابهة المنتجة في العالم الخارجي ، مما يؤدي إلى تدهور الموقف التنافسي للمنتجات الوطنية و ينتج عن ذلك انخفاض الصادرات إلى العالم الخارجي و في الوقت نفسه زيادة الواردات من السلع و الخدمات المتشابهة فزيادة معدل التضخم يؤدي إلى التأثير على الطلب و العرض العملة الأجنبية.¹ تعاني الكثير من دول العالم وخاصة الدول النامية من ظاهرة التضخم التي تضر باقتصادياتها إذ تحاول بعضها استخدام سياسة سعر الصرف لمحاربة هذا الخطر . يؤدي تحسين سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وهو ما يطلق عليه بمساواة القوة الشرائية وبذلك التحسين في مستوى تنافسية المؤسسات ، ففي المدى القصير يكون انخفاض تكاليف الاستيراد اثر ايجابي على انخفاض مستوى التضخم، وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداء الإنتاج في المدى المتوسط، وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعين تحسين تنافسيتها، وتسمى هذه الظاهرة بالحلقة الفاضلة للعملة القوية.²

(2) سعر الصرف وسعر الفائدة : يعد معدل الفائدة أداة للمحافظة على استقرار أسعار الصرف و يمكن التمييز بين سعر الفائدة الاسمي و الحقيقي حيث يحدد الأول بما تتقاضاه المصارف من عملائها، أما الحقيقي فيمثل الفرق بين سعر الفائدة الاسمي و التضخم، و يتحدد من خلال التوازن بين الادخار و الاستثمار عند المدرسة الكلاسيكية و يتحدد بالعوامل النقدية عند كينز و فريدمان.³ إن حركة رؤوس الأموال الدولية وانتقالها ما بين الاقتصاد الدولي إنما تتحرك بحثا عن الفائدة فالبلد الذي ترتفع فيه أسعار الفائدة الحقيقية عن بقية الدول فإن ذلك الوضع سوف يشجع رؤوس الأموال على الانتقال إليه مما يعني زيادة عرض العملة الأجنبية

¹ عبيد حيدوسي، دراسة قياسية للعلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة والتضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم تجارية، تخصص تقنيات كمية في المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص:7.

² سامية منصور، دراسة قياسية لبعض محددات سعر الصرف في الجزائر (1975-2013)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبة، تخصص تقنيات كمية في المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014، ص:15.

³ أحمد حسين إلهيتي خالد حمادي المشهداني رفاه عدنان الطائي، أثر تقلبات أسعار الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني والتركي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، 2010، المجلد 2، الرقم 3، ص:110.

في الدخل وبالتالي تدهور سعر صرفها.¹ تؤثر أسعار الفائدة في أسعار الصرف بشكل غير مباشر، فتغير سعر الصرف يؤثر على حركة رؤوس الأموال ويؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة في الداخل و إلى تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، بهدف استثمارها في حيازة سندات ذات عائد مرتفع، وعلى العكس ذلك يؤدي انخفاض سعر الفائدة في الداخل إلى تدفق أو خروج رؤوس الأموال إلى الخارج ، بحيث المراكز المالية العالمية الأخرى تصبح أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين، عموما ينتقل رأس المال إلى المراكز المالية التي ارتفع سعر الفائدة فيها على المستوى العاملين الاستفادة من الفرق بني السعيرين.²

(3) سعر الصرف وميزان المدفوعات: يعكس ميزان المدفوعات قوى طلب وعرض العملات الأجنبية ويبين اثر السياسات الاقتصادية على هيكل التجارة الخارجية من حيث حجم ونوع سلع التبادل، الشيء الذي يؤدي إلى متابعة ومعرفة مدى تطور البنين الاقتصادية للدولة ونتائج سياستها الاقتصادية.³ كما يساهم سعر الصرف كذلك في إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات، حيث يؤدي تغيير سعر الصرف إلى إحداث تعديلات في الأسعار والتي قد تؤدي إلى إحداث توازن بين الصادرات والواردات ومن ثم يعود التوازن إلى ميزان المدفوعات . والمقصود بتغيير سعر الصرف، تخفيض قيمة العملة الوطنية بالنسبة للعملة الأجنبية الذي ينتج عنه انخفاض أسعار السلع المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية وبالتالي زيادة صادرات السلع المحلية (بسبب انخفاض أسعارها) أي تشجيع الصادرات، ومنه القضاء على العجز الذي قد يعاني منه ميزان المدفوعات، وما يمكن الاضاحة أن تغيير في سعر الصرف يتم غالبا في اتجاه التخفيض.⁴

(4) سعر الصرف والائتمان المحلي: يعتبر التوسع في خلق الائتمان المحلي بما لا يتناسب مع معدل النمو الاقتصادي داخل الدولة أحد المتغيرات التي تعكس السياسة الاقتصادية الكلية داخل الدولة، هذا وتعتمد العلاقة بين التوسع في خلق الائتمان المحلي وسعر الصرف الحقيقي على نوع نظام الصرف الذي تتبعه الدولة، فإذا كانت الدولة تتبع نظام صرف مرن فان زيادة العرض النقدي نتيجة التوسع في خلق الائتمان سوف يؤدي الى خفض سعر الفائدة المحلية مما يشجع على انخفاض الادخار وزيادة الاستهلاك المحلي من السلع غير قابلة للتجارة وبالتالي زيادة سعرها النسبي مما يؤدي في النهاية إلى زيادة القيمة الحقيقية للعملة

¹ عبير حيدوسي، دراسة قياسية للعلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة والتضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مرجع سبق ذكره، ص:5.

² سامية منصور، دراسة قياسية لبعض محددات سعر الصرف في الجزائر (1975-2013)، مرجع سبق ذكره، ص:16.

³ وسام حسين علي العنيزي، قياس العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وميزان المدفوعات في العراق للمدة 2004-2016، عدد خاص بالمؤتمر العلمي الدولي الثاني لجامعة جيهان. اربيل في العلوم الادارية و المالية، المجلد، 28.27 أوت 2018، ص:304.

⁴ سامية منصور، دراسة قياسية لبعض محددات سعر الصرف في الجزائر (1975-2013)، مرجع سبق ذكره، ص:16.

الوطنية، أما في حالة إتباع الدولة لنظام صرف ثابت فان زيادة العرض النقدي سوف يقابل بخروج لرؤوس الأموال تاركاً سعر الصرف دون تغيير¹.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لأسعار الصرف.

إن تحقيق استقرار النظام النقدي الدولي مربوط بالكيفية التي تحدد على أساسها أسعار صرف العملات، وهذه الكيفية هي ما يعرف بأنظمة الصرف التي تمثل جل الاهتمامات في الفكر المالي الحديث، لأن سعر الصرف يخضع لمجموعة من التغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الكلي مما يجعل عملية تحديده تغيره و تطوره عملية معقدة و مرتبطة بمجموعة من التأثيرات، التي أدت إلى ظهور العديد من النظريات المفسرة له، أي تلك النظريات التي يتم الاستناد إليها في تفسير الكيفية التي يتم من خلالها تحديد سعر الصرف، وقد تختلف هذه النظريات في مضمونها و طرق تفسيرها لتطور سعر الصرف نظرا للتغيرات التي تطرأ على الاقتصاد الدولي، مما يتيح ضرورة لجوء الدول إلى تطبيق آليات معينة لحماية اقتصادها المحلي من الصدمات التي قد يتعرض لها في ظل تلك التغيرات الدولية، و تعرف هذه الآليات بالسياسات الاقتصادية الكلية، حيث تعتبر سياسة سعر الصرف أهم ركائزها للحد من الخلل في توازنها، وتتخذ سياسة سعر الصرف أشكالاً و أنواعاً، لأن أي تغير و اتجاه لسلوك سعر الصرف سواء كان ارتفاعاً أو انخفاضاً سيكون له آثار على الوضعية الاقتصادية لأي دولة.

سنحاول في هذا المبحث تقديم أنظمة الصرف و أهم التصنيفات المعمول بها و النظريات المفسرة التي يتم الاستناد إليها في تحديد تلك الأنظمة بالإضافة إلى أهم السياسات التي تقوم الدول بإتباعها لحماية اقتصادها المحلي من التعرض للصدمات الدولية.

I. تطور أنظمة أسعار الصرف:

(1) تصنيف اجتماع برينتون وودز:

منذ أبريل 1999 ، استخدم صندوق النقد الدولي تصنيفاً رسمياً جديداً لأنظمة سعر الصرف في الدول الأعضاء فيه ليعكس بشكل أفضل الممارسات المتغيرة في هذا المجال². تختلف أنظمة سعر الصرف المعمول بها في النظام النقدي والمالي الدولي اليوم بشكل جذري عن تلك المعمول بها في عام 1944 في اجتماع برينتون وودز، حيث قام صندوق النقد الدولي و البنك الدولي. في النظام المحدد في Bretton Woods بما يلي:³

¹ بربري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 21. 22.

² Leroux François, une nouvelle classification officielle des régime de change, note pédagogique, MIC n°12, 1999, p : 1.

³ Les régimes de change dans une économie mondiale de plus en plus intégrée, Préparé par les services du FMI, juin 2000, <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/062600f.htm>, visité le 07/04/2020, à 00 :28.

- تم تحديد أسعار الصرف ولكنها قابلة للتعديل. وكان الهدف هو تجنب التقلبات المفرطة التي تُنسب بعد ذلك إلى معدلات عائمة ومنع الانخفاضات التنافسية ، مع توفر المرونة الكافية للتكيف مع أي اختلال جوهري ، تحت إشراف المجتمع الدولي ،
- لا ينبغي استخدام تدفقات رأس المال الخاص بشكل روتيني للحد من اختلالات المدفوعات ، ويجب تحييد عدم الاستقرار الطبيعي من خلال التنظيم الواسع النطاق ؛
- كان الغرض من تدخل المقرضين الرسميين ، ولا سيما صندوق النقد الدولي ، لتمويل اختلالات المدفوعات مؤقتًا هو ضمان الانتقال السلس ومنع اختلالات الحساب الجاري التي لها تداعيات على التجارة والإنتاج و العمالة.

(2) تصنيف صندوق النقد الدولي 1975:

نذكر أنه منذ عام 1975 ، استخدم صندوق النقد الدولي تصنيفًا حيث تم تصنيف أنظمة سعر الصرف التي اختارتها البلدان في 3 فئات رئيسية:¹

- الأنظمة التي تم إنشاء فيها عملة وطنية مرتبطة بعملة أخرى أو بحقوق السحب الخاصة DMS² أو بسلة من العملات ؛
- أنظمة توفر مرونة محدودة في ارتباطها بعملة واحدة أو مجموعة من العملات ؛
- أنظمة توفر مرونة كبيرة.

في الفئة الأولى ، نجد عملات تم تحديد سعرها و ربطها بالدولار (مثل بنما) والفرنك الفرنسي (جميع البلدان في منطقة CFA) والروبل (كروسيا البيضاء على سبيل المثال) ودول ربطت عملتها بعملة أخرى (مثل ناميبيا مع الراند الجنوب أفريقي). بالإضافة إلى ذلك ، حددت بعض العملات ارتباط عملتها بحقوق السحب الخاصة (مثل ليبيا) أو بسلة من الأموال (مثل بنغلاديش).

في الفئة الثانية نجد جميع الدول الأوروبية التي انضمت إلى آلية سعر الصرف الأوروبية.

¹ Leroux François, une nouvelle classification officielle des régime de change, op cite, p : 1.

² DMS: حقوق السحب الخاصة تم إنشائه من قبل صندوق النقد الدولي في عام 1969 كاحتياطي دولي تكميلي بموجب نظام التكافؤ الثابت لبريتون وودز. يجب أن يكون لدى أي دولة تلتزم بالنظام احتياطيًا رسمية - أصول ذهبية للدولة أو البنك المركزي وعملة مقبولة على نطاق واسع - يمكن استخدامها لإعادة شراء عملتها الوطنية في أسواق الصرف الدولية ، إذا لزم الأمر ، للحفاظ على سعر صرفها. لكن العرض الدولي لاثنين من الأصول الاحتياطية الكبيرة ، الذهب والدولار ، أثبت أنه غير كاف لدعم التوسع في التجارة الدولية والتدفقات المالية التي كنا نشهدها في ذلك الوقت. ولذلك قرر المجتمع الدولي إنشاء أصل احتياطي عالمي جديد تحت رعاية صندوق النقد الدولي.

و تم تقسيم الفئة الثالثة نفسها إلى 3 مجموعات: أنظمة عائمة مستقلة (مثل كندا) ، أنظمة يتم فيها تعديل العملة وفقًا لمجموعة من المؤشرات (مثل كولومبيا) و أنظمة تعويم أخرى موجهة (مثل الصين).

(3) تصنيف صندوق النقد الدولي 1999:

تم تصنيف منذ 1999 أنظمة الصرف على أساس سياسته الفعلية (صندوق النقد الدولي ، 1999). تستخدم التحليلات الكمية والنوعية ، مكملة للمعلومات المتاحة عن سياسات الصرف والنقد في البلدان بتحليل التطور الملحوظ للاحتياطات أو أسعار الصرف في السوق الرسمية أو الثانوية. يحدّد هذا التصنيف التمييز بين الأنواع المختلفة من أنظمة التكافؤ الثابت، تتراوح من أشكال مختلفة من الأنظمة الثابتة إلى أنواع مختلفة من الأنظمة المرنة.¹ يشمل التصنيف الجديد الآن 8 فئات:²

- ترتيبات التبادل مع عدم وجود عطاء قانوني منفصل (الاتحاد النقدي).
- مجالس العملة.
- نظام التكافؤ الثابت التقليدي (الأنظمة التعاونية)
- التعلق داخل نطاقات التذبذب الأفقي (التثبيت التقليدي).
- نظام التكافؤ المتحرك (المجال الزاحف).
- نظام نطاق التذبذب المنقول (المناطق المستهدفة).
- نظام التعويم الموجه دون الإعلان المسبق عن مسار سعر الصرف (التعويم المدار).
- نظام التعويم الحر.

يعتمد نظام التصنيف الجديد لصندوق النقد الدولي على الأنظمة الفعلية الفعلية للأعضاء التي قد تختلف عن ترتيباتهم المعلنة رسميًا. يرتب النظام أنظمة سعر الصرف على أساس درجة مرونة الترتيب. يميز بين الأشكال الأكثر صرامة للأنظمة المرتبطة، من أجل المساعدة في تقييم آثار اختيار نظام سعر الصرف على درجة استقلالية السياسة النقدية. وهذا يشمل فئة لتمييز ترتيبات التبادل في تلك البلدان التي ليس لديها مناقصة قانونية منفصلة. يقدم النظام الجديد أنظمة سعر الصرف للأعضاء مقابل أطر بديلة للسياسة النقدية بهدف استخدام كلا المعيارين (أي أطر السياسات والنظام الحالي) كوسيلة لتوفير مزيد من الشفافية في نظام

¹ Bouziane BENTABET M'hamed ZIAD, Régimes de change et développement : Une analyse quantitative, Article paru dans la Revue Sciences & Technologie -ANDRU (2010), N°7, MESRS-Alger, p :206-207.

² Leroux François, une nouvelle classification officielle des régime de change, op cite, p : 3.

التصنيف ولتوضيح أن الأشكال المختلفة لسعر الصرف يمكن أن تكون الأنظمة متسقة مع الأطر النقدية المماثلة. يوضح ما يلي الفئات سعر الصرف:¹

- **نظام التبادل مع عدم وجود عطاء قانوني منفصل (الاتحاد النقدي):** يتم تداول عملة دولة أخرى بصفتها العطاء القانوني الوحيد أو ينتمي العضو إلى اتحاد نقدي أو نقدي يتم فيه إخضاع نفس العطاء القانوني من قبل أعضاء النقابة. إن تبني مثل هذه الأنظمة هو شكل من أشكال التضحية النهائية من أجل التنازل عن السيطرة النقدية حيث لا يوجد مجال للسلطات النقدية الوطنية للقيام بسياسة نقدية مستقلة.
- **نظام مجلس العملة:** نظام نقدي يقوم على التزام تشريعي ضمني بتبادل العملة المحلية بعملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت ، إلى جانب القيود المفروضة على السلطة المصدرة لضمان الوفاء بالتزاماتها القانونية. وهذا يعني أن العملة المحلية تصدر فقط مقابل صرف العملات الأجنبية وأن الإصدارات الجديدة مدعومة بالكامل بأصول أجنبية ، مما يلغي وظائف البنك المركزي التقليدية مثل الرقابة النقدية والمقرض الأخير ولا يترك مجالاً كبيراً للسياسة النقدية التقديرية ؛ قد يتم توفير بعض المرونة اعتماداً على مدى صرامة قواعد المجالس.
- **أنظمة الارتباطات الثابتة التقليدية الأخرى (الأنظمة الزاحفة):** تقوم الدولة بربط عملتها (رسمياً أو فعلياً) بسعر ثابت إلى عملة رئيسية أو سلة عملات ، حيث يتكون مركب مرجح من عملات الشركاء التجاريين أو الماليين الرئيسيين وأوزان العملات تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو تدفقات رأس المال.
- **النظام التقليدي الثابت:** يتقلب سعر الصرف ضمن هامش ضيق بحد أقصى ± 1 في المائة حول سعر مركزي. يمكن أيضاً توحيد مركبات العملات ، مثل تلك الخاصة بحقوق السحب الخاصة (حق السحب الخاص). السلطة النقدية على استعداد للحفاظ على التكافؤ الثابت من خلال التدخل ، مما يحد من درجة تقدير السياسة النقدية ؛ ومع ذلك ، فإن درجة مرونة السياسة النقدية تكون أكبر بالنسبة إلى ترتيبات مجلس العملة (CBAs) أو اتحادات العملات ، حيث أن الوظائف المصرفية المركزية التقليدية ، على الرغم من أنها محدودة ، لا تزال ممكنة ، ويمكن للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف ، على الرغم من ندرة حدوثها.
- **أسعار الصرف المرتبطة داخل النطاقات (التعلق داخل نطاقات التذبذب الأفقي):** يتم الحفاظ على قيمة العملة ضمن هامش التذبذب حول ربط ثابت رسمي أو فعلي أوسع من ± 1 بالمائة حول سعر

¹ Exchange Rate Arrangement and Currency Convertibility Developments and Issues, IMF, World Economic and Financial Surveys, Washington, 1999, p : 37.

مركزي. كما يشمل ترتيبات الدول في آلية سعر الصرف (ERM) للنظام النقدي الأوروبي (EMS) (تم استبداله بـ ERM-II في 1 يناير 1999). هناك قدر محدود من تقدير السياسة النقدية ، مع درجة تقدير تعتمد على عرض النطاق. الارتباطات الزاحفة: يتم تعديل العملة بشكل دوري بمبالغ صغيرة بسعر ثابت ومعلن مسبقاً أو استجابة للتغيرات في المؤشرات الكمية الانتقائية (فروق التضخم السابقة مقابل الشركاء التجاريين الرئيسيين ، الفروق بين التضخم المستهدف والتضخم المتوقع في الشركاء التجاريين الرئيسيين ، وهكذا دواليك). يمكن ضبط معدل الزحف لتوليد تغييرات معدلة للتضخم في قيمة العملة ("نظرة إلى الوراء") ، أو بسعر ثابت معن أقل من فروق التضخم المتوقعة ("نظرة مستقبلية"). يفرض الحفاظ على ربط زاحف موثوق به قيوداً على السياسة النقدية بطريقة مماثلة لنظام ربط ثابت.

● **أسعار الصرف داخل نطاقات الزحف (نظام التكافؤ المتحرك):** يتم الاحتفاظ بالعملة ضمن هامش تقلبات معينة حول سعر مركزي يتم تعديله بشكل دوري بسعر ثابت معن أو استجابة للتغيرات في المؤشرات الكمية الانتقائية. درجة مرونة سعر الصرف هي وظيفة لعرض النطاق ، مع اختيار النطاقات إما لتكون متناظرة حول تكافؤ مركزي زاحف أو لتوسيعها تدريجياً مع اختيار غير متناظر للزحف من العصابات العلوية والسفلية (في الحالة الأخيرة ، لا يوجد إعلان مسبق عن سعر مركزي). يستمر الالتزام بالحفاظ على سعر الصرف داخل النطاق في فرض قيود على السياسة النقدية ، مع كون درجة استقلالية السياسة دالة على عرض النطاق.

● **تعويم مدار بدون مسار معن لسعر الصرف:** تؤثر السلطة النقدية على تحركات سعر الصرف من خلال التدخل النشط في سوق الصرف الأجنبي دون تحديد مسار مسبق لسعر الصرف أو الالتزام به مسبقاً. تعتبر مؤشرات إدارة السعر حكومية بشكل عام ، بما في ذلك ، على سبيل المثال ، مركز ميزان المدفوعات ، والاحتياطيات الدولية ، وتطورات السوق الموازية ، والتعديلات قد لا تكون تلقائية.

● **تعويم مستقل:** يتم تحديد سعر الصرف في السوق ، مع أي تدخل في صرف العملات الأجنبية يهدف إلى تعديل معدل التغيير ومنع التقلبات غير المبررة في سعر الصرف ، بدلاً من تحديد مستوى له. في هذه الأنظمة ، تكون السياسة النقدية مستقلة من حيث المبدأ عن سياسة سعر الصرف.

II. النظريات المفسرة لسعر الصرف:

1) نظرية تكافؤ القوة الشرائية :

● التعريف بنظرية تكافؤ القوة الشرائية:

تعد نظرية تكافؤ القوة الشرائية من أقدم النظريات المفسرة لكيفية تحديد سعر الصرف ، و يرجع الفضل في صياغة هذه النظرية إلى العالم السويدي كاسل "Cassel Gustav" أحد مؤسسي نظرية تكافؤ القوة الشرائية

(PPP, Parity Power Purchasing)، وبالرغم من بروز أفكارها قبل ذلك لدى كل من دافيد هيوم و دافيد ريكاردو، إلا أن كاسل أبرز أهميتها و الذي يعتبر أول من أعطى عرضا منسقا لهذه النظرية بين العلاقة بين القدرات الشرائية و تحويل العملة عندما أصدر كتابه "النقود كأسعار الصرف الأجنبي" بعد عام 1914،¹ يرى " GUSTAV CASSEL" أن سعر أية عملة يتحدد وفق قوتها الشرائية في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، و من ثم فإن العلاقة بين عملتين تتحدد تبعا للعلاقة بين مستويات الأسعار السائدة في كلا الدولتين، و منه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعملتين.² وتأتي نظرية تعادل القوة الشرائية في صورتين، نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة، ونظرية تعادل القوة الشرائية النسبية ، و يضاف إلى هذه الصورتين نموذج آخر يقوم على نفس مبدأ النظرية الأساسي (تعادل القوة الشرائية) مع تطويرها بإضافة متغيرات أخرى تؤثر على المستويات العامة للأسعار، ويسمى هذا النموذج بنموذج بالاسا سامويلسون.³

• أنواع نظرية تعادل القوة الشرائية:

✓ نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة

نظرية تعادل القوة الشرائية المطلقة تتحقق بتطبيق قانون السعر الواحد، وينص هذا القانون على أن السلع المتجانسة التي يتم الاتجار بها في الأسواق المتنافسة وبين الدول المختلفة يجب أن تباع بنفس السعر، عند التعبير عن ذلك السعر بنفس العملة ، ويفترض قانون السعر الواحد تكامل الأسواق وعدم وجود حواجز أمام التبادلات التجارية، وأن الأسواق في حالة المنافسة التامة وتوفر المعلومات، مع اهمال تكاليف النقل.⁴

¹ يسين سي لخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر، دراسة قياسية تحليلية (1970.2015)، مرجع سبق ذكره، ص:56.

² جبور صافية، محددات سعر الصرف في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي و مالي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، ملحقه مغنية، الجزائر، 2015.2016، ص:35.

³ تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980.2011)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي و تقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم الجزائر، 2013.2014، ص:8.

⁴ تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980.2011)، نفس المرجع السابق، ص:8.

ويمكن التعبير عن هذه الصورة المطلقة لنظرية PPA كما يلي¹:

$$S = \frac{P}{P^e} \dots \dots \dots (2,1)$$

حيث S ترمز إلى سعر الصرف بين عملة البلد المحلي وعملة البلد الأجنبي وأن P و P^e تشير على التوالي إلى مستوى الأسعار في كل من البلد المحلي والأجنبي .

ومنطق هذه النظرية هو أن مستوى الأسعار المحلية يتكافأ مع سعر الصرف مضروباً في مستوى الأسعار الأجنبية. فلو أن البلد المحلي كان الولايات المتحدة الأمريكية والبلد الأجنبي هو المملكة المتحدة، فإن سعر الصرف بين الدولار والجنيه الإسترليني (محدد على أساس السعر بالدولار للجنيه الإسترليني) إنما يكون مساوياً للمستوى العام للأسعار في أمريكا إلى المستوى العام في المملكة المتحدة. فمثلاً لو أن المستوى العام للأسعار في أمريكا ضعف مستوى الأسعار في المملكة المتحدة فإن النظرية المطلقة PPA تفترض أن سعر صرف التوازن يكون

$$S = \frac{2\$}{1£}$$

خلاصة القول أن سعر صرف لنظرية تعادل القوة الشرائية هو سعر الصرف الذي يساوي بين القوة الشرائية لعملة وطنية في كل من السوق الداخلي والأجنبي.

✓ نظرية تعادل القدرة الشرائية النسبية

تفترض نظرية تعادل القدرة الشرائية النسبية أن التغير في سعر الصرف عبر فترة من الزمن يجب أن يكون متناسباً مع التغيرات النسبية في الأسعار في كل من الدولتين عبر نفس الفترة من الزمن.²

تم اشتقاق هذه الصيغة انطلاقاً من الصيغة المطلقة إذ لا يفترض في سعر الصرف تساوي الأرقام القياسية للأسعار في أي وقت، بل لها أن تتغير نسبياً في نفس الفترة ، بحيث إن ارتفاع معدلات التضخم يعني انخفاض الطلب على منتجات الدولة المعنية، وبالمقابل ازدياد الطلب على منتجات دول أخرى، وتكون معدلات التضخم فيها أقل نسبياً، وهذا يعني ارتفاع الطلب على عملات هذه الدول، وبالتالي انخفاض سعر صرف العملة المحلية، وفي هذه الحالة يكون سعر الصرف التوازني الجديد مساوياً للسعر القديم مضروباً في معامل التضخم في كل من

¹ صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية و النموذج النقدي الجزائري، تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، مدرسة الدكتوراه التسيير الدولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان الجزائر، 20102009، ص:65.

² صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية و النموذج النقدي الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص:66.

البلدين، ويعتبر هذا السعر بمثابة التعادل الجديد للعملتين، أي النقطة التي يجب أن يتأرجح حولها دائماً سعر الصرف، وذلك بالرغم من بعض التقلبات المؤقتة، وهو ما يسميه " cassel gusttav " بتعادل القوة الشرائية، ويمكن التوضيح من خلال ما يلي¹ :

سعر الصرف التوازني الجديد = نسبة تغير سعر الصرف × سعر الصرف القديم.

علماً أن: نسبة تغير سعر الصرف = نسبة التضخم المحلي - نسبة التضخم الأجنبي

$$\frac{S_0}{S_1} = \frac{P_0/P_0^e}{P_1/P_1^e} \dots \dots \dots (2,2)$$

فالدولة التي تسجل معدل تضخم أكبر مقارنة مع أهم شركاءها التجاريين، يجب أن تسجل في المقابل تدهور في العملة بمعدل يساوي مقدار التغير في معدل التضخم، والعكس، معدل تضخم محلي أقل من معدل التضخم الأجنبي يجب أن يرافقه تحسن في العملة المحلية بنفس المعدل.²

• الانتقادات الموجبة لهذه النظرية³:

- ✓ تمد هذه النظرية على تعادل قوتي الشراء للعملة، قوتها الداخلية و قوتها الخارجية، و الواقع أنه يوجد دائما احتمال لتفاوت هاتين القيمتين، فهناك تكاليف النقل و الرسوم الجمركية.
- ✓ لا تعطي نظرية تعادل القوة الشرائية أهمية لتحويلات الفوائد و الأرباح و انتقال رؤوس الأموال إلا في ضيق الحدود، فهي تهمل أثر حركات رؤوس الأموال الدولية المؤثرة على الطلب على الصرف الأجنبي و العرض منه.
- ✓ تفترض هذه النظرية أن التغير في سعر الصرف يكون ناجما فقط عن التغير في القوة الشرائية للنقود، أما التغير في أذواق المستهلكين و ظهور سلع بديلة فليس له اعتبار في تحديد سعر الصرف.
- ✓ إن هذه النظرية تتعلق فقط بميزان العمليات الجارية و ليس بميزان المدفوعات ككل.

¹ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

² تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (2011.1980)، نفس المرجع السابق، ص: 9.

³ درقال يمينه، دراسة تقلبات أسعار الصرف في المدى القصير اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، مدرسة الدكتوراه، تلمسان الجزائر، 2011.2010، ص: 3736.

✓ اختلافات أساليب قياس التضخم حسب نوع الأسعار المعتبرة، أسعار الاستهلاك، أسعار الإنتاج، أسعار الصادرات والواردات...الخ.

✓ طول مدة تصحيح أسعار الصرف بالنسبة للأسعار غير محددة بالدقة، و نفس الأمر بالنسبة لسنة الأساس.

رغم هذه الانتقادات، فإن نظرية تعادل القوة الشرائية أبرزت جانب مهم من محددات أسعار الصرف، من خلال إظهار العلاقة في الواقع العملي بين الأسعار المحلية والأسعار الخارجية، خاصة في المدى الطويل.

كما يبرز مشكلة تطبيق نظرية تعادل القدرة الشرائية بين الدول المتقدمة والدول المتخلفة في النقاط التالية:

• وضح بالاساس سامويلسون سنة 1964 المشاكل المترتبة عن نظرية تعادل القوة الشرائية عند تطبيقها بين الدول ذات مستويات النمو المختلفة، والناجمة عن الفروقات بين أسعار السلع القابلة للتجارة والسلع غير القابلة للتجارة، أي عند تقييم عملة دولة ذات مستوى نمو منخفض مقابل عملة دولة ذات مستوى نمو مرتفع، وذلك اعتماداً على تعادل القوة الشرائية للدولتين، ففي هذه الحالة يتحقق أثر بالاساس سامويلسون والنتائج عن توفر عاملين¹:

✓ وجود سلع غير قابلة للتجارة والتي تدرج إلى جانب السلع القابلة للتجارة (مقيمة بالجملة للسلع المصنعة) ضمن مؤشرات الأسعار المستعملة في حساب سعر الصرف المحقق لتعادل القوة الشرائية؛

✓ التأثير السلبي للإنتاجية في الدول النامية، والذي يظهر بوضوح في قطاع السلع القابلة للتجارة.

• إن الكثير من السلع غير قابلة للتجارة هي في الأصل (خدمات) و أن الفروق الدولية في الإنتاجية ليست كبيرة جداً بشكل عام (نجد أن إنتاجية الحلاق لا تتباين كثيراً فيما بين الدول)، ومن ناحية أخرى نجد أن الدول غنية بسبب ارتفاع إنتاجية عنصر العمل لديها، وأن معظم هذه الميزة تتواجد في قطاعات السلع القابلة للتجارة مثل الصناعات التحويلية، واحد مضامين هذه السمات هو أن نسبة أسعار السلع غير القابلة للتجارة إلى السلع القابلة للتجارة تكون أعلى في الدولة المتقدمة عنها في الدولة المتخلفة، وهذا الاستنباط تدعمه الشواهد العملية حسبما أشار Lipsey et Kravis ."

• إن مقداراً معيناً من الدولارات إذا تم تحويله إلى العملة المحلية للدولة المتخلفة طبقاً لسعر الصرف الاسمي سوف يمكنه من شراء سلة أكبر من السلع والخدمات قياساً إلى ما يمكن أن تشتريه هذه الدولارات في السوق المحلية الأمريكية، وهذا الكلام يتنافى مع مبدأ تعادل القدرة الشرائية الذي يقول

¹ تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980.2011)، نفس المرجع السابق، ص:

بأن تحويل الدولار على أساس سعر الصرف الاسمي لتعادل القدرة الشرائية، يجب أن يقوم بشراء نفس المقدار من السلع والخدمات في كلا البلدين.¹

(2) نظريات أخرى مفسرة لتقلب سعر الصرف:

• نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات):

ترى هذه النظرية أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة موازين المدفوعات من تغيير و ليس على أساس كمية النقود و سرعة تداولها،² هناك نوعين من تدفقات رأس المال التي تؤثر في سعر الصرف، فالأول ناتج عن تغيرات الميزان التجاري و الثاني ناتج عن تغيرات حساب رأس المال. إن تحقيق فائض في الميزان التجاري يؤدي إلى رفع قيمة العملة و العكس بالعكس أما فيما يخص العمليات الجارية فهو يعطي معلومات عن الوضعية الاقتصادية للدولة، فإذا كان الرصيد إيجابيا فسعر الصرف سيرتفع، و إذا كان الرصيد سلبا لميزان العمليات الجارية فهذا يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف، يعتبر رصيد المعاملات الجارية و حركات رؤوس الأموال في المدى الطويل فإذا كان هذا الرصيد إيجابيا سيرفع من سعر الصرف أما إذا حدث العكس فسعر الصرف يميل للانخفاض.³ و يتم الاستدلال على صحة هذا بتجربة ألمانيا مع المارك خلال الحرب العالمية الأولى، حيث رغم الزيادة المعتبرة في كمية النقود و المتداولة و سرعة تداولها إلا أن العملة لم تتأثر و هذا راجع لتعادل جانبي ميزان المدفوعات.⁴

• نظرية معدلات الفائدة:

هذه النظرية تسعى للكشف عن الصلة الموجودة بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف، في الواقع إن أي اختلاف بين معدلات الفائدة في بلدين اثنين ينتج عنه سواء تحسن أو تدهور للعملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، إذ أن الرفع من سعر الخصم في دولة ما، من شأنه أن يدفع بسعر الفائدة إلى الزيادة، مما يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال نحو هذه الدولة قصد الاستثمار باعتبار أن سعر الفائدة المطبق هو أعلى منه في الدول الأخرى، مما يؤدي إلى زيادة الطلب الأجنبي على العملة المحلية ومنه ارتفاع قيمة عملة هذا البلد، ويحدث

¹ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 2625.

² درقال يمينة، دراسة تقلبات أسعار الصرف في المدى القصير اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

³ خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

⁴ عقي لخضر، ميزان المدفوعات و آثاره على التجارة الخارجية دراسة حالة بلدان المغرب العربي 1990-2009، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية و إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد و التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان الجزائر، 2010-2011، ص: 129.

العكس في حالة انخفاض سعر الخصم¹. فمن العمليات الأساسية في سوق الصرف الموازنة بين أسعار الفائدة في مختلف الأسواق عن طريق اقتراض العملات التي أسعار فائدها منخفضة، و بيعها في أسواق الصرف مقابل شراء عملات لها أسعار فائدة مرتفعة لاستثمارها في تلك الأسواق، و تتم هذه العمليات في سوق الصرف الآجل و بفترة كعامل لأجل الاستثمار في سوق النقد يتم تحقيق أرباح ناتجة عن الفرق في أسعار الفائدة في السوقين.²

ففي الربع الأخير من سنة 1960 وبداية 1961 عندما انخفضت قيمة الجنيه الإسترليني قامت بريطانيا في جويلية 1961، باتخاذ إجراءات عدة من بينها الرفع في سعر إعادة الخصم من 5% إلى 7% فنتج عن ذلك تحسن في قيمة الجنيه.³

III. سياسات سعر الصرف:

(1) مفهوم سياسة سعر الصرف:

يمكن تعريف سياسة سعر الصرف على أنها الطريقة التي تدير بها الدولة عملتها بالنسبة للعملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي حيث أن عملية صياغة سياسة سعر الصرف تتطلب توازن بين الأهداف المختلفة و المتضاربة في بعض الأحيان من خلال النظر في دور سعر الصرف في تعزيز القدرة التنافسية للسلع المنتجة محليا إلى جانب الآثار المترتبة للقوة الشرائية الدولية للعملة، و على الأخص أثر التغيرات في سعر الصرف على التضخم المحلي. كما تقوم هذه السياسة باختيار نظام الصرف الذي يتناسب و يتلاءم مع وضعية الاقتصاد من أجل تحقيق الاستقرار كالنمو الاقتصادي و لكي لا يكون لتغيرات أسعار الصرف آثار وخيمة على الاقتصاد و كذا على للأعوان الاقتصاديين.⁴

(2) أهم سياسات سعر الصرف:

• سياسة تخفيض قيمة العملة:

✓ مفهوم سياسة تخفيض العملة: يعتبر التخفيض في قيمة العملة الوطنية سياسة اقتصادية تتخذها السلطات النقدية، كما أنه إجراء تغيير على التوازن القانوني بين العملة الوطنية و العملة الأجنبية مفاده

¹ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 2625.

² خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

³ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 2625.

⁴ يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

تدني قيمة العملة الوطنية،¹ و ذلك بهدف استعادة توازن ميزان المدفوعات والقدرة التنافسية الخارجية من خلال تعديل شروط التجارة (نسبة السعر). أي سيتم تشجيع الصادرات على عكس الواردات، ولكن تخفيض قيمة العملة يمكن أن يعزز أيضاً التأثيرات التضخمية ويؤدي إلى زيادة عرض النقود وفرص منح الائتمان نتيجة لزيادة تدفقات رأس المال المرتبطة بالتصدير.²

و من جهة أخرى انخفاض قيمة العملة يتمثل في تغيير قيمتها في ظرف اقتصادي ما بدون تدخل مباشر من السلطات حيث تفقد العملة قدرتها الشرائية مع تزايد المستوى العام للأسعار أما على مستوى أسواق الصرف فيكون معدل صرفها منخفضاً بالمقارنة مع العملات الأخرى،³

✓ أسباب تخفيض قيمة العملة : لتخفيض العملة أسباب متنوعة تتجلى فيما يلي⁴ :

* علاج الاختلال في ميزان المدفوعات:

باعتبار أن التخفيض يحفز ويشجع التصدير ويقيد الاستيراد ، كما يحد من تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج ويحث على إعادتها. وتفسير ذلك أن مالك النقد الوطني يحمل إذا أمواله إلى الخارج على مقدار أقل نتيجة تخفيض سعر الصرف أما رؤوس الأموال يف الخارج فإنها تجد في تخفيض سعر الصرف ما يدعوها إلى العودة بنية الحصول على مقدار أكبر من مقدارها الأصلي.

* ارتفاع دخول المنتجين المحليين:

يكون التخفيض بهدف زيادة دخل بعض الفئات المنتجة و تخفيض عبء مديونيتها، خاصة إذا تدهورت أسعار منتجاتهم في الأسواق العالمية على اعتبار أن تخفيض سعر الصرف يرفع قيمة الصادرات مقومة العملة الوطنية أو لتسهيل تصريف هذه المنتجات في الخارج.

* معالجة شكل البطالة في الاقتصاد القومي:

حيث ينتج عن التخفيض تشجيع التوسع في الصناعات التصديرية وبالتالي تحسين مستوى العمالة في قطاع التصدير وكذا القطاع الاحلالي نتيجة زيادة قدرتها الإنتاجية ثم ينتقل إلى باقي أوجه النشاط الاقتصادي.¹

¹ بغداد زيان. تغيرات سعر صرف اليورو و الدولار و أثرها على المبادلات الخارجية الجزائرية، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية دولية، مدرسة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة وهران، 2012/3، ص: 50.

² Regragui Fatiha, la Dévaluation Monétaire : Quels Fondements Théoriques pour quel Impact ? (cas du Dirham), op.cit, p : 52.

³ زيان، تغيرات سعر صرف اليورو و الدولار و أثرها على المبادلات الخارجية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

⁴ بن يعني رحيمة، سياسة سعر الصرف وتحديدده دراسة قياسية للدينار الجزائري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة آيب بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013/2014، ص ص : 130-131.

* يعتبر تخفيض سعر الصرف بمثابة إجراء أولي لإنتاج سياسة نقدية تضخمية :

حيث يعتمد المصرف المركزي إلى إعادة تقويم رصيده الذهبي ويكون لديه فرصة ممكنة للتوسع في الإقراض والإصدار. في إعادة التقويم وفق السعر الجديد تتيح للخزينة العامة الحصول على فرق التقويم الذي يعتبر موردا يضعف الخزينة ويعدل من اختلال الميزانية.

* ارتباط العملة بمنطقة نقدية معينة أو باقتصاد دولة ما :

كما أن بعض الدول تعتمد إلى تخفيض سعر الصرف عندما تقوم بذلك دولة أخرى تربطها بها علاقات تجارية قوية خوفا من أن يتحول طلب هذه الأخيرة عن منتجات الدولة الأخرى، أما الدول النامية فهي تعد مضطرة لهذا التخفيض عندما تخفض الدول المتقدمة أسعار صرفها نظرا للمشاركة الضعيفة للدول النامية في التجارة العالمية ولأن تصريف منتجاتها أمر إيجابي على اقتصادها.

✓ شروط نجاح سياسة تخفيض قيمة العملة² :

إن مسألة فعالية تخفيض قيمة العملة المحلية في علاج الاختلال بالعجز في ميزان المدفوعات، ليست على الإطلاق بالبساطة التي يوحي بها التحليل المتقدم، فهناك أمور كثيرة وشروط دقيقة ومعقدة لا بد من توافرها لكي تنجح هذه السياسة في تحقيق الهدف المنشود من ورائها. لقد حدد (Robinson. j) 1937 نجاح سياسة التخفيض في حالة توفر المرونات الأربعة التالية :

* مرونة الطلب المحلي على الواردات:

إذا كان الطلب المحلي عدم المرونة فإنه لن يحدث نقص في الطلب على الواردات رغم ارتفاع أسعارها بالعملة الوطنية، أما إذا كانت المرونة محصورة ما بين الصفر (0) والواحد (1) فإن الطلب يكون مرناً نسبياً ولكن انخفاض حجم الواردات يكون بنسبة أقل من نسبة التخفيض وبالتالي فعالية التخفيض في هذه الحالة تكون محدودة، أما إذا كان الطلب مرناً بنسبة أكبر من الواحد فإن حجم الواردات ينخفض بنسبة التخفيض .

* مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات:

في هذه الحالة نجد أن درجة مرونة الطلب الأجنبي على الصادرات لها علاقة مباشرة بالأسعار وبالتالي على استقرارها وعلى فعالية التخفيض، فإذا كان الطلب الأجنبي عديم المرونة فلن تكون هناك زيادة في الصادرات

¹ سيد عمر زهرة، انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية طور ثالث، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار الجزائر، 2017 و2018، ص: 47.

² محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العملة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 6968.

رغم انخفاض أسعارها بالعملة الأجنبية، أما إذا كانت المرونة غير منعقدة فإن نسبة النجاح تتوقف على نسبة تغير الأسعار مقارنة بنسبة التخفيض.

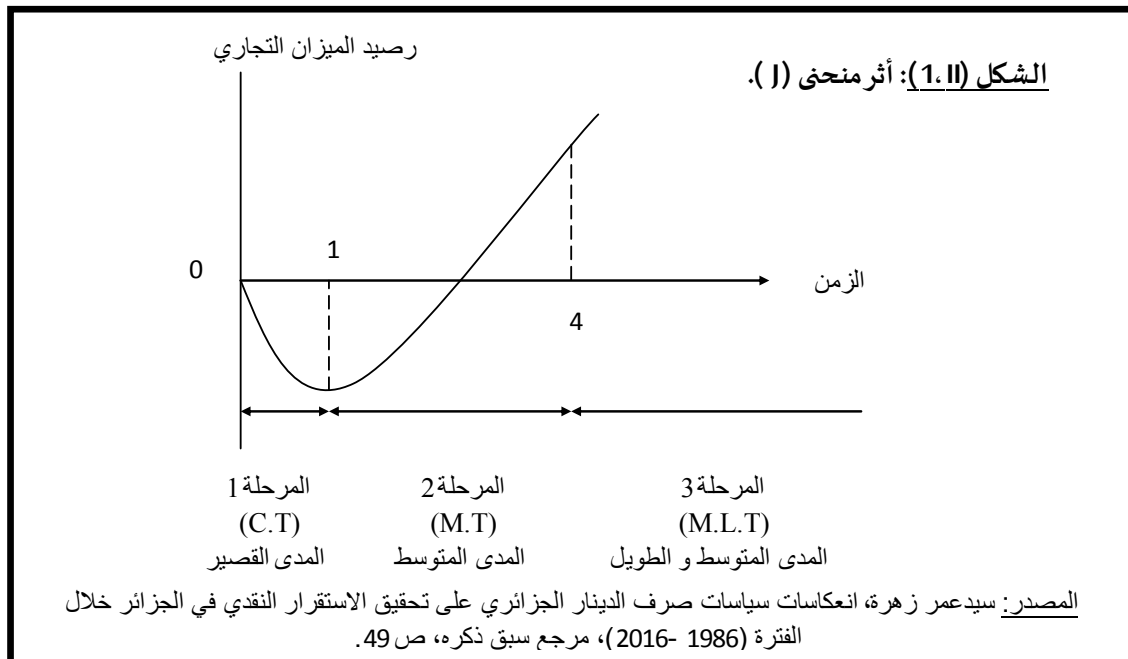
*** مرونة العرض المحلي للصادرات:**

حيث أنه في هذه الحالة يجب أن يكون للدولة طاقات وقدرات لزيادة صادراتها وهذا لأجل مقابلة الزيادة في الطلب الأجنبي عليها وبالتالي فهي بذلك تساهم في عدم زيادة أسعار الصادرات، مما يسمح بنجاح سياسة التخفيض وهذا حسب درجة المرونة، أما إذا كانت السلع المصدرة تدخل في صناعتها مواد مستوردة فإن ذلك قد ينقص من فعالية التخفيض، كون أن هذه المواد المستوردة قد تزيد من تكلفة هذه السلع وبالتالي في أسعارها.

*** مرونة العرض الأجنبي للواردات:**

كلما قلت مرونة العرض الأجنبي للواردات كلما قل تأثير التخفيض على حجم الواردات أما إذا كانت هذه المرونة أكبر من الواحد فإن ذلك يساعد على نجاح سياسة التخفيض. ويتضح مما سبق أن التغير في حجم الصادرات والواردات يتوقف على درجة مرونة كل من العرض والطلب المحلي والأجنبي لكليهما.

إن التخفيض حتى وان تحققت جميع شروطه فلا بد من تحقق شرط مارشال ليرنر، الذي يستوجب من أجل أن يكون للتخفيض أثر إيجابي على ميزان المدفوعات، أن تكون القيمة المطلقة $|em + ex| > 1$ لمجموع مرونة الطلب للصادرات والواردات أكبر من الواحد الصحيح. إذا أخذنا بعين الاعتبار عنصر الزمن، فإن أثر التخفيض يمكن ملاحظته في المنحنى (I) ويمكن توضيح هذا الأثر من خلال الشكل الموالي .



من خلال الشكل أعلاه الذي يعبر عن مرحلتين الأولى في المدى القصير (أقل من سنة) ويكون للتخفيض فيها أثر سلبي حيث يزيد من حدة العجز التجاري لأن أسعار الواردات مقومة بالعملة الوطنية تزداد بسرعة بينما تبقى أسعار الصادرات ثابتة، بالإضافة إلى أن المتعاملين لا يزالون في فترة العقود تحت التنفيذ، حيث تتأثر قيم الصادرات والواردات بالعملة التي اتفق على التسوية بها، أما المرحلة الثانية 2 وتظهر في المدى المتوسط ما بين سنة وأربع سنوات، ويكون للتخفيض فيها أثر إيجابي على الميزان التجاري، حيث يصبح البلد يستورد السلع الأجنبية التي أصبح سعرها مرتفع بكميات أقل، هذا من جهة ومن جهة ثانية، ترتفع صادراته كون أن أسعارها بالعملة الأجنبية أصبحت منخفضة، لتغطي أثر السعر، ويتبع ذلك في المرحلة 3 بتحقيق فائض في الميزان التجاري

إن تخفيض قيمة العملة هو وصفة سياسية ظهرت بشكل كبير في الأدبيات وتستخدم بشكل كبير من قبل صانعي السياسات (السلطة النقدية) في محاولة تحسين أداء الميزان التجاري و ميزان المدفوعات. يرى العرف الاقتصادي أنه من خلال جعل الواردات أكثر تكلفة نسبياً والصادرات أرخص نسبياً، قد تؤدي تخفيضات قيمة العملة إلى تحويل الإنفاق من قبل المستهلكين، مما يؤدي إلى تحسينات في الميزان التجاري للاقتصاد.¹ ويرجع التأخر في استجابة الميزان التجاري لتخفيض قيمة العملة للأسباب التالية:²

- الاعتراف متأخر بتغير الظروف التنافسية ؛
- القرار المتأخر بتشكيل ارتباطات تجارية جيدة ووضع أوامر جديدة ؛
- تأخر التسليم ما بين وقت وضع أوامر جديدة وتأثيرها على نفقات التجارة ؛
- الاستبدال المتأخر في استخدام المخزون حتى تنفذ الآليات القديمة قبل أن توضع أوامر جديدة ؛
- التأخر في إنتاج السلع التي زاد الطلب عليها .

✓ النتائج المترتبة على تخفيض قيمة العملة :

تؤدي سياسة سعر صرف دورا مهما في استقرار المستوى العام للأسعار لتحقيق التوازن الخارجي الذي ينعكس بدوره على معدل النمو الاقتصادي المستدام فمن الناحية النظرية يؤثر تقويم العملة بأعلى من قيمتها الحقيقية على الأداء الاقتصادي للبلد من حيث القدرة التنافسية للسلع و الخدمات الوطنية في الأسواق العالمية

¹ Samson Kwalingana Kisu Simwaka Thomas Munthali and Austin Chiumia, The short-run and long-run trade balance response to exchange rate changes in malawi, Journal of Development and Agricultural Economics, vol 4, N°8, 12/05/2012, P: 221.

² سيد عمر زهرة، انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986- 2016)، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

التي ستراجع بسبب ارتفاع أسعار هذه السلع في الخارج و من ثم عرقلة النمو الاقتصادي، بينما يؤدي تقويم العملة بأقل من قيمتها الحقيقية إلى تحسن ميزانها التجاري نظرا لانخفاض تكلفة الحصول على السلع و الخدمات الوطنية في الدول الأجنبية، مما يزيد من الطلب على السلع الوطنية و بالتالي يساعد على تحقيق النمو الاقتصادي. إن تخفيض قيمة العملة الوطنية (ارتفاع أو رفع سعر الصرف الأجنبي) له آثار هامة للغاية في الدولة محل الاعتبار معبرا عنها بالعملة الوطنية و تتجلى أهم الآثار جراء عملية تخفيض قيمة العملة فيما يلي:

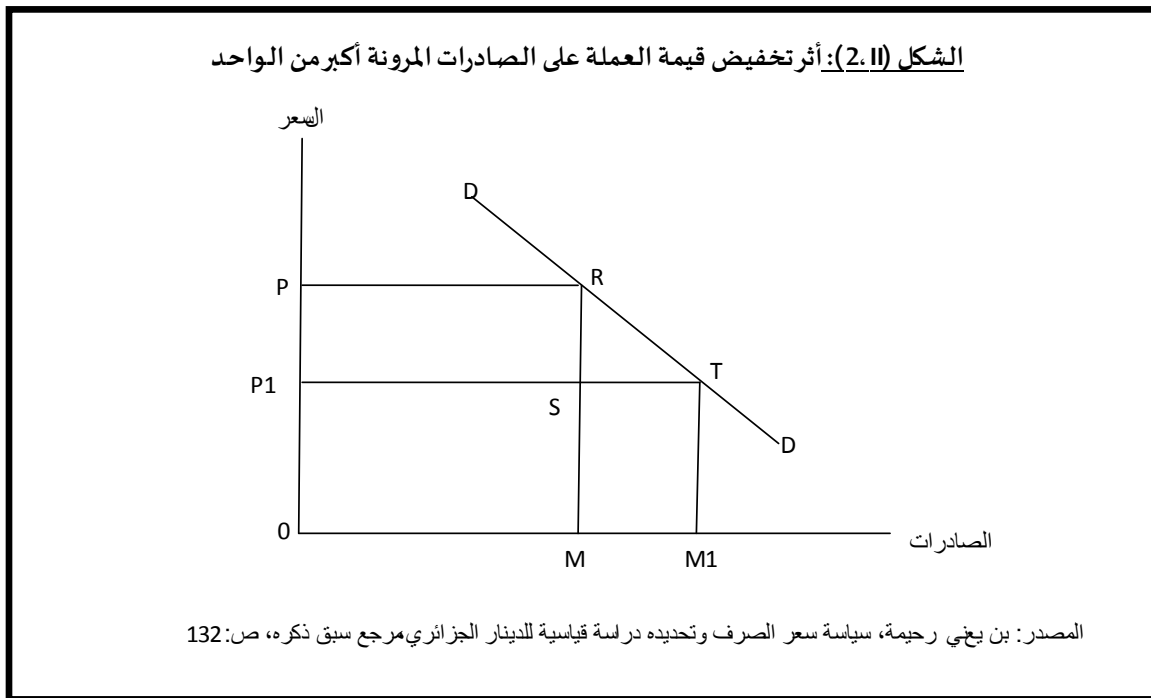
✓ أثر تخفيض سعر الصرف على قيمة الصادرات والواردات:¹

* أثر التخفيض على الصادرات :

إن أثر التخفيض على الصادرات سواء بالزيادة أو بالنقصان يعتمد على درجة مرونة الطلب على صادرات ذلك البلد، فيمكن أن تكون المرونة أكبر من الوحدة أو أصغر من الوحدة أو مساوية للوحدة.

الحالة 01: مرونة الطلب على الصادرات أكبر من الوحدة.

هنا في هذه الحالة يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى زيادة عائد الصادرات حيث $ex > 1$ أي المرونة السعرية للطلب على الصادرات أكبر من 1، في هذه الحالة عند انخفاض أسعار السلع بنسبة أ%، سوف ينتج عنه زيادة في الكمية المطلوبة من الصادرات بمقدار أكبر من أ بالقدر الذي يؤدي إلى زيادة العائد الإجمالي للصادرات. وفي الشكل التالي يظهر أثر تخفيض العملة على الصادرات عندما تكون المرونة أكبر من الواحد.

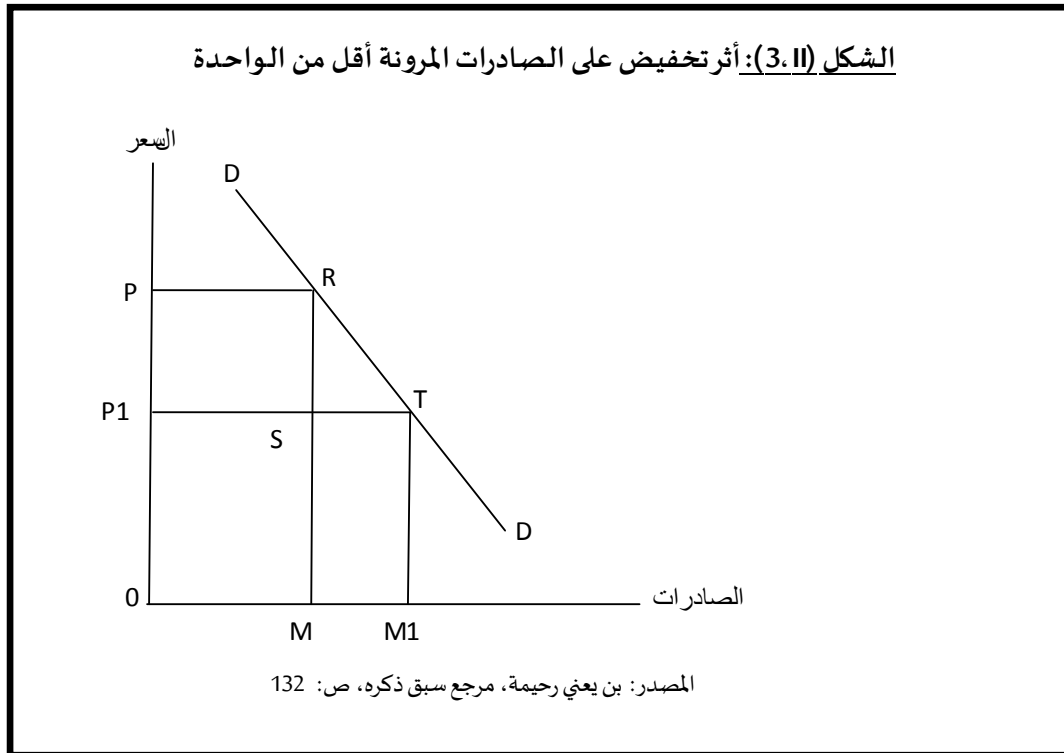


¹ بن يعني رحيمة، سياسة سعر الصرف وتحديدده دراسة قياسية للدينار الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص: 136.132.

يلاحظ من الشكل (2، II) أن انخفاض الأسعار المحلية نتيجة تخفيض قيمة العملة يترتب عليه خسارة في العملة الأجنبية مقدارها PP1 لكل وحدة مصدرة من السلعة و إجمالي الخسارة من العملة الأجنبية بالنسبة للكمية M هو PP1SP ومن من جهة أخرى انخفاض الأسعار المحلية الذي جاء نتيجة لتخفيض قيمة العملة أدى إلى زيادة الصادرات M إلى M1 وعليه فإن MM1TS تمثل العائد الإضافي من العملة الأجنبية من جراء الزيادة الإضافية في الصادرات MM1 ، ويلاحظ أن الزيادة في العملات الأجنبية كذلك أن الزيادة في العمليات الأجنبية MM1TS من جراء زيادة الصادرات أكبر من الخسارة PP1SR الناجمة عن انخفاض الأسعار المحلية، و منه فإن الأثر النهائي لتخفيض قيمة العملة في هذه الحالة هو زيادة في العائد الإجمالي فإن للصادرات.

الحالة 02: مرونة الطلب على الصادرات أقل من الوحدة.

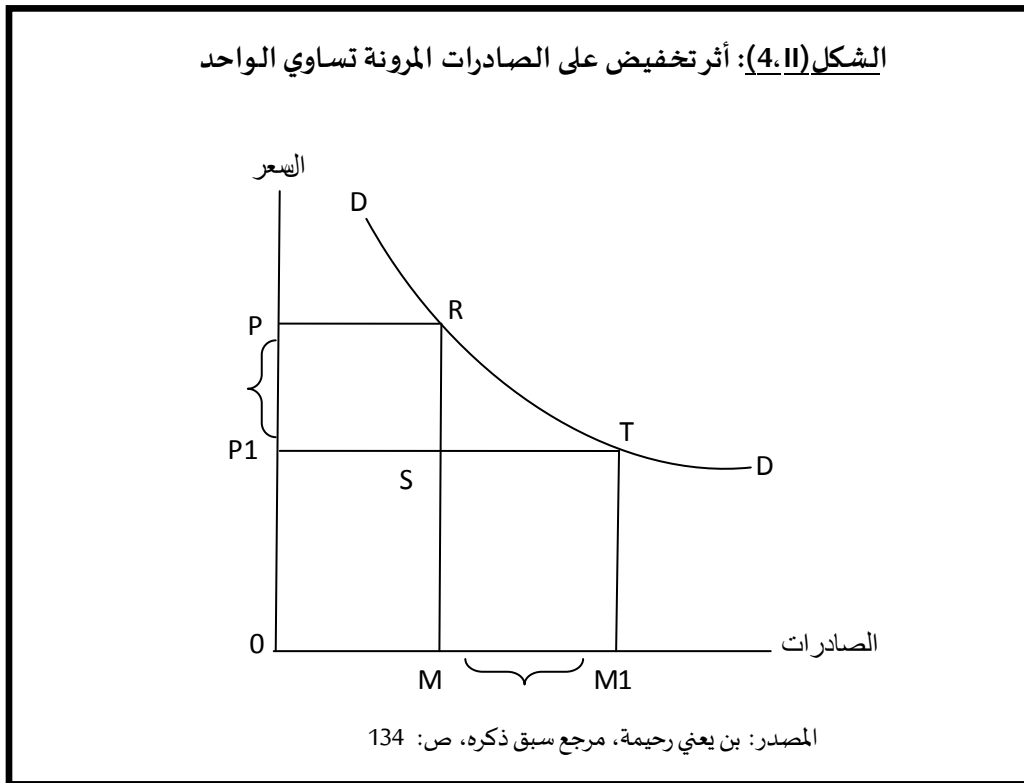
إذا كانت مرونة الصادرات أقل من الوحدة فإن تخفيض قيمة العملة سوف يؤدي إلى إنقاص العائد الإجمالي للصادرات. في هذه الحالة انخفاض الأسعار بنسبة أ % سوف يؤدي إلى زيادة في الكمية المطلوبة بأقل من أ % ما يترتب عليها انخفاض في إجمالي عائد الصادرات ، وفي الشكل التالي يتبين أثر التخفيض على الصادرات عندما تكون المرونة أقل من الواحد.



من الشكل (3،II) يلاحظ أن العائد الناجم عن زيادة إضافية في الصادرات مقدارها MM1TS هو MM1TS أما الخسارة الإجمالية في قيمة الوحدة من الصادرات نتيجة للتخفيض فهي PP1SR وبما أن MM1TS أقل من PP1SR فإن الأثر الصافي للتخفيض في هذه الحالة هو انخفاض في إجمالي العائد للصادرات المحلية، وعلى هذا الأساس فإن تخفيض قيمة العملة سوف يؤدي إلى نقص في إجمالي عائد الصادرات إذا كانت المرونة السعرية لطلب الأجانب على صادرات البلد أقل من الواحد.

الحالة 03: المرونة تساوي الواحد.

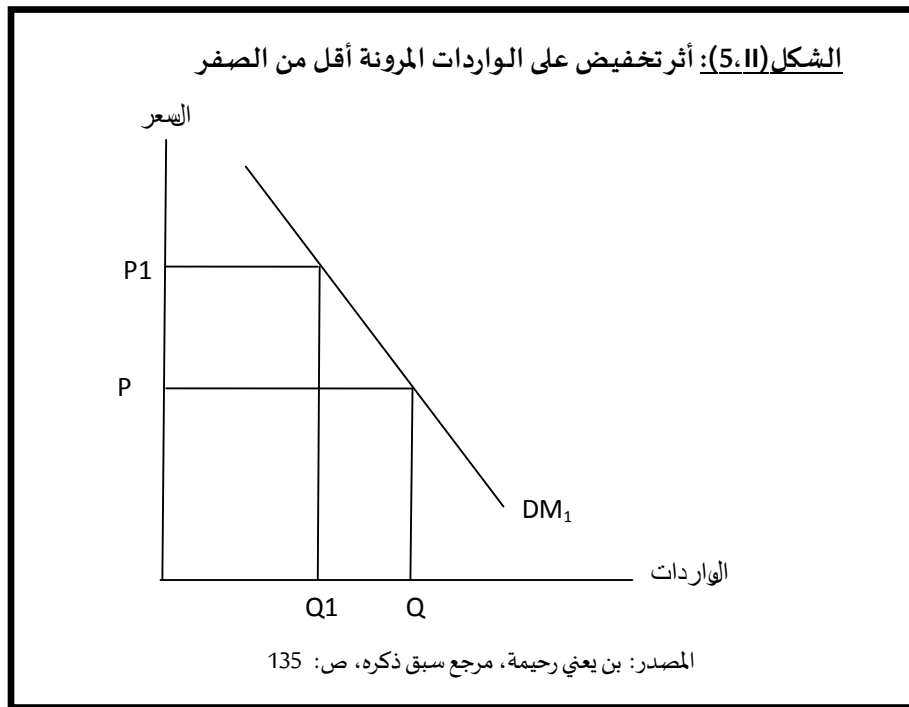
إذا كانت المرونة السعرية للطلب على الصادرات تساوي الواحد $ex=1$ فإن تخفيض قيمة العملة لن يؤثر على عائد لصادرات حيث أن هذه في الحالة يؤدي انخفاض الأسعار بمقدار %، إلى الزيادة في الطلب بنفس النسبة مما يترتب عليه عدم تغيير العائد الإجمالي للصادرات. وفي الشكل التالي يظهر أثر تخفيض قيمة العملة على الصادرات عندما تكون المرونة مساوية للواحد.



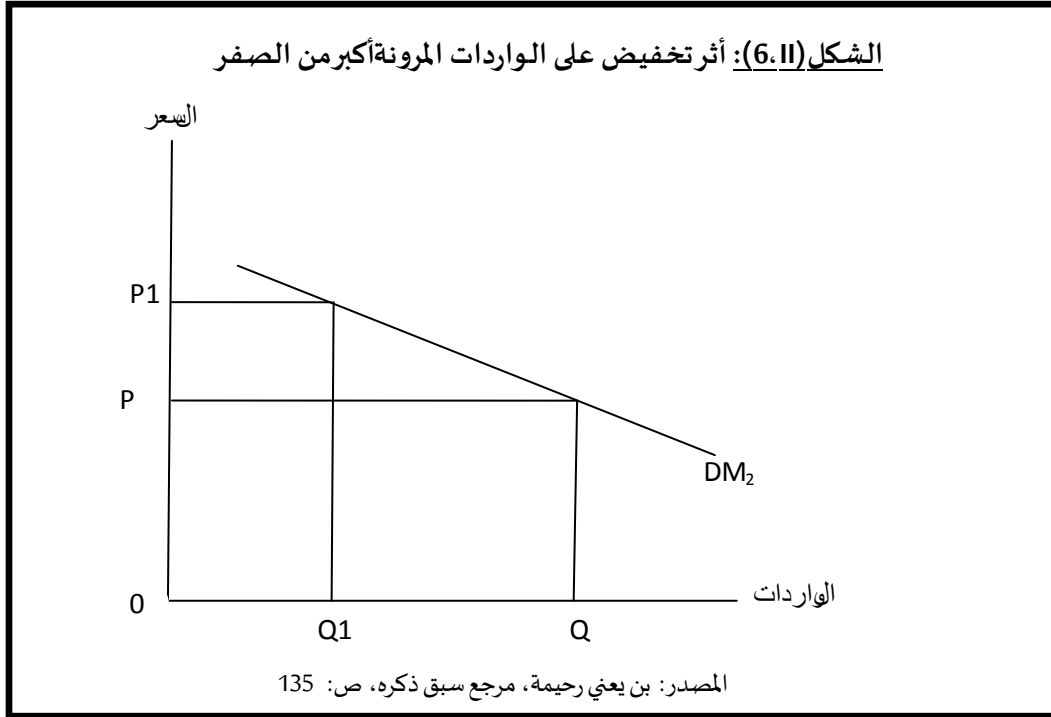
في هذا الشكل يلاحظ أن إجمالي الخسارة في عائد الصادرات للخسارة في سعر الوحدة منها هو PP1SR، بينما إجمالي العائد من الصادرات الإضافية MM1 هو MM1TS ومن هذا يتضح أن $PP1SR=MM1TS$ و منه فإن تخفيض قيمة العملة لا يؤثر على العائد الإجمالي للصادرات في الحالة التي تكون فيها المرونة السعرية للطلب الأجنبي على صادرات البلد تساوي الوحدة ، وكان عرض الصادرات مرنا بدرجة كافية تمكنه من تغطية الطلب المتزايد.

* أثر تخفيض قيمة العملة على الواردات:

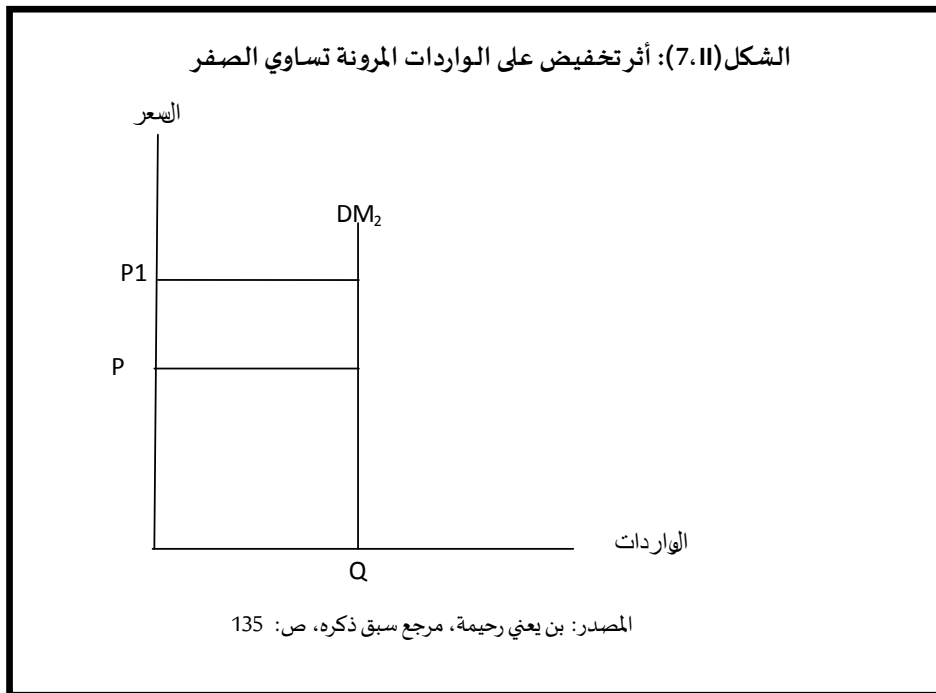
إن تخفيض قيمة العملة سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار الواردات بالنسبة للبلد المخفض لقيمة العملة، ويلاحظ أن هذا الارتفاع في أسعار الواردات سيكون بالعملة المحلية فقط دون العملة الأجنبية، حيث أن تخفيض قيمة العملة لن يؤثر على أسعار عرض الواردات مقومة بالعملة الأجنبية. إن مدى الانخفاض في حجم الواردات و التوفير المقابل له في الصرف الأجنبي يعتمد على المرونة السعرية للطلب على الواردات كما هو مبين في الأشكال التالية:



يوضح الشكل المقابل الحالة التي تكون فيها مرونة الطلب على الواردات < 0 وأقل من الواحد ، بمعنى آخر منحنى الطلب DM_1 غير مرن نسبياً، بالرغم من أن أسعار عرض الصادرات مقومة بالعملة الأجنبية لم تتغير نتيجة للتخفيض فإنه يلاحظ أن انخفاض الأسعار المحلية المترتبة عن عملية التخفيض أدى إلى هبوط حجم الواردات من OQ إلى OQ_1 ، كما أن الفاتورة الإجمالية للواردات (مقومة بالعملة الأجنبية) سوف تنخفض نتيجة لانخفاض في حجم الواردات.



يوضح الشكل المقابل الحالة التي يكون فيها منحنى الطلب DM_2 مرناً نسبياً، ونظراً لأن تحقيق قيمة العملة يؤدي في العادة إلى ارتفاع أسعار الواردات ، فإنه يلاحظ انخفاض حجم الواردات من OQ إلى OQ_1 ، وتظهر أهمية الانخفاض في حجم الواردات بمقدار OQ_1 عند مقارنته بالوضع في الشكل السابق.



يوضح الشكل المقابل الحالة التي تكون فيها المرونة السعرية للواردات تساوي صفرا ، وفي هذه الحالة يفشل تخفيض قيمة العملة في تحقيق أي انخفاض في حجم الواردات، وعليه فإن قيمة الفاتورة الإجمالية للواردات (مقومة بالعملة المحلية) للبلد لن تتأثر بتخفيض قيمة العملة.

*** أثر سياسة التخفيض على ميزان المدفوعات:¹**

إن قرار تخفيض قيمة العملة سيؤدي إلى تحقيق نتائج جيدة في الحالة التي يتحقق فيها شرط مارشال ليرنر، ويلاحظ أن وفقا لشرطه الذي ينص على أن تخفيض العملة Dévaluation سيؤدي إلى تحسن وضع ميزان المدفوعات و أن إعادة تقييم العملة Réévaluation سيؤدي إلى تدهور وضع ميزان المدفوعات إذا كان مجموع مرونة كل من الطلب على الصادرات لذلك البلد وطلب ذلك البلد على الواردات أكبر من الواحد :

فإذا كان ، $ex+em>1$: فإن تخفيض قيمة العملة سوف يؤدي إلى تدهور ميزان المدفوعات.

فإذا كان ، $ex+em<1$: فإن تخفيض قيمة العملة لن يؤدي إلى تدهور ميزان المدفوعات.

فإذا كان ، $ex+em=1$: فإن تخفيض قيمة العملة لن يكون له أثر على ميزان المدفوعات.

يعتمد شرط مارشال ليرنر على تبسيط مجموع كل ما هو موجود في الحياة العملية، فهذا الشرط يفترض بصفة عامة أن العرض ذو المرونة الكبيرة جدا تصل إلى المالانهاية، وأنه عندما يتم تخفيض قيمة العملة، يكون الميزان التجاري في حالة توازن، إلا أن هذا الافتراضات ليست بالضرورة دائما صحيحة.

ويلاحظ أن أيا من هذه الافتراضات لا يضعف جوهر شرط مارشال ليرنر الذي ينص على أنه كلما كبر حجم مرونة كل من الطلب على صادرات البلد وطلب البلد على الدول كلما زاد التحسن في ميزان المدفوعات نتيجة لتخفيض قيمة العملة.

*** التخفيض وأثره على عبء القروض الخارجية:²**

يختلف أثر التخفيض في حالة كون البلد المخفض دائئا أو مدينا، و كما ينب أدناه :

- في حالة كون البلد المخفض لعملته دائئا: فإذا استلم هذا البلد الدائن قروضه و فوائد هذه القروض بالعملية الأجنبية، فإنه سوف يستلم كمية أكبر من عملته الوطنية بعد تحويل العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية، أما إذا استلم هذا البلد قروضه و الفوائد عليها بالعملة الوطنية، فإنه سيستلم نفس المقدار الذي أقرضه و لا يتأثر في هذه الحالة.

- في حالة كون البلد المخفض لعملته مدينا : و دفع ديونه و الفوائد عليه بعملة البلد الدائن، فإن عبء الديون المترتبة عليه في هذه الحالة سوف يزداد، و ذلك لأنه سوف يدفع كمية أكبر من عملته الوطنية لسداد دينه

¹ بن يعني رحيمة، سياسة سعر الصرف وتحديده دراسة قياسية للدينار الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

² يسين سي لخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية (1970.2015)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 102101.

بالعملة الأجنبية، أما إذا كان البلد المدين يدفع دينه بعملته الوطنية فإنه سوف يدفع نفس المقدار من الديون و الفوائد بعملته الوطنية التي يتم تخفيضها و يستفيد البلد المدين من تخفيض عملته الوطنية في هذه الحالة بنفس مقدار التخفيض.

* التخفيض وأثره على الدخل والتوظيف¹:

من النتائج المهمة لزيادة الصادرات و نقص الواردات هو زيادة الدخل الوطني، و ذلك لأن زيادة الصادرات تعتبر بمثابة عنصر إضافي للدخل الوطني مما يؤدي أي زيادته وفق نظرية مضاعف التجارة الخارجية، فإن زيادة الدخل الوطني عادة ما يصاحبها زيادة في الإنفاق على الاستهلاك و التي تكون مصحوبة بزيادة في الاستيراد طبق ميل الحدي للاستيراد، أما بالنسبة للبلدان التي لم تقم بعملية التخفيض في قيمة عملتها المحلية فالمتوقع حصوله، زيادة في وارداتها من البلد الذي أجرى التخفيض و كذلك يحدث انخفاض في صادراتها، مما يترتب على ذلك انخفاض يف الدخل و التوظيف.

(3) سياسة مال موازنة الصرف²:

عندما تركت بعض الدول نظام الذهب، بدأت قيم عملتها تتقلب في حدود واسعة مما أدى إلى إقبال المضاربين على عمليات المضاربة في الصرف الأجنبي بقصد الربح، كما أخذت رؤوس الأموال تنتقل من دولة إلى أخرى سعياً وراء الأمن والطمأنينة، واجتناباً لتقلب أسعار الصرف فقد أنشأت انجلترا عام 1932، وتلتها الولايات المتحدة الأمريكية عام 1933 ما سمي بمال موازنة الصرف، تحتاجه السلطات النقدية حتى تتمكن من الحفاظ على سعر الصرف داخل الحدود المرغوبة، على أنه كلما اتسع المدى الذي يتقلب خلاله سعر الصرف، كلما أعطى ذلك دوراً أكبر للتغيرات في هذا السعر، وفي نفس الوقت تزايد احتياج سوق الصرف بقدر أكبر من رصيد العملات لموازنة الصرف وذلك لمواجهة التقلبات الحادة والمفاجئة في سعر الصرف التي تخلقها قوى المضاربة.

(4) سياسة الرقابة على الصرف:

يعتبر سعر السلع ذو أهمية بالغة من خلال تأثيره في الأسعار النسبية للسلع المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية، و بهذا يحظى برقابة جديرة من قبل الدول نتيجة للحروب و الأزمت الاقتصادية خاصة بين الحرب العالمية الأولى و الثانية.

✓ مفهوم سياسة الرقابة على الصرف:

نظام الرقابة على الصرف هو تدخل من قبل السلطات النقدية بهدف التأثير في سعر الصرف حتى يحصل التوازن بين الصادرات و الواردات بمعنى بين عرض و طلب سعر الصرف الأجنبي، حيث تتدخل الدولة لغرض

¹ يسين سي لخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية (1970.2015)، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

تحديد الواردات و الرقابة على حركات رؤوس الأموال.¹ فالرقابة على الصرف هي إجراء تتخذه الدولة بغرض رفع سعر صرف عملتها في أسواق الصرف، ويتم ذلك بأن تقرر الدولة سعرا معيناً لعملتها، ثم تضع نظاماً كاملاً لمراقبة هذا السعر حتى لا ينخفض، حيث تراقب الحكومة كل المتحصلات والمدفوعات بالعملات الأجنبية فتسلم كل العملات الأجنبية المكتسبة إلى البنك المركزي الذي يقوم بدوره بتخصيص المدفوعات الأجنبية بالنسبة للعملات المختلفة ويقوم البنك المركزي كسلطة رقابية بتنظيم الطلب والعرض من العملات الأجنبية من أجل المحافظة على سعر الصرف الرسمي.²

✓ أهداف الرقابة على الصرف:³

لقد حاولت الكثير من الدول إتباع هذه السياسة طمعاً للوصول إلى نتائج إيجابية في التنمية الاقتصادية:

- * تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وذلك عن طريق قيام الدولة بالحد من الواردات الغير ضرورية وتشجيع الصادرات ذات الأهمية الكبرى؛
- * المحافظة على القيمة الخارجية للعملة الوطنية، كون أن التغير الذي يحدث فيها ينعكس على حركة الصادرات والواردات وكذا رؤوس الأموال؛
- * حماية الصناعات المحلية الفتية من المنافسة الخارجية وكذا التشجيع على استيراد السلع الضرورية والحد من استيراد السلع الكمالية، كل هذا يساهم في دعم خطط التنمية الاقتصادية؛
- * توجيه رؤوس الأموال الأجنبية إلى الميادين الاستثمارية التي تنسجم مع اتجاهات السياسة ، كما يساهم هذا في تنمية الاحتياطي من العملات الأجنبية ويساعد في التخفيف الاقتصادي للبلد من عبء المديونية الخارجية؛
- * تتخذ الدولة الرقابة على الصرف كأداة للتمييز في المعاملة، لا بين مختلف الطوائف السلعية ولكن حتى بين مختلف الدول على حسب الأولويات.

✓ قواعد الرقابة على الصرف:⁴

تتبع الدول من خلال سلطتها النقدية في سياسة الرقابة على الصرف عدة قواعد نذكر منها ما يلي:

- * تعدد أسعار الصرف.
- * عدم السماح بحرية تحويل العملة الوطنية إلى عملة أجنبية إلا في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدولة.

¹ بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات الخارجية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

² بن يعني رحيمة، سياسة سعر الصرف وتحديد دراسته قياسية للدينار الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص: 139.

³ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

⁴ بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات الخارجية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

- * ضبط خروج و دخول الصرف الأجنبي بقواعد خاصة.
- * تحديد سعر صرف الشراء و البيع من قبل الدولة في مجمع العملات مع إلزام المصدر بأن يورد كل ما يحصل عليه من عملات أجنبية في هذا المجمع و نفس الشيء بالنسبة لمن يشتري العملة التي يريدتها من نفس المجمع.
- * منع التعامل أحيانا في الصرف لبعض العمليات كتصدير رؤوس الأموال أو نظام تجميد حسابات الأجانب و تفتح لهم مكاتبها حسابا بالعملة المحلية.

✓ وسائل الرقابة على الصرف¹:

تنقسم وسائل الرقابة على الصرف إلى قسمين وسائل مباشرة و أخرى غير مباشرة و يمكن إيجاز هذه الوسائل فيما يلي:

* وسائل الرقابة المباشرة:

يستخدم البنك المركزي عدة وسائل مباشرة تقيد من كمية و استخدامات الصرف الأجنبي منها:

- التدخل المباشر: و يقصد بالتدخل المباشر قيام الحكومة بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي كذلك لتثبيت سعر الصرف عند مستوى أعلى أو أقل من سعر الصرف السائد في سوق الصرف الأجنبي، و يتضمن التدخل في هذه الحالة القيام ببيع أو شراء العملة مقابل العملة الأجنبية عند الأسعار المحددة.
- تقييد الصرف الأجنبي: و بحسب هذه الوسيلة يتم تجميع كل العملات الأجنبية المكتسبة في البنك المركزي للدولة لقواعد معينة و الذي يقوم بدوره بتخصيصها طبقا لقواعد معينة تحددها الحكومة و من أهم الوسائل المتبعة لتقييد الصرف الأجنبي ما يلي:

- التخصيص طبقا للأولويات: و تعتبر هذه أبسط وسيلة، فلطالما أن كميات الصرف الأجنبي الموجودة لدى البنك المركزي تكون غالبا محدودة فسوف يتم تخصيصها لتمويل الواردات الضرورية مثل الغذاء، المواد الخام،... الخ. فضلا عن الوفاء بالمدفوعات الضرورية الأخرى
- أسعار الصرف المتعددة: تطبيق أسعار الصرف المتعددة بهدف التقليل من الواردات كزيادة الصادرات بالعملات الأجنبية كذلك بغرض تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات؛ إذ يحدد البنك المركزي أسعار صرف منخفضة لشراء العملات الأجنبية اللازمة لدفع قيمة الواردات الضرورية مقارنة بواردات السلع الكمالية و العكس بالنسبة للصادرات أما بالنسبة لتحويلات الرأسمالية إلى الخارج فيعرض عليها سعرا خاصا مرتفعا عن أسعار الصرف الأخرى.

¹ يسين سي لخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية (1970-2015)، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

- الحسابات المجمدة: تقييد المدفوعات على الواردات و التي تستحق للدائنين الأجانب (المصدرين) في شكل حساب مجمد بالبنك المركزي.
- اتفاقية الدفع : و يقصد بها الاتفاق بين بلدين على تخصيص قروض ثنائية لمدة معينة و على أساس سعر صرف محدد و ثابت، هدفها تمويل التبادلات المختلفة .
- اتفاقية المقاصة: بموجب هذه الاتفاقات يقوم صندوق التسوية بتحصيل مدفوعات مستورد معين و دفع مستحقات المصدر.

* الوسائل الغير مباشرة :

وهنا يمكن التمييز بين مجموعة من الوسائل المباشرة :

- القيود الكمية: تشمل القيود الكمية تقييد و حظر الواردات، حصص الاستيراد كسياسات الشراء التي تتبعها مؤسسات التجارة الحكومية، و تهدف إلى الحد من الواردات بالرفع من الضرائب كالرسوم الجمركية و هذا للحد من العجز في ميزان المدفوعات.
- تقديم إعانات للتصدير: يكون الهدف منها تنشيط التصدير كزيادة القيمة الكلية للصادرات؛ إذ تقدم الدولة مساعدات نقدية أو عينية للمصدرين لكي يتمكنوا من بيع السلع الوطنية في الأسواق الأجنبية بأسعار معتدلة تضمن تصريفها كالتغلب على منافسة المنتجات الأجنبية و عليه فإعانة الصادر تحل محل الربح السوقي كله أو بعضه.
- رفع أسعار الفائدة: يمكن أن تؤثر التغيرات في أسعار الفائدة على سعر الصرف الأجنبي في دولة ما عن طريق تأثيرها على تحركات رؤوس الأموال من الدولة إلى الخارج، و يترتب على ذلك زيادة الطلب على العملة الوطنية و بالتالي زيادة قيمتها الخارجية و من ثم يصبح سعر الصرف الأجنبي في صالحها.

✓ أشكال الرقابة على الصرف¹ :

ويمكن القول أن هناك ثلاثة أشكال رئيسية للرقابة على الصرف :

- * الرقابة الكمية على الصرف، وتعتمد على التدخل الإداري المباشر في إحداث التكافؤ بين إيرادات الدولة ومدفوعاتها وعلى قرارات السلطة النقدية في توزيع الصرف على طالبيه؛ فالرقابة الكمية للصرف تتمثل في إلزام الأفراد أن يعرضوا للبيع على السلطة النقدية كافة ما يتحصل عليه من عملة أجنبية أو من حقوق بالعملة الأجنبية، أو يتم إخضاع المعاملات لضرورة الحصول على ترخيص إداري سابق كما يمكن للبلد أن يمارس في هذا السياق سياسة التمييز في المعاملات.

¹ ربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العملة الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

- * الرقابة السعريية أو تعدد أسعار الصرف، التي تهدف للسيطرة على الطلب على الصرف الأجنبي عن طريق فرض سعر خاص لكل طائفة من طوائف المعاملات الاقتصادية أو لكل نوع منها؛
- * الرقابة المختلطة أو المركبة، ويعترف في ظلها لكل من سعر الصرف والتقدير الإداري بدور أساسي في الرقابة على المعاملات التي تتولد عنها مدفوعاتهما .

المبحث الثالث : الأزمات المالية في ظل التحرير المالي.

شهد القرن الماضي و بداية القرن الحالي العديد من الأزمات المالية بكل أنواعها؛ أزمة البورصات و الأسواق المالية، أزمة المديونية، الأزمات البنكية وغيرها، التي تنتقل بشكل فرادي أو متزامن لتعصف بالاقتصاد الدولي، بداية بأزمة 1929 إلى أزمة 2008، كلها كانت لها آثار وخيمة على الاقتصاد العالمي كانهيار النظام و الأسواق المالية، أسواق العقارات، إفلاس العديد من البنوك، حدوث انكماش حاد في الاقتصاد و غيرها من مظاهر ما بعد الأزمات.

و نظرا لحدة نتائجها، و ربط بعض الاقتصاديين حدوثها بموضوع بحثنا، سنتطرق إليها في هذا المبحث، حيث سنعرف بالأزمات المالية و خصائصها و أسبابها و أنواعها مع اعطاء نظرة شاملة عن أهم الأزمات المالية العالمية، مظاهرها، أسبابها و نتائجها.

I. عموميات حول الأزمات المالية:**1) مفهوم الأزمة المالية:**

إذا رجعنا إلى الأدبيات الاقتصادية فإنه تعرف الأزمة بكونها " ظاهرة تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة، و حدوث مضاربات نقدية كبيرة و متقاربة، و بطالة دائمة، أما من الناحية المالية فتعرف الأزمة بشكل خاص بأنها " انهيار النظام المالي برمته مصحوبا ب فشل عدد كبير من المؤسسات المالية و غير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"،

وعليه فالأزمة المالية هي " انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار " فقاعة سعرية" مثلا، و الفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع و شراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.¹

2) خصائص الأزمة المالية:

- متداخلة و متشابكة و معقدة سواء كان الأمر يتعلق بعناصرها و أسبابها أم كان بقوى المصالح المؤيدة و المعارضة لها.

¹ أ. صبرينة صالح، أزمات القطاع المصرفي و المالي بين حدود التحرير المالي و ضمانات الحوكمة، مجلة العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، العدد 07، 2012، ص: 147.

² ديار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي دراسة تحليلية وفق نموذج (SWOT)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، ص: 5.

- مصدر الأزمة يمثل نقطة تحول أساسية في النسيج الاجتماعي أو الاقتصادي أو السياسي نتيجة الخسائر التي تنجم عنها، حيث إن لم تعالج في وقتها يمكن أن تؤدي إلى أوضاع غير مرغوبة.
 - حدوثها بشكل عنيف و مفاجئ، و استقطابها لاهتمام الجميع.
 - إن مواجهتها يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات و الإمكانيات، و حسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق والفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.
 - عدم توفر المعلومات الدقيقة عن أسباب حدوثها وحجمها بسبب عنصر المفاجئة الطاغية عنها.
 - تتسم أحداثها بالسرعة والديناميكية و عدم وجود رد فعل مؤثر و سريع لتفاديها.
- ونذكر هنا انه ليس بالضرورة أن تعصف الأزمات بالنظام الاقتصادي على المستوى الكلي أو الجزئي بصورة فردية أي أن تحدث أزمة واحدة فقط في نفس الوقت ، ففي كثير من الأحيان قد يتعرض الاقتصاد على المستوى الكلي إلى أكثر من أزمة واحدة وهذا ما يطلق عليه تزامن الأزمات ، وهناك شواهد كثيرة في التاريخ الاقتصادي على الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الدولي، وقد يكون تزامن الأزمات مترابطاً وقد يكون غير مترابط مثل الأزمة المالية العالمية التي تعرض لها الاقتصاد العالمي في ثمانينات القرن الماضي والتي تزامنت معها أزمة المديونية العالمية ، فالأزمات المترابطة هي التي تحدث بسبب الصلة الوثيقة للعناصر والأحداث وتفاعلها مع بعضها البعض ، أما الأزمات غير المترابطة فهي حالة قد تحدث في المنظمة أو الوحدة الاقتصادية تنجم عن وقوع أزميتين أو أكثر في نفس الوقت لأسباب مختلفة غير متصلة ببعضها البعض.¹

(3) أسباب الأزمات المالية:²

- عدم استقرار الاقتصاد الكلي:

✓ المستوى الخارجي:

➤ التقلبات في شروط التبادل التجاري :

فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على عملاء البنوك المشتغلين بنشاطات ذات العلاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم خصوصاً خدمة الديون. وشكل انخفاض شروط التجارة سبباً رئيسياً للأزمة المالية في حالة كل من فنزويلا والأيكوادور حيث الاعتماد الكبير على صادرات النفط الخام مع صغر حجم الاقتصاد وقلة تنوعه.

¹ إيمان محمود عبد اللطيف، الأزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة مقدمة إلى مجلس جامعة سانت كليمنتس University Clements St وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت إيمان العالمية، العراق، 2011، ص: 13.

² ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004، ص: 4.

➤ التقلبات في أسعار الفائدة العالمية :

إن التغيرات الكبيرة في أسعار الفائدة عالمياً لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها.

➤ التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية :

تعتبر المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات على مستوى الاقتصاد الكلي والتي كانت سبباً مباشراً أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة على هذه الحقيقة، ذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية حدث ارتفاع حاد في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع أسعار الفائدة المحلية.

✓ المستوى المحلي:

➤ التقلبات في معدل التضخم :

التي تعتبر عنصراً حاسماً في مقدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية وخصوصاً منح الائتمان وتوفير السيولة. وقد اعتبر الركود الاقتصادي الناتج عن ارتفاع مستويات الأسعار سبباً مباشراً لحدوث الأزمات المالية في العديد من دول أمريكا الجنوبية ودول العالم النامي. كما أن هناك آثاراً سالبة أخرى على مستويات النمو في الناتج المحلي الإجمالي والتي كان لها دور هام في التهيئة لحدوث الأزمات المالية.

➤ اضطرابات القطاع المالي:¹

شكل التوسع في منح الائتمان، و التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال من الخارج، و انهيار أسواق الأوراق المالية القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا. فلقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينيات و التسعينيات توسعاً كبيراً. و أدى التوسع في الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان، سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية، أو قطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري، كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند. و من الأمور التقليدية في جميع الأزمات التي شهدت الدول النامية و الصناعية، حصول انتعاش كبير في منح القروض.

¹ شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز الدراسات الوحدة العربية، بيروت، العددان 48 و 49، (صيف 2009. شتاء 2010)، ص: 51.

كما كانت انتكاسة سوق الأموال المالية القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية. و كانت الانتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينيات و التسعينيات. و دلت دراسة مشكين (Mishkin, 1994) على أن من الدلالات الظاهرة و القوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة، كما حدث في فينيزويلا في بداية التسعينيات.

➤ تشوه نظام الحوافز:

لن يعمل أي نظام بنجاح للحد من الكوارث والأزمات المالية إلا إذا كان القائمون بالعمل لديهم الحافز المناسب لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة، ويجب أن يكون هناك إحساس مشترك لدى كل من أصحاب البنوك والمديرين والمقترضين وكذلك السلطات الإشرافية على البنوك بأن هناك شيئاً ما سنفقد جميعاً إذا فشلنا في العمل بالطريقة التي تتفق مع التزامات كل منا.¹ فملاك المصارف والإدارات العليا لا فيها يتأثرون مالياً من جراء الأزمات المالية التي ساهموا في حدوثها، فلا يتم مثلاً إنهاء خدماتهم أو تحميلهم الخسائر التي حدثت من جراء الأزمة خصوصاً عند تحمل المصرف مخاطر زائدة عن مقدرتة، كما حدث مثلاً في كوريا وكولومبيا والأرجنتين وسنغافورة وهونج كونج، ومن ناحية أخرى، فقد دلت التجارب العالمية أيضاً على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري في ظل مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان، ودلت التجارب كذلك أن على الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت أن في تخفي الديون المعدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف على العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.²

➤ سياسات سعر الصرف:³

يلاحظ في الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية. ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الملاذ الأخير للاقتراض بالعملات الأجنبية حيث أن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية احتياطياتها من النقد الأجنبي و حدوث أزمة السيولة. و نتج

¹ ديار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي دراسة تحليلية وفق نموذج (SWOT)، مرجع سبق ذكره، ص: 8.

² زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، ملتقى دولي حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية - جامعة خميس مليانة، الجزائر، يومي 6-7 ماي 2009، ص: 10.

³ بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، ملتقى دولي ثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، جامعة خميس مليانة، يومي 6-7 ماي 2009، ص: 12.

عن أزمة السيولة ظهور عجز في ميزان المدفوعات و من ثم نقص في عرض النقود و ارتفاع أسعار الفائدة المحلية ما يزيد من الضغوط و تفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي. و في المقابل، و عند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن فإن حدوث أزمة السيولة سوف يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة و زيادة في الأسعار المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول و خصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقا مع متطلبات الأمان المصرفي.

(4) المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية:¹

بالطبع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلا بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة، ففي الحقيقة هناك مجموعة من المؤشرات الدالة فقط على مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكننا التنبؤ بوقوع الأزمة. يتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فإذا كان الاعتقاد السائد أن أسبابها مالية، فسوف يعتمد على العجز المالي، الاستهلاك الحكومي، الانتماء المصرفي للقطاع العام... وغيرها، أما إذا كان يعتقد أن مشكلات القطاع الخارجي مسؤولة أكثر من غيرها عن الأزمات، فإن الأولوية سوف تعطى لمؤشرات أخرى مثل: سعر الصرف الحقيقي، ميزان الحساب الجاري، تغيرات معدل التبادل الدولي، تفاوت أسعار الفائدة المحلية وغيرها. باستخدام المنهج السابق، أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة و متخلفة خلال الفترة من 1975 – 1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية و المالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين، ويمكننا تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات في سوق الأوراق المالية و العملات في صنفين هما:

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.
- الخصائص الهيكلية للسوق البنوية .

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول الموالي:

¹ زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

الجدول (1،II) : المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

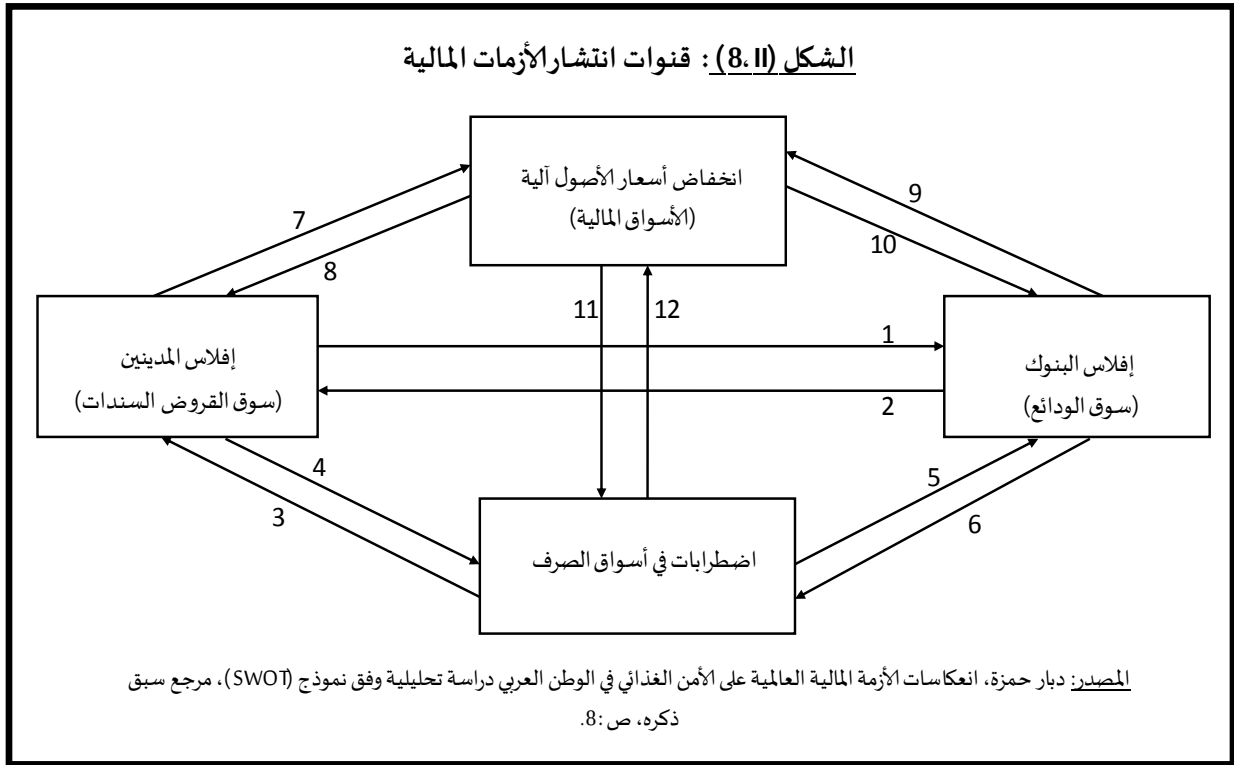
الخصائص الهيكلية أو البنوية	التطورات في الاقتصاد الكلي
— انخفاض معدلات التبادل.	— ارتفاع معدل التضخم.
— إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات.	— نمو سريع في التدفق النقدي.
— قطاع التصدير أكثر تركيزا.	— انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات.
— ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية.	— عجز مالي متزايد.
— ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل.	— ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد.
— تحرر سوق المال الحديث.	— النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
— إطار ضعيف للإشراف على الأموال و تنظيمها.	— ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض.
— أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية.	— ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج القومي الإجمالي.
— انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم.	— نمو الديون الخارجية و زيادة الديون في العملات الأجنبية.
— سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم.	— انخفاض الاحتياطي العالمي.
— الرقابة على دخول السوق و الخروج منه.	— انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي.
	— ارتفاع معدل الأسعار و الأرباح.
	— ارتفاع معدلات الفائدة المحلية و ارتفاع معدل البطالة.

المصدر: زايدي عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، مرجع سبق ذكره، ص:8.

(5) قنوات انتشار الأزمات المالية:

• الانتقال داخل أسواق نفس الدولة:

تعرف الأزمة المالية على أنها مجموعة من حلقات الاضطراب المالي التي تقود إلى الأخطار، هذه الاضطرابات تمس أحد الأسواق التالية: سوق الاستدانة (سوق القروض و السندات)، سوق الصرف، سوق الودائع المالية لكن سرعان ما تنتقل إلى الأسواق الأخرى عبر قنوات انتشار، يمكن توضيحها في الشكل التالي:¹



وضح هذا الشكل قنوات انتقال أو انتشار الأزمة المالية عبر أقسام النظام المالي الواحد، حيث شملت هذه القنوات أربعة أسواق أساسية على النحو التالي :

✓ القناة (01) : تمثل انتقال أزمة المديونية من سوق القروض و السندات نحو الجهاز المصرفي فالانقطاع عن دفع خدمة الديون الخاصة من طرف بعض الدول قد يؤثر سلبا على البنوك و يزيد من احتمال إفلاسها.

✓ القناة (02) : توضح الحالة العكسية للقناة الأولى، حيث أن ظهور حالات الإفلاس لدى البنوك سيؤدي إلى انخفاض تقديم القروض إلى المدينين و بالتالي احتمالات إفلاسهم كذلك.

¹ دبار حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي دراسة تحليلية وفق نموذج (SWOT)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 11:10.

- ✓ القناة (03): أزمة سعر الصرف من شأنها أن تؤدي إلى اضطرابات في أسعار السندات نتيجة تخلي المستثمرين عنها و التحول إلى سندات بعملة أخرى.
- ✓ القناة (04): إفلاس المدينين من شأنه أن يحدث هلعاً لدى المستثمرين (الأجانب خاصة) فيقومون بالتخلي عن تلك السندات فيحدث هناك اضطراب في سعر صرف عملتها نتيجة كميات البيع الكبيرة المعروضة.
- ✓ القناة (05): قد يؤدي تخفيض قيمة العملة أو مجرد توقعات بذلك إلى ظهور موجة من سحب الودائع لدى البنوك قصد تحويلها إلى عملات أجنبية لتفادي خسائر في رأس المال (خسائر الصرف) و هو ما يسبب أزمة مصرفية لدى البنوك - .
- ✓ القناة (06): إذا تم إفلاس العديد من البنوك ذات الالتزامات مع الخارج خاصة ، يؤدي ذلك إلى تسجيل خسائر الصرف من طرف الأعوان الذين يقومون بعمليات مع الخارج.
- ✓ القناة (07، 08) : تم ثلث انتقال الأزمة من أسواق الأسهم إلى أسواق السندات و هي غالبية الحدوث بالنظر إلى أن الاستثمار في السندات هو بديل عن الاستثمار في الأسهم . فنتيجة ارتفاع سعر الفائدة تصبح السندات قديمة الإصدار أقل مردودية من تلك الحديثة الإصدار بالإضافة إلى هذا تصبح الأسهم بدورها أقل مردودية من السندات الحديثة الإصدار و هذا ما يدفع بالمستثمرين إلى استبدال الأسهم مقابل السندات الجديدة الإصدار مما يعني حدوث أزمة في سوق الأموال الخاصة.
- ✓ القناة (09، 10) : و تعبر عن انتقال الأزمة من أسواق الودائع إلى أسواق المال و العكس، حيث أن عدد كبير من البنوك تعتبر كمتعاملين في السوق المالية، سواء كوسطاء ماليين أو تجار أوراق مالية، كما أن البنوك الخاصة في الدول المتقدمة تملك حصة كبيرة من رسملة السوق المالية.
- ✓ القناة (11، 12) : و هي انتقال الأزمة من سوق الصرف إلى سوق المال، حيث يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى حدوث هلع كبير للمستثمرين الأجانب فيقومون بالتخلي عن أصولهم المالية المقيمة بتلك العملة و بالتالي يتسبب بانخفاض في أسعار الأصول المالية في سوق المال.

• الانتقال من دولة إلى دول أخرى¹ :

حتى الآن نكون قد تطرقنا إلى قنوات انتشار الأزمة المالية من قسم من أقسام النظام المالي إلى باقي الأقسام ، غير أن الأزمة المالية لا تكتفي بمس كافة النظام المالي بل تتسع لتنتقل إلى نظم مالية في دول أخرى غير الدولة المتعرضة للأزمة وذلك بالطرق والقنوات التالية :

¹ محمد الهاشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007- 2009 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2012، ص: 72.

- ✓ الاتفاقيات التجارية وما قد ينجم عنها من ضغوطات على سعر الصرف.
- ✓ الانخفاض السريع والمعتبر لسعر صرف العملة المحلية لبلد ما الذي يدفع بالمستثمرين إلى إعادة النظر في تقييمهم للمخاطر المرتبطة بالاستثمار في بلدان أخرى وهو الأمر الذي يؤثر سلبيًا على الثقة التي يضعها هؤلاء المستثمرين في هذه البلدان.
- ✓ وجود علاقات وروابط مالية بين مختلف البلدان التي تؤدي إلى انتشار الانعكاسات السلبية وانتقال الصعوبات المالية الظاهرة في بلد ما إلى باقي البلدان الأخرى.

(6) آثار الأزمات المالية:¹

عموماً تتشابه الأزمات المالية في الآثار التي تخلفها:

- إفلاس الكثير من البنوك، المصارف و المؤسسات المالية، بسبب نقص السيولة و زيادة سحوبات المودعين و اضطرار بعض الحكومات من خلال البنوك المركزية إنقاذ ما يمكن إنقاذه حتى لا يحدث انهيار تام في الحياة الاقتصادية و تقع الدولة في دائرة الإفلاس.
- إفلاس بعض الشركات التي كانت تعتمد على صيغة القروض بفوائد، أو توقف بعض خطوطها الإنتاجية.
- فقدان الوظائف و ارتفاع عدد طالبي الإعانات الاجتماعية الحكومية و غيرها، و هذا ما يلقي المزيد من الأعباء على ميزانيات الدول، و يوقف المزيد من المشاريع الاستثمارية الجديدة.
- قيام بعض الدول بفرض المزيد من الفرائض لتعويض عجز ميزانياتها بسبب ارتفاع ميزانية الدعم و تقديم المساعدات إلى الشركات و البنوك المقبلة على الإفلاس أو دعم الودائع أو إلى نحو ذلك.
- فقدان المقترضين لأصولهم و منازلهم المرهونة بحيث يصبحون في عداد اللاجئين المشردين المهجرين.

II. أنواع الأزمات المالية:

(1) أزمة الصرف (أزمة العملات/ أزمة ميزان المدفوعات):

- مخاطر سعر الصرف:

يمكن ذكر أهم مخاطر سعر الصرف فيما يلي:²

✓ مخاطر التغيير في أسعار الفائدة:

مع بداية السبعينيات أخذت التقلبات في أسعار الفائدة في الدول المتقدمة والتي كان لها تأثير كبير في تحركات رؤوس الأموال الدولية تتخذ مدى أوسع، كما أنها أصبحت أكثر سرعة في حدوثها بالمقارنة بتذبذباتها السابقة في

¹ شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

² نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مرجع سبق ذكره، ص ص: 31.30.

الخمسينيات والستينيات (حيث يرجع السبب الرئيسي في ذلك إلى انهيار نظام بروتون ووز وتحرير أسعار الصرف بعدما كانت ثابتة نسبيا).

✓ المخاطر المتصلة بالسيولة:

ترتبط مخاطر السيولة بتلك المخاطر المتعلقة بالسعر الذي سيتسلمه المستثمر إذا ما اضطر إلى تسهيل السند أو أي ورق دين آخر قبل تاريخ الاستحقاق، ولمخاطر السيولة علاقة وثيقة بمخاطر سعر الفائدة التي تؤثر بالسعر الذي يمكن أي يباع به السند عند تسويله قبل تاريخ الاستحقاق، إن كافة أدوات الدين تتحمل درجة معينة ومتفاوتة من مخاطر السيولة، وعموما فإن مخاطر السيولة تكون أقل كلما كان مصدر السند يتمتع بثقة أكبر لدى جمهور المكتتبين. وعليه فإن السندات وأذونات الخزنة الحكومية تتمتع بدرجة سيولة عالية (مخاطر أقل) بالمقارنة بتلك السندات التي يصدرها القطاع الخاص. و بطبيعة الحال، نجد أن الأصل ذو السيولة العالية يكون أكثر جاذبية للمستثمر، لذا فإن أسعار الفائدة الخاصة بسندات الشركات الصغيرة (الأقل سيولة) أعلى من تلك الخاصة بسندات الشركات الكبيرة (الأكثر سيولة) والفرق بين الاثنين يطلق عليه علاوة السيولة، وعادة ما يؤدي نقص السيولة إلى نقص في عرض الأموال القابلة للإقراض، الأمر الذي قد يؤدي إلى تراجع في قيمة العملة المحلية.

✓ المخاطر الائتمانية:

سجلت الكثير من البنوك خلال السنوات الأخيرة تعثر عدد كبير ومتزايد من المقترضين ومن ثم ظهور ما يسمى "بالتعثر الائتماني" الذي أصبح مرادفا للمخاطر الائتمانية، حيث يقصد بالتعثر مواجهة المشروع المقترض لظروف طارئة غير متوقعة ينجم عنها إضعاف مقدرته على توليد فائض اقتصادي يكفي لسداد التزاماته في الوقت المحدد. ويزداد ثقل هذه المخاطر إذا كانت القروض مقدمة بالعملات الأجنبية، فتعثر مثل هذه ، الأمر * القروض وتعذر سدادها يدفع البنوك عادة إلى إيقاف عن تقديم القروض بالعملات الأجنبية الذي يؤثر بالسلب لاسيما في جانب عرض العملات الأجنبية، مما قد يؤدي إلى تراجع في قيمة العملة المحلية بالمقارنة مع العملة الأجنبية.

✓ مخاطر المضاربة:

مع ظهور التطور التكنولوجي و في ظل الاتجاه المتزايد نحو الابتكارات المالية خصوصا في الأسواق المالية و الجهاز المصرفي أصبحت عمليات المضاربة أكثر انتشارا وأسرع مما كانت عليه سواء بالنسبة للمستثمرين الكبار أو المستثمرين الصغار ومن ثم أصبحت أكثر ضررا. كما تعد عمليات المضاربة أكثر انتشارا في سوق الصرف الأجنبي مما يحفز العمليات الخاصة بالعقود الآجلة والمبادلات وكذلك المستقبلات.

• مفهوم أزمة الصرف:

يمكن تعريف أزمة العملة بأنها هجوم المضاربة على قيمة صرف العملات الأجنبية للعملة التي تؤدي إلى انخفاض حاد في القيمة أو تجبر السلطات على الدفاع عن العملة عن طريق بيع احتياطات النقد الأجنبي أو رفع أسعار الفائدة المحلية. بالنسبة للاقتصاد ذي نظام سعر الصرف الثابت ، تشير أزمة العملة عادة إلى الوضع الذي يكون فيه الاقتصاد تحت الضغط للتخلي عن ربط سعر الصرف أو النظام السائد. في هجوم ناجح تنخفض قيمة العملة ، في حين أن الهجوم غير الناجح قد يترك سعر الصرف دون تغيير ، ولكن على حساب احتياطات الصرف الأجنبي المستهلكة أو ارتفاع سعر الفائدة المحلية. غالبًا ما يؤدي هجوم المضاربة إلى انخفاض حاد في سعر الصرف على الرغم من استجابة سياسية قوية للدفاع عن قيمة العملة.¹

• أسباب حدوث أزمة سعر الصرف:²

- ✓ ارتفاع قيمة سعر الصرف.
- ✓ ارتفاع وتوسع في توزيع القروض.
- ✓ ارتفاع حجم الإقراض للقطاع العام.
- ✓ ارتفاع نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الاحتياطي الأجنبي.
- ✓ ارتفاع معدل التضخم.
- ✓ انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر.
- ✓ ارتفاع أسعار الفائدة العالمية.
- ✓ عوامل أخرى (عجز الموازنة، الميزان التجاري، تراجع الصادرات).
- ✓ ارتفاع في التدفقات المالية القصيرة المدى من الخارج.
- ✓ تحرير مالي مبكر في ظروف تنظيمية ورقابية غير ملائمة.
- ✓ تراجع النشاط الاقتصادي.
- ✓ انخفاض أسعار الأسهم وأسعار الأصول الأخرى مثل العقارات.

(2) الأزمة المصرفية (البنكية):

• مفهوم الأزمة البنكية:

تُعرف الأزمة المصرفية بأنها حلقة من الذعر المصرفي أو حالات فشل البنوك الخطيرة التي يمكن أن تخلق اختناقات في الاقتصاد من خلال إعاقة آليات التمويل ونظام الدفع بسبب تدهور ميزانياتها العمومية بحيث

¹ Reuven Glick and Michael Hutchison, Currency Crises, Working Paper Series, Federal Reserve Bank Of San Francisco, September 15, 2011, p: 2.

² نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مرجع سبق ذكره، ص: 62.

تضطر المصارف إلى تقنين أو حتى إيقاف عملياتهم في منح القروض للشركات ، بما في ذلك تلك التي تتمتع بصحة جيدة. مما يدفع بالاقتصاد بعد ذلك إلى الدخول في "أزمة ائتمان" التي يمكن أن تؤدي في حد ذاتها إلى أزمة مديونية فتوقف عملية الإنتاج يجبر الشركات عموماً على عدم قدرتها على سداد ديونها.¹

• أسباب الأزمات البنكية :²

يمكن التمييز ما بين أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي و الأخرى بالاقتصاد الجزئي

✓ أسباب متعلقة بالاقتصاد الجزئي : وتتلخص في:

- عدم الاتساق فيما بين أصول وخصوم البنوك (الالتزامات قصيرة المدى مقابل أصول طويلة المدى أو الالتزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية).
- تدخل مفرط للدولة في توجيه القروض.
- ضمانات حكومية مفرطة وإجراءات تحفز على المخاطرة.
- تحرير مالي مبكر. يتلخص الجزء الكبير من المسببات المؤسسية أو الجزئية في المعاملات المالية التي تجري في إطار معلومات غير متكافئة والتي يمكن أن تسبب تزايد درجة المخاطرة من قبل البنوك والمتعاملين.

✓ أسباب متعلقة بالاقتصاد الكلي : وتتلخص في:

- صدمات خارجية وداخلية (تغير في معدلات التبادل أو ارتفاع في سعر الفائدة العالمي أو تدهور سعر الصادرات).
- توسع مفرط في الإقراض.
- نظام سعر الصرف المتبع (قضية اختيار نظام صرف ملائم).
- إن النتائج التطبيقية حول الأزمات المصرفية تبين أن العوامل الخارجية مثل تغير أسعار الفائدة وتذبذب التدفقات الدولية تؤدي دورا كبيرا في نشوب الأزمات المصرفية خاصة إذا تزامنت مع السياسات التنظيمية والسياسات الرقابية غير الملائمة (إطار قانوني ضعيف، ملكية مركزة، آلية غير واضحة لتقييم المخاطر).

كما أنه ليس هناك سبب وحيد في اندلاع الأزمات المصرفية فهو نتيجة التفاعل فيما بين عدد من الأسباب المذكورة سابقا.

¹ IMF , currency banking and debt crisis, vol39, N°4. December 2002.

² نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007 - 2008، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس الجزائر، 2009.2008، ص: 29.

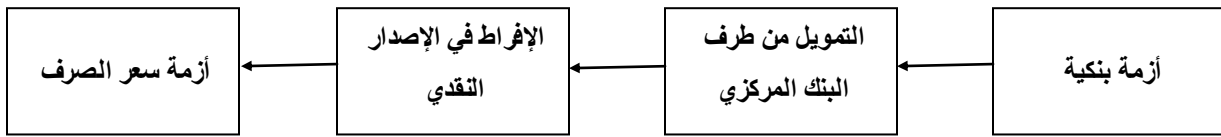
• التفاعل بين أزمة العملة والأزمة المصرفية:¹

غالبًا ما ترتبط أزمات العملة بأنواع أخرى من الأزمات المالية ، مثل الأزمات المصرفية. و قد تحدث ما يسمى بالأزمات المزدوجة إلى عدد من قنوات السببية: أزمة مصرفية تؤدي إلى أزمة عملة ، أو أزمة عملة تؤدي إلى أزمة مصرفية ، أو سببية مشتركة.

✓ من الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف:

يمكن أن يتسبب تشغيل البنك في هجوم على العملة إذا أدت السيولة المتزايدة المرتبطة بإنقاذ الحكومة للبنوك المتعثرة إلى تآكل قدرتها على الحفاظ على الالتزام السائد في أسعار الصرف (Calvo، 1987؛ Velasco، 1997). أو ، بطريقة أخرى ، قد يؤدي القطاع المصرفي الضعيف إلى أزمة عملة إذا توقع المضاربون أن يفضل صانعو السياسة التخلي عن استقرار سعر الصرف لتجنب حالات الإفلاس والمزيد من الضغوط على القطاع المصرفي بدلاً من تحمل تكاليف الدفاع عن العملة المحلية (أوبستفيلد ، 1994).

الشكل (9، II) : انتقال من الأزمة البنكية إلى أزمة سعر الصرف



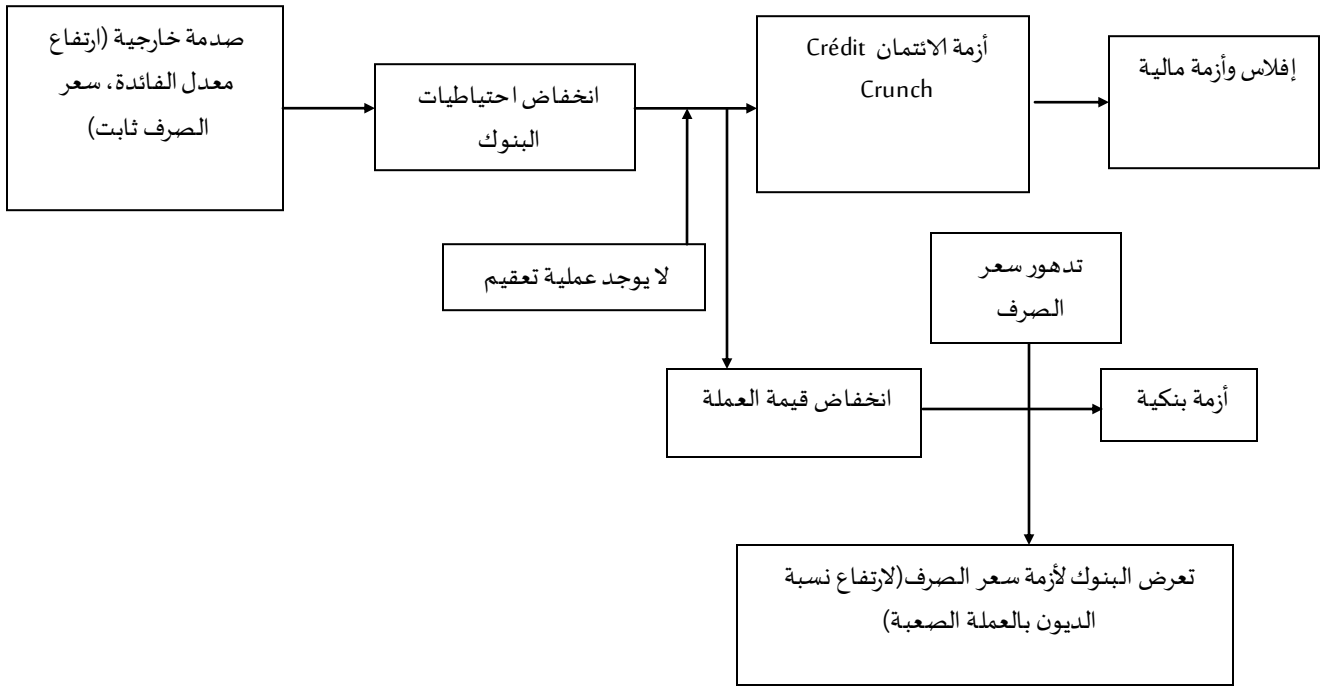
المصدر: نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007 - 2008، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

✓ انتقال من أزمة سعر الصرف إلى أزمة بنكية:

ومن المسلم به جيداً وجود سلسلة عكسية محتملة من السببية ، من أزمات العملة إلى بداية الأزمات المصرفية. إذا كانت البنوك تحتفظ بحيازات كبيرة من الخصوم الأجنبية غير المغطاة ، فإن صدمة أزمة العملة يمكن أن تغير القطاع المصرفي بشكل سلبي بشكل مباشر عن طريق التسبب في تدهور الميزانيات العمومية للبنك حيث أن استهلاك العملة يزيد من عبء العملة المحلية لهذه الخصوم.

¹ Reuven Glick and Michael Hutchison, Currency Crises, op.cit, p:6.

الشكل (10.ii): انتقال من أزمة سعر الصرف إلى أزمة بنكية



المصدر: نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الأسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007-2008، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

• **أشكال الأزمة المصرفية:¹**

و من الشكل السابق نستنتج أن الأزمة المصرفية تتخذ شكلان :

- ✓ **أزمة السيولة:** تحدث أزمة السيولة عندما يفاجئ بنك ما بزيادة كبيرة في طلب سحب الودائع، وبما أن البنك يقوم بإقراض أو تشغيل معظم الودائع لديه ويحتفظ بنسبة بسيطة لمواجهة طلبات السحب اليومي، فلن يستطيع بطبيعة الحال الاستجابة لطلبات المودعين إذا ما تخطت تلك النسبة، وبالتالي تحدث الأزمة، و إذا امتدت إلى بنوك أخرى، تصبح تلك الحالة أزمة مصرفية.
- ✓ **أزمة الائتمان:** وتحدث لما تتوفر لدى البنوك الودائع وترفض منح قروض وهذا خوفا من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب فتحدث أزمة إقراض .

¹ د.خنوسة عديمة د.فوضيل لحسن، الأزمات المالية الناشئة في ظل العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

3) أزمة الأسواق المالية (الأزمة البورصية):**• التعريف بأزمة الأسواق المالية:**

تحدث الأزمات في الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة "الفقاعة bubble" والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة نتيجة شدة المقاربة، ويكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، ولكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث انهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى.¹

• مظاهر أزمة الأسواق المالية:

- ✓ انهيار الإنتاج و ارتفاع معدلات البطالة
- ✓ إفلاس الشركات لعجزهم على دفع مستحقاتهم
- ✓ تقلص الاستثمار بشكل كبير نتيجة إحصام المقرضين عن منح الائتمان لعدم تمكنهم من تحصيل حقوقهم من المدينين
- ✓ توقيف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في أسواق الاختيار و العقود الآجلة.

4) أزمة المديونية:**• مفهوم أزمة المديونية:**

وهي أزمات تعني أن بلد أو مجموعة من البلدان أصبحت غير قادرة على خدمة ديونها الخارجية (تسديدها)؛ وتحدث عندما يتوقف المقرض عن سداد مستحقاته أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث، وبالتالي يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة ؛ وهكذا فإن أزمة الديون تعكس عجز الدولة المقترضة عن الوفاء بالتزامات إعادة السداد سواء أكان هذا العجز بشكل صريح أو في شكل إعادة جدولة الديون.²

• أسباب وقوع الدول في أزمة مديونية:

- ✓ محدودية الموارد المحلية لتحقيق النمو الاقتصادي الملائم.

¹ جمال الدين سعد الله، تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية دراسة حالة بعض الأسواق العربية (القاهرة. عمان. دبي . الدوحة). مذكرة مقدمة لنيل درجة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2012. ص: 12.

² روايح عبدالرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000.2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017. ص: 9.

³ د. جميل طاهر، أزمة الديون الخارجية وأثارها على الاقتصاديات العربية دراسة تحليلية، مجلة علمية سنوية محكمة، كلية الإدارة و الاقتصاد، العدد الثالث، 1992، جامعة قطر، ص ص: 173.171.

- ✓ تسجيل عجز حاد في الميزان التجاري الناتج عن تزايد الواردات خاصة من السلع الاستهلاكية و الترفيهية.
- ✓ ارتفاع أسعار السلع الأجنبية المستوردة.
- ✓ توسيع الاقتراض من البنوك التجارية و الدولية و الاعتماد بشكل متزايد على التدفقات المسيرة و غير المسيرة لتمويل عجز ميزان المدفوعات.
- ✓ سوء توظيف القروض.
- ✓ ارتباط القروض بأسعار فائدة معومة.

III. الأزمات المالية العالمية:

(1) الأزمة البورصية 1929-1933:

لقد أصبحت أزمة 1929 و التي تسمى بأزمة الكساد الكبير حالة نموذجية، إذ مهدت الطريق للعديد من البحوث النظرية وفي مجالات مختلفة، فقد كانت لها عواقب اقتصادية وسياسية واجتماعية وهي لا زالت لحد الآن محط اهتمام الباحثين وتعد هذه الأزمة من أشهر الأزمات المالية التي شهدها الاقتصاد العالمي وأقواها أثرا، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية وامتدت آثارها إلى دول أوروبا الغربية على نحو هدد أركان النظام الرأسمالي. فحسب ميلتون فريدمان، فإن أصل أزمة 1929 تعود بالدرجة الأولى إلى عدم استقرار النظام المؤسسي النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية. و أن الاحتياطي الفيدرالي ارتكب خطأ بإتباعه سياسة ائتمانية صارمة جدا، في حين أنه كان يتطلب إتباع سياسة نقدية توسعية، وذلك بتوفير السيولة الكافية لأجل تحقيق الاستقرار المالي.

لقد عرفت فترة ما بعد الحرب العالمية الأولى نوعا من الاستقرار في العلاقات النقدية والمالية الدولية، واستفاد المواطنون في الولايات المتحدة الأمريكية من زيادات في المستوى المعيشي والاقتصادي عن طريق بعض سياسات الإقراض المسهلة وذلك نتيجة الإصلاحات النقدية والمالية التي شهدتها تلك الفترة. وبفضل التيسيرات الائتمانية الممنوحة من قبل الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة، تمكن الكثيرون من الاستثمار في البورصة ونتيجة لهذه الأوضاع فقد شهدت ولاية فلوريدا منذ سنة 1925 ارتفاعا كبيرا في عمليات المضاربة العقارية (la spéculation immobilière) كما انصبت المضاربة على أسواق الأوراق المالية، فعرفت بذلك أسعار الأسهم ارتفاعا جد كبير.

شهد وول ستريت مزيدا من الارتفاع في أسعار الأسهم حيث وصل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة إلى مستوى 381 نقطة ولكن مع حلول شهر أكتوبر بدأت المشاكل حيث تراجع هذا المؤشر بمقدار 49 نقطة قد أخذت حركات الانخفاض في التسارع بدأ هجوم كثيف لطلبات البيع و تسيل محافظ الأوراق المالية و. استمر سوق

¹ محمد الهاشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، مرجع سبق ذكره، ص ص: 7875.

الأوراق المالية في الانهيار، حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك 30 مليار دولار وظل ينخفض إلى أن فقد مؤشر داو جونز 89% من قيمته في عام 1932.

• خصائص أزمة 1929:

المقارنة مع الأزمات السابقة لأزمة 1929، تميزت هذه الأزمة بجملة من الخصائص من بينها:

- ✓ تسببت في زعزعة الاستقرار النسبي في النظام الرأسمالي بكامله .
- ✓ كانت تتسم بالدورية انطلاقا من ارتباطها الوثيق بالأزمات الاقتصادية الدورية في النظام الرأسمالي .
- ✓ استمرار هذه الأزمة لفترة طويلة نسبيا ذلك لأنها قد استغرقت مدة قاربت الأربعة سنوات .
- ✓ اتسمت هذه الأزمة بالعمق او لحدة بشكل لم يسبق له مثيل حيث انخفضت الودائع لدى البنوك في الولايات المتحدة بحوالي 33 %، كما تم إفلاس العديد من البنوك وخسارة العديد من المودعين لمخدراتهم. وكان ظهور هذه الأزمة من خلال انهيار أسعار الأوراق المالية التي انخفضت بنسبة 66% في ألمانيا و90% في الولايات المتحدة .
- ✓ الانخفاض الكبير في مستويات أسعار الفائدة حيث كان سعر الخصم في حدود 2.5% ليصل إلى حدود 6.2% في الب ك الاحتياطي الفيدرالي. كما سجل نفس المعدل انخفاضا من 5.5% ليستقر عند 1.3% في بنك إنجلترا.
- ✓ الاختلاف الكبير لأمد الأزمة ودرجة حدتها من دولة لأخرى حيث انهارت أسعار الأوراق المالية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية في خريف 1929 تزامنا مع بداية انخفاض في القوة الشرائية لعملات الدول الزراعية بسبب تدهور أسعار المواد الأولية الزراعية، مما أدى إلى ظهور عجز في موازين مدفوعات هذه البلدان و. امتدت هذه الأزمة في ربيع عام 1931 إلى البلدان الأوروبية .
- ✓ ترافقت الأزمة بتقلبات حادة في أسعار صرف العملات، مما نتج عنه انهيار النظام القائم على قاعدة الذهب في معظم الدول و. بنفس الوقت كان تدهور القوة الشرائية لمعظم العملات بسبب تزايد العجز في الموازنة العامة وموازن المدفوعات وانخفاض حجم الاحتياطيات الذهبية الرسمية.
- ✓ نتج عن أزمة الائتمان الدولي الطويل الأجل توقف 25 دولة عن دفع قروضها الأجنبية من بينها النمسا وألمانيا.

• مظاهر أزمة 1929:

كان من مظاهر الأزمة انهيار الإنتاج والعمالة حيث انخفض الإنتاج الصناعي بالولايات المتحدة سنة 1933 بنسبة 54% مقارنة بسنة 1928 حيث تأثرت بشكل خاص السلع الرأسمالية فقد انخفض إنتاج السيارات مثلا (من 4.4 مليون سيارة سنة 1929 إلى 1.1 مليون في 1932) و كذلك كان الحال بالنسبة لباقي الإنتاج من

الصلب هذا و كانت معدلات البطالة الناجمة عن انهيار الإنتاج تمثل 3% من القوى العاملة أي حوالي 13 مليون عاطل عن العمل سنة 1933.

وخلال تلك الفترة أفلست العديد من الشركات، كما أن حجم الاستثمار قد تقلص بشكل كبير نتيجة لإحجام المقرضين عن منح الائتمان لكونهم لم يستطيعوا من تحصيل حقوقهم من المدينين الذي عجزوا بدورهم في الوفاء بما عليهم من مستحقات، وواجهت البنوك صعوبات عدة في استرداد مستحقاتها، وهو الأمر الذي تركها تعجز في مجابهة سحب زبائنها لودائعهم ما أدى إلى إغلاق العديد من هذه البنوك حيث في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها تم إعلان إفلاس 5000 بنك وخسر المودعون ما يعادل 3 مليارات دولار.

وقد اضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سحب رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية وأوقفت إعاناتها لبعض الدول بهدف حل مشاكل السيولة لديها، مما أدى إلى انتشار الانهيار على مستوى البورصات الدولية و. لم يتأثر بالأزمة سوى الاتحاد السوفياتي لانعزاله عن العالم الرأسمالي وإتباعه نظاما اشتراكيا.

(2) أزمة البورصات 1987¹ :

لقد تميز عقد الثمانينات بالتخلي عن اعتماد السياسة المركزية الليبرالية والكيينزية عندما أطلقت مارغريت تاتشر في بريطانيا سياسة محافظة تتضمن محاولة عكس وجهة عملية إعادة التوزيع الاجتماعية للثورة من خلال توجيهها من الطبقات العليا ، ومن جانب آخر أطلق الرئيس الأمريكي ريغان ما يسمى بسياسة الكينزية العسكرية فضلا عن دخول الاتحاد السوفياتي السابق في أفغانستان الأمر الذي تسبب باستنزافه، ويمكن تلخيص سنوات الثمانينات في المؤشرات التالية:

- ✓ انفجار أزمة المديونية التي ضربت الجزء الأكبر من دول أمريكا اللاتينية وبعض دول أوروبا الوسطى والشرقية.
- ✓ النجاح الكبير للاقتصاد الياباني وانطلاقه بوتائر نمو عالية وتبعته دول النمر الآسيوية.
- ✓ تباطؤ النشاط الاقتصادي مع بطالة مرتفعة في الولايات المتحدة فضلا عن الاستدانة الضخمة من قبل القطاع العام خاصة من اليابان، والتي أدت إلى ظهور الدين القومي الأمريكي حتى وصل إلى أرقام خيالية بحجة الرغبة في تقويم البنى العسكرية الأمريكية.
- ✓ ظهور الديون الضخمة للشركات الكبرى التي استغلت لتحقيق الأرباح في المضاربات على المدى القصير على حساب الاستثمارات الإنتاجية.

¹ مراحي البحري، تأثير الأزمات الدولية على الاقتصاد الجزائر بدراسة قياسية 1980.2015، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي الجزائر، 2016.2017، ص ص: 19:17.

• أسباب الأزمة :

يمكن حصر الأسباب الحقيقية للأزمة إلى عاملين أساسيين هما :

✓ العوامل المتعلقة بأساسيات السوق والتي تتضمن :

- عجز الميزانية والميزان التجاري الأمريكيين.
- التباطؤ المتزايد في معدلات النمو الاقتصادية.
- ارتفاع معدلات التضخم وتدهور الأوضاع الاقتصادية.
- انخفاض أرباح الشركات.
- لجوء الحكومة إلى إتباع سياسة نقدية متغيرة.

✓ سيكولوجية السوق:

والتي يقصد بها التكهن ذاتي التحقيق وهو أية إشاعة تطلق على إفلاس بنك معين تكون سببا في إفلاسه حتى وإن كانت أساسياته سليمة صامدة، فضلا عن استخدام الحاسب الالكتروني بعملية البيع التي تتم تغذيته بمعلومات الهجمة الواحدة من قبل المستثمرين ما سبب الذعر بين المستثمرين مما أدى إلى تقلبات في أسعار الأسهم و السندات.

• نتائج الأزمة:

استنادا إلى المؤشرات السابق ذكرها، توقع العديد من الاقتصاديين وقوع أزمة تفوق في حداثها أزمة 1929 و في يوم 17 أكتوبر 1987 ، بلغت أسعار الأوراق المالية أدنى مستوى لها ، حيث فقد مؤشر " داو جونز" 200 نقطة مخلفا خسارة تقدر بـ 500 مليار \$، خاصة و أن بورصات القيم المنقولة كانت تستعمل النظام الآلي لإصدار أوامر البيع و الشراء، و بعد أسبوع من ذلك أمر الرئيس " ريقن" بتشكيل لجنة لمراقبة هذا النظام، في حالة ما إذا كان التغير في مؤشر " داو جونز" يفوق 502 نقطة. بدأت محاولات حكومات الدول الدائنة احتواء أزمة الديون العالمية خوفا من انهيار مؤسساتها المالية وقطاعها البنكي، فتدخلت لمنع مؤسساتها المالية من الإفلاس و انهيار جهازها المصرفي. استمرت الأزمة على مدار عقدين من القرن الماضي، وخضوع الدول المدينة لوصفة المؤسسات الدولية تحت ما عرف ببرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي.

• بعض المعالجات للخروج من الأزمة¹:

✓ قامت البنوك المركزية في الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وبعض الدول الأوروبية من بينها بريطانيا وفرنسا بالعديد من الإجراءات للتخفيف من حدة هذه الأزمة حيث قامت بخفض معدلات الفائدة، وكذا توفير السيولة اللازمة من أجل تدعيم الأسواق المالية.

¹ محمد الهاشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007- 2009، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

- ✓ تم توقيف التعامل في العديد من الأسهم المتداولة في وول ستريت وفي أسواق الاختيار والعقود المستقبلية . وقد تدخلت الشركات الكبيرة لإعادة شراء أسهمها كخطوة مهمة للخروج من هذه الأزمة، في حين لعبت البنوك دورا مهما وذلك في منح المزيد من الانتماء لتجار الأوراق المالية.
- ✓ تم إغلاق سوق الأوراق المالية هونج كونج منذ الشرارة الأولى للأزمة يوم 19 أكتوبر 1987 خوفا لتلاقي المزيد من الهبوط في الأسعار لمدة أسبوع على الأقل، ولكن عند افتتاحها يوم الاثنين 26 أكتوبر 1987 انخفضت الأسعار بمستوى أكبر مما كانت عليه قبل إغلاق البورصة بانخفاض قدره 34% في يوم واحد.
- ✓ وقد ساهمت البنوك وبمساعدة من الحكومة في توفير السيولة اللازمة لتخليص البورصة من أزمته. في اليابان فقد ساهم المستثمرون وبحرص من الحكومة في توفير السيولة وتدعيم الأسعار في البورصة من خلال بيع الأسهم التي بحوزتهم في بلدان أخرى، مما أدى إلى إنعاش بورصة طوكيو وازدادت بذلك صعوبات البورصات الأجنبية.

(3) الأزمة الآسيوية 1997:¹

• مظاهر الأزمة الآسيوية وانفجارها:

- سادت في الفترة القصير التي سبقت الأزمة ظروف غير ملائمة كانت تنذر بها، غير إن ذلك لم يشكل إشارة إنذار مبكر للمسؤولين أو المهتمين وأنساهم الافتتان بالتجربة إن إمكانية حصول الأزمة حالة ممكنة. وقد تمثلت تلك الإشارات في:
- ✓ انخفاض حاد في صادرات العديد من هذه الدول وخاصة تايلاند.
- ✓ تزايد وارداتها بسبب ارتباط عملات بعضها بالدولار، فمع ارتفاع قيمته فقدت بضائعها قدرتها التنافسية.
- ✓ عجز الحساب الجاري الذي تزامن مع ارتفاع معدلات التضخم.
- انطلقت الشرارة الأولى للأزمة من أضعف حلقات هذه الدول تايلاند والتي اتسم اقتصادها بمجموعة من نقاط الضعف أهمها:
- ✓ تفاقم المديونية الخارجية التي ارتفعت من 3,8 مليار دولار عام 1980 إلى 89 مليار دولار عام 1997 .
- ✓ عجز كبير في الميزان التجاري بلغ مجموعه للفترة 1990 إلى 1996 نحو 76 مليار دولار. بحيث بلغ العجز في الحساب الجاري كله نحو 7,14 مليار.
- ✓ عجز في ميزان الخدمات أيضا دولار خلال عام 1996 فقط.

¹ د. قحطان عبد سعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب الأثار والدروس المستفادة "دراسة مقارنة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، العراق، 2009، ص ص: 128.

✓ تعرضت العملة التايلندية (البات) للضغوط ، فحاول البنك المركزي التايلندي حمايتها، إلا أنه توقف عن ذلك في 1997/7/2 بسبب الضغوط الكبيرة مما أدى إلى انخفاضه 14% في سوق Onshore و 19% في سوق Offshore وكان ذلك الشرارة التي فجرت الأزمة المالية الآسيوية.

العملة الثانية التي تعرضت للضغوط هي البيسو الفلبينية و الرينتك الماليزي. فقد حاول البنك المركزي الفلبيني حماية البيسو برفع سعر الفائدة ولكنه فقد مقابل ذلك 5,1 مليار دولار من احتياطياته الأجنبية، فأعلن تعويم البيسو في 1997/7/11 وانخفض مباشرة 5,11%. وذات الإجراء حاول البنك المركزي الماليزي اتخاذه، إلا انه ترك عملته للتعويم في نفس اليوم المذكور. البنك المركزي الأندونيسي استطاع الصمود في حماية (الروبية) حتى 1997/8/14. سنغافورا قررت في مطلع آب عدم حماية عملتها التي انخفضت فيما بعد 8% وهكذا كانت بداية الأزمة. فمع إطلاق يوم الخميس 17\8\1997 كانت العيون تراقب بقلق شديد مؤشرات البورصة في سوق هونغ كونغ التجارية الضخمة، حيث كان مؤشر السوق الرئيس هانغ سينغ ينخفض بسرعة بالغة فاقت في اللحظات الأولى 16% عاد قليلا للارتفاع ولكنه ظل منخفضا.

انهيار الخميس الأسود لم يقتصر على هونك كونك، إذ هبطت أسعار الأسهم في كل الإقليم وبدأت نظرية العدوى (Contagion) بفعالها، حيث دب الذعر في كل الأسواق المالية وبدأ الوسطاء والمتعاملون بالبيع، من طوكيو وحتى سيدني ، عبر تايوان وسنغافورا وحتى أسواق نيويورك وأمريكا اللاتينية. ما زاد الطين بلة قيام المودعين بسحب واسع لأرصدهم وخاصة في بنوك هونغ كونغ. مقابل ذلك عمدت السلطات النقدية إلى رفع سعر الفائدة من 10% إلى 300% في محاولة لدعم دولار هونغ كونغ، كما لم تسمح اثنتان من البنوك الكبرى بسحب أرصدة عملائها من العملة المحلية.

لقد استمرت سلسلة الانخفاضات والخسائر بشكل دراماتيكي. ففي تايلاند انخفض البات حوالي 50% رغم محاولات التدخل، ولم تتمكن الشركات الوطنية من دفع قروضها الأجنبية البالغة 73 مليار دولار. كما قامت 58 شركة تمويل بتعليق مشاريع حكومية فألغيت بذلك حوالي 100 ألف فرصة عمل. في أندونيسا انخفضت الروبية 35% في البداية، إلا أن هذا الانخفاض تصاعد ليصل إلى 80% و ارتفعت أسعار الإقراض أكثر من 30% وسرح آلاف العمال و أغلقت العديد من شركات النسيج..

كوريا الجنوبية نجحت في البداية في رفع قيمة عملتها مقابل عملات جنوب شرق آسيا الأخرى، ولكنها في نوفمبر 1997 فقدت 25% من قيمتها. ومع نهاية ديسمبر، وهو التاريخ الذي أشر نهاية الأزمة.

ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي 52% مقابل العملة الماليزية والفلبينية، 78% مقابل العملة التايلندية، 107% مقابل العملة الكورية الجنوبية و 151% مقابل العملة الأندونيسية.

وعلى الرغم من أن الاضطراب قد انتهى في سوق العملات بذلك التاريخ، إلا أن الآثار الحقيقية للأزمة استمرت تلبد سماء الإقليم. فقد أفلست العديد من المؤسسات المالية والشركات الصناعية والتجارية وانهار

الإنتاج بشدة، وكانت مؤلمة لكل الإقتصادات ذات العلاقة. وكان صندوق النقد الدولي قد بدأ مفاوضات مع بعض هذه الدول لاحتواء الأزمة، فقد أعد الصندوق خطة إنقاذ مالية لاندونيسيا تنفذ خلال 3 سنوات، بكلفة 23 مليار دولار، كذلك أبدت الصين وهونغ كونغ واليابان وماليزيا وسنغافورا وأستراليا استعدادها لتقديم المساندة المالية. حتى الولايات المتحدة التي كانت قد رفضت المساهمة في خطة دعم تايلاند، أبدت استعدادها لتقديم 3 مليار دولار من صندوق استقرار العملة.

وكذلك فعلت كوريا الجنوبية التي لجأت إلى الصندوق الذي نظم خطة لمساندتها بلغت كلفتها 55 مليار دولار ارتفعت إلى 60 مليار مقابل التزام كوريا ببرنامج يتضمن :

- ✓ رفع سعر الفائدة 18-20 % لكبح جماح التضخم وتشجيع الادخار.
- ✓ تصفية المصارف المتعثرة والسماح للمصارف الأجنبية بإنشاء فروع لها.
- ✓ تخفيف القيود على الصادرات الأجنبية لكوريا وقد وافقت كوريا على تلك الحزمة ورفعت الحد الأقصى للملكية الأجنب في أسهم الشركات الكورية من 26% إلى 50% بعد عام 1997 على أن ترفعها إلى 55% عام 1998 ، كما ألغت كل القيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية في الأسواق المالية.

• الأسباب المؤدية للأزمة:

✓ سوء إدارة أسعار الصرف وسوق العملات:

بقيت عملات الكثير من هذه الدول مثبتة مقابل الدولار الأمريكي لفترة طويلة بعد الارتفاع المهم في قيمة الدولار مقابل الين والمارك خاصة، الأمر الذي أفضى إلى ضعف القدرة التنافسية لسلع هذه الدول في التصدير أمام اليابان و أوروبا. إن الانخفاض المفاجئ في أقيام تلك العملات أصبح مؤذيا لاقتصادياتها، بينما لو كانت تلك العملات قد عومت منذ عام 1995 لكانت قد انخفضت بهدوء غير مؤذ.

✓ تشجيع التدفقات الرأسمالية الأجنبية قصيرة الأجل:

مع إجراءات تحرير أسواق رأس المال في بداية التسعينات من القرن المنصرم وضعف الرقابة، تدفقت قروض قصيرة الأجل من الخارج، والتي وجدت طريقها إلى المشاريع العقارية وإلى عمليات المضاربة والمراهنات المتهورة، الأمر الذي ساعد على نشوء اقتصاد رمزي غير حقيقي.

✓ وجود قدر قليل من الشفافية في البنوك والشركات العاملة، كما إن الفساد الإداري كان سمة عامة في كثير من هذه الدول ، إضافة الى الافتراق بين مصالح إدارات تلك المؤسسات ومصالح حملة الأسهم.

✓ يحمل البعض، حكومات بعض هذه الدول والمنظمات الاقتصادية الدولية (الصندوق والبنك الدوليين) جزء كبيراً من المسؤولية بسبب سياسات الأولى المتناقضة في الفترة الأخيرة والوعود والضمانات التي لم تتحقق من قبل الثانية، بمعنى آخر فإن الحكومات والمؤسسات الدولية هي التي تتحمل المشكلة.

✓ وضحت الأزمة الآسيوية ظاهرة مهمة كانت سببا في انتشار العديد من الأزمات وهي ظاهرة (العدوى)، فقد بدأت سلسلة الأحداث في تايلاند وانتشرت إلى دول أخرى عديدة في الإقليم، كانت تاوان أقلها تأثرا، كما إنها انتشرت إلى دول خارج الإقليم خاصة في أمريكا الجنوبية. أصبح موضوع انتشار عدوى الأزمات مسألة معروفة في الأدب الاقتصاد المالي.

(4) أزمة الرهن العقاري 2008¹:

هي أزمة طفت فوق السطح في خريف 2008 وحدثت بفعل مجموعة متراكمة من الأسباب كان آخرها واقع قروض الرهن العقاري، حيث تزايدت في صيف 2007، حالة التخلف في تسديد دفعات الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، وكذلك حالات حبس الرهن، بسبب عدم قدرة المقترضين عن الدفع لتسديد مستحقاتهم من الرهن العقاري لمساكنهم وجراء هاذين العاملين حدث انخفاض سريع وحاد في الأسعار وبالتالي في حدوث خسائر كبيرة تعد بتريليونات الدولارات.

• نتائج الأزمة:

وبعد هذه الأزمة تم التوقف المباشر في منح القروض بما في ذلك الإقراض بين المؤسسات المصرفية وبفعل هذه الإجراءات:

✓ تراجع معدل النمو الاقتصادي.

✓ تزايد معدلات البطالة.

✓ الدخول في مرحلة الكساد.

و ل يتميز النظام الرأسمالي بالدورات فإن الخبراء يرون أن السنوات السبع قبل حدوث هذه الأزمة شهدت الولايات المتحدة الأمريكية خصوصا نموا اقتصاديا مرتفعا إلى جانب ذلك كانت هناك إشارات من بعض الاقتصاديين توقعوا حالة التباطؤ الاقتصادي في الأسواق الناشئة.

• أسباب أزمة 2008 :

هناك عدة مسببات لأزمة 2008، ومن بين هذه الأسباب ما يلي:

✓ الإقراض بطريقة سهلة دون الدراسة المعمقة.

✓ منح القروض لأشخاص معروفين بعدم صلاحهم الأخلاقي في التسديد.

✓ ضعف النظم التشريعية.

✓ عدم وجود إعلام نزيه وصريح.

¹ خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وآثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 05، ديسمبر 2016، ص 128.126.

- ✓ تغاضي المسؤولين المصرفيين على السلبيات الموجودة في مؤسساتهم وخاصة في التوقعات والمخاطر، حتى يحافظون على مناصبهم وأجورهم المرتفعة.
 - وبفعل هذه الأسباب العديدة والمتعددة أدت إلى هذه الأزمة إحداث آثار كبيرة في التنمية ومؤشراتها سواء في الدول المتقدمة أم الدول الأخرى النامية:
 - ✓ إفلاس العديد من المؤسسات المالية والأفراد إلى درجة خروجهم من منازلهم.
 - ✓ ارتفاع أسعار النفط والمنتجات الإستخراجية.
 - ✓ ارتفاع أسعار السلع المستوردة من طرف الدول النامية والفقيرة(السلع النهائية المصنعة والأساسية: كالأدوية، الحليب، السكر...إلخ).
 - ✓ ارتفاع عدد المسرحين من وظائفهم حيث بلغ في الصين تعداد 20 مليون شخص فقدوا مناصبهم، و فقد حوالي 10.000 عامل مناصبهم في جنوب إفريقيا.
 - ✓ سجلت وكالة تلوميرغ أن خسائر أسواق المال بلغت حوالي 30 تريليون دولار، وقدرت خسائر البنوك الآسيوية للتنمية بحوالي 50 تريليون دولار سنة 2008.
 - ✓ تسجيل عجز في موازنة ألمانيا قدر بـ 42.3% من ناتجها الإجمالي.
 - ✓ خسرت بورصة طوكيو باليابان ما يقارب 42% من قيمتها خلال 2008.
 - ✓ خسرت سوق دبي ما يعادل 72%، و خسرت سوق السعودية 57% أي ما يقارب 1.02 تريليون ريال سعودي أي 272 مليار دولار أما السوق المصرية فخسرت أسواقها 9.53%، بينما خسرت السوق الكويتية 38%.
- أما على مستوى البطالة فقد سجل في الولايات المتحدة الأمريكية 1.5 مليون بطال جديد حيث ارتفعت النسبة إلى %50.8 وهي أعلى نسبة سجلت منذ 1983، و سجلت منطقة اليورو نسبة بطالة مقدرة بـ 5.8%، و سجل العالم العربي 22 مليون بطال أي بزيادة 5 ملايين عاطل.

خاتمة الفصل:

من خلال هذا الفصل تم تقديم مفاهيم عامة حول سعر الصرف الأجنبي حيث تم ذكر أنواعه، بنية و آلية أسواقه بالإضافة إلى أهم العوامل المؤثرة فيه و محدداته. كما تطرقنا إلى النظريات المفسرة له و السياسات التي تستخدمها السياسات الاقتصادية لمعالجة الاختلالات الداخلية الخارجي، ثم ذكرنا مختلف الأنظمة التي توضح الكيفيات التي يتحدد على أساسها. كما اتجهنا إلى تقديم مفاهيم حول الأزمات المالية و أنواعها، كما ذكرنا أهم الأزمات المالية التي شهدتها العالم، وعلى خطى ما تم التطرق إليه في هذا الفصل تمكنا من رصد مجموعة من النتائج، يمكن تلخيصها فيما يلي:

- * هو السوق الذي يضمن المقارنة بين العرض والطلب على العملات الأجنبية المختلفة، وبالتالي فهو أداة تحديد سعر عملة بعملة أخرى وتسمى قيمة إحدى هاتين العملتين بسعر الصرف، ويعمل هذا السوق وفق قواعد معينة؛ وسوق الصرف ليس محددًا بمكان معين وإنما كل الأماكن التي يتم فيها ذلك الالتقاء يمثل جزءًا من سوق الصرف سواء من خلال شبكة ما بين البنوك في مختلف أنحاء العالم أو بين المتعاملين في البورصات.
- * تعد سياسات الصرف من أهم السياسات التي تستخدمها السلطات النقدية كآلية في الحد من الاختلالات الداخلية و الخارجية التي يتعرض لها الاقتصاد بالإضافة إلى تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، و من أهم سياسات الصرف لدينا : سياسة الرقابة و سياسة التعديل.
- * تعرف الأزمات المالية بكونها انهيار للنظام المالي برمته مصحوبا بفضل عدد كبير من أهم المؤسسات العالية، مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي، و من أهم مظاهرها حدوث مضاربات نقدية كبيرة و متقاربة قد تؤدي إلى انهيار المؤسسات المالية (البورصات).

الفصل الثالث

قياس جوانب التحرير المالي على
نظام صرف الدينار الجزائري
قياس جوانب التحرير المالي على
مستقبل نظام صرف الدينار
الجزائري باستخدام نموذج
الارتباط الذاتي للفجوات الزمنية
المبطنة

مقدمة الفصل:

يهدف اسقاط ما تطرقنا إليه في الجانب النظري على الواقع الاقتصادي أخذنا الاقتصاد الجزائري كعينة للدراسة و حددنا الفترة الممتدة من 1970 إلى 2018. و من خلال هذا الفصل سنقوم بدراسة طبيعة العلاقة و جوانب تأثير التحرير المالي على نظام سعر الصرف من خلال دراسة تحليلية لمختلف التغيرات التي طرأت على الاقتصاد الجزائري خاصة و أن الفترة المحددة تمثل أفضل تجسيد للمقارنة، حيث تشمل المرحلة الانتقالية التي شهدها الاقتصاد الجزائري من الكبح إلى التحرير، بالإضافة إلى أهم التغيرات التي طرأت على المؤشرات الاقتصادية. و لتحديد و وصف البنية الأساسية و العلاقة بين متغيرات الدراسة، و ابراز أهم مؤشرات التحرير المالي التي لها علاقة بسعر الصرف الحقيقي، نلجأ إلى تطبيق التحليل العاملي إلى مركبات الأساسية (ACP)، و أخيرا سنقوم باختبار سكون السلاسل الزمنية، ثم اختبار بوندز للتكامل المشترك، اختبار السببية حسب تودا و ياماموتو (TODA ET YAMAMOTO)، ثم نقدر النموذج (ARDL) و نخبر قدرته التفسيرية ثم نحلل نتائجه.

المبحث الأول: دراسة تحليلية لجوانب أثر التحرير المالي على نظام الصرف في الجزائر

بدأت الجزائر أولى خطوات الإصلاح و التوجه نحو اقتصاد السوق ، من خلال قانون استقلالية المؤسسات العمومية و القانون البنكي لسنة 1986 و قانون تكييف الإصلاح في سنة 1988، و استمرت في هذا النهج، و في سنة 1989 أبرمت السلطات اتفاقا سريا مع صندوق النقد الدولي حصلت بموجبه على مساعدات مالية، و هذا مقابل التزامها بتنفيذ مجموعة من الشروط فيما يتعلق بالإصلاح الاقتصادي و المالي فكانت النتيجة هي اصدار قانون النقد و القرض سنة 1990، و الذي احتوى على أهم هذه الشروط و التي تضمنت التحرير الماليو تحرير معدلات الفائدة و و فتح المجال المصرفي أمام البنوك الخاصة و الأجنبية.

و في هذا المبحث سنتطرق إلى أهم ما جاء في القوانين سابقة الذكر، ثم نحلل هذه الإصلاحات المطبقة و ندرس انعكاسها على تطور نظام سعر الصرف و على أهم المؤشرات المالية و النقدية .

I. ملخص لأهم إصلاحات التحرير المالي:

(1) قانون القرض و البنك 1986: ¹

لقد جاء الإصلاح في إطار القانون رقم 1286 الصادر في 19 أوت 1986، في وضعية تتميز بـ:

- استمرار تسيير المركزي و المخطط للاقتصاد و تزامنا مع وضع المخطط الخماسي الثاني (1985:1990).
- أزمة اقتصادية و مالية أهم أسبابها انخفاض في كل من أسعار البترول في الأسواق العالمية و انخفاض قيمة الدولار.

و بموجب هذا القانون تم إدخال إصلاحات جذرية على وظيفة البنوك، و إرساء المبادئ العامة و القواعد

التقليدية للنشاط المصرفي، كما تضمن إجراءات هامة في الميدان المالي.

قانون 1988 و تكييف الإصلاح المالي مع استقلالية المؤسسات العمومية²:

لقد جاء القانون 88-06 الصادر في 12 جانفي 1988 و مضمونه إعطاء الاستقلالية للبنوك في إطار التنظيم

الجديد للاقتصاد و المؤسسات و يمكن تحديد مبادئه فيما يلي:

- إعطاء الصفة التجارية للبنوك أي تخضع البنوك إلى قواعد التجارة و يأخذ أثناء نشاطه بمبدأ الربحية المرדودية؛

¹ شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

² إليهم طردي مروى مزهودي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط الأسواق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مستكملة ضمن متطلبات شهادة الماستر الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم التجارية، تخصص تمويل مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة الجزائر، 2015/2016، ص: 110.

- إعطاء الاستقلالية في إطار التنظيم الجديد للاقتصاد والمؤسسات؛
- دعم دور البنك المركزي في ضبط وتسيير السياسة النقدية لإحداث التوازن في الاقتصاد الكلي؛
- يمكن للمؤسسات المالية غير مصرفية توظيف نسبة من أصولها المالية في اقتناء أسهم أو سندات صادرة عن مؤسسات اعمل داخل التراب الوطني أو خارجه.

2) قانون النقد و القرض و بداية التحرير المالي:

- الظروف التي ظهر فيها القانون رقم 10.90 المتعلق بالنقد و القرض¹:

لقد صدر القانون 10.90 المتعلق بالنقد و القرض و المؤرخ في 14 أفريل 1990 في مرحلة تميزت بدخول الجزائر في إصلاحات سياسية تمثلت في الانتقال من حكم الحزب الواحد إلى التعددية الحزبية السياسية، و تجربة ديمقراطية لم تمر عليها سنة واحدة، بالإضافة إلى وضعية اقتصادية صعبة تميزت بـ:

 - ✓ انخفاض أسعار البترول.
 - ✓ ارتفاع المديونية الخارجية و تزايد أعباء الدين.

و من أجل مواجهة العجز في ميزان المدفوعات الناتج عن انخفاض إيرادات الدولة أبرمت الحكومة الجزائرية عقد تثبيت مع صندوق النقد الدولي في 30 ماي 1989، تحصلت بموجبه على قروض و مساعدات مالية، و تضمن الاتفاق الشروط التالية :

 - ✓ التحكم في توسع الكتلة النقدية و تقليص عجز الميزانية.
 - ✓ تحرير الأسعار و التجارة الخارجية و تجميد الأجور.
 - ✓ التخفيض من حدة التضخم و تخفيض قيمة العملة.
 - ✓ تحرير معدلات الفائدة و فتح المجال أمام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

و تعكس هذه الشروط التوجه الليبرالي "النيوكلاسيكي"، الذي يعتمد صندوق النقد الدولي في تطبيق سياسات الإصلاح الاقتصادي التي يفرضها على الدول النامية، و قد كان الهدف الرئيسي من هذا الاتفاق هو "تحرير الاقتصاد الجزائري" و هذا بتحضير مؤسساته للاندماج في اقتصاد السوق، أما من الجانب النظام المالي و المصرفي فقد تم التمهيد "لسياسة التحرير المالي"، و هذا من خلال التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة، و إعادة الاعتبار للسياسة النقدية و لدور النظام البنكي، بالإضافة إلى فتح المجال المصرفي أمام المنافسة الأجنبية و تحرير حساب رأس المال، وفقا لمنهج ماكينون و شاو 1973 في التحرير المالي و الذي اتبعته العديد من الدول النامية لإصلاح أنظمتها المالية، و قد انعكس هذا المنهج (التحرير المالي) في بنود و أهداف القانون 10.90 و المتعلق بالنقد و القرض.

¹ شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

• أهداف ومبادئ قانون النقد والقرض¹:

- هدف قانون النقد والقرض 09-09 إلى تحقيق ما يلي :
- ✓ وضع حد لكل تدخل إداري في القطاع المصرفي والمالي.
 - ✓ رد الاعتبار لدور البنك المركزي في تسيير شؤون النقد والقرض.
 - ✓ إعادة تقييم العملة الوطنية، وهذا بالتنظيم الصارم لميكانيزمات الإصدار النقدي.
 - ✓ ضمان تسيير مصرفي جيد للنقود.
 - ✓ تشجيع الاستثمارات الخارجية والسماح بإنشاء مصارف وطنية خاصة أو أجنبية.
 - ✓ تنوع مصادر التمويل للمتعاملين الاقتصاديين، خصوصا بالنسبة للمؤسسات عن طريق إنشاء السوق المالي بورصة القيم المنقولة.
 - ✓ إيجاد مرونة نسبية في تحديد سعر الفائدة من قبل البنوك.
 - ✓ مبادئ قانون النقد والقرض : جاء قانون النقد و القرض بتنظيم جديد للقطاع المالي و المصرفي الجزائري يركز على مجموعة من المبادئ يمكن تلخيصها فيما يلي:
 - ✓ الفصل بين الدائرة النقدية و الدائرة الحقيقية، أي أن القرارات النقدية أصبحت تتخذ على أساس الأهداف النقدية التي تحددها السلطة النقدية.
 - ✓ الفصل بين الدائرة النقدية و دائرة ميزان الدولة، و هذا من خلال وضع قيود و تحديد التسبيقات التي يمنحها البنك المركزي للخزينة.
 - ✓ الفصل بين دائرة الميزانية و دائرة القرض، و هذا بالحد من تدخل الخزينة في تمويل استثمارات المؤسسات العمومية، و تمكين النظام المصرفي من القيام بوظيفته التقليدية في تمويل الاقتصاد و منح القروض.
 - ✓ وضع نظام بنكي على مستويين، حيث أصبح بنك الجزائر يمثل قمة الجهاز المصرفي، و أصبح بإمكانه مراقبة و متابعة نشاط البنوك التجارية، باعتباره بنك البنوك، الملجأ الأخير للإقراض و بنك الدولة.
 - ✓ التنظيم الجديد لمعدلات الفائدة²: مع صدور قانون النقد و القرض و الذي كان يهدف إلى تحرير القطاع المالي، تمت البداية في التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة، رغبة في تحقيق الاستقرار النقدي و الاقتصادي، و قد جاء هذا القانون بتنظيم جديد لمعدلات إعادة التمويل باعتبارها المحدد الرئيسي

¹ أمجدي دليلا الحاج أحمد محمد، الإصلاحات المصرفية في ظل قانون النقد و القرض 10.90 دراسة قياسية، مذكرة تخرج ضمن متطلبات الماجستير الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي و بنكي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار الجزائر، 2018، ص: 1211.

² شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 124.123.

لمعدلات الفائدة التي تتبناها البنوك التجارية، و أصبح هذا التنظيم الجديد لمعدلات الفائدة يتم وفق الإجراءات التالية:

➤ المعدلات المديرة (الموجبة): يمثل معدل الفائدة الموجه السعر الرجعي الذي يحدده البنك المركزي للبنوك التجارية في قبولها للودائع و منح القروض، و من خلال هذا المعدل تتحدد معدلات أخرى، كمعدل الخصم، معدل السوق النقدية، نظام الأمانة و المعدلات الدائنة و المدينة المحددة بين البنوك، و قد تم تحديد هذا المعدل في 18/07/1989 بمعدل 7% ثم تم رفعه إلى حدود 10% في 24/09/1990، و يعمل معدل الفائدة التوجيهي على تعيين شروط البنك و تنظيم المعدلات بين البنوك و هذا بحصرها بمعدل أدنى و يسمى بمعدل منداة العرض و معدل أعلى يسمى بمعدل نظام الأمانة و يكون يوميا.

➤ ميكانيزمات المناقصات: إبتداءا من 1995 أصبح بإمكان البنوك التجارية إعادة التمويل عن طريق المناقصات التي ينظمها البنك المركزي، و تهدف هذه الآلية على تنشيط الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية، و مزيد من المنافسة في توزيع القروض.

إن الهدف من التنظيم الجديد هو التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة و جعلها أكثر مرونة من أجل منح دور كبير للبنوك في تعبئة الادخار، و إعطاء المودعين تعويض أكبر، بالإضافة إلى دفع المؤسسات العمومية لعقلنة سلوكها، و القيام باستثمارات أكثر كفاءة و هذا من خلال رفع تكلفة الاقتراض و تحديدها حسب التكلفة المتوسطة للموارد المعبئة.

3) برامج الإصلاح المالي مع مؤسسات النقد الدولي:

• الاستعداد للانتماني 1989.1991¹:

لجأت الجزائر إلى صندوق النقد الدولي، للحصول على الأقساط المرتفعة في إطار برنامج التثبيت في 30 ماي 1989، وبالفعل وافق الصندوق على تقديم 155,7 مليون وحدة حقوق سحب خاصة، وقد استخدم المبلغ كليا كشريحة واحدة في 30 ماي 1989. كما استفادت الجزائر من تسهيل تمويل تعويضي بمبلغ 315,2 مليون وحدة حقوق سحب خاصة، نظرا لانخفاض أسعار البترول سنة 1988، وارتفاع أسعار الحبوب في الأسواق العالمية.

كان محتوى الاتفاق يشترط على الجزائر مقابل تقديم الدعم ما يلي:

✓ إتباع سياسة نقدية أكثر حذرا و تقيدا.

✓ تقليص العجز الميزاني.

¹ برباص الطاهر، أثر تدخل المؤسسات النقدية و المالية الدولية في الاقتصاد دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2008.2009، ص:133.132.

✓ تعديل سعر الصرف.

✓ إزالة التنظيم الإداري للأسعار.

تم الاتفاق على الاستعداد الائتماني الثاني، بين صندوق النقد الدولي والجزائر، بتاريخ 3 جوان 1991، حيث تم تحرير رسالة النية في 27 أبريل 1991. تم بموجب هذا الاتفاق تقديم 300 مليون وحدة حقوق سحب خاصة، مقسمة إلى أربعة شرائح كل شريحة بمبلغ 75 مليون وحدة حقوق سحب خاصة : الشريحة الأولى في جوان 1991، الشريحة الثانية في سبتمبر 1991، الشريحة الثالثة في ديسمبر 1991، الشريحة الرابعة في مارس 1992. ولقد سحبت الجزائر الثلاث أقساط الأولى إلا أن القسط الرابع لم يتم سحبه لعدم احترام الحكومة آنذاك لمحتوى الاتفاقية إذ تم توجيه هذا القرض إلى أغراض أخرى غير تلك التي تم الاتفاق عليها ، إذ قامت الحكومة بإجراءات لمحاولة امتصاص الغضب الاجتماعي.

يهدف اتفاق الاستعداد الائتماني إلى :

✓ التقليل من حجم تدخل الدولة في الاقتصاد، وترقية النمو الاقتصادي، عن طريق تفعيل المؤسسات الاقتصادية العمومية منها والخاصة .

✓ تحرير التجارة الخارجية والداخلية، من خلال العمل على تحقيق قابلية لتحويل الدينار.

✓ ترشيد الاستهلاك والادخار، عن طريق الضبط الإداري لأسعار السلع، والخدمات وكذلك أسعار الصرف و تكلفة النقود .

وكإجراءات عملية لجأت السلطات العمومية إلى:

✓ تحرير 40 % من الأسعار الداخلة في حساب مؤشر تكلفة الحياة، ولم يبق بتاريخ التوقيع على الاتفاق سوى 50 سعرا يخضع لنظام السعر ذو الهامش المسقف و22 سعرا مدعما، وعليه أصبحت % 85 من الأسعار تخضع للنظام الحر.

✓ ابتداء من 1 أكتوبر 1991، بدأ تقليص دعم مواد المحروقات والكهرباء.

✓ تطهير المؤسسات العمومية، تحت إشراف صناديق المساهمة، حيث خصصت لها المبالغ المالية التالية : 9.16 مليار دج سنة 1991، 50.42 مليار دج سنة 1992، 5.83 مليار دج سنة 1993.

✓ حق حيازة وتصرف المصدرين خارج قطاع المحروقات في إيراداتهم بالعملية الصعبة.

✓ كما عملت السلطات المالية على تخفيض قيمة الدينار الجزائري للوصول إلى فارق قيمته 25% بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف الموازي.

✓ العمل على الحد من الكتلة النقدية M2 يجعلها في حدود 41 مليار دج.

✓ تعديل المعدلات المطبقة في إعادة التمويل، إذ تم رفع معدل الخصم في أكتوبر 1991 إلى 11,5%، وكذا رفع المعدل المطبق على المكشوف من طرف البنوك إلى 20% بدل 15%، وتحديد سعر تدخل بنك الجزائر على مستوى السوق النقدية بـ 17%.

• برنامج التعديل الهيكلي 1994-1998¹:

لقد وجدت الحكومة الجزائرية نفسها تحت ضغط الأزمة الاقتصادية و تزايد الاختلالات الهيكلية في حاجة لمساعدة صندوق النقد الدولي و البنك العالمية، حيث تم إبرام برنامجا آخر لمدة سنة امتد من 22 ماي 1994 إلى 21 ماي 1995، متبوعا بإتفاق القرض الموسع لمدة ثلاثة سنوات إمتدت من 22 ماي 1995 إلى 21 ماي 1998 في إطار برنامج التعديل الهيكلي، و قد استهدف هذا الأخير إدخال إصلاحات عميقة و شاملة لجميع القطاعات الإقتصادية و هذا بتحقيق مجموعة من الأهداف نوجز أهمها:

- ✓ رفع معدل إعادة الخصم إلى 15%.
- ✓ جعل معدل تدخل البنك المركزي في السوق النقدي عند مستوى 20%.
- ✓ التخلي عن استعمال وسائل المراقبة المباشرة لقروض الاقتصاد في 1994 تحضيراً للاستعمال التدريجي لوسائل الرقابة غير المباشرة.
- ✓ تحقيق مستوى نمو اقتصادي مقبول في حدود 6% سنة 1996.
- ✓ تحرير التجارة الخارجية تمهيدا للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة.
- ✓ العمل على تحقيق معدلات فائدة موجبة، و هذا بتحرير معدلات الفائدة المدينة للبنوك و رفع معدلات الفائدة على الودائع، من أجل زيادة مساهمة الادخار الوطني في تمويل الاستثمار، و إتباع سياسة نقدية صارمة للتقليص من التوسع النقدي.
- ✓ إنشاء سوق ما بين البنوك للصرف ابتداء من 01/01/1996.
- ✓ التحضير لإنشاء سوق للأوراق المالية (القيم المنقولة)، بإنشاء لجنة تنظيم و مراقبة للبورصة و شركة تسيير سوق القيم، مع إمكانية السماح للمؤسسات الوطنية ذات النتائج الجيدة بالتوسع في رأسمالها بنسبة 20% ابتداء من 1998.
- ✓ التخفيض التدريجي لعجز الميزانية و جعله في حدود 2.2% من الناتج الداخلي الخام الإجمالي.
- ✓ مراقبة الحسابات البنكية التجارية العمومية بالتعاون مع البنك العالمي خلال الفترة 1994-1996، و السماح للمشاركة الأجنبية الاستثمار في البنوك الجزائرية.

¹ شهبون وفاء، التحرير المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر 1970-2014، مرجع سبق ذكره، ص: 77-78.

من أجل تحقيق هذه الأهداف، فرض صندوق النقد الدولي على الجزائر القيام بمجموعة من الإجراءات تهدف في معظمها إلى تحرير الاقتصاد، من خلال فرض مجموعة من الإجراءات كرفع التزام الدولة وخصوصية المؤسسات العمومية و تشجيع الاستثمار الأجنبي و في هذا الإطار فقد سمح و لأول مرة قانون المالية لسنة 1994 ببيع المؤسسات العمومية و فتح رأس مالها للخواص في حدود 49%، كما سمح قانون الاستثمار لسنة 1995 بمساهمة محدودة للأجانب في رأس مال البنوك التجارية، و تم رفع احتكار الدولة عن قطاع التأمين فتحة أمام الاستثمار الخاص، بالإضافة إلى ضرورة تبني الدولة لسياسة ميزانية صارمة و تخفيض العجز المالي، و هذا بالتحكم في النفقات العمومية و العمل على زيادة الإيرادات العامة من خلال إصلاح النظام الضريبي و جعله أكثر فعالية بهدف وضع حد للتمويل النقدي للدولة، كما تهدف إلى الاستمرار في إصلاح و تحرير القطاع المالي من أجل زيادة كفاءة و فعالية الوساطة المالية في تمويل الاقتصاد الوطني من خلال فرض إجراءات تتعلق بالسياسة النقدية و إصلاح النظام المصرفي كدعم إعادة هيكلة البنوك بطريقة تحفز القطاع الخاص على المشاركة في رأس مالها، و إعادة هيكلة صندوق الادخار، و دمج في النظام المصرفي من أجل إنعاش الادخار الوطني بالإضافة إلى التحرير التدريجي و المتزايد لمعدلات الفائدة على البنوك، و اعتماد معدلات فائدة حقيقية موجبة، و التحكم في الكتلة النقدية و خفض معدل التضخم بالشكل الذي يسمح بتحقيق استقرار الأسعار، لقد تم في سنة 1994 إدخال نظام الاحتياطي الإلزامي لدعم رقابة البنك المركزي للسيولة النقدية، و التوجه نحو إدخال عمليات السوق المفتوحة في منتصف 1996.¹

II. مراحل تطور نظام صرف الدينار الجزائري في ظل التحرير المالي:

1) مرحلة ما قبل التحرير المالي:

- المرحلة الأولى (1964-1974):² تم إنشاء الوحدة النقدية الجزائرية "الدينار الجزائري"

في 10 أبريل 1964، وكان نظام النقد الدولي في هذه المرحلة إلى غاية سنة 1971 مسيرا وفق اتفاقيات بريتن وودز، حيث كان كل بلد عضو في صندوق النقد الدولي ملزما بالتصريح عن تكافؤ عملته بالنسبة إلى وزن محدد من الذهب، أو بالنسبة للدولار الأمريكي الذي كان هو الآخر مثبت مع كمية محددة من الذهب، والجزائر في هذه الفترة حددت سعر صرف الدينار بما يعادل 18.0 غرام من الذهب وهو نفس تكافؤ الفرنك الفرنسي، فالدينار الجزائري أنشئ في أبريل 1964 تعويضا للفرنك الفرنسي، وتم التعامل به بعد الاستقلال مباشرة، وعلى أساس 1 دينار جزائري = 1 فرنك فرنسي، وفي 8 أوت 1969 اضطر بنك فرنسا إلى تخفيض قيمة الفرنك الفرنسي بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي وهذا بعد استعماله لاحتياطاته لمدة طويلة من أجل الحفاظ على تكافؤ العملة

¹ شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 128-129.

² تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980-2011)، مرجع سبق ذكره، ص:

الفرنسية، وبموجب هذا الاتفاق انتقل التكافؤ الرسمي للفرنك الفرنسي من 4,9370 فرنك فرنسي لكل دولار أمريكي إلى 5,5544 فرنك فرنسي لكل دولار أمريكي . وخلال هذه الظروف التي تميزت بضعف الفرنك الفرنسي شرعت الجزائر في تطبيق مخططها التنموي الثلاثي والذي يتطلب استقرار سعر الصرف، وتطبيق المخطط الثلاثي كان من الأسباب التي جعلت الدينار الجزائري لا يتبع الفرنك الفرنسي في التخفيض، إلا أن العملة الوطنية حافظت على علاقتها الثابتة مع الفرنك الفرنسي حيث أن 1 دينار جزائري كان يساوي 25.1 فرنك فرنسي في الفترة الممتدة بين أوت 1969 و ديسمبر 1973 ، وضعف العملة الفرنسية خلال هذه الفترة أدى إلى الانخفاض المستمر للدينار الجزائري مقابل مختلف عملات تسديد الواردات الجزائرية، فترتب عن ذلك إعادة تقييم تكاليف مشاريع الاستثمار التي انطلقت في إطار المخطط الرباعي الأول 1970-1973 .

والدينار الجزائري أثناء هذه المرحلة كان مراقبا عن طريق قوانين صارمة، خاصة فيما يتعلق بإجراء التحويلات الدولية، حيث لم يكن الدينار قابلا للتحويل، ولم يكن هناك سوق داخلي للصرف يتحدد عن طريقه سعر صرف الدينار الجزائري ، أي أن سعر صرف الدينار الجزائري كان مسيرا إداريا ويتميز بالاستقلال والثبات لمدة طويلة، بهدف تحقيق المخططات التنموية المسطرة من طرف السلطات المركزية، وتسيير سعر صرف الدينار بهذه الكيفية أدى إلى تحديد تكلفة إدارية وليست اقتصادية للعملة الصعبة، بمعنى أن سعر العملة الصعبة بالدينار لا تربطه أي علاقة بأداء وكفاءة الاقتصاد الوطني، وبهذا انفصل عن الواقع الاقتصادي فنتج عن ذلك سلوك غير عقلاني في استخدام الموارد الأكثر ندرة والمتمثلة في العملة الصعبة، وهذا الأسلوب أعطى لسعر صرف الدينار قيمتين، الأولى تحددها السلطات النقدية إداريا، والثانية تحدد في السوق الموازية.

• **المرحلة الثانية¹: نظام الصرف الثابت بالنسبة لسلة من العملات (1974.1987):**

أمام انهيار نظام بريتن وودز و اقرار مبدأ تعويم العملات في سنة 1971، لجأت السلطات النقدية الجزائرية منذ بداية جانفي 1974 إلى استعمال نظام صرف يربط الدينار الجزائري بسلة مكونة من 14 عملة (الدولار الأمريكي، الدولار الكندي، المارك الألماني، الشلنغ النمساوي، الفرنك البلجيكي، الفرنك الفرنسي، الكورون الدنماركي، الجنيه الاسترليني، الكورون النرويجي، الليرة الإيطالية، الفلورين الهولندي، الكورون السويدي، البسيطاس الإسبانية)، و تم ذلك في 21 جانفي 1974، و هذا قصد الحفاظ على استقرار و استقلالية الدينار عن أية عملة من العملات القوية.

و استعمل الدولار الأمريكي كعملة عبور بين الدينار و باقي عملات السلة، حيث يتم حساب باتباع الخطوات التالية:

✓ حساب التغيرات النسبية للعملات المكونة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي.

أ. هدايي عبد الجليل د. بن سعيد محمد، تطور نظام سعر صرف الدينار الجزائري، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 3، الرقم 3، ص ص :

- ✓ حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعمليات المكونة للسلة بالنسبة للدولار الأمريكي.
- ✓ حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري بإضافة مجموع التغيرات النسبية المرجحة لكل عملة إلى سعر صرف الدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري في سنة الأساس 1974.
- ✓ باستعمال طريقة أسعار الصرف المتقاطعة، يمكن حساب أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل باقي العملات المسعرة من طرف البنك المركزي و المتضمنة في سلة من العملات. سمحت هذه الطريقة في تحديد قيمة الدينار من توفير المزايا التالية:
- ✓ إمكانية تسعير العملات الأجنبية يوميا، و بشكل موحد إنطلاقا من نظام التثبيت بباريس على الساعة الخامسة مساء.
- ✓ يمثل سعر الصرف المحصل عليه متوسط أسعار الصرف عند الشراء و البيع. و يتم عن ذلك قصد المحافظة على استقرار العملة الوطنية و كذا استقلاليتها عن أي عملة من العملات القوية أو أي منطقة من المناطق النقدية فضلا عن سعي السلطات النقدية إلى إيجاد نظام تسعير يتفادى السلبيات و النقائص التي عرفها نظام الصرف في المرحلة السابقة و المتمثلة أساسا في:
- ✓ عدم خضوع تسعير الدينار الجزائري لتطور معدلات التبادل.
- ✓ عدم تأثر التسعيرة بتطور رصيد الميزان التجاري.

2) مرحلة ما بعد التحرير المالي :

- المرحلة الثالثة (1987-1994) : إن الأزمة الاقتصادية العالمية التي ظهرت بوادرها سنة 1986 ، أثرت بشدة على الاقتصاد الجزائري إلى حد الانسداد، والسبب يعود إلى تزاوج أزميتين ذات منشأ خارجي، و المتمثلة في التدهور الرهيب و المتواصل لأسعار المحروقات، هذه الأخيرة التي تعتبر مصدر العملات الصعبة، هذا بالإضافة إلى تذبذب قيمة الدولار الأمريكي في أسواق الصرف العالمية، علما أن تقويم الإيرادات و الصادرات هي بدلالة الدولار، و هو ما تسبب في اختلال قيمة الدينار، حيث عرفت قيمة الدينار الجزائري ترجعا كبيرا خلال هذه الفترة، و تتمثل أسباب هذا التراجع في¹ :
- ✓ الأسباب الداخلية : يمكن حصرها في :

➤ سوء التسيير في السياسات الاقتصادية المتبعة منذ السبعينيات، و المجسدة أساسا في شكل شعارات للتنمية و التصنيع و التخطيط و المنطوية على قدر كبير من الإنفاق الاستثماري بتدخل أجهزة الدولة

¹ بورحلي خالد، محددات سعر الصرف التوازني للدينار الجزائري لتحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1980-2016، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2018-2019، ص ص :

- وتسبق الأولوية الاجتماعية، وتجسد ذلك في إتباع الدولة لدعم الأسعار وإنشاء صندوق لدعم الفئات الاجتماعية سنة 1993، والذي كلفها في سنة واحدة حوالي 2456 مليار دينار.
- استفحال ظاهرة السوق الموازية أو السوق السوداء وتهريب رؤوس الأموال والمضاربة حول العملات الأجنبية مما ساعد على تدهور قيمة العملة المحلية.
- عجز الميزانية العامة للدولة.
- زيادة الإنفاق العسكري خاصة منذ سنة 1992 بسبب الأزمة الأمنية.
- الكوارث الطبيعية التي عرفتها الجزائر خلال فترات الثمانينات (الزلازل والجفاف)، ما استدعى تخصيص مبالغ مالية ضخمة لمواجهتها.
- ✓ الأسباب الخارجية: من أهمها:
- الاعتماد المفرط على صادرات المحروقات و واردات السلع الأساسية خاصة الغذائية منها، ما أحدث عجز في ميزان المدفوعات كنتيجة لتقلبات أسعار النفط وتقلبات أسعار صرف الدينار الجزائري المرتبط بتدهور الدولار الأمريكي.
- تفاقم حجم المديونية الخارجية خاصة مع تزايد معدل خدمة الدين من جهة وتزايد الإنفاق بشكل سريع جدا من جهة أخرى.
- انعدام الرقابة الصارمة على أسعار الصرف ورؤوس الأموال أدى إلى هروب هذه الأخيرة نحو الخارج مع تدهور الاستقرار السياسي والاقتصادي وفقدان الثقة في الجهاز المصرفي.
- آثار اعتماد برنامج مكافحة ندرة السلع (استهداف مواد البناء، قطاع الغيار، أغذية الأنعام و سلع الاستهلاك الغذائية والصناعية) الذي أقرته الحكومة الجزائرية في أكتوبر 1979 وكان حجمه المالي، 1,25 مليار دولار إلى أن وصل 3 مليار دولار سنويا، مما أدى إلى تآكل الاحتياطات من العملة الصعبة.

• **مرحلة تعديل الدينار الجزائري (1987-1992) ¹: إن الانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار**

البتروال سنة 1986 عرض الاقتصاد الوطني إلى أزمة كبيرة نتج عنها عجز مزدوج في ميزانية الدولة و ميزان المدفوعات و ركود في مستويات النشاط الاقتصادي ، و هو ما حتم على السلطات إجراء تعديلات جوهرية في نظام الصرف لديها و التي تزامنت مع الاصلاحات الاقتصادية الكبرى و الهادفة إلى وضع ميكانيزمات فعالة للتحويل من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد يعمل وفق آليات السوق الحر مع مراعاة الجانب النقدي والمالي والعمل على أخذ الدينار الجزائري قيمته الحقيقية والحد من اختلالات التوازنات المالية والنقدية إضافة إلى

¹ زرافة محمد، آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية حالة الجزائر 1990-2014، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص اقتصاد قياسي بنكي و مالي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص ص:

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

تقليص الانحراف الموجود بين سعر الصرف الرسمي والموازي . تميزت هذه المرحلة بإحداث تعديلات طفيفة في طريقة حساب معدل صرف الدينار اعتمادا على المقاييس التي تم اتخاذها من طرف السلطات النقدية بهدف تخفيض قيمة العملة الوطنية وهو التخفيض الذي أخذ شكلا غير معلن في البداية (التخفيض الزاحف) حيث انتقل سعر صرف الدينار من 4,85 دينار للدولار الأمريكي في ماي 1987 إلى 12,19 دينار للدولار سنة 1990 بنسبة 160 % مقارنة مع سنة 1987 ليصبح هذا التخفيض بعد ذلك رسميا اعتبارا من سنة 1991 وهذا بالموازاة مع صدور برنامج التعديل الهيكلي المدعم من طرف صندوق النقد الدولي و هو البرنامج الذي حمل في طياته إجراءات صارمة و متشددة لتسيير مستويات التدهور في قيمة الدينار . هذه الإجراءات كانت تهدف أساسا إلى إعادة توجيه الأسعار بما يتلاءم مع متطلبات الانفتاح الاقتصادي إضافة إلى تحقيق الاستقرار في سعر صرف الدينار و توحيد قيمته على المستوى الداخلي و الخارجي وبناء عليه قامت السلطات النقدية في سبتمبر 1991 بأول تخفيض رسمي للدينار مقارنة مع الدولار الأمريكي بما يعادل (22 %) الانتقال من 18,5 دينار للدولار إلى 22,5 دينار للدولار) والجدول التالي يوضح تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقارنة مع الدولار الأمريكي في هذه الفترة والذي يظهر جليا في أن الصدمة التي شهدتها أسواق النفط قد أُلقت بظلالها على قيمة العملة الوطنية من خلال التدهور الذي عرفه الدينار مباشرة بعد هذه الأزمة.

الجدول (1.111): تطور سعر صرف الدينار مقارنة مع الدولار في الفترة

السنوات	1987	1988	1989	1990	1991
DZD/USD	4,93	6,73	8,03	12,19	21,39

المصدر: زرقاة محمد، آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية لحالة الجزائر 199-2014، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

في سنة 1991 تم رفع بعرض القيود على التجارة الخارجية و جسدت قابلية التحويل الجزئي للدينار فيما يتعلق بالخدمات الخاصة بالبضائع موضوع التجارة الخارجية وقد تم هذا التحويل المشروط وفق صيغتين - : قابلية التحويل الجزئي للدينار فيما يتعلق بالإيرادات المتأتية عن الصادرات خارج المحروقات والمعادن بهدف تشجيع هذا النوع من الصادرات إضافة إلى منح حق الحيازة الجزئية أو الكلية لهذه الإيرادات للمصدرين على شكل عملات صعبة ، و تراوحت نسب الحيازة بين 10 % و 100 % تبعا لطبيعة السلعة أو الخدمة موضوع التصدير و تبعا للقيمة المضافة التي تنتجها. قابلية التحويل الجزئي للدخار بهدف تحقيق أهداف معينة لعل أهمها:

- ✓ تشجيع الادخار المحلي لتمويل النشاط الاقتصادي (التمويل غير التضخمي).
- ✓ إتاحة الفرصة أمام الأعوان الاقتصاديين للحصول على وسائل الدفع الأجنبية الحرة للاستعمال .
- ✓ تصحُّح اختلال التوازن النقدي الداخلي.

✓ تضيق الخناق على السوق الموازية للعملات الصعبة .

والجدير بالذكر أن ما ميز هذه المرحلة كذلك هو وضع هيئة جديدة على رأس المنظومة المصرفية والتي سميت بمجلس النقد والقرض.

• مرحلة الاستقرار النسبي للدينار (1992-1994): هدفت الإجراءات المتخذة في المرحلة السابقة

إلى جعل الدينار قابل للتحويل و تكوين احتياطات كافية للتدخل من أجل حماية معدل الصرف المرغوب فيه و كان من المنتظر أن يتحقق هدف قابلية تحويل الدينار مع نهاية سنة 1993 أو بداية 1994 إلا أن الحكومة الجديدة و المكونة سنة 1992 جاءت ببرنامج اقتصادي جديد و تراجعت بشكل ملحوظ عن الإصلاحات السابقة كما أعطت توجهها آخر للسياسة الاقتصادية ويختص هذا التوجه بإقامة سوق صرف مزدوجة (جزء منها يعمل وفق معدل صرف ثابت وجزء يعمل وفق معدل صرف عائم مراقب).

بقي سعر صرف الدينار في هذه الفترة مستقرا عند مستوى 22,5 دينار مقابل الدولار إلى غاية شهر أفريل 1994 أين تم إبرام اتفاق مع صندوق النقد الدولي و الذي قضى بتخفيض قيمة الدينار بنسبة 40,17% ليصل بذلك إلى مستوى 36 دينار للدولار الواحد و هو القرار الذي أقرره قانون النقد و القرض في 10 أفريل 1994. هدفت سياسة الصرف في هذه المرحلة التي اعتبرت انتقالية إلى تحقيق قابلية تحويل الدينار بالنسبة للمعاملات الجارية بشكل تدريجي و استنادا على توفر شروط توازن سوق الصرف ، أما فما يخص المعاملات الرأسمالية فكانت قابلية التحويل ضمنية وفي الأجال المتوسطة كما اعتبرت مرهونة بمستويات المديونية الخارجية وتوازن حركات رؤوس الأموال.

الجدول (2.III): تطور سعر صرف الدينار مقارنة مع الدولار في الفترة

(1994.1992)

السنوات	1992	1993	1994
DZD/USD	21,84	23,35	35,06

المصدر: زرقاة محمد، آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات

دراسة قياسية لحالة الجزائر 1990-2014، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

• المرحلة الرابعة (1994.2000): في بداية هذه الفترة اتسم الاقتصاد الجزائري باختلال مزدوج

داخلي وخارجي. في هذا الصدد ، وضع بنك الجزائر اللائحة رقم 95-08 بتاريخ 23 ديسمبر 1995 لإنشاء سوق الصرف بين البنوك ، حيث يتم تحديد سعر صرف الدينار من خلال اللعب الحر للعرض و الطلب. لم يمنع هذا الإجراء الجديد البنك من لعب أدواره وتدخلاته كمدبر لاحتياطات النقد الأجنبي ، في حين أن سعر الصرف السابق للدينار يختلف أو يتم تحديده وفقاً للعرض و الطلب في سوق الصرف بين البنوك. حيث يعتبر بنك

الجزائر مقدّمًا للعمليات الأجنبية والبنوك التجارية والمؤسسات المالية والوسطاء المعتمدين كمتقدمين بالعملة الأجنبية.¹

✓ سوق سعر الصرف ما بين البنوك في الجزائر:

يعتبر سوق الصرف ما بين البنوك مكان يتم فيه التقاء العرض والطلب على العملات تم تأسيسه من طرف بنك الجزائر، حسب اللائحة رقم 95-08 ليوم 23 ديسمبر 1995 المتعلق بسوق الصرف والأمر رقم 95-78 ليوم 96 ديسمبر 1995 المتعلق بقواعد ووضعيّات الصرف والأمر رقم 95-79 ليوم 27 ديسمبر 1995 المتعلق بطريقة وعمل سوق الصرف ما بين البنوك الذي يهدف إلى معالجة جميع عمليات الصرف (بيع أو شراء على الحساب ولأجل) بين العملة المحلية والعملات الأجنبية الأخرى القابلة للتحويل بحرية، كما يتم فيه أيضا تحديد سعر صرف العملات عن طريق ميكانيزمات التقاء العرض والطلب، وقد بدأت أولى العمليات لسوق الصرف ما بين البنوك تتحقق انطلاقا من 02 جانفي 1996. ومنذ ذلك الحين أصبح يتم تسعير سعر الصرف للدينار حسب نظام التعويم المدار مما يمكن البنك المركزي من تعديله إن كانت لذلك ضرورة وهو النظام المطبق بحسب تصريحات بنك الجزائر إلى غاية الآن، وذلك دون الإعلان المسبق لمسار التعويم.²

فسياسة الصرف المتبعة بعد تطبيق إجراءات التعديل الهيكلي التي تهدف إلى تخفيض قيمة الدينار الجزائري على مراحل، أدت إلى تراجع سعر الصرف في السوق الموازي، كما أن إتاحة الصرف للمؤسسات المختلفة بما فيها المؤسسات الخاصة عن طريق السوق النظامي لتمكينها عادة المنحة من استيراد حاجياتها وفق ضوابط محددة، والسياحية للأشخاص الطبيعيين وأصحاب المهمات المحددة، أدى إلى تقلص الطلب على الصرف من السوق الموازي بجزء معتبر، وهذا ما سمح بالثبات النسبي لسعر الصرف في السوق الموازي واقترابه من السعر الرسمي، خاصة بالنسبة للفرنك الفرنسي قبل سنة 2002 باعتباره العملة الأكثر طلبا في ذلك الوقت، وكان متوسط سعر الصرف في السوق الموازي قد وصل حدود 16 دينار جزائري للفرنك الفرنسي الواحد خلال فترة وسط تسعينات القرن العشرين، أي ما يقارب ضعف السعر الرسمي، وهذا ما أدى إلى³:

¹ Tabet Islam Djenane Wissam, Impact de la dévaluation de la monnaie sur les importations cas d'économie Algérienne (1970-2015), mémoire de fin d'études en vue de l'obtention de Master en Sciences économiques, option économies Quantitatives, Faculté de Sciences économiques commerciales et sciences du gestion, Université d'Abderrahmane Mira, Béjia, Algérie, 2017-2018, P: 31.

² نجاح عبدلي نور الهدى فضل الدين، دور البنوك المركزية في الحد من تقلبات أسعار الصرف دراسة حالة بنك الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي تبسي، تبسة الجزائر، 2015-2016، ص: 62.

³ تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980-2011)، مرجع سبق ذكره، ص:

- حيازة الأشخاص وخاصة المهاجرين لكتلة نقدية كبيرة يتعامل بها في السوق الموازي دون أن تتمكن البنوك الجزائرية من استيعابها في حسابات جارية بالعملة الصعبة أو تحويلها إلى الدينار، لكون أسعار الصرف في البنوك منخفضة مقارنة بالسوق الموازي؛
- تفضيل الأجانب القادمين إلى الجزائر صرف عملاتهم في السوق الموازي بدل السوق الرسمي بسبب فارق السعر؛
- هروب حجم غير معروف من الأموال بالعملة الصعبة من الجهاز المصرفي الحكومي بسبب التسهيلات التفضيلية في التمويل بالعملة الصعبة الذي تستفيد منه بعض مؤسسات القطاع عادة بيع الخاص والأشخاص الطبيعيين، وإعادة بيعها في السوق الموازي وتحصيل الفارق بين سعر الاستلام وسعر البيع؛
- عدم خضوع عمليات الصرف في السوق الموازي للضريبة، وبالتالي حرمان الخزينة العمومية من مصدر دعم معتبر لميزانية الدولة، ويعني هذا أن الخسارة تكون مزدوجة بالنسبة للنظام المصرفي وبالنسبة لخزينة الدولة.

وإتباع سياسة الاتجاه نحو تحرير سعر الصرف التدريجي أثرت على حركة الأموال بشكل كبير لتقلص الفارق بين السعر الرسمي والسعر الموازي، فانتقال سعر صرف الفرنك الفرنسي إلى 9 دينار جزائري للفرنك الفرنسي الواحد أدى إلى انخفاض سعر الصرف في السوق الموازي إلى حدود 14 دينار جزائري للفرنك الواحد بعدما كان 16 دينار، ووصول سعر الصرف إلى حدود 11 دينار في السوق الرسمي أدى إلى انخفاض سعر الصرف في السوق الموازي إلى حدود 5.12 دينار أي تقلص الفارق إلى حدود 5.1 دينار فقط، وهذا الفرق يشجع المتعاملين على تحويل أموالهم عبر البنوك بدل السوق الموازي بتميزها بالضمان والأمان، ويؤدي هذا على المدى المتوسط والطويل إلى دخول كتلة هائلة من الأموال إلى الدورة النقدية والادخار والاستثمار، وتشجيع إصلاح النظام البنكي الذي يعتبر مكسب جيد على السلطات النقدية المحافظة عليه ليقترب سعر الصرف الموازي أكثر من السعر الرسمي.

- **مرحلة الخامسة (2018.2000)¹**: مع منطلق الألفينيات، إن الأداء الجيد لأساسيات الاقتصاد الوطني، ولا سيما مستوى أسعار النفط والإنفاق العام والفرق في مستوى التضخم مع مثيلاتها في الدول الشريكة الرئيسية، جعل من الممكن تثبيت سعر الصرف الفعلي الحقيقي عند مستوى التوازن الأساسي لعام 2003. وقد أدى ذلك، اعتباراً من العام الحالي، إلى ارتفاع تدريجي للدينار مقابل الدولار. وارتفع المعدل من 79.7 ديناراً للدولار في المتوسط عام 2002 إلى 64.6 ديناراً للدولار في المتوسط عام 2008 أي بزيادة قدرها 23.4٪ خلال الفترة. في المقابل، انخفضت قيمة الدينار بنسبة 26.8٪ مقابل اليورو خلال نفس الفترة، بسبب الارتفاع القوي لليورو

¹ نظام سعر الصرف وتسيير سياسة سعر الصرف وتطور سعر صرف الدينار 2000-2018، الموقع الرسمي لبنك الجزائر، تمت زيارة الموقع يوم 12/04/2020 على الساعة 19:46 https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange_2000_2018.pdf

مقابل الدولار الأمريكي. انخفض سعر صرف اليورو مقابل العملة الأمريكية من 0.9236 في المتوسط عام 2000 إلى 1.4708 عام 2008.

خلال عام 2009، تدهورت مقومات الاقتصاد الوطني بشكل حاد في أعقاب الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية. وانخفضت أسعار النفط بنسبة 37.7٪، من حوالي 100 دولار للبرميل في عام 2008 إلى 62.3 دولارًا للبرميل في عام 2009، مما تسبب في انخفاض حاد في عائدات تصدير الهيدروكربونات. من ناحية أخرى، ارتفعت نسبة نفقات الموازنة / الناتج المحلي الإجمالي من 37.9٪ عام 2008 إلى 42.6٪ عام 2009، عام أول عجز في الموازنة (5.7٪ من الناتج المحلي الإجمالي) منذ عام 1999. وفي نفس الوقت، فقد اتسعت معدلات التضخم، حيث بلغ متوسط الزيادة في أسعار المستهلك خلال الفترة 5.3٪ في الجزائر مقابل 1.6٪ في الولايات المتحدة. وأدت هذه التغييرات إلى انخفاض قيمة الدينار مقابل الدولار بنسبة 11.1٪ في المتوسط عام 2009 وبنسبة 2.1٪ سنويًا خلال الفترة 2010-2013. وقد مكن هذا الانخفاض الاسمي من الحد من انحراف سعر الصرف الحقيقي الثابت. تم قياسه بالنسبة لمستوى توازنه عند 2.17٪ خلال نفس الفترة.

أدى انهيار أسعار النفط في النصف الثاني من عام 2014، إلى عجز في الحساب الجاري الخارجي بنسبة 16.4٪ من الناتج المحلي الإجمالي، في عام 2015، وعجز في الميزانية بنسبة 15.3٪ من الناتج المحلي الإجمالي. حدث هذا التدهور الحاد في أحد المقومات الأساسية للاقتصاد الوطني، في ظل تضخم غير مواتٍ وفروق في الإنتاجية، فكان من الضروري الحفاظ على الإنفاق العام عند مستوى مرتفع، لدعم النمو والتشغيل. أدى إلى انخفاض قيمة الدينار، في المتوسط السنوي، بنسبة 19.8٪ مقابل الدولار و 4.07٪ مقابل اليورو بين عامي 2014 و 2015، مع مراعاة تطور أسعار الصرف بين هاتين العملتين في الأسواق الدولية.

إن في مواجهة الصدمة الخارجية واسعة النطاق والمستمرة، لعب سعر صرف الدينار إلى حد كبير، دوره في امتصاص الصدمات، في ظل غياب توحيد الموازنة. وقد جعل من الممكن احتواء الانحراف القوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي عن مستوى توازنه، الناجم عن التدهور الكبير في الأساسيات وللمساعدة في الحد من تأثير الصدمة الخارجية على استقرار الاقتصاد الكلي، على المدى المتوسط.

من يونيو 2016، في سياق الاستقرار الافتراضي، خلال نهاية الفترة، لأسعار صرف اليورو / الدولار في أسواق الصرف الدولية بين يونيو 2016 ويونيو 2017، النصف الثاني من عام 2016 والنصف الأول من عام 2017 شهد استقرارًا نسبيًا في سعر صرف الدينار مقابل عمليتي التسوية الرئيسيتين في الجزائر. ومع ذلك، على مدار عام 2017 بأكمله، سجل اليورو ارتفاعًا كبيرًا بنسبة 12.4٪ مقابل الدولار (بين ديسمبر 2016 وديسمبر 2017). ونتيجة لذلك، انخفض الدينار بمقدار 3.3٪ مقابل العملة الأوروبية و 1.3٪ مقابل العملة الأمريكية. وخلال نهاية الفترة، انخفضت قيمة الدينار بنسبة 15.4٪ مقابل اليورو و 3.8٪ مقابل الدولار، بين نهاية ديسمبر 2016

ونهاية ديسمبر 2017. وهذه الانخفاضات هي: حدث بشكل رئيسي في النصف الثاني من عام 2017 ، أي انخفاض بنسبة 10.5% و 6.2% مقابل اليورو والدولار على التوالي.

إن انزلاق الدينار خلال نهاية 2017 ، وخاصة أمام اليورو ، يعكس إلى حد كبير تطور أسعار صرف عملي التسوية الرئيسيتين في الجزائر – اليورو مقابل جميع العملات تقريباً والدولار مقابل عملات معينة من البلدان الشريكة - في سياق الاختلالات المستمرة في الحسابات الخارجية والحسابات العامة والتطور غير المواتي لبعض أساسيات الاقتصاد الوطني ، ولا سيما الفرق في التضخم مع شركائنا التجاريين الرئيسيين.

وتجدر الإشارة إلى أن ارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار في عام 2017 أدى إلى تقييم إيجابي بنحو 5 مليارات دولار على مستوى احتياطات النقد الأجنبي ، معبراً عنها بالدولار.

خلال الأشهر السبعة (07) الأولى من عام 2018 ، ينعكس تطور أسعار صرف الدينار ، في المتوسط الشهري ، مقابل اليورو والدولار عالمياً ، حسب تطور أسعار صرف اليورو مقابل الدولار في الأسواق الدولية. بين ديسمبر 2017 ومارس 2018 ، ارتفع سعر صرف اليورو مقابل الدولار من 1.18 دولار إلى 1.23 دولار ، بزيادة قدرها 4.24%. من ناحية أخرى ، انخفضت قيمة اليورو مقابل الدولار بنحو 5.69% ، بين مارس ويوليو 2018. وتماشياً مع هذه التطورات ، ارتفع الدينار قليلاً مقابل الدولار بنسبة 0.86% بين ديسمبر 2017 ومارس 2018 وانخفضت قيمته مقابل اليورو بنسبة 3.04% خلال نفس الفترة. بالمقابل ، بين مارس ويوليو 2018 ، انخفض الدينار مقابل الدولار بنسبة 3.09% وارتفع بنسبة 1.02% مقابل اليورو.

III. إصلاحات التحرير المالي وأثرها على المؤشرات النقدية والمالية:

1) تطور الكتلة النقدية، الناتج الداخلي الخام:

لقد كان من بين أهداف إصلاحات النظام المالي و المصرفي في الجزائر، هو تحقيق نوع من الاستقرار النقدي، من خلال التحكم في نمو الكتلة النقدية، و جعله يقترب من معدل نمو الناتج الداخلي الخام، بما يخدم التوازنات الاقتصادية الكلية ويخفض معدل التضخم.

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطننة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

الجدول (3.III): تطور الكتلة النقدية والناتج الداخلي الخام من 1990 إلى 2004

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
معدل نمو M2	11,416	20,8	31,3	7,297	15,7	9,464	14,6	18,3	19,6	13,9	14,13	54,05	18,05	11,69
معدل نمو PIB	0,8	1,2-	1,8	2,1-	0,9-	3,8	4,1	1,1	5,1	3,2	3,8	3	5,6	7,2
معدل نمو M2/PIB	61,771	49,11	51,9	50,1	45,32	37,17	33	36,1	42,4	42,2	37,83	56,85	62,72	53,83
السنوات	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
معدل نمو M2	11,102	8,381	0,82	0,297	14,42	8,41	10,9	19,9	13,5	4,84	16,04	23,09	19,64	19,64
معدل نمو PIB	0,8	1,4	1,3	3,2	3,7	3,8	2,8	3,4	2,9	3,6	1,6	2,4	3,4	4,3
معدل نمو M2/PIB	82,12	80,61	78,9	82	79,31	71,73	68	68,1	69,1	73,2	62,99	64,09	57,28	57,28

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقا من معطيات البنك الدولي

من خلال هذا الجدول، يظهر أن معدل نمو الكتلة النقدية عرف ارتفاعا ملموسا بين السنوات 1990-1993، و بالمقابل عرف نمو PIB انخفاضا تدريجيا حيث انتقل من 0.8% في 1990 إلى -2,1% في سنة 1993، و هذا يدل على التمويل التضخمي للاقتصاد و الذي تعكسه السيولة الاقتصادية المرتفعة (M2/PIB) و التي وصلت إلى 50.1% في سنة 1993، وابتداء من سنة 1994 و مع تطبيق برنامج الإصلاح الهيكلي، و إتباع سياسة نقدية صارمة عرف نمو الكتلة النقدية انخفاضا و استقرارا في حدود 15,7%، كما سجل ارتفاعا في نمو الناتج المحلي الخام الذي وصل إلى 5,1% سنة 1998.

أما الفترة الممتدة ما بين سنة 1998 و 2004، فهي الفترة التي عرفت تطبيق برنامج الإنعاش الاقتصادي و هذا بضح حوالي 520 مليار دينار في الاقتصاد الوطني فقد عرفت استقرارا في معدل نمو الكتلة النقدية و ارتفعت سنة 2001 لتصل إلى 54.1% ثم انخفضت لتستقر في حدود 14,7%، فمع بداية الألفية سجل النمو الاقتصادي تحسنا، مع تسجيل مستويات قياسية حيث بلغ 7,2% سنة 2003. كما عرفت س حجم الوساطة المالية ارتفاعا كبيرا وصلت إلى 62,8% في السنوات 2001، 2002 و سنة 2003 و استمر الأمر إلى منتصف 2013، غير أن معدلات النمو قد شهدت انخفاضا بين سنتي 2008 و 2009 و هذا راجع لانخفاض أسعار النفط بالإضافة إلى الركود الاقتصادي في الاقتصاديات المتقدمة و اشتداد الأزمة المالية العالمية، أما فيما يخص تطور مكونات الكتلة النقدية خلال هذه الفترة، فرأينا أن نقوم بتحليلها بعد التطرق لتطور معدلات الفائدة، و هذا لمعرفة مدى تأثير التحرير المالي المتمثل في تحرير معدلات الفائدة على الادخار (الودائع لأجل).

(2) التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة:

ابتداء من سنة 1990 و في إطار الإصلاحات مع صندوق النقد الدولي، اعتمدت السلطات النقدية سياسة التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة متبعة في ذلك منهج ماكينون و شاو في تحرير القطاع المالي. و كان الهدف الرئيسي من تحرير معدلات الفائدة في الجزائر هو إعطاء أحسن تعويض للأدخار بغرض تعبئته و توجيهه نحو تمويل الاستثمار من جهة، و ارغام المؤسسات على عقلنة سلوكها بإعطاء الافتراض تكلفته الحقيقية من جهة أخرى.¹

الجدول (4III) : تطور معدلات الفائدة والتضخم خلال الفترة 1990-2004

معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع*	معدلات الفائدة البنكية		التضخم	السنوات
	معدلات الفائدة على الودائع	معدلات الفائدة على القروض		
سالبة	7,6	8.0	9.3	1990
سالبة	13,8	8.0	16.7	1991
سالبة	15,0	8.0	25.9	1992
سالبة	15,3	8.0	31.7	1993
سالبة	16.0	11.3	20.5	1994
سالبة	16.6	18.4	29.0	1995
سالبة	14.5	19.0	29.8	1996
سالبة	12.6	15.7	18.7	1997
موجبة	9.1	11.5	5.7	1998
موجبة	8.3	10.8	5.0	1999
موجبة	7.5	10.0	2.6	2000
موجبة	6.3	9.5	0.3	2001
موجبة	5.3	8.6	4.2	2002
موجبة	5.3	8.1	1.4	2003
موجبة	3.6	8	4.3	2004

* معدل الفائدة الحقيقي = معدل الفائدة الاسمي معدل التضخم

المصدر: من إعداد الطالب انطاليا من معطيات البنك الدولي و الديوان الوطني للإحصائيات

¹ شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 136.

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطننة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

لقد عرفت معدلات الفائدة انطلاقا من سنة 1990 ارتفاعا مقارنة بمرحلة التخطيط المركزي، حيث تراوحت معدلات الفائدة على الودائع بين 7,6% و 15,3% ما بين 1990 و 1993، أما معدلات الفائدة على القروض فقد حدد لها البنك المركزي سقفا أقصاه 8% حتى لا ترتفع بدرجة كبيرة تؤثر سلبا على الطلب على القروض، و ورغم هذا الارتفاع إلا أن معدلات الفائدة ظلت سالبة نظرا لارتفاع معدلات التضخم. و في سنة 1994 و مع إلغاء البنك المركزي سقف معدلات الفائدة على القروض، وصلت هذه الأخيرة إلى 19% في سنة 1996 إلا أن نقطة التحول سجلت في سنة 1998، بتحقيق و لأول مرة معدلات فائدة حقيقية على الودائع موجبة و يعود هذا للانخفاض الكبير الذي شهده معدل التضخم حيث سجل 5,7% بينما سجلت معدلات الفائدة الاسمية على الودائع 9,1%. و ابتداء من سنة 1998 بدأت معدلات الفائدة في التراجع و هذا تماشيا مع انخفاض معدل التضخم. و حسب شاو و ماكينون فإن معدلات الفائدة الحقيقية تؤدي إلى زيادة مستويات الادخار، و هذا يمكن معرفته من خلال ملاحظة تطور نسبة أشباه النقود (ودائع لأجل)، من إجمالي الكتلة النقدية خلال هذه المرحلة.

الجدول (5.III) : تطور النسب الهيكلية للكتلة النقدية من 1990 إلى 2004

2003.99	98.94	93.90	مكونات الكتلة النقدية
26.40%	31.07%	36.47%	النقود الورقية
29.00%	33.15%	38.70%	نقود كتابية (ودائع تحت الطلب)
44.60%	35.78%	24.83%	أشباه النقود (ودائع لأجل)
100.00%	100.00%	100.00%	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مرجع شاكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

لقد عرفت الودائع لأجل تطورا متزايدا من إجمالي الكتلة النقدية فبعدها كانت تمثل أقل من 21% سنة 1991 وصلت إلى أكثر من 50% سنة 2003، و بتحليل مكونات الكتلة النقدية لهذه المرحلة، و إذا ما قارناها مع مرحلة قبل الإصلاح يمكن القول أنه كان لتحرير معدلات الفائدة تأثيرا على زيادة الادخار، و هذا ما يدل عليه تطور حصة الودائع لأجل من إجمالي الكتلة النقدية، و هذا ما يدل على تغير سلوك الأفراد و المؤسسات في تعاملها مع البنوك من جهة، و يدل على المنافسة بين البنوك التي تم اعتمادها بمقتضى قانون النقد و القرض، و التي وصل عددها إلى ما يزيد عن 30 بنكا مع نهاية 2003.

المبحث الثاني: دراسة أثر التحرير المالي على نظام الصرف باستخدام التحليل العاملي إلى مركبات أساسية (Acp) لمتغيرات الدراسة

لدراسة وتحليل أهم المتغيرات الكلية التي لها علاقة بسعر صرف الدينار تم الاعتماد على بعض الأساليب الإحصائية المتمثلة في أدوات القياس الاقتصادي، من خلال استخدام مقاييس الإحصاء الوصفي، بالإضافة إلى أهم أساليب التحليل العاملي باستخدام المركبات الأساسية (Acp)، وذلك لتحديد البنية العالمية الأساسية لنموذج الدراسة و وصف وتلخيص المتغيرات المتعددة إلى عدد أقل و محدود من المركبات استنادا للعلاقة الارتباطية فيما بينها.

بحيث في هذا المبحث سوف نقدم متغيرات الدراسة باستخدام الاحصاء الوصفي، ثم استخدام كل من التحليل العاملي لمركبات أساسية و التحليل العنقودي لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتصنيف هذه الأخيرة إلى عوامل و مجموعات.

I. التقديم الوصفي لمتغيرات الدراسة:

في هذا الجزء من البحث سيتم تقديم نموذج الدراسة وكذا تعريف لكل متغير من هذه المتغيرات باستخدام بعض الأساليب الكمية، من خلال حساب مختلف الإحصائيات الوصفية لسلسلة سعر صرف الدينار والمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، وذلك انطلاقا من إحصائيات تم الحصول عليها من بيانات البنك الدولي "مؤشرات التنمية العالمية" ويمكن توصيف نموذج الدراسة من خلال الشكل التالي:

الشكل (1.111): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الدراسة

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

يحتوي الشكل رقم (13) على نموذج الدراسة لمجموعة من المتغيرات المختارة التي تعبر فعلاً عن وضعية التحرير المالي في الاقتصاد الجزائري على المستوى الداخلي والخارجي والمتمثلة في كل من: مؤشر انفتاح الصادرات X/PIB، مؤشر انفتاح الواردات M/PIB، مؤشر نمو الائتمان M2/RCT، الاستثمار الأجنبي المباشر IED، معدل التضخم INF، مؤشر حجم الوساطة المالية M2/PIB، والتي تم تحديدها على أساس الدراسات السابقة وكذا النظرية الاقتصادية، بهدف دراسة علاقتها بالمتغير الأساسي المتمثل في سعر صرف الدينار الجزائري الحقيقي TCR، ولقد تم الاستعانة ببعض مقاييس الإحصاء الوصفي لتحديد مختلف المؤشرات الإحصائية التي تصف تطور قيم هذه المتغيرات أثناء الفترة محل الدراسة، والتي يمكن وصفها في الجدول رقم (13) كما يلي:

الجدول (6III) : بعض مقاييس الإحصاء الوصفي لسعر صرف الدينار والمتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة

Statistiques descriptives						
	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	Variance
	Statistiques	Statistiques	Statistiques	Statistiques	Statistiques	Statistiques
TCR	49	3,83745	116,593792	41,6906545	37,1296235	1378,609
X/PIB	49	12,8547573	48,81021	29,9234695	8,86069298	78,512
M/PIB	49	18,4121097	42,9655992	28,3704601	5,66231372	32,062
M2/PIB	49	33,0058365	83,8240308	61,4205523	13,1958719	174,131
M2/RC	49	0,64717662	15,5242698	4,43536116	4,10765415	16,873
INF	49	0,33916319	31,6696619	8,87543804	7,61645295	58,01
IED	49	-0,26308721	2,71012688	0,74570074	0,72417225	0,524

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات SPSS 23

يمكن تحليل الخصائص الإحصائية المبينة في الجدول رقم (6.III) بالنسبة لقيم كل متغير من المتغيرات المكونة للدراسة كما يلي:

● **سعر صرف الدينار الجزائري :**

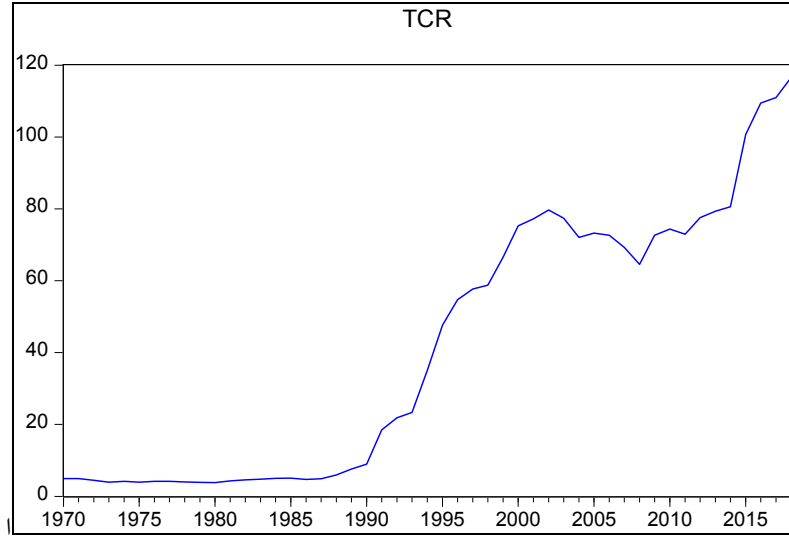
تتمثل هذه السلسلة في سعر صرف الدينار الحقيقي، خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2018، وتم ترميزه تحت اسم TCR، ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، وهذه المعطيات مأخوذة من البيانات الخاصة بالبنك الدولي.

يتضح من خلال الشكل رقم (2III) أدناه أن أدنى قيمة سجلتها أسعار صرف الدينار الجزائري خلال هذه الفترة هي 3,83 والتي توافقت سنة 1980، ليعرف TCR نموًا متسارعًا وليسجل قيمته العظمى سنة 2018 بـ 116,59، كما بلغ قيمة متوسط هذه السلسلة القيمة 41,69، أما تشتت قيم هذه السلسلة سجل بانحراف معياري قدره

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

37,12، مما يدل على عدم تجانس قيم سلسلة سعر صرف الدينار TCR خلال فترة الدراسة. يمكن القول أن السلسلة TCR هي سلسلة غير مستقرة في مستواها الأصلي، وهو ما يبرز في التمثيل البياني الآتي:

الشكل (2.III): تمثيل بياني لسلسلة سعر صرف الدينار

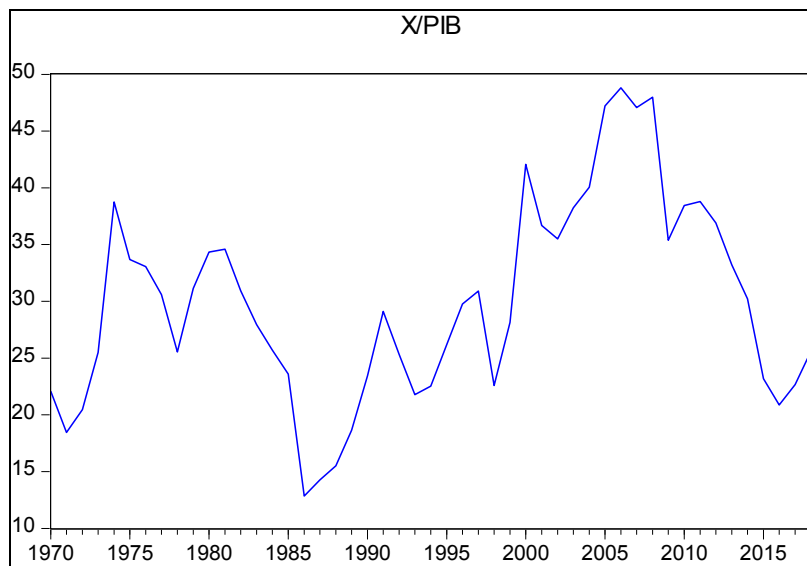


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

• **تحليل سلسلة مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB):**

تتمثل هذه السلسلة في نسبة صادرات الجزائر من الناتج الداخلي الخام و هي تعبر عن أحد جانبي الانفتاح التجاري، خلال الفترة من 1970 إلى 2018، وتم ترميزه تحت اسم (X/PIB) ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، وهذه المعطيات مأخوذة من البيانات الخاصة بالبنك الدولي. ويمكن تمثيل بيانات السلسلة (X/PIB) من خلال الشكل البياني رقم (3.III):

الشكل (3.III): تمثيل بياني لسلسلة مؤشر انفتاح الصادرات



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

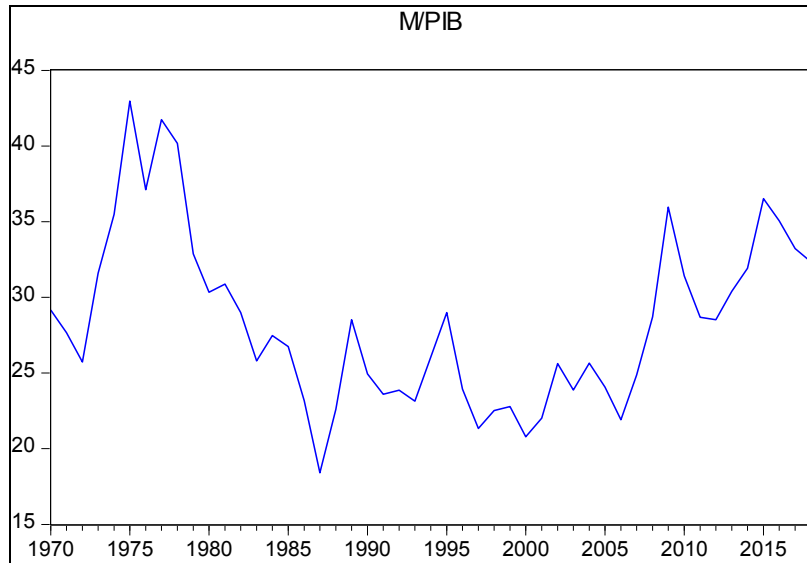
الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

يوضح الشكل (3.iii) أعلاه أن أدنى قيمة سجلها مؤشر انفتاح الصادرات هي 12,85 و هذا في سنة 1986، و هذا راجع لأزمة البترول التي شهدتها الدول المصدرة في تلك الفترة، ثم عرف مؤشر انفتاح الصادرات ارتفاعا متذبذبا ليبلغ أعلى قيمة 48,6 في سنة 2006 و واصل تذبذبه فانخفض سنة 2016 إلى 20,86 و ارتفع مجددا في سنة 2018 ارتفاعا طفيفا حيث بلغ 25,62. و يمكن القول أن سلسلة مؤشر انفتاح الصادرات سلسلة غير مستقرة عند مستواها الأصلي.

• تحليل سلسلة مؤشر انفتاح الواردات (M/PIB):

تتمثل هذه السلسلة في نسبة واردات الجزائر من الناتج الداخلي الخام و هي تعبر عن أحد جانبي الانفتاح التجاري، خلال الفترة من 1970 إلى 2018، و تم ترميزه تحت اسم (M/PIB) ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، وهذه المعطيات مأخوذة من البيانات الخاصة بالبنك الدولي. ويمكن تمثيل بيانات السلسلة (M/PIB) من خلال الشكل البياني رقم (4.iii):

الشكل (4.iii): تمثيل بياني لسلسلة مؤشر انفتاح الواردات



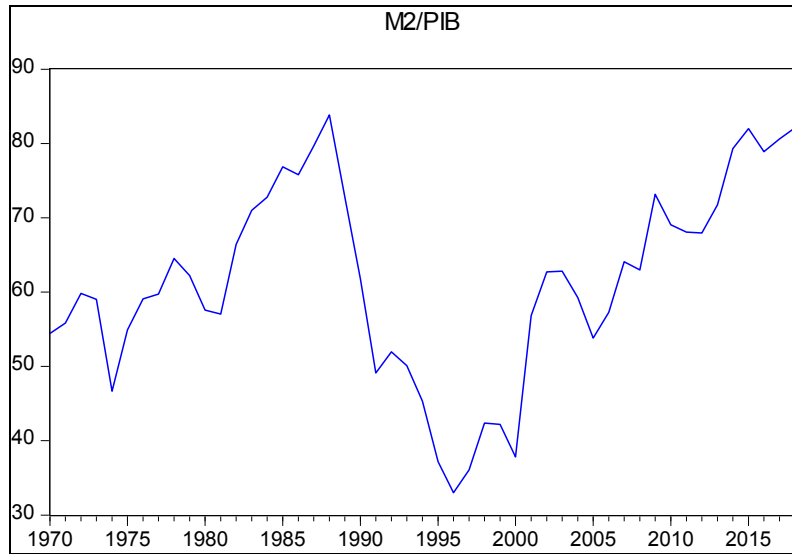
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

يوضح الشكل (4.iii) أعلاه أن أعلى قيمة سجلها مؤشر انفتاح الواردات هي 42,96 و هذا في سنة 1975 ثم بدأت الانخفاض في سنة 1979 لتصل إلى أدنى قيمها و هي 18,41 في سنة 1987، و هذا راجع لأزمة الأسواق المالية التي شهدتها البورصات العالمية في تلك الفترة، ثم عرف مؤشر انفتاح الواردات تغيرا متذبذبا طوال الفترة المحددة حيث بلغ في سنة 2018 قيمة 32,34. و يمكن القول أن سلسلة مؤشر انفتاح الواردات سلسلة غير مستقرة عند مستواها الأصلي.

• تحليل سلسلة مؤشر حجم الوساطة المالية (M2/PIB) :

يمثل مؤشر حجم س حجم الوساطة المالية حجم الكتلة النقدية إلى الناتج الداخلي الخام خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2018، و تم ترميزه بـ (M2/PIB) ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، و هي المعطيات تم الحصول عليها من بيانات البنك الدولي، ويمكن تمثيل بيانات السلسلة (M2/PIB) من خلال الشكل البياني رقم (5.III):

الشكل (5.III): تمثيل بياني لسلسلة مؤشر حجم سيولة الاقتصاد



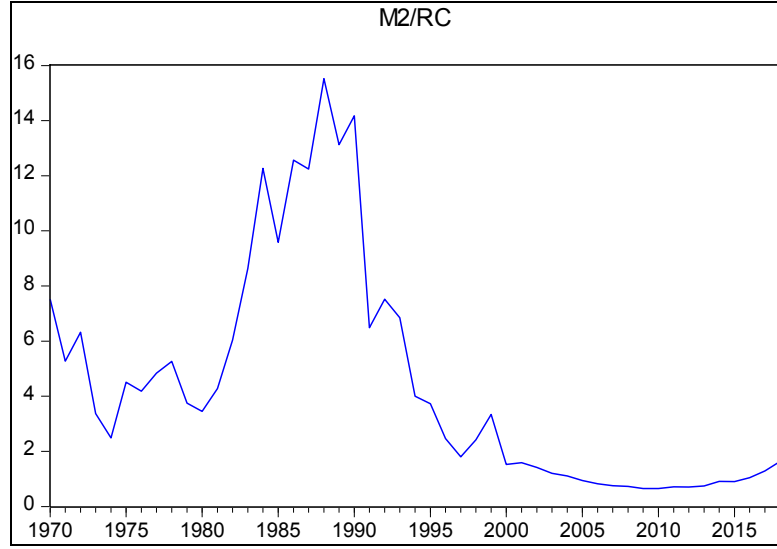
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

يتضح من الشكل (5.III) المبين أعلاه أن تغير مؤشر س حجم الوساطة المالية في الجزائر كان متذبذا و متزايدا بداية من سنة 1970 ليبلغ أعلى قيمة 83,82 سنة 1988 ثم انخفض بشكل متسارع ليبلغ أدنى قيمة له و التي قدرت بـ 33,01 سنة 1996، ثم ارتفع مجددا بشكل متذبذب ليبلغ قيمة 82,12 في سنة 2018، كما بلغ متوسط السلسلة 61,42، كما بلغ تشتت قيمتها و الذي سجل بانحراف معياري قدره 13,19. كما يبين الشكل عدم استقرار سلسلة مؤشر س حجم الوساطة المالية في مستواها الأصلي.

• تحليل سلسلة مؤشر نمو الائتمان (M2/RC) :

يمثل مؤشر نمو الائتمان السريع حجم الكتلة النقدية إلى احتياطي النقد الأجنبي خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2018، و تم ترميزه بـ (M2/RC) ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، و هي المعطيات تم الحصول عليها من بيانات البنك الدولي، ويمكن تمثيل بيانات السلسلة (M2/RC) من خلال الشكل البياني رقم (6.III):

الشكل (6.III) : تمثيل بياني لسلسلة مؤشر نمو الائتمان السريع



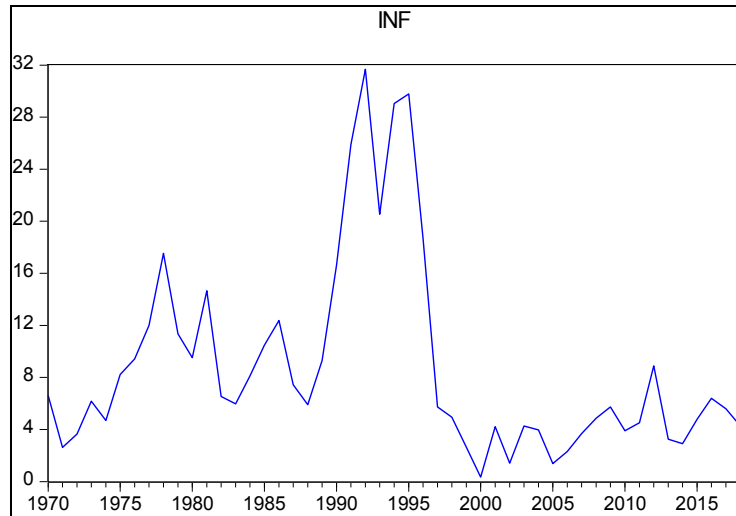
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

يوضح الشكل (6.III) أعلاه أن أعلى قيمة سجلها مؤشر نمو الائتمان هي 15,52 و هذا في سنة 1988 ثم بدأت الانخفاض لتصل إلى أدنى قيمها و هي 0,64 في سنة 2009، ثم عرف مؤشر نمو الائتمان تغيرا متزايدا بعد ذلك حيث بلغ في سنة 2018 قيمة 1,63. و يمكن القول أن سلسلة مؤشر نمو الائتمان سلسلة غير مستقرة عند مستواها الأصلي.

• تحليل سلسلة معدل التضخم (INF) :

تتمثل هذه السلسلة في النسبة من الأسعار التي يدفعها المستهلكون (سنويا) مقابل السلع والخدمات خلال الفترة من 1970-2018، وتم ترميزه تحت اسم (INF)، ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، وهذه المعطيات مأخوذة من البيانات الخاصة بالبنك الدولي. ويمكن تمثيل بيانات السلسلة (INF) من خلال الشكل البياني رقم (7.III).

الشكل (7.III) : تمثيل بياني لسلسلة مؤشر التضخم



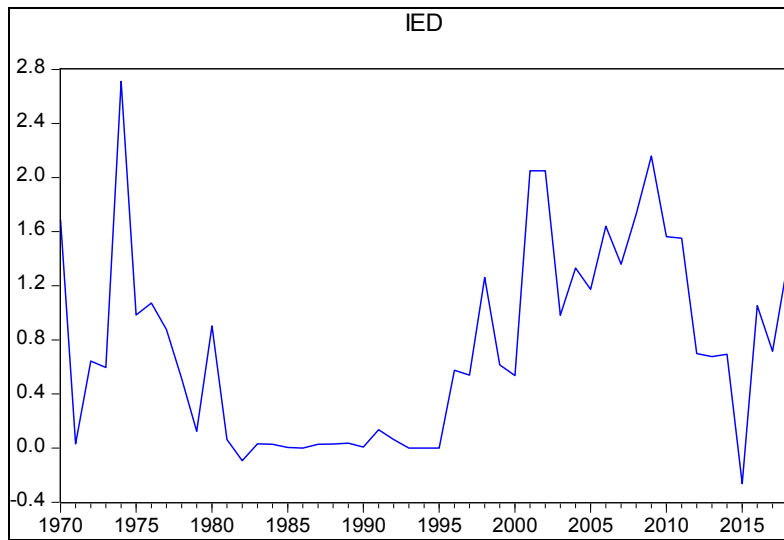
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

من خلال الشكل رقم (7.III) أعلاه نجد أ أدنى قيمة سجلها نمو معدل التضخم (INF) في الجزائر خلال هذه الفترة بـ 0,33% سنة 2000، كما سجل (INF) أعلى مستوياته سنة 1992 بـ 31,67%، وقد بلغ متوسط هذه السلسلة القيمة 8,86، في حين سجلت قيمها بانحراف معياري قدره 7,61، وهذا ما أدى إلى ضعف التجانس بين قيم هذه السلسلة والتباين الكبير في المشاهدات، ومنه فإن السلسلة (INF) هي سلسلة غير مستقرة في مستواها الأصلي.

• تحليل سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (IED):

تمثل سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (IED) صافي التدفقات الوافدة و الخارجة كنسبة من الناتج الداخلي الخام خلال الفترة 1970-2018، و تم ترميزه تحت (IED) ليتم الحصول على 49 مشاهدة خلال هذه الفترة، و هذه المعطيات مأخوذة من بيانات البنك الدولي، و يمكن تحليل سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال الشكل البياني رقم (7.III). الشكل (8.III): تمثيل بياني لسلسلة مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على Eviews9

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن أعلى قيمة سجلها الاستثمار الأجنبي المباشر هي 2,71 سنة 1974، و أدنى قيمة هي 0,26 في سنة 2015 و هي قيمة سالبة، مما يوضح أعلى و أدنى نسبة شهدها الاستثمار الأجنبي المباشر، و قد سجل متوسط هذه السلسلة قيمة قدرها 0,75، و سجلت قيمها بانحراف معياري قدره 0,74، و عليه يمكن القول أن سلسلة الاستثمار الأجنبي المباشر (IED) سلسلة مستقرة في مستواها الأصلي.

II. شروط تطبيق التحليل العاملي إلى مركبات أساسية (ACP):

قبل إجراء التحليل العاملي إلى مركبات أساسية (ACP) لابد من التحقق من مجموعة الشروط التي تشمل تحقق فرضيات التحليل العاملي إلى مركبات أساسية، وذلك من أجل التحقق من سلامة النتائج الخاصة بالتحليل العاملي، بالإضافة إلى التحقق من جودة تمثيل متغيرات الدراسة. ويمكن تقديم هذه الشروط كما يلي:

1) اختبار تحقق فرضيات التحليل العاملي إلى مركبات أساسية:

تم حساب معاملات الارتباط بين درجة كل متغير مع باقي المتغيرات، وذلك لمعرفة مدى ارتباط المتغيرات ببعضها البعض بالمجال الواحد؛ أي الحمولة مع بقية المتغيرات، من خلال حساب مصفوفة الارتباط المبينة في الجدول (6.III)، إذ يمكن أن نلخص أن الفكرة الأساسية للنموذج العاملي هي افتراض إمكانية تجميع المتغيرات بناءً على معاملات الارتباط بينها وقياسها، حيث يعتمد التحليل العاملي إلى مركبات أساسية على مصفوفة الارتباط من أجل حساب القيم الذاتية. وأخيراً تحديد معاملات الارتباط للمتغيرات المحددة للنموذج بالظاهرة المدروسة. وللتأكد من تحقق فرضيات التحليل العاملي إلى مركبات أساسية غلب التحقق من اختلاف القيمة المطلقة لمحدد مصفوفة معاملات الارتباط عن الصفر، كما يتطلب هذا الاختبار التحقق من فرضية كفاية المشاهدات لموضوع الدراسة، وكذلك كفايتها بالنسبة لكل متغير من متغيرات الدراسة

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

• حساب مصفوفة الارتباط ومحددتها:

الجدول (7.III): مصفوفة الارتباط والمعنوية الإحصائية (أحادية الاتجاه) لمتغيرات الدراسة

Matrice de corrélation ^a								
		TCR	X/PIB	M/PIB	M2/PIB	M2/RC	INF	IED
Corrélation	TCR	1,000	,381	-,063	,132	-,713	-,357	,407
	X/PIB	,381	1,000	,035	-,252	-,670	-,325	,604
	M/PIB	-,063	,035	1,000	,265	-,234	-,012	,177
	M2/PIB	,132	-,252	,265	1,000	,227	-,331	-,080
	M2/RC	-,713	-,670	-,234	,227	1,000	,312	-,580
	INF	-,357	-,325	-,012	-,331	,312	1,000	-,478
	IED	,407	,604	,177	-,080	-,580	-,478	1,000
Signification (unilatéral)	TCR		,003	,334	,183	,000	,006	,002
	X/PIB	,003		,407	,041	,000	,011	,000
	M/PIB	,334	,407		,033	,053	,468	,111
	M2/PIB	,183	,041	,033		,058	,010	,292
	M2/RC	,000	,000	,053	,058		,015	,000
	INF	,006	,011	,468	,010	,015		,000
	IED	,002	,000	,111	,292	,000	,000	
a. Déterminant = ,033								

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

من خلال الجدول أعلاه تظهر لنا مصفوفة الارتباط لسعر صرف الدينار المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة، نقوم بأول خطوة وهي حذف المتغيرات التي لها معامل ارتباط أصغر من 0,25 أو أكبر من 0,9 أو المتغيرات ذات الارتباط المعدوم أو المسار للواحد، ثم نعيد التحليل. و من الجدول يظهر لنا أن كل من مؤشرا حجم الوساطة المالية و معدل انفتاح الواردات لها ارتباطات ضعيفة مع أغلب المتغيرات خاصة سعر صرف الدينار الحقيقي و كلاهما غير معنوي و لكن لا يمكن حذف كل المتغيرات لذا سنحذف مؤشر انفتاح الواردات فقط لأنه يحتوي على أضعف الارتباطات ثم نعيد التحليل.

الجدول (8.III) : مصفوفة الارتباط والمعنوية الإحصائية (أحادية الاتجاه) لمتغيرات الدراسة بعد الحذف

Matrice de corrélation ^a							
		TCR	X/PIB	M2/RC	INF	IED	M2/PIB
Corrélation	TCR	1,000	,381	-,713	-,357	,407	,132
	X/PIB	,381	1,000	-,670	-,325	,604	-,252
	M2/RC	-,713	-,670	1,000	,312	-,580	,227
	INF	-,357	-,325	,312	1,000	-,478	-,331
	IED	,407	,604	-,580	-,478	1,000	-,080
	M2/PIB	,132	-,252	,227	-,331	-,080	1,000
Signification (unilatéral)	TCR		,003	,000	,006	,002	,183
	X/PIB	,003		,000	,011	,000	,041
	M2/RC	,000	,000		,015	,000	,058
	INF	,006	,011	,015		,000	,010
	IED	,002	,000	,000	,000		,292
	M2/PIB	,183	,041	,058	,010	,292	
a. Déterminant = ,070							

المصدر : مخرجات برنامج SPSS 23

يوضح لنا الجدول السابق رقم (8.III) مصفوفة الارتباط بعد حذف المتغير مؤشر انفتاح الواردات، نلاحظ من الجدول أن محدد مصفوفة الارتباط يختلف عن الصفر أي يمكننا إجراء التحليل العاملي إلى مركبات أساسية، كما نلاحظ وجود ارتباط قوي و عكسي بين سعر الصرف الحقيقي و مؤشر نمو الائتمان السريع، كما نلاحظ ارتباط عكسي بين سعر الصرف الحقيقي و معدل التضخم و هذا ما يوافق النظرية الاقتصادية، بالإضافة إلى وجود ارتباط طردي مع كل من مؤشر انفتاح الصادرات و مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر و ارتباط ضعيف مع مؤشر سيولة الاقتصاد. أما فيما يخص المعنوية الاحصائية فأغلب المتغيرات معنوية فيما بينها، و أغلبها معنوية في علاقتها مع سعر الصرف الحقيقي.

• التأكد من غياب مشكل الأزواج الخطي:

للتأكد من غياب مشكل الأزواج الخطي، يجب اختبار فرضية وجود مشكل الأزواج الخطي من خلال المقارنة بين محدد مصفوفة الارتباط | | و القيمة 10^{-5} .

$$|MC| = 0,07 > 10^{-5} \quad \text{لدينا}$$

و منه نرفض الفرضية العدم و نقول لا يوجد مشكل الأزواج الخطي.

• اختبار كفاية حجم العينة:

✓ نتائج اختبار KMO لكفاية حجم العينة واختبار Bartlett

الجدول (9.III): جدول يوضح نتائج اختبار KMO لكفاية حجم العينة واختبار Bartlett

Indice KMO et test de Bartlett		
Indice de Kaiser-Meyer-Olkin pour la mesure de la qualité d'échantillonnage.		,671
Test de sphéricité de	Khi-deux approx.	120,251
Bartlett	Ddl	15
	Signification	,000

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

يوضح لنا الجدول رقم (9.III) نتائج اختباري كاييز ماير أوكلين للتأكد من كفاية حجم العينة، و بارليت للتأكد من أن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة وحدة.

➤ للتأكد من كفاية حجم العينة نختبر الفرضية التالية :

$$\begin{cases} H_0: \text{حجم عينة كافي} \\ H_1: \text{حجم عينة غير كافي} \end{cases}$$

نقوم بفحص قيمة مؤشر KMO ثم نقارنه مع النسبة 0,5

$$IKMO = 0,671 > 0,5$$

و منه نرفض الفرضية البديلة و نقول أن حجم العينة كافي و يمكن الاعتماد عليها للحصول على مركبات أساسية مفسرة و تحليل عاملي ناجح.

➤ للتأكد من أن مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة وحدة¹ نعتمد على اختبار بارليت كما يوضحه الجدول

رقم (9.III) أعلاه، بحيث نختبر الفرضية التالية:

$$\begin{cases} H_0: MC = I \\ H_1: MC \neq I \end{cases}$$

* مصفوفة الوحدة تعني أنه لا توجد علاقة ارتباط بين المتغيرات، حيث أن معامل الارتباط بين جميع المتغيرات يساوي الصفر، كما أن مصفوفة الوحدة هي المصفوفة التي تتكون جميع عناصرها من الصفر، فيما عدا العناصر الموجودة على القطر الرئيسي تساوي الواحد الصحيح.

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطننة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

نقوم بمقارنة قيمة χ^2 المحسوبة مع قيمتها الجدولية أو نقارن بين معنوية الاختبار الإحصائية مع مستوى المعنوية α ،

فنلاحظ من الجدول رقم (9.III) أن نتيجة الاختبار هي معنوية عند مستوى معنوية 1%، 5% و 10%. فنرفض فرضية العدم و نقبل الفرضية البديلة، مصفوفة الارتباط ليست مصفوفة الوحدة.

✓ المصفوفة غير الصورية:

للتحقق من فرضية كفاية العينة "المشاهدات" بالنسبة لكل متغير من المتغيرات نستخدم المصفوفة غير الصورية (la matrice anti-image) التي تظهر نسب معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث تحتوي هذه المصفوفة على السلبيات الخاصة بمعاملات الارتباط الجزئية، في حين تحتوي مصفوفة التباين المشترك غير الصورية على السلبيات من التباينات الجزئية، وعليه فإن النموذج العاملي الجيد تكون فيه جميع القيم خارج القطر في هذه المصفوفة ذات قيم صغيرة، أما القيم الموجودة على قطر هذه المصفوفة غلب أن تكون أكبر من 0,5 لتتحقق فرضية ملاءمة العينات بالنسبة لكل متغير.

الجدول (10.III): المصفوفة غير الصورية

		Matrices anti-images					
		TCR	X/PIB	M2/RC	INF	IED	M2/PIB
Covariance anti-image	TCR	,392	,059	,219	,027	,005	-,176
	X/PIB	,059	,451	,141	,068	-,143	,077
	M2/RC	,219	,141	,257	-,010	,070	-,138
	INF	,027	,068	-,010	,606	,186	,253
	IED	,005	-,143	,070	,186	,506	,024
	M2/PIB	-,176	,077	-,138	,253	,024	,634
Corrélation anti-image	TCR	,606 ^a	,140	,692	,056	,011	-,354
	X/PIB	,140	,780 ^a	,415	,130	-,299	,144
	M2/RC	,692	,415	,642 ^a	-,025	,194	-,341
	INF	,056	,130	-,025	,690 ^a	,336	,407
	IED	,011	-,299	,194	,336	,820 ^a	,043
	M2/PIB	-,354	,144	-,341	,407	,043	,367 ^a
a. Mesure de la qualité d'échantillonnage (MSA)							

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

يوضح الجدول رقم (10.iii) أعلاه، تحقق كفاية حجم العينة لكل المتغيرات ما عدا مؤشر سيولة الاقتصاد، الذي سجل قيمة 0,367 و هي قيمة أصغر من 0,5.

(2) جودة تمثيل المتغيرات الخاصة بالدراسة:

يعتمد أسلوب تحليل المركبات الأساسية (Acp) بصفة أساسية على تفسير وتحليل مجموعة التغيرات والتباينات من خلال مجموعة صغيرة من التوليفات الخطية في المتغيرات الأساسية، ومن ثم فإن الهدف الأساسي لهذا الأسلوب التحليلي هو تفسير البيانات ومعرفة مدى اختلافها وأسباب هذا الاختلاف، وكذلك التعامل مع التباينات بصورة مختصرة من خلال أقل عدد ممكن من العلاقات الخطية والتي تفسر في مجملها أكبر جزء ممكن من الاختلافات والتباينات بينها، وبالتالي فإن (Acp) هو عملية وصف وتلخيص المتغيرات المتعددة الأصلية إلى عدد أقل ومحدود من المركبات وذلك اعتمادا على العلاقة التي تربط المتغيرات فيما بينها، وعليه فإن عملية تلخيص واختزال المتغيرات يعتمد على فرضية وشروط أخرى تتمثل في مدى جودة تمثيل المتغيرات في التحليل، ومن خلال نتائج الجدول رقم (11.iii) نجد نتائج جودة التمثيل الخاصة بهذه المتغيرات المكونة للدراسة وهو يعد من بين أهم الشروط لتطبيق تحليل المركبات الأساسية (Acp) والتي غلب أن يكون تمثيلها جيدا.

الجدول (11.iii): جدول يبين جودة تمثيل المتغيرات

Qualités de représentation		
	Initiales	Extraction
TCR	1,000	,591
X/PIB	1,000	,720
M2/RC	1,000	,820
INF	1,000	,694
IED	1,000	,648
M2/PIB	1,000	,863

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

ومن خلال نتائج الجدول رقم (11.iii) أعلاه الذي يوضح تمثيل المتغيرات انطلاقا من معاملات الارتباط وكذا مقدار التباينات المشتركة بين المتغيرات، حيث تدل قيم العمود الثاني (Extraction) حاصل مجموع مربعات التباينات المشتركة عند كل متغير في العوامل المستخرجة؛ أي أنه يعبر عن نسبة التباين في المتغيرة التي تشرحها

العوامل المشتركة المشتقة من التحليل العاملي، فعلى سبيل المثال نرى أن 82% من تبيان المتغيرة مؤشر نمو الائتمان يعتبر تباين مشترك مع العوامل المستخرجة، وهكذا بالنسبة مع بقية المتغيرات الأخرى، حيث ظهر مستوى التمثيل لأغلب قيم هذه المتغيرات أكبر من 55%. و بالتالي فإن هذه المتغيرات تتمتع بمعامل تمثيل عالي باستثناء تمثيل متغير سعر الصرف الحقيقي (TCR) الذي كان فيه مستوى التمثيل متوسط بقيمة 59,1%. بهذا يمكن القول أن مجموع المتغيرات المكونة للدراسة ذات جودة عالية من التمثيل.

III. استخراج العوامل الأساسية وتصنيفها:

بعد اختبار صلاحية مصفوفة الارتباط للتحليل العاملي تأتي خطوة أخرى تهدف للكشف عن البنية العاملية؛ أي استخراج أفضل تشكيلة خطية مفسر بأقصى قدر ممكن من التباين بالنسبة لكل عامل، لتحقيق ما يسمى بالبنية البسيطة من العوامل المستخرجة، لتحديد أهم المتغيرات الأساسية التي ترتبط مع بعضها البعض، وهذا ما يسهل من تصنيف مجموع العوامل الناتجة وتسميتها.

1) استخراج العوامل الأساسية:

تتلخص عملية استخراج العوامل الأساسية في مرحلتين، المرحلة الأولى تتمثل في تحديد القيم الخاصة (الذاتية) لمصفوفة معاملات الارتباط والمحاور وتمثيلها في المحاور المحددة، ثم تأتي مرحلة أخرى تقوم بتدوير وتأويل العوامل المحاور (F1 و F2) أجل استخراج أفضل تشكيلة خطية من المتغيرات التي تفسر أقصى قدر ممكن من التباين في المتغيرات من أية تركيبة ممكنة أخرى، ويمكن توضيح عملية استخراج العوامل الأساسية كما يلي:

• استخراج القيم الخاصة (الذاتية) لمصفوفة معاملات الارتباط والمحاور:

ينطلق التحليل حسب هذه الطريقة من البحث عن القيم الذاتية والنسب المرتبطة بالمحاور الأساسية لما لها من دور كبير في تصنيف متغيرات الدراسة، حيث تشير القيمة الذاتية إلى كمية التباين المفسر في المتغيرات من قبل العامل الذي ارتبطت به، بمعنى تشتت المتغيرات حول كل محور عاملي، وهذا ما سيتم توضيحه في الجدول رقم (10.III) والذي يبين القيم الذاتية ونسب التشتت المقابلة لكل محور عاملي، حيث يتكون جدول القيم الذاتية من ثلاثة أقسام يتمثل القسم الأول في التقديرات الأولية القائمة على أساس طريقة التحليل إلى مركبات أساسية؛ أي الجذور الكامنة المبدئية، أما القسم الثاني فهو يمثل مجموعة مربعات التحويلات المستخلصة " قبل التدوير " ويتضمن هذا الجزء العوامل التي تكون فيها مجموع الجذور الكامنة أكبر من الواحد الصحيح، في حين يتمثل القسم الثالث في القيم الذاتية بعد عملية تدوير المحاور أي محاولة توزيع التباينات بشكل متقارب أو متساوي بين العوامل من خلال اعتماد أسلوب (Varimax) و على عكس قيم القسم الثاني التي تكون قبل عملية التدوير، كما يختلف القسم الثاني عن الأول في كونه ناتج عن استخدام طريقة المحاور الأساسية.

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطننة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

حيث تم تحديد محورين للعوامل الأساسية، بناء على أحد الاتجاهات المتعلقة بقيمة الارتباط الذي ينبغي أخذها بعين الاعتبار كنسبة قبول ارتباط المتغيرات بالمحور المفسر، وبالتالي فإننا سننعمد في تحديد العوامل على ما لا يقل عن القيمة 0,45 كنسبة لقبول ارتباط المتغير بالمحور المفسر، أما لتحديد عدد العوامل (المحاور الأساسية) نتبع أسلوب " كايزر " Criterion Kaiser والذي يستبعد العوامل ذات القيم الذاتية أقل من الواحد الصحيح والتي عددها 04 في حين نقبل محورين فقط وهي التي يتحقق فيها شرط "كايزر" حسب نتائج الجدول رقم (10.III)، والواقع أن عدد المحاور العاملة المأخوذة بعين الاعتبار لوصف ظاهرة ما مرتبط بطبيعة وهدف البحث والدقة المطلوبة. و الجدول رقم (12.III) يوضح نتائج القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة المتوصل إليها.

الجدول (12.III): القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة

Variance totale expliquée									
Composante	Valeurs propres initiales			Sommes extraites du carré des chargements			Sommes de rotation du carré des chargements		
	Total	% de la variance	% cumulé	Total	% de la variance	% cumulé	Total	% de la variance	% cumulé
1	2,967	49,442	49,442	2,967	49,442	49,442	2,932	48,873	48,873
2	1,370	22,829	72,270	1,370	22,829	72,270	1,404	23,398	72,270
3	,754	12,560	84,830						
4	,380	6,335	91,165						
5	,366	6,108	97,273						
6	,164	2,727	100,000						

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

المصدر : مخرجات برنامج SPSS 23

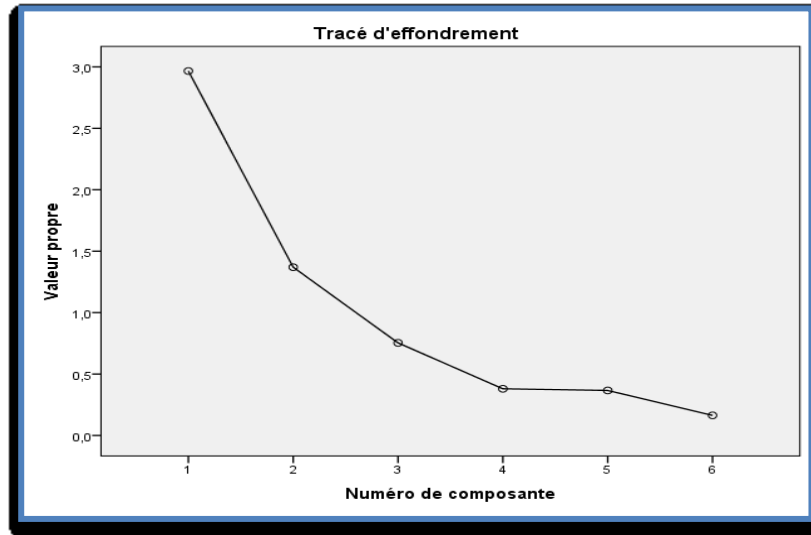
ومن خلال نتائج الجدول رقم (12.III) أعلاه و الذي يوضح القيم الذاتية ونسب التشتت حول المحاور العاملة، حيث تتبين نتائج القسم الأول والثاني، والتي هي تأتي قبل عملية التدوير أن المحاور العاملة المأخوذة وعددها اثنان أي (F1 و F2) تفسر 72,270%. من الظاهرة محل الدراسة وهي نسبة عالية ومقبولة للأخذ بالمحورين الأول والثاني كعاملين مفسرين للعلاقة بين سعر صرف الدينار (TC) و المتغيرات الاقتصادية خلال الفترة 2018.1970، وبالتالي إعطاء صورة واضحة لسحابة النقاط، حيث توزعت هذه النسبة على المركبة الأساسية الأولى (F1) بـ 49,44% من قيمة الجمود أو التشتت الكلي والتي تقابل أعلى قيمة ذاتية و هي $(\lambda=2,967)$ ، أما المحور الثاني فأخذت مركبته (F2) 22,82% من التشتت الإجمالي والتي تقابل قيمة ذاتية قدرها $(\lambda=1,370)$ ، في

حين تمثل نتائج القسم الثالث عملية تدوير المحاور؛ أي تحويل مصفوفة الارتباطات الأولية إلى مصفوفة ارتباطات مكافئة بهدف تحسين بنية المركبات في تكوين التباين الإجمالي وجعلها أكثر وضوحا من حيث التوزيع بين المركبات، ولقد أخذت توزيعات نسب التشتت بعد عملية الدوران تقسيمات جديدة لتأخذ المركبة الأساسية الأولية (F1) نسبة قدرها 48,78% من التشتت الكلي والتي تقابل أعلى قيمة ذاتية و هي $(\lambda=2,93)$ أما المحور الثاني فقد شهدت مركبته تحسنا حيث بلغت قيمته 23,39% من التشتت الإجمالي والتي تقابل قيمة ذاتية قدرها $(\lambda=1,4)$.

✓ تمثيل القيم الذاتية:

سيتم في هذا الجزء من الدراسة تمثيل القيم الذاتية من خلال الرسم البياني " Polt Scree " لركام¹ الجذور التخيلية " Eigenvalues " المقابلة للعوامل المختلفة التي تم استخلاصها من هذه الدراسة، وذلك لتحديد القيم الذاتية التي سيتم أخذها من التي يمكن استبعادها، وهو أسلوب ابتكره " Cattell " سنة 1966، بحيث يعتمد على إجراء رسم بياني للعوامل، فإذا اتسم العامل بدرجة انحدار قوية، بمعنى أنه يميل على الاتجاه العمودي النازل، فإنه يدرج في النموذج، وتستبعد العوامل التي تميل إلى الانحدار التدريجي أي تميل إلى الاتجاه الأفقي. و يمكن تمثيل القيم الذاتية المستخرجة السابقة من خلال الشكل رقم (9.III) التالي:

الشكل (9.III) تمثيل القيم الذاتية



المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

* يقصد بالركام المنطقة التي يأخذ فيها المنح الذي يربط النقاط الوضع الأفقي والذي يكون يف شكل هضبة.

الملاحظ في الشكل رقم (9.III) أن القيم الذاتية ذات الانحدار الشديد تكون في المجال [1.2]، حيث أن الركاب بدأ يظهر بين العاملين الثاني والثالث، كما أن هذا الأخير يقبل جذر تخيلي أقل من واحد؛ أي أن القيم الذاتية المقابلة للعوامل المستخرجة هو اثنين، وبالتالي فإنه يتم الاحتفاظ بالعاملين الأول والثاني فقط، كما تستبعد العوامل من النموذج التي تميل إلى الانحدار التدريجي؛ أي تميل إلى الاتجاه الأفقي وعددها أربعة.

2) عملية تدوير وتأويل العوامل (المحاور):

إن طريقة استخراج العوامل السابقة تهدف لاستخراج أفضل تشكيلة خطية من المتغيرات التي تفسر أقصى قدر ممكن من التباين في المتغيرات من أية تركيبة ممكنة أخرى، ثم يتم بعد ذلك الانتقال إلى استخراج العامل الثاني الذي غلب أن يفسر أقصى تباين من مقدار التباين الذي تبقى بدون استخراج عند استخراج العامل الأول؛ أي يتم استخراج العوامل الأخرى بالتتابع من بواقي التباين، غير أن المحاكاة الرياضية تؤدي في الغالب إلى تجمع التشعبات المرتفعة على العامل الأول بحيث أغلب المتغيرات تتشعب عليه تشعباً مرتفعاً ولا تتوزع هذه التشعبات المرتفعة على العوامل الأخرى، كما يجعل المركبة الأساسية الأولى (F1) بمثابة عامل عام يستحوذ على تفسير معظم التباين في المتغيرات على الرغم من أنه ليس كذلك بل هو عامل من ضمن عدد من العوامل. و الجدول رقم (13.III) أسفله يوضح مصفوفة العوامل قبل التدوير والتي تمثل توزيع تباين كل متغيرة على العوامل المستخرجة.

الجدول (13.III): مصفوفة العوامل قبل التدوير

	Composante	
	1	2
M2/RC	-,882	,207
IED	,805	
X/PIB	,799	-,285
TCR	,742	,201
M2/PIB		,925
INF	-,587	-,591

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.
a. 2 composantes extraites.

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

ومن خلال نتائج الجدول رقم (13.III) أعلاه والذي يوضح مصفوفة العوامل قبل التدوير، نلاحظ أن توزيع التباين يكون على المحاور العاملية المأخوذة و عددها اثنان؛ أي (F1 و F2) قبل التدوير، فنجد أن المركبة الأساسية الأولى (F1) تستقطب أغلب التباينات أي تأخذ المتغيرات التي هي بتباينات مرتفعة، غير أن هذا يقدم انطبعا زائفا أن البنية العاملية لهذه المتغيرات تنطوي على المركبة الأساسية الأولى (F1) والتي تلخص أغلب التباين في المتغيرات، وللتخلص من إشكالية افتقار البنية العاملية للتأويل عند استخراجها نستعمل إستراتيجية التدوير أو التدوير العاملي التي تستهدف إعادة توزيع التباين المفسر على العوامل مع الإبقاء على التباين الكلي ثابتا بدون تغيير، وسيتبع ذلك تغير في نمط التباينات "كيفية تشعبها على العوامل (F1 و F2)" لتحقق ما يسمى بالبنية البسيطة، إن الغرض من التدوير لا يكون لمجرد تغيير عدد العوامل المحدد بل لمحاولة الوصول إلى وضع جديد للمحاور (العوامل) المستخرجة حتى يسهل تفسيرها من خلال المتغيرات المرتبطة بكل عامل من العوامل المستخرجة.

وبالتالي تحديد أهم المتغيرات التي ترتبط مع بعضها البعض عند تشكيل العوامل. و الجدول رقم (14.III) أسفله يوضح مصفوفة العوامل بعد عملية التدوير استخدام أسلوب (Varimax).

الجدول (14.III): مصفوفة العوامل بعد التدوير

Rotation de la matrice des composantes ^a		
	Composante	
	1	2
M2/RC	-,902	
X/PIB	,833	-,165
IED	,797	,113
TCR	,704	,308
M2/PIB	-,223	,902
INF	-,494	-,671
Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.		
Méthode de rotation : Varimax avec normalisation Kaiser.		
a. Convergence de la rotation dans 3 itérations.		

المصدر: مخرجات برنامج SPSS 23

يوضح الجدول رقم (14.III) أعلاه مصفوفة العوامل بعد التدوير، حيث نجد عدم افتقار البنية العاملية للتأويل في هذه المصفوفة؛ أي أن كل متغير لو تشعبا مرتفعا على عامل واحد فقط دون العوامل الأخرى مع ارتفاع هذا

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

التشعب، وهذا ما يفسر العلاقة الارتباطية بين مجموع هذه المتغيرات في تكوين كل محور وهذا بدوره يسهل عملية تقسيم المحاور العاملة وتحليلها، وبالتالي تصنيفها في العلاقات الارتباطية.

(3) تصنيف العوامل الناتجة:

تعتبر مرحلة تسمية العوامل وتصنيفها من أصعب المراحل التي يواجهها الباحث، كونها تشكل مشكلة معقدة، وهي غالباً تحكمية اختيارية، ويفضل بعض الباحثين أن يطلقوا على العوامل المستخرجة رموزاً ترتب العوامل الناتجة ترتيباً تصاعدياً، العامل الأول، العامل الثاني...، وهكذا. ويضع بعض الباحثين عدة أساليب لتسمية العوامل المستخرجة ومنها الوصف؛ أي استخدام مفاهيم مختصرة متعارف عليها تعكس بوضوح طبيعة المتغيرات التي تضمنها العامل، كما يتم استخدام السببية وهي طريقة تتجاوز الوصف إلى البحث عن المؤثرات التي تسببت في تشكيل العامل على النحو الذي تشكل به. ويمكن تسمية العوامل المستخرجة وكذلك تلخيص متغيرات الدراسة والمشاهدات في عدد محدود من المجموعات الجزئية كما يلي:

• **وصف العوامل المستخرجة:**

انطلاقاً من مصفوفة العوامل بعد تدوير المحاور، يمكن تلخيص العوامل والمتغيرات المرتبطة بها والتي تعد درجة الارتباط بهذه المحاور (F1 و F2) وذلك من أجل تحديد تموضع المتغيرات بالنسبة لكل محور وأيضاً لتحديد التمثيل البياني للمخطط العامي للمتغيرات وتفسيرها، حيث نجد أن مجموع المتغيرات المكونة للدراسة تنقسم إلى مجموعتين من المتغيرات المتجانسة، حيث المجموعة الأولى متمثلة في: "مؤشر نمو الائتمان (M2/RC)، مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB)، الاستثمار الأجنبي المباشر (IED)، سعر الصرف الحقيقي (TCR) والتي تساهم في تكوين المحور الأول بنسب: 0,902%، 0,833%، 0,797%، 0,704% على التوالي، و الجدول رقم (15.III) أسفله يوضح الوصف الأولي للمعاملان الأول والثاني :

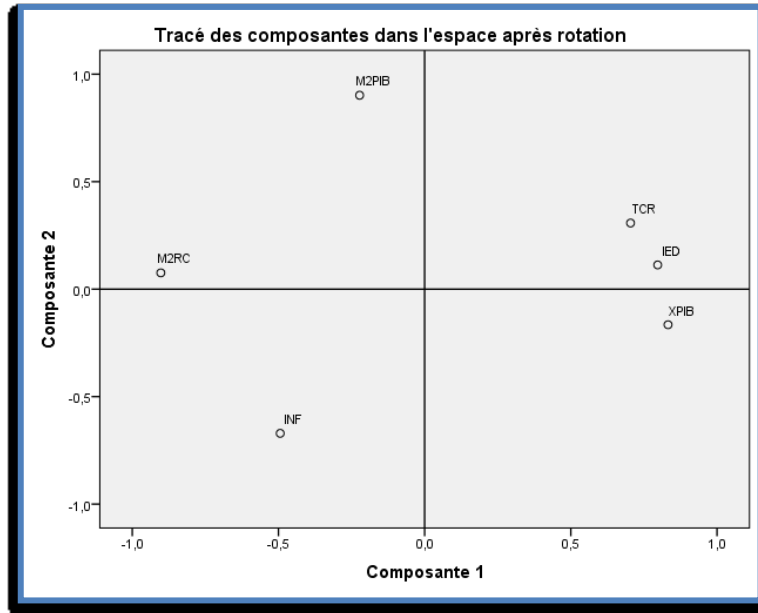
الجدول (15.III): ترتيب المتغيرات حسب درجة الارتباط

وصف العامل	ترتيب المتغيرات حسب درجة الارتباط وقوته (من اليمين إلى اليسار)				نسبة التباين المفسرة	العوامل حسب قيمتها الذاتية
	4	3	2	1		
مقبول	TCR	IED	X/PIB	M2/RC	48,873	2,932
	سعر الصرف الحقيقي	الاستثمار الأجنبي المباشر	مؤشر انفتاح الصادرات	مؤشر نمو الائتمان		
مرفوض	6		5		23,398	1,404
	INF		M2/PIB			
	معدل التضخم		مؤشر سيولة الاقتصاد			

المصدر: من أعداد الطلبة اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS 23

ومن خلال نتائج الجدول رقم (15.III) أعلاه يمكن وصف العامل الأول (F1) بأن يشمل معظم المتغيرات الدراسة والذي كان بنائه اعتمادا على العلاقة التي تربط المتغيرات: " مؤشر نمو الائتمان (M2/RC)، مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB)، الاستثمار الأجنبي المباشر (IED)، التضخم (INF)، فيما بينها، حيث سجلت معاملات ارتباط متوسطة بالمحور الأول (F1)؛ أي أن هذه المتغيرات و بشكل عام تتطور في نفس الاتجاه وتتأثر ببعضها وذلك ما أكدته مصفوفة الارتباط من خلال معاملات الارتباط الكبيرة فيما بينها وبالتالي يمكن القول أن توجد علاقة بين سعر صرف دينار (TCR) والمتغيرات السابقة التي ترتبط بالعامل الأول (F1) وهذا ما يحدد النموذج الأساسي وبنية دراسة وكذلك عدد العلاقات التي يمكن إيجادها، لكن رغم ارتباط متغيرة نسبة التضخم بالمحور الثاني (F2) و ذلك لارتباطها القوي مع مؤشر حجم الوساطة المالية (M2/PIB) إلا أنه لا يمكن إهمال ارتباطها بالمحور الأول بـ 49,4% كما لا يمكن إهمال النظرية الاقتصادية التي تفر بالعلاقة بين معدل التضخم و سعر الصرف الحقيقي، أما فيما يخص مؤشر حجم الوساطة المالية فهو مرتبط بالمحور الثاني بـ 90,2% و 22,3% بالمحور الأول مما يدل على ضعف الارتباط بينها و بين باقي المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة باستثناء معدل التضخم و هذا ما يوافق النظرية الاقتصادية. و يمكن تمثيل المتغيرات السابقة و و تأكيد علاقتها بالمحاور (F1 و F2) من خلال الشكل البياني رقم (10.III) التالي :

الشكل (10.III): تمثيل العوامل في المستوي بعد التدوير



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS 23

من خلال الشكل (10.III) أعلاه يتضح أن جميع المتغيرات بعيدة عن مركز دائرة الارتباطات وقريبة من المحيط و بالتالي فإن تمثيله جيد و مقبول في الدراسة حيث نجد أن المركبة الأولى ترتبط بالمتغيرات الأربعة المكونة العامل الأول (F1) و هذا ما يظهر الارتباطات الطردية القوية بين سعر الصرف الحقيقي (TCR)، الاستثمار الأجنبي المباشر (IED) و مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB)، كما نلاحظ العلاقة القوية العكسية التي تربط معدل سعر الصرف الحقيقي بمؤشر نمو الائتمان (M2/RC). كما نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين سعر الصرف الحقيقي و مؤشر حجم الوساطة المالية (M2/PIB)، و ارتباط متوسط بينه و بين معدل التضخم (INF) الذي تربطه به علاقة عكسية، و هذا ما سيتم تأكيده في الدراسة القياسية.

✓ تلخيص متغيرات الدراسة في عدد محدود من المجموعات الجزئية :

بعد القيام بإسقاط المتغيرات في المستوى نقوم في هذا الجزء بتلخيصها في مجموعات جزئية بهدف تصنيفها تسلسليا، حيث يتمثل هذا الأخير في إعطاء مجموعة من الأقسام، تم الحصول عليها عن طريق التجميع المتتالي لأجزاء أو عناصر متشابهة في كل مرحلة من التجزئة أي مثنى مثنى، ولتحديد عدد المتغيرات المتشابهة وتلخيصها بالنظر إلى معطيات الدراسة سوف نستخدم التحليل العنقودي بالطريقة الهرمية وهو نوع من أنواع الأساليب الإحصائية التي يتم من خلالها تجميع البيانات في مجموعات عنقودية وهذا يعني أن كل عنقود يتضمن العناصر أو حالات أو المتغيرات المتشابهة في الخصائص الإحصائية؛ أي تلخيصها في عدد محدود من المجموعات الجزئية، التحليل العنقودي* وهو وجه آخر للتحليل العاملي، والجدول رقم (13.3) بالإضافة إلى الشكل رقم (11.III) أسلفه يوضح المجموعات الجزئية الممكنة لمتغيرات الدراسة

الجدول (16.III): مصفوفة العوامل بعد التدوير

Cluster(s) d'affectation			
Observation	Clusters 4	Clusters 3	Clusters 2
TCR	1	1	1
X/PIB	1	1	1
M2/PIB	2	2	2
M2/RC	3	3	2
INF	4	3	2
IED	1	1	1

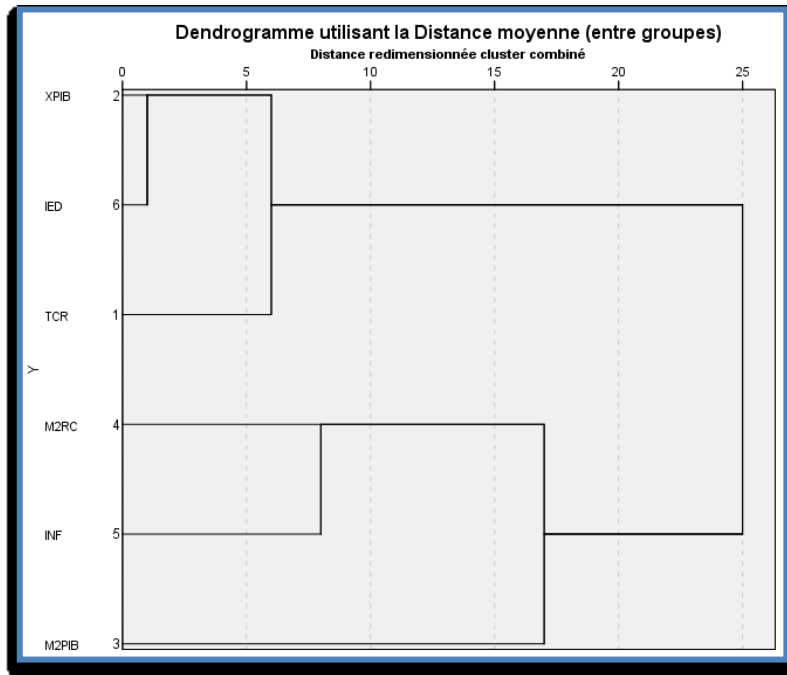
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS 23

* الفرق بين التحليل العنقودي و التحليل العاملي هو أن هذا الأخير يقوم بتقليل عدد المتغيرات عن طريق تجميعها في مجموعات عوامل أصغر، في حين التحليل العنقودي الهرمي يقوم بتجميع الحالات في عناقيد أي تلخيصها لمجموعات جزئية لتوضيح وفرز متغيرات الدراسة المتشابهة مع بعضها أي المتجانسة نسبيا- وذلك لفهم أكثر لسلوك المتغيرات المكونة للدراسة، من خلال استخدام مختلف إجراءات التجميع وكذلك المسافات بين المتغيرات.

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطننة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

من خلال نتائج الجدول رقم (16.III) أعلاه نلاحظ تجمع كل من سعر الصرف الحقيقي (TCR)، مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB) والاستثمار الأجنبي المباشر (IED) في نفس المجموعة وهي المجموعة الأولى، وجميع كل من مؤشر س حجم الوساطة المالية (M2/PIB)، مؤشر نمو الائتمان (M2/RC) و معدل التضخم (INF) في مجموعات مختلفة الثانية، الثالثة والرابعة على التوالي في المرحلة الأولى ثم تم تجميع كل من مؤشر نمو الائتمان (M2/RC) و معدل التضخم (INF) في المجموعة الثالثة و بقيت كل المتغيرات الأخرى في مجموعتها، أما في المرحلة الأخيرة فقد تم تجميع كل من مؤشر نمو الائتمان (M2/RC) و معدل التضخم (INF) في المجموعة الثانية بجانب مؤشر س حجم الوساطة المالية (M2/PIB)، ومنه فقد نتجت فئتان بحيث ضمت الفئة الأولى المتغيرات المتعلقة بعلاقة الاقتصاد المحلي بالخارج حيث لخصت المتغيرات : سعر الصرف الحقيقي، مؤشر انفتاح الصادرات و الاستثمار الأجنبي المباشر أما الفئة الثانية فقد ضمت المتغيرات المتعلقة بالاقتصاد المحلي داخليا و تتمثل هذه المتغيرات في : مؤشر سيولة الاقتصاد، مؤشر نمو الائتمان و معدل التضخم. وهذا ما يؤكد الشكل رقم (11.III) التالي :

الشكل (11.III): التمثيل الهرمي الشجري



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS 23

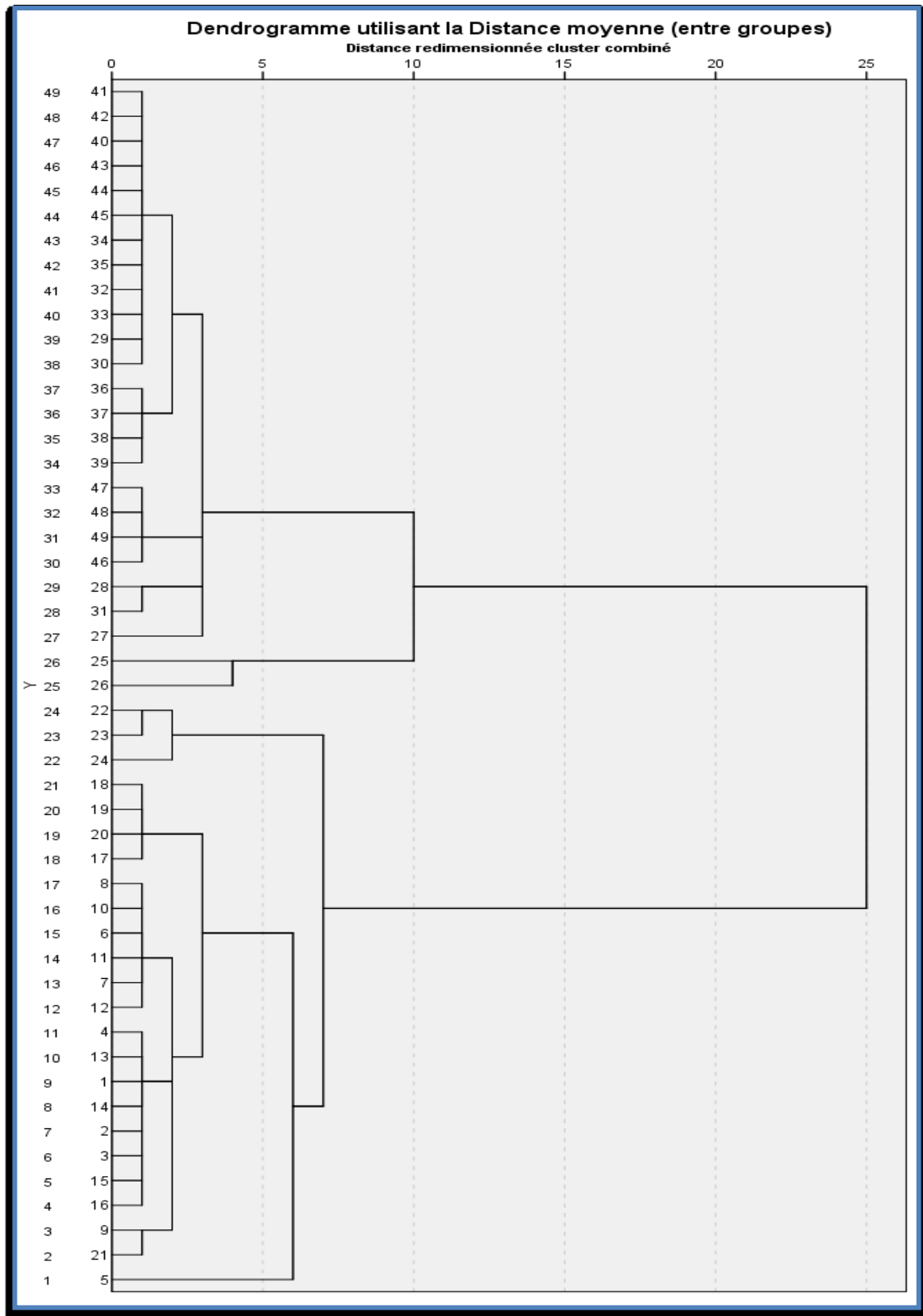
✓ تمثيل مشاهدات ومتغيرات الدراسة:

أما لتلخيص مشاهدات الدراسة في مجموعات جزئية و التي تتمثل في 49 مشاهدة والخاصة بستة متغيرات سوف نقوم بتمثيله في بنفس الطريقة السابقة (التحليل العنقودي) وحسب الشكل رقم (12.111) أسلفه الذي يوضح التمثيل الهرمي الشجري للمشاهدات والمتغيرات، فإنه تم تقسيم المشاهدات إلى فئتين:

المجموعة الأولى (1993.1970): أي من مرحلة الاقتصاد الموجه إلى مرحلة الاستعداد الائتماني الثاني، و الذي تضمن مجموعة من الإجراءات ضمننت التخلي عن استعمال وسائل المراقبة المباشرة لقروض الاقتصاد، تحرير التجارة الخارجية، إنشاء سوق ما بين البنوك للصرف، السماح للمشاركة الأجنبية الاستثمار في البنوك الجزائرية، تشجيع الاستثمار الأجنبي، التحكم في الكتلة النقدية و خفض معدل التضخم لتحقيق الاستقرار.

المجموعة الثانية (2018.1994): أي منذ بداية تطبيق الإجراءات المفروضة من طرف صندوق النقد الدولي و البنك العالمي (كما تم توضيحه في المبحث السابق) و منه لقد تناسبت نتائج هذا التحليل مع واقع الاقتصاد المحلي، فقد مر الاقتصاد الجزائري في هذه الفترة بجملة من التغيرات في أغلب المؤشرات المالية والاقتصادية الكلية.

الشكل (12.III): التمثيل الهرمي الشجري



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS 23

المبحث الثالث: نتائج تقدير النماذج القياسية للدراسة:

في هذا الجزء من الدراسة سيتم دراسة خصائص السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرار لكل من سعر صرف الدينار وباقي المتغيرات المكونة للدراسة، وذلك للتأكد من خلو السلاسل من جذر الوحدة و تحديد درجة استقرارها، ولتحديد العلاقة في المدى الطويل و القصير بين سعر صرف الدينار وهذه المتغيرات سيتم اختبار درجة التكامل المشترك بين هذه المتغيرات باستعمال نموذج الفجوات الزمنية المبطنة (اختبار بونز، وأخيرا وعلى خضم نتائج الاختبارات السابقة سيتم تقدير العلاقة بين مجموع المتغيرات الاقتصادية و سعر صرف الدينار لهذه الدراسة وتحليل النتائج وتفسيرها.

I. تقديم نموذج الدراسة:

للتحقق مما إذا كان للتحرير المالي تأثير على تطور نظام سعر صرف الدينار الجزائري ، وبالتالي نتحقق من علاقته على المدى الطويل، سنقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية موزعة ، في اختصار ARDL. هذا النموذج ، الذي ينتهي إلى فئة النماذج الديناميكية ، يجعل من الممكن التقاط التأثيرات الزمنية (تأخير الضبط ، التوقعات ، إلخ) في شرح متغير. و في النموذج الديناميكي ، يمكن تفسير المتغير التابع (Y_t) من خلال:

✓ ب قيمه المبطنة. و يسمى هذا النموذج الديناميكي بـ "نموذج الانحدار الذاتي" (AR) ويمكن كتابته على الشكل:

$$Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \varepsilon_t$$

✓ القيم الحالية للمتغيرات المستقلة (X_t) وقيمها المبطنة بمرور الوقت (X_{t-i}). و تعرف هذه النماذج بـ "نماذج الفجوات الزمنية المتباطئة" (DL) والتي لها الشكل:

$$Y_t = \beta + \sum_{j=0}^q b_j X_{t-j} + z_t$$

✓ قيمه المبطنة بالإضافة إلى القيم الحالية للمتغيرات المستقلة (X_t) وقيمها الزمنية المتغيرة (X_{t-i}). تجمع هذه الأنواع من النماذج بين خصائص نموذجين سابقين وتسمى "نماذج الانحدار للفجوات الزمنية المتباطئة أو الموزعة" باللغة الإنجليزية "نموذج ARDL". يمكن كتابته من الشكل:

$$Y_t = \varphi + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \sum_{j=0}^q b_j X_{t-j} + e_t$$

لاحظ أن "b₀" يعكس التأثير قصير المدى لـ X_t على Y_t. لحساب التأثير طويل المدى لـ X_t على Y_t (أي "λ")، بدءًا

$$Y_t = k + \lambda X_t + u$$

من العلاقة طويلة الأجل أو علاقة التوازن التالية

$$\lambda = \frac{\sum b_i}{(1 - \sum a_i)} \quad \text{حيث:}$$

نماذج ARDL، التي ترث خصائص نماذج AR و DL، تعاني من بعض المشاكل الاقتصادية القياسية التي تعقد تقديرها بواسطة المربعات الصغرى العادية (OLS) كالعلاقة الخطية بين المتغيرات التوضيحية (نموذج DL)، و الارتباط الذاتي للأخطاء (نموذج AR)، إلخ. يتم استخدام تقنيات تقدير قوية بشكل عام.

كجزء من دراستنا، نسعى إلى فهم التأثيرات على نظام الصرف (سعر الصرف الحقيقي: المتغير التابع) للتحرير المالي (مؤشر انفتاح الصادرات، الاستثمار الأجنبي المباشر)، مع مراعاة متغيرات التحكم الأساسية الأخرى التي يؤدي تأثيرها إلى تحسين النتائج، و التي تستخدم هذه المتغيرات بشكل شائع في العديد من الدراسات المتعلقة بسعر الصرف و التحرير المالي (كمؤشر نمو الائتمان، مؤشر سيولة الاقتصاد، معدل التضخم) وبالتالي، نقترح تقدير نموذج ARDL للوظيفة التالية (الشكل الوظيفي الخطي):

$$TCR = f\left(\left(\frac{X}{PIB}\right), \left(\frac{M2}{RC}\right), IED, \left(\frac{M2}{PIB}\right), INF\right)$$

إذا كنا نعتزم التقاط التأثيرات قصيرة المدى وطويلة الأجل للمتغيرات التوضيحية أعلاه على نظام الصرف، فسيكون تمثيل نموذج ARDL كما يلي:

$$\begin{aligned} \Delta TCR_t = & a_0 + \sum_{i=0}^p a_{1i} \Delta TCR_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{2i} \Delta \left(\frac{X}{PIB}\right)_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{3i} \Delta \left(\frac{M2}{RC}\right)_{t-i} \\ & + \sum_{i=0}^q a_{4i} \Delta IED_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{5i} \Delta \left(\frac{M2}{PIB}\right)_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{6i} \Delta INF_{t-i} \\ & + b_1 TCR_{t-1} + b_2 \left(\frac{X}{PIB}\right)_{t-1} + b_3 \left(\frac{M2}{RC}\right)_{t-1} + b_4 IED_{t-1} \\ & + b_5 \left(\frac{M2}{PIB}\right)_{t-1} + b_6 INF_{t-1} + e_t \end{aligned}$$

حيث: Δ : معامل الفرق الأول؛ a_0 : ثابت؛ $a_1 \dots a_6$: معاملات قصيرة المدى؛

$b_1 \dots b_6$: معاملات النموذج على المدى الطويل؛ $e_t \sim iid(0, \sigma)$ مصطلح الخطأ (الضوضاء البيضاء)

كما هو الحال مع أي نموذج ديناميكي ، سنستخدم اختبارات (Akaike-AIC, schwarz SCZ) لتحديد فترات الإبطاء لنموذج ARDL.

تفترض كتابة نموذج ARDL على النحو الوارد أعلاه (العلاقة السابقة) وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات التي تحدد تقدير نفس المعاملات قصيرة وطويلة الأجل لهذه المتغيرات. توفر أدبيات الاقتصاد القياسي العديد من الاختبارات أو المناهج بما في ذلك اختبار إنجل وجرانجر (1987) ، واختبار يوهانسن (1988 ، 1991) ويوهانسن وجوسيليبوس (1990) ، واختبار (Pesaran et al. (1996 ، Pesaran and Shin (1995) و Pesaran et al. (2001). فيساعد اختبار التكامل المشترك لـ (Engle and Granger (1991 فقط على التحقق من التكامل المشترك بين سلسلتين متكاملتين (1) من نفس الدرجة (أي درجة التكامل = 1) ، وبالتالي فهو مناسب للحالة ثنائية المتغير ، مما يثبت أنه أقل فعالية في الحالات متعددة المتغيرات (Pesaran et al. (1987). كما يسمح اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (1988 ، 1991) بالتحقق من التكامل المشترك في أكثر من سلسلتين ، وقد تم تصميمه للحالات متعددة المتغيرات. ومع ذلك ، على الرغم من أن اختبار جوهانسن يستند إلى نمذجة ناقلات تصحيح خطأ الانحدار الذاتي (VECM)، و يشكل علاجاً لقيود اختبار Engle and Granger للحالة متعددة المتغيرات ، إلا أنه يتطلب أيضاً دمج جميع السلاسل أو المتغيرات من نفس درجة التكامل، وهو ما لا يحدث دائماً في الواقع. لذلك ، عندما يكون هناك العديد من المتغيرات المتكاملة في درجات مختلفة (I(0) , I(1)) ، يمكننا استخدام اختبار التكامل المشترك (Pesaran et al. (2001) يسمى "اختبار التكامل المشترك للحدود" أو "اختبار الحدود للتكامل المشترك" ، تم تطويره في البداية من طرف (Pesaran and Shi (1999). حيث إذا لجأنا إلى اختبار Pesaran للتكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة واحدة أو أكثر من التكامل المشترك بين المتغيرات في نموذج ARDL ، فسنقول إننا نلجأ إلى "نهج ARDL للتكامل المشترك أو أننا نطبق اختبار التكامل المشترك وفق منهج نموذج ARDL هناك خطوتان يجب اتباعهما لتطبيق اختبار التكامل المشترك لبيرسان وهي:

✓ تحديد فترات الإبطاء حسب اختبارات (SIC ، AIC) ؛

✓ استخدم اختبار فيشر للتحقق من الفرضيات التالية:

• وجود علاقة تكامل مشترك $H_0: b_1 = \dots b_6 = 0$

• عدم وجود علاقة تكامل مشترك $H_1: b_1 \neq \dots b_6 \neq 0$

إجراء الاختبار هو أنه سيتعين علينا مقارنة قيم Fisher التي تم الحصول عليها مع القيم الحرجة (الحدود) التي تمت محاكاتها للعديد من الحالات والعتبات المختلفة بواسطة Pesaran et al.

- ✓ إذا كانت قيمة احصائية فيشر < قيم الحد العلوي (قيم بوندرز الحرجة) ← يوجد تكامل مشترك
- ✓ إذا كانت قيمة احصائية فيشر > قيم الحد السفلي (قيم بوندرز الحرجة) ← لا يوجد تكامل مشترك
- ✓ إذا كانت : قيم الحد السفلي (قيم بوندرز الحرجة) > قيمة احصائية فيشر > قيم الحد العلوي (قيم بوندرز الحرجة)

سيلاحظ من القيم الحرجة أن الحد الأعلى (المجموعة الثانية) يحتوي على القيم التي يتم دمج المتغيرات من أجلها و من أجل الحد الأدنى (المجموعة الأولى) يتعلق بالمتغيرات . وبالتالي:

$$\begin{aligned} \Delta TCR_t = a_0 + \sum_{i=0}^p a_{1i} \Delta TCR_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{2i} \Delta \left(\frac{X}{PIB} \right)_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^q a_{3i} \Delta \left(\frac{M2}{RC} \right)_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{4i} \Delta IED_{t-i} + \sum_{i=0}^q a_{5i} \Delta \left(\frac{M2}{PIB} \right)_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^q a_{6i} \Delta INF_{t-i} + \theta u_{t-1} + e_t \end{aligned}$$

ستخضع العلاقاتين السابقتين لتقديرات. ولكن قبل كل شيء ، سوف نقوم بما يلي:

- ✓ تحديد درجة تكامل المتغيرات (اختبار الثبات): اختبار ديكي-فولر المعزز / ADF ، اختبار فيليب بيرون / PP ودالة الارتباط الذاتي (AC).
- ✓ اختبار احتمال وجود علاقة تكامل مشتركة بين المتغيرات: اختبار التكامل المشترك بواسطة Pesaran et al. (2001) أو اختبار التكامل المشترك حسب اختبار الحدود؛
- ✓ اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات قيد الدراسة: اختبار السببية بمعنى جرانجر ، اختبار السببية بمعنى تودا وياماموتو. علاوة على ذلك ، لاحظ أن نموذج ARDL لا يطبق على سلاسل متغيرات متكاملة بدرجة أكبر من 1.

II. دراسة استقرارية المتغيرات الاقتصادية المحددة للنموذج

قبل الشروع في دراسة تقلبات أي ظاهرة اقتصادية لابد من تحديد فترات الإبطاء لاختبار استقراريتها، و التأكد أولاً من وجود اتجاه عام في السلسلة الزمنية الخاصة بها أم لا، وحسب طبيعة نمو السلسلة يمكننا أن نميز بين سلاسل زمنية مستقرة، وسلاسل زمنية غير مستقرة أي ذات اتجاه عام، حيث أن السلسلة الزمنية المستقرة هي التي تتغير مستوياتها مع الزمن دون أن يتغير المتوسط فيها وذلك من خلال فترة زمنية طويلة نسبياً؛ أي أن

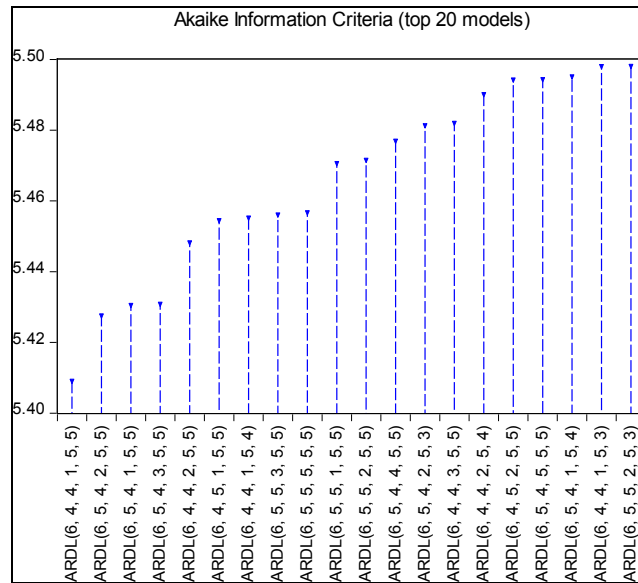
الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

السلسلة لا يوجد فيها اتجاه عام لا نحو الزيادة ولا كذلك بالنسبة للنقصان، أما السلسلة الزمنية غير المستقرة فإن المستوى المتوسط فيها يتغير باستمرار سواء بالزيادة أو بالنقصان، ونقول على سلسلة زمنية ما مستقرة بمعنى ضعيف، إذا كانت توقعها وتباينها وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن.

(1) تحديد فترة الإبطاء لكل المتغيرات:

نحدد فترات الإبطاء حسب اختبار (AIC) فتحصلنا على الشكل رقم (13.III) أسفله التالي :

الشكل (13.III): فترات الإبطاء حسب اختبار (AIC) للمتغيرات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 9

و من خلال الشكل رقم (13.III) نلاحظ أن أحسن نموذج هو النموذج الأول حسب اختبار (AIC)، و منه نستنتج الجدول رقم (14.3) التالي:

الجدول (17.III): فترات الإبطاء حسب اختبار (AIC) للمتغيرات محل الدراسة

المتغيرات	TCR	M2/PIB	M2/RC	INF	X/PIB	IED
فترة الإبطاء	5	1	4	5	4	5

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 9

(2) اختبار ديكي فالرو فيليب بيرون للاستقرارية:

إن من أهم الاختبارات لدراسة طبيعة وخصائص السلاسل الزمنية نجد "اختبار ديكي فويلر (ADF)" و اختبار فيليب بيرون (PP)، حيث تكون السلسلة مستقرة إذا كانت تتذبذب حول وسط حسابي ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن، ويتم الحكم على استقرار المتغيرات عن طريقة مقارنة القيمة (T) الجدولية - الحرجة عند كل

المستويات 1%، 5% و 10% مع قيمة (T) المحسوبة، ويحكم على أن السلسلة مستقرة إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم (H_0).

• اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

لاختبار استقرارية السلاسل الزمنية المكونة للنموذج نستخدم "اختبار ديكي (ADF)", "Augmented Dickey Fuller" (1981)، وهو نسخة موسعة ومعززة عن اختبار (DF)، ومن الافتراضات الهامة لهذا الاختبار هو أن البواقي (U_t) مستقلة وموزعة بشكل مماثل، أي غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، لكن في حالة ارتباطها طور ديكي وفولر اختبارة أخرى، يعرف باسم اختبار ديكي-فولر المعزز (ADF)، ويقوم هذا الاختبار من خلال إضافة إلى المعادلات الثلاث الخاصة باختبار DF التغير التابع مبطناً بدرجة P وذلك لتفادي مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، حيث أن اختبار (ADF) يضبط اختبار (DF) فيما يتعلق باحتمال وجود الارتباط الذاتي للأخطاء، لتأخذ النماذج المستعملة ف اختبار (ADF) الشكل التالي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \Delta Y_t = \Psi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta Y_{t-i} + \mu_t \dots \dots \dots (01) \\ \Delta Y_t = \Psi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta Y_{t-i} + c + \mu_t \dots \dots \dots (02) \\ \Delta Y_t = \Psi Y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta Y_{t-i} + c + b_t + \mu_t \dots \dots \dots (03) \end{array} \right.$$

ولإجراء هذا الاختبار يستوجب حساب إحصائية ديكي فولر τ لكل من النماذج الثلاثة السابقة، فإن تبين أن قيمة τ المحسوبة أكبر من τ الجدولية نقبل فرضية العدم القائلة بوجود جذر الوحدة في السلسلة قيد الدراسة.

• اختبار فيليب – بيرون (philips et perron 1989) :

يقوم هذا الاختبار على تصحيح غير المعلمي لإحصاءات Dickey Fuller، حيث يأخذ في الاعتبار مشكلة تغير تباين الحد العشوائي، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع خطوات وهي:

- ✓ تقدير النماذج الثلاثة الأساسية لاختبار Fuller-Dickey بطريقة المربعات الصغرى وحساب الإحصاءات بتقدير البواقي e لكل من سعر صرف الدينار و المتغيرات الاقتصادية المحددة.
- ✓ تقدير التباين في المدى القصير حيث: $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_t^2$ يمثل باقي التقدير.
- ✓ تقدير معامل التصحيح S_I^2 (التباين في المدى الطويل) المستمدة من هيكل أو بنية التباينات المشتركة لبواقي النماذج المقدر مسبقا، بالعلاقة التالية:

$$S_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i}^n e_t e_{t-i}$$

و لتقدير التباين على المدى الطويل، فمن الضروري تحديد عدد التأخيرات (TRONCATURE DE

$$n:l \approx 4 \left(\frac{n}{100}\right)^{2/9}$$

(Newey-West المقدر على أساس عدد المشاهدات

✓ حساب إحصائية philips perron بالعلاقة التالية:

$$t_{\phi_1}^* = \sqrt{K} \cdot \frac{(\hat{\phi} - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}} + \frac{n(K-1)\hat{\sigma}_{\phi_1}}{\sqrt{K}} \quad K = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_1^2}$$

✓ تتم مقارنة هذه الإحصائية بالقيم الحرجة من جدول Mackinnon، فإذا كانت إحصائية Perron-Philips المحسوبة أقل من القيمة المجدولة، نقول أن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة، وبالتالي فهي مستقرة والعكس صحيح.

• نتائج اختبارات ديكي فولر (ADF) وفيليب-بيرون (PP):

يوضح الجدول رقم (15.3) أسفله نتائج اختبارات ديكي فولر (ADF) و اختبار فيليب-بيرون (PP) لاختبار وجود جذر الوحدة للسلسلة الأصلية محل الدراسة عند المستوى وعند الفرق الأول

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018

الجدول (18.iii): اختبارات السكون حسب ديكي فالر (ADF) وفيليب بيرون (PP)

نموذج الاختبار						المتغيرات محل الدراسة	نوع الاختبار
غياب الثابت و الاتجاه العام		وجود ثابت فقط		وجود ثابت و اتجاه عام			
prob	t-statistiques	Prob	t-statistiques	prob	t-statistiques		
0,019	-4,090**	0,006	-3,570***	0,190	-1,230	M2/RC	اختبار dicky fuller
0,840	-1,420	0,637	-1,260	0,789	0,378	M2/PIB	
0,430	-2,280	0,227	-2,140	0,140	-1,420	INF	
0,570	-2,020	0,500	-1,540	0,140	-1,390	X/PIB	
0,580	-2,000	0,230	-2,110	0,502	-0,480	IED	
0,037	-3,650**	0,980	0,610	0,980	1,870	TCR	
0,000	-11,016***	0,000	-11,140***	0,000	-11,270***	M2/RC	اختبار الفرق الأول
0,000	-5,630***	0,000	-5,660***	0,000	-5,680***	M2/PIB	
0,000	-6,450***	0,000	-6,480***	0,000	-6,550***	INF	
0,020	-3,780***	0,005	-3,820***	0,000	-3,850***	X/PIB	
0,000	-6,320***	0,000	-6,310***	0,000	-6,370***	IED	
0,002	-4,700***	0,001	-4,440***	0,121	-1,500	TCR	
0,022	-2,290**	0,006	-3,730***	0,011	-4,120	M2/RC	اختبار phillips perron
0,708	0,304	0,637	-1,260	0,840	-1,420	M2/PIB	
0,139	-1,430	0,195	-2,230	0,390	-2,360	INF	
0,152	-1,380	0,473	-1,600	0,630	-1,900	X/PIB	
0,529	-0,410	0,200	-2,220	0,510	-2,140	IED	
0,990	2,340	0,990	0,760	0,670	-1,830	TCR	
0,000	-12,198***	0,000	-12,198***	0,000	-11,890***	M2/RC	اختبار الفرق الأول
0,000	-5,620***	0,000	-5,620***	0,000	-5,550***	M2/PIB	
0,000	-6,550***	0,000	-6,550***	0,000	-6,450***	INF	
0,000	-8,420***	0,000	-8,420***	0,000	-8,310***	X/PIB	
0,000	-6,370***	0,000	-6,370***	0,000	-6,310***	IED	
0,000	-3,850***	0,001	-3,850***	0,002	-4,700***	TCR	

*** رفض فرض العدم عند مستوى الدلالة 1% ، ** رفض فرض العدم عند مستوى الدلالة 5% ، * رفض فرض العدم عند مستوى دلالة 10%.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات 9 Eviews

من خلال نتائج اختبارات جذر الوحدة والمتمثلة في كل من اختبار ADF واختبار PP ، يتبين أن جميع المتغيرات تستقر بالنماذج الثالث (الثابت و الاتجاه العام، الثابت فقط، في غياب الثابت و الاتجاه العام) المتعلقة

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

بالاختبارين عند الفرق الأول ولا تستقر عند المستوى إلا متغيرة مؤشر نمو الائتمان التي تستقر عند المستوى حسب كلا الاختبارين عند أغلب مستويات المعنوية، بالإضافة إلى متغيرة سعر الصرف التي تستقر حسب اختبار ديكي فالر عند النموذج الأول (نموذج وجود اتجاه عام و ثابت) فقط عند مستوى معنوية 5%، لكنها غير مستقرة عند كل النماذج و مستويات المعنوية بالنسبة لاختبار فيليب بيرون، و للتأكد من درجة استقرار متغيرة سعر الصرف الحقيقي (TCR)، سنلجأ إلى اختبار آخر و هو دالة الارتباط الذاتي (AC)

3) دالة الارتباط الذاتي (AC):

توضح هذه الدالة الارتباط الموجود بين المشاهدات لفترات مختلفة وهي ذات أهمية بالغة في إبراز بعض الخصائص الهامة للسلسلة الزمنية، ومن الناحية العملية نقوم بتقدير دالة الارتباط الذاتي للمجتمع بواسطة دالة الارتباط الذاتي للعينه، إذا فشلنا في تحديد استقرار السلسلة الميدانية من الرسم البياني، يمكن أن ننظر إلى دالة الارتباط الذاتي للعينه أو ما يسمى ببيان الارتباط (الملحق رقم) بعد تقدير دالة الارتباط الذاتي حصلنا على الجدول رقم (19.III) أسفله.

الجدول (19.III): دالة الارتباط الذاتي (AC) للمتغيرات محل الدراسة

القرار	عند الفرق الأول		القرار	عند المستوى		المتغيرة
	أدنى قيمة	أعلى قيمة		أدنى قيمة	أعلى قيمة	
مستقرة	0,343	0,383	غير مستقرة	0,161	0,938	TCR
مستقرة	0,225	0,313	غير مستقرة	0,244	0,89	M2/RC
مستقرة	0,207	0,15	غير مستقرة	0,309	0,825	X/PIB
مستقرة	0,405	0,131	مستقرة	0,346	0,537	IED
مستقرة	-0,221	0,160	غير مستقرة	-0,436	0,865	M2/PIB
مستقرة	0,226	0,273	غير مستقرة	0,295	0,809	INF

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 9

يؤكد الجدول أعلاه نتائج الاختبارات السابقة فيما يخص استقرارية سلاسل المتغيرات محل الدراسة، و نلاحظ أن سلسلة متغيرة سعر الصرف (TCR) غير مستقرة عند المستوى، مما يجعل سلسلة متغيرة الاستثمار الأجنبي المباشر هي السلسلة الوحيدة المستقرة عند المستوى، و منه فيمكننا رفض فرضية العدم التي تشير إلى وجود جذر الوحدة بالمتغيرات عند الفرق الأول بعد التأكد من اختباري ديكي فالر و فيليب بيرون و دالة الارتباط الذاتي، كما تختلف درجات سكون سلاسل المتغيرات محل الدراسة، و لا توجد أي من المتغيرات التي تستقر عند الفرق الثاني كما يوضح الجدول رقم (20.III) أسفله، مما يسمح لنا تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية المبطنة (ARDL) للقيام باختبار التكامل المشترك (تكامل الحدود).

الجدول (20.III) : درجة سكون المتغيرات محل الدراسة

متغيرات الدراسة	TCR	IED	X/PIB	INF	M2/PIB	M2/RC
درجة السكون	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(1)	I(0)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الاختبارات السابقة

III. دراسة أثر التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري خلال الفترة

2018.1970

نقوم في هذا الجزء بدراسة أثر التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري و ذلك من خلال تقدير نموذج الفجوات الزمنية المبطننة بين سعر الصرف ومتغيرات الدراسة ، خلال الفترة الممتدة من 1970 إلى 2018 ، بحيث سنقوم باختبار التكامل المشترك حسب اختبار بوندز ، بين المتغيرات لتحديد وجود علاقة طويلة الأجل من غيابها، نختبر استقرارية السلاسل ثم نقوم بتصحيح الخطأ و تليل نتائج هذا التقدير .

1) اختبار التكامل المشترك (Bounds test):

باتباع الإجراء التلقائي على Eviews 9 ، اختبار التكامل المشترك (Pesaran et al. 2001) يتطلب أن يتم تقدير نموذج ARDL مسبقاً. ستم مقارنة إحصائية الاختبار فيشر المحسوبة ، أي قيمة F فيشر ، بالقيم الحرجة (التي تشكل الحدود) على النحو التالي:

- ✓ إذا كانت قيمة احصائية فيشر < قيم الحد العلوي (قيم بوندز الحرجة) ← يوجد تكامل مشترك
- ✓ إذا كانت قيمة احصائية فيشر > قيم الحد السفلي (قيم بوندز الحرجة) ← لا يوجد تكامل مشترك
- ✓ إذا كانت : قيم الحد السفلي (قيم بوندز الحرجة) > قيمة احصائية فيشر > قيم الحد العلوي (قيم بوندز الحرجة)

بعد اجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرة سعر الصرف الحقيقي و المتغيرات محل الدراسة على برنامج حصلنا على الجدول رقم (21.III) التالي:

الجدول (21.iii): نتائج اختبار الحدود بين سعر الصرف الحقيقي ومتغيرات الدراسة

القرار	الاحتمال	إحصائية فيشر	
	5	5,08	النموذج
يوجد تكامل مشترك بين سعر الصرف الحقيقي و المتغيرات محل الدراسة	الحد الأدنى	الحد الأعلى	القيم الحرجة
	2,26	3,35	10%
	2,62	3,79	5%
	2,96	4,18	2.5%
	3,41	4,68	1%

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على مخرجات برنامج Eviews 9

تؤكد نتائج اختبار التكامل المشترك النهائي وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة (قيمة F-stat < قيمة الحد الأعلى) ، مما يعطي إمكانية تقدير تأثيرات كل من مؤشر انفتاح الصادرات (X/PIB) ، مؤشر نمو الائتمان (M2/RCT) ، الاستثمار الأجنبي المباشر (IED) ، معدل التضخم (INF) ، مؤشر حجم الوساطة المالية (M2/PIB) على سعر الصرف الحقيقي (TCR). و بالتالي استنتاج تأثير التحرير المالي على نظام صرف الدينار الجزائري. لكن أول سنجري اختبار السببية بين المتغيرات.

2) اختبار السببية بين متغيرات نموذج الدراسة:

عند غياب التكامل المشترك أو إيجاد بين متغيرات مختلفة من حيث درجة السكون فإن اختبار السببية التقليدي لجرانجر يصبح غير فعال. وفي هذه الحالة نلجأ إلى اختبار السببية بمعنى (Toda-Yamamoto 1995) الذي يعتمد على إحصائية والد "W" ، والذي يتم توزيعه وفق مربع كاي. حيث تنص الفرضية الصفرية على عدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات و الفرضية البديلة على وجود علاقة سببية، و تصاغ الفرضية بهذا الشكل:

$$\begin{cases} H_0: \text{عدم علاقة وجود سببية} \\ H_1: \text{علاقة وجود سببية} \end{cases}$$

الجدول رقم (22.iii) أسفله يوضح نتائج اختبار السببية بين كل متغيرات الدراسة:

الفصل الثالث: قياس جوانب التحرير المالي على مستقبل نظام صرف الدينار الجزائري باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) خلال الفترة 1970-2018.

الجدول (22.iii): نتائج اختبار السببية بين متغيرات نموذج الدراسة

متغيرات تابعة	المتغيرات المستقلة	Tcr	x/pib	m2/pib	m2/rc	Inf	led
tcr	chi sq	/	1,631	0,312	0,266	0,772	1,028
	prob		0,442	0,855	0,875	0,679	0,579
x/pib	chi sq	0,555	/	2,255	0,88	1,467	1,966
	prob	0,754		0,323	0,641	0,48	0,374
m2/pib	chi sq	0,446	5,629	/	0,313	2,582	1,855
	prob	0,799	0,169		0,854	0,274	0,395
m2/rc	chi sq	4,709	0,747	2,428	/	1,865	1,105
	prob	0,0949*	0,688	0,296		0,238	575
inf	chi sq	0,539	1,431	2,37	6,221	/	0,441
	prob	0,763	0,488	0,305	0,044*		0,801
ied	chi sq	0,989	1,917	2,334	1,74	1,941	/
	prob	0,609	0,383	0,311	0,418	0,378	

*** رفض فرض العدم عند مستوى الدلالة 1% ، ** رفض فرض العدم عند مستوى الدلالة 5% ، * رفض فرض العدم عند مستوى دلالة 10%.

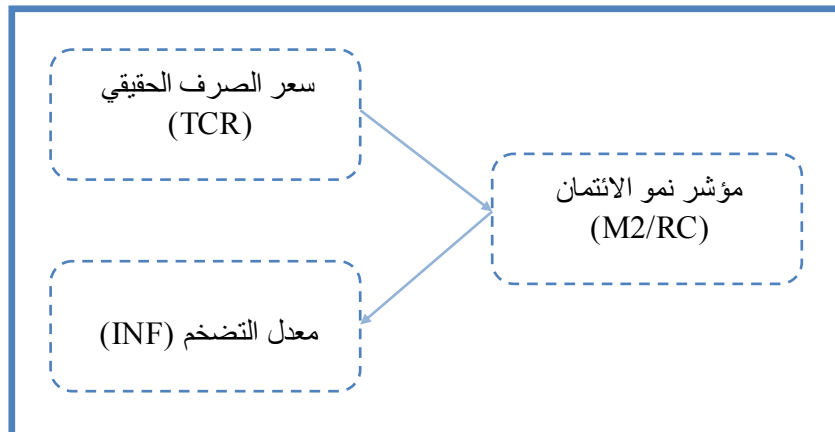
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 9

من خلال الجدول رقم (19.3) نلاحظ وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين كل من سعر الصرف الحقيقي (tcr)، مؤشر نمو الائتمان (m2/rc) و معدل التضخم (inf). و غياب علاقة السببية بين باقي المتغيرات.

و انطلاقا من الجدول السابق نستخرج الشكل رقم (14.iii) أسفله الذي يوضح علاقات السببية بين المتغيرات

سابقة الذكر.

الشكل (14.iii): توضيح علاقات السببية الموجودة بين متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 9

إننا نعلم مسبقاً أن سعر الصرف الحقيقي لا يتأثر بطريقة مباشرة بالمتغيرات المحددة للدراسة، وهذا يعتبر أحد أسباب طرح تساؤل هذه الدراسة مبدئياً، و لفهم الطريقة غير المباشرة التي تؤثر بها مؤشرات التحرير المالي على المدى القصير و الطويل سنقوم بتقدير المعاملات طويلة و قصيرة المدى.

3) مرحلة تصحيح الخطأ:

بعد التأكد من وجود علاقة على المدى الطويل (اختبار بوندز للحدود) سنقوم الآن بتحليل نتائج تصحيح الخطأ على المدى القصير و الطويل.

• تحليل العلاقة على المدى القصير:

اعتماداً على برنامج Eviews 10 حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول رقم (23.iii) أسفله، والذي يمكن من خلاله ملاحظة أن لمعامل الضبط أو (معامل تصحيح الخطأ) دلالة إحصائية ، وهي سالبة وتتراوح بين صفر وواحد في القيمة المطلقة ، وهذا مما يضمن آلية تصحيح الخطأ وبالتالي وجود علاقة طويلة الأمد (تكامل مشترك) بين المتغيرات. كما نلاحظ ما يلي:

وجود علاقة طردية معنوية بين سعر الصرف الحقيقي و مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر، بحيث إذا ارتفع سعر الصرف الحقيقي بـ 1% فإن لذلك تأثير بنسبة 4,05% من مؤشر الاستثمار الأجنبي المباشر (لكن سرعان ما تنعكس العلاقة ابتداءً من المبطنة الأولى أي السنة المقبلة "2019" ليؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر بسالب 4,33%). و وجود علاقات طردية غير معنوية مع معدل التضخم التي تصبح عكسية و معنوية بداية من المبطنة الأولى (أي أن زيادة بـ 1% في سعر صرف الدينار راجعة إلى انخفاض معدل التضخم بـ 1,42% بعد سنتين) و مؤشر الوساطة المالية، أما فيما يخص مؤشر انفتاح الصادرات و مؤشر نمو الائتمان فبينها علاقات معنوية و عكسية، فلكل من انفتاح الصادرات و نمو الائتمان يؤدي إلى زيادة عرض النقود الذي يؤثر سلباً على سعر الصرف. و نظراً للمرحلتين الانتقاليتين التي مر بها نظام سعر الصرف الجزائري (كما أظهرت نتائج التحليل العنقودي) فإن الاقتصاد الجزائري قد قام بقفزة من التوجيه للتعويم أثرت على جميع المتغيرات محل الدراسة بشكل مختلف بالإضافة إلى التغيرات الاقتصادية العالمية التي شهدتها العالم خلال فترة الدراسة.

الجدول (23.III): نتائج انحدار تصحيح الخطأ بنموذج ARDL

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(TCR)
 Selected Model: ARDL(6, 4, 4, 1, 5, 5)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 08/23/20 Time: 08:15
 Sample: 1970 2018
 Included observations: 43

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.030984	0.146086	-0.212096	0.8356
D(TCR(-2))	-0.763137	0.160398	-4.757761	0.0005
D(TCR(-3))	0.224651	0.141931	1.582822	0.1394
D(TCR(-4))	-0.722480	0.192489	-3.753362	0.0028
D(TCR(-5))	0.450733	0.186534	2.416363	0.0325
D(X_PIB)	-0.928210	0.199329	-4.656683	0.0006
D(X_PIB(-1))	1.267999	0.234947	5.396968	0.0002
D(X_PIB(-2))	0.027658	0.158419	0.174586	0.8643
D(X_PIB(-3))	0.757073	0.169595	4.463992	0.0008
D(M2_RC)	-2.411392	0.432916	-5.570118	0.0001
D(M2_RC(-1))	1.927295	0.491867	3.918324	0.0020
D(M2_RC(-2))	-0.495009	0.401648	-1.232444	0.2414
D(M2_RC(-3))	-1.712240	0.455006	-3.763116	0.0027
D(M2_PIB)	0.036453	0.129179	0.282191	0.7826
D(INF)	0.149640	0.131820	1.135187	0.2785
D(INF(-1))	-0.157549	0.181356	-0.868730	0.4020
D(INF(-2))	-1.428530	0.215686	-6.623192	0.0000
D(INF(-3))	-0.563122	0.154264	-3.650386	0.0033
D(INF(-4))	-0.847198	0.167294	-5.064131	0.0003
D(IED)	4.057020	1.409179	2.878996	0.0139
D(IED(-1))	-4.332334	1.508653	-2.871658	0.0140
D(IED(-2))	-8.538663	1.412702	-6.044209	0.0001
D(IED(-3))	-3.910390	1.214984	-3.218470	0.0074
D(IED(-4))	-2.167544	1.076989	-2.012596	0.0672
CointEq(-1)	-0.173658	0.026837	-6.470783	0.0000
R-squared	0.866769	Mean dependent var	2.619637	
Adjusted R-squared	0.689127	S.D. dependent var	4.875721	
S.E. of regression	2.718507	Akaike info criterion	5.130005	
Sum squared resid	133.0250	Schwarz criterion	6.153959	
Log likelihood	-85.29511	Hannan-Quinn criter.	5.507607	
Durbin-Watson stat	2.699533			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

• تحليل النتائج على المدى الطويل:

نلاحظ في الجدول (24.iii) أسفله نتائج على المدى الطويل كإكمال لنتائج المدى القصير، حيث نلاحظ ما يلي: علاقة معنوية قوية بنسبة تأثير 50,34% للاستثمار الأجنبي المباشر و سالب 20,16% لمؤشر نمو الائتمان على سعر الصرف الحقيقي (مقبول اقتصاديا، فتأثير الاستثمار الأجنبي المباشر يكون طردياو تأثير نمو الائتمان عكسيا) و تأثير معنوي بنسبة سالب 7,47% لانفتاح الصادرات على سعر الصرف الحقيقي (و هذه العلاقة مقبولة اقتصاديا أيضا)، كما نلاحظ تأثير معنوي طردي بنسبة 4,32% فيما يخص الوساطة المالية، حسب ما أوضح رونالد ماكينون فإن انخفاض هذه النسبة تترجم بمثابة الكبح المالي، و حسب الشكل رقم (5.3)، ففي المرحلة الثانية و مع بداية التحرير المالي نلاحظ ارتفاع في هذا المؤشر، و حسب الجدول رقم (24.iii) الذي يوضح العلاقة الطردية و المعنوية على المدى الطويل بين هذا المؤشر و سعر الصرف الحقيقي، فإننا نستخلص وجود علاقة معنوية طويلة المدى بين مؤشرات التحرير المالي و سعر صرف الدينار .

الجدول (24.iii): نتائج العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة على المدى الطويل

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X_PIB	-7.471116	2.268708	-3.293115	0.0064
M2_RC	-20.16007	5.973338	-3.375009	0.0055
M2_PIB	4.322422	1.974015	2.189661	0.0490
INF	-7.321622	4.305337	1.700592	0.1148
IED	50.34140	28.12189	1.790114	0.0987
C	224.4509	161.6450	1.388542	0.1902

$$EC = TCR - (-7.4711 * X_PIB - 20.1601 * M2_RC + 4.3224 * M2_PIB - 7.3216 * INF + 50.3414 * IED + 224.4509)$$

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على مخرجات برنامج Eviews 10

لكن لا يمكن اعتماد نموذج تصحيح الخطأ دون التأكد من خلال مجموعة من الاختبارات :

✓ اختبار التشويش الأبيض:

لاختبار الارتباط بين البواقي حيث تصاع فرضيته من الشكل:

$$\begin{cases} H_0: & \text{البواقي تشويش أبيض} \\ H_1: & \text{البواقي ليست تشويش أبيض} \end{cases}$$

لقد أثبت هذا الاختبار أن سلسلة البواقي عبارة عن تشويش أبيض بحيث أخذت احصائية قيمة 20,107 و هي قيمة أقل من القيمة الجدولية χ^2 .

✓ اختبار أثر ARCH:

من خلال الجدول رقم (25.III) أسفله نرفض فرضية العدم القائلة غياب أثر ARCH في سلسلة البواقي، وذلك من خلال احصائية مضاعف لاغرونج TS^2 التي أخذت قيمة 0,922 أقل من القيمة الجدولية لـ χ^2 . تصاغ الفرضية من الشكل:

$$\begin{cases} H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \sigma_3^2 = \dots = \sigma_k^2 \text{ يوجد تجانس} \\ H_1 \neq \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2 \neq \sigma_3^2 \neq \dots \neq \sigma_k^2 \text{ لا يوجد تجانس} \end{cases}$$

الجدول (25.III) : نتائج اختبار أثر ARCH

Heteroskeasticity Test: ARCH

F-statistic	0.079966	Prob. F(1,41)	0.7788
Obs*R-squared	0.083704	Prob. Chi-Square(1)	0.7723

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 08/25/20 Time: 14:10

Sample (adjusted): 1976 2018

Included observations: 43 after adjustments

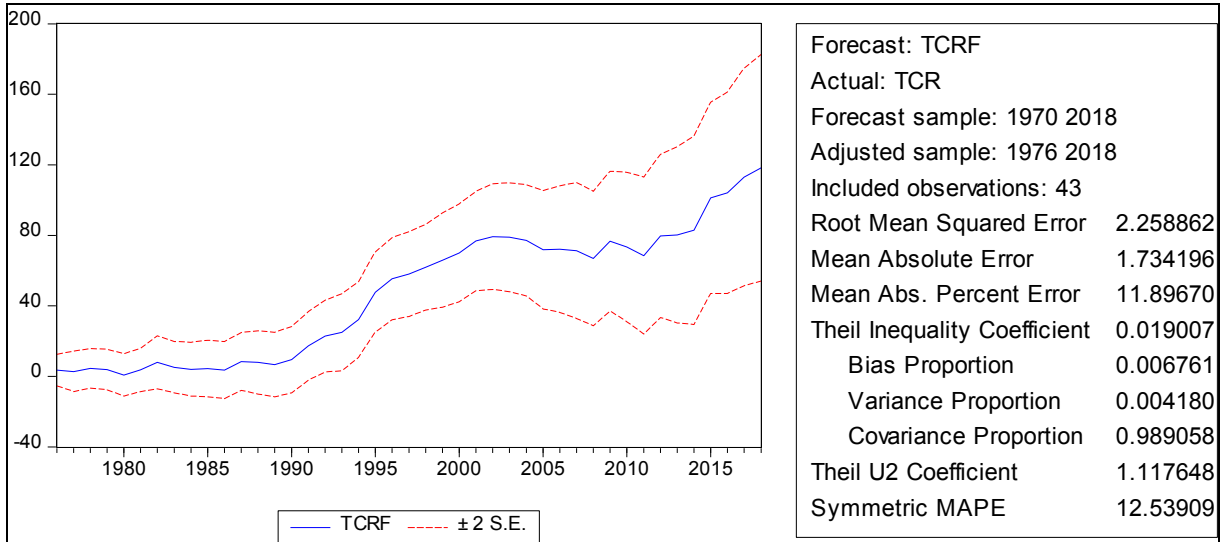
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.149234	0.868178	3.627404	0.0008
RESID^2(-1)	0.044313	0.156705	0.282783	0.7788
R-squared	0.001947	Mean dependent var		3.297174
Adjusted R-squared	-0.022396	S.D. dependent var		4.493287
S.E. of regression	4.543324	Akaike info criterion		5.910590
Sum squared resid	846.3136	Schwarz criterion		5.992506
Log likelihood	-125.0777	Hannan-Quinn criter.		5.940798
F-statistic	0.079966	Durbin-Watson stat		1.973374
Prob(F-statistic)	0.778766			

المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على مخرجات برنامج Eviews 10

4) التأكد من القدرة التنبؤية للنموذج المقدر:

الشكل البياني رقم (15.III) أسفله يوضح تمثيل بيانات القيم المقدرة و و القيم النظرية للنموذج للتأكد من قدرته التنبؤية.

الشكل (15.III) : تمثيل بيانات القيم المقدرة و و القيم النظرية للنموذج



المصدر: من إعداد الطالبة استنادا على مخرجات برنامج Eviews 10

والشكل رقم (15.III) أعلاه يظهر تمثيل القيم المقدرة والقيم النظرية، حيث أظهرت النتائج التقارب الكبير بين القيم المقدرة والقيم النظرية وهذا ما تؤكدته إحصائية Theil التي بلغت 0,019 وهي قيمة تقترب من الصفر؛ أي هناك شبه تطابق بين هذه القيم وهذا يعبر عن جودة النموذج المقدر؛ وبالتالي يمكن الاعتماد عليه في تحليل وتفسير النتائج والتنبؤ.

خاتمة الفصل:

حاولنا في هذا الفصل، دراسة طبيعة العلاقة بين نظرية التحرير المالي و نظام صرف الدينار الجزائري، و توضيح أهم جوانب تأثيرها عليه، فقمنا بتحليل تطور كل منهما خلال فترة الدراسة الممتدة بين 1970-2018، ثم حددنا البنية الأساسية للدراسة من خلال تحديد أهم المتغيرات التي تعبر عن التحرير المالي، و التي لها علاقة بنظام صرف الدينار الجزائري، من خلال تطبيق اختبار التحليل العاملي باستخدام المركبات الأساسية (ACP). أما تقدير العلاقة بين سعر صرف الدينار و هذه المتغيرات، و على ضوء نتائج الاختبارات المستعملة في تحقيق هذا الأثر على المدى القصير و الطويل، تم استعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL)، و لقد أسفرت نتائج التحليل و التقدير ما يلي:

- * قامت الجزائر بتطبيق التحرير المالي كإجراء لاتفاقيات الاصلاح الاقتصادي التي أبرمتها مع المؤسسات الدولية (صندوق النقد الدولي و البنك العالمي) في ظروف أزمة حادة.
- * شهد نظام صرف الدينار العديد من المراحل، كانت بدايتها من نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام التعويم المدار، حيث كانت هذه المراحل تتماشى و تتوافق مع الوضع الاقتصادي السائد في أي مرحلة في ظل غياب أي سياسة صرف واضحة.
- * أوضحت نتائج التحليل العاملي وجود علاقة قوية بين سعر الصرف الحقيقي و كل من مؤشر انفتاح الصادرات، مؤشر نمو الائتمان، الاستثمار الأجنبي المباشر، و التي تساهم في تشكيل العامل الأول (F1)، حيث أن و بشكل عام تتطور هذه المتغيرات في اتجاه واحد، في حين تغيب تلك العلاقة مع كل من مؤشر الوساطة المالية و معدل التضخم التي تكون العامل الثاني (F2)، كما توضحت نتائج التحليل العنقودي من خلال تصنيف فترة الدراسة إلى مجموعتين: الأولى من سنة 1970 إلى سنة 1994، و الثانية من سنة 1995 إلى سنة 2018، و بإسقاط هاتين الفترتين على واقع الاقتصاد الجزائري نلاحظ أن الفترتين تمثلان مرحلة ما قبل و ما بعد انشاء سوق الصرف المحلية بين البنوك.
- * أما نتائج التكامل المشترك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة (ARDL) (اختبار بوندز) فإنه أظهر وجود علاقة طويلة الأجل، أما فيما يخص القدرة التفسيرية للنموذج فقد أثبت اختبار وايت أن سلسلة البواقي عبارة عن تشويش أبيض و أثبت اختبار الأثر غياب مشكل تجانس تباينات الأخطاء، كما تأكدنا من القدرة التنبؤية للنموذج فقيمة عدم المساواة كانت مساوية لـ 0,019 و هي نسبة مقبولة إحصائياً.
- * و استناداً على تقدير النموذج، توصلنا إلى وجود علاقة قوية المعنوية بين مؤشرات التحرير المالي و سعر صرف الدينار على المدى الطويل، و ضعف المعنوية بين تلك المؤشرات على المدى القصير و هذا ما يدل على أن التحرير المالي لم يكن السبب الوحيد للتغيرات التي شهدتها المؤشرات الاقتصادية، لكن قد يصبح فعالاً بشكل أكبر على المدى الطويل إذا ركزت الجزائر على البرامج الاصلاحية و واصلت تنفيذها.

الغائمة

1. خلاصة الدراسة:

مع بداية ثمانينيات القرن الماضي، اتجهت أغلب الدول إلى تحرير قطاعاتها المالية و ذلك من خلال إلغاء القيود المفروضة في ظل المنافسة الحرة، و حدث هذا التغير كنتيجة للفشل الذي تميزت به سنوات الكبح المالي و البنكي الطويلة في هذه الدول، حيث وضع كل من ماكينون و شاو 1973 محدودية هذا الكبح الذي لم يتسبب سوى في منع التطور المالي و تثبيط كل تحسن في وضعية هذه الدول الاقتصادي. و اقترحا بدله منهج التحرير المالي كحل للقضاء على هذا الكبح، بحيث وضحا امكانية بلوغ تطور مالي أعظمي و أكدا على تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة.

يندرج التحرير المالي تحت شقي العولمة الاقتصادية التي تهدف إلى توحيد الاقتصاد العالمي من خلال دمج الاقتصاد العالمي المحلي و الأجنبي تحت ما يعرف بالنظام الدولي الجديد. كما يقوم منهج التحرير المالي أساسا على تحرير الأسواق المالية و تشجيع الاستثمارات الأجنبية و إلغاء القيود على المعاملات المالية الخارجية، مما يجعله يؤثر على الرابط الاقتصادي الرئيسي لهذه المعاملات و المتمثل في سعر الصرف الأجنبي. فلقد أوضحنا في دراستنا مختلف جوانبه، بكونه أبرز الأدوات التي تساهم في تحقيق أهداف السياسات الاقتصادية. كما بينا أيضا أنه لكل سياسة من سياسات سعر الصرف أهمية خاصة، فهي تلعب دورا مهما في تعديل الاقتصاد الكلي و تمثل أداة استقرار و امتصاص الصدمات الخارجية، و بالتالي أي سلوك يسلكه سعر الصرف ارتفاعا أو انخفاضاً سيكون له أثر واضح في تشكيل سياسات الاقتصاد الكلي عن طريق المفاضلة بين مختلف سياساته، بالإضافة إلى الآثار التي تتركها هذه التغيرات على مجمل النشاطات الاقتصادية و التي تختلف تأثيراتها حسب نظام الصرف السائد، و فضلا عن ذلك فإن تقلبات أسعار الصرف المفرطة تؤدي إلى خلق بيئة غير مواتية للنشاطات الاقتصادية، خصوصا و أن تحركاته في معظم الحالات تعبر عن مدى جودة و استقرار الأداء الاقتصادي الكلي.

كما ذكرنا في دراستنا الأزمات المالية و مدى تأثير كل من تقلبات سعر الصرف و التحرير المالي على نشوبها، و أكدنا على مدى أهمية تطبيق منهج التحرير المالي بتدرج عقلائي و في بيئة اقتصادية كلية ملائمة، لأن غياب هذه الأخيرة و في ظل تقلبات سعر الصرف الحادة، قد ينعكس التحرير المالي سلبا على الاقتصاد و يؤدي إلى ظهور أزمات مالية و بالتحديد نشوب أزمة العملات و التؤدي بدورها إلى خلق أزمة بنكية بسبب هيسيرية سحب الودائع للتخلص من تلك العملة و هذا ما يعرف بالأزمات التوأم (les crises jumelles) و هذا و في ظل العولمة المالية سيؤدي إلى ما يعرف بعدوى الأزمات المالية، بحيث تنتقل من رقعة جغرافية لأخرى، لتمس الاقتصاد العالمي ككل (أزمة الكساد 1929، أزمة البورصات 1987، الأزمة الآسيوية 1997..... الخ).

و نظرا للارتباط القوي بين التحرير المالي و سعر الصرف الأجنبي، حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد طبيعة و نوع هذه العلاقة بأخذ الاقتصاد الجزائري كعينة و ذلك من خلال دراسة تحليلية قياسية مكونة من ستة متغيرات

تماشيا مع طبيعة العلاقة، ويتمثل النهج الذي تبعه الموضوع في تحليل وقياس العلاقات بين سعر الصرف الحقيقي ومؤشرات التحرير المالي و المتمثلة في مؤشر انفتاح الصدرات و مؤشر انفتاح الواردات ضمن مؤشر الانفتاح الاقتصادي، الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤشر نمو الائتمان و مؤشر حجم الوساطة المالية، بالإضافة إلى معدل التضخم. و ذلك لمحاولة تحليل تطور أنظمة الصرف في الجزائر في ظل الإصلاحات المالية و اسقاط دراسة العلاقة بين نظام الصرف و التحرير المالي على الاقتصاد الجزائري من خلال اعتماد سلسلة زمنية تغطي كل متغيرات الدراسة تمتد من (1970.2018)، و ذلك في الجانب التحليلي و القياسي للدراسة

2. اختبار فرضيات الدراسة:

- * تمحورت الفرضية الأولى حول الكبح المالي، فتوصلنا إلى أن الكبح المالي مجموعة من القيود المفروضة من قبل السلطات النقدية على النظام المصرفي و المالي بهدف توفير رؤوس الأموال الضرورية لخطط التنمية، إلا أن نتائجه كانت عكس المتوقع، فقد تسبب في هروب رؤوس الأموال المحلية نحو الأسواق المالية للدول المتقدمة و ذلك لتراجع الأهمية النسبية للأسواق المالية و افتقار النظام المالي للتنوع.
- * ذكرنا في الفرضية الثانية منهج التحرير المالي، فتوصلنا إلى أن التحرير المالي بدوره أحد مكونات وصفة التحرير الاقتصادي الذي يندرج تحت مخطط العولمة الاقتصادية في ظل النظام العالمي الجديد، و أنه ظهر كنتيجة لفشل منهج الكبح المالي في بلوغ أهدافه و تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة.
- * كانت الفرضية الثالثة بخصوص سعر الصرف، فتوصلنا إلى الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا الأخير في استقرار الاقتصاد الكلي و ضمان سيرورة المبادلات الخارجية، و الآثار الوخيمة التي قد تنتج عن تقلبات قيمته على النظام المالي و الاقتصادي.
- * أما الفرضية الرابعة فكانت حول طبيعة العلاقة التي تربط التحرير المالي بسعر الصرف، فتوصلنا إلى أن تحرير المعاملات الخارجية لرؤوس الأموال و دمج الأسواق المحلية بالعالمية، قد يؤدي إلى ظهور انعكاسات على شكل صدمات خارجية قد لا يستطيع نظام الصرف الثابت امتصاصها (الأزمة الأسيوية 1997)

3. نتائج الدراسة:

- في ضوء ما تم عرضه في الفصول سابقة الذكر، تم رصد مجموعة من النتائج يمكن إيجازها فيما يلي:
- * يمكن تلخيص جوانب تأثير التحرير المالي على نظام الصرف من خلال التأثير المباشر على المستوى الداخلي، كإنشاء أسواق صرف داخلية بين متعاملين محليين (تعويم داخلي)، أو على المستوى الخارجي من خلال التعويم الكلي لسعر الصرف و تحرير تلك الأسواق للمتعاملين الأجانب. أما التأثير غير المباشر فيكون من خلال تحرير معدلات الفائدة المدينة و الدائنة، و التخلي عن التحكم في تدفقات رؤوس الأموال، التي تؤثر بشكل غير مباشر على سعر الصرف.

- * كما وضحت الدراسة التحليلية لجوانب التحرير المالي على نظام الصرف الجزائري في الفترة الممتدة بين 1970-2018، اتباع الجزائر لمراحل تطبيق التحرير المالي من خلال سن مجموعة من القوانين، قانون القرض و البنك 1986 و قانون النقد و القرض بتعدلاته، وتنفيذ برامج اصلاحية، الاستعداد الائتماني و التعديل الهيكلي. فكانت النتائج مع نهاية التسعينيات و مطلع الألفينيات: تراجع في المديونية الخارجية، تسجيل معدلات نمو اقتصادية جيدة، تسجيل معدلات فائدة حقيقية على الودائع موجبة بالإضافة إلى ثبات نسبي في قيمة سعر الصرف الحقيقي. لكن سرعان ما تراجعت كل تلك النسب بداية مع سنة 2007، و تراجعت قيمة سعر صرف الدينار بشكل متواصل إلى نهاية فترة الدراسة.
- * لقد بينت نتائج التحليل العاملي إلى مركبات أساسية و التحليل العنقودي، وجود ارتباط قوي طردي بين مؤشرات التحرير المالي و التغيرات التي طرأت على سعر الصرف الحقيقي خلال فترة الدراسة في الجزائر، كما وضحت نتائج الانحدار باستخدام نموذج الفجوات الزمنية المبطة، ضعف المعنوية بين تلك المتغيرات على المدى القصير و قوتها على المدى الطويل بين سعر الصرف الحقيقي و مؤشرات التحرير المالي.
- و كنتيجة لما سبق، توصلنا إلى أن نموذج التحرير المالي الذي صاغه كل من شاو و ماكينون هو نفس النموذج الذي ينطبق على الاقتصاد الجزائري، لكن بالاعتماد على نتائج التحليل النظري و التحليل القياسي الذي يوضح نتائج مؤقتة للتحرير المالي، و ضعف معنوية مؤشرات على المدى القصير، يدل أن التحرير المالي لم يكن السبب الوحيد في التحسن الذي شهدته الجزائر مع مطلع الألفينيات، بل كان هناك عامل آخر يلعب هذا الدور، و بالاستناد على التمثيل البياني لمؤشر التحرير المالي (KAOPEN) الذي يحدد كثافة القيود المفروضة على القطاع المالي (الملحق رقم 20)، و منحى تطور سعر البرميل للبترول (الملحق رقم 19) الذي يأخذ مكانة كبيرة في الصادرات الجزائرية (حوالي 94% من اجمالي الصادرات)، نستنتج أن الجزائر لم تواصل في تحرير قطاعها المالي بل اكتفت بالتحرير الجزئي الذي بدأته في سنوات التسعينيات، حيث سجل مؤشر التحرير المالي (KAOPEN) منذ بداية الاتفاقيات مع المؤسسات الدولية نسبة 1,21% و لا تزال تلك النسبة ثابتة إلى نهاية فترة الدراسة، و أن تبعية الاقتصاد الجزائري للنفط هي ما يحدد معدلات النمو الاقتصادي و المؤشرات الاقتصادية، و نظرا لقوة المعنوية بين متغيرات الدراسة على المدى الطويل فإن الجزائر إذا واصلت تحرير القطاع المالي قد تحصل على نتائج من منهج التحرير المالي على المدى الطويل.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

الكتب:

1. عبد اللطيف مصطفى محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر و التوزيع، بيروت لبنان.
- الرسائل الجامعية:
2. إلهام طردي مروى مزهودي، دور الجهاز المصرفي في تنشيط الأسواق المالية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مستكملة ضمن متطلبات شهادة الماستر الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم التجارية، تخصص تمويل مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة الجزائر، 2015.2016.
3. أمحدي دليلة الحاج أحمد محمد، الإصلاحات المصرفية في ظل قانون النقد و القرض 10.90 دراسة قياسية، مذكرة تخرج ضمن متطلبات الماستر الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي و بنكي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار الجزائر، 2018.2019.
4. إيمان محمود عبد اللطيف، الازمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، أطروحة مقدمة إلى مجلس جامعة سانت كليمنتس University Clements St وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الدكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت آيمنتس العالمية، العراق، 2011.
5. برياص الطاهر، أثر تدخل المؤسسات النقدية و المالية الدولية في الاقتصاد دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل درجة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2008.2009.
6. بربري محمد الأمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف و دوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية. دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013. 2014.
7. بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو و الدولار و أثرها على المبادلات الخارجية الجزائرية، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية دولية، مدرسة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة وهران، 2012.2013.
8. بقبق ليلي اسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر و معوقاتهما الداخلية. دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية و بنوك، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة تلمسان، 2014.2015.
9. بن دحمان أمنة، التطور المالي و النمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 25 دولة خلال فترة 1989.2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث لنظام الل.م.د في علوم الاقتصاد النقدي مالي، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.2016.
10. بن قدور علي، دراسة قياسية لسعر الصرف الحقيقي التوازني في الجزائر (1970 . 2010)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان 2012. 2013.

11. بن يعني رحيمة، سياسة سعر الصرف وتحديده دراسة قياسية للدينار الجزائري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص: اقتصاد التنمية، جامعة آيب بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014/2013.
12. بورحلي خالد، محددات سعر الصرف التوازني للدينار الجزائري لتحقيق التوازنات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1980.2016، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018.2019.
13. تقوى حسناوي، عبد العزيز أحمد شاوش، أثر تقلبات أسعار النفط على السياسة المالية في الجزائر دراسة إحصائية للفترة 1986-2014، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، 2015.2016.
14. تواتي خديجة، تحليل العوامل المفسرة لسعر الصرف دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري (1980.2011)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي و تقنيات كمية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم الجزائر، 2013.2014.
15. جبور صافية، محددات سعر الصرف في الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي و مالي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، ملحقة مغنية، الجزائر، 2015.2016.
16. جمال الدين سعد الله، تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية العربية دراسة حالة بعض الأسواق العربية (القاهرة . عمان . دبي . الدوحة)، مذكرة مقدمة لنيل درجة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2012.2013.
17. حمزة، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي دراسة تحليلية وفق نموذج (SWOT)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر.
18. خديجة تافساست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990.2013، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، جامعة باتنة الحاج لخضر الجزائر، 2016.2017.
19. خروبي عبد المالك، عيساوي إيمان، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (دراسة قياسية)، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك مالية و تسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر، 2014.2015.

20. خموري رحمة، سياسات سعر الصرف في الجزائر 1962-2010، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة وهران، 2011.2012.
21. درقال يمينة، دراسة تقلبات أسعار الصرف في المدى القصير اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، مدرسة الدكتوراه، تلمسان الجزائر، 2010.2011.
22. درواسي مسعود، السياسة المالية و دورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر 1990-2004، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.2006.
23. رواج عبد الرحمان، أثر الأزمة المالية العالمية على حركة التجارة الخارجية للتكتل الاقتصادي الأوروبي دراسة قياسية للفترة (2000-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017.2018.
24. زراقة محمد، آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية حالة الجزائر 1990-2014، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص اقتصاد قياسي بنكي و مالي، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015.2016.
25. زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية و مقارنة مع بعض الدول النامية خلال فترة 1980 . 2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص الدراسات الاقتصادية و المالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2018.2019.
26. زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية و مقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور، جلفة الجزائر، 2018.2019.
27. سامية منصوري، دراسة قياسية لبعض محددات سعر الصرف في الجزائر (1975-2013)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبة، تخصص تقنيات كمية في المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.2015.
28. سعدي حسام الدين ، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي، دراسة قياسية لحالة الجزائر (1990-2013)، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2014 . 2015.

29. سيد عمر زهرة، انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية طور ثالث، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية، أدرار الجزائر، 2017.2018.
30. شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود بنوك و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2005.2006.
31. شهبون وفاء، "التحرير المالي وتأثيره على النمو الاقتصادي" دراسة حالة الجزائر 1970.2014، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ، في علوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد النقدي و المالي، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، الملحق الجامعية لمغنية ، جامعة تلمسان، 2015.2016.
32. شيبان رمضان، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة الأسواق المالية العربية، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التجارية، تخصص مالية و تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة عبد الحميد ابن باديس، مستغانم، 2017.2018.
33. الصادق وكواك، حمزة محدي، سامي غالبي، سليم أحمادي، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية للفترة 1985.2015، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم تجارية، تخصص مالية وتجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعموم التسيير، جامعة الشهيد حمو لخضر، الوادي، 2017.2018.
34. صحراوي سعيد، محددات سعر الصرف دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية و النموذج النقدي الجزائري، تخرج لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، مدرسة الدكتوراه التسيير الدولي للمؤسسات، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان الجزائر، 2009.2010.
35. عبر حيدوسي، دراسة قياسية للعلاقة بين سعر الصرف و سعر الفائدة والتضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في علوم تجارية، تخصص تقنيات كمية في المالية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير والعلوم التجارية قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.2016.
36. عقبي لخضر، ميزان المدفوعات و أثاره على التجارة الخارجية دراسة حالة بلدان المغرب العربي 1990.2009، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية و إدارة أعمال، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد و التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان الجزائر، 2010.2011.
37. فضيلة زاوي، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2015.2016.

38. مارييف عمر، التحرير المالي و النمو الاقتصادي دراسة قياسية مقارنة لدول المغرب (الجزائر، تونس و المغرب)، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماستر "ل م د" في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك ومالية دولية، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة عين تموشنت، 2015.2016.
39. محمد الهاشي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007- 2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2011.2012.
40. مراحي البحري، تأثير الأزمات الدولية على الاقتصاد الجزائر بدراسة قياسية 1980.2015، مذكرة مكملة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي الجزائر، 2016.2017.
41. مولاي بوعلام، سياسات سعر الصرف في الجزائر دراسة قياسية في الفترة (01:1990. 04:2003)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، جوان 2005.
42. نجاح عبدلي نور الهدى فضل الدين، دور البنوك المركزية في الحد من تقلبات أسعار الصرف دراسة حالة بنك الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر الأكاديمي (ل.م.د) في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي تبسي، تبسة الجزائر، 2015.2016.
43. نسيمه حاج موسى، الأزمات المالية الدولية وأثارها على الاسواق المالية العربية مع دراسة حالة أزمة الرهن العقاري خلال الفترة 2007- 2008، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس الجزائر، 2008.2009.
44. يخلف فاطمة الزهرة زرداي مريم، مخاطر عولمة أسواق المال دراسة حالة السوق المالية الكويتي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية مؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة 1945/05/08، ورقلة الجزائر، 2010.2011.
45. يسين سي لآخضر غربي، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر دراسة قياسية تحليلية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية و مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2018.2019.

المجلات:

1. بلقاسم العباس، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية العدد الثالث والعشرون. نوفمبر/تشرين الثاني 2003. السنة الثانية.
2. جميل طاهر، أزمة الديون الخارجية وأثارها على الاقتصاديات العربية دراسة تحليلية، مجلة علمية سنوية محكمة، كلية الإدارة و الاقتصاد، العدد الثالث، جامعة قطر، 1992.

3. خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وأثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، عدد 05، ديسمبر 2016.
4. سحنون جمال الدين، ط د. بلغانبي نبيلة، التحرير المالي وانعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 17، السادسي الثاني 2017.
5. شريط عابد، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، مجلة بحوث اقتصادية عربية، مركز الدراسات الوحدة العربية، بيروت، العددان 48 49، (صيف 2009. شتاء 2010).
6. صبرينة صالح، أزمات القطاع المصرفي و المالي بين حدود التحرير المالي و ضمانات الحوكمة، مجلة العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، العدد 07، 2012.
7. عمار زيتوني أ. خديجة تافاست، إجراءات الدول الآسيوية للخروج من الأزمة في ظل تبني سياسة التحرير المالي، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12، 2017/06/02.
8. قحطان عبد سعيد، الأزمة المالية الآسيوية 1997.. الأزمة المالية العالمية 2008 الأسباب الآثار والدروس المستفادة "دراسة مقارنة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 21، العراق، 2009.
9. ناجي التوني، الأزمات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 29، ماي 2004.
10. نورة زيان، د. محمد شويكات، قياس أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة خلال الفترة 1990.2015، مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، العدد الاقتصادي 36(01).
11. هدايجي عبد الجليل د. بن سعيد محمد، تطور نظام سعر صرف الدينار الجزائري، مجلة التكامل الاقتصادي، العدد 3، الرقم 3.
12. رفاه عدنان الطائي، أثر تقلبات أسعار الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني والتركي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، 2010، المجلد 2، الرقم 3.

أعمال الملتقيات:

1. بربري محمد أمين طرشي محمد، التحرير المالي و المصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، مداخلة ضمن مؤتمر علمي دولي حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11/12/03/2008، بجامعة قاصدي مرباح ورقلة.
2. بريش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، ملتقى دولي ثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، جامعة خميس مليانة، يومي 6-7 ماي 2009.
3. خنوسة عديمة د. فوضيل لحسن، الأزمات المالية الناشئة في ظل العولمة المالية، مداخلة ضمن الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف، مسيلة الجزائر، 2019/2/54.

قائمة المراجع

4. زايدى عبد السلام، مقران يزيد، الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاديات العربية، دراسة حالة الجزائر، تونس، المغرب، ليبيا، مصر، ملتقى دولي حول الأزمة المالية الراهنة و البدائل المالية المصرفية - جامعة خميس مليانة، الجزائر، يومي 6-7 ماي 2009.
5. محمد العربي ساكر، موقع الدول العربية من العولمة المالية (إشارة خاصة لحالة الجزائر)، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
6. مرابط ساعد، أسماء بلمهوب، العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2006/06/2221.
7. وسام حسين علي العنيزي، قياس العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وميزان المدفوعات في العراق للمدة 2004-2016، عدد خاص بالمؤتمر العلمي الدولي الثاني لجامعة جهان . اربيل في العلوم الادارية و المالية، المجلد ، 2827 أوت 2018.

مراجع باللغة الأجنبية:

1. Adil Hidane, calcul du taux de change effectif nominal et réel du Dirham, document de travail n°86, direction de la politique économique général, Royaume du Maroc, Mars 2003
2. Bouziane BENTABET M'hamed ZIAD, Régimes de change et développement : Une analyse quantitative, Article paru dans la Revue Sciences & Technologie -ANDRU (2010), N°7, MESRS-Alger
3. Exchange Rate Arrangement and Currency Convertibility Developments and Issues, IMF, World Economic and Financial Surveys, Washington, 1999.
4. Fry, M.J (1997) "In Favor Of Financial Liberalization", The Economic Journal, Vol.107, N°442
5. IMF , currency banking and debt crisis, vol39, N°4. December 2002.
6. Leroux François, une nouvelle classification officielle des régime de change, note pédagogique, MIC n°12, 1999
7. McKinnon.R (1989)"When Governments Tax And Otherwise, Distort Their Domestic Capital Markets, The Economy Is Said To Be Financially Repressed"; OXFORD Review of Economic Policy, vol.5, N°4.
8. Pr BENGHABIB Abderrezak, ZENASNI Soumia, Les effets de la libéralisation financière sur la croissance économique : analyse empirique sur le cas algérien, Le recueil des communications du deuxième colloque international sur La bonne performance des organisations et des gouvernements , Deuxième édition, La croissance des entreprises et des économies entre la

- réalisation de la performance financière et les défis de la performance environnementale, organisé les 22 et 23 Novembre 2011.
9. Regragui Fatiha, la d'évaluation monétaire : Quels fondements théoriques pour quel impact ? (cas du Dirham), Revue Journal of Business and Economics (JBE), vol 2, n°1
 10. Reuven Glick and Michael Hutchison, Currency Crises, Working Paper Series, Federal Reserve Bank Of San Francisco, September 15, 2011
 11. Samson Kwalingana Kisu Simwaka Thomas Munthali and Austin Chiumia, The short-run and long-run trade balance response to exchange rate changes in malawi, Journal of Development and Agricultural Economics, vol 4, N°8, 12/05/2012,
 12. Stiglitz. J .E et Jaramillo-Vallejo.J et park y.c.(1993); "the Role Of The State In Financial Markets"; World Banque Research Observer, Annual On Development Economics Supplement.
 13. Sugeeth Patabendige, Chathuri Senarath,FINANCIAL LIBERALIZATION: A FOURTH GENERATION THOUGHT, Global Journal of Business Research, Vol. 9, No. 3, 2015,
 14. Tabet Islam Djenane Wissam, Impact de la dévaluation de la monnaie sur les importations cas d'économie Algérienne (1970-2015), mémoire de fin d'études en vue de l'obtention de Master en Sciences économiques, option économies Quantitatives , Faculté de Sciences économiques commerciales et sciences du gestion, Université d'Abderrahmane Mira, Béjia, Algérie, 2017-2018.
 15. التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول العربية، مجلة، revue d'économie et de statistiques appliquées, v.10, numero 01

مواقع الإنترنت:

1. Les régimes de change dans une économie mondiale de plus en plus intégrée, Préparé par les services du FMI, juin 2000, <https://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/fra/062600f.htm>, visité le 07/04/2020, à 00 :28
2. نظام سعر الصرف وتسيير سياسة سعر الصرف وتطور سعر صرف الدينار 2000-2018، الموقع الرسمي، تمت زيارة الموقع يوم 12/04/2020 على الساعة 19:46 https://www.bank-of-algeria.dz/pdf/regimedechange_2000_2018.pdf
3. Abou-Bekr Asma, L'impact de la Politique de la Libéralisation Financière sur la Croissance Economique cas de l'Algérie , Mémoire présenté en vue de l'obtention du diplôme de MAGISTER en Sciences Commerciales Spécialité Finance , Option : Econométrie bancaire et financière , UNIVERSITE ABOUBAKR BELKAID TLEMCEM, FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, DE GESTION ET SCIENCES COMMERCIALES , 2015-2016
4. <https://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/tcr.pdf> , visité le : 10/03/2020 à 19:54.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (03): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) للاستثمار الأجنبي المباشر (IED) عند المستوى

الملحق رقم (04): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) للاستثمار الأجنبي المباشر (IED) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.094403	0.0119
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:01
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.504907	0.123317	-4.094403	0.0002
C	0.103935	0.182075	0.570836	0.5710
@TREND("1970")	0.010588	0.006395	1.655773	0.1047

R-squared 0.276735 Mean dependent var -0.006569
Adjusted R-squared 0.244590 S.D. dependent var 0.884949
S.E. of regression 0.595058 Akaike info criterion 1.801445
Sum squared resid 15.93422 Schwarz criterion 1.977095
Log likelihood -41.84248 Hannan-Quinn criter. 1.904341
F-statistic 8.608938 Durbin-Watson stat 2.095173
Prob(F-statistic) 0.000683

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.734729	0.0065
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:01
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.454905	0.121804	-3.734729	0.0005
C	0.326707	0.124978	2.614114	0.0121

R-squared 0.232671 Mean dependent var -0.006569
Adjusted R-squared 0.215990 S.D. dependent var 0.884949
S.E. of regression 0.606218 Akaike info criterion 1.877619
Sum squared resid 16.90500 Schwarz criterion 1.955585
Log likelihood -43.06285 Hannan-Quinn criter. 1.907082
F-statistic 13.94820 Durbin-Watson stat 2.096079
Prob(F-statistic) 0.000517

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.238249	0.1951
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:02
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.108845	0.087802	-1.238249	0.2220
D(IED)(-1)	-0.84602	0.130602	-2.791703	0.0077

R-squared 0.216241 Mean dependent var 0.026546
Adjusted R-squared 0.198824 S.D. dependent var 0.648984
S.E. of regression 0.579016 Akaike info criterion 1.786946
Sum squared resid 15.08958 Schwarz criterion 1.865378
Log likelihood -39.89623 Hannan-Quinn criter. 1.816274
Durbin-Watson stat 2.045821

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.01969	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:03
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.413216	0.128245	-11.01969	0.0000
C	-0.003829	0.182300	-0.19908	0.9842
@TREND("1970")	0.000945	0.008406	0.147480	0.8834

R-squared 0.734328 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.722250 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.594945 Akaike info criterion 1.861006
Sum squared resid 15.57422 Schwarz criterion 1.979100
Log likelihood -40.73383 Hannan-Quinn criter. 1.905446
F-statistic 60.89823 Durbin-Watson stat 2.110222
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.14885	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:03
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.412230	0.126670	-11.14885	0.0000
C	0.020011	0.086873	0.233033	0.8168

R-squared 0.734195 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.728288 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.588443 Akaike info criterion 1.818947
Sum squared resid 15.58191 Schwarz criterion 1.897676
Log likelihood -40.74525 Hannan-Quinn criter. 1.848573
F-statistic 124.2968 Durbin-Watson stat 2.110916
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.27770	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:03
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.413131	0.125303	-11.27770	0.0000

R-squared 0.733874 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.733874 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.582362 Akaike info criterion 1.777600
Sum squared resid 15.60072 Schwarz criterion 1.816964
Log likelihood -40.77359 Hannan-Quinn criter. 1.792413
Durbin-Watson stat 2.106849

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.121990	0.0111
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.331993
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.343099

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:04
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.504907	0.123317	-4.094403	0.0002
C	0.103935	0.182075	0.570836	0.5710
@TREND("1970")	0.010588	0.006395	1.655773	0.1047

R-squared 0.276735 Mean dependent var -0.006569
Adjusted R-squared 0.244590 S.D. dependent var 0.884949
S.E. of regression 0.595058 Akaike info criterion 1.801445
Sum squared resid 15.93422 Schwarz criterion 1.977095
Log likelihood -41.84248 Hannan-Quinn criter. 1.904341
F-statistic 8.608938 Durbin-Watson stat 2.095173
Prob(F-statistic) 0.000683

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.736120	0.0065
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.352187
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.362880

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:04
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.454905	0.121804	-3.734729	0.0005
C	0.326707	0.124978	2.614114	0.0121

R-squared 0.232671 Mean dependent var -0.006569
Adjusted R-squared 0.215990 S.D. dependent var 0.884949
S.E. of regression 0.606218 Akaike info criterion 1.877619
Sum squared resid 16.90500 Schwarz criterion 1.955585
Log likelihood -43.06285 Hannan-Quinn criter. 1.907082
F-statistic 13.94820 Durbin-Watson stat 2.096079
Prob(F-statistic) 0.000517

Null Hypothesis: IED has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.293262	0.0225
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947916	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.404507
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.306354

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:04
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IED(-1)	-0.227553	0.090415	-2.516758	0.0153

R-squared 0.118679 Mean dependent var -0.006569
Adjusted R-squared 0.118679 S.D. dependent var 0.884949
S.E. of regression 0.642739 Akaike info criterion 1.974458
Sum squared resid 19.41634 Schwarz criterion 2.013441
Log likelihood -46.38699 Hannan-Quinn criter. 1.989190
Durbin-Watson stat 2.367191

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-11.89654	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.331366
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.247519

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:05
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.413216	0.128245	-11.01969	0.0000
C	-0.003829	0.182300	-0.19908	0.9842
@TREND("1970")	0.000945	0.008406	0.147480	0.8834

R-squared 0.734326 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.722250 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.594945 Akaike info criterion 1.861006
Sum squared resid 15.57422 Schwarz criterion 1.979100
Log likelihood -40.73383 Hannan-Quinn criter. 1.905446
F-statistic 60.89823 Durbin-Watson stat 2.110222
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.04995	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.331530
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.247429

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:05
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.412230	0.126670	-11.14885	0.0000
C	0.020011	0.086873	0.233033	0.8168

R-squared 0.734195 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.728288 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.588443 Akaike info criterion 1.818947
Sum squared resid 15.58191 Schwarz criterion 1.897676
Log likelihood -40.74525 Hannan-Quinn criter. 1.848573
F-statistic 124.2968 Durbin-Watson stat 2.110916
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(IED) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-12.19819	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 0.331930
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 0.247783

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IED.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:05
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IED)(-1)	-1.413131	0.125303	-11.27770	0.0000

R-squared 0.733874 Mean dependent var 0.048249
Adjusted R-squared 0.733874 S.D. dependent var 1.128885
S.E. of regression 0.582362 Akaike info criterion 1.777600
Sum squared resid 15.60072 Schwarz criterion 1.816964
Log likelihood -40.77359 Hannan-Quinn criter. 1.792413
Durbin-Watson stat 2.106849

الملحق رقم (05): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لمعدل التضخم (INF) عند المستوى

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.364012	0.3930
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 19.35063
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.03229

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:28
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.202607	0.088646	-2.285575	0.0270
C	2.820987	1.702095	1.657362	0.1044
@TREND("1970")	-0.042933	0.048547	-0.884369	0.3812

R-squared 0.10670 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.069896 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.532428 Akaike info criterion 5.901166
Sum squared resid 944.9736 Schwarz criterion 5.979133
Log likelihood -139.2145 Hannan-Quinn criter. 5.930630
F-statistic 2.886660 Durbin-Watson stat 1.740895
Prob(F-statistic) 0.079026

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.147804	0.2276
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.598925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:27
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.185203	0.086229	-2.147804	0.0370
C	1.612983	1.013125	1.592087	0.1182

R-squared 0.091144 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.071386 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.532428 Akaike info criterion 5.901166
Sum squared resid 944.9736 Schwarz criterion 5.979133
Log likelihood -139.2145 Hannan-Quinn criter. 5.930630
F-statistic 4.613062 Durbin-Watson stat 1.740107
Prob(F-statistic) 0.037031

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.285575	0.4334
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:27
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.202607	0.088646	-2.285575	0.0270
C	2.820987	1.702095	1.657362	0.1044
@TREND("1970")	-0.042933	0.048547	-0.884369	0.3812

R-squared 0.106670 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.069896 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.542001 Akaike info criterion 5.925802
Sum squared resid 928.3303 Schwarz criterion 6.042552
Log likelihood -139.2145 Hannan-Quinn criter. 5.969798
F-statistic 2.886660 Durbin-Watson stat 1.740895
Prob(F-statistic) 0.079026

الملحق رقم (06): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لمعدل التضخم (INF) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.566053	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:28
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.959270	0.146318	-6.566053	0.0000
C	0.035840	0.686240	0.051550	0.9591

R-squared 0.483001 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.483001 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.714323 Akaike info criterion 5.960135
Sum squared resid 1022.343 Schwarz criterion 6.032255
Log likelihood -139.0632 Hannan-Quinn criter. 5.974948
Durbin-Watson stat 1.973900

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.484288	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:28
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.959236	0.147932	-6.484288	0.0000
C	0.035840	0.686240	0.051550	0.9591

R-squared 0.483032 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.471544 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.766276 Akaike info criterion 6.002629
Sum squared resid 1022.282 Schwarz criterion 6.081368
Log likelihood -139.0618 Hannan-Quinn criter. 6.032255
F-statistic 42.04600 Durbin-Watson stat 1.974074
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.455726	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.506508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:27
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.963197	0.149200	-6.455726	0.0000
C	0.780716	1.469809	0.531168	0.5980
@TREND("1970")	-0.029798	0.051693	-0.578454	0.5672

R-squared 0.489807 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.463585 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.802035 Akaike info criterion 6.037658
Sum squared resid 1014.620 Schwarz criterion 6.155753
Log likelihood -138.8850 Hannan-Quinn criter. 6.082098
F-statistic 20.87721 Durbin-Watson stat 1.982321
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.239007	0.1954
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.598925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 19.88895
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.63175

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:29
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.185203	0.086229	-2.147804	0.0370
C	1.612983	1.013125	1.592087	0.1182

R-squared 0.091144 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.071386 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.532428 Akaike info criterion 5.901166
Sum squared resid 944.9736 Schwarz criterion 5.979133
Log likelihood -139.2145 Hannan-Quinn criter. 5.930630
F-statistic 4.613062 Durbin-Watson stat 1.740107
Prob(F-statistic) 0.037031

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.420540	0.1429
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:27
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.080377	0.056582	-1.420540	0.1621

R-squared 0.041063 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.041063 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.605835 Akaike info criterion 5.913138
Sum squared resid 997.0445 Schwarz criterion 5.952121
Log likelihood -140.9153 Hannan-Quinn criter. 5.928770
Durbin-Watson stat 1.829639

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.432575	0.1392
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 20.77176
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.25739

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:29
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.080377	0.056582	-1.420540	0.1621

R-squared 0.041063 Mean dependent var -0.048542
Adjusted R-squared 0.041063 S.D. dependent var 4.703415
S.E. of regression 4.605835 Akaike info criterion 5.913138
Sum squared resid 997.0445 Schwarz criterion 5.952121
Log likelihood -140.9153 Hannan-Quinn criter. 5.928770
Durbin-Watson stat 1.829639

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.557581	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 21.75197
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 22.00307

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:30
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.959270	0.146318	-6.566053	0.0000
C	0.035840	0.686240	0.051550	0.9591

R-squared 0.483001 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.483001 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.714323 Akaike info criterion 5.960135
Sum squared resid 1022.282 Schwarz criterion 6.032255
Log likelihood -139.0632 Hannan-Quinn criter. 5.974948
Durbin-Watson stat 1.973900

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.486210	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 21.75069
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.99377

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:29
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.959236	0.147932	-6.484288	0.0000
C	0.035840	0.686240	0.051550	0.9591

R-squared 0.483032 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.471544 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.766276 Akaike info criterion 6.002629
Sum squared resid 1022.282 Schwarz criterion 6.081368
Log likelihood -139.0618 Hannan-Quinn criter. 6.032255
F-statistic 42.04600 Durbin-Watson stat 1.974074
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(INF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.455726	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.506508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 21.58765
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.58765

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 12:29
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INF(-1))	-0.963197	0.149200	-6.455726	0.0000
C	0.780716	1.469809	0.531168	0.5980
@TREND("1970")	-0.029798	0.051693	-0.578454	0.5672

R-squared 0.489807 Mean dependent var 0.056430
Adjusted R-squared 0.463585 S.D. dependent var 6.556539
S.E. of regression 4.802035 Akaike info criterion 6.037658
Sum squared resid 1014.620 Schwarz criterion 6.155753
Log likelihood -138.8850 Hannan-Quinn criter. 6.082098
F-statistic 20.87721 Durbin-Watson stat 1.982321
Prob(F-statistic) 0.000000

الملحق رقم (07): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لمؤشر نمو الائتمان (M2/RC) عند المستوى

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.396436	0.1492
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:35
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.059223	0.042410	-1.396436	0.1691

R-squared 0.035374 Mean dependent var -0.122600
Adjusted R-squared 0.035374 S.D. dependent var 1.817286
S.E. of regression 1.794854 Akaike info criterion 4.017164
Sum squared resid 149.7281 Schwarz criterion 4.056147
Log likelihood -95.41194 Hannan-Quinn criter. 4.031896
Durbin-Watson stat 2.361963

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.548886	0.5016
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:35
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.097833	0.063245	-1.548886	0.1287
C	0.317037	0.384183	0.825225	0.4135

R-squared 0.048446 Mean dependent var -0.122600
Adjusted R-squared 0.028782 S.D. dependent var 1.817286
S.E. of regression 1.790943 Akaike info criterion 4.044135
Sum squared resid 147.5439 Schwarz criterion 4.122102
Log likelihood -95.05924 Hannan-Quinn criter. 4.073599
F-statistic 2.392857 Durbin-Watson stat 2.303750
Prob(F-statistic) 0.128744

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.020783	0.5747
Test critical values:		
1% level	-4.170583	
5% level	-3.510740	
10% level	-3.185512	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:22
Sample (adjusted): 1973 2018
Included observations: 46 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.154148	0.076282	-2.020783	0.0499
D(M2_RC(-1,2))	-0.064988	0.149235	-0.435541	0.6655
D(M2_RC(-2))	0.340682	0.143938	2.369735	0.0228
C	1.344360	0.861712	1.560104	0.1264
@TREND("1970")	-0.028392	0.022805	-1.244990	0.2202

R-squared 0.203561 Mean dependent var -0.101879
Adjusted R-squared 0.125882 S.D. dependent var 1.821736
S.E. of regression 1.703233 Akaike info criterion 4.062555
Sum squared resid 119.9411 Schwarz criterion 4.240212
Log likelihood -87.12087 Hannan-Quinn criter. 4.079714
F-statistic 2.60110 Durbin-Watson stat 2.021431
Prob(F-statistic) 0.048661

الملحق رقم (08): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لمؤشر نمو الائتمان (M2/RC) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(M2_RC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.787198	0.0263
Test critical values:		
1% level	-4.170583	
5% level	-3.510740	
10% level	-3.185512	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:22
Sample (adjusted): 1973 2018
Included observations: 46 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-0.827874	0.230480	-3.787198	0.0005
D(M2_RC(-1,2))	-0.279142	0.145754	-1.915161	0.0623
C	-0.066006	0.553872	-0.109554	0.9915
@TREND("1970")	-0.002736	0.019927	-0.139416	0.8989

R-squared 0.641514 Mean dependent var -0.015173
Adjusted R-squared 0.615908 S.D. dependent var 2.847348
S.E. of regression 1.784848 Akaike info criterion 4.056721
Sum squared resid 130.7873 Schwarz criterion 4.215733
Log likelihood -89.30458 Hannan-Quinn criter. 4.116288
F-statistic 25.05316 Durbin-Watson stat 1.955549
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(M2_RC) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.828821	0.0051
Test critical values:		
1% level	-3.581152	
5% level	-2.926622	
10% level	-2.601424	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:36
Sample (adjusted): 1973 2018
Included observations: 46 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-0.871299	0.227563	-3.828821	0.0004
D(M2_RC(-1,2))	-0.279623	0.144042	-1.941260	0.0588
C	-0.075619	0.258536	-0.292490	0.7713

R-squared 0.641348 Mean dependent var -0.015173
Adjusted R-squared 0.624667 S.D. dependent var 2.847348
S.E. of regression 1.744412 Akaike info criterion 4.013705
Sum squared resid 130.8478 Schwarz criterion 4.123694
Log likelihood -89.31522 Hannan-Quinn criter. 4.058380
F-statistic 38.44676 Durbin-Watson stat 1.956670
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.904870	0.8366
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.508374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.012983
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 3.328020

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:37
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.136930	0.075428	-1.816386	0.0761
@TREND("1970")	-0.021218	0.022254	-0.953461	0.3456

R-squared 0.068269 Mean dependent var -0.122900
Adjusted R-squared 0.029559 S.D. dependent var 1.817286
S.E. of regression 1.792715 Akaike info criterion 4.095801
Sum squared resid 144.5222 Schwarz criterion 4.182751
Log likelihood -94.57322 Hannan-Quinn criter. 4.109997
F-statistic 1.648006 Durbin-Watson stat 2.257957
Prob(F-statistic) 0.203720

Null Hypothesis: D(M2_RC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.315435	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.023243
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 3.808373

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:38
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-1.225562	0.144563	-8.477714	0.0000
C	0.022704	0.550736	0.041225	0.9673
@TREND("1970")	-0.052034	0.019353	-2.688905	0.0993

R-squared 0.620453 Mean dependent var 0.055072
Adjusted R-squared 0.603201 S.D. dependent var 2.857107
S.E. of regression 1.799748 Akaike info criterion 4.074872
Sum squared resid 142.5201 Schwarz criterion 4.182967
Log likelihood -92.75950 Hannan-Quinn criter. 4.118312
F-statistic 35.96385 Durbin-Watson stat 1.848834
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.365002	0.1522
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.119336
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 3.002591

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:38
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.059223	0.042410	-1.396436	0.1691

R-squared 0.035374 Mean dependent var -0.122600
Adjusted R-squared 0.035374 S.D. dependent var 1.817286
S.E. of regression 1.794854 Akaike info criterion 4.017164
Sum squared resid 149.7281 Schwarz criterion 4.056147
Log likelihood -95.41194 Hannan-Quinn criter. 4.031896
Durbin-Watson stat 2.361963

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.602593	0.4730
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.073631
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 3.322929

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:37
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_RC(-1)	-0.097833	0.063245	-1.548886	0.1287
C	0.317037	0.384183	0.825225	0.4135

R-squared 0.049446 Mean dependent var -0.122600
Adjusted R-squared 0.028782 S.D. dependent var 1.817286
S.E. of regression 1.790943 Akaike info criterion 4.044135
Sum squared resid 147.5439 Schwarz criterion 4.122102
Log likelihood -95.05924 Hannan-Quinn criter. 4.073599
F-statistic 2.392857 Durbin-Watson stat 2.303750
Prob(F-statistic) 0.128744

Null Hypothesis: D(M2_RC) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.364406	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.037327
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 4.004269

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:38
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-1.225415	0.143064	-8.565506	0.0000
C	-0.107382	0.260492	-0.412228	0.6821

R-squared 0.619829 Mean dependent var 0.055072
Adjusted R-squared 0.611381 S.D. dependent var 2.857107
S.E. of regression 1.781501 Akaike info criterion 4.033861
Sum squared resid 142.7544 Schwarz criterion 4.112691
Log likelihood -92.79809 Hannan-Quinn criter. 4.034542
F-statistic 73.36789 Durbin-Watson stat 1.847176
Prob(F-statistic) 0.000000

Null Hypothesis: D(M2_RC) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.424592	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.048797
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 4.102421

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:38
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-1.221121	0.141391	-8.638484	0.0000

R-squared 0.618394 Mean dependent var 0.055072
Adjusted R-squared 0.618394 S.D. dependent var 2.857107
S.E. of regression 1.784857 Akaike info criterion 3.995177
Sum squared resid 143.2934 Schwarz criterion 4.034542
Log likelihood -92.88666 Hannan-Quinn criter. 4.009990
Durbin-Watson stat 1.851184

Null Hypothesis: M2_RC has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-8.424592	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 3.048797
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 4.102421

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_RC)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:38
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_RC(-1))	-1.221121	0.141391	-8.638484	0.0000

R-squared 0.618394 Mean dependent var 0.055072
Adjusted R-squared 0.618394 S.D. dependent var 2.857107
S.E. of regression 1.784857 Akaike info criterion 3.995177
Sum squared resid 143.2934 Schwarz criterion 4.034542
Log likelihood -92.88666 Hannan-Quinn criter. 4.009990
Durbin-Watson stat 1.851184

الملحق رقم (09): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لحجم الوساطة المالية (M2/PIB) عند المستوى

الملحق رقم (10): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لحجم الوساطة المالية (M2/PIB) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.378860	0.7897
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:51
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.063389	0.068251	-1.265757	0.2120
C	5.845204	4.253913	1.374077	0.1761

R-squared: 0.006007 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: -0.006007 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.131424 Akaike info criterion: 6.485344
Sum squared resid: 1766.935 Schwarz criterion: 6.524328
Log likelihood: -154.6483 Hannan-Quinn criter.: 6.500076
Durbin-Watson stat: 1.622061

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.265757	0.6379
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:51
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.063389	0.068251	-1.265757	0.2120
C	5.845204	4.253913	1.374077	0.1761

R-squared: 0.033657 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: 0.012849 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.074304 Akaike info criterion: 6.486786
Sum squared resid: 1697.270 Schwarz criterion: 6.564752
Log likelihood: -153.6829 Hannan-Quinn criter.: 6.516249
F-statistic: 1.602140 Durbin-Watson stat: 1.580121
Prob(F-statistic): 0.211974

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.424869	0.8408
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:51
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.099964	0.070157	-1.424869	0.1611
C	5.276796	4.313775	1.223243	0.2276
@TREND("1970")	0.056993	0.065055	0.876079	0.3856

R-squared: 0.048682 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: 0.007634 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.089712 Akaike info criterion: 6.511540
Sum squared resid: 1688.807 Schwarz criterion: 6.628490
Log likelihood: -153.2770 Hannan-Quinn criter.: 6.555736
F-statistic: 1.180778 Durbin-Watson stat: 1.585900
Prob(F-statistic): 0.316372

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.682515	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:52
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.831888	0.146960	-5.682515	0.0000
C	0.465816	0.901868	0.516502	0.6080

R-squared: 0.412448 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.412448 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.108143 Akaike info criterion: 6.478170
Sum squared resid: 1716.233 Schwarz criterion: 6.517534
Log likelihood: -151.2370 Hannan-Quinn criter.: 6.492393
Durbin-Watson stat: 1.948841

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.680856	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600858	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:52
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.831888	0.146960	-5.680856	0.0000
C	0.465816	0.901868	0.516502	0.6080

R-squared: 0.415911 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.402931 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.157414 Akaike info criterion: 6.514812
Sum squared resid: 1706.118 Schwarz criterion: 6.593542
Log likelihood: -151.0981 Hannan-Quinn criter.: 6.544439
F-statistic: 32.04303 Durbin-Watson stat: 1.949452
Prob(F-statistic): 0.000001

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.639146	0.0001
Test critical values:		
1% level	-4.165758	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:52
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.838194	0.148638	-5.639146	0.0000
C	-0.411771	1.899312	-0.216800	0.8294
@TREND("1970")	0.035244	0.066969	0.526272	0.6013

R-squared: 0.419564 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.393181 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.207485 Akaike info criterion: 6.551090
Sum squared resid: 1695.446 Schwarz criterion: 6.669185
Log likelihood: -150.9506 Hannan-Quinn criter.: 6.595330
F-statistic: 15.90257 Durbin-Watson stat: 1.950993
Prob(F-statistic): 0.000006

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.289757	0.6379
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.599925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 35.35979
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 35.35979

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:53
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.063389	0.068251	-1.265757	0.2120
C	5.845204	4.253913	1.374077	0.1761

R-squared: 0.033657 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: 0.012849 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.074304 Akaike info criterion: 6.486786
Sum squared resid: 1697.270 Schwarz criterion: 6.564752
Log likelihood: -153.6829 Hannan-Quinn criter.: 6.516249
F-statistic: 1.602140 Durbin-Watson stat: 1.580121
Prob(F-statistic): 0.211974

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.304978	0.7699
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 36.81114
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 42.42695

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:53
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.063389	0.068251	-1.265757	0.2120
C	5.845204	4.253913	1.374077	0.1761

R-squared: 0.033657 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: -0.006007 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.131424 Akaike info criterion: 6.485344
Sum squared resid: 1766.935 Schwarz criterion: 6.524328
Log likelihood: -154.6483 Hannan-Quinn criter.: 6.500076
Durbin-Watson stat: 1.622061

Null Hypothesis: M2_PIB has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.424869	0.8408
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 34.76681
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 34.76681

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:53
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2_PIB(-1)	-0.099964	0.070157	-1.424869	0.1611
C	5.276796	4.313775	1.223243	0.2276
@TREND("1970")	0.056993	0.065055	0.876079	0.3856

R-squared: 0.048682 Mean dependent var: 0.576389
Adjusted R-squared: 0.007634 S.D. dependent var: 6.113090
S.E. of regression: 6.089712 Akaike info criterion: 6.511540
Sum squared resid: 1688.807 Schwarz criterion: 6.628490
Log likelihood: -153.2770 Hannan-Quinn criter.: 6.555736
F-statistic: 1.180778 Durbin-Watson stat: 1.585900
Prob(F-statistic): 0.316372

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.620947	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 36.51559
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 32.41525

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:54
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.825004	0.145163	-5.682515	0.0000
C	0.465816	0.901868	0.516502	0.6080

R-squared: 0.412448 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.412448 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.108143 Akaike info criterion: 6.478170
Sum squared resid: 1716.233 Schwarz criterion: 6.517534
Log likelihood: -151.2370 Hannan-Quinn criter.: 6.492393
Durbin-Watson stat: 1.948841

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.584201	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.577723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600858	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 36.30039
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 30.27410

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:54
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.831888	0.146960	-5.680856	0.0000
C	0.465816	0.901868	0.516502	0.6080

R-squared: 0.415911 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.402931 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.157414 Akaike info criterion: 6.514812
Sum squared resid: 1706.118 Schwarz criterion: 6.593542
Log likelihood: -151.0981 Hannan-Quinn criter.: 6.544439
F-statistic: 32.04303 Durbin-Watson stat: 1.949452
Prob(F-statistic): 0.000001

Null Hypothesis: D(M2_PIB) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-5.554227	0.0002
Test critical values:		
1% level	-4.165758	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction): 36.07333
HAC corrected variance (Bartlett kernel): 29.46787

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2_PIB.2)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 11:53
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2_PIB(-1))	-0.838194	0.148638	-5.639146	0.0000
C	-0.411771	1.899312	-0.216800	0.8294
@TREND("1970")	0.035244	0.066969	0.526272	0.6013

R-squared: 0.419564 Mean dependent var: 0.002810
Adjusted R-squared: 0.393181 S.D. dependent var: 7.968675
S.E. of regression: 6.207485 Akaike info criterion: 6.551090
Sum squared resid: 1695.446 Schwarz criterion: 6.669185
Log likelihood: -150.9506 Hannan-Quinn criter.: 6.595330
F-statistic: 15.90257 Durbin-Watson stat: 1.950993
Prob(F-statistic): 0.000006

الملحق رقم (11): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لسعر الصرف الحقيقي (TCR) عند المستوى

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 6 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.645175	0.0378
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:05
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 42 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	-0.254765	0.059891	-3.645175	0.0009
D(TCR(-1))	0.422749	0.148311	2.831333	0.0078
D(TCR(-2))	-0.174727	0.166191	-1.051365	0.3007
D(TCR(-3))	0.426458	0.167714	2.542775	0.0159
D(TCR(-4))	0.032408	0.216215	0.149887	0.8818
D(TCR(-5))	0.230484	0.215474	1.069659	0.2925
D(TCR(-6))	0.308152	0.204170	1.494940	0.1433
C	-7.786803	2.636220	-2.953775	0.0057
@TREND("1970")	0.704353	0.188486	3.736887	0.0007

R-squared 0.493990 Mean dependent var 2.676904
Adjusted R-squared 0.371233 S.D. dependent var 4.929166
S.E. of regression 3.391268 Akaike info criterion 5.747896
Sum squared resid 502.2596 Schwarz criterion 6.120254
Log likelihood -111.7058 Hannan-Quinn criter. 5.884380
F-statistic 4.026524 Durbin-Watson stat 1.921225
Prob(F-statistic) 0.001995

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.611491	0.8686
Test critical values:		
1% level	-3.77723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:05
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	0.011758	0.019229	0.611491	0.5440
D(TCR(-1))	0.359000	0.146237	2.454928	0.0181
C	1.085585	0.991838	1.094518	0.2797

R-squared 0.156194 Mean dependent var 2.378195
Adjusted R-squared 0.117839 S.D. dependent var 4.729002
S.E. of regression 4.441640 Akaike info criterion 5.881626
Sum squared resid 868.0393 Schwarz criterion 5.999721
Log likelihood -135.2182 Hannan-Quinn criter. 5.926066
F-statistic 4.072345 Durbin-Watson stat 1.940486
Prob(F-statistic) 0.023942

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.873760	0.9842
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:06
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	0.028242	0.013983	1.876760	0.0670
D(TCR(-1))	0.372436	0.146041	2.550221	0.0142

R-squared 0.133220 Mean dependent var 2.378195
Adjusted R-squared 0.113958 S.D. dependent var 4.729002
S.E. of regression 4.451599 Akaike info criterion 5.895935
Sum squared resid 891.6731 Schwarz criterion 5.944655
Log likelihood -135.8495 Hannan-Quinn criter. 5.895562
Durbin-Watson stat 1.941488

الملحق رقم (12): اختبار ديكي فالر الموسع (ADF) و اختبار فيليب بيرون (PP) لسعر الصرف الحقيقي (TCR) عند الفرق الأول

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.789274	0.9925
Test critical values:		
1% level	-3.574446	
5% level	-2.923780	
10% level	-2.589925	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 20.60287
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 39.98646

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:09
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	0.027413	0.018859	1.453777	0.1529
C	1.226084	1.010281	1.213607	0.2311

R-squared 0.043915 Mean dependent var 2.326182
Adjusted R-squared 0.023131 S.D. dependent var 4.691237
S.E. of regression 4.636683 Akaike info criterion 5.948641
Sum squared resid 988.9378 Schwarz criterion 6.024608
Log likelihood -140.7194 Hannan-Quinn criter. 5.975105
F-statistic 2.112897 Durbin-Watson stat 1.309600
Prob(F-statistic) 0.152652

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	2.240385	0.9947
Test critical values:		
1% level	-2.614029	
5% level	-1.947816	
10% level	-1.612492	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 21.28254
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 41.41454

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:09
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	0.044559	0.012556	3.548907	0.0009

R-squared 0.013303 Mean dependent var 2.326182
Adjusted R-squared 0.013303 S.D. dependent var 4.691237
S.E. of regression 4.659929 Akaike info criterion 5.939491
Sum squared resid 989.9378 Schwarz criterion 5.975105
Log likelihood -134.3818 Hannan-Quinn criter. 5.951222
Durbin-Watson stat 1.291200

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.704774	0.0023
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 17.82310
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 17.74434

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:10
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.670604	0.142419	-4.708878	0.0000
C	-0.091107	1.334896	-0.068250	0.9459
@TREND("1970")	0.089866	0.048990	1.407797	0.1682

R-squared 0.335094 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.304871 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.362392 Akaike info criterion 5.846032
Sum squared resid 837.6858 Schwarz criterion 5.964127
Log likelihood -134.3818 Hannan-Quinn criter. 5.894722
F-statistic 11.08738 Durbin-Watson stat 1.932143
Prob(F-statistic) 0.001126

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.708878	0.0022
Test critical values:		
1% level	-4.165756	
5% level	-3.508508	
10% level	-3.184230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:06
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.670604	0.142419	-4.708878	0.0000
C	-0.091107	1.334896	-0.068250	0.9459
@TREND("1970")	0.089866	0.048990	1.407797	0.1682

R-squared 0.335094 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.304871 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.362392 Akaike info criterion 5.846032
Sum squared resid 837.6858 Schwarz criterion 5.964127
Log likelihood -134.3818 Hannan-Quinn criter. 5.894722
F-statistic 11.08738 Durbin-Watson stat 1.932143
Prob(F-statistic) 0.001126

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.445424	0.0008
Test critical values:		
1% level	-3.77723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:07
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.612940	0.137881	-4.445424	0.0001
C	1.502954	0.714614	2.103168	0.0411

R-squared 0.305146 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.289705 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.410634 Akaike info criterion 5.847535
Sum squared resid 875.4161 Schwarz criterion 5.928285
Log likelihood -135.4171 Hannan-Quinn criter. 5.877162
F-statistic 19.76179 Durbin-Watson stat 1.952936
Prob(F-statistic) 0.000057

Null Hypothesis: TCR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.837210	0.6709
Test critical values:		
1% level	-4.161144	
5% level	-3.506374	
10% level	-3.183002	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 18.66255
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 34.95199

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR)
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:07
Sample (adjusted): 1971 2018
Included observations: 48 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCR(-1)	-0.075421	0.050888	-1.482092	0.1453
C	-1.555063	1.611930	-0.964721	0.3388
@TREND("1970")	0.281955	0.130353	2.163003	0.0359

R-squared 0.133956 Mean dependent var 2.326182
Adjusted R-squared 0.095486 S.D. dependent var 4.691237
S.E. of regression 4.461695 Akaike info criterion 5.889396
Sum squared resid 895.8025 Schwarz criterion 6.006346
Log likelihood -138.3455 Hannan-Quinn criter. 5.933592
F-statistic 3.480218 Durbin-Watson stat 1.307287
Prob(F-statistic) 0.039323

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-4.438186	0.0009
Test critical values:		
1% level	-3.77723	
5% level	-2.925169	
10% level	-2.600658	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 18.62507
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 18.46354

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:10
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.612940	0.137881	-4.445424	0.0001
C	1.502954	0.714614	2.103168	0.0411

R-squared 0.305146 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.289705 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.410634 Akaike info criterion 5.847535
Sum squared resid 875.4161 Schwarz criterion 5.928285
Log likelihood -135.4171 Hannan-Quinn criter. 5.877162
F-statistic 19.76179 Durbin-Watson stat 1.952936
Prob(F-statistic) 0.000057

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.857106	0.0003
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 20.45672
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.84815

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:11
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.489708	0.128668	-3.782657	0.0004

R-squared 0.238845 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.238845 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.571808 Akaike info criterion 5.889742
Sum squared resid 961.4659 Schwarz criterion 5.938107
Log likelihood -137.6204 Hannan-Quinn criter. 5.913555
Durbin-Watson stat 2.014381

Null Hypothesis: D(TCR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-3.857106	0.0003
Test critical values:		
1% level	-2.615093	
5% level	-1.947975	
10% level	-1.612408	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction) 20.45672
HAC corrected variance (Bartlett kernel) 21.84815

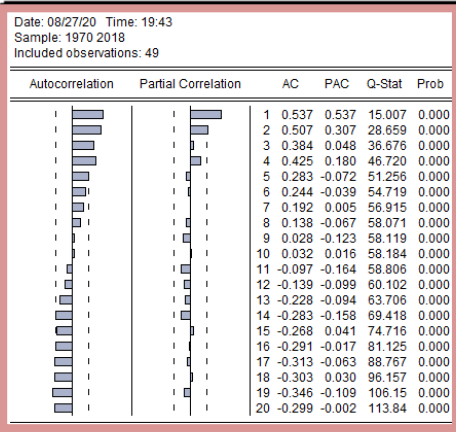
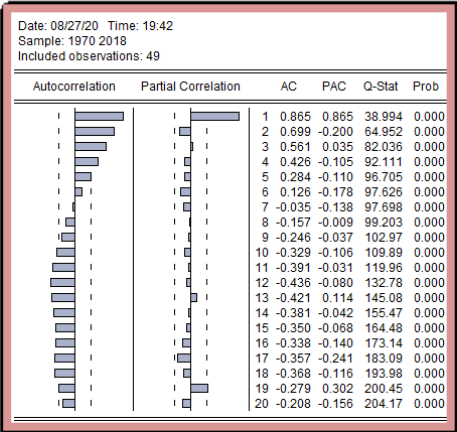
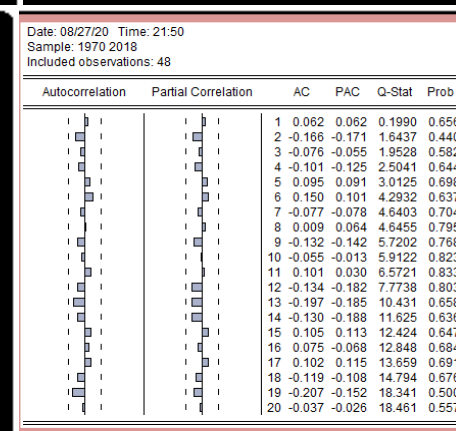
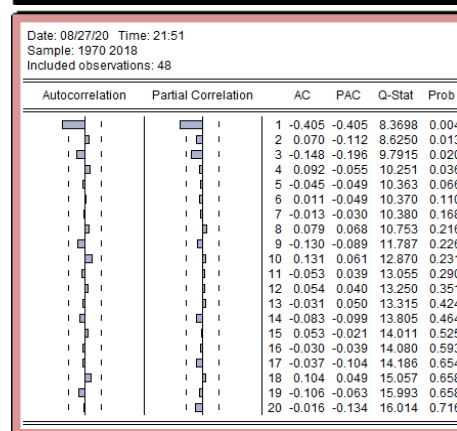
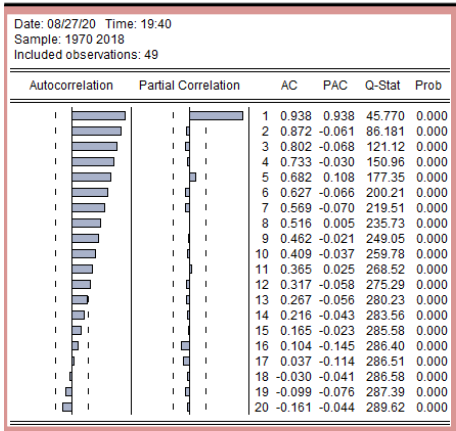
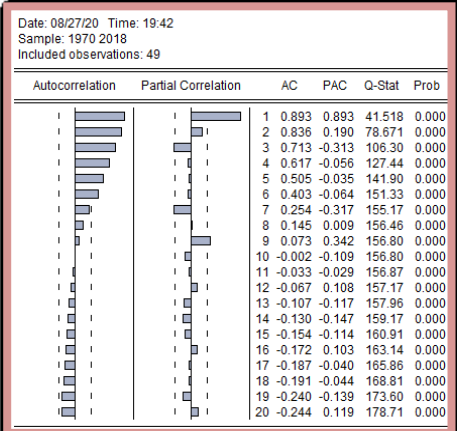
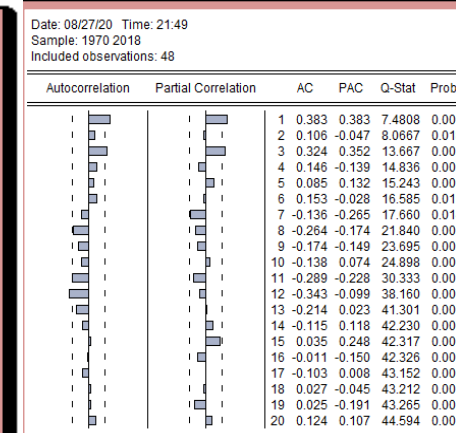
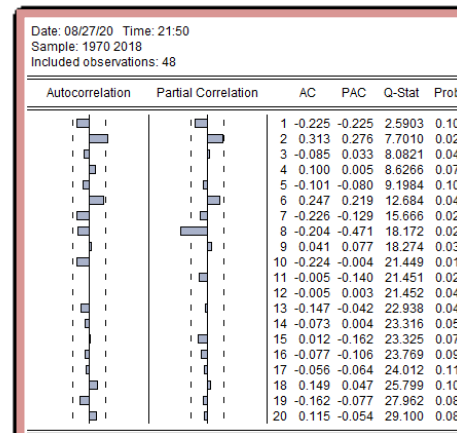
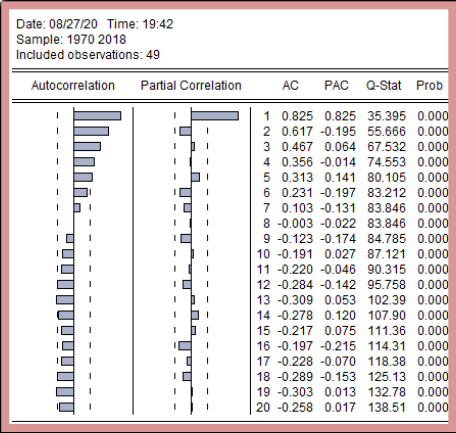
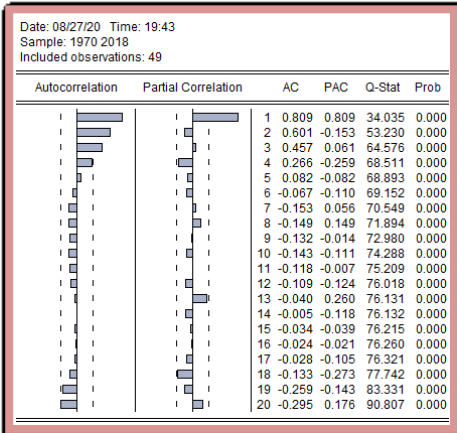
Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(TCR(2))
Method: Least Squares
Date: 08/27/20 Time: 19:11
Sample (adjusted): 1972 2018
Included observations: 47 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(TCR(-1))	-0.489708	0.128668	-3.782657	0.0004

R-squared 0.238845 Mean dependent var 1.020111
Adjusted R-squared 0.238845 S.D. dependent var 5.233371
S.E. of regression 4.571808 Akaike info criterion 5.889742
Sum squared resid 961.4659 Schwarz criterion 5.938107
Log likelihood -137.6204 Hannan-Quinn criter. 5.913555
Durbin-Watson stat 2.014381

الملحق رقم (13): دالة الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول

الملحق رقم (14): دالة الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة عند المستوى



الملحق رقم (15): دالة الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة عند المستوى

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 08/23/20 Time: 18:50
Sample: 1970 2018
Included observations: 47

Dependent variable: TCR

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
X_PIB	1.631075	2	0.4424
M2_PIB	0.312760	2	0.8552
M2_RC	0.266974	2	0.8750
INF	0.772747	2	0.6795
IED	1.028661	2	0.5979
All	6.792250	10	0.7449

Dependent variable: X_PIB

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TCR	0.555754	2	0.7574
M2_PIB	2.255877	2	0.3237
M2_RC	0.888202	2	0.6414
INF	1.467783	2	0.4800
IED	1.966458	2	0.3741
All	9.680960	10	0.4689

Dependent variable: M2_PIB

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TCR	0.446494	2	0.7999
X_PIB	3.629677	2	0.1629
M2_RC	0.313786	2	0.8548
INF	2.582412	2	0.2749
IED	1.855066	2	0.3955
All	10.81133	10	0.3724

Dependent variable: M2_RC

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TCR	4.709650	2	0.0949
X_PIB	0.747147	2	0.6883
M2_PIB	2.428802	2	0.2969
INF	2.865469	2	0.2387
IED	1.105340	2	0.5754
All	13.23220	10	0.2110

Dependent variable: INF

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TCR	0.539896	2	0.7634
X_PIB	1.431630	2	0.4888
M2_PIB	2.370429	2	0.3057
M2_RC	6.221640	2	0.0446
IED	0.441866	2	0.8018
All	18.16356	10	0.0523

Dependent variable: IED

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
TCR	0.989303	2	0.6098
X_PIB	1.917407	2	0.3834
M2_PIB	2.334644	2	0.3112
M2_RC	1.740960	2	0.4188
INF	1.941829	2	0.3787

الملحق رقم (16): اختبار السببية بمفهوم تودا ياماماتو (Toda-Yamamoto)

Date: 08/25/20 Time: 15:06

Sample: 1970 2018

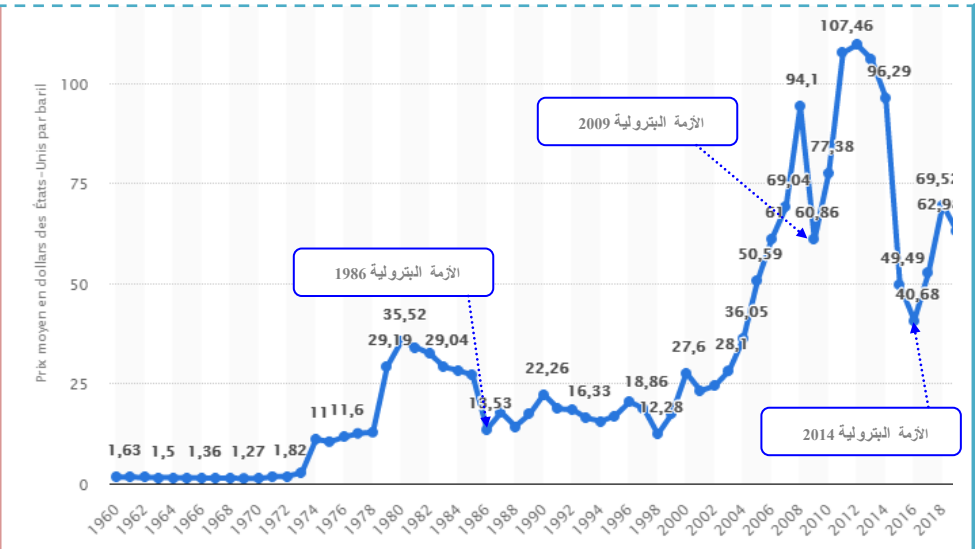
Included observations: 44

Q-statistic probabilities adjusted for 5 dynamic regressors

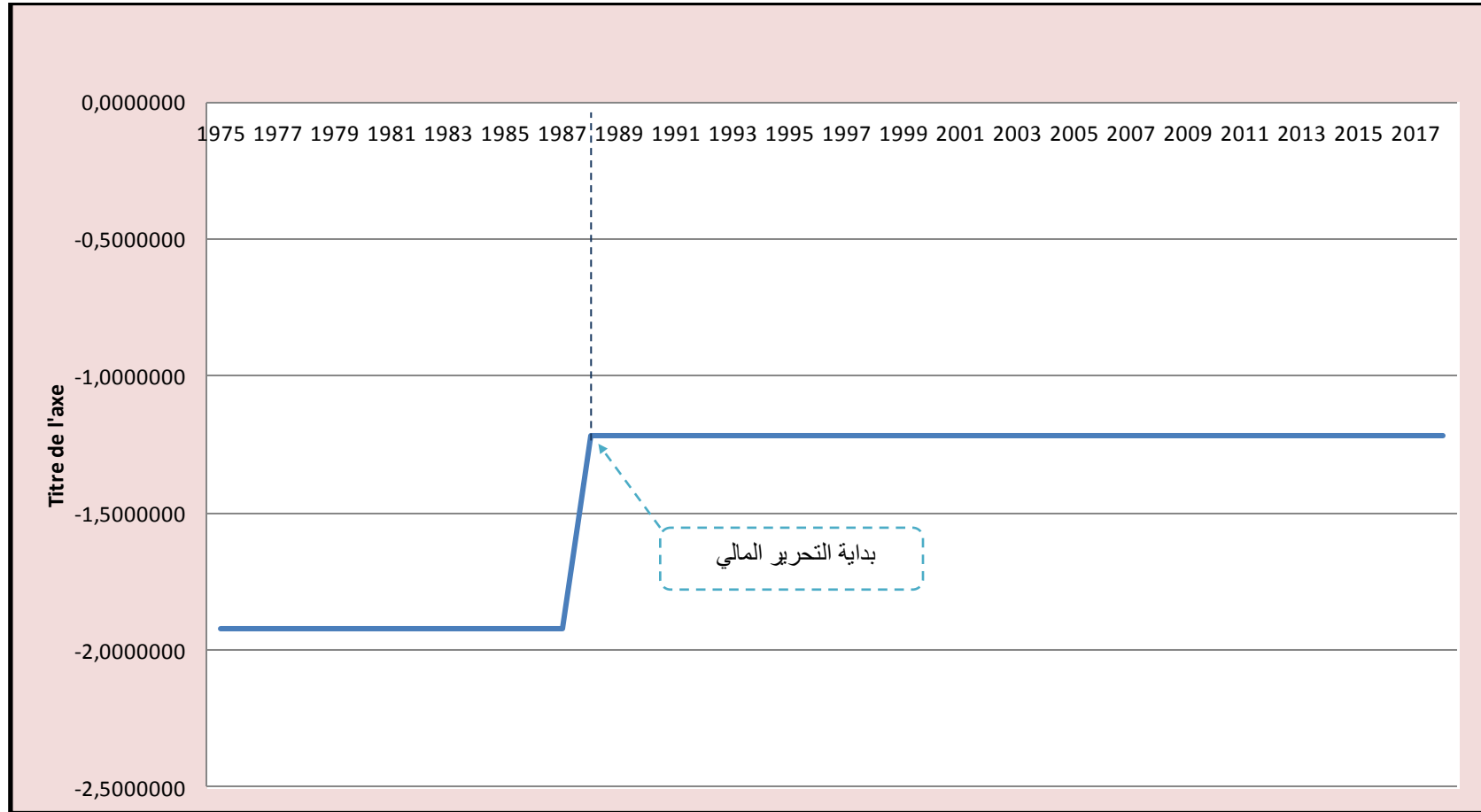
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	-0.151	-0.151	1.0736	0.300
		2	-0.211	-0.239	3.2231	0.200
		3	-0.163	-0.259	4.5332	0.209
		4	0.185	0.052	6.2736	0.180
		5	-0.220	-0.309	8.7874	0.118
		6	-0.026	-0.147	8.8228	0.184
		7	-0.006	-0.167	8.8250	0.265
		8	0.065	-0.189	9.0618	0.337
		9	-0.072	-0.186	9.3597	0.405
		10	0.158	-0.030	10.852	0.369
		11	-0.008	-0.112	10.856	0.455
		12	0.002	-0.065	10.856	0.541
		13	0.001	0.021	10.856	0.623
		14	0.001	-0.075	10.857	0.697
		15	0.088	0.211	11.395	0.724
		16	-0.170	-0.098	13.474	0.638
		17	-0.173	-0.209	15.710	0.544
		18	0.059	-0.046	15.982	0.594
		19	0.236	0.049	20.478	0.366
		20	0.026	0.102	20.535	0.425

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

الملحق رقم (17): تطور أسعار البترول خلال الفترة 1960-2018



الملحق رقم (18) : تغيرات مؤشر KAOPEN في الجزائر خلال الفترة 1975 - 2018



المصدر : الموقع الرسمي لمؤشر تشين و إيتو أُطلع عليه يوم 2020/08/20 على الساعة 14:39

http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm