

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف-1  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية  
تحت عنوان:

---

إدارة سعر الصرف في الجزائر على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن:  
دراسة تحليلية وتقييمية

---

تحت إشراف: د.حسان خبابة

من إعداد الطالب: عبد الحميد مرغيت

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د. محفوظ جبار	أستاذ التعليم العالي	جامعة سطيف 1	رئيسا
د. حسان خبابة	أستاذ محاضر أ	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
أ.د. محمد براق	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة	مناقشا
أ.د. مختار معزوز	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	مناقشا
د. صلاح الدين شريط	أستاذ محاضر أ	جامعة المسيلة	مناقشا
د. سليم رضوان	أستاذ محاضر أ	جامعة سطيف 1	مناقشا
د. عادل زيات	أستاذ محاضر ب	جامعة سطيف 1	مدعوا

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"تعلّموا العلم فإنّ تعلّمه لله خشية، وطلبه عبادة،  
ودراسته تسبيح، والبحث عنه جهاد، وتعليمه من لا  
يعلمه صدقة، وبذله إلى أهله قربة".

(الصحابي الجليل مُعَاذُ بنِ جَبَلٍ "رضي الله عنه")

# إهداء

إلى الذين أمر الله ببرهما وطاعتهما... "والدي الكريمين"، حفظهما الله وجزاهما عني خير الجزاء؛

إلى الذين أدعو الله أن يجعلهم قرّة عين لي... زوجتي وأولادي؛

إلى سندي ودخيرتي في هذه الحياة... إخوتي وأخواتي وفقهم الله جميعا وبارك فيهم؛

إلى كل الزملاء والأصدقاء، وخاصة الراحل "حسين زغرات" (رحمه الله وغفر له)؛

إلى كل العاملين المخلصين للدين والوطن.

أهدي هذا العمل المتواضع....

# شكر وتقدير

(... رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا

ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين ...) الآية ١٩ سورة النمل

لا أكون غير معترف بجميل يحتمه علي إخلاصي في هذا العمل، إذا لم أجمل شكري إلى كل من أمدني بالعون وأزرنني فيه. وأبتدأ أولاً وقبل كل شيء بحمد الله عز وجل، على أن أطال في عمري ومتعني بالصحة والعافية ووفقني لإتمام هذا العمل، الذي أسأله عز وجل أن يقبله مني و يجعله في ميزان حسناتي إنه سميع مجيب.

كما يقتضي مني واجب الوفاء أن أتقدم بأسمى آيات الشكر والتقدير والامتنان لأستاذي المشرف الدكتور "حسان خبابة"، لقبوله الإشراف على هذه الأطروحة، ولكل ما قدمه من ملاحظات علمية قيمة فجزاه الله عني خير الجزاء.

وعرفانا بالجميل... أشكر كل من وقف بجانبني ومد لي يد العون والمساعدة وأخص بالذكر السيد نائب العميد لما بعد التدرج الأستاذ الدكتور "حمودي حاج صحراوي"، والأستاذ الدكتور "مبارك بوعشة" من جامعة قسنطينة. والشكر موصول للمدقق اللغوي الأستاذ "بورويينة عزيز" على جهده المضي في تصويب هفوات هذه الدراسة وتصحيح أخطائها. كما أتقدم بعظيم الامتنان وأطيب الدعوات إلى كل من شجعني على إكمال هذا البحث أو قدم لي الدعم المعنوي.

وأخيراً أوجه شكري إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة، لما بذلوه من جهد في قراءة هذه الأطروحة وتصحيح هفواتها وإثرائها بأفكارهم وملاحظاتهم، فجزأهم الله جميعاً خير الجزاء.

والله ولي التوفيق

## فهرس

الصفحة	الموضوع
I	البسمة
III	الإهداء
IV	شكر وتقدير
X	فهرس المحتويات
XII	قائمة الجداول والأشكال
أ-ي	المقدمة
د	أهمية الدراسة
د	مشكلة الدراسة
هـ	فرضيات الدراسة
هـ	أهداف الدراسة
هـ	منهج الدراسة
و	مصادر الدراسة
و	الدراسات السابقة
ط	تقسيمات الدراسة
ي	صعوبات الدراسة
01	الفصل الأول: أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم في أدبيات الفكر الاقتصادي
02	تمهيد
03	المبحث الأول: أشكال وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف
04	المطلب الأول: أشكال إدارة سعر الصرف
04	الفرع الأول: الأنظمة الثابتة في إدارة سعر الصرف (الربط الصارم لسعر الصرف)
13	الفرع الثاني: الأنظمة الوسيطة في إدارة سعر الصرف
21	الفرع الثالث: أنظمة سعر الصرف المعومة
23	المطلب الثاني: التصنيفات القانونية والواقعية لأنظمة إدارة سعر الصرف
24	الفرع الأول: تصنيفات صندوق النقد الدولي
29	الفرع الثاني: تصنيف (Reinhart & Rogoff)
31	الفرع الثالث: تصنيف (Levy-Yeyati & Sturzenegger)
35	المبحث الثاني: تطور نظرية اختيار نظام الصرف

36	المطلب الأول: نظرية مناطق العملة المثلى
36	الفرع الأول: الأدبيات المبكرة لمنطقة العملة المثلى
39	الفرع الثاني: الأدبيات المعاصرة لمنطقة العملة المثلى
39	المطلب الثاني: نظريات الاقتصاد السياسي
40	الفرع الأول: ماهية برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف
40	الفرع الثاني: خيارات برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف
41	الفرع الثالث: منافع وتكاليف برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف
43	المطلب الثالث: نظريات أزمات العملة
43	الفرع الأول: مبدأ الثلاثي المستحيل
45	الفرع الثاني: النماذج المفسرة لازمات العملة
51	الفرع الثالث: مواطن ضعف أنظمة الصرف الوسيطة وعلاقتها بأزمات العملة
<b>57</b>	<b>المبحث الثالث: محددات اختيار نظام الصرف الملائم</b>
57	المطلب الأول: طبيعة وحجم الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد
57	الفرع الأول: ماهية الصدمات الاقتصادية
58	الفرع الثاني: أنواع الصدمات الاقتصادية
60	الفرع الثالث: اختيار نظام الصرف في ظل الصدمات الاقتصادية
62	المطلب الثاني: الانفتاح التجاري
63	المطلب الثالث: حجم وتنوع الاقتصاد والتركز الجغرافي للتجارة
63	الفرع الأول: حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه
63	الفرع الثاني: التركيز الجغرافي للتجارة
64	المطلب الرابع: مستوى التضخم ومصادقية البنك المركزي
64	الفرع الأول: العلاقة النظرية بين التضخم، المصادقية، ونظم سعر الصرف
65	الفرع الثاني: كيفية وحجم تأثير التضخم بتحركات سعر الصرف
68	المطلب الخامس: حركية رأس المال
69	الفرع الأول: تعريف حساب رأس المال
70	الفرع الثاني: منافع ومخاطر تحرير حساب رأس المال
72	الفرع الثالث: اختيار نظام الصرف في ظل حركية رأس المال
72	المطلب السادس: درجة مرونة الأسعار والأجور
72	الفرع الأول: اختيار نظام الصرف في ظل عدم مرونة الأجور والأسعار الاسمية
73	الفرع الثاني: اختيار نظام الصرف في ظل مرونة الأجور والأسعار الاسمية

73	المطلب السابع: درجة الدولة
74	المطلب الثامن: محددات أخرى
74	الفرع الأول: درجة التطور المالي
74	الفرع الثاني: الديون المسماة بالعملة الأجنبية
75	الفرع الثالث: الاندماج الإقليمي
78	خلاصة الفصل الأول
79	<b>الفصل الثاني: ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية وشروط نجاحها</b>
80	تمهيد
81	<b>المبحث الأول: دراسة وتحليل تطور أنظمة سعر الصرف في البلدان النامية بعد انهيار نظام "بريتون وودز"</b>
81	المطلب الأول: تطور أنظمة الصرف في البلدان النامية بعد انهيار نظام "بريتون وودز"
81	الفرع الأول: لمحة تاريخية حول ظاهرة التحول نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية
82	الفرع الثاني: الاتجاه العام لتطور وتوزيع أنظمة الصرف في البلدان النامية
85	المطلب الثاني: دوافع التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة في البلدان النامية
85	الفرع الأول: التقلبات في قيمة عملات بلدان الربط
85	الفرع الثاني: صعوبة الحفاظ على القدرة التنافسية في ظل نظم الصرف الثابتة
87	الفرع الثالث: صعوبة التكيف مع الصدمات الخارجية في ظل نظم الصرف الثابتة
88	الفرع الرابع: برامج الإصلاح الاقتصادي المدعومة من طرف صندوق النقد الدولي
88	الفرع الخامس: استقلالية السياسة النقدية
90	<b>المبحث الثاني: أنواع وتجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية</b>
90	المطلب الأول: أنواع التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية
90	الفرع الأول: التحول الطوعي
91	الفرع الثاني: التحول المدفوع بأزمة عملة
92	المطلب الثاني: استهداف سعر الصرف الحقيقي في ظل التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية
92	الفرع الأول: مفهوم استهداف سعر الصرف الحقيقي
95	الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية الكلية لاستهداف سعر الصرف الحقيقي
100	المطلب الثالث: عرض بعض تجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية
101	الفرع الأول: حالات التحول الطوعي (تجربة الهند والتشيلي)
103	الفرع الثاني: حالات التحول المدفوع بأزمة عملة (تجربة المكسيك والبرازيل)



106	المبحث الثالث: المتطلبات التشغيلية اللازمة لإنجاح التحول إلى نظم الصرف المرنة في البلدان النامية
106	المطلب الأول: تطوير سوق الصرف
106	الفرع الأول: تعريف وأقسام سوق الصرف
109	الفرع الثاني: خصائص أسواق الصرف في البلدان النامية
111	الفرع الثالث: إجراءات تطوير وتفعيل أسواق الصرف في ظل التحرك نحو مرونة سعر الصرف
113	المطلب الثاني: صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف
113	الفرع الأول: تعريف ومبررات التدخل في سوق الصرف
115	الفرع الثاني: أنواع التدخل في سوق الصرف
117	الفرع الثالث: الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف
119	المطلب الثالث: اعتماد ركيزة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت
120	الفرع الأول: سعر الصرف الثابت كركيزة اسمية وأهم عيوبها
122	الفرع الثاني: إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية
123	الفرع الثالث: إستراتيجية استهداف التضخم
129	المطلب الرابع: بناء نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر الصرف
129	الفرع الأول: خطر الصرف: تعريفه وآثاره
131	الفرع الثاني: أساليب تغطية خطر الصرف
134	الفرع الثالث: العناصر الأساسية لإدارة خطر الصرف في المؤسسات المالية
136	المطلب الخامس: وتيرة وتسلسل عملية التحول نحو مرونة سعر الصرف
136	الفرع الأول: توقيت تحرير تدفقات رؤوس الأموال
138	الفرع الثاني: سرعة التحول نحو نظام الصرف المرن
141	خلاصة الفصل الثاني
142	الفصل الثالث: تجربة الجزائر في التحول نحو نظام الصرف المرن: عرض وتحليل
143	تمهيد
144	المبحث الأول: لمحة حول تجربة الجزائر مع نظام سعر الصرف الثابت
144	المطلب الأول: آلية تطبيق نظام الصرف الثابت في الجزائر
144	الفرع الأول: مرحلة الربط إلى الفرنك الفرنسي (10 أبريل 1964-21 جانفي 1974)
147	الفرع الثاني: مرحلة الربط إلى سلّة عملات (21 جانفي 1974-1 أكتوبر 1994)
148	المطلب الثاني: أدوات نظام الصرف الثابت في الجزائر
148	الفرع الأول: ثبات سعر صرف الدينار

151	الفرع الثاني: فرض الرقابة على الصرف
154	الفرع الثالث: تحييد دور السياسة النقدية
159	المطلب الثالث: تقييم فاعلية نظام الصرف الثابت في الجزائر
159	الفرع الأول: الأداء السيئ لمؤشرات الاقتصاد الكلي خلال فترة نظام الصرف الثابت
160	الفرع الثاني: التقييم المفرط للدينار وحتمية التخفيض
167	<b>المبحث الثاني: عرض عام لأهم جوانب إصلاح سياسة الصرف في الجزائر على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن</b>
167	المطلب الأول: دوافع، هدف، وتصنيف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر
167	الفرع الأول: دوافع وهدف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر
169	الفرع الثاني: تصنيف نظام الصرف المرن في الجزائر
173	المطلب الثاني: إنشاء سوق الصرف البيئية للبنوك
174	الفرع الأول: جلسات "التثبيت" (مزداد العملة)
174	الفرع الثاني: سوق الصرف البيئية للبنوك
175	الفرع الثالث: أقسام سوق الصرف
175	الفرع الرابع: العمليات والموارد المستخدمة في سوق الصرف
177	المطلب الثالث: تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف
177	الفرع الأول: سياسة إدارة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف
177	الفرع الثاني: لمحة حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)
180	المطلب الرابع: إصلاح إطار السياسة النقدية
180	الفرع الأول: مرحلة الاستهداف النقدي المرن (1994-2009)
181	الفرع الثاني: مرحلة استهداف التضخم (منذ 2009)
182	المطلب الخامس: استحداث أدوات التغطية من مخاطر تقلب أسعار الصرف
185	المطلب السادس: تحسين قابلية تحويل الدينار وتخفيف تدابير الرقابة على الصرف
185	الفرع الأول: تحسين قابلية تحويل الدينار
188	الفرع الثاني: تخفيف القيود على قابلية تحويل حساب رأس المال لميزان المدفوعات
190	<b>المبحث الثالث: تحليل تطور أسعار الصرف الثنائية والفعلية للدينار الجزائري على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن</b>

190	المطلب الأول: تطور أسعار الصرف الاسمية الثنائية للدينار مقابل أهم العملات الدولية
190	الفرع الأول: تطور أسعار صرف الدينار مقابل الدولار والفرنك الفرنسي واليورو (1990-2016)
192	الفرع الثاني: تطور أسعار صرف الدينار مقابل الين الياباني، الجنيه الإسترليني، وحدة حقوق السحب الخاصة (1990-2016)
193	الفرع الثالث: تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر صرف الدينار الجزائري
196	المطلب الثاني: تطور أسعار صرف الدينار الفعلية الاسمية والحقيقية (1990-2016)
196	الفرع الأول: تحليل تطور سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي للدينار (1990-2016)
198	الفرع الثاني: تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري
201	خلاصة الفصل الثالث
202	<b>الفصل الرابع: تقييم أداء نظام الصرف المرن في الجزائر</b>
203	تمهيد
204	<b>المبحث الأول: تقييم مدى توافر وفاعلية المتطلبات التشغيلية المسبقة للتحويل نحو نظام الصرف المرن في الجزائر.</b>
204	المطلب الأول: ضعف تطور سوق الصرف
204	الفرع الأول: سيطرة البنك المركزي على سوق الصرف في قسمه الفوري
205	الفرع الثاني: غياب سوق الصرف الآجل
206	المطلب الثاني: ضعف فاعلية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف
207	الفرع الأول: توصيف أنموذج (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2005)
209	الفرع الثاني: عرض وتحليل النتائج
210	المطلب الثالث: صعوبة تطبيق استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية
211	الفرع الأول: شرط استقرار الاقتصاد الكلي
212	الفرع الثاني: شرط نظام الصرف المرن
213	الفرع الثالث: شرط قوة الوضع المالي
214	الفرع الرابع: شرط استقرار القطاع المالي ودرجة تطوره
215	الفرع الخامس: شرط توفر البيانات
216	الفرع السادس: شرط إعداد نماذج لأغراض التنبؤ بمعدلات التضخم
217	المطلب الرابع: التأخر في تطوير منظومة إدارة خطر الصرف
218	المطلب الخامس: ضعف حركية رأس المال والرقابة عليه
222	<b>المبحث الثاني: تقييم كفاءة نظام الصرف المرن في الجزائر</b>
222	المطلب الأول: عرض وجهات النظر المؤيدة والمعارضة للاستمرار بالتعويم الموجه للدينار

222	الفرع الأول: وجهة النظر المؤيدة (بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي)
224	الفرع الثاني: وجهة النظر المعارضة ( المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي)
225	المطلب الثاني: وجهة نظرنا
225	الفرع الأول: الأداء الاقتصادي الكلي وعلاقته بمرونة سعر صرف الدينار
228	الفرع الثاني: إشكالية انخفاض قيمة الدينار وتداعياتها العكسية على الاقتصاد
<b>234</b>	<b>المبحث الثالث: نحو نظام صرف بديل</b>
234	المطلب الأول: نظام الصرف الملائم للاقتصاد الجزائري: الثابت أم المرن؟
234	الفرع الأول: الاقتصاد الجزائري ومشكلة مسايرة الاتجاهات الدورية
238	الفرع الثاني: تحليل مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري
241	المطلب الثاني: طبيعة نظام الصرف المرن الملائم لخصائص الاقتصاد الجزائري
241	الفرع الأول: مساوئ نظام الربط الصارم والنظام العائم بالنسبة للاقتصاد الجزائري
243	الفرع الثاني: أهمية نظام صرف وسيط للاقتصاد الجزائري
248	الفرع الثالث: الخيارات الممكنة لنظام الصرف الوسيط في الجزائر
257	المطلب الثالث: العوامل المساندة لنجاح واستمرار نظام الصرف الوسيط المقترح
257	الفرع الأول: أهمية السياسة المالية والنقدية المعاكسة للدورة
261	الفرع الثاني: أهمية السياسة الاحترازية في تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات
263	الفرع الثالث: أهمية الإصلاحات الهيكلية لتتبع الاقتصاد
272	خلاصة الفصل الرابع
<b>273</b>	<b>الخاتمة</b>
274	أولا: نتائج الدراسة
277	ثانيا: اختبار الفرضيات
278	ثالثا: الاقتراحات
279	رابعا: آفاق الدراسة
<b>280</b>	<b>قائمة المراجع</b>
293	الملاحق

## قائمة الجداول والأشكال

## أولاً: قائمة الجداول

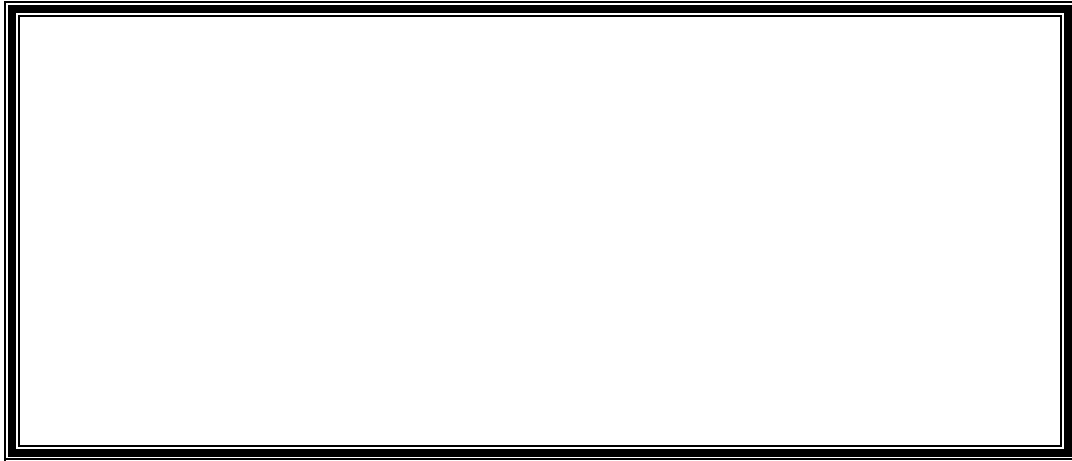
رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
27	تصنيف صندوق النقد الدولي بحكم الواقع لأنظمة إدارة سعر الصرف.	01-01
28	تطور ترتيبات الصرف بحكم الواقع للفترة (2008-2016).	02-01
30	أنواع أنظمة الصرف بحكم الواقع حسب تصنيف Reinhart & Rogoff.	03-01
32	معايير تصنيف أنظمة الصرف حسب Levy-Yeyati & Sturzenegger.	04-01
33	مقارنة بين نتائج تصنيف Levy-Yeyati & Sturzenegger والتصنيف بحكم القانون لصندوق النقد الدولي.	05-01
42	بعض التجارب العالمية لسياسة التثبيت القائمة على سعر الصرف (مند نهاية 1980).	06-01
55	النتائج الرئيسية لأهم الدراسات التي تناولت موضوع تقييم أداء أنظمة إدارة سعر الصرف.	07-01
56	مقارنة بين نظم الصرف الثابتة والمرنة.	08-01
75	محددات اختيار نظام الصرف الملائم.	09-01
82	التطور المئوي لأنظمة الصرف في البلدان النامية (1975-2001).	01-02
84	التطور العددي لأنظمة الصرف في البلدان النامية (1975-2001).	02-02
90	أهم البلدان المتحولة بشكل طوعي نحو ترتيبات الصرف المرنة.	03-02
91	أهم البلدان المتحولة بدافع الأزمة نحو ترتيبات الصرف المرنة.	04-02
128	استهداف التضخم في بلدان مختارة.	05-02
139	تطور نظام الصرف في بولندا (1990-2000).	06-02
146	تطور تسعيرة الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي للفترة (1964-1974).	01-03
154	تطور سعر الصرف الرسمي والموازي الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي (1964-1994).	02-03
158	تطور معدلات الفائدة والتضخم في الجزائر للفترة (1986-1990).	03-03
159	تطور سعر الصرف وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر خلال الفترة (1980-1994).	04-03
161	التطور الربع السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار (1990-1994).	05-03
163	تطور معدل نمو الناتج غير النفطي في الجزائر (1987-1997).	06-03
165	تطور أسعار بعض المواد الغذائية الأساسية (1990-1996).	07-03

170	تصنيف صندوق النقد الدولي بحكم الواقع لنظام الصرف في الجزائر (1990-2001).	08-03
171	نظام الصرف في الجزائر (1974-2004) وفقا لتصنيف Levy-Yeyati & Sturzenegger.	09-03
172	نظام الصرف في الجزائر (1964-2007) وفقا لتصنيف Reinhart & Rogoff.	10-03
178	ملخص حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015).	11-03
188	أهم الضوابط على معاملات رأس المال في الجزائر.	12-03
194	ملخص حول تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر صرف الدينار الجزائري (1999-2015).	13-03
198	التغيرات المثوية السنوية في سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار الجزائري خلال الفترة (2000-2016).	14-03
199	ملخص حول تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري (2008-2015).	15-03
209	مستوى التدخل الشهري (I) لبنك الجزائر في سوق الصرف (جانفي 2008-جوان 2015).	01-04
220	مقارنة بين الجزائر وبلدان أخرى في مجال الرقابة على الصرف.	02-04
226	تطور سعر الصرف وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر خلال الفترة (1995-2016).	03-04
234	تطور نسبة كل من صادرات المحروقات وخارج المحروقات من إجمالي الصادرات الجزائرية للفترة (2000-2016).	04-04
235	التوزيع القطاعي للنتائج المحلي الإجمالي في الجزائر (2000-2015).	05-04
238	تطور معدلات التبادل التجاري للجزائر وسعر البترول (1996-2015).	06-04

## ثانيا: قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
04	أنواع أنظمة إدارة سعر الصرف.	01-01
17	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية.	02-01
18	نظم الربط المتحرك.	03-01
20	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب متحركة.	04-01
37	نموذج مبسط لنظرية مناطق العملة المثلى "لروبرت ماندل".	05-01
44	مبدأ الثلاثي المستحيل لروبرت ماندل.	06-01
67	آلية تأثير انعكاس سعر الصرف على مؤشر الأسعار.	07-01
138	مراحل التحول المنظم نحو مرونة سعر الصرف.	01-02
149	تطور سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي والدولار الأمريكي (1974-1995).	01-03
190	تطور أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي واليورو (1990-2016).	02-03
192	تطور أسعار الصرف الاسمية للدينار الجزائري مقابل الجنيه الإسترليني، الين الياباني، ووحدة حقوق السحب الخاصة (1990-2016).	03-03
197	تطور أسعار الصرف الفعلية الحقيقية (REER) والاسمية (NEER) للدينار الجزائري (1990-2016).	04-03
240	تطور سرعة دوران النقود ومعدل التضخم في الجزائر (1990-2015).	01-04





يعتبر اختيار نظام سعر الصرف الملائم للاقتصاد ما أحد المواضيع المثيرة للجدل في علم الاقتصاد الدولي، ولاسيما بعد أن أصبحت البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي حرة في اعتماد نظام الصرف الذي تراه مناسباً، وذلك بموجب التعديل الثاني لمواد اتفاقية الصندوق الذي تمت المصادقة عليه عقب انهيار نظام "بريتون وودز" (Bretton Woods) لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، حيث تخلت معظم البلدان الصناعية عن نظام الصرف الثابت وقامت بتعويم عملاتها، في حين احتفظت البلدان النامية بالربط الثابت لعملاتها إما إلى عملة دولة صناعية قوية (كالدولار الأمريكي) أو إلى سلّة عملات.

رغم أن الهدف الرئيسي من اختيار نظام لسعر الصرف في بلد ما هو الوصول لتحقيق الأداء الاقتصادي الأفضل بمختلف أبعاده، ولاسيما على مستوى كل من نمو الناتج والتحكم في التضخم، إلا أن طبيعة نظام الصرف الذي يسمح بتحقيق هذا الأداء لم يكن محل إجماع من قبل الاقتصاديين الذين اهتموا بدراسة موضوع تأثير اختيار نظام إدارة سعر الصرف على الأداء الاقتصادي الكلي، حيث لم يتمكنوا من حسم الجدل الواسع حول قضية ما إذا كان ينبغي تثبيت أسعار صرف العملات، أو تعويمها، أو اختيار نظام وسط بين الحليّن السابقين؟

لكن بملاحظة التطورات الحاصلة في خيارات نظم إدارة سعر الصرف في العالم خلال العقود الماضية يظهر تراجع الإقبال على تبني نظم سعر الصرف الثابت، حيث شرعت العديد من البلدان النامية منذ بداية سنوات الثمانينيات وبالموازاة مع تحولها نحو اقتصاد السوق بالتخلي عن الربط الثابت (بعملة أو بسلّة عملات) إلى ترتيبات لأسعار الصرف المرنة، وذلك بالتزامن مع تطبيق برنامج للتكيف الهيكلي بدعم من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

من جهة أخرى، فقد أدى تنامي الروابط الدولية وتزايد درجة الانفتاح الاقتصادي للبلدان والحركية العالية لرأس المال على المستوى الدولي إلى عدم نجاح نظم سعر الصرف الثابت، حيث أُجبرت العديد من الاقتصاديات الناشئة (كالمكسيك، دول جنوب شرق آسيا، البرازيل، روسيا، تركيا، الأرجنتين) إلى التخلي عن الأنظمة الثابتة والتحول نحو ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف بعد أن فشلت في الدفاع عن ثبات أسعار صرفها، وتكبدت خسائر كبيرة في احتياطاتها من النقد الأجنبي اضطررتها إلى إجراء تخفيض في عملاتها، لتتشكّل بذلك معالم أزمة العملة. وعليه فقد شكلت ظاهرة التحول من أنظمة الصرف الثابتة إلى الأنظمة المرنة اتجاهاً عاماً سلكته أنظمة الصرف في العالم عموماً والبلدان النامية بشكل خاص.

بالتركيز على سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر، يلاحظ أنها وعلى غرار مثيلاتها في العديد من البلدان النامية قد مرتّ بمرحلتين بارزتين: نظام الصرف الثابت ثم التحول نحو نظام

الصرف المرن. فنظام الصرف الثابت المنتهج غداة الاستقلال (العام 1962) قد تميز بربط الدينار بعلاقة ثابتة إلى عملة واحدة هي "الفرنك الفرنسي"، ثم التحول ابتداء من عام 1974 إلى الربط بسلة من عملات أهم الشركاء التجاريين للبلد. كما استهدف هذا النظام الاستقرار في سعر الصرف الاسمي للدينار، وقد طبق بالموازاة مع حقبة النظام الاشتراكي حيث لم يكن للسياسة النقدية آنذاك أية استقلالية تذكر، باستثناء كونها أداة في خدمة المخططات التنموية التي كانت تنفذها السلطات المركزية في تلك الفترة، حيث يلزم البنك المركزي بتوفير الكمية المطلوبة من النقود لتمويل هذه المخططات.

لقد نجم عن هذا التسيير الإداري لسعر الصرف تقييم مفرط وغير مبرر في القيمة الخارجية للدينار، وتجزئة كبيرة لسوق الصرف نظرا لوجود أسعار صرف رسمية متعددة تطبق على مستويات مختلفة، كما أن فرض القيود الصارمة على حركة رؤوس الأموال وتقنين تدفقات الأموال الخارجة للمواطنين وتقييدها، قد أدى إلى نشوء وتنامي ظاهرة أسواق الصرف الموازية التي أصبحت تحظى بإقبال شعبي كبير.

لكن عقب الصدمة النفطية المعاكسة لعام 1986، والتي كانت لها تداعيات وخيمة على الاقتصاد الجزائري تمثلت في الأداء السيئ لمختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي، فقد استعان البنك المركزي الجزائري بالإدارة النشيطة لسعر الصرف منذ العام 1987، وهو ما أُعتبر بداية لحقبة جديدة في إدارة سعر الصرف تميزت بعدول السلطات عن التزامها الراسخ بثبات القيمة الخارجية للدينار، وإجراء تعديلات دورية عليها من خلال السماح بانخفاضها من فترة لأخرى وهذا بغرض الحد من تدهور معدلات التبادل التجاري المسجلة خلال تلك الفترة.

نظرا لتفاقم الأزمة الاقتصادية بداية التسعينيات، فقد أُجبرت الجزائر على تطبيق إصلاحات اقتصادية شاملة مدعومة من قبل صندوق النقد الدولي تمثلت في برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)، والذي كان من بين شروطه (مثلما هو الحال في عدة تجارب دولية مشابهة) التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت والتحول نحو سعر صرف مرن يحدده السوق، وذلك في إطار استرجاع السياسة النقدية لاستقلاليتها، وكذا استعادة سعر الصرف لدوره كأحد الأدوات الهامة للضبط الاقتصادي.

في هذا السياق، فقد تبنت السلطات خيار "التعويم الموجه" للدينار ابتداء من أكتوبر 1994، وأصبحت المقاربة الجديدة التي يركز عليها نظام الصرف الجديد هي استهداف سعر الصرف الحقيقي باعتباره عاملا مساعدا في حماية وتعزيز القدرة التنافسية الخارجية، وبناء الأرضية الملائمة لتحقيق النمو المستدام في القطاع غير النفطي، والإسهام في تنويع الاقتصاد الجزائري

تحضيراً لمرحلة مابعد النفط. ولقد استلزم هذا التحول نحو مرونة سعر الصرف توفير مجموعة من المتطلبات التشغيلية المسبقة لضمان نجاح عملية التعويم شملت إنشاء سوق الصرف والتدخل فيه من طرف بنك الجزائر، وصياغة إطار جديد للسياسة النقدية، وإقرار التشريعات المتعلقة بقابلية التحويل الجاري للدينار وتخفيف الرقابة على الصرف، إضافة إلى استحداث آليات التغطية من خطر الصرف.

### أولاً: أهمية الدراسة

تكتسب الدراسة أهميتها من عمق الجدل الدائر حول إشكالية اختيار نظام سعر الصرف الملائم بشكل عام، وما مدى جدوى التخلي عن نظم الصرف الثابتة والتحرك نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية بشكل خاص، لاسيما وأن هذا التحرك قد كان أحد الوصفات المفروضة عليها من طرف صندوق النقد الدولي في إطار برامج التعديل الهيكلي التي يشرف عليها لمعالجة الصعوبات الاقتصادية التي واجهت كثيراً من هذه البلدان. وعليه تأتي هذه الدراسة إيماناً منا بأهمية الإسهام في إثراء هذا النقاش بشكل موسع ومستفيض من خلال التركيز على التجربة الجزائرية في هذا المجال، لتقييم إصلاح نظام سعر الصرف فيها وتقديم الاقتراحات بشأنه.

### ثانياً: مشكلة الدراسة

في ضوء الإصلاح الذي مس سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر بالتخلي عن النظام الثابت والانتقال نحو نظام الصرف المرن، يثور التساؤل حول مدى فاعلية هذا التحرك وأثره على الأداء الاقتصادي الكلي للبلد، ومدى إمكانية استمرار العمل بهذا النظام في الفترة القادمة. وعليه سيكون السؤال الرئيسي الآتي محور اهتمام الدراسة:

ما مدى فاعلية سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر في ضوء تحولها نحو نظام الصرف

المرن وتبني خيار التعويم الموجه للدينار؟

من أجل الإحاطة بجوانب هذه الدراسة، سيتم تقسيم السؤال الرئيسي إلى أسئلة فرعية يمكن

صياغتها كمايلي:

✓ ما هي أهم المتطلبات التشغيلية المسبقة اللازمة لنجاح التحول نحو مرونة سعر

الصرف؟

✓ لماذا تخلت الجزائر عن نظام سعر الصرف الثابت؟ وهل الاقتصاد الجزائري مهياً

للانتقال إلى نظام الصرف المرن؟

✓ هل من المستحسن الاستمرار بالتعويم الموجه للدينار مستقبلاً؟ وماهي الخيارات

والبدائل الأخرى الممكنة؟

### ثالثا: فرضيات الدراسة

تتطلب هذه الدراسة من الفرضيات الآتية:

- **الفرضية الأولى:** عملية التحول من نظام الصرف الثابت إلى النظام المرن هي عملية محفوفة بالمخاطر، ونجاحها مرهون بمدى الانتقال بصفة تدريجية ومنتظمة مع توفير جميع المتطلبات التشغيلية اللازمة؛
- **الفرضية الثانية:** لا تتوافر الجزائر بشكل كامل على كافة المتطلبات التشغيلية الضرورية والمسبقة التي تقتضيها عملية التعويم الناجح للعملة، نظرا للسرعة التي ميّزت منهج التحول؛
- **الفرضية الثالثة:** يمكن للمرونة المحدودة لسعر الصرف أن تكون خيارا ملائما للاقتصاد الجزائري، نظرا لأنها ستسمح للبلد بالاستفادة من مزايا العملة المستقرة نسبيا، مع جعل الاقتصاد أفضل من ناحية امتصاص الصدمات الخارجية والحفاظ على تنافسيته.

### رابعا: أهداف الدراسة

- بغرض المساهمة في إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة التي تتصدى لها الدراسة فإن الباحث يهدف من خلال هذا البحث إلى مايلي:
- إلقاء الضوء على الجدل الدائر حول إشكالية اختيار أنظمة إدارة سعر الصرف بالاعتماد على الأدبيات والبراهين التجريبية المتوفرة، وإبراز أهم المحددات والمعايير الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اختيار نظام الصرف الملائم؛
- تحليل ظاهرة التحرك نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية، وتبيان مختلف الشروط اللازمة لنجاحها؛
- عرض تطور سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر، مع التركيز على الانتقال نحو نظام الصرف المرن وتقييم تأثيره على الأداء الاقتصادي الكلي للبلد؛
- اقتراح نظام صرف بديل يتلائم مع خصائص الاقتصاد الجزائري كإقتصاد نفطي.

### خامسا: منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة الموضوع، ومن أجل الإجابة على مشكلته واختبار فرضياته وتحقيق أهدافه والإحاطة بمختلف جوانبه في إطار الموضوعية، فقد اتبع الباحث "المنهج الوصفي التحليلي"، الذي يعتمد على جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها، للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، وذلك باستخدام أدوات إيضاحية كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية بما يضمن أكبر قدر ممكن من الوضوح في الدراسة.

## سادسا: مصادر الدراسة

سيتم إعداد هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي بالاعتماد على مجموعة متنوعة من المصادر سواء باللغة العربية أو اللغة الأجنبية، والتي تناولت بشكل مباشر أو غير مباشر البيانات والمعلومات والمؤشرات الرقمية الضرورية في مشكلة الدراسة المبحوثة. وتشمل هذه المصادر أساسا كل من: الكتب، المقالات التي نشرت إما في الدوريات المحليّة أو الدولية، وكذا الملتقيات والندوات والرسائل الجامعية والجرائد الرسمية، بالإضافة إلى الاستعانة ببعض المواقع المتاحة على شبكة الانترنت ذات العلاقة بموضوع الدراسة.

## سابعا: الدراسات السابقة

مما لاشك فيه أن تحليل وتقييم تطور وأداء سياسة سعر الصرف في بلد مثل الجزائر ليست بالقضية الجديدة، فقد تناولتها العديد من الدراسات ولاسيما تلك التي يعدها صندوق النقد الدولي في إطار إشرافه على سياسة أسعار الصرف للبلدان الأعضاء فيه، بالإضافة إلى بعض الأبحاث المستقلة من خارج الصندوق سواء على شكل رسائل جامعية أو دراسات ذات طابع تطبيقي والتي غالبا ما تسعى لانتقاد وتقديم طرح بديل لرؤية الصندوق أو تسهم بإضافات علمية جديدة في ميدان اقتصاديات سعر الصرف. وفيما يلي أهم الدراسات التي استطاع الباحث الوقوف عليها والتي تم الحصول عليها من خلال التتبع والبحث في شبكة الإنترنت ومكتبات بعض الجامعات، وقد رتبت بتوالي تسلسلها التاريخي كمايلي:

**1. دراسة (Aghefli B, [et al.], 1991):** وهي ورقة بحثية صادرة عن صندوق النقد الدولي عام 1991، بعنوان "سياسة سعر الصرف في البلدان النامية: قضايا تحليلية"، والتي تناولت بالدراسة والتحليل العلاقات الموجودة ما بين كل من مرونة سعر الصرف، ضبط أوضاع المالية العامة، والتنافسية الدولية. كما استعرضت أهم النتائج التي توصلت إليها الأدبيات الاقتصادية في مجال اختيار نظم سعر الصرف في البلدان النامية، بالإضافة إلى تحليل العلاقة ما بين استهداف سعر الصرف الحقيقي والاستقرار الاقتصادي الكلي، وكذلك العلاقة بين سعر الصرف الاسمي وضبط أوضاع المالية العامة. وفي الأخير قدمت الدراسة توصيات عامة بشأن كيفية صياغة سياسة سعر الصرف في البلدان النامية.

**2. دراسة (Piritta Sorsa, 1999):** وهي عبارة عن ورقة بحثية صادرة عن صندوق النقد الدولي عام 1999، بعنوان "الجزائر: سعر الصرف الحقيقي، تنوع الصادرات، والحماية التجارية". حيث برهنت الباحثة بأن تقليل الإجراءات الحمائية على التجارة من خلال المزيد من التحرير التجاري سيعمل على تخفيض سعر الصرف الحقيقي المتوازن للدينار، وهو ما من شأنه أن

يحسن من القدرة التنافسية للصادرات خارج المحروقات ويشجع الاستثمار فيها. وقد حاولت الدراسة تقدير سعر الصرف الحقيقي المتوازن للفترة (1980-1997) وتوصلت إلى أن كل من السياسة التجارية وسعر النفط والإنفاق الحكومي لها تأثير مهم على مستوى سعر الصرف الحقيقي في الأجل الطويل.

**3. دراسة (Camille S., 2000):** وهي أطروحة دكتوراه نوقشت في جامعة باريس 8 عام 2000، والموسومة بـ "سياسات أسعار الصرف في المغرب وفي الجزائر: دراسة مقارنة". وقد حاول الباحث من خلالها معرفة ما إذا كان سعر صرف كل من الدرهم المغربي والدينار الجزائري يؤدي دوره كركيزة اسمية أساسية (أو كدعامة) للسياسة النقدية في الحفاظ على عملة مستقرة ومعدل تضخم منخفض وذلك لدعم الاقتصاد وإتاحة بيئة تجارية استثمارية جاذبة على الصعيدين المحلي والعالمي. ومن خلال فحص الأدبيات المتعلقة بنظريات تحديد سعر الصرف ولاسيما إسهامات الاقتصاديين Dornbusch, Sachs, Krugman توصلت الدراسة إلى أن تثبيت سعر الصرف بدلالة محددات حقيقية وهيكلية هي مسألة ذات أهمية في مجال رسم معالم سياسة سعر الصرف في كل من المغرب والجزائر.

**4. دراسة (جبيلي وكرامانكو، 2003):** وهي عبارة عن كتيب صادر عن صندوق النقد الدولي عام 2003، بعنوان "اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، حيث استعرض المؤلفان فيه نظم سعر الصرف الأجنبي في كل من: مصر، الأردن، لبنان، المغرب، تونس وإيران، وذلك لمعرفة ما إذا كان ينبغي لها النظر في اعتماد ترتيبات أكثر مرونة مع زيادة انفتاح اقتصاداتها على التجارة وفتح أنظمتها المالية وتبنيها لأدوات للسياسة النقدية المرتكزة إلى السوق. وقد استندت هذه الدراسة في مناقشة وتقييم نظم الصرف على الأدبيات المعاصرة لنظرية "مناطق العملة المثلى". كما استكشفت الخيارات المتاحة في المستقبل استنادا إلى تحليل استشرافي لآفاق الإصلاح في كل بلد، وطرحت قضية الإطار المناسب للسياسة النقدية في حالة الانتقال نحو مرونة سعر الصرف.

**5. دراسة (Koranchelian Taline, 2005):** وهي عبارة عن ورقة بحثية صادرة عن صندوق النقد الدولي عام 2005، بعنوان "سعر الصرف الحقيقي المتوازن في بلد مصدر لسلعة أساسية: التجربة الجزائرية". حيث حاول الباحث في دراسته تقدير مسار سعر الصرف الحقيقي المتوازن في الأجل الطويل للجزائر باستخدام مجموعة من الوسائل، حيث اختبر مدى تحقق فرضيات تكافؤ القوة الشرائية في الجزائر، ثم حاول التحري عن مدى وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل مابين سعر الصرف الحقيقي وبعض المتغيرات المفسرة له. ثم قام بتقدير السرعة التي

يقترب بها سعر الصرف الحقيقي من مستواه المتوازن، وأخيرا قياس الفجوة بين المستوى الجاري والمتوازن لسعر الصرف الحقيقي. وقد توصل الباحث إلى أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار الجزائري قد اقترب مع نهاية عام 2003 من مستواه المتوازن، ولا يعاني من أي اختلال في التعادل (Misalignment) خلال عامي 2002 و 2003. كما أن انخفاض نمو الإنتاجية في القطاع خارج المحروقات هو العامل الأساسي وراء تراجع سعر الصرف الحقيقي المتوازن.

**6. دراسة (Achouche M., 2007):** وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه نوقشت في جامعة سطيف عام 2007، والموسومة بـ "إدارة سعر الصرف والأداء الاقتصادي الكلي". وقد حاول الباحث من خلالها اقتراح نموذج قياسي لتحديد سعر الصرف الحقيقي المتوازن للدينار الجزائري بدلالة مجموعة من الأساسيات الاقتصادية، وتطبيقه على الفترة الممتدة من (1970-2003) لمعرفة الفترات التي شهدت التقييم المفرط أو المتدني للدينار الجزائري، وهذا باستخدام أسلوب "التكامل المشترك". وقد توصلت الدراسة إلى أنه خلال الفترة (1970-1990) كان الدينار الجزائري مقيماً بأقل من قيمته الحقيقية، وخلال الفترة (1991-1999) أصبح مقيماً بأعلى من قيمته، ثم بأقل من قيمته الحقيقية ما بين (1999-2002). وقد جاءت هذه النتائج مفاجئة نوعاً ما باعتبارها تتعارض مع الفكر السائد حول التقييم المفرط للدينار في السبعينات والثمانينات مما دفع بالسلطات إلى تخفيضه في التسعينات، تحت ضغط من صندوق النقد الدولي في إطار تطبيق برنامج التعديل الهيكلي.

**7. دراسة (Boileau L., 2008):** وهي عبارة عن ورقة بحثية صادرة عن صندوق النقد الدولي عام 2008، بعنوان "تقدير سعر الصرف الحقيقي المتوازن في الجزائر" حيث حاول الباحث في ورقته أن يقيس مدى قرب سعر الصرف الحقيقي للدينار الجزائري من مستواه التوازني، وهذا باستخدام ثلاثة مناهج معتمدة من طرف صندوق النقد الدولي في قياس اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي وهي: منهج سعر الصرف الحقيقي التوازني، منهج التوازن الاقتصادي الكلي، منهج استمرارية المركز الخارجي. وقد توصل الباحث إلى أن سلوك سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار يبعث على الاندهاش، فرغم الارتفاعات القياسية في أسعار النفط في الأسواق العالمية وما رافقها من فوائض كبيرة جدا في الحساب الجاري للجزائر إلا أن سعر الصرف الحقيقي للدينار بقي مستقراً نسبياً، حيث تراجع بمقدار 5% فقط خلال الفترة (2000-2006). وقد أظهرت المناهج الثلاثة المعتمدة في التقدير عدم وجود أي اختلال تعادل في سعر الصرف الحقيقي للدينار.

**8. دراسة (Maddah H., 2010):** وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه نوقشت في جامعة "ليون" بفرنسا عام 2010، والموسومة بـ "اختيار أنظمة سعر الصرف: حالة الدول المصدرة للسلع



الأولية"، حيث استخدمت الباحثة نموذج تحليل الانحدار الاتجاهي "VAR" للتأكد مما إذا كانت البلدان المصدرة للسلع الأساسية تتكيف بشكل جيد في حالة تعرضها لصدمة العرض، وهذا في ظل تطبيقها لنظام الصرف العائم. وقد توصلت الدراسة إلى أن أنظمة الصرف المرنة لا تسهم بشكل جيد في عزل الاقتصاد من الصدمات الخارجية. كما حاولت الدراسة أيضا التأكد ما إذا كانت مختلف نظم سعر الصرف توفر بعض المزايا للبلدان المصدرة للسلع الأساسية وخاصة ما تعلق باستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتوصلت إلى أن أداء الأنظمة الثابتة في هذا المجال يكون أفضل مقارنة بالأنظمة المرنة.

### ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

إن ما يؤخذ على هذه الدراسات السابقة هو أنها لم تتضمن إلا على جزء يسير جدا من متغيرات هذه الدراسة، التي تركز بالأساس على ظاهرة التحول نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية عموما والجزائر على وجه التحديد، حيث لوحظ غياب الجانب التحليلي والتقويمي الشامل لهاتين القضيتين في الدراسات السابقة. وعليه فإن هذه المساهمة العلمية قد جاءت لتغطية هذه الفجوة، من خلال التعمق في عرض وتحليل ظاهرة التحول عن نظم الصرف الثابتة والتحول نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية مع إشارة خاصة إلى التجربة الجزائرية في هذا المجال، وهذا بغرض تحليلها وتقييمها واستخلاص النتائج منها وتقديم الاقتراحات بشأنها.

### ثامنا: تقسيمات الدراسة

في مسعى الدراسة لتحقيق أهدافها والتحقق من فرضياتها فقد جرى تقسيمها إلى أربعة فصول، فضلا عن المقدمة والخاتمة. حيث تطرق الفصل الأول إلى أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم في أدبيات الفكر الاقتصادي من خلال ثلاثة مباحث شملت عرض مفهوم وأنواع وتصنيفات أنظمة سعر الصرف، ثم تسليط الضوء على تطور نظرية اختيار نظام الصرف، مع إبراز أهم محددات اختيار نظام سعر الصرف الملائم. في حين ناقش الفصل الثاني ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية وشروط نجاحها من خلال ثلاثة مباحث، بدأت بدراسة وتحليل تطور نظم سعر الصرف في البلدان النامية منذ انهيار نظام "بريتون وودز"، ثم أعقبها إبراز أنواع وتجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة، ثم تلاها بيان أهم الشروط اللازمة لنجاح عملية التحرك نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية.

أما الفصل الثالث فقد خصص لعرض وتحليل تجربة الجزائر في التحول نحو نظام الصرف المرن من خلال ثلاثة مباحث، انطلقت بدراسة وتقييم مرحلة نظام سعر الصرف الثابت، وبعدها تم عرض أهم ملامح إصلاح نظام الصرف في الجزائر والتحريك نحو نظام الصرف المرن، مع

إعطاء لمحة حول تطور أسعار الصرف الاسمية والفعلية للدينار الجزائري منذ هذا التحول. وبعد ذلك جاء الفصل الرابع والأخير من هذه الدراسة ليقدم تقييما لتجربة الجزائر مع نظام الصرف المرن عبر ثلاثة مباحث، بداية بتقييم مدى توافر المتطلبات التشغيلية اللازمة لإنجاح التحول نحو النظام المرن، ثم تقييم مدى كفاءة هذا النظام، ليليها بعد ذلك اقتراح نظام صرف بديل للاقتصاد الجزائري من شأنه جعل سياسة سعر الصرف أكثر فاعلية وتأثيرا في دعم استقرار وتنوع الاقتصاد. وأخيرا، انتهى البحث طبقا لمتطلبات المنهج العلمي إلى جملة من الاستنتاجات والتوصيات.

### تاسعا: صعوبات الدراسة

واجهت الباحث خلال فترة إعداده لهذه الدراسة العديد من الصعوبات، كان أهمها عدم التمكن من القيام بدراسة ميدانية على مستوى "بنك الجزائر"، وإجراء مقابلات مباشرة مع المسؤولين عن سياسة سعر صرف الدينار، وهذا بغرض الاطلاع عن قرب على آرائهم وتصوراتهم حول مختلف جوانب هذه السياسة، بالإضافة إلى مناقشتهم في بعض القضايا التي شغلت بال الباحث لاسيما مسألة التدهور المستمر في قيمة الدينار منذ قرار تعويمه وعدم تحمل بنك الجزائر لمسؤولياته في المحافظة على استقرار قيمة الدينار داخليا وخارجيا، إضافة إلى مسألة استمرار الرقابة الصارمة المفروضة على الصرف رغم عدم وجود مبررات ذلك، وهو ما دفع الباحث للاستعانة فقط بالمنشورات التي يصدرها بنك الجزائر في موقعه الالكتروني حول سياسة سعر الصرف وخاصة تقاريره السنوية حول تطورات الوضع الاقتصادي والنقدي في البلد، وكذلك الاعتماد على بعض التصريحات الصحفية التي يدلي بها مسؤولون رسميون كالوزراء أو إطارات بنك الجزائر من فترة لأخرى. إضافة إلى الاعتماد على التقارير الدورية التي يصدرها صندوق النقد الدولي حول وضع الاقتصاد الجزائري، وهذا عقب اختتام بعثته للجزائر لزياراتها التي تتم سنويا في إطار مشاورات المادة الرابعة.

**الفصل الأول:**  
**أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم  
في أدبيات الفكر الاقتصادي**

## تمهيد

تعد مسألة الاختيار أو المفاضلة بين مختلف أنظمة إدارة سعر الصرف إشكالا مطروحا منذ أمد طويل في علم الاقتصاد الدولي، وقد تزايد الاهتمام به أكثر فأكثر عقب انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، حيث أصبحت البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي حرة في اختيار نظام الصرف بموجب التعديل الثاني لمواد اتفاقية الصندوق. وفي إطار إرساء أسس لنظرية اختيار نظام سعر الصرف، عكف الاقتصاديون على إعداد العديد من الدراسات والأبحاث سواء النظرية أو التطبيقية سعيا منهم للإجابة على التساؤل الآتي: ماهو نظام الصرف الملائم لاقتصاد ما؟ أو بعبارة أخرى هل ينبغي للبلدان أن تثبت أسعار صرف عملاتها، أم تجعلها معومة، أم تختار نظاما وسطا بين الحلين السابقين؟ في هذا السياق يأتي هذا الفصل لإلقاء المزيد من الضوء على الجدل الدائر حول مسألة اختيار أنظمة إدارة سعر الصرف في أدبيات الفكر الاقتصادي من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: أشكال وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف؛
- المبحث الثاني: تطور نظرية اختيار نظام الصرف؛
- المبحث الثالث: محددات اختيار نظام الصرف الملائم.

## المبحث الأول: أشكال وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف

قبل الخوض في استعراض مختلف أشكال وتصنيفات أنظمة إدارة سعر الصرف، يستحسن التوقف قليلاً أمام مفهوم "نظام الصرف" المستخدم في الكتابات الاقتصادية لمعرفة مدلوله جنباً إلى جنب مع مصطلح آخر يجري تداوله في نفس السياق وهو "سياسة سعر الصرف". فنظام الصرف حسب الاقتصادية (Amina Lahreche-Revil) "هو عبارة عن مجموع القواعد التي تحدد تدخلات السلطات النقدية في سوق الصرف وبالتالي سلوك سعر الصرف"<sup>1</sup>. أما الباحث (Lassana Yougbaré) فيعرفه بأنه "مجموع المبادئ والقواعد التي تنظم الإطار الذي في ظله تتحدد القيمة الاسمية للعملة الوطنية، وتسمى هذه القيمة "سعر الصرف الاسمي" التي تحدد إما مقابل عملة واحدة أو سلة عملات، أو مقابل سلعة كالذهب أو الفضة"<sup>2</sup>. في حين أن الاقتصاديين (Davanne & Jacquet) يفضلان استخدام مصطلح سياسة الصرف التي يعرفانها على أنها "استخدام مختلف الأدوات المتاحة تحت تصرف السلطات في بلد معين (كالتدخلات في سوق الصرف، التصريحات، السياسة النقدية، وفي بعض الأحيان السياسة المالية العامة) من أجل التأثير على سعر الصرف سواء من جانب واحد أو في إطار اتفاقيات ثنائية أو متعددة، بشكل رسمي أو غير رسمي"<sup>3</sup>.

وبناءً على ما تقدم من تعاريف يمكن القول أن كلا من نظام الصرف وسياسة سعر الصرف يؤديان نفس المعنى، حيث يقصد بهما مجموعة القواعد والمبادئ المعتمدة من قبل السلطات في بلد ما لتحديد القيمة الاسمية للعملة الوطنية وإدارة سعر صرفها من خلال التأثير في توجهاته باستخدام مجموعة من الأدوات.

يتمثل الهدف الرئيسي من إدارة سعر الصرف في الحد من تقلباته القصيرة الأجل، دون التأثير على الاتجاه العام المحدد من قبل السوق<sup>4</sup>. وتقع مسؤولية إدارة سعر الصرف بالأساس على البنك المركزي، الذي يتدخل في سوق الصرف من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف تشمل تصحيح سوء تعادل سعر الصرف الحقيقي، تهدئة الأسواق المضطربة، مراكمة احتياطات الصرف الأجنبي، وتزويد السوق بالنقد الأجنبي<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Amina lahreche-revil, "Les régimes de changes", *L'économie mondiale 2000*, Paris: édition la découverte: collection reperes, 1999, p.93.

<sup>2</sup> Lassana Yougbaré, "Effets macroéconomiques des régimes de change: essai sur la volatilité, la croissance économique, et les déséquilibres du taux de change réel", Thèse de Doctorat, Université d'auvergne, Clermont-ferrand 1, Avril 2009, p.27.

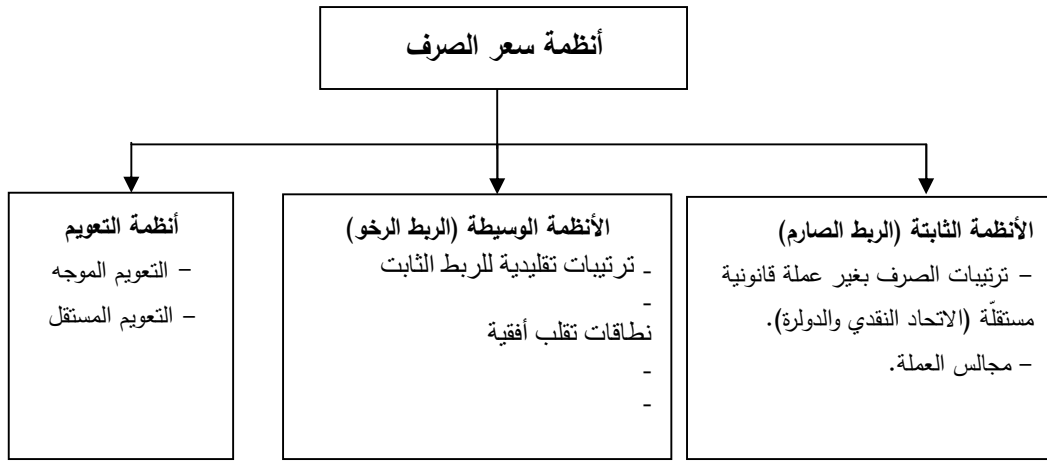
<sup>3</sup> Olivier Davanne, Pierre Jacquet, "Quelle politique de change pour L'euro?", *Revue d'économie politique*, No.110, 2000, p. 4.

<sup>4</sup> Hanen Gharbi, "La gestion des taux de change dans les pays émergents: la leçon des expériences récentes", *Document de travail*, OFCE, No.06-2005, pp.4-5.

<sup>5</sup> جورج إيفان كاناليس، وآخرون، "كيف تستطيع البنوك المركزية في البلدان النامية أن تتدخل على أفضل وجه في أسواق الصرف الأجنبية المتقلبة"، *مجلة التمويل والتنمية*، سبتمبر 2003، ص ص. 28-29.

في إطار إشرافه على إدارة النظام النقدي الدولي، قام صندوق النقد الدولي باستحداث مدونة لتصنيف نظم إدارة سعر الصرف، تقوم بإدراج خيارات نظم الصرف المتبعة من قبل البلدان الأعضاء ضمن فئات محددة. هذه الأخيرة عرفت تطورات ملحوظة كان آخرها التصنيف المعتمد ابتداء من عام 1999 والذي يتضمن ثماني فئات، أدرجت في ثلاثة مجموعات رئيسية حسب درجة الجمود المتناقص وهي<sup>1</sup>: الأنظمة الثابتة، الأنظمة الوسيطة، والأنظمة العائمة. والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل (01-01): أنواع أنظمة إدارة سعر الصرف



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, "The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto Policies", **IMF working paper**, N°02/155, 2002, p.15.

### المطلب الأول: أشكال إدارة سعر الصرف

يتناول هذا المطلب مختلف أشكال إدارة سعر الصرف التي تنقسم عادة إلى أنظمة سعر الصرف الثابتة، وأنظمة الصرف الوسيطة، وأنظمة الصرف العائمة.

#### الفرع الأول: الأنظمة الثابتة في إدارة سعر الصرف (أو الربط الصارم لسعر الصرف)

يعرف هذا النظام على أنه "تنشيت سعر الصرف بحيث يكون غير قابل للتعديل، ويتحدد بقيمة ثابتة تجاه عملة بلد التنشيت (في الغالب الدولار الأمريكي)، والهدف من ذلك هو الوصول إلى درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية"<sup>2</sup>. وبتعبير آخر هو "نظام للصرف تقوم في إطاره السلطات بتنشيت سعر الصرف الاسمي المرجعي، وتلتزم ببيع وشراء كل كمية

<sup>1</sup> Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, "The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto Policies", **IMF working paper**, No02/155, Washington: International Monetary Fund, 2002, p.15.

<sup>2</sup> مارك ستون وآخرون، "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2008، ص ص 42-43.

مطلوبة أو معروضة من العملة الوطنية من طرف الجمهور بالأسعار المعلنة<sup>1</sup>. ويأخذ هذا الربط الصارم وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي صورتين هما: ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة ومجلس العملة.

### 1. ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة

تقتضي هذه الترتيبات أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة، أو أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة).

#### 1.1. الاتحاد النقدي

يعتبر الاقتصادي (Robert Mundell) أول من أشاد بمزايا الاتحادات النقدية في بحث نشره عام 1961 بعنوان "نظرية مناطق العملة المثلى". حيث أوضح "روبرت ماندل" أن تحلي أي دولة عن سيادتها النقدية ممثلة بعملتها الوطنية لتصبح عضواً في اتحاد نقدي يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة هدفها هو الاستفادة من المزايا التي توفرها العملة الموحدة.

#### 1.1.1. تعريف وأنواع الاتحاد النقدي

تعتبر الاتحادات النقدية الشكل الأكثر جموداً في إدارة أنظمة الصرف، حيث أن أسعار الصرف للبلدان المشاركة فيه تكون ثابتة أو مثبتة كما يمكن تعويض العملات الوطنية بعملة موحدة، وعليه يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للاتحادات النقدية بحسب طبيعة ومستوى التنسيق النقدي القائم بين دول الاتحاد كمايلي<sup>2</sup>:

– الاتحاد النقدي القائم على أساس تبني مجموعة من الدول لعملة إحدى دول الاتحاد لتكون عملة تداول مشتركة ومثال ذلك "منطقة النقد المشتركة" في جنوب إفريقيا والتي تستخدم عملة دولة جنوب إفريقيا كعملة تداول في كل من سويتو، سوازيلاند وناميبيا.

– الاتحاد النقدي القائم على اتفاق مجموعة من الدول على مثبت مشترك لعملاتها كالدولار الأمريكي على سبيل المثال، بحيث تكون أسعار صرف عملاتها أمام المثبت المشترك غير قابلة للتعديل بما يضمن ثبات سعر صرفها البيني ويكفل لتلك العملات حرية التحويل والتداول في دول الاتحاد، ومثال ذلك الوضع السائد في دول مجلس التعاون الخليجي منذ 2003 وإلى غاية 2007.

– الصيغة القوية للاتحاد النقدي والمتمثلة بقيام مجموعة من الدول بإلغاء عملاتها الوطنية وتبني عملة مشتركة ومثال ذلك: الاتحاد النقدي الأوروبي الذي شهد ميلاد عملة "اليورو".

<sup>1</sup>Mourice Obstfeld, Keneth Rogoff, "The Mirage of fixed exchange rates", *Journal of economic perspectives*, 9(4), 1995, p.74.

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن محمد السلطان، "مدى أهمية العملة الموحدة ضمن مسيرة التكامل الخليجي"، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول)، 26-28 ماي 2009، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص.4.

### 2.1.1. شروط قيام الاتحادات النقدية

- لقيام الاتحاد النقدي لابد من أن تكون الدول الأعضاء فيه عرضة لصددمات مشتركة ومتماثلة، وهذا يقتضي توفر مجموعة من الشروط وهي<sup>1</sup>:
- ارتفاع درجة كثافة التجارة البينية بين الدول الأعضاء، بمعنى درجة تبادل تجاري عالية مع ارتفاع درجة الانكشاف على التجارة الخارجية؛
  - تشابه هيكل الإنتاج وتقارب مستويات ومعدلات نمو الدخل؛
  - أن تكون للحكومات التي تسعى للاتحاد النقدي نفس التفضيلات فيما يخص توليفة التضخم والبطالة وكذلك تقارب معدلات الفائدة؛
  - حرية انتقال عناصر الإنتاج أو حركية العوامل (العمل ورأس المال) داخل منطقة الاتحاد
- استجابة لصددمات عدم التماثل التي تصيب بعض دول الاتحاد.

### 3.1.1. منافع وتكاليف الاتحادات النقدية

- إن منافع الاتحادات النقدية مرتبطة مباشرة بمعدل المقايضة في كل دولة بين الكفاءة المُتحققة على مستوى الاقتصاد الجزئي نتيجة تبني العملة الموحدة، وبين ما يتم فقده من مرونة الاقتصاد الكلي نتيجة عدم القدرة على استخدام تغييرات سعر الصرف كأداة للتكيف مع الصدمات. ويمكن تلخيص أهم المنافع والتكاليف في مايلي<sup>2</sup>:
- من جانب المنافع فإن الاتحاد النقدي يسهم في تخفيض تكلفة المعاملات والوصول إلى درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية، نتيجة التحول من عملة وطنية ذات استخدام محدود إلى عملة موحدة تستخدم على نطاق واسع، وما يترتب عن ذلك من التخلص من التكاليف المرتبطة بجمع المعلومات عن أسعار الصرف ومختلف العملات اللازمة للقيام بعمليات التحويل بين العملات وكذا إلغاء الخطر الناجم عن تقلبات أسعار الصرف، وهو ما يسهل التجارة في السلع والخدمات بين البلدان الأعضاء ومن ثم زيادة مستويات النمو الاقتصادي في دول الاتحاد. بالإضافة إلى أن الاتحاد النقدي ينهي إمكانية اللجوء إلى سباق التخفيض التنافسي لأسعار الصرف أو ما يطلق عليه بحروب العملات.

- من زاوية التكاليف تحد الوحدة النقدية من قدرة دول الاتحاد على التكيف مع الصدمات من خلال تعديل أسعار الصرف (استخدام مرونة أسعار الصرف) لمواجهةها. ويكون البلد هنا

<sup>1</sup> Michelle De Mourgues, "Macroéconomie monétaire", Paris: édition Economica, 2000, p.239.

<sup>2</sup> راجع في هذا الشأن:

-عبد الرحمن بن محمد السلطان، المرجع السابق، ص ص.6-8.

-Luca Ricci, "A Model of Optimum Currency Areas", IMF working paper, No.97/76, Washington: International Monetary Fund, June 1997, pp.5-10.



مجبوراً إما على استحداث أدوات ضبط أخرى مثل مرونة الأسعار والأجور أو حركية اليد العاملة، أو قبوله الانخفاض في ناتج المحلي الإجمالي. بالإضافة إلى فقدان الدول الأعضاء في الاتحاد لمقدرتها على التمويل من خلال الإصدار النقدي وحصرها فقط في السياسة المالية، ولكن الاتحاد النقدي لا يسمح إلا بحد معين من عجز المالية العامة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي<sup>1</sup>، مما يجعل الدول الأعضاء مجبرة على الاختيار بين الحلين التاليين: إما تخفيض الإنفاق العام (الحل الليبرالي)، وإما الحفاظ على حجم الإنفاق العام مع زيادة الضغط الضريبي أو إعادة التوزيع الاجتماعي. وتزداد تكلفة الاتحاد النقدي في حالة الدول التي تعاني من عدم تماثل الصدمات أو عدم تزامنها، حيث ترى أن من مصلحتها تبني سياسات مختلفة عن تلك التي تفرضها عليها عضوية الاتحاد وهو ما يهدد استقرار العملة الموحدة ويضعف الثقة بها.

## 2.1. الدولار

تعتبر الدولار الكاملة الشكل الثاني الأكثر صرامة لأنظمة إدارة سعر الصرف بدون عملة قانونية، بعد الاتحادات النقدية.

### 1.2.1. تعريف وأنواع الدولار

يطلق مصطلح الدولار على ظاهرة العملات البديلة المستخدمة في البلدان النامية ذات التضخم المرتفع، وتعرف على أنها "حيازة المقيمين في بلد ما لحصص هامة من أرصدهم على شكل أصول مقومة بعملة أجنبية غالباً ما تكون الدولار الأمريكي"<sup>1</sup>. وهناك نوعين للدولرة هما:  
- الدولرة الكاملة: وهي "التفويض القانوني باستخدام عملة أجنبية قوية (عملة بلد آخر) باعتبارها العملة القانونية الوحيدة بصورة كاملة مثلما هو الحال في بنما"<sup>2</sup>.  
- الدولرة الجزئية: بحسب صندوق النقد الدولي فإن البلد يعيش ظاهرة دولرة جزئية "إذا كانت الودائع المصرفية بالعملة الأجنبية إلى عرض النقود بالمفهوم الواسع تقارب 30 % أو أكثر بقليل"<sup>3</sup>. وعليه فالدولرة الجزئية تكون في اقتصاد ما يتميز بتداول نقده المحلي إلى جانب عملة أجنبية أخرى كوسيلة للتبادل ومن أمثلة هذه الدول: البرازيل والأرجنتين.

<sup>1</sup> تشترط معايير التقارب في الاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي على كل بلد يريد الانضمام مايلي: ألا يتجاوز العجز في ميزانية الدولة 3 % من الناتج المحلي الإجمالي عند الانضمام، ألا يتجاوز الدين العام 60 % من الناتج المحلي، أن تكون احتياطات الصرف كافية على الأقل لتغطية أربعة أشهر من الواردات، أن يكون معدل التضخم قريباً من معدل تضخم تقاربي يحسب على أساس متوسط مرجح لمعدلات التضخم في البلدان الأعضاء.

<sup>2</sup> كالفو. أ. غويلرموا، كارلوس أ. فيغ، "إحلال العملات في بلدان التضخم المرتفع"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993، ص. 34.

<sup>3</sup> مارك ستون وآخرون، المرجع السابق، ص. 42.

<sup>3</sup> مظهر محمد صالح، "السياسة النقدية للعراق: بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم"، بيت الحكمة، بغداد، 2013، ص. 128.

### 2.2.1. أسباب ظاهرة الدولار

تعاني الكثير من العملات وبشكل خاص في الدول النامية بفعل التضخم المرتفع من انخفاض قيمتها بمرور الزمن وأحيانا بشكل لا يمكن التنبؤ به، وهو ما يعيق قدرة هذه العملات على أداء وظائفها الأساسية الثلاث: مستودع للقيمة، وحدة حساب ووسيلة للتبادل. وهذا ما يفقد الأفراد ثقتهم في عملتهم المحليّة للتراجع الكبير في قدرتها الشرائية، ويدفعهم للتحويل نحو عملة أجنبية قوية كالดอลลาร์ الأمريكي لاستخدامه كوسيلة تبادل نظرا لكونه عملة دولية تستخدم داخل وخارج بلد الإصدار، إضافة إلى اكتسابه سمعة طيبة على مر الزمن نظرا لنجاحه النسبي في الحفاظ على قدرته الشرائية<sup>1</sup>.

### 3.2.1. منافع وتكاليف الدولار الكاملة

للدولرة الكاملة كأحد ترتيبات الصرف التي تستخدم إحدى العملات الأجنبية كعملة قانونية مزايا وعيوب يمكن تلخيصها في مايلي<sup>2</sup>:

#### أ. المنافع

- تعتبر الدولرة الكاملة من أنظمة سعر الصرف الصارمة التي تسمح بتوفر درجة عالية من الالتزام بإيجاد نقد مستقر يسهم في تحقيق الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية؛  
- الحكومة في ظل هذا النظام ستلتزم بمزيد من الانضباط في سياساتها الاقتصادية لأنه يتعذر عليها اللجوء إلى التمويل التضخمي، لأن الاقتصاد المدولر بالكامل يجرد بنكه المركزي من سلطة إصدار النقود كلما احتاج لذلك، وهو ما يسمح بالتحكم في التضخم تبعا لذلك، وترسيخ الاستقرار المالي وإتباع السياسات المالية المطلوبة لاستدامة هذا النظام.

#### ب. التكاليف

- الاقتصاديات المدولرة كلياً تصبح فاقدة لاستقلالية سياستها النقدية الوطنية، حيث لا تستطيع استخدام سعر الصرف ولا سعر الفائدة باعتبارهما أداتي ضبط اقتصادي لما تبتغيه من سياسات عندما تواجهها مشكلات قوية كالأضطرابات السياسية، العجز الضخم في الموازنة. فكل من سعر الصرف أو سعر الفائدة محددة من قبل بلد العملة القانونية المتداولة حسب مصلحته وظروفه الاقتصادية.

- افتقاد النظام البنكي في الاقتصاديات المدولرة بشكل كامل " لمقرض الملاذ الأخير"، ما يُحتمّ عليه أن يفرض على نفسه انضباطاً أشد صرامة حتى يتجنب الوقوع في أزمة انهيار. أما إذا وقعت الأزمة وقررت السلطات إنقاذ بنوكها فإن هذا سيفضي حتماً إلى التخلي عن الدولرة الكاملة، وبالتالي عدم وفاء البلد بما التزم به كنظام لإدارة سعر الصرف، وهو ما يُضعف من مصداقيته.

<sup>1</sup> كالفو، أ. غويلرموا، كارلوس أ. فيغ، المرجع السابق، ص. 34.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 35.

## 2. مجلس العملة

مجلس العملة (Currency Board) هو أحد الخيارات المعتمدة في إدارة سعر الصرف والذي يعتمد على مبدأ ثبات سعر الصرف، حيث يعتبر وسيلة هامة في استعادة الانضباط النقدي والمالي وإعادة الثقة إلى العملة التي تضررت بفعل القوة التدميرية للتضخم.

### 1.2. تعريف مجلس العملة

هو عبارة عن نظام نقدي كان شائع الاستخدام خلال النصف الأول من القرن العشرين في ظل النظم الاستعمارية لثبوت أسعار الصرف في أقاليمها المستعمرة. لكنها عاودت الظهور من جديد ابتداء من 17 أكتوبر 1983 عندما قامت "هونغ كونغ" بإنشاء مجلس للعملة سمح بثنيت عملتها والسيطرة على التضخم، لتليها عدة دول أخرى. وتعرف هذه المجالس على أنها "نظام نقدي يقوم على تفويض قانوني يلزم البنك المركزي بالاحتفاظ بأصول أجنبية تعادل على أقل تقدير العملة المحلية المتداولة والاحتياطيات المصرفية، وبصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة (عملة التثبيت كالدولار الأمريكي) بسعر صرف ثابت"<sup>1</sup>.

ما يلاحظ على هذا النظام أنه يسمح بازدواجية التداول النقدي لكل من العملة المحلية وعملة بلد التثبيت (مثلا في الأرجنتين: البيزو والدولار الأمريكي)، مع فرض قيود ملزمة على البنك المركزي لضمان وفائه بالتزاماته القانونية المتمثلة في عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مغطاة تماما بالأصول الأجنبية. ما يعني أن البنك المركزي يفقد سلطته الرقابية على كمية النقود المتداولة، كونها مرتبطة باحتياطيات الصرف من عملة التثبيت.

### 2.2. مبادئ تشغيل مجلس العملة

لإرساء مجلس عملة في بلد ما لا بد من توفر المقومات الأساسية التي يركز عليها هذا النظام وهي<sup>2</sup>: قابلية تحويل العملة، اختيار عملة التثبيت وتحديد سعر الصرف الذي تتم به العمليات.

#### أ. قابلية تحويل العملة

يشترط في مجلس العملة أن يضمن قابلية التحويل الكلية للعملة المحلية، بمعنى أن يوفر مقابل العملة المحلية عند الطلب ودون حدود النقد الأجنبي الذي ترتبط به العملة المحلية (الأوراق النقدية والودائع الاحتياطية للبنوك التجارية لدى مجلس العملة) كلما كان ذلك ممكنا والعكس بالعكس. وحتى يتمكن مجلس العملة من خلق الثقة الكافية بقدرته على الوفاء بالتزامه بقابلية التحويل الكلية لعملته، لا بد للبنك المركزي أن يحترم قاعدة إصدار النقود المركزية، التي تنص

<sup>1</sup> مارك ستون وآخرون، المرجع السابق، ص. 42.

<sup>2</sup> آدم ج. بنيت، "مجالس العملة: قضايا وتجارب"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1995، ص ص 39-42.

على أن النقود المركزية (الأوراق النقدية + الاحتياطيات الصافية بالعملة الوطنية المركزية) لا بد أن لا تتجاوز مبلغ الاحتياطيات الإجمالية بعملة التثبيت. بمعنى آخر لا بد من أن يتوفر على احتياطيات النقد الأجنبي الكافية لدعم نسبة كبيرة من القيمة المستحقة للالتزامات وفقا لسعر الصرف المختار، وهذه النسبة لا بد أن لا تقل عن 100 %.

### ب. اختيار عملة التثبيت

لاختيار العملة التي يتم التثبيت إليها لا بد من مراعاة العوامل الآتية:

- مدى قوة هذه العملة: بحيث كلما كانت قوية كلما كانت لها الأفضلية؛
- الروابط التجارية: أي اختيار العملة المهيمنة على المعاملات التجارية وغيرها من المعاملات المالية للبلد الذي يريد إنشاء مجلس عملة. فمثلا: مجالس العملة في كل من "هونغ كونغ" و"جيبوتي" مرتبطة بالدولار الأمريكي، أما "بلغاريا" و"البوسنة" و"استونيا" و"ليتوانيا" فمرتبطة باليورو؛

- ينبغي أن تكون احتياطيات الصرف من عملة التثبيت في شكل أصول قصيرة الأمد نسبيا وتدر فوائد، وأن لا تؤدي التحركات في أسعار الأصول (كالذهب مثلا إن لم يحول إلى أصول نقدية) إلى الإضرار بقابلية التحويل الكلية.

### ج. تحديد سعر الصرف الذي تتم به العمليات

يتطلب إقامة مجلس للعملة اختيار سعر الصرف الملائم الذي لا ينطوي على مغالاة (التقييم المفرط) أو سوء تقييم (المتدني) أو أن يكون بعيدا عن السعر السائد في السوق.

### 3.2. منافع وتكاليف مجالس العملة

#### أ. المنافع

- مجلس العملة باعتباره نظام لثبات أسعار الصرف، هو وسيلة صالحة وفعالة في البلدان التي تعاني من التضخم المفرط، أو البلدان الجديدة التي لم يرسخ فيها الاستقرار المالي بعد. حيث أن الهدف الرئيسي لإرسائها هو محاولة وقف الانخفاض الشديد في قيمة النقد وتثبيته والسيطرة على التضخم عن طريق الالتزام القانوني بسعر صرف ثابت ودعم قابلية التحويل الكلية للعملة المحلية مقابل عملة التثبيت، وعدم إصدار البنك المركزي العملة المحلية إلا مقابل مشتريات العملة الأجنبية، كما يحضر إقراض للحكومة، وكل هذه العوامل تسمح بالتثبيت المستدام لسعر الصرف مقابل عملة التثبيت.

- تتمتع مجالس العملة بألية التصحيح التلقائي في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات، حيث يؤدي ذلك إلى خفض حجم الكتلة النقدية المتداولة، وهو ما ينتج عنه نوعين من الآثار وهما<sup>1</sup>:

- ارتفاع حاضري معدل الفائدة، ينجم عنه تدفقات وافدة لرؤوس الأموال الأجنبية في ظل ثبات سعر الصرف ومن ثم غياب خطر الصرف، وهو ما يسمح بتمويل العجز المسجل في ميزان المدفوعات؛

- انخفاض المستوى العام للأسعار بما يسهم في تحسين تنافسية الاقتصاد الوطني وعودة التوازن الخارجي.

### ب. التكاليف

رغم فعالية مجالس العملة في السيطرة على التضخم إلا أنها أداة لا تأتي دون مقابل، فتبني هذه الترتيبات يفرض بعض القيود على السياسات المالية والنقدية للحكومة، والتي يمكن حصرها في مايلي<sup>2</sup>:

#### - حضر عمليات التمويل الحكومية

لنجاح مجالس العملة في السيطرة على التضخم وترسيخ الاستقرار المالي فإنه لا يجوز لها تقديم قروض للحكومة، وذلك من أجل إضفاء المصدقية على الارتباط الموجود بين النقد الأساس والاحتياطيات من عملة التثبيت، وعدم إضعاف قدرة البنك المركزي على الوفاء بقابلية التحويل الكلية. وبالتالي فإن متطلبات الحكومة من الاقتراض الداخلي يجب أن تكون معدومة، وإلا متواضعة إلى حد ما وأن يتم تليبيتها من مصادر أخرى كإصدار سندات أو التحول نحو البنوك التجارية.

#### - منع عمليات السوق المفتوحة

في ظل ترتيبات مجلس العملة، فإن البنك المركزي لا تكون لديه سياسة نقدية مستقلة لأنه لا يملك سعر صرف قابل للتعديل كما أن أسعار الفائدة تكون مرتبطة بتلك السائدة في بلد عملة التثبيت. من هذا المنطلق لا تملك السلطات النقدية حرية التأثير على أسعار الفائدة من خلال عمليات السوق المفتوحة، فهذه الأخيرة تحدد من حيث المبدأ حسب تقدير البنوك التجارية حيث لا يوجد سعر رسمي، كما أنها تصبح غير مرتبطة بالدورة الاقتصادية للبلد المعني حيث تميل إلى إتباع أسعار الفائدة لعملة بلد التثبيت في المدى المتوسط، ما يعني أنه لا يمكن للدول التي تتبنى

<sup>1</sup>David Kboundour-Castéras, "Le prix de la vertu : 25ans de currency board à Hong Kong", *Lettre de Cepii*, No.280, Juillet – Aout, 2008, p.2.

<sup>2</sup> آدم ج.ج. بنيت، المرجع السابق، ص ص. 40-41.

مجالس العملة صياغة سياسة نقدية تتماشى مع ظروفها الاقتصادية بل تصبح تابعة بشكل قوي للظرف الاقتصادي السائد في بلد عملة التثبيت.

### - تقييد عمليات إعادة تمويل البنوك التجارية لدى البنك المركزي

يترتب على إقامة مجلس العملة إلغاء الوظائف التقليدية للبنك المركزي كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، حيث أن هناك قيودا مفروضة على قدرة البنك المركزي في العمل كضامن للنظام المصرفي، إذ تقتصر وظيفته كمقرض الملاذ الأخير في تقديم المساعدة للبنوك الضعيفة بالاعتماد على احتياطات الصرف الأجنبي التي تزيد عن متطلبات مجلس العملة وأن تُقدّم فقط حين يكون النظام ككل معرضا للخطر (منح قروض الطوارئ).

### - الأثر المسامر للاتجاهات الدورية لمجلس العملة

من أهم عيوب نظام مجالس العملة هو مساميرته للاتجاهات الدورية، فمع غياب استقلالية السياسة النقدية، وما يرافقها من الرقابة المفروضة على النفقات العمومية (نظرا لحظر إقراض الحكومة)، فإن السلطات تكون فاقدة للقدرة على تنفيذ السياسات المناسبة لاستقرار الظرف الاقتصادي حين يتطلب الأمر ذلك. فمثلا عند تباطؤ النشاط الاقتصادي سينجم خروج لرؤوس الأموال وضغوط على العملة نحو التراجع، وبالمقابل فإن رفع معدلات الفائدة لمعالجة هذه الاضطرابات سيؤدي إلى كبح النشاط الاقتصادي بسبب تراجع معدلات الاستثمار والاستهلاك. كما أن جمود الأجور في ظل ترتيبات مجلس العملة، يكون عائقا أمام استخدام مرونتها في التصحيح الاقتصادي، وهو ما ينعكس في النهاية بتقلبات شديدة في معدلات النمو الاقتصادي، وارتفاع البطالة<sup>1</sup>.

في نهاية هذا العرض لأنظمة الربط الصارم لسعر الصرف والتي تشمل كل من الاتحادات النقدية، الدولة ومجالس العملة يمكن القول أن الهدف الرئيسي من وراء اختيار البلدان لمثل هذه النظم هو الوصول إلى درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية، من خلال اعتماد سعر صرف غير ثابت وغير قابل للتعديل. إلا أن ما يؤخذ على هذا الربط الصارم هو تخلي البنك المركزي في ظلّه عن استقلالية سياسته النقدية، لأنه لايمكّك سعر صرف قابل للتعديل عندما يحتاج الاقتصاد لذلك، كما أن معدلات الفائدة المحليّة ترتبط آليا بتلك السائدة في بلد عملة التثبيت ولا يمكن أن تحيد عنها، حتى يستمر نجاح عملية الربط ولا يتعرض للضغوط نتيجة تدفقات رأس المال.

<sup>1</sup> David Kboundour-Castéras, Op.Cit. , p.2.

## الفرع الثاني: الأنظمة الوسيطة في إدارة سعر الصرف

إذا كانت أنظمة الربط الصارم تقوم على الالتزام بسعر صرف غير قابل للتعديل من قبل السلطات النقدية، فإن أنظمة الصرف العائمة (أو الحرة) يحدّد فيها سعر الصرف بكل حرية في سوق الصرف وليس هناك أي التزام فيما يخص سعر الصرف. وبين هاذين النوعين من أنظمة إدارة سعر الصرف يوجد نظام ثالث يطلق عليه بالأنظمة الوسيطة.

### 1. تعريف أنظمة الصرف الوسيطة (الربط الرخو لسعر الصرف)

يمكن تعريف هذه النظم على أنها "أشكال لإدارة سعر الصرف بموجبها تحتفظ العملة بقيمة مستقرة إزاء عملة التثبيت أو سلة من العملات إما في نطاق ضيق ( $\pm 1\%$ ) أو في نطاق واسع ( $\pm 30\%$ )، مع تحرك الربط في بعض الحالات نحو الأعلى أو الأسفل مع مرور الوقت، ويعتمد ذلك على تباين معدلات التضخم عبر البلدان"<sup>1</sup>.

في ظل تبني هذه الترتيبات الوسيطة يتم تحديد قيمة تعادل مرجعية (السعر المركزي) ما بين العملة الوطنية وعملة أجنبية (أو سلة عملات) ويلتزم البنك المركزي بهذه القيمة لمبادلة عملته. ويظل البنك المركزي متأهباً للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت، حيث يميز غالباً بين نوعين من أشكال التدخل وهما<sup>2</sup>:

- التدخل المباشر في سوق الصرف: عندما يتعد سعر الصرف في السوق عن قيمته المرجعية يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف من خلال شراء العملة الوطنية في حال تراجع قيمتها، وبيعها في حالة تحسّن قيمتها.

- التدخل غير المباشر: عبر الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، فإذا أراد دعم سعر الصرف ماعلى البنك المركزي سوى رفع سعر الفائدة على العملة، الأمر الذي يجعل المستثمرين الباحثين عن عوائد أعلى يزدون طلبهم عليها مايرفع من قيمتها. والعكس تماماً إذا ما أراد خفض سعر الصرف. كما توجد أشكال أخرى للتدخلات غير المباشرة كفرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي، أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى.

### 2. أنواع أنظمة الصرف الوسيطة

تشمل الأنظمة الوسيطة حسب تصنيف صندوق النقد الدولي أربعة أنواع يمكن استعراضها فيمايلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> مارك ستون وآخرون، المرجع السابق، ص.42.

<sup>2</sup> روبا دوتاغوبتا، غيلدا فيرنانديز، سيم كاراكاداغ، "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية، عدد 38، صندوق النقد الدولي، 2005، ص ص.2-3.

<sup>3</sup> Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, Op.Cit., p.15.

## 1.2. ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت

في هذه الأنظمة فإن العملة المحلية يتم ربطها بحكم القانون أو الواقع على أساس سعر ثابت إلى عملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع وجود مجال للانحراف عن هذا السعر الثابت المركزي من أجل إعادة التوازن للميزان التجاري، حيث يسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن  $\pm 1\%$  حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره  $2\%$  لمدة ثلاثة أشهر على الأقل.

والسؤال المطروح هنا هو كيف يتم الاختيار بين الربط إلى عملة واحدة أو الربط إلى سلة عملات؟ وللإجابة على هذا السؤال لابد من معرفة مزايا ومساوئ هاذين النوعين من الربط الثابت.

### 1.1.2. الربط إلى عملة بلد آخر

في ظل هذا النظام يحافظ البنك المركزي على سعر صرف ثابت تجاه عملة بلد آخر يطلق عليه اسم بلد عملة الربط (أو التثبيت). ويتم اختيار هذه العملة إذا كانت هناك درجة تركيز كبيرة للمعاملات التجارية أو المالية مع بلد عملة الربط، أي أن هناك شريك تجاري مسيطر يستحوذ على أكثر من  $50\%$  من المعاملات التجارية مع هذا البلد وعليه من الأفضل ربط سعر الصرف إلى عملة هذا الشريك بغرض تثبيته ومن ثم استقرار المعاملات التجارية بينهما. كما تعتبر المديونية الخارجية عاملاً مهماً في تحديد بلد عملة الربط، فكلما كانت الديون الخارجية مقومة بعملة أجنبية واحدة في مجملها (كالدولار الأمريكي مثلاً) كان من الأفضل الربط إلى هذه العملة، بغرض تثبيت سعر الصرف ومن ثم ثبات قيمة الديون الخارجية. ولعل أهم منافع الربط إلى عملة واحدة هي كونه نظام بسيط وشفاف يسمح بتسهيل عملية المقارنة بين الأسعار والمعاملات<sup>1</sup>.

من أمثلة البلدان المطبقة لسياسة الربط إلى عملة بلد آخر نجد المملكة العربية السعودية حيث إن الريال السعودي يرتبط بالدولار الأمريكي عند  $3.75$  ريال للدولار الواحد منذ عام  $1986$ . وقد جاءت سياسة ربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي كنتيجة موضوعية لوضع اقتصاد المملكة العربية السعودية الذي يعتمد بشكل أساسي وكبير على النفط والمنتجات البتروكيماوية المصدرة للخارج التي يتم تسعيرها وتقييمها بالدولار الأمريكي، يضاف إلى ذلك أن معظم الواردات السعودية من الولايات المتحدة وغيرها مقومة في الغالب بالدولار الأمريكي<sup>2</sup>.

إلا أن ما يؤخذ على سياسة الربط إلى عملة بلد آخر هو أن تذبذبات سعر صرف هذه الأخيرة مقابل العملات الرئيسية الأخرى طبقاً لقوى العرض والطلب سينتج عنه تذبذبات العملة

<sup>1</sup> Hanen Gharbi, Op.Cit, p.5.

<sup>2</sup> مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2009، ص.152.



المحلية تجاه نفس هذه العملات. فمثلا تحسّن قيمة عملة بلد الربط سيؤدي إلى تحسّن قيمة العملة المثبتة إليها ومن ثم تدهور قدرتها التنافسية الخارجية. وأحسن دليل على ذلك هو الدور الذي لعبه الدولار الأمريكي في حدوث الأزمة المالية الآسيوية لعام 1997، حيث أن تحسّن قيمته بنسبة 25% ما بين جانفي 1995 وأفريل 1997 أدى إلى تحسّن قيمة العملات الآسيوية المرتبطة به، ومن ثم تراجع صادراتها وتزايد الاختلالات التي عرفتتها الحسابات الجارية لهذه البلدان<sup>1</sup>.

### 2.1.2. الربط إلى سلة من العملات

في هذا النظام يحافظ البنك المركزي على سعر صرف ثابت مقابل سلة تضم عملات أهم الشركاء التجاريين أو الماليين. ويتم اللجوء إلى هذا الربط في حالة عدم تركيز المعاملات التجارية مع شريك واحد فقط، وإنما وجود عدة شركاء، وكل واحد منهم له حصة أو وزن معين في السلة يطلق عليه معامل الترجيح. يضاف إلى ذلك أنه كلما كانت المديونية الخارجية مقومة بعدة عملات أجنبية، كان من الأفضل تبني نظام الربط إلى السلة بدلا من الربط إلى عملة واحدة فقط، وذلك من أجل استقرار قيمة الدين الخارجي. وينقسم الربط إلى سلة عملات إلى نوعين وهما<sup>2</sup>:

- الربط بسلة مرجحة ذاتيا: بمقتضاها يكون البلد حرا في اختيار تركيبة ووزن العملات المشكّلة للسلة بشكل ذاتي، وعدم التصريح بها علنا، حيث لا يُكشف عن العملات المختارة ومعامل الترجيح الممنوح لها في السلة، وهذا سيسمح له بتغيير سعر الصرف أو الحد من تقلباته أو تركه يتقلّب دون أي التزام من طرفه.

- الربط إلى سلة مرجحة دوليا: في هذه الحالة يلتزم البلد بتبني مرجعية سلة من العملات دون أن تكون له الحرية في اختيار العملات المكونة لها ومعاملات الترجيح الممنوحة لها، والحديث هنا هو عن الربط إلى سلة "وحدة حقوق السحب الخاصة" لصندوق النقد الدولي، التي أنشأها عام 1969 لتكون أصلا احتياطيًا دوليًا، حيث تتشكل هذه الوحدة من العملات التالية<sup>3</sup>: الدولار، اليورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، واليوان الصيني. ويستحوذ الدولار الأمريكي على أكبر وزن فيها كما تتم مراجعة هذه الأوزان بشكل دوري. وتتمتع هذه الوحدة بقدر كبير من الاستقرار لا تتمتع به أية عملة أخرى، لكونها لا تتبع دولة محددة وبالتالي لا تتأثر بأدائها

<sup>1</sup> Agnès-Bénassy Quéré, Loic cadiou, "Le Dollar responsable mais pas coupable", **Journal Le Monde**, 30 Septembre 1997, p.7.

<sup>2</sup> مفلح بن علي بن مفلح الشغيثري، "سياسة الربط بسلة عملات مرجحة ذاتيا: تجربة مقترحة لسعر صرف الريال السعودي"، مجلة دراسات اقتصادية: السلسلة العلمية لجمعية الاقتصاد السعودية، المجلد الثاني، العدد3، 1420هـ، ص ص. 79-92.

<sup>3</sup> صندوق النقد الدولي، "حقوق السحب الخاصة"، صحيفة الوقائع، متاحة على الموقع الإلكتروني التالي: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (تاريخ الاطلاع:2014/4/22).

الاقتصادي، أو وضعية ميزانها التجاري. فالتقلبات في أسعار صرف العملات الأساسية المكونة لها غالبا ما تكون متقابلة وبالتالي لا تنعكس في قيمة وحدة حقوق السحب الخاص<sup>1</sup>.

إن الميزة الأساسية لمرجعية سلّة العملات بشكل عام هو قدرتها على تثبيت سعر الصرف الاسمي الفعلي\*، حيث أن تأثير التقلبات بين العملات (تقلبات الأسعار المتقاطعة) لن تؤثر إلا في حدود الأوزان النسبية لهذه العملات في سلّة الربط، فارتفاع قيمة عملة في السلّة سيقلبه تراجع عملة أخرى ما يساعد على الرقابة على توازن سعر الصرف واستقراره، وبالتالي عزل الاقتصاد عن الاضطرابات الناشئة عن التقلبات في الأسعار المتقاطعة بين العملات الرئيسية ولاسيما الضغوط التضخمية ذات المصدر الخارجي، ومن ثم الحد من انحراف سعر الصرف الحقيقي الفعلي الذي يعتبر مفتاح القدرة على المنافسة في الأسواق الدولية<sup>2</sup>.

بالمقابل فإن اختيار نظام السلّة كأداة لربط سعر الصرف ينطوي على بعض التكاليف أهمها التكلفة المؤسسية والتنظيمية المتعلقة بتطوير قاعدة بيانات يمكن بواسطتها الإعلان اليومي عن القيمة السوقية لسعر صرف العملة المحلية بدلالة هذه السلّة والعملات المكونة لها من أجل تلبية حاجة التعامل في أسواق السلع والخدمات<sup>3</sup>. يضاف إلى ذلك افتقاد هذا النظام للشفافية، حيث أن تركيبة ووزن العملات المشكّلة للسلّة لا يتم التصريح بها علنا، فمثلا الصين وفي إطار التطورات الحديثة لسياسة سعر الصرف فيها فقد اختارت ربط سعر صرف "اليوان" إلى سلّة من أحد عشر عملة دون الكشف عنها وعن ترجيحاتها، والذي كان عاملا رئيسيا في احتدام التوتر مع الولايات المتحدة الأمريكية التي اتهمت الصين بتعمد الإبقاء على سعر منخفض لليوان وبصورة مصطنعة سمح لها بتحقيق فائض تجاري ضخم، ومطالبة الولايات المتحدة للسلطات الصينية بإعادة تقييم سعر صرفها<sup>4</sup>. كما أن الربط إلى سلّة وحدة حقوق السحب الخاص يتأثر بالوزن الكبير الممنوح لعملة الدولار في السلّة (44%) وهي نسبة معتبرة جدا، ما يعني أن احتساب قيمة حقوق السحب

<sup>1</sup> ملحق تقرير صندوق النقد الدولي، "آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى: قضايا مختارة"، أكتوبر 2008، ص.77.

\* يعبر سعر الصرف الاسمي الفعلي عن متوسط التغير في سعر الصرف الاسمي لعملة ما بالنسبة لعدة عملات أخرى في فترة زمنية ما، أي أنه يساوي متوسط عدة أسعار صرف اسمية ثنائية. ولحسابه لا بد من توفر أسعار الصرف الاسمية الثنائية للبلد المحلي مع أهم باقي عملات البلدان الأخرى التي يتعامل معها تجاريا، وكذا حصة كل بلد من تجارته. للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع أنظر:

Bahmani-Oskooee, M., "Real and nominal effective exchange rates for 22 LDCs: 1971I- 1990IV", *Applied Economics*, 27, 1995, pp.591- 604.

<sup>2</sup> ملحق تقرير صندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص.78.

<sup>3</sup> مفلح بن علي بن مفلح الشغيثري، المرجع السابق، ص.87.

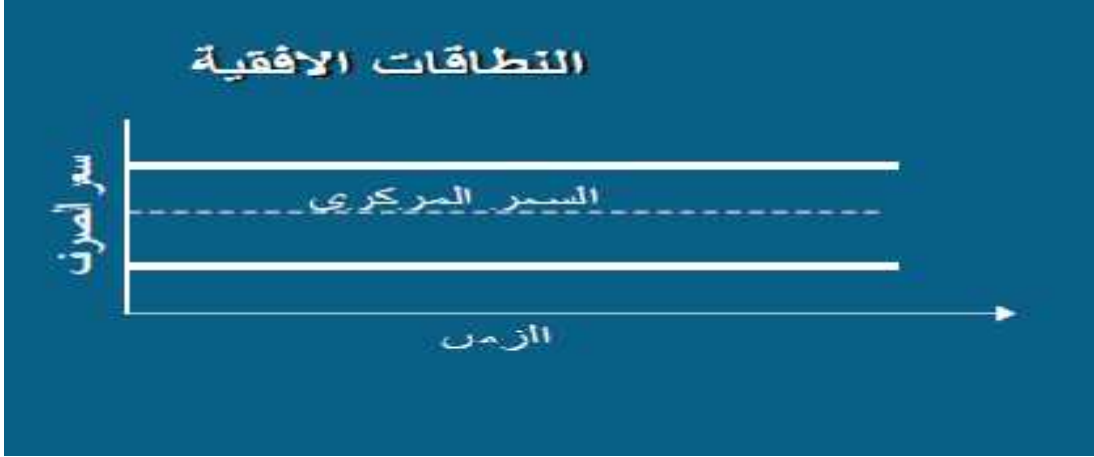
<sup>4</sup> Jeffrey Frankel, Shang-Jin Wei, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights", *NBER working paper*, N°14016, 2008, p.3.

الخاصة سيتأثر لامحالة باتجاهات الدولار الأمريكي صعودا أو هبوطا ومن ثم تتأثر أسعار صرف العملات الوطنية المرتبطة بها. وبعبارة أخرى ستكون سياسة سعر الصرف رهينة للتحركات اليومية للدولار مقابل وحدات حقوق السحب الخاصة.

## 2.2. أسعار الصرف المربوطة في ضمن نطاقات تقلب أفقية (Horizontal Bands)

في هذا الترتيب يحافظ البنك المركزي على قيمة العملة ضمن نطاق تقلب معن سلفا لا يقل عن  $\pm 1\%$  حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من  $2\%^1$ . ويتم تحقيق ذلك من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات<sup>2</sup>. ويمكن تمثيل آلية سير هذا النوع من الربط بيانيا كمايلي:

الشكل (01-02): أسعار الصرف المربوطة في ضمن نطاقات تقلب أفقية



Source: Bassam kamar, "La Gestion du taux de change ou le ciblage du taux de change réel d'équilibre", Conférence a la Banque Centrale de la Tunisie, 27 Septembre 2012, p.6.

من مزايا هذا النظام أنه يوفر قدرا محدودا من المرونة في تنفيذ السياسة النقدية تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب، بحيث تتباين درجة الالتزام الرسمي بنطاقات التقلب عبر البلدان. ومن أمثلة الدول المطبقة لهذا النوع من الربط: الدانمارك 1990، جمهورية التشيك (1995-1997)، آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي تم تعويضها لاحقا بآلية سعر الصرف الأوروبية الثانية في الأول من جانفي 1999.

## 3.2. نظم الربط المتحرك (Crawling Pegs)

تسمى كذلك بنظم الربط الزاحف، وتعرف على أنها قيام البنك المركزي بتعديل قيمة العملة تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.3.

<sup>2</sup> عبد العلي جيبلي، فيتالي كرامارنكو، المرجع السابق، ص.4.

التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات"<sup>1</sup>. ويمكن تمثيل هذه النظم بيانيا كإيلي:  
الشكل (01-03): نظم الربط المتحرك.



Source: Bassam kamar, "La Gestion du taux de change ou le ciblage du taux de change réel d'équilibre", Conférence a la Banque Centrale de la Tunisie, 27 Septembre 2012, p.7.

يتمثل الهدف الأساسي من وراء هذه التخفيضات الصغيرة والمستمرة لسعر الصرف الاسمي في محاولة منع أي تحسن في قيمة سعر الصرف الحقيقي قد يؤدي إلى تدهور التنافسية الدولية. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بهذه السياسة عبر البلدان، حيث يمكن التمييز بين نوعين لهذا الترتيب (كما يوضحه الشكل أعلاه) وهما<sup>2</sup>:

### 1.3.2. الربط المتحرك المعن سلفا (على أساس استشرافي)

في هذا النوع من الربط المتحرك يتم تعديل سعر صرف دوريا بشكل طفيف وبمعدل ثابت معن سلفا و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة. حيث يكون التخفيض في سعر الصرف ضعيفا ومساويا للفروق ما بين معدل التضخم المحلي (المتوقع والمستهدف) وتوقعات التضخم الأجنبي، مع مراعاة تقليص معدل التخفيض تدريجيا.

والهدف من هذا الترتيب هو المساعدة في تثبيت معدل التضخم من خلال مواجهة حالة التوقعات التضخمية المستمرة والمتصاعدة وتوجيهها نحو الانخفاض، وذلك عبر استخدام سعر الصرف كركيزة اسمية يسمح بإحداث التوافق بين المعروض النقدي الاسمي والطلب الاسمي المتزايد على النقد الذي يحفز عليه تضاعف الأسعار. ومن الدول الرائدة في تطبيق هذا النظام دول أمريكا اللاتينية وذلك لمواجهة معدلات التضخم المرتفعة التي تقشت فيها خلال سبعينيات القرن العشرين.

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.3.

<sup>2</sup> Hanan Gharbi, Op.Cit., pp.4-5.

### 2.3.2. الربط المتحرك كدالة للتضخم (على أساس استرجاعي)

في ضوء هذا النوع من الربط المتحرك يتعدل سعر الصرف تلقائياً لاستبعاد أثر التضخم، حيث يتم تعديل سعر الصرف الاسمي من طرف البنك المركزي تعديلاً دورياً طفيفاً استجابة للتغيرات في فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة. ويعكس هذا الربط الصيغة النسبية لتكافؤ القوة الشرائية التي تبحث في المستوى التوازني الذي سيكون عليه سعر الصرف بعد تعرض الاقتصاد الوطني إلى تضخم مفرط إلى حد ما، حيث أن كل تغيير نسبي في الأسعار المحلية أو الأجنبية لا بد أن يرافقه تغيير نسبي في سعر الصرف، وهذا طبعاً من أجل الحفاظ على ثبات سعر الصرف الحقيقي، ومن وراء ذلك الحفاظ على القدرة التنافسية للبلد في الأسواق الدولية. وقد تبنت هذا النظام عدة دول مثل: التشيلي (1990-1998)، كولومبيا (1990-1998).

يكن الفرق الأساسي بين النوعين السابقين في أن الربط المتحرك على أساس استرجاعي هو إستراتيجية أكثر مرونة في إدارة سعر الصرف مقارنة بالربط على أساس استشرافي، لأن البنك المركزي لا يلتزم فيه بأي مسار مُحدّد سلفاً للانخفاض في سعر الصرف. فأحياناً قد تحتاج السلطات النقدية لتخفيض سعر الصرف بأكثر من تباين معدلات التضخم بهدف إحداث انخفاض في سعر الصرف الحقيقي تعتبره السلطات ضرورياً للاقتصاد.

### 4.2. أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب متحركة (Crawling Bands)

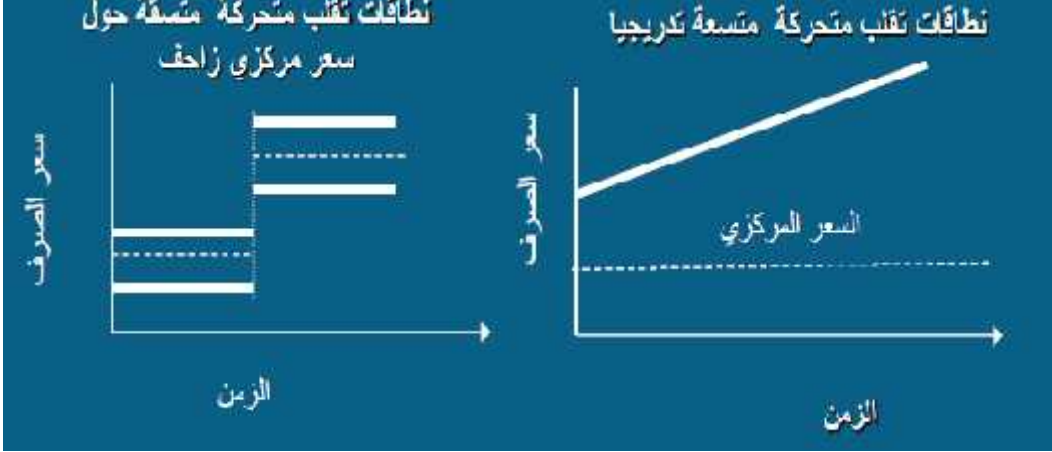
وفقاً لهذا الترتيب يحافظ البنك المركزي على قيمة العملة من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات، ضمن هامش للتقلب لا تقل عن  $1\% \pm$  حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من  $2\%$ ، مع تعديل السعر المركزي أو هامش التقلب دورياً بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. وبعبارة أخرى يعلن البنك المركزي سلفاً معدلاً دورياً لخفض سعر الصرف المركزي في شكل رقم ثابت أو دالة للتضخم مع المحافظة على سعر الصرف ضمن نطاقات تقلب معلنة سلفاً تدور حول السعر المركزي، وهذا النطاقات يتم تغييرها دورياً، بهدف تجنب اختلال التعادل في سعر الصرف أو الحد منه، والذي يكون ناتجاً بالأساس من تراكم فوارق التضخم الموجبة مقارنة بأهم الشركاء التجاريين<sup>1</sup>.

تتباين درجة الالتزام الرسمي بهذه السياسة عبر البلدان، حيث تكون درجة المرونة في سعر الصرف ومن ثم درجة استقلالية السياسة النقدية دالةً لاتساع نطاق التقلب، وهنا يمكن التمييز بين نوعين لأسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات التقلب المتحركة وهما:

<sup>1</sup> روبا دوناغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.4.

- النطاقات المتمسقة حول سعر مركزي زاحف؛
  - النطاقات التي تتسع تدريجياً بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى.
- والشكل الموالي يوضح النوعين السابقين:

الشكل (01-04): أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب متحركة



Source: Bassam kamar, "La Gestion du taux de change ou le ciblage du taux de change réel d'équilibre", Conférence a la Banque Centrale de la Tunisie, 27 Septembre 2012, p.7.

### 3. منافع وتكاليف الأنظمة الوسيطة

يمكن تلخيص أهم منافع وتكاليف أنظمة الصرف الوسيطة في مايلي<sup>1</sup>:

- من جانب المنافع تسهم هذه الأنظمة في تكريس أداة تثبيت اسمية راسخة لمواجهة توقعات التضخم من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف للحفاظ على سعر الصرف ضمن نطاق التقلب المسموح به. وبالتالي توفر هذه الأنظمة درجة محدودة من مرونة واستقلالية السياسة النقدية في مواجهة الصدمات التي تصيب الاقتصاد لأنها تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبياً.

- من جانب التكاليف فإن ما يؤخذ على هذا النظام هو عرضته لأزمات العملة نتيجة صعوبة الحفاظ على سعر الصرف ثابت وقابل للتعديل وسياسة نقدية مستقلة تماماً في ظل الاتجاه نحو الاندماج العالمي وتحرير حساب رأس المال. وهذا ما أوضحت تجارب العديد من الاقتصاديات الناشئة (المكسيك، دول جنوب شرق آسيا، البرازيل، روسيا، تركيا) خلال التسعينيات، حيث تعرضت لهجمات المضاربين (ضغوط البيع الحادة للعملة)، وأجبرت على التخلي عن الأنظمة الوسيطة والتحول سواء إلى ربط صارم لسعر الصرف، أو إلى التعويم الذي يلغي الحاجة إلى الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف. فعلى سبيل المثال استنفدت "تاييلاند" احتياطاتها الدولية في الدفاع عن عملتها "الباهت" واضطرت إلى تخفيضها في جويلية 1997.

<sup>1</sup> مارك ستون، المرجع السابق، ص.42.

## الفرع الثالث: أنظمة سعر الصرف المعمومة

بالإضافة إلى أنظمة الربط الصارم والأنظمة الوسيطة يوجد نوع ثالث وأخير لأشكال إدارة سعر الصرف يطلق عليه أنظمة سعر الصرف المعمومة، والتي سنحاول التعرف عليها في مايلي:

### 1. تعريف وأنواع أنظمة التعويم

أنظمة سعر الصرف المعمومة هي الشكل الأكثر مرونة لأشكال إدارة سعر الصرف حيث يتحدد سعر الصرف بكل حرية في سوق الصرف وفقا لقوى العرض والطلب. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بهذه السياسة بين البلدان، حيث يمكن التمييز بين نوعين من التعويم وهما<sup>1</sup>:

#### 1.1. التعويم الموجه بدون مسار معن سلفا لسعر الصرف

يطلق على هذا النظام أيضا مصطلح "التعويم غير النظيف"، حيث تسعى السلطة النقدية في ضوء هذا الترتيب إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف مُحدّد سلفا لهذا التأثير. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية.

يتميز هذا النظام بأنه إدارة لسعر الصرف تعتمد على حرية تقدير السلطات النقدية بحيث أن البنك المركزي لا يعلن عن أي قاعدة للتدخل ولا سعر الصرف المستهدف الوصول إليه وبالتالي لا يلتزم بأي هدف لسعر الصرف، ولكنه يُخفّف من حدة تأثير تذبذباته من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي (من خلال مشتريات أو مبيعات النقد الأجنبي مقابل العملة المحلية)، أو استخدام السياسة النقدية للتأثير على تطور سعر الصرف بتحديد سعر الفائدة على تسهيلات. كما تقوم بعض البنوك المركزية بتوجيه سعر الصرف لحماية القدرة التنافسية على المدى المتوسط<sup>2</sup>.

#### 2.1. التعويم الحر

يُطلق عليه أيضا مصطلح "التعويم المستقل أو النظيف" حيث يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق بالدرجة الأولى، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديد مستوى معين له<sup>3</sup>. وبالمقابل هناك بعض الدول التي تتبنى التعويم المستقل وغالبا ما لا تتدخل مطلقا في سوق الصرف مثل: نيوزيلندا، السويد، أيسلندا، الولايات المتحدة، دول منطقة اليورو.

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.4.

<sup>2</sup> Hanan Gharbi, Op.Cit., p.15.

<sup>3</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.4.

## 2. منافع وتكاليف أنظمة التعويم

### 1.2. المنافع: تتمثل أهم منافع تعويم العملة في مايلي<sup>1</sup>:

- أنها توفر للبلدان ميزة الإبقاء على سياسة نقدية مستقلة حيث يحدد البنك المركزي أهداف سياسته النقدية بالاستناد لاعتبارات محلية. يضاف لذلك المكاسب الناجمة للبنك المركزي من الربح الناجم من فرق تكلفة صك العملة وقيمتها (Seignorage)، وأيضاً إمكانية قيامه بدوره كملجأ أخير للإقراض.

- وجود آلية تعديل تلقائية لميزان المدفوعات: فعندما يكون ميزان المدفوعات في حالة فائض تتحسن قيمة العملة نتيجة زيادة الطلب عليها وبالتالي تتدهور القدرة التنافسية وهذا سيسمح بتقليص الفائض وتصحيح اختلال التوازن، والعكس صحيح في حالة كون ميزان المدفوعات عاجز حيث يقل الطلب على العملة المحلية وبالتالي تنخفض قيمتها وهو ماينتج عنه تحسن القدرة التنافسية وزيادة الصادرات ومن ثم تصحيح الاختلال (العجز) في ميزان المدفوعات.

- يسمح التعويم بتجاوز الصدمات التجارية: فمرونة نظام الصرف تساعد الاقتصاد بالتكيف مع الصدمات الخارجية، حيث أن التحركات في سعر الصرف الاسمي تترجم بتغيرات في سعر الصرف الحقيقي وبالتالي فإن انخفاض سعر الصرف يمتص أو يعوض جزئياً التأثير السلبي للصدمة. فعند حدوث صدمة حقيقية سالبة فإن تراجع سعر الصرف سيخفض أسعار السلع القابلة للتبادل الدولي وبالتالي تتحسن تنافسيتها في نفس اللحظة التي انخفض فيها الطلب على هذه السلع مما يرفع من الطلب الخارجي عليها.

- تجنب حروب العملات والحماية التجارية: عبر استبعاد آثار التخفيض في سعر صرف عملة الدول التي تتبنى التعويم وبالتالي تجنب سباق التخفيض التنافسي.

- استخدام سعر الصرف العائم يقلص من الحاجة لحيازة احتياطات دولية. فأحد المشاكل الرئيسية التي كانت مطروحة للنقاش في ظل أي نظام نقدي دولي هو عدم كفاية الاحتياطات الدولية أو ما يسمى "مشكلة السيولة" والذي غالباً ما يكون مرتبطاً بقضية كمية الاحتياطات الدولية. فالمرونة المتزايدة لسعر الصرف تعتبر من بين الحلول الممكنة للتعامل مع مشكلة السيولة. فمن الناحية النظرية فإن نظام أسعار الصرف العائمة يلغي حاجة البلد لحيازة الاحتياطات الدولية والسبب في ذلك هو أن اختلالات المدفوعات سيتم تصحيحها بتحركات سعر الصرف<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> رونالد ماك دونالد، "سياسة أسعار الصرف وحروب العملات"، مجلس دبي الاقتصادي، ص 9-10. متاح على الموقع الآتي:

<http://www.dec.org.ae/ar/resources/details.aspx?id=98> (تاريخ الاطلاع: 2014/10/12).

<sup>2</sup> Mohsen Bahmani-Oskooe & Margaret Malixi, "Effects of exchange rate flexibility on the demand for international reserves", *Economics Letters*, 23, 1987, pp. 89-93



## 2.2. تكاليف تعويم العملة

يمكن حصر أهم التكاليف المترتبة على قرار تعويم العملة في مايلي:

- إدخال عنصر الشك وعدم اليقين إلى عالم الأعمال لاسيما في مجالي التجارة والاستثمار بسبب التقلبات المفردة لسعر الصرف ماثوثر سلبا على الاستثمار والنمو الاقتصادي؛
- أنظمة التعويم هي مصدر للتضخم المستورد: حيث تعتبر تحركات سعر الصرف أحد العوامل الرئيسية المفسرة للضغوط التضخمية في الاقتصاديات المفتوحة على الخارج، إذ غالبا ما يرافق تدهور قيمة العملة ارتفاع في تكلفة المستوردات من السلع والخدمات التي تكون مؤثر سعر المستهلك، وهي الظاهرة التي يطلق عليها الاقتصاديون تسمية "أثر انعكاس سعر الصرف" (Exchange Rate Pass-Through)؛

- نجاح تعويم العملة مرهون بمدى وجود سوق صرف أجنبي وأسواق مالية أخرى تكون عميقة بالقدر الكافي لامتناس الصدمات بدون إحداث تغييرات كبيرة في سعر الصرف، وكذلك مدى توافر الأدوات المالية اللازمة لتغطية المخاطر التي يطرحها تقلب سعر الصرف<sup>1</sup>. وهو ما يفسر الصعوبات التي تواجهها الكثير من البلدان النامية للوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح بالنظر لعدم نضج أسواقها المالية والنقدية.

في ختام هذا المطلب لابد من الإشارة إلى أن التقسيم السابق لأنظمة إدارة سعر الصرف المرتكز على تقلبات سعر الصرف الاسمي لا يحظى بالإجماع بين الاقتصاديين، لأنه ليس بالأمر السهل الفصل بين المرونة والثبات في أسعار الصرف. فقد يكون نظام الصرف الممارس من الأنظمة الوسيطة، ولكنه يتمتع بالمرونة الكافية التي تسمح بتصنيفه ضمن أنظمة الصرف العائمة، أو قد يكون أشد صرامة ليصنف ضمن الأنظمة الثابتة، ومن هنا ظهرت ما يسمى بالتصنيفات القانونية والواقعية لنظم الصرف التي سيتناولها المطلب الموالي.

### المطلب الثاني: التصنيفات القانونية والواقعية لأنظمة إدارة سعر الصرف

نظرا للاختلاف الملاحظ بين ما تصرح به البلدان كنظام للصرف فيها، وما تمارسه فعليا على أرض الواقع فقد استحدثت الأدبيات الاقتصادية تصنيفين لأنظمة الصرف هما: التصنيف بحكم القانون (De jure) المرتكز على تصريحات البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، والتصنيف بحكم الواقع (De facto) القائم على الممارسات الفعلية لنفس تلك البلدان، والذي شرع الصندوق في تبنيه ابتداء من عام 1999 بالاستناد إلى تقييم موظفيه وبناء على المعلومات المتاحة، كما ظهرت أبحاث مستقلة من خارج الصندوق لتصنيف نظم الصرف بحكم الواقع-

<sup>1</sup> مارك ستون، وآخرون، المرجع السابق، ص.42.

وأشهرها: تصنيف (Reinhart & Rogoff, 2003) وتصنيف (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2005) حيث أنه غالباً ما توضح المقارنة بين النظم القانونية والواقعية عدداً كبيراً من الفروق، وهو ما يحاول هذا المطلب استعراضه بشيء من التفصيل.

### الفرع الأول: تصنيفات صندوق النقد الدولي

في إطار إشرافه على إدارة النظام النقدي الدولي، قام الصندوق باستحداث مدونة لتصنيف نظم إدارة سعر الصرف في البلدان الأعضاء فيه كانت في بادئ الأمر تركز فقط على تصريحاتها الرسمية (بحكم القانون)، وابتداءً من عام 1999 بدأ في إحصاء نظم سعر الصرف بحكم الواقع.

#### 1. التصنيف بحكم القانون (1975-1998)

يطلق على تصنيفات صندوق النقد الدولي لأنظمة سعر الصرف الرسمية للبلدان الأعضاء فيه، والتي تعكس نوايا وتعهدات السلطات الوطنية فيما يخص إدارة سياسة الصرف وأحياناً السياسة النقدية مصطلح "التصنيف بحكم القانون"، الذي يعده الصندوق ويقوم بنشره دورياً من خلال التقرير الذي يصدره منذ العام 1950 والموسوم "ترتيبات الصرف والقيود على الصرف" \* حيث يحصي التقرير التصريحات الرسمية حول سياسة الصرف والمدفوعات الدولية للبلدان الأعضاء في الصندوق<sup>1</sup>. وبالتالي يعتبر هذا المنشور المصدر الأساسي للمعلومات حول أنظمة الصرف بحكم القانون.

لقد اعتمد الصندوق في إعداد تصنيفه بحكم القانون خلال الفترة (1975-1998) بشكل مطلق على تقلبات سعر الصرف الاسمي الرسمي كميّار لتصنيف أنظمة الصرف للدول الأعضاء فيه، حيث يطلب منها خلال 30 يوم من انضمامها تحديد ترتيبات الصرف الممارسة فيها، وإعلامه بكل تغيير قد يحدث في نظام الصرف المعتمد مستقبلاً.

لقد عرفت مدونة الصندوق للتصنيف بحكم القانون لنظم إدارة سعر الصرف، تطورات ملحوظة مع الزمن إذ كانت تشمل فئتين عام 1974 ثم انتقلت إلى خمس فئات عام 1982 لتتخفص مجدداً إلى أربع فئات عام 1998 كمايلي:

- عام 1974: كان التصنيف يشمل فئتين وهما<sup>2</sup>: الفئة الأولى: المحافظة على سعر الصرف ضمن هامش ضيقة نسبياً مقابل كل من (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، مجموعة عملات، ومتوسط أسعار صرف عملات أهم الشركاء التجاريين). والفئة الثانية هي عدم المحافظة على سعر الصرف ضمن هامش ضيقة نسبياً.

\* عنوان المنشور باللغة الأصلية (الانجليزية) هو: Exchange arrangements and Exchange restrictions

<sup>1</sup> Lassana Yougbaré, Op.Cit., p.31.

<sup>2</sup> Ibid., p.33.

- عام 1982 انتقل التصنيف ليشتمل على خمس فئات وهي<sup>1</sup>: الربط إلى عملة واحدة، الربط إلى سلة عملات، المرونة المحدودة (آلية الصرف الأوروبي)، التعويم المدار، والتعويم الحر.

- خلال الفترة (1997-1998): تضمن التصنيف أربع فئات وهي<sup>2</sup>: الربط إلى عملة منفردة أو سلة عملات، المرونة المحدودة، التعويم الموجه، التعويم المستقل.

من أهم مزايا التصنيف بحكم القانون هو سهولة عملية إحصاء أنظمة الصرف نظرا لاعتماده على التصريحات الرسمية، وشموليته لعدد كبير من البلدان كما يتم تحديثه كل ثلاثة أشهر. إلا أن ما يؤخذ عليه هو عدم مطابقة الأقوال مع الأفعال، مثلما أكدت عليه دراسة (Calvo&Reinhart, 2002)<sup>3</sup> الموسومة "الخوف من التعويم" والتي حاول الباحثان من خلالها التركيز على الفروق الموجودة ما بين نظم الصرف التي تتبعها البلدان رسميا، وتلك التي تمارسها فعليا. فبعد انهيار نظم أسعار الصرف الثابتة في اقتصاديات الأسواق الناشئة خلال سنوات 1990، أعلنت العديد من البلدان (كالمكسيك مثلا) تبنيها ترتيبات صرف عائمة. ورغم أن البيانات الرسمية لصندوق النقد الدولي تبين حدوث تحول كبير نحو أنظمة التعويم الحر، إلا أن الباحثان يريان أن تصنيفات الصندوق بحكم القانون تعتبر مظلة، لأن العديد من البلدان التي صرحت بتعويم عملتها رسميا لم تلتزم بذلك على أرض الواقع خوفا من تأثير تقلبات سعر الصرف على اقتصادها. فبعد تحليل عينة ضمت أكثر من 150 بلداً، توصلت الدراسة إلى أن العديد من البلدان صرحت بتعويم عملاتها، ولكنها في الواقع تتبنى أسعار صرف أكثر استقراراً، وبالمقابل تم تسجيل تحركات هامة على مستوى احتياطات الصرف فيها وأسعار الفائدة فيها، باعتبارها أدوات تستخدمها للحفاظ على استقرار سعر الصرف. كما أوضح الباحثان بأن سعي هذه البلدان للحفاظ على استقرار سعر الصرف فيها مرده أن جزءا كبيرا من مديونيتها مقومة بعملات أجنبية، حيث تكون مجبرة على تثبيت عملتها بعملة الاقتراض للحفاظ على استقرار الدين الخارجي.

لتجاوز النقائص التي ميزت التصنيفات بحكم القانون لجأ صندوق النقد الدولي منذ العام 1999 إلى استحداث تصنيفات أكثر دقة أطلق عليها التصنيفات "بحكم الواقع" والتي من شأنها أن تعكس تقييما حقيقيا لنظام سعر الصرف في البلدان الأعضاء فيه.

## 2. التصنيفات بحكم الواقع (منذ 1999)

نظرا للاختلاف الملاحظ بين ماتصرح به البلدان كنظام للصرف فيها، وما تمارسه فعليا على أرض الواقع فقد شرع صندوق النقد الدولي ابتداء من جانفي 1999 في الإبلاغ عن نظم سعر

<sup>1</sup> بيتر ج. كويرك، "أنظمة الصرف ودورها في مكافحة التضخم"، التمويل والتنمية، المجلد 33، العدد 1، مارس 1996، ص. 44.

<sup>2</sup> Lassana Yougbaré, Op.Cit., p.33.

<sup>3</sup> Calvo G., Reinhart C., "Fear of floating", *Quarterly Journal of Economics*, No117, 2002, pp.379-408.

الصرف بحكم الواقع وذلك بالاستناد إلى تقييم موظفيه وبناء على المعلومات المتاحة<sup>1</sup>. فالتصنيف "بحكم الواقع" يتجاوز النوايا المعلنة للدول فيما يخص ترتيبات الصرف فيها إلى ما هو مطبق فعلياً. ولا تعتمد هذه التصنيفات على السلوك الملاحظ لسعر الصرف الاسمي فقط مثلما هو الحال في التصنيف بحكم القانون، بل تستخدم معلومات مكمّلة لتصريحات البلدان الأعضاء حول ممارسات الصرف فيها مثل: السياسة النقدية المنتهجة، النوايا الضمنية والمُصرّح بها للسلطات، تغيرات احتياطات النقد الأجنبي، معدلات الفائدة. وعلى عكس التصنيفات بحكم القانون التي تحصي التزامات السلطات فإن التصنيفات بحكم الواقع تتبع منهجاً تاريخياً مرتكزاً على المعطيات والسلوكيات الملاحظة لتصنيف أنظمة الصرف<sup>2</sup>. ووفقاً للتصنيف الجديد "بحكم الواقع" لصندوق النقد الدولي المعتمد منذ عام 1999 فهناك ثمانية أنواع لأنظمة سعر الصرف موزعة على ثلاث فئات كمايلي:

- نظم الربط المحكم أو عدم وجود عملة قانونية: الدولار/الاتحاد النقدي، مجلس العملة؛
  - النظم الوسيطة: ترتيبات تقليدية للربط الثابت، أسعار الصرف المربوطة في حدود نطاقات تقلّب أفقية، الربط المتحرك، أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلّب متحركة، التعويم الموجه بدون مسار معن سلفاً لسعر الصرف؛
  - نظم التعويم المستقل.
- من أشهر الدراسات التي أعدها صندوق النقد الدولي في إطار الإبلاغ عن أنظمة سعر الصرف بحكم الواقع دراسة (Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, 2002)<sup>3</sup>. وهي عبارة عن تقييم للمعلومات المتاحة حول ممارسات الصرف للبلدان الأعضاء في الصندوق على امتداد الفترة (1990-2001). حيث حاول الباحثان في هذه الدراسة الإبلاغ عن نظم سعر الصرف بحكم الواقع من خلال إعداد قاعدة بيانات شهرية لهذا الغرض. وقد توصلوا إلى أن هناك تراجعاً في عدد البلدان التي تتبنّى نظم الصرف الوسيطة (التي تعتبر سبباً مباشراً للعديد من أزمات العملة خلال عقد التسعينيات)، وبالمقابل هناك إقبال كبير نحو الترتيبات الأكثر مرونة أو الأكثر صرامة في إدارة سعر الصرف وخاصة بالنسبة للبلدان التي اندمجت بشكل كبير في الأسواق الدولية، وهو ما يؤكد ويدعم النظرة ثنائية القطب (Bipolar View) في اختيار نظم إدارة سعر الصرف التي تنص على أن أنظمة الربط الصارم لسعر الصرف وأنظمة التعويم هما الاختياران الوحيدان لاستراتيجيات إدارة سعر الصرف في ظل الوضع النقدي العالمي الراهن الذي يتميز بحركية عالية لرأس المال.

<sup>1</sup> مارك ستون، وآخرون، المرجع السابق، ص.42.

<sup>2</sup> Lassana Yougbaré, Op.Cit., pp.36-37.

<sup>3</sup> Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, Op.Cit., pp.6-7.

في إطار سعي صندوق النقد الدولي نحو المزيد من الموضوعية والشفافية في تصنيفه لمختلف نظم إدارة سعر الصرف للبلدان الأعضاء فيه، فقد تبني منذ 2 فيفري 2009 مدونة جديدة لأنظمة الصرف بحكم الواقع مبنية على أساس مدى مرونة الترتيب والسلوك الفعلي لسعر الصرف، وتتكون هذه المدونة من عشرة ترتيبات موزعة على أربع فئات كمايلي:

- الربط الصارم: يتكون من: ترتيبات بغير عملة قانونية مستقلة، مجلس العملة.
- الربط الرخو: يتضمن: الربط التقليدي، ترتيبات مستقرة، الربط المتحرك، ترتيبات شبيهة بالربط المتحرك، الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية.
- ترتيبات التعويم: وتشتمل على: التعويم، التعويم الحر.
- الترتيبات الباقية: تضم الترتيبات الموجهة الأخرى.

الجدول الموالي يلخص أهم أوصاف كل ترتيب من الترتيبات السابقة.

الجدول(01-01): تصنيف صندوق النقد الدولي-بحكم الواقع- لأنظمة إدارة سعر الصرف

نظام سعر الصرف	الأوصاف
1. الدولار/الاتحاد النقدي	تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية) أو أن يكون البلد عضوا في اتحاد نقدي يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة.
2. مجلس العملة	ينص القانون المنظم لهذا المجلس على سعر صرف ثابت وتتم تغطية نفود البنك المركزي (القاعدة النقدية) تغطية كاملة بالأصول الأجنبية.
3. ترتيبات تقليدية للربط	تشمل الربط إلى عملة أخرى أو إلى سلّة عملات، مع تحرك الربط إلى أعلى أو أسفل في نطاق ضيق يكون أقل من $\pm 1\%$ حول سعر تعادل مركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف الفوري ضمن هامش ضيق مقداره $2\%$ لمدة 6 أشهر على الأقل.
4. ترتيبات مستقرة	يظل سعر الصرف الفوري ضمن هامش مقداره $2\%$ لمدة 6 أشهر أو أكثر.
5. الربط المتحرك	تعدّل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة مثل: فروق معدلات التضخم بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة.
6. ترتيبات شبيهة بالربط المتحرك	تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب في هامش ضيق مقداره $2\%$ بالنسبة لاتجاه عام معرف إحصائيا لمدة ستة أشهر أو أكثر.
7. أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية	تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب ضمن هامش للتقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من $2\%$ .
8. التعويم	يحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق مع عدم إمكانية التنبؤ بمساره.
9. التعويم الحر	يحدد سعر الصرف وفق قوى السوق، وتكون التدخلات في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا تحدث بشكل متكرر وذلك من أجل تهدئة الأسواق المضطربة، مع تقديم السلطات معلومات وبيانات تؤكد أن التدخل محدود، ويكون على الأكثر ثلاثة مرات خلال ستة أشهر سابقة، وأن لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل.
10. الترتيبات الباقية	تستخدم هذه الفئة لتصنيف ترتيب سعر الصرف الذي لا ينسجم مع معايير تصنيف الفئات السابقة.

Source: IMF, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", 2013, pp 65 -67.

الجدول الموالي يوضح تطور ترتيبات الصرف بحكم الواقع للفترة (2008-2016) وفقا لتصنيف صندوق النقد الدولي.

الجدول(01-02): تطور ترتيبات الصرف بحكم الواقع للفترة(2008-2016)

(النسبة المئوية لعدد البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي في 30 أبريل من كل سنة )

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الربط الصارم	12.2	12.2	13.2	13.2	13.2	13.1	13.1	12.6	13
ترتيبات بغير عملة قانونية مستقلة	5.3	5.3	6.3	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	7.3
مجلس العملة	6.9	6.3	6.9	6.3	6.3	6.3	6.3	5.8	5.7
الربط الرخو	39.9	34.6	39.7	43.2	39.5	42.9	43.5	47.1	39.6
الربط التقليدي	22.3	22.3	22.3	22.6	22.6	23.6	23	23	229
ترتيبات مستقرة	12.8	6.9	12.7	12.1	8.4	9.9	11	11.5	9.4
الربط المتحرك	2.7	2.7	1.6	1.6	1.6	1	1	1.6	1.6
ترتيبات شبيهة بالربط المتحرك	1.1	0.5	1.1	6.3	6.3	7.9	7.9	10.5	5.2
الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية	1.1	2.1	1.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
ترتيبات التعويم	39.9	42	36	34.7	34.7	34	34	35.1	37
التعويم	20.2	24.5	20.1	18.9	18.4	18.3	18.8	19.4	20.8
التعويم الحر	19.7	17.6	15.9	15.8	16.3	15.7	15.2	15.7	16.1
الترتيبات الباقية -ترتيبات موجهة أخرى	8	11.2	11.1	8.9	12.6	9.9	9.4	5.2	10.4

Source : International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", October 2013, p.7.

يتضح من الجدول أعلاه أن تطور أنظمة الصرف على أساس الأمر الواقع قد عرف اتجاهات متباينة، ففي الوقت الذي شهدت أنظمة الربط الصارم ارتفاعا طفيفا ما بين 2008 و 2016 فإن أنظمة الربط الرخو قد شهدت تطورا متذبذبا حيث استقرت عام 2016 في حدود 39.6 % . وبالمقابل فإن تطور أنظمة التعويم أظهر تراجعا في إقبال البلدان عليها حيث انتقلت من 39.9 % عام 2008 لتصل إلى 37 % عام 2016.

إلى جانب المدخل المعدل من قبل صندوق النقد الدولي عام 1999 ثم عام 2009، فقد تم تطوير تصنيفات أخرى بحكم الواقع من خارج الصندوق جاءت على شكل أبحاث مستقلة، ولعل أشهرها هما:

- تصنيف: (Reinhart & Rogoff) (2003) ؛

- تصنيف: (Levy-Yeyati-sturzenegger) (2005).

وفي مايلي استعراض لهاذين التصنيفين:

## الفرع الثاني: تصنيف (Reinhart & Rogoff)

حاول الباحثان (كينث روجوف وكيرامن راينهارت) في دراسة لهما نشرت عام 2004<sup>1</sup> تصنيف أنظمة الصرف بحكم الواقع لعينة من البلدان شملت 153 بلداً للفترة الممتدة من عام 1946 إلى غاية 2001. حيث شمل تصنيفهما (الذي إصطلحا عليه "الطبيعي") كل أنظمة إدارة سعر الصرف بما في ذلك نظام تعدد أسعار الصرف\* المعتمد في بعض البلدان النامية.

### 1. منهجية تصنيف (R&R)

إعتمد الباحثان بشكل أساسي في عملية التصنيف على دراسة وتحليل سلوك سعر الصرف السوقي أو سعر الصرف الموازي في حالة البلدان التي تمارس الرقابة على الصرف، باعتبار أن هذا الأخير مؤشر جيد عن السياسة النقدية وسياسة الصرف المنتهجة، لأنه يتماشى مع التضخم بشكل جيد مقارنة بالسعر الرسمي فغالبا ما تستخدمه السلطات كمؤشر لإجراء أي تخفيض محتمل مستقبلا في قيمة عملتها. والهدف من استخدام البيانات الخاصة بأسعار الصرف الموازية بحسب الباحثين هو لاكتشاف ما إذا كان جزء كبير من صفقات العملات قد نفذ بأسعار متغيرة حتى في ظل أنظمة رسمية لتثبيت السعر.

بالمقابل لم يعتمد الباحثان في تصنيفهما على مؤشر احتياطات النقد الأجنبي وقد برر ذلك بأنها ليست دائما مؤشرا ذو دلالة واضحة حول تدخلات السلطات في سوق الصرف، فهناك أدوات أخرى تستخدم في التدخل فمثلا تستخدم البرازيل السندات المقومة بالدولار الأمريكي للتدخل في سوق الصرف، يضاف إلى ذلك إمكانية قيام السلطات بعدة عمليات مالية (كالمعاملات الآجلة) وكذا استخدام معدل الفائدة لرفع أو خفض قيمة العملة.

وترتكز منهجية تصنيف (راينهارت وروجوف) على تحليل وصفي معمق لنظام الصرف المتبع يشتمل على مجموعة من العناصر هي: سعر الصرف السوقي، السعر الموازي، عرض مفصل لتاريخ وتطور سياسة سعر الصرف لكل بلد حيث تتضمن هذا العرض: الإصلاحات النقدية وإصلاح نظام الصرف، تغيير العملة، تاريخ تبني نظام الصرف، تاريخ تغيير عملة الربط، تاريخ توحيد أنظمة الصرف إذا كانت متعددة، الرقابة على الصرف، علاوة السوق الموازي. حيث يتم

<sup>1</sup> Reinhart C., Rogoff K., "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.CXIX, February 2004, pp.1-48.

\* يقصد بنظام تعدد أسعار الصرف تطبيق بلد ما لعدة أسعار صرف ثابتة على معاملات مختلفة (معاملات الدولة والقطاع العام-

معاملات القطاع الخاص...)، كما يمكن لنظام التعدد أن يتضمن سعرا معوما. إلا أنه في السنوات الأخيرة قامت العديد من البلدان النامية

في إطار إصلاح نظم الصرف فيها بالتخلي عن نظام التعدد وتوحيد أسعار الصرف. للاطلاع بشكل أوسع راجع:

M.A. El-Erian, "Taux de changes multiples: l'expérience des pays arabes", **Finances et Développement**, No 4, 1994, pp.29-31.

الحصول على كل هذه المعلومات بالاعتماد على مصادر متنوعة وطنية ودولية. وبعد ذلك يتم إدراج كافة المشاهدات في أحد الأصناف الأربعة عشر الموضحة في الجدول الموالي:  
الجدول(01-03): أنواع أنظمة الصرف بحكم-الواقع-حسب تصنيف (Reinhart & Rogoff)

الفئة	نظام سعر الصرف
1	ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
2	ربط معن سلفا، أو ترتيبات مجلس العملة
3	نطاقات تقلب أفقية معن عنها سلفا، تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$
4	الربط بحكم الواقع
5	الربط المتحرك المعن عنه سلفا
6	نطاقات تقلب متحركة معن عنها سلفا تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$
7	الربط المتحرك بحكم الواقع
8	نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$
9	نطاقات تقلب متحركة معن عنها سلفا تكون أكبر من أو تساوي $\pm 2\%$
10	نطاقات تقلب متحركة بحكم الواقع تكون أقل من أو تساوي $\pm 5\%$
11	نطاقات تقلب متحركة تكون أقل من أو تساوي $\pm 2\%$ (تسمح بكل من التحسن والتراجع مع الزمن).
12	التعويم الموجه
13	التعويم الحر
14	العملات في سقوط حر Freely Falling (تخص البلدان ذات التضخم المرتفع بمعدل يفوق 40% سنويا)

Source : Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, Ethan Ilzetzki, Data base. 2008, p.5.

## 2. أهم نتائج تصنيف (R&R)

يمكن تلخيص أهم النتائج التي توصل إليها الباحثان (راينهارت وروغوف) في مايلي<sup>1</sup>:  
- أظهرت نتائج التصنيف وجود أنظمة تعدد أسعار الصرف والموازية في حوالي نصف أنظمة الصرف الثابتة الرسمية، حيث أن 45% من تلك البلدان التي تدعي الثبات في نظم صرفها كان لديها أسواق صرف موازية.  
- وجدت الدراسة أن حوالي 53% من البلدان التي شملها التصنيف تصرح بأنظمة مرنة وتنتهج في الواقع أنظمة التثبيت أو الربط المتحرك، في حين أن دولا أخرى تصرح رسميا بأنظمة صرف ثابتة لكنها تعتمد في واقع الحال أنظمة مرنة.

<sup>1</sup> Reinhart C., Rogoff K., Op.Cit., pp.37-40.



- توصل الباحثان إلى وجود كبير لأنظمة الصرف الوسيطة، حيث تحتل المرتبة الثانية بعد الأنظمة الثابتة في التصنيف بحكم الواقع للفترة (1991-2001)، في حين أن التصنيف بحكم القانون يظهر تراجعها مع الزمن.

- أظهرت الدراسة استخداما كبيرا لسعر الصرف العائم في إطار نظام تعدد أسعار الصرف سواء كانت رسمية أم لا.

- أبرزت نتائج تصنيف (R&R) أن البلدان التي لا تلتزم بأنظمة سعر الصرف الثابتة التي تعهدت بها هي المسيطرة.

- اتضح من خلال هذا التصنيف أن الأنظمة الرسمية للربط إلى سلّة من العملات (غير مصرح بتركيبتها وأوزانها) قد كانت في الواقع ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف على شكل تعويم مُوجّه، أو تعويم حر، أو الأنظمة التي تشهد سقوطا حرا (Freely Falling).

- بمقارنة تصنيف (R&R) مع تصنيف صندوق النقد الدولي يبرز بعض نقاط الاتفاق وبعض جوانب الاختلاف. فالأنظمة المصنفة بالطريقتين تختلف في أكثر من (2/1 حالة) خلال الفترة (1970-2001). فنظام الصرف الذي صنّفه صندوق النقد الدولي على أنه ثابت أو تعويم حر لم يصنف كذلك لدى تصنيف (R&R) إلا خلال نصف الفترة (1970-2001). كما أن كل نظام صرف ثابت رسمي من اثنين كان في الواقع حسب تصنيف (R&R) أكثر مرونة خلال الفترة (1950-2001). وبالمقابل مانسبته (10/6) من أنظمة سعر الصرف التي صرّح بها رسميا على أنها أنظمة ثابتة خلال الفترة (1974-1990)، لم تمثل في واقع الأمر سوى 10/3 حسب تصنيف (R&R).

- أكدت نتائج التصنيف وجود ظاهرة الخوف من التعويم، إذ أظهرت الدراسة تراجع لأنظمة التعويم بحكم الواقع، فبعدما كانت تمثل خلال الفترة (1974-1990) حوالي نصف التعويم الحر بحكم القانون أصبحت تمثل ثلثي التعويم الرسمي للفترة (1991-2001).

### الفرع الثالث: تصنيف (Levy-Yeyati & Sturzenegger)

حاول الباحثان (Levy-Yeyati & Sturzenegger) في دراسة لهما نشرت عام 2005<sup>1</sup> تصنيف أنظمة سعر الصرف المطبقة في 183 بلداً، وذلك خلال الفترة (1974-2000) ولكل سنة على حدى. حيث حاولت الورقة أن تقيس مدى التزام الدول التي أقرت نظم تعويم رسمية بأسعار صرف مستهدفة ضمناً، وذلك من أجل تعميق فهم ترتيبات نظم الصرف وقواعدها في العالم. وفي مايلي استعراض لمنهجية هذا التصنيف وأهم النتائج المتوصل إليها:

<sup>1</sup> Levy-Yeyati Eduardo, Federico Sturzenegger, "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs Words", *European Economic Review*, 49, 2005, pp.1603-1635.

## 1. منهجية تصنيف (LYS)

يعتبر الباحثان (Levy-Yeyati & Sturzenegger) من أنصار أدبيات "الخوف من التعويم"، حيث يعتقدان أن مؤيدي نظم تثبيت سعر الصرف على استعداد لبيع أو شراء العملة الأجنبية حسب سعر الصرف المعلن ومن ثم ستصبح احتياطاتهم الدولية شديدة التقلب بينما تستقر أسعار صرف عملاتهم. وبالمقابل يُحجم المنادون الحقيقيون بالتعويم عن التدخل في سوق الصرف، وبذلك تظل احتياطاتهم الدولية مستقرة حتى ولو تحرك سعر الصرف. وعليه فقد اعتمد الباحثان في تصنيفهم على المتغيرات الثلاثة التالية:

- التغيرات في معدلات الصرف الاسمية؛

- التقلب في تغيرات معدلات الصرف الاسمية؛

- التقلبات في الاحتياطات الدولية (الاحتياطي من الموجودات الأجنبية).

بعد جمع البيانات يتم إدراج كافة المشاهدات الخاصة بكل بلد ضمن أحد الأصناف الخمسة

التالية الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول (01-04): معايير تصنيف أنظمة الصرف حسب (LYS)

نظام الصرف	التغيرات في معدلات الصرف الاسمية	التقلب في تغيرات معدلات الصرف الاسمية	التقلبات في الاحتياطات الدولية
غير محسوم فيه (غامض)	ضعيف	ضعيف	ضعيف
تعويم	قوي	قوي	ضعيف
تعويم موجه	قوي	قوي	قوي
الربط المتحرك	قوي	ضعيف	قوي
ثابت	ضعيف	ضعيف	قوي

Source :Levy-Yeyati&Sturzenegger ,Op.Cit, p.8.

فيما يخص العملة المرجعية المستخدمة في حساب سعر الصرف الاسمي فقد اعتمد الباحثان العملة الرسمية لبلد التثبيت المصرح بها من قبل البلدان التي تتبنى أنظمة الصرف الثابتة. أما بالنسبة للبلدان التي لم تصرح بالعملة المرجعية للربط فقد اختار الباحثان العملة التي يكون سعر صرفها مقابل عملة البلد المعني الأضعف تقريبا. وبعد ذلك قام الباحثان بتصنيف نظم سعر الصرف بالنظر إلى توزيع التفاوت في أسعار الصرف، وكذلك إلى تفاوت صافي الاحتياطات الدولية، حيث صنفت إلى خمس فئات مثلما تمت الإشارة إليه سابقا وفقاً لأدائها على تلك المحاور.

## 2. أهم نتائج تصنيف (LYS)

جاءت نتائج تصنيف (Levy-Yeyati & Sturzenegger) مقارنة بالتصنيف القانوني لصندوق

النقد الدولي كما يوضحها الجدول الموالي:

الجدول (01-05): مقارنة نتائج تصنيف (LYS) مع التصنيف بحكم القانون لصندوق النقد الدولي.

أنظمة سعر الصرف	تصنيف (LYS)	تصنيف صندوق النقد الدولي
العائمة	662	513
الوسيط	600	937
الثابتة	2073	1885
المجموع	3335	3335

Source : Levy-Yeyati & Sturzenegger, Op.Cit., p.30.

- أظهرت نتائج دراسة (LYS) أن حوالي ثلثي التصنيف بحكم الواقع يتوافق مع تصنيف صندوق النقد الدولي بحكم القانون، مما يوضح أن نسبة كبيرة من الدول الأعضاء في الصندوق تمارس فعليا ما تصرح بما رسميا كنظام لإدارة سعر الصرف فيها.

- حسب الجدول أعلاه فإن أنظمة الصرف الثابتة تبقى هي المسيطرة حيث تمثل أكثر من نصف المشاهدات وفقا للتصنيفين، تأتي بعدها أنظمة التعويم في تصنيف (LYS)، أما في تصنيف الصندوق فيوضح أن الأنظمة الوسيطة هي التي تأتي في المرتبة الثانية.

- أظهرت قاعدة بيانات (LYS) أن هناك تنامي لأنظمة الربط الصارم، والتعويم الحر على حساب الأنظمة الوسيطة وخاصة في الدول الصناعية والناشئة التي تعتبر أكثر انفتاحا على الأسواق المالية الدولية مقارنة بالدول النامية الأخرى.

- لوحظ من خلال هذا التصنيف أن نظم الصرف المعومة جاءت نتائجها منسجمة تماما مع تحقيق مستوى منخفض تماما في تقلب احتياطياتها الأجنبية كما هو متوقع، ما يعني أن التقلبات في الاحتياطي الأجنبي تعكس مستوى التدخل الشهري المطلق أو الحر من قبل السلطة النقدية.

- أوضحت نتائج قاعدة بيانات تصنيف (LYS) بأن أنظمة الصرف الثابتة تراجعت في السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين بينما استقرت في التسعينيات. وعلى النقيض من ذلك يرى صندوق النقد الدولي أن أنظمة الصرف الثابتة في تراجع مستمر مع الزمن. وفي هذا السياق يعتقد الباحثان (Levy-Yeyati & Sturzenegger) أن الكثير من أنظمة الصرف الثابتة -بحكم الواقع- لم يتم التصريح بها خلال سنوات التسعينيات، ما يعني وجود فروق بين ما هو مصرح به رسميا، وما هو مطبق فعلا وخاصة بالنسبة لأنظمة التثبيت. وهنا يرى الباحثان وجود ظاهرة ما

أسموها "الخوف من التثبيت" إذ تمارس بعض الدول نظاما ثابتا ولكن دون التصريح به رسميا خوفا من تعرضها لهجمات المضاربة. كما يؤكد الباحثان أيضا وجود ظاهرة "الخوف من التعويم" التي بدأت منذ بداية سبعينيات القرن الماضي وتزايدت بشكل كبير خلال التسعينيات.

وبناء على ما تقدم يمكن القول أن التصنيفات بحكم الواقع وخلافا للتصنيف بحكم القانون، قد أظهرت حقيقة كانت غائبة لعدة سنوات ألا وهي عدم توافق الأقوال مع الأفعال فيما يخص ممارسات الصرف في بعض البلدان. ورغم أن هناك بعض جوانب الاتفاق بين هذه التصنيفات، إلا أنها تبرز فروقا متباينة بينها ترجع في مجملها إلى اختلاف المنهجية والمعايير المستخدمة في تصنيف أنظمة سعر الصرف، والتي لم تحظى بالإجماع بعد. وعموما فقد أكدت هذه التصنيفات وجود ظاهرة "الخوف من التعويم" الذي يتجسد من خلال تصريح بعض البلدان بتبني نظام التعويم ولكنها في الواقع تمارس نظام التثبيت، حيث تتدخل بصورة كبيرة في سوق الصرف للحد من تقلبات سعر الصرف محولة إياه إلى سعر ثابت. كما أن هناك أسباب أخرى تقف وراء إخفاء بعض الدول لممارسات الصرف الفعلية فيها منها الخوف من التعرض لهجمات المضاربة التي قد تجبرها في النهاية إلى القيام بتخفيض في قيمة العملة، وهو إجراء مكلف من الناحية السياسية كونه لا يلقى الدعم الشعبي، يضاف إلى ذلك رغبتها في استخدام سعر الصرف لتحقيق التوازن الصحيح بين الأهداف المتناقضة، فمن جهة كأداة لتعزيز القدرة التنافسية لصادراتها (تخفيض تنافسي) ومن جهة أخرى كركيزة إسمية لمكافحة التضخم.

وفي هذا الصدد فإن هذا الاختلاف الملاحظ بين الأقوال والأفعال سيقول من شفافية سياسات أسعار الصرف، وبالتالي يجعل من الأبحاث والدراسات التي تجرى في صندوق النقد الدولي أو خارجه والنتائج والتوصيات التي تخلص إليها محلا لإعادة النظر كونها تستند إلى معلومات مُطلّة لسياسات أسعار الصرف المطبقة فعلا. بالإضافة إلى ذلك ستعقد هذه الفروق بين الأنظمة الرسمية والواقعية من الدور الرقابي لصندوق النقد الدولي على سياسات البلدان الأعضاء فيه، وتكون بذلك عاملا في زيادة عدم استقرار النظام النقدي الدولي\*.

\* خير مثال على ذلك مشكل العجز التجاري الضخم للولايات المتحدة الأمريكية مع الصين والذي أصبح مشكلة سياسية واقتصادية، والجدال الدائر حاليا حول مسألة تقييم العملة الصينية "اليوان" واتهام أمريكا للصين بتعمد التقييم المتدني لعملتها.

## المبحث الثاني: تطور نظرية اختيار نظام الصرف

تعتبر مسألة اختيار نظام سعر الصرف الملائم لاقتصاد ما إشكالا مطروحا منذ أمد طويل في علم الاقتصاد الدولي، حيث ترجع بداية الأبحاث المتعلقة بهذا الموضوع إلى الخمسينيات من القرن الماضي، وتحديدًا الدراسة التي أعدها الاقتصادي الأمريكي الشهير "ميلتون فريدمان" عام 1953 تحت عنوان "دفاعا عن أسعار الصرف المرنة"<sup>1</sup>، حيث انتقد فيها النظام النقدي الدولي السائد آنذاك - أي نظام "بريتون وودز" (Bretton Woods) لأسعار الصرف الثابتة - نظرا للعيوب التي ينطوي عليها لاسيما أنه يشجع هجمات المضاربة على العملات، كما أنه مصدر لعدم الاستقرار الاقتصادي. وبالمقابل يعتقد "فريدمان" أنه في ظل التحول نحو تطبيق أسعار الصرف المرنة فإن التغييرات في سعر الصرف ستحدث على نحو سريع وتلقائي ومستمر مما يؤدي إلى تحركات تصحيحية قبل تراكم الاضطرابات وحدوث الأزمات.

جاءت نظرية "فريدمان" في زمن تميز بضعف حركية رأس المال دوليا، وبالتالي لم يكن له أي تأثير على اختيار نظام الصرف. وعليه ومنذ الستينيات نشر الاقتصادي "Robert Mundel" أبحاثا جديدة أبرز من خلالها الأهمية الكبيرة لحركية رأس المال في تحديد نظام الصرف الملائم، وبشكل خاص مزايا مرونة سعر الصرف وقدرتها على عزل الاقتصاد من تأثير الصدمات. كما قام "روبرت ماندل" بإرساء أسس نظرية "مناطق العملة المثلى" التي حاولت إبراز المعايير والخصائص اللازمة لقيام إتحاد نقدي أو تبني عملة موحدة بين مجموعة من البلدان.

في ظل بيئة تضخمية مثلما كان عليه الحال في العديد من البلدان خلال السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين، ظهر تيار فكري جديد أطلق عليه "الاقتصاد السياسي" يركز أنصاره على إبراز أهمية المصدقية في اختيار نظام الصرف الملائم وذلك بغية إنجاح سياسات مكافحة التضخم. ويعتقد أنصار هذا التيار أنه عندما يكون من الصعب على البنك المركزي في أي بلد اكتساب سمعة طيبة في مجال مكافحة التضخم، فإنه بإمكانه استيراد المصدقية من نظرائه الأكثر أهلية من خلال الربط الصارم لسعر الصرف، حتى يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره كركيزة اسمية لمستوى الأسعار والتوقعات التضخمية.

خلال سنوات التسعينيات من القرن العشرين تعرضت العديد من الاقتصاديات الناشئة (كالمكسيك، جنوب شرق آسيا، روسيا، البرازيل، تركيا) إلى أزمات عملة أجبرتها على التخلي عن أنظمة سعر الصرف الثابتة والتحول نحو ترتيبات أكثر مرونة. وتبعًا لذلك برز تيار فكري جديد

<sup>1</sup> Milton Friedman, "The case for flexible exchange rates", In Milton Friedman, ed., *Essays in positive economics*, Chicago: University of Chicago Press, 1953, pp.157-203.

تناول العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والهشاشة المالية، حيث أكد على أن البلدان النامية الأكثر اندماجا في الأنظمة التجارية والمالية الدولية، أمامها خيارين ممكنين لإدارة نظم الصرف فيها (النظرة ثنائية القطب) وهما: إما تبني التعويم أو الربط الصارم لعملاتها.

وبناءً على ما تقدم فإن تطور نظرية اختيار نظام الصرف قد عرف ثلاث تيارات فكرية أساسية وهي<sup>1</sup>: نظرية مناطق العملة المثلى، نظريات الاقتصاد السياسي، نظرية أزمات العملة.

### المطلب الأول: نظرية مناطق العملة المثلى

يوصف إقليم ما بأنه منطقة عملة مثلى "إذا كان بالإمكان تحقيق كفاءة اقتصادية أعلى من خلال تشارك كامل الإقليم في عملة واحدة". أو هو "الإقليم الذي يكون فيه تكاليف التخلي عن أسعار الصرف كأداة للتكيف أقل بكثير من المنافع المحققة من تبني عملة واحدة أو نظام سعر صرف ثابت"<sup>2</sup>.

تتبع تطور أدبيات نظرية مناطق العملة المثلى يلاحظ تطورها عبر مرحلتين: الأدبيات المبكرة التي تركز على التميز بين الصدمات المتماثلة وغير المتماثلة، والنظريات المعاصرة المرتكزة على تحليل طبيعة الصدمات (الحقيقية أو النقدية) التي يتعرض لها الاقتصاد لاختيار ترتيبات الصرف الملائمة.

### الفرع الأول: الأدبيات المبكرة حول مناطق العملة المثلى

تعود انطلاقة الأبحاث حول مناطق العملة المثلى إلى عام 1961 من خلال البحث الشهير الذي نشره الاقتصادي (Robert Mundel) في مجلة الاقتصاد الأمريكية بعنوان "نظرية مناطق العملة المثلى"<sup>3</sup>. حيث حاول "ماندل" إبراز المعايير والخصائص التي بموجبها تستطيع مجموعة من البلدان تكوين اتحاد نقدي أو تبني عملة موحدة، وذلك من خلال طرح التساؤل الآتي: ماهي المعايير الاقتصادية التي على أساسها يمكن لعدة مناطق من العالم أن تتخذ قرارا بتبني عملة مشتركة؟.

أجاب عن ذلك من خلال صياغته لمثال افتراضي عن أمريكا الشمالية<sup>4</sup>، حيث افترض "ماندل" أن العالم يتكون من بلدين هما: كندا في الشمال والولايات المتحدة الأمريكية في الجنوب وكل منهما لها دولار يختلف عن الآخر (عملة مستقلة). وإلى جانب هاذين البلدين يفترض أيضا

<sup>1</sup> Agnieszka Markiewicz, "How central and eastern European countries choose exchange rate regimes", **Focus on European economic integration**, ONB, 2/06, 2005, pp.73-76.

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن محمد السلطان، المرجع السابق، ص.4.

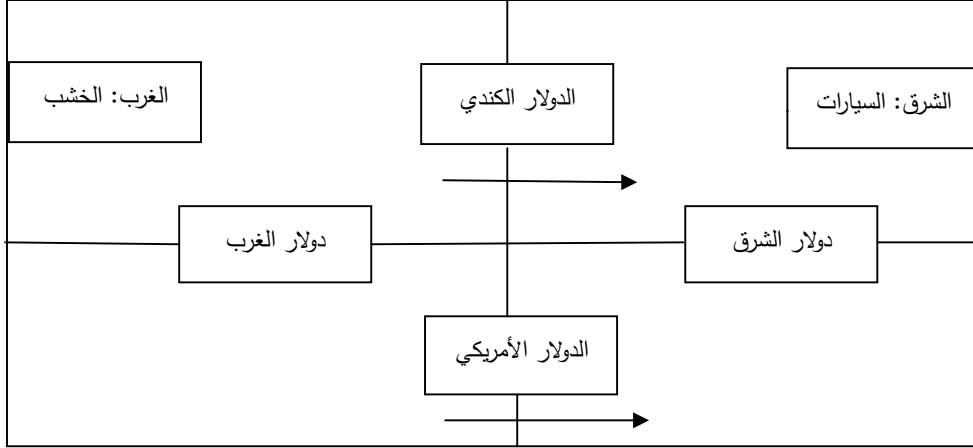
<sup>3</sup> Mundell R, "Theory of optimum currency areas", **American Economic Review**, 51, 1961, pp.657-665.

<sup>4</sup> Alexandre Swoboda, "Robert Mundell et les Fondements Théoriques de l'Union Monétaire Européenne", 13 Décembre 1999, disponible sur le site:

<http://www.imf.org/external/np/vc/1999/121399f.htm> (Consulté le: 10/11/2014).

وجود منطقتين وهما: الشرق الذي يتخصص في إنتاج "السيارات" والغرب الذي ينتج "المنتجات الخشبية"، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (01-05): نموذج مبسط لنظرية مناطق العملة المثلى لروبرت ماندل



Source : J. Pisani-Ferry, Le choix d'un régime de change, Janvier 2008 ,disponible sur le site : [www.pisani-ferry.typepad.com/files/chapitre-9.pdf](http://www.pisani-ferry.typepad.com/files/chapitre-9.pdf). (Consulté le 15/11/2014).

بعد ذلك حاول "ماندل" معرفة متى يكون من المفيد للمنطقة الغربية لكل من كندا والولايات المتحدة الأمريكية التحالف وإنشاء عملة خاصة بهما، ونفس الشيء بالنسبة للمنطقة الشرقية للبلدين؟ وللإجابة على ذلك افترض "ماندل" حدوث تغير في أذواق المستهلكين حيث ارتفع طلبهم على السيارات وانخفض على المنتجات الخشبية، واعتبر هذا التغير بمثابة صدمة غير متماثلة نجم عنها طلب فائض على منتجات الشرق وعرض فائض لمنتجات الغرب. هذه الصدمة ستؤدي إلى زيادة أسعار السيارات ومن ثم إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار (أي نشوء ضغوط تضخمية) في المنطقة الشرقية، في حين يحدث العكس تماما في المنطقة الغربية حيث تنخفض أسعار المنتجات الخشبية وتتزايد مشكلة البطالة، وبالتالي تتدهور معدلات التبادل التجاري بين الشرق والغرب.

بعد ذلك يتساءل "ماندل" ماذا لو أن كلتا المنطقتين تستخدمان نفس العملة وليكن مثلا الدولار الكندي، حيث يرى أن البنك المركزي الكندي سيكون أمام خيارين صعبين وهما: هل يحارب التضخم في الشرق عبر سياسة نقدية متشددة أم يتصدى للبطالة في الغرب باستخدام سياسة نقدية توسعية؟ ويجيب "ماندل" بأن البنك المركزي الكندي لا يمكنه صياغة سوى سياسة نقدية واحدة، وأن هذه المفارقة يمكن حلها من خلال حركة عوامل الإنتاج ولاسيما عنصر العمل. فإذا انتقل كل من "رأس المال والعمل" من الصناعات التي تعاني تراجعا في الطلب (المنتجات الخشبية في المثال) نحو تلك التي تشهد طلبا فائضا (صناعة السيارات) أي الانتقال من الغرب

إلى الشرق فإن ذلك سينعكس على استقرار الأسعار وزيادة العمالة وبالتالي عودة التوازن من جديد.

بالمقابل لو تم افتراض غياب حركية عوامل الإنتاج فإن صدمات عدم التماثل يمكن مواجهتها حسب "ماندل" من خلال مرونة سعر الصرف، وذلك شريطة أن تتوفر المناطق المتأثرة على عملتها المستقلة الخاصة بها. ومن المثل السابق لو أن لكل منطقة عملتها المنفصلة، فإن البنك المركزي للغرب سيعمل على تخفيض أسعار الفائدة من أجل التصدي للبطالة، في حين أن البنك المركزي للشرق سيرفعها بغرض محاربة التضخم. وهذا سيؤدي إلى انخفاض قيمة عملة الغرب بالنسبة لعملة الشرق، وبالتالي تتحسن التنافسية في الغرب وتدهور في الشرق، ويؤدي ذلك إلى عودة التوازن في موازين مدفوعاتها من جديد، وبتكلفة تعديل (انخفاض الناتج) أقل مقارنة بوجود عملة موحدة للمنطقتين.

من التحليل أعلاه أبرز "روبرت ماندل" المعايير التي لا بد أن تتوفر في الدول لإنجاح عملية الاتحاد النقدي، حيث يوصف إقليم ما بأنه يمتلك الخصائص اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى إذا تميز بمرونة كبيرة في حركة عوامل الإنتاج بين أجزائه المختلفة، مع قدرة أقل لتحرك هذه العوامل خارج الإقليم. فحركية عوامل الإنتاج داخل دول الاتحاد تضمن استعادة التوازن في الإنتاجية والعوائد على مستوى الإقليم دونما الحاجة لتغيير أسعار الصرف للتعامل مع الصدمات غير المتماثلة التي تصيب اقتصاديات دول الاتحاد.

لقد نالت الأدبيات المبكرة لمنطقة العملة المثلى التي أرسى معالمها "روبرت ماندل" نصيبا وافرا من الاهتمام حيث قام بتطويرها مجموعة من الاقتصاديين البارزين، ولعل أشهر الإسهامات هي محاولات كل من (Ronald MacKinnon) 1963 (Peter Kenen) 1969.

- إسهام "رونالد ماكينون"<sup>1</sup>: أضاف معيار "التبادل التجاري" كأحد المعايير اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى. حيث توصل "ماكينون" إلى أن الاتحاد النقدي يتطلب أن تكون درجة التبادل التجاري (التجارة البينية) بين الدول المشتركة فيه عالية، حيث أن التكاليف المرتبطة بالتخلي عن سعر الصرف كأداة للسياسة الاقتصادية تنخفض بدلالة درجة الانفتاح الاقتصادي لدول الاتحاد وأهمية المبادلات التجارية بينها، وبالمقابل فإن أسعار الصرف المرنة ستكون مناسبة للاقتصاديات المغلقة. وقد فسر "ماكينون" ذلك بأنه في حالة ارتفاع معدلات التبادل التجاري بين دول الاتحاد فإن مرونة أسعار الصرف لن تكون مجدية لأن تغيرات أسعار الصرف ستعكس مباشرة على أسعار السلع محليا مؤدية بذلك لارتفاع معدلات التضخم. كما توصل أيضا إلى أن الدول الصغيرة

<sup>1</sup> Ronald MacKinnon, "Optimum currency areas", *American Economic Review*, 53, 1963, pp.717-725.



بمقدورها أن تصبح أكثر انفتاحا ومرونة مما يحفز قابليتها للدخول في اتحاد نقدي، والاستفادة من ثبات الصرف لتقادي تذبذبات الأسعار النسبية بين السلع القابلة للتبادل التجاري وغير القابلة.

- إسهام " بيتر كينن"<sup>1</sup>: الذي أبرز من خلاله أهمية معيار "تنوع الإنتاج والصادرات" كأحد الشروط اللازمه لقيام منطقة عملة مثلى. حيث توصل "كينن" إلى أن التنوع الكبير لاقتصاديات دول الإقليم يؤدي إلى التقليل من صدمات عدم التماثل التي تتعرض لها دول الاتحاد، والتي عادة ما تحتاج معالجتها لتغيرات في أسعار الصرف (نظام صرف مرن)، وبعبارة أخرى فإن تعرض الإقليم ذي الاقتصاد المتنوع لانخفاض الطلب على صادراته لن يؤدي إلى نشوء بطالة حادة كما هو الحال في حالة الإقليم غير المتنوع بشكل كاف أو أحادي الإنتاج.

### الفرع الثاني: الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلى

اهتمت الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلى في مجال اختيار نظام الصرف بإدخال مفهوم الصدمات التي تواجه الاقتصاد وتحليل مصدرها عند اتخاذ القرار حول البدائل الممكنة لنظم سعر الصرف. حيث خلصت إلى أن الصدمات الحقيقية يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة، وأن الصدمات الاسمية يمكن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة.\*

### المطلب الثاني: نظريات الاقتصاد السياسي

حسب أنصار هذا التيار فإن الحكومات الضعيفة التي تكون أقل أهلية ومصداقية من غيرها والتي تستعد لإقناع الجمهور بالتزامها بتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، من الأفضل لها إتباع نظام الربط الصارم باعتباره ركيزة اسمية لتثبيت التوقعات التضخمية (تثبيت يستند إلى سعر الصرف)، وذلك باعتبار أن الربط الصارم يفرض على الحكومات ترتيب بيتها أولا من خلال القيود التي يفرضها على السياستين النقدية والمالية فيها. وبعبارة أخرى فإنه عندما يكون من الصعب على البنك المركزي في أي بلد ما إكتساب سمعة طيبة في مجال مكافحة التضخم، فإنه بإمكانه استيراد المصدقية من خلال الربط الصارم لسعر صرف عملته بعملة بلد آخر يكون أكثر أهلية ومصداقية<sup>2</sup>.

لقد برز هذا التيار الفكري، بعد أن واجهت العديد من البلدان النامية منذ سبعينيات القرن الماضي صعوبات اقتصادية كبيرة ناجمة أساسا عن عدم الاستقرار الدولي بسبب انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة (1973)، والوضع المتدهور لموازن المدفوعات، إضافة

<sup>1</sup>Peter Kenen, "The Theory of Optimum currency areas: an Eclectic View", In Mundell and Swoboda; eds; **Monetary Problems of the international economy**, Chicago: University Press, 1969, pp.59-77.

\* أنظر عرضا مفصلا حول مفهوم وأنواع الصدمات الاقتصادية وكيفية اختيار نظام الصرف في ظلها في المبحث الثالث من هذا الفصل.

<sup>2</sup> Nessel K., " **Choix de régime de change dans un pays en transition intégrant une union économique et monétaire : le cas de la Pologne**", Thèse de Doctorat, Université Paris1, 2007, p30.

إلى سوء الأوضاع الاقتصادية المحلية مثل: معدلات التضخم المرتفعة، العجز الكبير في الموازنة العامة، التوسع النقدي السريع. وفي سياق معالجة الصعوبات الاقتصادية وخاصة موجة التضخم المرتفع قامت العديد من البلدان النامية في نهاية الثمانينات بتبني برامج "تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف" أو ما يعرف أيضا ببرامج "مكافحة التضخم"<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: ماهية برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

يمكن تعريف برامج الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف على أنها تلك المخططات التي تستخدم سعر الصرف كركيزة اسمية، حيث يتطلب تنفيذها إما تثبيت قيمة العملة بالنسبة لبلد آخر يتميز بانخفاض معدل التضخم فيه (يسمى بلد التثبيت)، أو تبني سعر صرف زاحف معن سلفا يتم خفضه بمعدلات بسيطة وبمعدل أقل من الفرق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم في بلد التثبيت. وترتكز هذه البرامج على قانون تكافؤ القوة الشرائية، الذي يمكن التعبير عنه كمايلي<sup>2</sup>:

$$P^d = e P^a$$

حيث أن:

e هو سعر الصرف الإسمي؛

$P^d$  هو مستوى الأسعار المحلي؛

$P^a$  هو مستوى الأسعار في بلد عملة التثبيت.

يتمثل التسوية الرئيسي من وراء تبني هذه البرامج في أن ربط سعر الصرف بعملة ذات معدل تضخم منخفض، أو انتهاج سبيل الخفض المتكرر والمقرر سلفا لسعر الصرف بنسب بسيطة، بإمكانه تخفيض معدل التضخم وفرض الانضباط على السياسات النقدية والمالية، نظرا لما ينتج عن ذلك من استقرار في مستوى أسعار السلع القابلة للتبادل التجاري، وما يصاحبه من فرض قيود على معدلات الأجور والأسعار، وكذلك بسبب مايفرضه من قيود على الطلب الكلي، ولاسيما على الإنفاق الحكومي<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: خيارات برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

إن سياسات مكافحة التضخم التي تعتمد على برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف تهدف إلى تحقيق سقوط سريع وكبير في التضخم من خلال التثبيت المستدام لسعر

<sup>1</sup> Calvo G., Végh C., "Inflation stabilization and BOP crisis in developing countries", NBER WP, 6925, 1999, pp.1-2.

<sup>2</sup> Salmeh B., "Exchange rate –based stabilization", Queens University, January 27, 2009, p.2. In: <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/smithgw/econ826/exercises/SB-erbs.pdf> (Consulté le:03/02/2015)

<sup>3</sup> ماجدة قنديل، "تأثير سياسة سعر الصرف"، معهد صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2004، ص.30.

الصرف ومن بين الأدوات الشائعة الاستخدام في هذا المجال: نظام مجالس العملة أو المشاركة في اتحاد نقدي أو تبني أحد أشكال أنظمة الصرف الوسيطة. فمجالس العملة هي أحد الخيارات المعتمدة في إدارة سعر الصرف لاسيما في البلدان التي تعاني من التضخم المفرط، حيث تعتبر وسيلة هامة في استعادة الانضباط النقدي والمالي وإعادة الثقة إلى العملة الوطنية التي تضررت بفعل القوة التدميرية للتضخم. فهو عبارة عن نظام خاص لأسعار الصرف الثابتة يتطلب التفويض القانوني الذي يلزم البنك المركزي بالاحتفاظ بأصول أجنبية تعادل على أقل تقدير العملة المحلية المتداولة والاحتياطيات المصرفية. أما الخيار الثاني لبرامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف فهو الاتحادات النقدية لمجموعة من البلدان، وذلك بعد أن تستوفي عدد معين من معايير التقارب من أجل تأمين تجانس السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء، وذلك حتى يكون هذا الاتحاد فعالا من الناحية الاقتصادية. وهناك ثلاثة أشكال للاتحادات النقدية كمايلي:

- تبني عملة إحدى دول الاتحاد لتكون عملة تداول مشتركة؛
- الاتفاق على مثبت مشترك لعملاتها كالدولار الأمريكي؛
- إلغاء العملات الوطنية وتبني عملة موحدة جديدة.

أما الخيار الأخير لبرامج تحقيق الاستقرار المستندة لسعر الصرف فهو تبني نظام صرف وسيط يركز على الخفض الدوري والمقرر سلفا لسعر الصرف ولكن بنسب بسيطة وبمعدل أقل من الفرق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم في بلد التثبيت. وفي هذا السياق يمكن تبني نظم الربط الزاحف (المتحرك) أو نطاقات التقلب المتحركة.

من الأمثلة الواقعية على تبني هذه البرامج يمكن الإشارة إلى تجربة كل من فرنسا والمملكة المتحدة خلال الفترة (1980-1990)، حيث قامتا بتثبيت عملاتهما الوطنية مقابل المارك الألماني لاستيراد المصدقية من البنك المركزي الألماني "بوندسبنك" في إطار سعيهما لإنجاح سياسة مكافحة التضخم. يضاف إلى ذلك تجربة الأرجنتين كأحد الاقتصاديات الناشئة التي استعانت بترتيبات مجلس العملة باعتباره الملاذ الأخير من أجل المحافظة على عملتها الوطنية التي تضررت بشكل كبير بفعل القوة التدميرية للتضخم المفرط الذي عرفته البلاد خلال الثمانينيات<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: منافع وتكاليف برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

تتمثل أهم منافع برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف في إسهامها في خفض معدل التضخم وفرض الانضباط على السياسات النقدية والمالية. والجدول الموالي يوضح بعض التجارب العالمية المختارة في هذا المجال وأداء التضخم في ظلها:

<sup>1</sup> Amina Lahreche-revil, Op.Cit., p.97.

الجدول (01-06): بعض التجارب العالمية لسياسة التثبيت القائمة على سعر الصرف (مند نهاية 1980)

هل انتهى	ترتيبات سعر			تاريخ بداية تطبيق البرنامج	
	1998	عند بداية			
ديسمبر 1994	18.6	29.9	143.7	ديسمبر 1987	المكسيك
	8.6	39.8	639.6	1990	بولونيا
	8.6	52.9	129.8	ديسمبر 1990	نيكاراغوا
	...	3.4	20234.3	1991	الأرجنتين
	0.7	4.3	267.0	أفريل 1991	استونيا
	4.4	29.2	1085.7	1992	كرواتيا
	5.3	4.0	1869.5	1993	ليتوانيا
	2.4	8.4	188.8	أفريل 1994	البرازيل
1999	0.4	6.1	4922.6	جولية 1994	روسيا
1998	66.8	5.5	226.0	جولية 1995	بلغاريا
	3.2	...	1471.9	جولية 1997	

Source: Mussa Micheal, et al., "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", IMF Occasional Paper, No. 193, 2000, p.45.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه يتضح أن معدلات التضخم وبعد أن كانت تتجاوز 100% خلال بداية تطبيق برنامج الاستقرار، إلا أنها قد عرفت منذ السنة الثالثة انخفاضا كبيرا حيث وصلت معدلات التضخم السنوية في بعض الحالات إلى المرتبة العشرية الواحدة. فمثلا في المكسيك تراجع التضخم من 143.7 إلى 29.9%، وفي نيكاراغوا من 20234.3% إلى 3.4%، مما يعني أن لهذه البرامج أثر تثبيتي يساعد على تخفيض التضخم سريعا.

بالمقابل فإن هذه البرامج كانت لها تداعيات سلبية على وضعية بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، لاسيما سعر الصرف الذي يمكن أن يتعرض لاختلالات خطيرة ويصبح غير قابل للاستمرار على المدى المتوسط. ففي خلال الأعوام الثلاثة الأولى لتطبيق هذه البرامج كان هناك اتجاه في أغلب الدول نحو ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي للعملة على مدى عدة سنوات مما أثر سلبا على قدرتها التنافسية، وهو ما انعكس في تدهور وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وأدى في نهاية المطاف بعدد من البلدان إلى تخفيض قيمة عملتها الوطنية لمعالجة اختلالاتها الخارجية. ومن أشهر أزمات العملة التي حدثت في أعقاب تبني برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف: الأزمة المكسيكية، الروسية، البرازيلية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Mussa Micheal, et al., "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", IMF Occasional Paper, No. 193, 2000, p.46.

## المطلب الثالث: نظرية أزمت العملة

من بين الجوانب الأخرى المهمة المتعلقة باختيار نظام الصرف، والتي تناولتها الأدبيات الاقتصادية لاسيما خلال سنوات التسعينيات من القرن العشرين، هي مسألة العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والهشاشة المالية، وذلك عقب أزمت العملة التي شهدتها عدة اقتصاديات ناشئة أشهرها: المكسيك 1994، جنوب شرق آسيا 1997، روسيا 1998، البرازيل 1999، تركيا 2000 والأرجنتين 2001<sup>1</sup>.

لقد أوضحت تجارب هذه البلدان صعوبة الحفاظ على ثبات سعر الصرف وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل التوجه نحو الاندماج في حركية الاقتصاد العالمي وتحرير حسابات رأس المال، وهو ما يجعل من الدفاع عن سعر الصرف أو نطاق تقلبه مكلفا جدا وضارا بالاقتصاد<sup>2</sup>. وتعود جذور نظرية أزمت العملة إلى مبدأ "الثلاثي المستحيل" لروبرت ماندل.

### الفرع الأول: مبدأ الثلاثي المستحيل

يعتبر الاقتصادي "روبرت ماندل" أول من أبرز الطابع المهم لحركية رأس المال في اختيار نظام الصرف الملائم، وذلك من خلال نظرية "الثلاثي المستحيل" (Incompatible Trinity) التي قام بصياغتها عام 1967، والتي افترض بموجبها أن السياسة الاقتصادية لأي بلد لها تصميم ثلاثي الأبعاد حيث تتكون من: السياسة النقدية، سياسة سعر الصرف، سياسة إدارة حساب رأس المال. كما يعتقد "روبرت ماندل" أن هناك معضلة ثلاثية على مستوى الاقتصاد الكلي تواجه صناع السياسات في الاقتصادات المفتوحة، حيث يتعاملون في المعتاد مع ثلاثة أهداف محبذة غالبا ولكنها متناقضة وهي<sup>3</sup>:

- تحقيق استقرار أسعار الصرف نظرا لمساوئ التقلبات الحادة في سعر الصرف والتي يمكن أن تحدث تأثيرا خطيرا على الميزانيات العمومية للبلدان وعلى معدلات التضخم والنمو فيها؛
- التمتع بحرية انتقال رؤوس الأموال على المستوى الدولي ( الاندماج في أسواق رؤوس الأموال الدولية) كونه ضرورة ملحة لمرونة الاقتصاد؛

<sup>1</sup> للاطلاع أكثر حول أسباب ونتائج هذه الأزمت راجع:

Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon, "Les crises financières", Rapport du Conseil d'Analyse Économique, La Documentation française, Paris, 2004, pp.1-414.

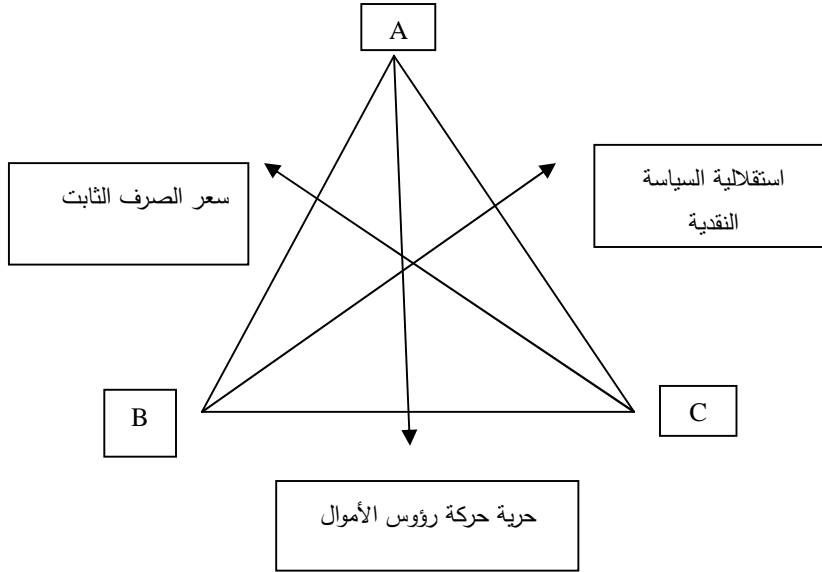
<sup>2</sup> Agnès Bénassy-Quéré, "Régimes de changes: avec ou sans sucre", *Lettre de Cepii*, No.191, 2000, p.2.

<sup>3</sup> Lilia Ben Sliman, "Chocs de change, dynamique des prix et conduite de la politique monétaire: le cas de la Tunisie dans le cadre de l'accord d'Agadir", Thèse de Doctorat, Université Paris1, Juin 2008, pp.15-16.

- استخدام سياسة نقدية مستقلة موجهة نحو تحقيق الأهداف المحلية لاسيما مكافحة التضخم وتعزيز النمو.

نظرا لأن اثنين فقط من هذه الأهداف الثلاثة يمكنهما الاتساق فيما بينهما، فلا بد لصناع السياسات من اختيار الهدف الذي يتخلون عنه وهذه هي نظرية "الثلاثي المستحيل" أو "المعضلة الثلاثية". وعليه فإن التركيبات الممكنة للسياسة الاقتصادية وفقا لهذه النظرية يوضحها الشكل الموالي:

الشكل (01-06): مبدأ الثلاثي المستحيل "لروبرت ماندل"



Source: Amina lahreche-revil, "Les régimes de changes", In: L'économie mondiale 2000, Paris: édition la découverte: collection reperes, 1999, p.98.

من الشكل أعلاه يتضح أن هنالك ثلاثة تركيبات ممكنة للسياسة الاقتصادية وهي:

**التركيبية الأولى:** (المنطقة A في الشكل أعلاه) نظام صرف ثابت، الرقابة على حركة رؤوس الأموال واستقلالية السياسة النقدية. تتصرف هذه التركيبية إلى إمكانية الجمع بين ثبات سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية مقرونة بالرقابة على حركة رؤوس الأموال. ومن الناحية التطبيقية فإن هذا الاختيار قد لايلقى النجاح المطلوب لأن توازن الحساب الجاري يتطلب تحرير تدفقات رؤوس الأموال، كما أن ثبات سعر الصرف يجعل من تذبذبات سعر الصرف الحقيقي غير قابلة للتجنب.

**التركيبية الثانية:** (المنطقة B في الشكل أعلاه): نظام صرف ثابت، تحرير تدفقات رؤوس الأموال وعدم استقلالية السياسة النقدية. يعكس هذا الاختيار مواصفات منطقة العملة المتلى وهي: ثبات سعر الصرف، انفتاح مالي، سياسة نقدية غير مستقلة. فالسماح بحركية رأس المال في ظل نظام الربط الثابت لسعر الصرف تمنع أي استقلالية للسياسة النقدية، ومن ثم لا يمكن استخدامها

في التأثير على المتغيرات الحقيقية (كالناتج الحقيقي والبطالة) أو استجابة للصدمات الخارجية التي قد يتعرض لها الاقتصاد لافتقاد أدوات الضبط الاقتصادي مثل: سعر الصرف أو سعر فائدة قابلين للتعديل\*. ويتطلب المحافظة على هذا الاختيار وجود احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي من أجل الدفاع عن الربط الثابت لسعر الصرف.

**التركيبية الثالثة:** (المنطقة C في الشكل أعلاه) سعر صرف عائم، تحرير تدفقات رؤوس الأموال، استقلالية السياسة النقدية. ويعكس هذا الاختيار التحرير التام للاقتصاد (الاختيار الليبرالي)، حيث تقوم السلطات بالتعويم الحر لسعر الصرف مع تحرير تدفقات رؤوس الأموال وذلك في ضوء استقلالية تامة للسياسة النقدية. ويتوافق هذا الاختيار في الواقع مع التوصيات الليبرالية لصندوق النقد الدولي للبلدان الأعضاء فيه بأهمية التحرك نحو مرونة سعر الصرف.

بناءً على ما سبق وفي ظل موجة العولمة التي تميز عالم اليوم وإنماج أسواق رؤوس الأموال الدولية، فقد أصبحت البلدان تواجه إشكالية اختيار التركيبة المثلى من السياسات الثلاثة السابقة الذكر لاسيما بعد الأزمات النقدية والمالية التي عصفت بالكثير من الاقتصاديات. وعلى العموم فإنه إذا ما أريد المحافظة على الحركية التامة لرأس المال على المستوى الدولي، فإن نظرية "مبدأ الثلاثي المستحيل" ترى أن هنالك خيارين وحيدين ممكنين لسياسة إدارة سعر الصرف أو ما أصطلح عليه "بالنظرة ثنائية القطب" وهما: "التعويم الحر" أو "أنظمة الربط الصارم".

### الفرع الثاني: النماذج المفسرة لأزمات العملة

تكون العملة في حالة أزمة إذا واجهت ضغوطا حادة نحو انخفاض قيمتها، حيث اقترح كل من (Frankel & Rose, 1996) أن لاتقل نسبة الانخفاض الاسمي في قيمة العملة المحلية عن 25 بالمائة على مدار سنة كاملة حتى يمكن القول أن هنالك أزمة عملة<sup>1</sup>. ولقد بدأ الاهتمام بالدراسات النظرية والتجريبية المتعلقة بأزمات العملة منذ أواخر سبعينيات القرن العشرين، وذلك لمعالجة بعض المشاكل النقدية والاختلالات الخارجية التي برزت في أعقاب التخلي عن أسعار الصرف الثابتة بعد انهيار نظام بريتون وودز، حيث ظهرت نماذج الجيل الأول عام 1979 على إثر بحث نشره الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان" حاول فيه تفسير علاقة التأثير بين السياسات غير السليمة

\* يمكن الإشارة في هذا السياق إلى أنه من بين أسباب أزمة العملة في الأرجنتين عام 2001 هو افتقاد البلد لسعر صرف قابل للتعديل في ظل التدهور الكبير الذي عرفته القدرة التنافسية الخارجية للبلد وما نجم عنها من تنامي العجز في الحساب الجاري. فقد كانت الأرجنتين تتبنى ترتيبات مجلس العملة التي تنص على ربط صارم لعملتها بالدولار الأمريكي. وعليه لمعالجة الوضع الاقتصادي المتردي أضحت التخلي عن مجلس العملة حتمية لا مفر منها.

<sup>1</sup> Frankel Jeffrey, Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators," NBER Working Paper, No.5437, 1996, p.3.

للاقتصاد الكلي من جهة وأزمات العملة من جهة أخرى. ثم عاود هذا النوع من الأبحاث اكتساب الاهتمام من جديد خلال عقد التسعينات عقب أزمات العملة التي عصفت بالعديد من الاقتصاديات الناشئة حيث ظهرت عدة محاولات لتفسير أسباب وقوعها، تراوحت في مضمونها بين من يعزوها إلى التوقعات ذاتية التحقق التي ركزت عليها نماذج الجيل الثاني عام 1994، أو نماذج الجيل الثالث التي ظهرت عقب الأزمة الآسيوية لعام 1997 واهتمت بدور العوامل المالية والبنكية (أو الهشاشة المالية) في حدوث أزمات العملة<sup>1</sup>.

### أولاً: نماذج الجيل الأول

يعتبر الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان" (Paul Kraugman) أول من قدم نظرية حول أزمة العملة في بحث نشره عام 1979 بعنوان "نموذج لأزمة ميزان المدفوعات"<sup>2</sup>، تلتها بعد ذلك دراسة كل من (Flood & Garber) عام 1984<sup>3</sup>، واللذان أصبحتا تعرفان لاحقاً بنماذج أزمات العملة من الجيل الأول. حيث ركزت على عدم إتساق السياسات الاقتصادية الكلية النقدية والمالية مع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت ودورها في نشوب أزمة ميزان المدفوعات، التي يعرفها "كروغمان" على أنها الوضع الذي في ظلّه يخسر البلد تدريجياً احتياطياته الدولية من النقد الأجنبي.

أوضح "كروغمان" أن أزمة ميزان المدفوعات غالباً ما يكون سببها الضعف الذي يعترى الأساسيات الاقتصادية للبلد مثل: السياسة النقدية والمالية المفرطة في التوسع. فالبلد الذي يطبق نظام صرف ثابت ويتبع ذلك بسياسة مالية توسعية (زيادة النفقات) يجد نفسه مجبراً على تبني سياسة نقدية توسعية لتمويل العجز في الموازنة العامة. وهذا التوسع في القرض المحلي بسبب الطلب المتزايد والمتنامي على النقد يؤدي إلى إحداث تضخم مرتفع وبالتالي تحسن سعر الصرف الحقيقي للعملة<sup>\*</sup>، وهو ما ينعكس في تدهور القدرة التنافسية وزيادة العجز في الحساب الجاري. وهذا الارتفاع في عجز الحساب الجاري غالباً ما يتم تمويله من خلال استقطاب التدفقات الرأسمالية الوافدة التي يزداد حجمها بعد عودة الثقة للمستثمرين للأجانب. غير أنه سرعان ما يدرك المستثمرون أن المشكلتين المتلازمتين وهما: العجز المستمر في الحساب الجاري وارتفاع سعر

<sup>1</sup> Cartapanis A., "Trois générations de modèles de crises de change", **Rapport de conseil d'analyse économique sur les crises financières**, France, 2004, pp.271-287.

<sup>2</sup> Krugman P., "A model of balance of payment crisis", **Journal of Money, Credit, and Banking**, N°.11, 1979, pp.311-325.

<sup>3</sup> Flood R., P. Garber, " Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples ", **Journal of International Economics**, N°. 92, 1984, pp.1-13.

\* بسبب ارتفاع التضخم فإن وحدة من النقد الأجنبي ستشترى سلع وخدمات حقيقية في الاقتصاد المحلي أقل مما كانت تفعله من قبل، وذلك يعبر عنه بتحسّن سعر الصرف الحقيقي لعملة الاقتصاد المحلي. (للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع راجع: لويس كاتاو، "ماذا أسعار الصرف حقيقية؟"، مجلة التمويل والتنمية، عدد سبتمبر 2007، ص ص 46-47).



الصرف الحقيقي لا يمكن ترافقهما معا وأن عملية تخفيض في قيمة العملة ستحدث مستقبلا، وهو ما يؤدي إلى نشوء توقعات سلبية ومنتشائمة لدى المستثمرين ينتج عنها حدوث تغيير مفاجئ في اتجاه التدفقات الرأسمالية، وفي ظل هذه الظروف فإن السعي للحفاظ على سعر الصرف عند مستوى معين بالموازاة مع هجمات المضاربة على العملة (ضغوط البيع الحادة) يدفع بالسلطات إلى استخدام الاحتياطات الدولية التي ما تلبث أن تتخفف، وقد تستنزف خلال أيام أو أسابيع مما يعطي إشارة واضحة على أن عملية تخفيض ستمس قيمة العملة، وهو ما سيحدث فعلا مما يسفر عن وقوع أزمة في ميزان المدفوعات وتخفيض قيمة العملة، وبالتالي تتحقق توقعات السوق.

تجدر الإشارة إلى أن التخفيض في قيمة العملة هو واقع لا مفر منه وذلك لاستحالة مواصلة الدفاع عن سعر الصرف (استنزاف الاحتياطات الدولية) من جهة، ولتصحيح الاختلالات الخارجية ومعالجة ضعف أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي من جهة أخرى. وعليه فالبلدان التي تعاني من التضخم المرتفع من الأفضل لها الربط الصارم لسعر صرفها، والذي من شأنه أن يبدح أي هجمات مضاربة محتملة على العملة<sup>1</sup>.

تعتبر أزمة المكسيك من أشهر الأمثلة الواقعية على هذه النماذج. فبعد أزمة المديونية وآثارها على الاقتصاد المكسيكي، اتبع البلد منذ العام 1985 مخططا واسعا من الإصلاحات الاقتصادية من أجل إعادة بناء فرص قوية للاستقرار وتنشيط النمو الاقتصادي وذلك في ظل تبني نظام صرف ثابت وقابل للتعديل (الربط المتحرك للبيزو). وقد تمكنت المكسيك من تحقيق معدلات نمو مرتفعة وأعطت الانطباع لدى المستثمرين الأجانب باستقرارها، في هذا السياق توافدت عليها رؤوس أموال هائلة كان هدفها الاستفادة من فرض الربح العالية التي يوفرها البلد مقارنة بالاقتصاديات الناشئة الأخرى.

كنتيجة لهذه التحويلات والتدفقات الضخمة لرؤوس الأموال، فقد توسع الطلب الكلي بشكل كبير مما ساهم في زيادة أسعار الأسهم والعقارات ونمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية وعجز كبير للحساب الخارجي، هذا الأخير انتقل من 6.7% عام 1992 ليبلغ 7% عام 1994 وذلك بسبب تحسن سعر الصرف الحقيقي. كما تزايدت ديون الحكومة قصيرة الأجل والمقومة بالنقد الأجنبي التي بلغت 60 مليار دولار عام 1995<sup>2</sup>. وكان من المفروض أن هذا التدهور في الحساب الجاري يتطلب التخفيض في قيمة البيزو منذ نهاية 1993، لولا أن السلطات التي كانت في فترة انتخابات قد استبعدت هذه الإستراتيجية من برنامجها. كما تمت حماية "البيزو" عندما

<sup>1</sup> Markiewicz A., Op.Cit., p.75.

<sup>2</sup> غيليمو أورتيغ مارتيغيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للاندعاش في آسيا؟"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 1998، ص.6.

تعرض للهجوم في مارس 1994 بقيام السلطات برفع أسعار الفائدة وتدخلها في أسواق الصرف، غير أن استمرار ثقة المستثمرين الأجانب تجاه قيمة البيزو أصبح غير ممكن بسبب الصدمات السياسية في تلك الفترة وتشديد السياسة النقدية الأمريكية، وهو ما نجم عنه هروب كبير وسريع لرؤوس الأموال إلى الخارج، واضطرت السلطات تبعاً لذلك إلى تخفيض قيمة العملة ثم تعويمها بعد ذلك بسبب استنزاف احتياطياتها الدولية<sup>1</sup>.

## ثانياً: نماذج الجيل الثاني

ظهرت نماذج الجيل الثاني في أوائل التسعينيات من القرن العشرين، حيث يعتبر الاقتصادي الأمريكي "Mourice Obstfeld"<sup>2</sup> من أهم روادها، وقد عرفت هذه النماذج بتسمية "التوقعات ذاتية الحدوث" (Self-fulfilling). وتحدث أزمة العملة وفقاً لهذه النماذج عندما يتمكن المضاربون من التوقع بأن هجومهم المضاربي سيؤدي إلى تغيير السياسة الاقتصادية للبلد وإجراء تخفيض مستقبلي في قيمة عملته. وبعبارة أخرى فإنه وخلافاً لنماذج الجيل الأول فإن أزمة العملة تحدث رغم سلامة الأساسيات الاقتصادية للبلد وكفاية احتياطياته الدولية، وأن سبب حدوثها هو توقعات المضاربين الخاصة بالأداء الاقتصادي للدولة.

حسب نموذج (Obstfeld) فإنه عادة ما تكون لدى البنوك المركزية أهداف أخرى إلى جانب الحفاظ على ثبات مستوى سعر الصرف، مثل الحفاظ على معدل منخفض للدين العام أو البطالة، أو حماية الجهاز المصرفي المحلي، وقد تتطلب هذه الأهداف الإبقاء على أسعار الفائدة المحلية عند مستويات منخفضة. ولكن إذا حدث ارتفاع في أسعار الفائدة العالمية، فإن رؤوس الأموال ستتجه إلى خارج الدولة، وفي حالة محاولة التصدي لهذا الخروج عن طريق الرفع من أسعار الفائدة المحلية، فإن ذلك يعجل بوقوع أزمة العملة بدلاً من منعها. حيث أن إدراك السوق لهذا التضارب بين أهداف السياسات الاقتصادية، يمكن أن يشجع المضاربين على محاولة الترحيح من ذلك الوضع من خلال المبادرة في المضاربة على العملة مما يدفع بالحكومة إلى تطبيق خيار التخفيض وبالتالي تصبح الأزمة ذاتية الحدوث.

من أشهر أزمات العملة المعاصرة التي يمكن تفسيرها وفقاً لمنطق نماذج الجيل الثاني نجد أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993)، والتي يمكن استعراض كيفية حدوثها فيما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> غيليرمو أورتييز مارتينيز، المرجع السابق، ص.6.

<sup>2</sup> Obstfeld, M., "The Logic of currency crises", *Cahiers Économiques et Monétaires*, No. 43, Banque de France, 1994, pp.189-213.

<sup>3</sup> Gunther Capelle-Blancard, "La grande attaque contre les monnaies européennes", disponible sur le site : [www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies-europeennes-\\_EP\\_-2011-09-15-711657](http://www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies-europeennes-_EP_-2011-09-15-711657). (Consulté le: 23/5/2015).

بعد إنشاء النظام النقدي الأوروبي في مارس 1972، تم اعتماد "آلية سعر الصرف الأوروبية" في 13 مارس 1979 التي بموجبها تم تحديد هامش التقلب بين عملات البلدان الأعضاء فيه بنسبة 2,25% صعودا وهبوطا. وفي أعقاب الوحدة بين شطري ألمانيا التي كانت مقسمة، شهد الاقتصاد الألماني فترة رواج اقتصادي كبير نجم عنها نشوء ضغوط تضخمية وصلت إلى 4% سنة 1992، وهو ما دفع بالبنك المركزي الألماني لرفع أسعار الفائدة بقوة بهدف التحكم في التضخم، تبعا لذلك اضطرت باقي الدول الأوروبية التي كانت تربط عملاتها بسعر ثابت مقابل المارك الألماني لاتباع نفس الإجراء للحفاظ على سعر التعادل رغم أن وضعها الاقتصادي كان يعرف ركودا اقتصاديا ويتعارض مع رفع معدلات الفائدة. وفي ظل هذه الظروف وبداية من شهر أوت 1992 بدأت بعض العملات الأوروبية تتعرض لضغوط مختلفة، فقد حدثت هجمات مضاربة على كل من "البيزتا" الإسبانية و"الليرة" الإيطالية و"الجنيه" الإسترليني، هذا الأخير هاجمه رجل المال الأمريكي "جورج سوروس" بعدما كان يعتقد أنه مقيم بأعلى من قيمته. وقد نتج عن هجمات المضاربة هذه تخفيض العملات الثلاثة مما عجل خروجها من آلية سعر الصرف الأوروبية. وتبعاً لذلك اتفق وزراء مالية الدول الأعضاء في نظام آلية سعر الصرف في شهر أوت 1993 على توسيع هامش تقلبات أسعار الصرف من 2,25% إلى 15% صعودا وهبوطا باستثناء "المارك" الألماني و"الجيلدر" الهولندي.

### ثالثا: نماذج الجيل الثالث

ظهرت نماذج الجيل الثالث غداة أزمات العملة التي عصفت بدول جنوب شرق آسيا والتي انطلقت شرارتها عقب تخفيض "تايلاند" لعملتها "الباهت" في جويلية 1997 بعد استنزافها لاحتياطياتها الدولية في الدفاع عنه، ثم انتقال عدوى الأزمة إلى باقي البلدان الناشئة الآسيوية<sup>1</sup>. وقد ركزت هذه النماذج على دور العوامل المالية أو البنكية أو ما اصطلح عليه "بالهشاشة المالية" في حدوث أزمات العملة، عن طريق إبراز الآثار المحتملة للتدفقات الرأسمالية الوافدة إلى البلدان حديثة العهد بالتحريك المالي في ظل ضعف أداء الجهاز المصرفي فيها، وعدم كمال أسواقها المالية<sup>2</sup>. وبعبارة أخرى حاولت هذه النماذج شرح أسباب وقوع أزمة العملة من خلال نظرية

<sup>1</sup> Cartapanis A, Op.Cit, pp.275-277.

<sup>2</sup> من أشهر الإسهامات العلمية في مجال النظريات المفسرة لأزمات العملة والتي صنفت على أنها من الجيل الثالث، دراستي كل من:

- Krugman, P. "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", In: Isard, P., Razin, A., Rose, A., (Ed), **International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood**, Dordrecht, Kluwer, 1999, pp.459-472.

- Pesenti, P., Tille, C., "The economics of currency crises and contagion: An introduction", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, September 2000, pp.3-16.

"الأزمات التوأمة" (Twin Crises) التي يقصد بها كيف أن حدوث أزمة بنكية سينجم عنها لاحقا نشوب أزمة العملة.

بالعودة إلى الأزمة الآسيوية، فقد شهدت الفترة (1992-1993) توافد هائلا لرؤوس الأموال إلى دول جنوب شرق آسيا (ماليزيا، اندونيسيا، الفلبين، كوريا الجنوبية وتايلاند)، والتي كانت تتركز بصورة استثمارات أجنبية غير مباشرة ولاسيما في المحافظ الاستثمارية كالسندات والودائع ومختلف أدوات الدين العالية السيولة، وهو ما ترتب عنه زيادة كبيرة جدا في حجم السيولة المتاحة في هذه البلدان. وقد انعكس هذا الوضع على التوسع في منح الائتمان وازدهار الاستثمار بشكل كبير، إضافة إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وأسعار الأصول، والتوسع في الاستثمار في قطاع السلع الغير القابلة للتجارة دوليا كالعقارات مثلا.

غير أن القيود التنظيمية والإشرافية المفروضة على النظام المالي المحلي في هذه البلدان كانت متراخية لا سيما تلك المفروضة على الإقراض في ظل الوفرة الكبيرة في السيولة، مما أدى إلى زيادة في حصة الاستحقاقات المشكوك فيها (القروض المتعثرة) في ميزانيات البنوك. كما أن أنظمة الصرف السائدة في تلك البلدان آنذاك على شكل أنظمة وسيطة كانت حافزا للبنوك على الاقتراض بالعملة الأجنبية دونما الخوف من تقلبات عنيفة لسعر الصرف، وبالتالي لم تكن تهتم بالتحوط من مخاطر الصرف. وهو ما أدى بروز مشكلين هما: مشكل عدم توافق العملة (Currency Mismatches) بسبب اختلال توازن الميزانيات من حيث تركيبة أصولها وخصومها من العملات الأجنبية أو العملة المحلية، والمشكل الثاني هو عدم توافق الاستحقاقات (Maturity Mismatches) بسبب تمويل استثمارات طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل. تبعا لذلك أصبحت هذه الاقتصاديات أكثر تبعية لأسواق المال الدولية، ما جعلها جد حساسة لأي تغير مفاجئ في اتجاه التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها (Sudden Reversals).

من جانب آخر أدى الازدهار الاقتصادي في هذه البلدان إلى رفع مستويات الأجور فيها، وذلك بالموازاة مع تحسن قيمة عملاتها المحلية نظرا لارتباطها بعلاقة ثابتة بالدولار الأمريكي الذي شهد فترة من القوة منذ منتصف العام 1995. وقد أدى ارتفاع الأجور وتحسن عملاتها إلى جعل صادراتها أكثر تكلفة، مما خفض من قدرتها التنافسية وأدى إلى تراجع الطلب العالمي عليها ولاسيما صناعة الالكترونيات التي كان العمود الفقري للصادرات الآسيوية. وكانت النتيجة عجزا خطيرا في الميزان التجاري لهذه البلدان بلغ 8% من الناتج المحلي عام 1996<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Agnés Bénassy-Quérel, Loic Cadiou, Op.Cit., p.5.

ظهرت بوادر أزمة بنكية في هذه البلدان بعد التراكم الكبير لحجم القروض المتعثرة في ميزانيات بعض البنوك، وانهيار الثروة الصافية لعدد كبير من المقترضين وهو ما أدى إلى التشدد في منح القروض في ظل تأزم الوضع الاقتصادي العام المتميز بتزايد العجز في حساباتها الجارية، وبداية تلاشي ثقة المستثمرين الأجانب باقتصاديات هذه الدول، وتخوفهم من حدوث أي انخفاض في أسعار صرف عملاتها لمعالجة الاختلالات الجارية وبالتالي سيزيد من الكلفة الحقيقية لمديونياتهم، وعليه بدأ الذعر ينتشر، وتسارعت وتيرة هروب رؤوس الأموال الأجنبية التي كانت متوطنة على نحو واسع في تلك البلدان، مؤدية إلى أزمة مصرفية ثم إلى انهيار البورصة، وفي هذا السياق فإن رغبة هذه البلدان في دعم المؤسسات المالية والمصرفية في مواجهة التزاماتها بالعملات الأجنبية أدى إلى حدوث خسارة كبيرة في الاحتياطيات الدولية، نجم عنه القيام بتخفيض قيمة عملاتها، هذا الإجراء الأخير أحق بالبنوك المحلية خسائر فادحة في ظل اختلال توازن ميزانياتها من حيث تركيبة أصولها وخصومها من العملات الأجنبية أو العملة المحلية، وهو ما أدى إلى عدم قدرتها على السداد ومن ثم إفلاسها لتتشكل معالم الأزمة بمختلف أشكالها (التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية، الأزمات المصرفية، وأزمات الدين).

تتمثل أهم الدروس المستفادة من أزمة دول جنوب شرق آسيا في صعوبة الحفاظ على سعر صرف ثابت قابل للتعديل (نظام وسيط) وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل الاتجاه نحو الاندماج العالمي وتحرير حسابات رأس المال، وأن هنالك خيارين ممكنين لإدارة سعر الصرف في ظل حركية رأس المال (أو ما أطلق عليه بالنظرة ثنائية القطب) وهما: الربط الصارم لسعر الصرف أو تعويمه. وعليه فإن استبعاد أنظمة الصرف الوسيطة من الخيارات الممكنة لسياسة سعر الصرف في ظل العولمة المالية يطرح التساؤل حول أهم مواطن الضعف التي تنطوي عليها.

### الفرع الثالث: مواطن ضعف أنظمة الصرف الوسيطة وعلاقتها بأزمات العملة

يمكن حصر أهم مواطن الضعف لأنظمة الصرف الوسيطة والتي تجعل منها مصدرا لحدوث الأزمات النقدية والمالية في مايلي<sup>1</sup>:

#### أولا: خطر استنزاف الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي

في ظل ثبات سعر الصرف قد تواجه قيمة العملة ضغوطا نحو الانخفاض تستدعي تدخل البنك المركزي في سوق الصرف لشراء عملته الوطنية وبيع النقد الأجنبي للمحافظة على السعر

<sup>1</sup>Virginie Coudert, "Régimes de changes et crises: les taux de change fixes sont-ils injustement suspects", *Rapport de conseil d'analyse économique sur les crises financières*, France, 2004, pp.293-304.

الذي التزم به. وفي هذه الحالة إذا كان هذا البلد يسمح بحرية حركة رؤوس الأموال فإن مستوى احتياطياته الرسمية من النقد الأجنبي يعتبر ضعيفا مقارنة بحجم سوق الصرف، فإذا ما تعرضت عملته لهجمات مضارية متواصلة فإنه سيفقد قدرته على الاستمرار في الدفاع عن قيمة العملة بعد أيام أو أسابيع معدودة، نظرا لكون هذه العملية ستؤدي في النهاية لاستنزاف احتياطياته الدولية. وهذا سيعطي إشارة أولية إلى أن عملية تخفيض لقيمة العملة ستحدث قريبا. وبالمقابل هنالك أداة أخرى يمكن استخدامها كبديل للاحتياطيات الدولية في الدفاع عن قيمة العملة وهي سعر الفائدة، من خلال القيام برفع معدلاتها في محاولة للتصدي لهروب رؤوس الأموال إلى الخارج. ولكن هذا الإجراء له تكاليفه نظرا لتأثيره السلبي على النشاط الاقتصادي من خلال تراجع معدلات الاستثمار مثلا، خاصة إذا كان الاقتصاد على حافة الركود.

### ثانيا: خطر هجمات المضاربة

إن قيام بعض البلدان التي تتبنى أنظمة سعر الصرف الوسيطة بالتصريح بالقيمة المرجعية لسعر الصرف التي تلتزم بالدفاع عنها، وكذلك بمقدار اتساع نطاق التقلبات المسموح به، يمكن أن يتسبب في تعرض عملتها لهجمات مضاربة قد تؤدي في نهاية المطاف إلى تخفيض قيمتها. فعملية التسيير اليومي لسعر الصرف داخل حدود نطاق التقلبات المعلن سلفا قد تعطي إشارة للسوق والمضاربين عن الأزمنة التي تشهد العملة خلالها ضغوطات شديدة نحو الانخفاض. وبالتالي إذا انخفضت قيمة العملة إلى أدنى سعر مسموح به في نطاق التقلبات، فإن السلطات مطالبة بالتدخل من أجل المحافظة على استقرار سعر الصرف حتى لا يتجاوز النطاق الملتزم به. وعموما يمكن التمييز بين حالتين:

- أن يكون النظام الوسيط يتمتع بالمصداقية وبالتالي لا يكون هنالك خطر هجمات المضاربة لأن تدخلات البنك المركزي سوف تسمح بعودة سعر الصرف إلى داخل حدود نطاق التقلبات؛
- أو أن يكون النظام ضعيف أو عديم المصداقية، حيث يتوقع المضاربون حدوث تخفيض في قيمة العملة قريبا، فيقبلون بشدة على بيعها في السوق ويجبرون السلطات على إخراج سعر الصرف من حدود نطاق التقلبات الملتزم به، وبالتالي تتحقق توقعاتهم.

### ثالثا: خطر تحسن سعر الصرف الحقيقي

يحصل هذا الخطر في حالة البلد الذي يربط عملته بعملة بلد آخر، ولكن معدل التضخم فيه يكون أكبر من بلد عملة التثبيت، وهو ما يدفع بسعر صرفه الحقيقي للميل للارتفاع، وهذا سيؤدي إلى تدهور القدرة التنافسية وتعميق الاختلالات التجارية. في هذا السياق فقد أبرزت الأبحاث

المتعلقة بمؤشرات أزمات العملة أن تحسن قيمة سعر الصرف الحقيقي هو مؤشر يسبق دائما حدوث الأزمة، وخير مثال ذلك الأزمة المكسيكية (1994-1995) التي كان من أسبابها الرئيسية التحسن الحقيقي في قيمة البيزو<sup>1</sup>.

#### رابعا: خطر الاستدانة بالعملة الأجنبية

لقد أوضحت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا (1997-1998) أن محدودية خطر الصرف في ظل ترتيبات الصرف الوسيطة كانت عاملا مُحفِّزا على الاقتراض بعملة أجنبية دونما القيام بعمليات التغطي من هذا الخطر، وذلك نظرا للثبات النسبي الذي يتميز به سعر الصرف من جهة، والضمانات التي قدمتها الحكومات إلى المستثمرين بأنه سيتم تعويضهم في حالة عدولها عن التزامها بثبات سعر الصرف (تخفيض قيمة العملة مستقبلا) من جهة أخرى. وهو ما انعكس على تنامي الاستدانة بالعملة الأجنبية\* بشكل مفرط خاصة لدى القطاع البنكي، وما نجم عنها من مشكلتي عدم توافق العملة (Currency Mismatches) وعدم توافق الاستحقاقات (Maturity Mismatches). وحتى وإن كانت ميزانيات البنوك متوازنة من حيث تركيبة العملات فيها، فإنه في حالة حدوث تخفيض في قيمة العملة المحلية فإن البنوك ستواجه في النهاية خسائر كبيرة تجعلها غير قادرة على السداد، ومن ثم تعرضها للإفلاس مثلما حدث تماما خلال أزمة دول جنوب شرق آسيا.

#### خامسا: الأزمات البنكية ومقرض الملاذ الأخير

لقد تراوحت وجهات النظر حول دور أنظمة الصرف الوسيطة في حدوث الأزمات البنكية بين رافض لهذه الفكرة تماما ومؤيد لها. فأنصار التيار الأول (Eichengreen & Rose)<sup>2</sup> يرون بأن هذه الأنظمة هي الأقل مساهمة نسبيا في حدوث أزمات بنكية، وحجتهم في ذلك أن السياسة الاقتصادية في ظل ترتيبات ثبات الصرف ستكون أكثر استقرارا مقارنة بالدول التي تتبنى ترتيبات

<sup>1</sup> أنظر مثلا:

- Cartapanis A., V. Dropsy, S. Mametz, "Crises de change et indicateurs de vulnérabilité", *Économie Internationale*, N° 76, 1998, pp.69-92.

- Kaminsky G., C. Reinhart, J. Lizondo, "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Staff Papers*, vol. 45, N° 1, 1998, pp.1-48.

\* حسب الاقتصاديين Eichengreen & Hausmann فإن الاقتصاديات النامية عموما لا تستطيع الاقتراض من الخارج بعملة محلية، إضافة إلى عدم قدرتها على الاقتراض طويل الأجل، وهي الظاهرة التي أسماها بالخطيئة الأصلية "original sin". مما يضطرها للاقتراض قصير الأجل بالعملة الأجنبية، مما ينجم عنه تراكم ديون كبيرة مَقومة بالعملة الأجنبية تكون لها انعكاسات خطيرة على الاستقرار المالي لهذه البلدان. للاطلاع أكثر راجع:

Eichengreen B., Hausmann R., "Exchange rates and financial fragility", *NBER WP*, 1999, N° 7418, p.3.

<sup>2</sup> Eichengreen B., A. Rose, "Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises", *NBER WP*, 1998, N° 6370, pp.1-48.

الصرف المرنة. فخطر التخفيض في قيمة العملة الذي يميز الأنظمة الوسيطة سيلعب دوره كأداة للضبط الاقتصادي بالنسبة للسلطات العمومية وفقا لشعار أن "الاستقرار الاقتصادي الكلي شرط ضروري لاستقرار النظام البنكي"، وهذا ما يقلل من الإفراط في منح القروض وإصدار النقود والتي غالبا ما كانت السبب الرئيسي في أزمات مالية سابقة. وبالمقابل فإنه في ظل أسعار الصرف العائمة فإن وجود وظيفة مقرض الملاذ الأخير من طرف البنك المركزي سيخلق ما يطلق عليه "الخطر الأخلاقي" \*، هذا الأخير يعتبر حافزا للبنوك على تحمل أخطار متتالية في سياق البحث عن معدلات عائد مرتفعة، وهو ما يعتبر سببا أساسيا في اندلاع الأزمات البنكية.

أما أنصار التيار الثاني (Chang & Velasco)<sup>1</sup> فيرون بأن ما يُفسر خطر أنظمة الصرف الشديدة الثبات في نشوب الأزمات البنكية هو غياب وظيفة مقرض الملاذ الأخير. حيث أن البنوك المركزية ملزمة ومقيدة في إطار عملية إصدار النقود بالحفاظ على ثبات سعر الصرف، وهذا القيد يمنعها من منح السيولة الكافية والضرورية للبنوك التجارية في حالة تعرضها للأزمة بما يساعد في التصدي للخطر النظامي (الذي يقصد به أن إفلاس بنك ما يؤدي إلى إفلاس البنوك الأخرى المشكلة للنظام البنكي). ويتجلى هذا الخطر بصورة واضحة في إطار ترتيبات مجلس العملة مثلما دلت عليه الأزمة البنكية في الأرجنتين عام 1995.

وبناءً على ما سبق ذكره في هذا المبحث حول تطور نظرية اختيار نظام سعر الصرف يمكن القول بأنه لا توجد نظرية ثابتة أو قاعدة عامة صالحة لكل مكان وزمان بشأن اختيار نظام صرف معين يكون هو الاختيار الملائم. وفي هذا السياق فقد حاولت العديد من الأبحاث والدراسات، سواء تلك التي أعدها صندوق النقد الدولي الذي يتمتع بصلاحيات الرقابة على نظم سعر الصرف في الدول الأعضاء فيه أو من خارج الصندوق، تقييم أداء مختلف أنظمة إدارة سعر الصرف، أو بمعنى آخر تقدير كفاءتها النسبية من أجل تحديد كيفية تأثير اختيار نظام سعر

\* يقصد بالخطر الأخلاقي (Moral Hazard) المشكلات الناشئة عن الاتجاه غير المبرر للبنوك أو المقترضين نحو أنشطة استثمارية أكثر مخاطرة، نتيجة تقديم الحكومة ل ضمانات علنية أو ضمنية (مثل نظام التأمين على الودائع أو أي نظام آخر يترتب عليه الانحراف عن الشروط والقواعد التي يعمل بها القطاع المصرفي ويتعامل بها مع المودعين)، تعوق انتقال التأثير السليم والمنطقي لحركة الأسواق والأسعار على القرارات الاستثمارية للقطاع المصرفي، وتؤدي إلى عدم تحمل البنوك والمودعين مسئولية المخاطر الناجمة عن قراراتهم الاستثمارية الخاطئة. للاطلاع أكثر راجع:

عماد عمر محمود على الهنداوي، "علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري"، رسالة دكتوراه، جامعة الزقازيق، 2011، ص.19.

<sup>1</sup> Chang, R., A. Velasco, " Financial Fragility and the Exchange Rate Regime ", NBER WP, N° 6469, 1998, pp.1-40.



الصرف على الأداء الاقتصادي الكلي للبلدان ولاسيما أداء النمو الاقتصادي والتضخم. وفي مايلي استعراض لأهم النتائج الرئيسية التي توصلت إليها:  
الجدول (01-07): النتائج الرئيسية لأهم الدراسات التي تناولت موضوع تقييم أداء أنظمة إدارة سعر الصرف.

الدراسة	النتائج الرئيسية
Ghosh A [et al.],1995	الاختيار بين أنظمة الصرف يكون مابين سعر الصرف الثابت والأنظمة الوسيطة، أما أنظمة الصرف المرنة فعليا فغير منصوص بها كون الأداء الاقتصادي الكلي في ظلها يكون ضعيفا، حيث تتوافق مع تضخم مرتفع ونتائج متوسطة في ما يخص أداء النمو.
Michael M. [et al.] , 1999	على البلدان في الأسواق الصاعدة والبلدان النامية أن تعتمد في اختيار نظام الصرف فيها على الوصفة ثنائية القطبية" (Bipolar view) إذا ما أرادت المحافظة على حركية رؤوس الأموال، بمعنى إما أن تتبنى الربط الصارم بعملة أخرى (كمجالس العملة) أو الاتحادات النقدية الذي يمنع حدوث أي هجمات مضاربة على العملة، أو تتبنى أنظمة التعويم الحر حيث تتحدد قيمة العملة في السوق ودون تدخل من السلطات في سوق الصرف للدفاع عنها.
Reinhart& calvo, 2002	أشارت هذه الدراسة إلى ظاهرة "الخوف من التعويم" السائدة بشكل كبير بين بلدان الأسواق الصاعدة والنامية. فرغم تصريحها رسميا بتبني بنظام عائم إلا أنها في الواقع تطبق أسعار صرف أكثر استقرارا.
Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003	-بالنسبة للبلدان النامية فإن مرونة نظام الصرف تخفض من تقلبات النمو الاقتصادي. -بالنسبة للبلدان الصناعية فإن أنظمة سعر الصرف الثابتة والوسيطه تؤدي إلى نمو اقتصادي أقل تذبذبا مقارنة بالتعويم.
Kenneth R [et al.], 2003	التوصية الرئيسية التي خرجت بها هذه الدراسة هي ضرورة تبني التعويم الحر لعملات بلدان الأسواق الصاعدة التي أصبحت أكثر تكاملا ماليا.
Edwards & Yeyati, 2003	سعر الصرف المرن يساعد على تقليل أثر الصدمات التجارية على النمو لكل من الأسواق الناشئة والدول الصناعية.
Reinhart& Rogoff, 2004	أهم نتيجة توصل إليها البحث هي أن أنظمة أسعار الصرف الثابتة هي الأكثر استخداما تاريخيا من بين أنظمة أسعار الصرف في العالم.
Ghosh A [et al.],2010	أنظمة الصرف الثابتة تتوافق مع مستويات دنيا للتضخم، أما الأنظمة الوسيطة فتحقق أفضل أداء للنمو (نمو سريع)، في حين أن أنظمة التعويم تتوافق مع قابلية أقل للتعرض للآزمات المالية مع تصحيح خارجي أسرع.

المصدر: من إعداد الباحث بعد الاطلاع على الدراسات المذكورة أعلاه.

ما يلاحظ على نتائج هذه الدراسات أنها تبرز بوضوح عدم وجود توافق في الرأي بين الاقتصاديين حول أفضلية نظام صرف معين على حساب الآخر، فكل منها يتمتع بمزايا معينة لا

تتوفر في غيره من الأنظمة، كما يختلف أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي في ظلها. وعلى العموم يمكن تلخيص أهم منافع وتكاليف نظم سعر الصرف الثابتة والمرنة في مايلي:  
الجدول(01-08): مقارنة بين نظم الصرف الثابتة والمرنة.

التكاليف		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- مصداقية ضعيفة في حالة الأزمات، وإجراءات التصحيح تكون مكلفة ( إلى التخفيض).</li> <li>- عدم استقلالية السياسة النقدية وتبعيتها لبلد عملة التثبيت.</li> <li>- حساسية قوية للصدمات الخارجية والصدمات الحقيقية المحلية.</li> <li>- خطر ارتفاع سعر الصرف الحقيقي مما ينتج عنه اختلالات كبيرة للحساب الجاري.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- محدودية خطر الصرف للمعاملات الدولية والاستثمارات الأجنبية.</li> <li>- يخفض تكلفة الدخول إلى الأسواق المالية دولية من خلال خفض علاوة المخاطر.</li> <li>- يخفض من معدلات الفائدة المحلية مما يسمح بتقليل الفارق مع معدل الفائدة في الأسواق الدولية.</li> <li>- يسهل مكافحة التضخم ويعزل تأثير الصدمات النقدية.</li> <li>- يمنع التمويل النقدي لعجز الميزانية العامة.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تأثير سلبي للتقلبات على التجارة والمعاملات المالية.</li> <li>- مصدر لعدم الاستقرار الإقليمي في حالة التخفيض التنافسي).</li> <li>- يمكن أن يؤدي إلى تأجيل التصحيح الهيكلي المطلوب في الاقتصاد.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- يعزل الاقتصاد من تأثير الصدمات الخارجية.</li> <li>- يعزل الاقتصاد من تأثير الصدمات الحقيقية.</li> <li>- يير التضخم على القدرة التنافسية</li> </ul>	

Source: H el ene Poirson, "How do countries choose their exchange rate regimes?", IMF working paper, No.01/46, 2001, p.26.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن صياغة أي إستراتيجية لإدارة سعر الصرف تقتضي المفاضلة ما بين مزايا تثبيت سعر الصرف أو تركه مرنا، وذلك وفقا للأهداف الاقتصادية التي يصبوا إليها البلد من جهة، والقيود التي لا بد من أن يتحملها من جهة أخرى. والسؤال المطروح هنا هو: ماهي العوامل التي تعتمد لاختيار نظام سعر الصرف الملائم في بلد ما ؟ أو بعبارة أخرى هل هناك منظومة من المحددات الاقتصادية التي ترشد في اختيار نظام سعر الصرف الملائم للاقتصاد سواء كان هذا النظام ثابتا أم مرنا؟ هذا ما سيحاول المبحث الموالي الإجابة عليه.

## المبحث الثالث: محددات اختيار نظام الصرف الملائم

لقد أتاحت ذخيرة الدراسات النظرية والتجريبية المتوفرة كثيرا من الإرشاد حول كيفية اختيار نظام سعر الصرف، فهناك منظومة واسعة من المحددات الاقتصادية التي يمكن للسلطات النقدية أن تستند إليها في اختيارها لنظام الصرف الملائم تشمل كل من<sup>1</sup>: طبيعة الصدمات الاسمية والحقيقية التي يتعرض إليها الاقتصاد، الانفتاح التجاري، مستوى التضخم، مستوى التطور الاقتصادي، حركية رأس المال، التركيز الجغرافي للتجارة، تنوع الإنتاج والصادرات، حجم الاقتصاد، حركية العمالة والمرونة الاسمية، درجة الدولار والديون الموقومة بعملة أجنبية. وعليه يسعى هذا المبحث إلى التعرف على مختلف المحددات السابقة الذكر بشيء من التفصيل.

### المطلب الأول: طبيعة وحجم الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد

لقد أدخلت الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلثي معيار الصدمات التي تواجه الاقتصاد عند اتخاذ القرار حول البدائل الممكنة لنظم إدارة سعر الصرف. ووفقا لهذا المعيار فإن نظام الصرف الملائم هو الذي يسمح بتخفيض تكلفة الناتج (مقاسة بإجمالي الناتج المحلي) للتكيف مع الصدمات الخارجية، أو بعبارة أخرى هو النظام الذي يستهدف تحقيق الاستقرار في الناتج<sup>2</sup>. وقد توصلت هذه الأدبيات إلى أن الصدمات الحقيقية يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة، وأن الصدمات الاسمية يمكن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة<sup>3</sup>. وقبل شرح هذه النتيجة يجدر بنا الإشارة إلى مفهوم وأنواع الصدمات الاقتصادية.

### الفرع الأول: ماهية الصدمات الاقتصادية

الصدمة الاقتصادية هي حدوث مؤثر لا يمكن توقعه، كارتفاع مفاجئ في الأسعار أو انخفاض مفاجئ في الدخل، وتقع الصدمات بسبب الاضطراب وعدم الاستقرار في مستوى النشاط الاقتصادي أو نتيجة لتصرفات القادة السياسيين<sup>4</sup>. ومن الأسباب الشائعة وراء الأزمات الاقتصادية وقوع الصدمات الخارجية التي تتراوح بين الكوارث الطبيعية وتقلب معدلات التبادل التجاري أو صدمات الطلب الخارجي. ويصدق ذلك بوجه خاص على بلدان الدخل المنخفض ذات القدرة

<sup>1</sup> Héléne Poirson, "How do countries choose their exchange rate regimes?", **IMF working paper**, No. 01/46, 2001, p.27.

<sup>2</sup> عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارنكو، المرجع السابق، ص.3.

<sup>3</sup> Aghevli B, Khan S, Montiel P, "La politique de taux de change dans les pays en développement-questions analytiques", **étude spéciale du Fonds Monétaire International**, 78, Washington DC. , 1991, p.4.

<sup>4</sup> البنك العالمي، الأزمة الاقتصادية العالمية، متاح على الموقع: [www.go.worldbank.org/6NRSRNWE.00](http://www.go.worldbank.org/6NRSRNWE.00). (تاريخ الاطلاع: 2015/12/17)

المحدودة على الاستثمار في أنشطة منع الأزمات والتي تعتمد على طائفة محدودة من الصادرات التي تمثل السلع الأولية الجانب الأكبر منها<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني: أنواع الصدمات الاقتصادية

تبرز الصدمات من خلال الأحداث الخارجية التي لا يمكن السيطرة عليها والتي لها آثار قوية على مستوى الدخل في البلد، وعموماً فإن معظم الصدمات الاقتصادية تكون ناجمة إما عن سوق السلع والخدمات (الصدمات الحقيقية) أو من سوق النقد (الصدمات النقدية أو الاسمية) كمايلي<sup>2</sup>:

### 1. الصدمات الحقيقية

هي صدمات خارجية المنشأ وتحدث عندما يكون هناك حدث مفاجئ في سوق السلع والخدمات مما يؤثر على الناتج المحلي الإجمالي، ومن مسبباتها اعتماد تكنولوجيا جديدة أو منتج جديد أو حدوث تقلبات في أسعار المواد الأولية، يضاف إلى ذلك الصدمات التي تصيب حركة رؤوس الأموال دولياً (الدخول الكبير لرؤوس الأموال لبلد ما أو هروبها منه). وتعتبر العديد من البلدان لاسيما النامية التي تعتمد على تصدير سلعة واحدة فقط (كالنفط أو القطن أو النحاس) أو عدد قليل من السلع، عرضة لصدمات خارجية قد تكون سلبية أحياناً وإيجابية أحياناً أخرى. فالصدمة السلبية تحدث نتيجة انخفاض عوائد الصادرات (بالعملة الأجنبية) لانهايار أسعارها في الأسواق الدولية، وبالمقابل تكون الصدمة ايجابية حين ترتفع عوائد الصادرات نتيجة ارتفاع أسعارها في الأسواق الدولية. ولمعرفة درجة تعرض الاقتصاد للصدمات الحقيقية لابد من دراسة وتحليل تطور معدلات التبادل التجاري الدولي للبلد وملاحظة التذبذبات الحاصلة فيها. حيث يعرف معدل التبادل الدولي لبلد ما بأنه عدد الوحدات المستوردة التي يحصل عليها البلد مقابل كل وحدة يصدرها إلى العالم الخارجي، وبالتالي يعكس الفرق بين الزيادة في أسعار الصادرات وأسعار الواردات ويوجد نوعين لهذا المؤشر وهما<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، "أعمال الإفراض في الصندوق لمواجهة الأزمات"، متاح على الموقع: [www.imf.org/external/np/exr/facts/crislend.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/crislend.htm) (تاريخ الاطلاع 2015/1/8).

<sup>2</sup> راجع في هذا الشأن:

- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص ص. 1-327.

- محمد صالح سلمان، "قياس وتحليل الصدمات النقدية في الاقتصاد العراقي للفترة (1980-2005): دراسة قياسية"، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية، عدد 16، جامعة بغداد، 2010، ص ص. 143-144.

<sup>3</sup> البنك المركزي الأردني، "التقرير السنوي 2011"، عمان، الأردن، ص. 66.

✓ مؤشر شروط التبادل التجاري السعري = الرقم القياسي لأسعار الصادرات منسوبا

إلى الرقم القياسي لأسعار المستوردات؛

✓ مؤشر شروط التبادل التجاري الكمي = الرقم القياسي لكمية المستوردات منسوبا إلى

الرقم القياسي لكمية الصادرات.

بالإضافة إلى ذلك هناك مؤشر ثالث يعكس القوة الشرائية لقيمة الصادرات مقاسة بأسعار

المستوردات، ويسمى مؤشر المقدر على الاستيراد وهو عبارة عن شروط التبادل التجاري السعري

مضروبا بالرقم القياسي لكمية الصادرات.

## 2. الصدمات النقدية

هي صدمات داخلية المنشأ تحدث عندما يكون هناك حدث

مثل التغيير غير المتوقع في الكتلة النقدية المتداولة نتيجة تغيير الطلب على النقد من طرف

الأعوان الاقتصاديين غير البنكيين، بسبب الابتكارات المستحدثة في الأدوات المالية أو التذبذبات

أو الصدمات المرتبطة بالإففاق تبعا للتغيير في أحد مكوناته (الاستهلاك أو

الاستثمار) أو الإففاق العمومي.

لمعرفة درجة تعرض أي اقتصاد للصدمات النقدية دراسة وتحليل مدى استقرار

لتقييم سلوك الأعوان الاقتصاديين في ما يخص حيازتهم . ومن بين

تحليل تطور سرعة تداول ( ) ، التي يقصد بها

المرات في المتوسط السنوي لتداول وحدة نقدية في الاقتصاد. ويتم د ها على أنها

الكتلة النقدية<sup>1</sup> في نهاية الفترة الزمنية

$$\text{كتلة النقدية} / =$$

د نفس دور الوحدات النقدية فمثلا بالنسبة لكتلة نقدية ما

مرتين وكان الكتلة النقدية تضاعفت مرتين.

صاדיين في ما يخص طلبهم على النقد وعليه

إذا كان الطلب على النقود غير مستقر فان سرعة تداول النقود تكون أيضا غير مستقرة،

ها يدل على أن البنك المركزي غير قادر على مراقبة التحركات النقدية ومن ثم

2.

<sup>1</sup> تجدر الإشارة هنا إلى أن الكتلة النقدية قد تكون بصيغة M1 (النقود القانونية + ودائع تحت الطلب) أو بصيغة M2 (النقود القانونية + ودائع تحت الطلب + ودائع لأجل)، أو بصيغ أوسع أخرى وفقا للتطور النقدي للبلاد.

<sup>2</sup> محمد الشريف إلمان، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية: الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية القطاع النقدي"، الجزء الثالث، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص ص. 76-106.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 106.

ولقياس النقل  
قود يتم عادة ح ب الانحراف المعياري للفروق بين  
سرعة الدوران الاتجاهية التقديرية والسرعة الفعلية لدوران النقود في الدخل خلال فترة زمنية  
معينة وعلى شكل نسبة مئوية<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: اختيار نظام الصرف الملائم في ظل الصدمات الاقتصادية

حسب أنصار الأدبيات المعاصرة لمنطقة العملة المثلى فإن اختيار نظام سعر الصرف مرتبط بنوع الصدمات التي تواجه الاقتصاد. فإذا كانت الصدمات الحقيقية هي المسيطرة فمن الناحية النظرية فإن تبني النظام المرن هو أفضل اختيار، لأنه يتمتع بآلية ذاتية لتخفيض سعر الصرف عندما يحتاج الاقتصاد المحلي لذلك. فبافتراض حدوث صدمة سلبية لمعدلات التبادل التجاري لبلد ما متمثلة في انخفاض الطلب الخارجي على صادراته نجم عنها تدهور وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وعليه ففي ظل وجود نظام الصرف المرن، فإن هذا العجز سيؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية، والذي بدوره ينعكس على تخفيض أسعار السلع القابلة للتبادل التجاري وبالتالي تحسن تنافسيتها السعرية مما يرفع من الطلب الخارجي عليها<sup>2</sup>. وبالتالي فإن انخفاض سعر الصرف يعتبر عاملاً مساعداً على امتصاص التأثير السلبي للصدمة الحقيقية. وبالمقابل عندما تكون الصدمات المسيطرة في الاقتصاد اسمية (نقدية) فإن اختيار نظام الصرف المرن يكون غير ملائم، لأن صدمة زيادة الطلب على النقود مثلاً سترفع من معدل الفائدة وهو ما يضر بالاقتصاد وخاصة إذا كان على حافة الانكماش، وهذا ما يدعم فكرة اختيار نظام الصرف الثابت باعتباره يسمح بعزل الاقتصاد من تقلبات الطلب على النقود مع تأثير متدني على الناتج. ففي ظل نظام ثبات الصرف يتدخل البنك المركزي لمواجهة الصدمة الاسمية من أجل الحفاظ على استقرار سعر الصرف، وعليه سيقوم بشراء النقد الأجنبي لمنع تحسن قيمة العملة المحلية، وبالتالي سيزداد العرض النقدي ويتم تلبية فائض الطلب على النقود، وتنخفض تبعاً لذلك معدلات الفائدة إلى مستوياتها المبدئية<sup>3</sup>.

من أهم الدراسات التطبيقية التي تناولت موضوع الصدمات الاقتصادية دراسة كل من الباحثين (Hausman & Gavin, 1996)<sup>4</sup>، والتي توصلت إلى أن البلدان النامية وخاصة المصدر للسلع الأساسية تتعرض بشكل كبير لصددمات معدلات التبادل التجاري، والتي لها تأثير كبير على تقلبات الناتج فيها. وتظهر صدمات معدلات التبادل التجاري وأثرها في تقلبات الناتج بشكل جلي في

<sup>1</sup> فيتالي كرامارنكو

<sup>2</sup> Daly S M., "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", In **Munich Personal RePEc Archive**, 2007, Online at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4075/>. (Consulté le: 03/03/2015).

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Hausman and Gavin, "Securing stability and growth in a shock prone region: the policy challenge for latin America", **IADB Working paper**, No.315, 1996, pp.1-33.

الاقتصاديات النفطية، حيث أن ارتفاع أسعار النفط يتولد عنها في الغالب طفرة في الطلب المحلي وتدفقات كبيرة لرأس المال والاستثمار وتحسن سعر الصرف الحقيقي الذي يعتبر عائقاً أمام نمو وازدهار الصادرات التقليدية غير النفطية، وبالمقابل يزداد التخصص في قطاع السلع الغير قابلة للتجارة دولياً (كالخدمات، البناء والتشييد)، ويعبر عن هذه المتلازمة بظاهرة المرض الهولندي (Dutch Disease)<sup>1</sup>.

وفي هذا الصدد فإن اختيار نظام الصرف الملائم لهذه الأوضاع قد كان محل دراسات نظرية وتطبيقية عديدة، يمكن الإشارة إلى بعض منها مع التركيز على أهم النتائج التي توصلت إليها في مايلي:

- دراسة (Christian Borda, 2001)<sup>2</sup>: وهي عبارة عن دراسة قياسية حول فاعلية مختلف أنظمة سعر الصرف في عزل الاقتصاد من صدمات معدلات التبادل التجاري في البلدان النامية، وقد أظهرت الدراسة أهمية مرونة سعر الصرف في مواجهة الصدمات السالبة لمعدلات التبادل التجاري، وأن الأنظمة المرنة ترافقها انخفاضات في سعر الصرف الحقيقي للعملة وخسارة ضعيفة في نمو الناتج بالمقارنة مع أنظمة الصرف الثابتة.

- دراسة (Oya Celasun, 2003)<sup>3</sup>: ركزت على اعتبارات إختيار نظام الصرف الملائم في إقتصاد بترولي مع أخذ إيران كحالة دراسية. وقد أكدت الدراسة بأن دالة هدف السلطات في أي إقتصاد هي التي تحدد درجة مرونة نظام سعر الصرف فيه، فإذا كان الهدف هو ضبط معدل التضخم (ظاهرة التضخم المستورد بشكل خاص) والذي يتم من خلال الحد من تقلبات سعر الصرف الاسمي، فإنه في هذه الحالة يفضل استخدام نظام الصرف الثابت حيث يكون سعر الصرف بمثابة ركيزة اسمية لمستوى الأسعار، أما إذا كان الهدف هو خفض تقلبات الناتج في مواجهة مختلف الصدمات التي تصيب الإقتصاد فهنا لا بد أن تسمح السلطات لسعر الصرف الاسمي بالتحرك، أي اعتماد نظام صرف مرّن. وعموماً تدافع الدراسة عن أهمية تبني نظام الصرف المرّن في الاقتصاديات النفطية باعتباره يؤدي دوراً هاماً في تسهيل تكيف سعر الصرف الحقيقي في أعقاب حدوث طفرة في أسعار السلع الأساسية كالنفط مثلاً، إضافة إلى اعتماد

<sup>1</sup> كريستين إبراهيم زادة، "المرض الهولندي: ثروة جد كبيرة تدار بغير حكمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 40، العدد 1، مارس 2003، ص 50-51.

<sup>2</sup> Christian Borda, "Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries", **Staff Report**, No.148, Federal Reserve of New York, 2001, pp.1-36.

<sup>3</sup> Oya Celasun, "Exchange rate regime considerations in an oil economy: the case of Islamic republic of Iran", **IMF working paper**, No. 03/26, 2003, pp.1-18.

سياسة مالية عامة احترازية قائمة على تمهيد وتلطيف الطلب المحلي عبر الزمن، بما يقلل من التخصص غير المجدي في السلع الغير قابلة للتجار للدولي.

- دراسة (Brad Sester, 2007)<sup>1</sup>: جاءت بعنوان "دفاعا عن مرونة سعر الصرف في الاقتصاديات المصدرة للنفط"، حيث أبرزت الورقة عيوب الربط الثابت إلى الدولار الأمريكي في ظل عدم تماثل الدورات الاقتصادية بين الولايات المتحدة الأمريكية والبلدان النفطية التي تربط عملاتها إلى الدولار الذي تتراجع قيمته عند ارتفاع أسعار النفط وترتفع عند انخفاضها، بالإضافة إلى المشاكل المترتبة عن تحسن سعر الصرف الحقيقي في هذه البلدان، وتفشي ظاهرة التضخم المستورد فيها في ظل تبنيها أنظمة الصرف الثابتة. وعموما توصي الدراسة بأهمية اعتماد مرونة سعر الصرف في الاقتصاديات المصدرة للنفط باعتبارها تساعد في مواجهة الصعوبات الاقتصادية الناجمة عن الربط الثابت لعملاتها إلى الدولار الأمريكي.

### المطلب الثاني: الانفتاح التجاري

تقاس درجة الانفتاح التجاري بالمؤشر "نسبة التجارة الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي" بمعنى الصادرات والواردات من السلع والخدمات منسوبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويدل ارتفاع هذا المؤشر على زيادة اعتماد البلد على الخارج والعكس تماما في حالة انخفاضه. ورغم تباين الآراء حول النسبة التي يكون عنده البلد منفتحا تجاريا، إلا أن هناك اتجاها متزايدا لاعتبار نسبة 55% حدا لانكشاف الدولة تجاريا<sup>2</sup>. وعموما يعكس هذا المؤشر مدى تأثر وشدة حساسية الاقتصاد الوطني للتغيرات التي تطرأ على التجارة الخارجية سواء كان مصدرها داخليا أو خارجيا، أي أن الانفتاح التجاري مقياس لدرجة انكشاف الاقتصاد للخارج.

تلعب درجة الانفتاح الاقتصادي دورا مهما في تحديد نظام الصرف الملائم في أي بلد، فكلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحا قل التوجه نحو نظم الصرف المرنة، فغالبا ما يكون نظام الصرف الثابت هو الأفضل للبلدان التي تتمتع بدرجة انفتاح تجاري كبيرة حتى يضمن لها تحقيق الاستقرار في حجم تجارتها الخارجية. فثبات سعر الصرف يسمح بتوفير درجة عالية من الاستقرار في تسعير المعاملات الدولية من خلال التقليل من تكاليف المعاملات والتخفيض من عدم التأكد ( كالحذ من خطر الصرف) الذي يعاني منه الأعوان الاقتصاديون في إطار تعاملاتهم الدولية، وهذا الثبات في سعر الصرف يساعد في تشجيع الاستثمار الوطني والأجنبي المباشر وكذلك التجارة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Brad sester, "The case for exchange rate flexibility in oil exporting economies", **Policy Brief**, 07-08, Peterson institute for international economics , November 2007, pp.1-14.

<sup>2</sup> مشهور هذلول بربور، "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)", أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص.53.

<sup>3</sup> Amina lahreche-revil, Op.Cit., pp.98-99.



في هذا السياق فقد أوضحت إحدى الدراسات التجريبية بأن تبني عملة موحدة بين مجموعة من البلدان المنفتحة تجارياً بشكل كبير على بعضها البعض من شأنه أن يضاعف بحوالي ثلاث مرات حجم المبادلات والدخل بين هذه الدول<sup>1</sup>. كما قدرت المفوضية الأوروبية بأن الاتحاد النقدي الأوروبي سيخفض من تكاليف المعاملات بما مقداره 0.5 % من الناتج المحلي الإجمالي لدول الاتحاد، وهو ما يُسهّل التجارة في السلع والخدمات بين البلدان الأعضاء ومن ثم زيادة مستويات النمو الاقتصادي في دول الاتحاد<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: حجم وتنوع الاقتصاد والتركز الجغرافي للتجارة الفرع الأول: حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه

ينص هذا المعيار على أنه كلما زاد حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه ولاسيما التركيز الكبير على تنمية الصادرات كلما شجع ذلك على وجود أسعار صرف مرنة. فعادة ما تكون الدول المتقدمة اقتصادياً عرضة للصدمات الحقيقية ولكن بنسب أقل لأنها أكثر تنوعاً في قطاعاتها وإنتاجها. فعند حدوث صدمة لقطاع معين أو صناعة معينة سيكون تأثيرها أقل على الاقتصاد بشكل عام وذلك لكون هذا القطاع لايمثل سوى جزء من الإنتاج الكلي، كما يمكن مواجهتها من خلال تحركات أسعار الصرف الاسمية<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: التركيز الجغرافي للتجارة

يعتبر التركيز الجغرافي للتجارة من المحددات المهمة لاختيار نظام الصرف الملائم، حيث ينص هذا المعيار على أنه كلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير كان من الأفضل التوجه نحو تثبيت العملة المحلية بعملة هذا البلد. أما البلدان التي تتعامل مع عدة شركاء تجاريين وبعملات مختلفة فإنها مدعوة إلى تثبيت عملتها بسلة عملات تعكس تلك العلاقات التجارية.

تتوقف عملية اختيار الربط إلى عملة منفردة أو سلة من العملات على تحليل كل من المعطيات المتعلقة بتكوين التجارة الخارجية للبلد مثل التوزيع الجغرافي للصادرات وكذا التركيب السلعي للمستوردات، بالإضافة إلى المعطيات المتعلقة بتوزيع احتياطات النقد الأجنبي للبلد ولفترة زمنية طويلة نسبياً. حيث يتم اختيار الربط إلى عملة منفردة إذا كان هناك شريك تجاري مسيطر يستحوذ على أكثر من 50 % من المعاملات التجارية مع هذا البلد، وهنا يساعد هذا الربط في استقرار المعاملات التجارية بينهما. وبالمقابل يتم اللجوء إلى الربط بسلة عملات في

<sup>1</sup> Andrew K.Rose, Jeffery Frankel, "An estimate to the effect of common currencies on trade and income", *Quarterly Journal of Economics*, Volume 117, Issue 2, 2002, pp.437-466.

<sup>2</sup> Luca Ricci, Op.Cit., p.3.

<sup>3</sup> مشهور هذلول بربور، المرجع السابق، ص.48.

حالة عدم تركيز المعاملات التجارية مع شريك واحد فقط وإنما وجود عدة شركاء، وكل واحد منهم له حصة أو وزن معين في السلة يطلق عليه معامل الترجيح<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: مستوى التضخم ومصادقية البنك المركزي

يتناول هذا المطلب كيفية تأثير مستوى التضخم ومصادقية البنك المركزي على إختيار نظام الصرف الملائم للاقتصاد، ثم يستعرض بعد ذلك نتائج بعض الدراسات التجريبية حول أداء التضخم في ظل مختلف نظم الصرف.

### الفرع الأول: العلاقة النظرية بين التضخم، المصادقية ونظم سعر الصرف

هناك توافق آراء واسع النطاق على أنه عندما يكون معدل التضخم في بلد ما شديد الارتفاع مقارنة بالمعدل العالمي فإنه يستحسن له إختيار نظام الصرف الثابت، لأنه يساعد في زيادة الانضباط النقدي ويضفي المصادقية على برامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي<sup>2</sup>. وتتجلى فكرة المصادقية في أن الدولة التي لديها محاولات جادة ومصادقية لمحاربة التضخم فإنها تقوم بتثبيت سعر صرف عملتها بسعر صرف عملة دولة أخرى تتمتع بسمعة طيبة في ما يخص استقرار مستوى الأسعار أي ذات معدل تضخم منخفض. والهدف من وراء ذلك هو استيراد معدل التضخم الخاص بعملة بلد الربط، وبالتالي الظفر بمصادقية هذا البلد ومحاولة الالتزام بإيجاد نقد مستقر من خلال تقييد حرية البنك المركزي من التدخل بسياسات نقدية توسعية، واعتماد خطة لتثبيت التضخم تستند إلى التحكم في سعر الصرف، وبالتالي يلعب سعر الصرف دور الركييزة الاسمية لتثبيت التوقعات التضخمية، حيث تتولد قناعة لدى صانعي سياسات الأجور والأسعار بأن معدلات التضخم لن تزيد في المستقبل مما يجعلهم يضعون ذلك في حساباتهم عند وضع السياسات المتعلقة بالأجور والأسعار، وتكون النتيجة أن الدولة سوف تحافظ على مستويات منخفضة من التضخم في المستقبل<sup>3</sup>.

ومن التجارب الناجحة في هذا المجال تجربة دول النظام النقدي الأوروبي التي تبنت سياسات مكافحة التضخم خلال عقد الثمانينات، حيث نجح المشاركون فيه من تخفيض التضخم عندما قرروا ربط عملاتهم "بالمارك" الألماني باعتباره نقطة ارتكاز النظام. بالإضافة إلى الأرجنتين التي حاولت الحفاظ على قيمة عملتها البيزو التي دمرها التضخم المفرط الذي ساد البلاد خلال الثمانينيات، من خلال تطبيق مخطط قابلية التحويل عام 1991 بربط عملتها إلى

<sup>1</sup> Hanen Gharbi, Op.Cit, p.5.

<sup>2</sup> Subbash Thakur, Joshua Greene Subhash, "Panorama des politiques et des régimes de change", Institut de FMI, Washington DC, 2001, pp.12-13.

<sup>3</sup> عماد عمر محمود على الهنداوي، المرجع السابق، ص.60.

الدولار بسعر ثابت في إطار ترتيبات مجلس العملة، وتمكنت بذلك من خفض معدل التضخم والتحكّم فيه<sup>1</sup>.

ولقد حاولت العديد من الأبحاث تحديد كيفية تأثير اختيار نظام سعر الصرف على الأداء الاقتصادي الكلي، ولاسيما من حيث أداء النمو أو التضخم. فمثلا قامت دراسة (Levy-Yeyati & Sturzenegger)<sup>2</sup> بجمع وتحليل البيانات الخاصة بـ 183 دولة خلال الفترة (1974-2000) وكانت فرضية الدراسة تركز على أن أنظمة سعر الصرف الثابتة تؤثر في معدلات التضخم مباشرة عن طريق توقع معدلات التضخم، وبطريقة غير مباشرة عن طريق آثار الانضباط النقدي. وقد وجدت هذه الدراسة أنه بالنسبة للدول الصناعية فإن العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والتضخم كانت غير معنوية، أما بالنسبة للدول غير الصناعية فإن الدراسة قد خلصت إلى أن أنظمة سعر الصرف الثابتة صاحبها معدلات منخفضة من التضخم، وبخاصة عندما كانت الفترة التي تطبق فيها أنظمة سعر الصرف الثابتة طويلة ولا تقل عن خمس سنوات. أما دراسة "أتيش غوش وآخرون (2009)"<sup>3</sup> التي اعتمدت تصنيفات نظم الصرف بحكم القانون وبحكم الواقع، واستندت إلى البيانات الخاصة بـ 150 دولة عضو في صندوق النقد الدولي وعلى امتداد الفترة (1980-2007) فوجدت أن أنظمة الربط الصارم يرافقها أفضل أداء للتضخم، حيث تتوافق مع مستويات دنيا للتضخم مقارنة بالأنظمة الأخرى، كما تسمح باستمرار نمو الناتج.

وبناء على ما تقدم فإن لنظام الصرف الثابت دورا مهما في الحد من مخاطر التضخم بشكل عام والتضخم المستورد الناتج عن انخفاض قيمة العملة بشكل خاص. ولعل تردد العديد من البلدان في التخلي عن أنظمة الصرف الثابتة والتحول نحو مرونة أكبر في إدارة سعر الصرف سببها الخوف من الضغوط التضخمية الناشئة عن تقلبات سعر الصرف.

### الفرع الثاني: كيفية وحجم تأثير التضخم بتحركات سعر الصرف

تعتبر تحركات سعر الصرف أحد العوامل المفسرة للضغوط التضخمية في الاقتصاديات المفتوحة على الخارج، إذ غالبا ما يرافق تدهور قيمة العملة ارتفاع في تكلفة المستوردات من السلع والخدمات التي تكون مؤشر سعر المستهلك، وهي الظاهرة التي يُـ إليها الاقتصاديون " - (Exchange Rate Pass-Through) والتي تعرف على أنها "النسبة المئوية للتغيير

<sup>1</sup> Subbhash Thakur, Joshua Greene Subhash, Op.Cit., p.12.

<sup>2</sup> Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth," *American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, 2003, pp. 1173-93.

<sup>3</sup> Atish ghosh, et al., "Toward a stable system of exchange rates", *IMF Occasional Paper*, Washington: International Monetary Fund, 2010, pp.1-35.

في أسعار المستوردات بالعملة المحلية الناجم عن تغيير في سعر الصرف مقداره واحد بالمائة بين البلد المستورد والمصدر<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة إلى أن أسعار المستوردات لا تزيد بالضرورة بواحد بالمائة كاستجابة لانخفاض مقداره واحد بالمائة في قيمة العملة الوطنية بمعنى أن هناك إنعكاسا تاما، فقد تؤثر التحركات في أسعار الصرف جزئيا على أسعار السلع المُصدرة (الإنعكاس الجزئي) كما قد لا تؤثر نهائيا (الإنعكاس الصفري)، فمعرفة حجم التأثير تتطلب إجراء دراسة تجريبية لحساب معامل أثر الانعكاس<sup>2</sup>. كما أن آلية الانتقال ومقدار تأثيرها يختلف باختلاف ظروف الدول والقطاعات الاقتصادية، إضافة إلى أنها عملية مستهلكة للوقت حيث تستغرق وقتا لظهور آثارها<sup>3</sup>. وعلى العموم يكون الإنعكاس جزئيا (وهي الحالة الأكثر إنتشارا) في الحالات الآتية:<sup>4</sup>

- توفر بدائل إحلال الواردات في البلد المعني: يؤدي انخفاض قيمة العملة مقابل باقي العملات الأجنبية إلى ارتفاع أسعار المستوردات ومن ثم تشجيع الإنتاج المحلي لبدائل الواردات.
- اعتماد المصدرين لسياسات تسعير تهدف للإبقاء على الحصة السوقية بالبلد المعني: فالأسعار العالية للواردات الناجمة عن تدهور سعر الصرف تؤدي إلى انخفاض الطلب المحلي عليها وهو ما يدفع بالمصدرين الأجانب إلى تعديل هوامش ربحهم بما يؤدي لخفض أسعار صادراتهم والمحافظة على حصصهم السوقية خاصة في ظل وفرة البدائل المحلية للواردات، وبالتالي يسهمون في امتصاص جزء من تأثير سعر الصرف.
- زيادة المنافسة العالمية وتنوع جهات ومصادر الاستيراد في ظل اقتصاد معولم أضعفت من مقدرة الشركات على فرض أسعارها تحت ضغط المنافسة الدولية، وسيادة سلوك التسعير إلى السوق مما يحد من ظاهرة انعكاس أسعار الصرف.
- التكيف البطيء لأسعار السلع غير القابلة للاتجار وكذا تكلفة الأجور عند الاستجابة لارتفاع تكلفة الاستيراد.

لمعرفة كيفية تأثر التضخم بتدهور القيمة الخارجية للعملة، والقنوات التي تتم من خلالها آلية التأثير، نستعرض الشكل الموالي:

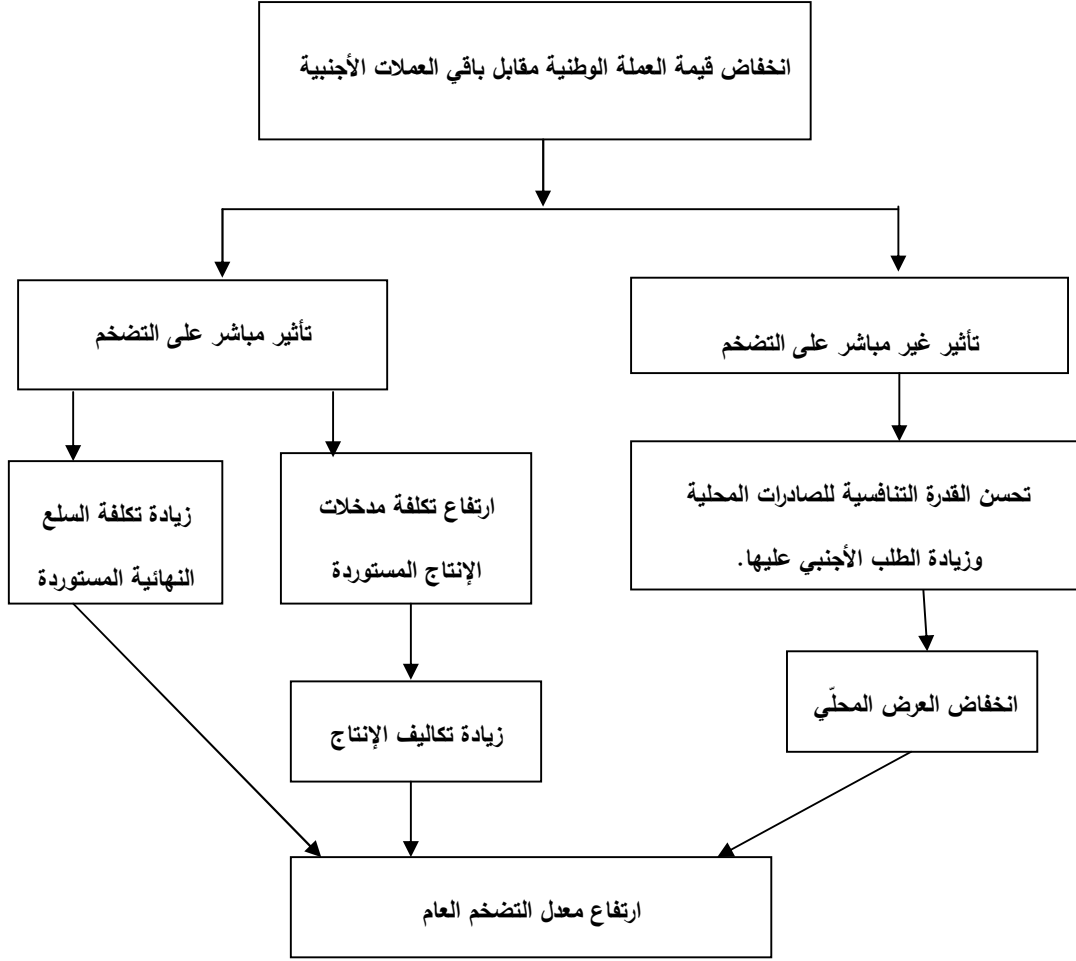
<sup>1</sup> Al-Raisi A, Pattanaik S, "Pass-Through of Exchange Rate Changes to Domestic Prices in Oman ", **CBO Occasional Paper**, No.2005-1, p.4.

<sup>2</sup> في هذا السياق فقد أوضح تقرير لصندوق النقد الدولي، أنه خلال الفترة (1975-2003) كان انتقال آثار أسعار الصرف إلى أسعار الواردات جزئيا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، منطقة اليورو، واليابان، حيث بلغ معامل الانعكاس لهذه البلدان على الترتيب: 0.42، 0.53، 0.81. للاطلاع بشكل أوسع راجع: صندوق النقد الدولي، "آفاق الاقتصاد العالمي"، أبريل 2007، ص.100.

<sup>3</sup> مشهور هذلول بربو، المرجع السابق، ص.12.

<sup>4</sup> Lilia Bensliman, Op.Cit., pp.119-120.

الشكل (01-07): آلية تأثير انعكاس سعر الصرف على مؤشر الأسعار.



المصدر: بتصريف من:

Al-Raisi A, Pattanaik S, "Pass-Through of Exchange Rate Changes to Domestic Prices in Oman", CBO Occasional Paper, No. 1, 2005, p.6.

من الشكل أعلاه يتضح وجود قناتين رئيسيتين لانتقال أثر تغيرات أسعار صرف العملات

الأجنبية على مؤشر الأسعار وهما:

أولاً: القناة المباشرة

يبرز أثر تغير سعر الصرف على المستوى العام للأسعار من خلال التأثير المباشر على أسعار الواردات بالعملة المحلية، والتي بدورها تؤثر على مؤشر سعر المستهلك. ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة الآتية المشتقة من نظرية تكافؤ القوة الشرائية كمايلي<sup>1</sup>:

$$P_d = e P_f$$

حيث:

$P_d$  هو سعر السلع المستوردة بالعملة الوطنية؛

<sup>1</sup> Al-Raisi A, Pattanaik S, Op.Cit., p.4.

$e$  هو سعر الصرف (عدد وحدات العملة الوطنية مقابل وحدة من العملة الأجنبية)؛

$P_f$  هو سعر نفس السلع المستوردة بالعملة الأجنبية.

عندما يتدهور سعر الصرف  $e$  بمعنى دفع عدد أكبر من وحدات العملة الوطنية للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، فإن سعر السلع المستوردة بالعملة الوطنية  $P_d$  لابد أن يرتفع حتى تتحقق المساواة في المعادلة أعلاه. وفي الواقع يصعب من الناحية التطبيقية تحقق نظرية تكافؤ القوة الشرائية بسبب مجموعة من الاعتبارات أهمها:

- العوائق الجمركية وغير الجمركية التي تعيق وتقيّد حرية حركة السلع؛
- وجود تكاليف المعاملات (النقل، الشحن، التأمين)؛
- وجود المنافسة غير الكاملة؛
- سلوك التسعير إلى السوق.

#### ثانياً: القناة غير المباشرة

تظهر هذه القناة من خلال الضغوط التي يواجهها المعروض من السلع المنتجة محلياً في حالة ما إذا أدى انخفاض سعر الصرف إلى زيادة الصادرات المحلية. فبافتراض عدم تغيير الطلب المحلي، فإن زيادة التصدير للخارج ستؤدي إلى انخفاض المعروض المحلي ومن ثم يحدث تضخم في أسعار السلع المنتجة محلياً. ومن جهة أخرى إذا كانت كثافة استخدام الواردات في التصدير عالية، وكانت القناة المباشرة تؤدي إلى تصحيح سريع في الأجور والأسعار في الاقتصاد المحلي فإن زيادة الصادرات عند انخفاض سعر الصرف قد تكون أقل، وفي هذه الحالة فإن القناة المباشرة لانعكاس سعر الصرف ستتغلب على القناة غير المباشرة.

وبناءً على ما تقدم فإن لإشارة سعر الصرف تأثيراً مباشراً في تثبيت التضخم واعتدال الأسعار إذا كان خفض التضخم مصدره الاستقرار الحاصل في سعر صرف العملة الوطنية، والذي ينعكس على انخفاض ملموس في أسعار الإستيرادات أو استقرارها أو التصدي لارتفاعها سواء للسلع النهائية أو الوسيطة الداخلة في العملية الإنتاجية، ومن ثم الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار.

#### المطلب الخامس: حركية رأس المال

لقد نما حجم تدفقات رأس المال الدولية في العقود الأخيرة نمواً متسارعاً فاق نمو الكثير من المتغيرات الاقتصادية الحقيقية بما في ذلك صادرات السلع والخدمات ومستورداتها، وأصبحت بذلك حركة حساب رأس المال لموازين المدفوعات تشكل جزءاً مهماً من الطلب والعرض على العملات الأجنبية، وعاملاً حاسماً في تحديد نظام الصرف الملائم.

## الفرع الأول: تعريف تحرير حساب رأس المال

وفقا لتوصيات الطبعة الخامسة من دليل صندوق النقد الدولي المتعلقة بمنهجية إعداد إحصائيات ميزان المدفوعات فإن حساب رأس المال لأي بلد يوضح مختلف التدفقات المالية ولاسيما: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، استثمارات الحافظة، المشتقات المالية، الاستثمارات الأخرى، والتي تتجم عن حيازة أصول بلد ما من طرف المقيمين في بلد آخر. ويشمل حساب رأس المال البنود التالية<sup>1</sup>:

- **الاستثمار الأجنبي المباشر:** هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة للحصول على حصة دائمة في الإدارة (نسبة 10 % أو أكثر من الأسهم المتمتعة بحقوق التصويت) في مؤسسة عاملة في اقتصاد غير اقتصاد المستثمر. ويشتمل الاستثمار المباشر على كل من حقوق الملكية، والعائدات المعاد استثمارها، ورأس مال آخر طويل الأجل، ورأس المال القصير الأجل. ويتضمن الاستثمار الأجنبي المباشر الصافي الإجمالي أي صافي الاستثمار الأجنبي المباشر بالاقتصاد القائم بالإبلاغ من مصادر أجنبية مطروحا منه صافي الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يقوم به الاقتصاد القائم بالإبلاغ إلى بقية أنحاء العالم.

- **استثمارات الحافظة:** تغطي المعاملات في الأسهم والسندات حيث تشتمل على ما يحوزه المقيمون من أوراق مالية أجنبية أو العكس أي حيازة غير المقيمين لأوراق مالية محلية، مع الإشارة إلى أن المداخل المتولدة عنها (أرباح أو فوائد) تسجل في الحساب الجاري في بند الدخل (دخل الاستثمار).

- **المشتقات المالية:** هي أدوات مالية مرتبطة بأداة مالية أخرى أو مؤشر أو سلعة معينة، ويمكن من خلالها تداول مخاطر مالية معينة في الأسواق المالية على أساس مستقل مثل عقود الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة.

- **الاستثمارات الأخرى:** هي فئة متبقية تشمل جميع الأدوات المالية بخلاف المصنفة استثمارا مباشرا أو استثمارات حافظة أو مشتقات مالية أو أصول احتياطية، وتشمل: الائتمانات التجارية والقروض (بما في ذلك استخدام ائتمان وقروض صندوق النقد الدولي والقروض المرتبطة بالتأجير المالي)، والعملية والودائع وحسابات أخرى مستحقة التحصيل أو الدفع.

<sup>1</sup> راجع في هذا الصدد:

- صندوق النقد العربي، "النشرة الإحصائية للدول العربية (1999-2008)"، الإمارات العربية المتحدة، 2010، ص ص. 298-303.  
- Méthodologie d'Elaboration des Statistiques de la Balance des paiements, Bulletin statistique de la Banque d'Algérie, Series retrospectives statistiques de la balance des paiements 1992-2005, Hors Série - Juin 2006, pp.77-83.

قبل التطرق إلى تعريف تحرير حساب رأس المال لا بد من الإشارة إلى مفهوم قابلية التحويل. حيث يقال عن عملة بلد ما أنها قابلة للتحويل إذا كان مسموحاً للمقيمين وغير المقيمين فيه بإبدالها بالأسعار الجارية مقابل مبالغ من العملات الأجنبية، والتي يستطيعون استعمالها لاحقاً بكل حرية في إطار معاملاتهم الدولية، وعادة ما يتم التمييز بين نوعين من قابلية التحويل وهما<sup>1</sup>:

- قابلية تحويل الحساب الجاري: تخص فقط المعاملات الجارية بمعنى الترخيص بتبادل

العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية لتمويل عمليات الصادرات والواردات من السلع والخدمات، والتحويلات الجارية، ومداخيل العمل والاستثمارات؛

- قابلية تحويل حساب رأس المال: وهي نفسها حرية حركة رؤوس الأموال بمعنى الترخيص لرأس المال بالتدفق بكل حرية داخل وخارج البلد.

إذن تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات معناه تخفيف وتلطيف القيود المفروضة على مختلف تدفقات رؤوس الأموال العابرة لحدود بلد معين<sup>2</sup>. ويقصد بالقيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال كل الإجراءات الرقابية المتخذة من طرف بلد ما لتقييد دخول و/أو خروج رؤوس الأموال منه وإليه، حيث تنقسم إلى إجراءات رقابة مباشرة وغير مباشرة كمايلي<sup>3</sup>:

- الرقابة المباشرة: هي إجراءات تمنع أو تحد المعاملات وما يتعلق بها من تسويات أو تحويل؛  
- الرقابة غير المباشرة: هي الإجراءات التي تثبّط حركة رؤوس الأموال بجعلها أكثر كلفة، ومن أهم هذه الإجراءات فرض الضرائب على التدفقات أو المداخيل الناجمة عن حيازة المقيمين (أو غير المقيمين) لأصول مالية أجنبية (أو محلية)؛ أو فرض معدل احتياطي إجباري بدون فائدة.

### الفرع الثاني: منافع ومخاطر تحرير حساب رأس المال

في السنوات الماضية نما حجم تدفقات رأس المال الدولية نمواً مطرداً فاق نمو الكثير من المتغيرات الاقتصادية الحقيقية بشكل واضح، وكان تحرير أسواق المال وتراجع التضخيم الحكومي وكذلك التطورات التكنولوجية المتسارعة في نظم المعلومات والاتصالات وما أفرزته من خفض كبير في كلفة المعاملات، بمنزلة القوى المحركة لهذا النمو المطرد<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> صالح نصولي، منير راشد، "تحرير تدفقات رؤوس الأموال في جنوب المتوسط"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 35، العدد4، ديسمبر 1998، ص. 24.

<sup>2</sup> Ayhan Kose , Eswar Prasad, " La libéralisation du compte de capital ", **Finances & Développement**, Septembre 2004, pp. 50 - 51.

<sup>3</sup> Agnès Chevalier, "Controles de capitaux: le temps de pragmatism", **La Lettre de Cepii**, No.310, Avril 2011, pp.1-2.

<sup>4</sup> عدنان عباس علي، "مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية"، مجلة العلوم الاجتماعية، المجلد 32، العدد2، الكويت، 2004، ص ص.376-327.



ويمكن استعراض أهم المنافع المنتظرة من وراء عملية تحرير حساب رأس المال وكذلك أهم المخاطر المحدقة بها في مايلي<sup>1</sup>:

**أولاً: المزايا:** يتمثل التسوية الرئيسي لتحرير التدفقات الدولية لرأس المال في دورها الإيجابي في عملية النمو الاقتصادي من خلال مايلي:

- الحصول على حصص متزايدة من الاستثمار الأجنبي المباشر بما ينعكس على زيادة معدلات النمو الاقتصادي والتخفيض معدلات البطالة، فزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي يسمح بتحويل التكنولوجيا وبالتالي تزداد الإنتاجية والتنافسية والنمو الاقتصادي فيها. وبالمقابل فإن البلدان التي تفرض قيوداً على حركة رؤوس الأموال هي الأقل استفادة من هذه التدفقات؛

- تحرير تدفقات رأس المال يعني أن الحدود الدولية لن تشكل عائقاً للاستخدام الأمثل للمدخرات، وتخصيصها نحو أكثر الاستخدامات الإنتاجية؛

- استقطاب الادخار الأجنبي وبالتالي تنويع مصادر تمويل ميزان المدفوعات؛

- إن إزالة الرقابة على حركة رؤوس الأموال واندماج لأسواق المالية المحلية مع العالمية يسمح بالولوج المتزايد للمقيمين إلى أسواق المال الأجنبية لتمويل عمليات التجارة والاستثمار؛

- ينجم عن التحرير المالي زيادة المنافسة المالية بين مختلف البلدان بما يؤدي في النهاية إلى تقاسم المخاطر وتنويع المحافظ المالية، والتقليل من تكاليف المعاملات وتحسن العائد وتنشيط أسواق المال المحلية. إضافة إلى تحقيق مكاسب من خلال التخصيص في الخدمات المالية، وتوفير حوافز الابتكار.

**ثانياً: المخاطر:** يتمثل الخطر الرئيسي الذي قد يواجهه أي بلد يريد تحرير حساب رأس المال في الانكشاف أمام التقلبات الشديدة التي تميز تدفق رأس المال قصير الأجل وإمكانية نشوب أزمات نقدية ومالية بسبب التوقف المفاجئ (Sudden Stop) أو التدفقات العكسية (Sudden Reversals)، أي حدوث تدفق عكسي حاد لرؤوس الأموال الوافدة ولاسيما القصيرة الأجل، وذلك إذا استجابت الأسواق للصدمات أو السياسات الاقتصادية غير الملائمة، وهو ما يؤدي في النهاية إلى حدوث أزمات نقدية ومالية قد تستدعي إعادة فرض الضوابط على رأس المال من جديد. وفي هذا السياق تعتبر أزمة جنوب شرق آسيا 1997-1998 من أشهر الدلائل على مخاطر تحرير حساب رأس المال.

<sup>1</sup> أنظر في هذا الصدد:

- عدنان عباس علي، مرجع سبق ذكره، ص 350-356.

- Saleh Nsouli, Mounir Rached, "Capital account liberalization in southern Mediterranean region", IMF paper on policy analysis and assesment, PPAA/98/11, pp.3-7.

### الفرع الثالث: اختيار نظام الصرف في ظل حركية رأس المال

تتمثل أهم الدروس المستفادة من أزمة دول جنوب شرق آسيا في صعوبة الحفاظ على سعر صرف ثابت قابل للتعديل (نظام وسيط) وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل الاتجاه نحو الاندماج العالمي وتحرير حساب رأس المال. وهي نفس النتيجة التي كان قد توصل إليها الاقتصادي "روبرت ماندل" صاحب نظرية "الثلاثي المستحيل". وفي هذا السياق فقد برز توافق في الرأي بين كبار خبراء الاقتصاد الدولي المعاصرين عقب هذه الأزمة على أن المحافظة على حركية رؤوس الأموال دوليا، تفرض على صناعات السياسة تبني ما أسماه "الحلول الركنية" (أو النظرة ثنائية القطب) في مجال صياغة سياسة سعر الصرف، والتي تتراوح ما بين خيارين هما: الربط الصارم لسعر الصرف أو تعويمه. فأنظمة الربط الصارم التي بموجبها يتخلى البلد عن استقلالية سياسته النقدية (كمجالس العملة مثلا) تمنع حدوث هجمات مضاربة على العملة، ولكن بالمقابل سيواجه الاقتصاد في الأجل القصير عدم القدرة على مواجهة الصدمات التي تصيب النشاط الاقتصادي بسبب عدم امتلاكه لأدوات الضبط الاقتصادي (سعر الصرف والفائدة القابلين للتعديل). أما الخيار الثاني فهو تبني أنظمة التعويم الحر التي تتحدد فيها قيمة العملة بكل حرية وفقا للعرض والطلب من دون أي تدخل حكومي، وبالتالي يلغي الحاجة إلى الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف. وهنا يتحمل البلد تقلبات كبيرة في سعر صرف عملته، قد تكون لها أثر سلبي على تجارته وعلى تخصيص الموارد الإنتاجية المتاحة<sup>1</sup>.

### المطلب السادس: درجة مرونة الأجور والأسعار

ينص هذا المعيار على أنه إذا كانت الأجور الاسمية والأسعار غير مرنة (جامدة) فإن نظام الصرف الملائم إذا تعرض الاقتصاد لصدمة حقيقية هو النظام المرن، وبالمقابل إذا كانت الأجور والأسعار مرنة فلا داعي لمرونة سعر الصرف لمواجهة الصدمة الحقيقية، فنظام الصرف الثابت في هذه الحالة يسمح بتكيف الاقتصاد معها دونما كلفة كبيرة على الناتج<sup>2</sup>. وفي ما يلي توضيح لما سبق ذكره:

### الفرع الأول: اختيار نظام الصرف في ظل عدم مرونة الأجور والأسعار الاسمية

يفضل للبلدان التي تتميز بجمود الأجور الاسمية (أو مرونة الأجور الحقيقية) بسبب اتصاف مؤشرات أسواق العمل فيها بالجمود نظرا لعدم وجود التشريعات المنظمة للعمل، وعدم وجود الاتحادات العمالية القوية، وإعانات البطالة، وكذلك جمود الأسعار الاسمية (أو مرونة

<sup>1</sup> Agnès Bénassy-Quéré, "Régimes de change: avec ou sans sucre", Op.Cit., p.1.

<sup>2</sup> عبد العلي جبلي، فيتالي كرامانكو، المرجع السابق، ص.7.

الأسعار النسبية) بسبب مختلف الضوابط السعرية المفروضة، أن تستفيد من مرونة سعر الصرف لمواجهة الصدمات الحقيقية السالبة. فمن فوائد نظام الصرف المرن أنه أداة فعالة للتصدي للصدمات الخارجية المنشأ والناجمة عن الجانب الحقيقي للاقتصاد لأنه يسمح بانخفاض سعر الصرف عندما يحتاج الاقتصاد لذلك. فانخفاض سعر الصرف يساعد على خفض الأجور الحقيقية وضمان تحول الإنفاق من السلع الأجنبية المرتفعة السعر إلى السلع المحلية الرخيصة نسبياً دونما التأثير على مستوى الناتج وتوظيف العمالة. وبعبارة أخرى فان صعوبة وتكلفة التعديل في مواجهة الصدمات الحقيقية تكون غير موجودة في حالة تبني نظم الصرف المرنة.

### الفرع الثاني: اختيار نظام الصرف في ظل مرونة الأجور والأسعار الاسمية

يفضل للبلدان التي تتميز بمرونة الأجور الاسمية (أو جمود الأجور الحقيقية) بسبب اتصاف مؤشرات أسواق العمل فيها بالمرونة، وكذلك مرونة الأسعار الاسمية (أو جمود الأسعار النسبية) أن تستفيد من مزايا ثبات سعر الصرف حتى ولو كانت عرضة لصدمات اقتصادية، بمعنى أنه كلما زادت مرونة أسواق العمل والسلع انخفضت صعوبة وتكلفة التعديل في ظل نظم الصرف الثابتة، حيث لا داعي لتحرك (مرونة) سعر الصرف لتعديل الأسعار النسبية لمجابهة الصدمة. فنظام الصرف الثابت في هذه الحالة يسمح بتكيف الاقتصاد مع الصدمات الحقيقية والاسمية أو مع أي توليفة منهما بدون تكلفة كبيرة على الناتج والعمالة، من خلال تكيف الأسعار والأجور الاسمية مع مستويات التوازن السوقية الجديدة. ومن التجارب الناجحة في هذا السياق يمكن الإشارة إلى تجربة "هونغ كونغ" التي تطبق ترتيبات مجلس العملة<sup>1</sup>.

### المطلب السابع: درجة الدولار

من الناحية النظرية تؤدي الدولار إلى زيادة عدم استقرار سعر الصرف بين العملة المحلية والعملات الأجنبية، حيث أن وجود حيازات كبيرة من النقد الأجنبي ومن العملة المحلية واستخدامهما معا في المعاملات يزيد من عدم استقرار سعر الصرف بينهما، حيث يتغير هذا الأخير بصفة غير متوقعة. كما أن الطلب على العملة المحلية المكونة للمعروض النقدي سيكون شديد الحساسية لتغيرات تكلفة الفرصة البديلة المرتبطة بحيازتها، بمعنى أن مرونة الطلب على النقد المحلي بالنسبة لتغير سعر الفائدة سيزداد في حالة وجود درجة عالية من الإحلال بين العملات. فلو افترضنا أن نظام الصرف المطبق هو المرن ففي هذه الحالة سيفقد الاقتصاد ركيزته الاسمية التي هي عبارة عن عرض النقود نظرا لغياب تثبيت أسعار الصرف. فالعرض النقدي

<sup>1</sup> David Kboundour-Castéras, Op.Cit., pp.1-4.

يشمل كل من العملة المحليّة والعملات الأجنبية، كما أنه يحتوي على ودائع بعملات أجنبية يعبر عنها بشروط الودائع المحليّة. ولأن تلك الودائع يصعب التحكم فيها من قبل السلطات النقدية، فإن عرض النقود في ظل مرونة سعر الصرف سيكون غامضاً، وهو ما يقوّي الحجج بضرورة وجود سعر الصرف الثابت في حالة الإحلال القوي ما بين العملات.

مما سبق يمكن القول أنه في حالة وجود حيازات كبيرة من النقد الأجنبي في التداول (بمعنى درجة دلالة عالية) فإن الصدمات النقدية تكون هي المسيطرة، ومن ثم فإن أسعار الصرف الثابتة هي أنجع ركيّزة اسمية، لأنه إذا ما سمح بحدوث اختلافات في سعر الصرف سيتعذر على السلطة النقدية أن تتحكم في عرض النقود (شاملة العملات الأجنبية) مقوّماً بالعملة المحليّة. ومن الشواهد التي أثبت نجاحها تجربة الأرجنتين عام 1991 حيث كانت تتميز بإحلال قوي بين العملات بعدما تعرضت عملتها "لسقوط حر" حيث تضررت قيمتها بشكل كبير بفعل التضخم المفرط، و لكنها استطاعت بفضل تثبيت سعر الصرف من إيقاف هذا التضخم المفرط الذي كانت تشهده البلاد<sup>1</sup>.

### المطلب الثامن: محدّدات أخرى

تشمل هذه المحددات مايلي:

#### الفرع الأول: درجة التطور المالي

كلما زادت درجة التطور المالي أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظم الصرف المرنة نظراً لقدرة أسواق الصرف والأسواق المالية وتعميقها بالقدر الكافي لتكون قادرة على امتصاص الصدمات بدون إحداث تغييرات كبيرة في سعر الصرف، بالإضافة إلى توفر الأدوات المالية المناسبة للتغطي من خطر الصرف الناتج عن تقلبات سعر الصرف<sup>2</sup>. أما في الحالة المعاكسة فمن الأفضل تبني نظام الصرف الثابت، من أجل تجنب الآثار المزعزعة لعدم استقرار سعر الصرف على أداء الاقتصاد الكلي.

#### الفرع الثاني: الديون المُسمّاة بالعملة الأجنبية

كلما كانت المديونية الخارجية للبلد المعني وكذا احتياطياته من النقد الأجنبي مقوّمة بعدة عملات أجنبية، كان من الأفضل له تبني نظام الربط إلى سلّة من العملات بدلاً من الربط إلى عملة واحدة فقط، وذلك من أجل ضمان استقرار قيمة مديونيته الخارجية واحتياطياته الدولية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> كالفو غويليرمو، كالروس فيغ، المرجع السابق، ص 34-35.

<sup>2</sup> مارك ستون، وآخرون، المرجع السابق، ص 42.

<sup>3</sup> Hanen Gharbi, Op.Cit., p.5.

### الفرع الثالث: الاندماج الإقليمي

يسمح تكثف مجموعة من الدول في إطار اتحاد نقدي بالحد من تغيرات أسعار صرف البلدان الأعضاء فيه من خلال تثبيتها حتى لا تؤثر سلباً على المبادلات التجارية بينها. وأحسن مثال على ذلك تحول دول النظام النقدي الأوروبي المنشئ عام 1979 نحو الاتحاد الاقتصادي والنقدي وتبني "اليورو" كعملة موحدة تم الإعلان عن ميلادها عام 1999<sup>1</sup>.

يلخص الجدول الموالي أهم المحددات الاقتصادية المذكورة سابقاً والتي ترشد في اختيار نظام الصرف الملائم.

الجدول (01-09): محددات اختيار نظام الصرف الملائم.

نظام الصرف الملائم	خصائص الاقتصاد
الصدمة الحقيقية يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة، أما الصدمات الاسمية فيستحسن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة.	الصدمة الاقتصادية
كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحاً كان نظام الصرف الثابت هو الأفضل.	الانفتاح التجاري
كلما زاد حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه، كلما شجع ذلك على تبني أسعار صرف مرنة.	حجم الاقتصاد وتنوعه
عندما تكون معظم العلاقات التجارية متركزة مع بلد واحد كبير، فإنه يكون من مصلحة الدولة أن تقوم بتثبيت عملتها بعملة هذا الشريك التجاري.	التركز الجغرافي للتجارة
عندما يكون معدل التضخم في بلد ما شديد الارتفاع في ظل ضعف مصداقية البنك المركزي، فإنه يمكنه استيراد المصداقية من نظرائه الأكثر أهلية عن طريق تثبيت سعر صرف عملته بعملة دولة أخرى تتمتع بسمعة طيبة في مجال المحافظة على استقرار الأسعار.	مستوى التضخم ومصداقية البنك المركزي
هناك صعوبة في الحفاظ على سعر صرف ثابت وقابل للتعديل (نظام وسيط) وسياسة نقدية مستقلة تماماً في ظل الاتجاه نحو الاندماج عالمياً وتحرير حسابات رأس المال.	حرية حركة رأس المال
يفضل للبلدان التي تتميز بجمود الأجور والأسعار الاسمية أن تستفيد من مرونة سعر الصرف لمواجهة الصدمات الحقيقية، وبالمقابل يكون النظام الثابت هو الأفضل في حالة مرونة الأجور والأسعار الاسمية.	درجة مرونة الأسعار والأجور
درجة الدولار العالية يرافقها صدمات نقدية كبيرة، ومن ثم فإن أسعار الصرف الثابتة هي أنجع ركيزة اسمية.	درجة الدولار
كلما زادت درجة تطور النظام المالي، أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظمم الصرف المرنة.	درجة التطور المالي
عندما تكون تركيبة العملات التي تُقَوَّم بها الديون مختلفة فإنه يكون من مصلحة البلد تبني نظام الربط إلى سلة من عملات.	الديون المُسمَّاة بالعملة الأجنبية
يسمح تكثف مجموعة من البلدان في إطار اتحاد نقدي بالحد من تغيرات أسعار صرف البيئية حتى لا تؤثر سلباً على المبادلات التجارية بينها.	الاندماج الإقليمي

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ماسبق ذكره في هذا المبحث.

<sup>1</sup> Subbhash Thakur, Joshua Greene Subhash, Op.Cit., pp.12-13.

في المجموع يمكن القول أنه في ضوء المحددات المذكورة في الجدول أعلاه، ومن خلال تقييمها بالنسبة لأي اقتصاد، يمكن الخروج بالمؤشرات التي تستدعي ثبات سعر الصرف وتلك التي تستدعي مرونة نظام سعر الصرف، ثم من خلال عملية المفاضلة يمكن اختيار نظام الصرف الملائم، مع العلم أن هذا الاختيار ليس نهائياً إذ يمكن تغييره إذا استدعت الظروف الاقتصادية للبلاد ذلك.

ومن هذا المنطلق تقع على البنك المركزي مسؤولية إجراء المتابعات الدورية في إطار النظرة التحليلية والشمولية لنظام سعر الصرف لمعرفة مدى توافق نظام الصرف المتبع مع أساسيات الاقتصاد، وهل يمثل الأرضية الملائمة لدعم النمو الاقتصادي وتعزيز مقومات الاستقرار المالي والنقدي. وتجدر الإشارة هنا إلى أن عدم اختيار نظام الصرف الملائم ستكون له آثار وخيمة على الاقتصاد لعل أهمها<sup>1</sup>:

- المشاكل المحتملة للإفراط في تقييم سعر الصرف ولاسيما في حالة حدوث تحسن كبير في سعر الصرف الحقيقي، والتي تعتبر ضارة بأداء الصادرات من المنتجات المصنعة، حيث تسهم في تباطؤ نمو الناتج والصادرات على المدى المتوسط وزيادة الاختلالات الاقتصادية الكلية، مما يعطي إشارة واضحة على وجود مشكلة في نظام الصرف ناتجة عن عدم التناسق بين سياسة سعر الصرف وغيرها من السياسات الاقتصادية الكلية المساندة؛

- زيادة فروق أسعار الفائدة على المدى القصير بين العملة المحلية وعملات أهم الشركاء التجاريين للبلاد، واستنزاف البنك المركزي لاحتياطياته من النقد الأجنبي في إطار دفاعه عن العملة. وعموماً فإن نظام الصرف غير الملائم سيستدعي في النهاية تعديل السلطات لسياساتها الاقتصادية أو تغيير نظام الصرف المتبع.

وقبل ختام هذا الفصل، من الجدير بالذكر أن كبار خبراء الاقتصاد الدولي في العالم يحبذون أنظمة الصرف المرنة على أنظمة سعر الصرف الثابتة. فبحسب الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان" (Paul Krugman) الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2008، فإن البلدان مضطرة لاختيار نظام صرف واحد من بين ثلاثة أنظمة تشوب كل منها مخاطر كمايلي<sup>2</sup>:

- إما أن تختار التعويم مع المحافظة على سياسة نقدية مستقلة تسمح لها بمواجهة حالات الركود، ولكن تقلب سعر الصرف سيدخل عنصر الشك وعدم اليقين إلى عالم الأعمال؛

<sup>1</sup> عبد العلي جبلي، فيتالي كرامانكو، المرجع السابق، ص.10.

<sup>2</sup> Paul Krugman, "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008", New York: W.W. Norton & Company, 2009, pp.105-111.

- إما أن تختار التثبيت الصارم لقيمة سعر الصرف مع إقناع الأسواق بأنها لن تقدم على تخفيض قيمة العملة، وبهذا تصبح ممارسة الأعمال أبسط وأكثر أمناً، ولكنه يعيد مشاكل السياسة النقدية الواحدة المناسبة للجميع؛

- إما تثبيت سعر الصرف مع إمكانية تعديله، ولكن هذا الخيار يكون فاعلاً فقط في حالة فرض الضوابط على حركة رؤوس الأموال، كما يؤدي لتحمل الشركات لأعباء وتكاليف إضافية. وبالنسبة لكروغمان فإن أسعار الصرف العائمة (وعلى الرغم من عدم كمالها) هي أفضل حل للمعضلة النقدية الدولية، كونها قد نجحت في بلدان عديدة مثل كندا وبريطانيا والولايات المتحدة.

إلى جانب كروغمان، نجد الاقتصادي الأمريكي الشهير "بيتر كينن" (Peter Kenen) الذي يفضل استخدام مصطلح أسعار الصرف المرنة بدلاً من أسعار الصرف العائمة، نظراً لأن صفة المرونة لاتستثني دور التدخلات الرسمية للبنوك المركزية في التأثير على أسعار الصرف التي يحددها السوق. ويعتقد "كينن" أن أسعار الصرف المرنة عادة ما تكون أكثر ملائمة لجميع الاقتصادات للاعتبارات التالية<sup>1</sup>:

- ✓ أن تثبيت سعر الصرف يحرم الحكومة من أداتين ثمينين وهما: سعر الصرف الاسمي والسياسة النقدية؛
- ✓ أن تثبيت سعر الصرف يتطلب من الحكومة وضع إستراتيجية للخروج أي طريقة لتعزيز مرونة سعر الصرف قبل حدوث ارتفاع جوهري في قيمتها الحقيقية؛
- ✓ أن نظام أسعار الصرف الثابتة والقابلة للتعديل مثل تلك التي جاء بها بنظام "بريتون وودز" أو نظام النقد الأوروبي، قد أثبتت فشلها نظراً لهشاشتها في مواجهة هجمات المضاربة.

<sup>1</sup> Peter kenan, " Fixed Versus Floating Exchange Rates", *Cato Journal*, Vol. 20, No. 1 Spring/Summer 2000, pp.109-113.

## خلاصة الفصل الأول

لقد حاول هذا الفصل التطرق إلى أحد أهم الإشكاليات المطروحة منذ أمد طويل في علم الاقتصاد الدولي ألا وهي إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم. وعموما فقد تم التوصل إلى أنه لا توجد نظرية ثابتة أو قاعدة عامة بشأن اختيار نظام صرف معين، فالاختيار الملائم مرهون بنتائج دراسة وتقييم مجموعة من المحددات التي أفرزتها مختلف الأدبيات الاقتصادية. مما يعني أن مسألة اختيار نظام الصرف الملائم هي مسألة تجريبية بالأساس، وأن تقييم مختلف المحددات هو وحده الكفيل بالإرشاد في هذا الاختيار. وهذا ما يؤكد صحة ودقة العبارة التي استخدمها الاقتصادي الأمريكي "جيفري فرانكل" كعنوان لأحد أبحاثه والموسوم بـ "لا وجود لنظام صرف ملائم لكل البلدان أو في كل الأزمان"<sup>1</sup> (بمعنى لا وجود لنظام صرف عالمي أو أبدي). ولكن بتتبع التطورات الحاصلة في خيارات نظم الصرف في العقود الأخيرة لاسيما في البلدان النامية يلاحظ الإقبال الكبير من طرفها على النظم المرنة والتخلي عن النظم الثابتة، وهي الظاهرة التي سيتصدى لها الفصل الموالي بالمزيد من النقاش والتحليل.

<sup>1</sup> Jeffrey Frenkel, "No single currency regime is right for all countries or at all times", **Princeton essays in international finance**, No. 215, 1999, pp.1-46.



الفصل الثاني:  
ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة في  
البلدان النامية وشروط نجاحها

## تمهيد

لقد واجهت معظم البلدان النامية منذ سبعينيات القرن الماضي صعوبات اقتصادية كبيرة، ناجمة أساساً عن عدم الاستقرار الدولي بسبب انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، والتقلبات الشديدة التي عرفتتها العملات الرئيسية بعد أن تم تعويمها، ما جعل البلدان النامية عرضة لموجات من الصدمات الخارجية. ومن جهة أخرى فقد أدى ارتفاع معدلات التضخم المحلي في هذه البلدان في ظل تبنيتها أنظمة الربط الثابت لعملاتها إلى تحسن كبير في أسعار صرفها الحقيقية وتدهور قدرتها التنافسية، وهو ما انعكس في تدهور أوضاع موازين مدفوعاتها. في سياق سعي هذه البلدان لمعالجة هذه الصعوبات وتحقيق استقرارها الاقتصادي الكلي، فقد تبنت العديد منها إصلاحات اقتصادية شاملة، وقد تزامن ذلك في الكثير من الأحيان مع تطبيقها لبرامج التصحيح الهيكلي المدعومة من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، والذي كان من بين بنودها إصلاح نظام سعر الصرف من خلال التخلي عن نظم الصرف الثابتة والتحول نحو النظم المرنة. وهذا التحول في نظم إدارة سعر الصرف أصبح الاتجاه العام الذي سلكته العديد من البلدان النامية منذ انهيار نظام بريتون وودز، حيث تعزز أكثر فأكثر بعد أن تبين أن نظم سعر الصرف الثابت أكثر عرضة لأزمات العملة مثلما أوضحت تجارب العديد من الاقتصاديات الناشئة خلال التسعينيات، وأن النظم المرنة هي الاختيار الملائم كونها تضمن حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وتوفر استقلالية أكبر في إدارة السياسة النقدية. ولكن عملية التحول نحو نظم الصرف المرنة ليست بالأمر السهل، كما أنها محفوفة بالمخاطر لأن قيمة العملة ستصبح أكثر تذبذباً وبالتالي ستكون لها تداعيات عكسية على المستويين الاقتصادي والاجتماعي، وعليه فإن نجاح هذا التحول مرهون بمدى توافر مجموعة من المتطلبات التشغيلية الأساسية المسبقة. وفي هذا الفصل سنحاول التعمق في فهم ظاهرة التحول نحو أنظمة سعر الصرف المرنة في البلدان النامية وشروط نجاحها من خلال التطرق إلى المباحث التالية:

• **المبحث الأول:** دراسة و تحليل تطور أنظمة سعر الصرف في البلدان النامية بعد

انهيار نظام "بريتون وودز"؛

• **المبحث الثاني:** أنواع وتجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان

النامية؛

• **المبحث الثالث:** المتطلبات التشغيلية اللازمة لإنجاح التحول إلى نظام الصرف

المرن في البلدان النامية.

## المبحث الأول: دراسة وتحليل تطور أنظمة سعر الصرف في البلدان النامية بعد انهيار نظام "بريتون وودز"

يسعى هذا المبحث إلى تحليل التطورات التي عرفتتها نظم الصرف في البلدان النامية غداة انهيار نظام "بريتون وودز"، ولاسيما ظاهرة التحرك نحو مرونة الصرف، وكذا دوافع ومبررات هذا التوجه.

## المطلب الأول: تطور أنظمة الصرف في البلدان النامية بعد انهيار نظام "بريتون وودز"

يهدف هذا المطلب إلى التعرف على حجم ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية من خلال تتبع تطور نظم الصرف فيها.

### الفرع الأول: لمحة حول ظاهرة التحول نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية.

يعرّف التحول في نظم الصرف على أنه "الانتقال من فئة معينة لسعر صرف كانت مطبقة لمدة عامين على الأقل إلى فئة أخرى يتم تبنيها لمدة عام على الأقل، أو إلى أي تحول آخر في نفس الاتجاه"<sup>1</sup>. وبالنسبة لظاهرة التحول نحو مرونة سعر الصرف في البلدان النامية فتعود جذورها إلى ما بعد انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة، والذي تم إنشائه بعد الحرب العالمية الثانية وساد خلال الفترة (1946-1973). ففي ظل هذا النظام تم تثبيت أسعار الصرف باتفاقية دولية، حيث وافقت البلدان على تثبيت قيمة الدولار الأمريكي بالذهب وحدد سعر التعادل بمقدار 35 دولار لكل أونصة ذهب، أما باقي البلدان فتثبت عملاتها بدلالة الدولار. وقد استمر العمل بهذا النظام إلى غاية عام 1973، حيث أنه وبسبب الركود التضخمي في الولايات المتحدة الأمريكية والتراكم الهائل للدولارات في باقي العالم، فقد رفضت إدارة الرئيس الأمريكي آنذاك "نيكسون" مبادلة الذهب بالدولار وأعلنت في مارس 1973 فكّ ارتباط الدولار بالذهب، ومن ثم انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة والقابلة للتعديل<sup>2</sup>. وتبعاً لذلك قررت أغلب البلدان المتقدمة تعويم عملاتها، أما البلدان النامية فقد واصلت في بداية الأمر ربط أسعار صرف عملاتها إما لعملة واحدة قوية (كالدولار الأمريكي، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي) أو لسلة من العملات. ولكن مع نهاية السبعينيات بدأت الكثير من هذه الدول في التحول من الربط بعملة واحدة إلى الربط بسلة عملات مثل حقوق السحب الخاصة. ومنذ بداية سنوات الثمانينيات، شرعت العديد

<sup>1</sup> Dalia Hakura, "Learning To Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s", *World Economic Outlook*, IMF, September 2004, p.90.

<sup>2</sup> ماهر كنعن شكري، مروان عوض، "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص ص. 20-25.

من البلدان النامية في التحول من الربط بسلة عملات إلى ترتيبات معلنة لأسعار الصرف المرنة. فبعدما كان حوالي 87 % منها عام 1975 تتبنى نوعا من أنواع الربط الثابت، تقلصت هذه النسبة بحلول عام 1996 إلى حدود 50 %<sup>1</sup>. وقد أُعتبر هذا التحول نحو الأنظمة المرنة ظاهرة عالمية رغم بعض الاستثناءات\* على قلتها. فبعدما كانت أنظمة الربط الثابت هي الأكثر إقبالا خلال السبعينيات في كل من إفريقيا، آسيا، الشرق الأوسط، وأوروبا غير الصناعية، أصبحت منذ النصف الثاني من التسعينيات أنظمة الصرف المرنة هي المسيطرة في كل هذه الأجزاء<sup>2</sup>. وهذا التوجه الجديد لأنظمة الصرف نحو تفضيل الأنظمة المرنة على حساب الثابتة دفع بالاقتصاديين (Obstfeld & Rogoff) لنشر مقال عام 1995 حمل عنوان "سراب (وهم) أسعار الصرف الثابتة"<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: الاتجاه العام لتطور وتوزيع أنظمة الصرف في البلدان النامية

إن معرفة الاتجاه العام لتطور وتوزيع أنظمة الصرف في البلدان النامية يتطلب إجراء مقارنة حول توزيع هذه الأنظمة بين تاريخين متباعدين من أجل إدراك وفهم التطورات الحاصلة في نظم الصرف. وفي هذا السياق يوضح الجدول أدناه التوزيع المئوي لأنظمة الصرف بشقيها الثابتة والمرنة في البلدان النامية الأعضاء في الصندوق منذ منتصف السبعينيات.

الجدول (01-02): التطور المئوي لأنظمة الصرف في البلدان النامية (1975-2001) (الوحدة: %)

2001	98	95	92	89	86	83	80	75	
39.9	42.8	43.9	58.3	68.7	70.8	77.6	75	86.9	<u>1. الأنظمة الثابتة</u>
33.7	32.1	30.6	37.5	42.7	42.3	48.8	47.5	72.9	-
6.13	10.7	13.4	20.8	26	28.5	28.8	27.5	14	-
60.1	57.2	56.1	41.7	31.3	29.2	22.4	25	13.1	<u>2. الأنظمة المرنة</u>
41.1	33.3	28	17.4	22.1	18.5	19.2	21.7	12.1	-التعويم الموجه
19	23.9	28	24.3	9.16	10.8	3.2	3.3	0.93	-التعويم ال
100	100	100	100	100	100	100	100	100	عدد البلدان

Source : Ali Abdallah, "Taux de change et performances économiques : l'exemple du Maghreb",

Thèse de Doctorat, Université Paris XII-Val de Marne, Mars 2006, p.34.

<sup>1</sup> Francesco caramazza, Jahangir aziz, "Fixed or Flexible? Getting the exchange rate right in the 1990's", IMF Economic Issue, N° 13, 1998, p.2.

\* من هذه الاستثناءات نجد بعض البلدان النامية التي تصرّح رسميا بنظام "التعويم" ولكنها في الواقع تواصل تثبيت سعر الصرف، ومثال ذلك دول منطقة الفرنك CFA التي تتكون من 14 بلد وتربط عملاتها بالفرنك الفرنسي منذ العام 1948. بالإضافة إلى بعض البلدان النامية التي تحولت في الاتجاه المعاكس أي من الأنظمة المرنة إلى الثابتة كالأرجنتين التي تبنت مجلس العملة منذ عام 1991.

<sup>2</sup> Ibid, p.3.

<sup>3</sup> Mourice Obstfeld, Keneth Rogoff, "The Mirage of fixed exchange rates", Journal of economic perspectives, 9(4), 1995, pp.73-96.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه، يلاحظ أن البلدان النامية قد عرفت خلال ثلاثة عقود من الزمن تحولات عميقة في نظم إدارة سعر الصرف فيها يمكن تلخيصها في مايلي:

- في عام 1975 كان حوالي 87 % من البلدان النامية تطبق أنظمة الصرف الثابتة

و 13 % تمارس الأنظمة المرنة؛

- في عام 1986 أصبحت الأرقام السالفة الذكر هي 71 % و 29 % على

الترتيب؛

- في عام 2001 احتفظت 40 % من البلدان النامية بأنظمة الصرف الثابتة

وتحولت ما نسبته 60 % منها نحو ترتيبات الصرف المرنة.

أما إذا حاولنا التفصيل أكثر في شرح الأرقام الواردة في الجدول أعلاه فيمكن الخروج

بالملاحظات التالية:

**أولاً: بالنسبة للأنظمة الثابتة**

- يلاحظ انخفاض في نسبة البلدان التي تعتمد الربط إلى عملة واحدة من 72.9% عام

1975 إلى 33.7% عام 2001؛

- عرف الربط إلى سلّة عملات مساراً متذبذباً في تطوره، إذ شهد في البداية زيادة في

حصته من 14% عام 1975 ليصل 28.5% عام 1986، ثم ليبدأ في الانخفاض مجدداً ليبلغ

6.13% عام 2001؛

- يلاحظ أن الربط إلى عملة واحدة كان النظام الأكثر إقبالا مقارنة بالربط إلى سلّة عملات.

**ثانياً: بالنسبة للأنظمة المرنة**

- يلاحظ تطور حصة التعويم الموجه من 12.1% عام 1975 ليبلغ 41.1% عام

2001؛

- بالنسبة للتعويم الحر فقد شهد مرحلتين: مرحلة ارتفاع حيث انتقل من 0.93% عام

1975 إلى 28% عام 1995، لتليه مرحلة انخفاض حيث بلغ عام 2001 حوالي 19%؛

- يلاحظ أن أنظمة التعويم الموجه كانت دائماً الاختيار المفضل لعدد البلدان النامية على

حساب التعويم الحر.

وبناءً على ما سبق، يمكن القول أن هنالك تراجعاً مستمراً لأنظمة الصرف الثابتة وزيادة

تدرجية في حصة الأنظمة المرنة، أي أن هناك ظاهرة التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة في

البلدان النامية. ومن أجل إدراك أكثر وضوحاً لهذه الظاهرة نستعين بنفس معطيات الجدول السابق،

لكن مع قياس التطور في أنظمة الصرف عددياً وليس كنسبة مئوية كما يبينه الجدول الموالي:

الجدول (02-02): التطور العددي لأنظمة الصرف في البلدان النامية (1975-2001)

2001	98	97	96	95	94	93	87	75	
65	68	69	69	69	73	73	90	93	1. الأنظمة الثابتة
55	51	50	48	48	49	47	57	78	-
10	17	19	21	21	24	26	33	15	-
98	91	89	89	88	82	79	40	14	2. الأنظمة المرنة
0	0	0	2	2	3	4	5	4	-
67	53	44	43	42	31	28	22	9	-التعويم الموجه
31	38	45	44	44	48	47	13	1	-التعويم المستقل
163	159	158	158	157	155	152	130	107	عدد البلدان

Source : Ali Abdallah, "Taux de change et performances économiques : l'exemple du Maghreb",

Thèse de Doctorat, Université Paris XII-Val de Marne, Mars 2006, p.35.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه يلاحظ أن التطورات العامة في عدد أنظمة

الصرف خلال الفترة (1975-2001) كانت كمايلي:

• في عام 1975 كان 93 بلدا ناميا يطبقون أنظمة الصرف الثابتة و 14 بلدا

يمارسون الأنظمة المرنة؛

• في عام 1995 أصبحت الأرقام السالفة الذكر هي 69 و 88 على الترتيب؛

• بحلول عام 2001 احتفظ 65 بلدا ناميا بأنظمة الصرف الثابتة وتحول 98 بلدا

نحو ترتيبات الصرف المرنة.

أما إذا دققنا أكثر في شرح الأرقام الواردة في الجدول أعلاه فيمكن الخروج بالملاحظات

التالية:

### 1. بالنسبة لأنظمة الصرف الثابتة

- عرف الربط إلى عملة واحدة تطورا متذبذبا حيث تراجع من 78 بلد عام 1975 إلى 48

بلد عام 1996، ثم ارتفاع من جديد ليبلغ 55 بلد عام 2001؛

- شهد الربط إلى سلة عملات مسارا متذبذبا: مرحلة الارتفاع ما بين عام 1975 (15 بلدا)

وعام 1987 (33 بلدا)، ثم مرحلة الانخفاض ليصل إلى 10 بلدان عام 2001؛

- يلاحظ أن هناك إقبالا كبيرا من قبل البلدان النامية نحو الربط إلى عملة واحدة على

حساب الربط إلى سلة من العملات.

### 2. بالنسبة لأنظمة الصرف المرنة

- عرف التعويم الموجه تطورا ملحوظا فبعدها كان عدد البلدان النامية التي تتبنى هذا

الترتيب هو 9 بلدان عام 1975 انتقل إلى 67 بلد عام 2001؛

- مسار متذبذب للتعويم الحر: مرحلة ارتفاع من بلد واحد عام 1975 إلى 48 بلد عام 1994، ثم تأتي مرحلة الانخفاض حيث وصل العدد إلى 31 بلد عام 2001؛  
- يلاحظ التهاافت الكبير من قبل البلدان النامية على التعويم الموجه على حساب التعويم الحر.

مما سبق، يبرز جليا أن الاتجاه العام في تطور أنظمة الصرف في البلدان النامية هو التخلي عن الأنظمة الثابتة والتحول نحو ترتيبات أكثر مرونة في إدارة سعر الصرف. والسؤال المطروح الآن هو ماهي دوافع ومبررات هذا التحول؟

### المطلب الثاني: دوافع التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة في البلدان النامية

هناك مجموعة من الدوافع والمبررات هي التي دفعت بالبلدان النامية إلى التخلي عن نظم الصرف الثابتة والتحول نحو ترتيبات أكثر مرونة، حيث يمكن حصرها في مايلي:

#### الفرع الأول: التقلبات في قيمة عملات بلدان الربط

عقب انهيار نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، استمرت العديد من البلدان النامية في الربط الثابت إلى نفس العملة التي كانت تثبت بها سعر عملتها سابقا، والتي غالبا ما كانت عملة دولة صناعة قوية (كالدولار الأمريكي، المارك الألماني، الفرنك الفرنسي). لكن فيما بعد ونظرا للتقلبات الشديدة التي عرفتها أقوى العملات العالمية بعد تبنيها للتعويم، فقد نجم عن ذلك عدم استقرار أسعار صرف البلدان النامية. ففي حالة ارتفاع قيمة عملات بلدان الربط (كحالة الدولار الأمريكي في النصف الأول من الثمانينيات) ترتفع بالموازاة قيمة عملات البلدان النامية مما يؤدي إلى تدهور قدرتها التنافسية الخارجية وتزايد الاستيراد. وبالمقابل في حالة انخفاض قيمة عملات بلدان الربط تتخفف عملات البلدان النامية وتكون عرضة للتضخم المستورد. وفي ظل هذه الظروف بدأت العديد من البلدان النامية في التخلي عن الربط إلى عملة واحدة والتحول نحو الربط بسلة من عملات أهم شركائها التجاريين باعتبار أن نظام الصرف الجديد هذا يساعد على استقرار أسعار الصرف فيها، كما يوفر للسلطات بعض المرونة في إدارة سياسة سعر الصرف لاسيما في حالة تعرضها للصدمات الخارجية، وهذا من خلال إجراء تعديلات دورية في تركيبة السلة وقيمتها<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني: صعوبة الحفاظ على القدرة التنافسية في ظل نظم الصرف الثابتة

لقد شهدت العديد من البلدان النامية في أواخر السبعينيات من القرن العشرين معدلات تضخم مرتفعة مقارنة بشركائها التجاريين، حيث أن الكثير من بلدان أمريكا اللاتينية (كالأرجنتين،

<sup>1</sup> FrancESCO Caramazza, Jahangir Aziz, Op.Cit., pp.3-4.

البرازيل، المكسيك) كانت قريبة من التضخم المفرط في أواسط عقد الثمانينات. وقد نجمت هذه الضغوط التضخمية بالأساس من العجز الكبير في ميزانياتها والتوسع النقدي السريع. وقد أدى هذا الوضع في ظل ثبات نظم إدارة سعر الصرف فيها، إلى تدهور قدرتها على المنافسة في التصدير بسبب الارتفاع الكبير في أسعار الصرف الحقيقية. وهو ما دفع بالعديد من البلدان النامية لتبني إدارة نشيطة لنظم الصرف تجسدت في تبني سعر صرف متحرك معن سلفا أو ما يطلق عليها بالقواعد المستندة إلى تكافؤ القوة الشرائية، التي يتم بموجبها تعديل سعر الصرف الاسمي بدلالة التغيرات النسبية في معدل التضخم بما يسمح باستقرار سعر الصرف الحقيقي<sup>1</sup>.

من المهم الإشارة هنا إلى أنه إذا لم تحدث التصحيحات السابقة فإن سعر الصرف الحقيقي سيعاني من ظاهرة اختلال التعادل "Misalignment" التي تعني في أبسط مدلولاتها أن العملة غير مقيّمة بشكل سليم، حيث قد تكون مقومة بأعلى من قيمتها أو العكس أي بأقل من قيمتها، وغالبا ما يأخذ اختلال التعادل في البلدان النامية الصورة الأولى أي المبالغة في تقييم سعر الصرف الرسمي<sup>2</sup>.

يُقاس اختلال تعادل سعر الصرف بالفرق الموجود بين سعر الصرف الملاحظ في سوق الصرف الأجنبي وسعر الصرف التوازني الذي تحدده نماذج تقييم أسعار الصرف الحقيقية التوازنية. أو بعبارة أخرى هو مقدار انحراف القيمة الجارية أو الملاحظة لسعر الصرف عن قيمته المرجعية التي تحددها نماذج سعر الصرف التوازني. ويمكن حساب نسبة اختلال التعادل وفق الصيغة الرياضية التالية<sup>3</sup>:

(سعر الصرف الحقيقي الفعلي الجاري - سعر الصرف الحقيقي التوازني / سعر الصرف الحقيقي التوازني) × 100  
حيث أن الإشارة الموجبة لهذه النسبة دليل على التقييم المتدني للعملة، أما الإشارة السالبة فتدل على التقييم المفرط لها.

وتتمثل أهمية حساب مقدار اختلال تعادل سعر الصرف في كونه يعطي فكرة لصناع السياسة عن مدى عدالة تقييم العملة في أي لحظة، ومن ثم اتخاذ التدابير المناسبة لإرجاع قيمتها إلى مستواها التوازني. فاستمرار وضع الاختلال وعدم معالجته ستكون له تداعيات سلبية على التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي كمايلي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> Montiel P., Ostry J., "External shocks and inflation in developing countries under Real exchange rate rule", **IMF working paper**, 92/75, 1992, pp.1-48.

<sup>2</sup> Edwards Sebastian, Op.Cit., p.11.

<sup>3</sup> Yamb Elie Blaise Benjamin, " **Misalignement et dynamique de convergence du taux de change réel en zone CFA**", Thèse de doctorat, Université Paris 1, Novembre 2007, pp.69-70.

<sup>4</sup> Edwards Sebastian, Op.Cit., pp.11-12.



- يؤدي التحسن الحقيقي والمستمر في القيمة الخارجية للعملة إلى فقدان القدرة على المنافسة في الأسواق الدولية بالنسبة لقطاع الصادرات حيث تصبح أسعارها مرتفعة، ومن ثم زيادة العجز على مستوى الميزان التجاري؛

- نشوء ظاهرة التخلي عن الصناعة لأن النقد المغالي في قيمته يدفع بالشركات إلى التخلي عن النشاطات الأقل مردودية، مما يؤدي إلى توقف عدة نشاطات إنتاجية خاصة في ميدان الصناعة والتي لا تستفيد من المزايا النسبية؛

- ضعف النمو الاقتصادي في الأجل المتوسط وزيادة معدلات البطالة والتضخم، وانخفاض متحصلات الدولة من النقد الأجنبي لضعف قدرتها على الاتجار في الأسواق الدولية.

خلاصة القول أن نظم الصرف الثابتة في البلدان النامية غالبا ما ينجم عنها المبالغة في تقييم سعر الصرف، مما يؤدي إلى إضعاف قدرتها التنافسية وتقليص احتياطياتها الدولية من النقد الأجنبي. ومن ثم يصبح التحول نحو سعر صرف أكثر مرونة الوسيلة الوحيدة لإلغاء التقييم المفرط للعملة وإعادة بناء الاحتياطيات.

### الفرع الثالث: صعوبة التكيف مع الصدمات الخارجية في ظل نظم الصرف الثابتة

تتصدر السلع الأساسية (كالنفط الخام، الغاز الطبيعي، والنحاس) معظم صادرات العديد من البلدان النامية، مما يجعلها عرضة لمخاطر الصدمات الاقتصادية الخارجية الناجمة بالأساس من تقلبات أسعار هذه السلع الأساسية أو ما يطلق عليه بصدمات معدلات التبادل التجاري. حيث أن التقلبات الحادة التي تعرفها أسعار السلع التصديرية الأساسية، تجعل البلدان النامية تعاني صدمات عرض واسعة غالبا ما تكون لها آثار وخيمة على أداء الاقتصاد الكلي، وهو ما يدفعها إلى البحث عن النظام النقدي الملائم الذي يسهل من قدرة الاقتصاد على التكيف مع مستوى معين من هذه الصدمات، خاصة وأن نظم الصرف الثابتة لا تسمح بهذا التكيف لأنها لا تتوافر على سعر صرف قابل للتعديل والانخفاض عندما يحتاج الاقتصاد لذلك.

في هذا السياق تعتبر الترتيبات الأكثر مرونة في إدارة سعر الصرف أفضل اختيار، لأنها تسهل انخفاض سعر الصرف الذي يعتبر ضروريا لمواجهة الصدمات الاقتصادية السالبة. فالتحركات في سعر الصرف الاسمي تترجم بتغيرات في سعر الصرف الحقيقي باتجاهه نحو الانخفاض، مما يخفض أسعار السلع القابلة للمتاجرة دوليا وبالتالي تتحسن تنافسيتها ويزيد الطلب الخارجي عليها. وعليه فمرونة سعر الصرف تمتص جزئيا التأثير السلبي للصدمات، وبالتالي فهي إحدى أدوات الضبط الاقتصادي التي تساعد في بناء هوامش أمان للوقاية من الصدمات الخارجية في اقتصاد معولم ويتميز بعدم الاستقرار.

## الفرع الرابع: برامج الإصلاح الاقتصادي الشامل المدعومة من طرف صندوق النقد الدولي.

تميزت اقتصاديات العديد من البلدان النامية بالافتقار للتوازن بين العرض والطلب، والذي يظهر عادة في مشكلات موازين المدفوعات والتضخم المرتفع، وانخفاض الزيادة في الإنتاج. وفي هذا الصدد يقوم صندوق النقد الدولي بمساعدة البلدان الأعضاء فيه إذا طلبت ذلك، بمنحها دعماً مالياً ولكن مقابل الالتزام بتطبيق برنامج للتصحيح أو التعديل الهيكلي، وهو ما يطلق عليه عادة اسم "البرنامج المالي". ويتضمن برنامج التصحيح في جوهره مجموعة من تدابير السياسة الاقتصادية كالسياسة المالية والنقدية وسعر الصرف، والتي يستهدف منها تحقيق مجموعة من أهداف الاقتصاد الكلي قد تنصب على المحافظة على المستوى الحالي من الأداء الاقتصادي، أو إلى استعادة التوازن بين الطلب والعرض المحليين، كما تشمل تدابير البرنامج أدوات خاصة بزيادة العرض الإجمالي. وعموماً فإن برامج التصحيح تقترح التبكير باتخاذ مجموعة من التدابير لإصلاح السياسات وتوفير التمويل الخارجي المناسب، وهذا من شأنه أن يقلل لأدنى حد من الخسائر في الإنتاج والعمالة، ويسمح بمعالجة مشكلات ميزان المدفوعات<sup>1</sup>.

العديد من البلدان النامية الأعضاء في صندوق النقد الدولي، والتي طلبت مساعدته للتصدي لأزمة مدفوعاتها الخارجية يشترط عليها الصندوق من بين شروط أخرى، تدابير لإصلاح سياسة سعر الصرف بالتحول نحو المرونة في سعر الصرف تدريجياً، وتحرير التجارة الخارجية، وضرورة إرساء سوق للصرف تتحدد من خلاله قيمة العملة وفقاً لقوى العرض والطلب، مع رفع كافة القيود على حركة رؤوس الأموال والصرف الأجنبي. وكل هذه التدابير بحسب الصندوق تساهم في معالجة الصعوبات الاقتصادية للبلدان النامية، ونجاح تحولها نحو اقتصاد السوق وتحسين أدائها الاقتصادي الكلي. فوفقاً لتقرير أعدّه صندوق النقد الدولي عام 1987 حول تجارب البلدان النامية مع أنظمة سعر الصرف العائمة فإن ربع البرامج المالية التي أشرف عليها الصندوق خلال الفترة (1983-1986) طالبت بتبني أو المحافظة على ترتيبات الصرف المرنة<sup>2</sup>.

## الفرع الخامس: استقلالية السياسة النقدية

في ظل نظم الصرف المرنة (وعلى عكس النظم الثابتة)، تصبح البنوك المركزية تتمتع بقدر كبير من الاستقلالية في إدارة السياسة النقدية<sup>3</sup>. فمن بين ما يؤخذ على نظم الصرف الثابتة هو خسارة البنك المركزي لاستقلالية سياسته النقدية، لأنه لا يمتلك سعر صرف قابل للتعديل عندما

<sup>1</sup> مقال بعنوان "نظرة أولى إلى البرمجة المالية"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993، ص.41.

<sup>2</sup> Peter Quirk, et al., "Floating exchange rates in developing countries: experience with auction and interbank markets", **IMF Occasional paper**, No. 53, 1987, pp.1-48.

<sup>3</sup> Ali Abdallah, Op.Cit., pp.39-40.

يحتاج الاقتصاد لذلك، كما أن معدلات الفائدة المحليّة ستكون مرتبطة آليا بتلك السائدة في بلد عملة التثبيت ولا يمكن أن تحيد عنها حتى يستمر نجاح عملية الربط الثابت ولا يتعرض للضغوط نتيجة تدفقات رأس المال. وبالمقابل فإن نظم الصرف المرنة تحرر البنك المركزي من ضرورة التدخل في كل مرة يحدث فيها انخفاض لسعر الصرف أو زيادة له، بمعنى أن البنك المركزي لا يسخر سياسته النقدية كآلية للدفاع عن قيمة العملة. وبالتالي فسعر الصرف المرن يسمح بدرجة معينة من المرونة في إدارة السياسة النقدية لاسيما في مواجهة الصدمات التي تصيب الاقتصاد، حيث أن قيمة العملة تنخفض تلقائيا (آليا) عندما يحتاج الاقتصاد لذلك. كما أن السياسة النقدية للبنك المركزي في ضوء نظام الصرف المرن ستتوجه صوب هدفها الرئيسي المتعارف عليه بين الاقتصاديين ألا وهو المحافظة على استقرار الأسعار باستخدام مختلف أدوات السياسة النقدية ولاسيما معدل الفائدة قصير الأجل.

## المبحث الثاني: أنواع وتجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية

يتناول هذا المبحث أنواع وتجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية، من خلال التطرق إلى ثلاث قضايا جوهرية تشمل تبيان كل من التحول الطوعي والتحول المدفوع بأزمة، وكذا الإشارة إلى مسألة استهداف سعر الصرف الحقيقي في البلدان النامية، إضافة إلى استعراض بعض تجارب التحول.

### المطلب الأول: أنواع التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية

لقد أظهرت نتائج دراسة وتحليل مختلف تجارب التحول نحو نظم الصرف في البلدان النامية أن عملية التحول كانت تتم من أنظمة الربط الثابت إلى الأنظمة الوسيطة، ومن الأنظمة الوسيطة إلى العائمة، مما يعني أنه لم ينتقل أي بلد نامي مباشرة من التثبيت إلى التعويم. وعموما يتم تصنيف عمليات التحول ضمن نوعين أساسيين وهما: التحول بشكل طوعي (اختياري)، والتحول المدفوع بأزمة.

### الفرع الأول: التحول الطوعي (الاختياري)

هذا التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة لا يكون مدفوعا بأزمة عملة، وإنما يتم طواعية من قبل الحكومة وبصفة تدريجية وعلى مراحل، وقد يحصل هذا التحول مخافة الوقوع في أزمة عملة مستقبلا في ظل استمرار الربط الثابت لسعر الصرف.

والجدول الموالي يوضح بعض تجارب التحول الطوعي:

الجدول ( 02-03): أهم البلدان المتحوّلة بشكل طوعي نحو ترتيبات الصرف المرنة.

من النظم الوسيطة إلى العائمة	من الربط الثابت إلى النظم الوسيطة	
جنوب إفريقيا 1997	المجر 1994	التحول الطوعي (الاختياري)
تشيلي 1999	الهند 1995	
البيرو 1999	جمهورية التشيك 1996	
الفلبين 2000	مصر 1999	
بولندا 2000	باكستان 2000	
تركيا 2001		

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بتصريف من:

Dalia Hakura, "Learning To Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s", *World Economic Outlook*, IMF, September 2004, p.91.

## الفرع الثاني: التحول المدفوع بأزمة عملة

بحسب الاقتصاديين (Milesi-Ferretti & Razin) يكون التحول نحو نظم الصرف المرنة مدفوعاً بأزمة عملة "إذا ما وقع عقب حصول انخفاض العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي بنسبة 25 بالمائة، وأن يكون معدل الانخفاض هذا على الأقل هو الضعف مقارنة بالعام الذي سبقه"<sup>1</sup>. بشكل عام يكون التحول مدفوعاً بأزمة عملة بعد تطبيق البلد نظام الصرف الثابت لفترة طويلة من الزمن، حيث يرافقه ارتفاع مستمر في معدلات التضخم المحلية مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع كبير في قيمة سعر الصرف الحقيقي للعملة، وما ينتج عنه من تدهور في الحساب الجاري وتزايد العجز الخارجي، والذي يستلزم خفض قيمة العملة المحلية أولاً ثم ابتكار ما يعرف "بإستراتيجية خروج" (Exit Strategy) التي تعني التفكير في طريقة لتعزيز مرونة سعر صرف العملة تمنع حدوث الارتفاع الجوهري في قيمتها الحقيقية، ومن ثم تزايد حدة العجز في الحساب الجاري<sup>2</sup>.

يوضح الجدول الموالي بعض تجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة المدفوعة بأزمة عملة:

الجدول ( 02-04): أهم البلدان المتحولة بدافع الأزمة نحو ترتيبات الصرف المرنة.

من الربط الثابت إلى النظم الوسيطة	من النظم الوسيطة إلى العائمة	
فنزويلا 1996	المكسيك 1994	التحول المدفوع بأزمة عملة
تايلندا 1997	كوريا 1997	
الفلبين 1997	أندونيسيا 1997	
الأرجنتين 2001	كولومبيا 1999	
	البرازيل 1999	

المصدر: تم إعداد هذا الجدول بتصريف من:

Dalia Hakura, "Learning To Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s", *World Economic Outlook*, IMF, September 2004, p.91.

بناءً على ما تقدم يمكن القول أن ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة بشقيها الطوعي والمدفوع بأزمة عملة قد اعتبرت اتجاهاً عاماً سلكته العديد من البلدان النامية، وذلك بحكم أن الانتقال نحو مرونة أكبر في إدارة سعر الصرف يجعل سياسة الصرف أكثر نشاطاً وإسهاماً في خدمة التنمية، حيث يستخدم سعر الصرف في هذه الحالة كأداة لتعزيز القدرة التنافسية للصادرات عبر تبني سياسة "استهداف سعر الصرف الحقيقي"، وهو ما سيتم التركيز عليه في المطلب الموالي.

<sup>1</sup> Milesi-Ferretti G.M., Razin A., "Current account reversals and currency crises: empirical regularities", *NBER Working Paper*, N° 6620, 1998, p.20.

<sup>2</sup> Peter Kenen, "Fixed versus floating exchange rates", *Op.Cit.*, p.5.

## المطلب الثاني: استهداف سعر الصرف الحقيقي في ظل التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية

توجهت سياسة سعر الصرف في العديد من البلدان النامية في ظل تحولها نحو النظم المرنة إلى تبني مقاربة "استهداف سعر الصرف الحقيقي" باعتبارها تسهم في حماية القدرة التنافسية الخارجية، ومواجهة معدلات التضخم المحلية المرتفعة. وقد أثبتت هذه القواعد كفاءتها خاصة في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقال. إلا أنها أداة لا تأتي دون مقابل فقد أثبتت بعض الدراسات أن لها تأثيرا مباشرا في إحداث التضخم في البلدان النامية.

### الفرع الأول: مفهوم استهداف سعر الصرف الحقيقي

يتناول هذا العنصر تعريفا بسياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي وآلية سيرها، بالإضافة إلى أهم مزاياها.

#### 1. تعريف استهداف سعر الصرف الحقيقي

غالبا ما يرجع تدهور التنافسية الدولية في العديد من البلدان النامية إلى استمرار ثبات سعر الصرف الاسمي في ظل وضع يتميز بارتفاع معدلات التضخم المحلية مقارنة بباقي الشركاء التجاريين، ما يؤدي لانحراف سعر الصرف الحقيقي الفعلي عن مستواه التوازني وتحسن قيمته باستمرار، وبالتالي تتدهور التنافسية السعرية للصادرات ويتنامى العجز في الحساب الجاري. وفي هذا الصدد فإن أحد السبل المعتمدة لإيقاف هذا الخطر هو إعداد قاعدة لسعر الصرف الحقيقي تهدف إلى وضع رقم مستهدف له والحفاظ عليه بغرض إبقائه قريبا من مستوى التوازن، ويتم ذلك من خلال تعديل سعر الصرف الاسمي آليا وباستمرار على ضوء أي تغير في مستوى الأسعار المحليّة بالقياس إلى مستوى الأسعار الأجنبية<sup>1</sup>.

إذن تركز سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي على قيام رسمي السياسة بإدارة سعر الصرف الرسمي على نحو يحول دون ارتفاع سعر الصرف الحقيقي بالنسبة للقيمة الأصلية لخط أساس ما، أو بعبارة أخرى تبقي سعر الصرف الحقيقي الفعلي قريبا من مستوى تكافؤ القوة الشرائية، وهذا ما يسمح بالمحافظة على القدرة التنافسية للسلع القابلة للتجارة الدولي، وبالتالي توسع من أسواق الصادرات للبلد المعني وتزيد من إمكانيات نموه. وتعتبر الدول النامية الأكثر شيوعا في الأخذ بهذه القواعد، ويتزامن ذلك في الغالب مع برنامج للتصحيح الهيكلي يسانده كل

<sup>\*</sup> التسمية الأصلية لهذه القواعد باللغة الانجليزية هي: Real Exchange Rate Targeting .

<sup>1</sup> ماجدة قنديل، المرجع السابق، ص.25.

من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي<sup>1</sup>. وأولى الدول التي تبنت هذه القواعد كانت البرازيل عام 1968، تلتها التشيلي خلال الفترة (1985-1992)، ثم كولومبيا عام 1990، لتليها دول أخرى.

## 2. آلية استهداف سعر الصرف الحقيقي

يمكن التعبير عن آلية استهداف سعر الصرف الحقيقي بالصيغة الرياضية التالية:

$$REER = NEER (P/P^*) = 100.$$

حيث أن:

REER هو سعر الصرف الحقيقي الفعلي؛

NEER هو سعر الصرف الاسمي الفعلي؛

P و P\* هما على الترتيب معدلات التضخم الوطنية والأجنبية.

تقتضى عملية استهداف سعر الصرف الحقيقي الفعلي أن تكون العلاقة أعلاه دائما ثابتة ومساوية للوحدة (100)، وكل ارتفاع لها عن هذا المستوى يفسر على أنه ارتفاع للتضخم في البلد المحلي مقارنة بشركائه الأجانب. فإذا لم يعوض هذا الفارق في التضخم بانخفاض كافي لسعر الصرف الاسمي، فإن سعر الصرف الحقيقي في هذه الحالة لا يحترم تكافؤ القوة الشرائية وتكون العملة مقيمة بأعلى من قيمتها، وبالتالي سترتفع أسعار الصادرات عندما يتم تحويلها بالعملات الأجنبية الأخرى وهو ما يترجم بتدهور قدرتها التنافسية. وفي مايلي مثال توضحي لما سبق ذكره: بافتراض أنه خلال فترة زمنية معينة ارتفع معدل التضخم المحلي في بلد ما يطبق نظام الصرف الثابت بنسبة 2 % مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة، فإنه في هذه الحالة سترتفع أسعار الصادرات بمقدار 2 % عندما يتم تحويلها بالعملات الأجنبية الأخرى (أي تدهور التنافسية السعرية للصادرات). وبالمقابل إذا قررت السلطات النقدية في هذا البلد استهداف سعر الصرف الحقيقي لعملتها عند مستوى تكافؤ القوة الشرائية، فإنه ومن أجل المحافظة على تنافسية الصادرات لابد من انخفاض سعر الصرف الاسمي بمقدار 2 % للحفاظ على تكافؤ القوة الشرائية، وفي هذه الحالة سوف لن تتأثر القدرة التنافسية للصادرات لأن فارق التضخم مابين البلد المحلي والأجنبي عوضه انخفاض سعر الصرف الاسمي للبلد المحلي.

إن إدارة سعر الصرف الرسمي للوصول إلى رقم مستهدف لسعر الصرف الحقيقي الفعلي تتم عن طريق المراقبة الدورية للبنك المركزي لتحركات سعر الصرف الحقيقي الفعلي لمعرفة مدى قربه أو ابتعاده عن مستواه التوازني ومن ثم تحديد قيمة التخفيض الذي سيمس قيمة العملة. وفي هذا السياق فقد وضع صندوق النقد الدولي منهجية لتقدير أسعار الصرف الحقيقية التوازنية

<sup>1</sup> بيتر مونتيل، جوناثان أوستري، "سعر الصرف الحقيقي هو الهدف في البلدان النامية"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 1993، ص.38.

أطلق عليها تسمية "المجموعة الاستثنائية المعنية بقضايا أسعار الصرف (CGER)<sup>1</sup>، والتي تركز على إجراء حسابات الاقتصاد القياسي لمعرفة ما إذا كان تقويم سعر الصرف الحقيقي الفعلي للعملة أعلى أو أقل من قيمته الصحيحة، وتشتمل هذه المنهجية على ثلاث مقاربات رئيسية وهي:

أ. منهج "سعر الصرف الحقيقي التوازني" (Equilibrium Real Exchange Rate Approach)

يبحث هذا المنهج في مدى توافق سعر صرف العملة مع أساسيات الاقتصاد (كالدخل الحقيقي، صافي الموجودات الأجنبية، الانفتاح على التجارة، الإنفاق الحكومي، والإنتاجية النسبية) وهذا باستخدام معادلة مختزلة وتقديرها بواسطة نموذج تصحيح الخطأ في متجهات التكامل المشترك، لتقدير سعر الصرف الحقيقي التوازني ومن ثم تحديد مقدار اختلال تعادل سعر الصرف، وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذا المنهج لا ينطوي على استشراف للمستقبل.

ب. منهج "التوازن الاقتصادي الكلي" (Macroeconomic Balance Approach)

يبحث هذا المنهج في مدى كون الحساب الجاري للبلد قريب من المعايير التقديرية على المدى المتوسط، أو بمعنى آخر هل توقعات تحقيق البلد لفوائض في الحساب الجاري الخارجي تقل عن المعيار المتعارف عليه، وإذا كان الأمر كذلك فهذا معناه أن سعر الصرف في السابق كان مقوماً بأعلى من قيمته الصحيحة. وعليه يضع هذا المنهج تقديرات لأربع توصيفات أساسية للحساب الجاري التوازني (المعيار) مستمدة من مجموعة من الأساسيات (رصيد المالية العامة، الصافي المبدئي للأصول الأجنبية مع استبعاد الدين الخارجي، الميزان التجاري، معدل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للفرد، الدخل النسبي، الحساب الجاري، معدل النمو السكاني، معدل إعانة المسنين) وباستخدام طريقة انحدار السلاسل الزمنية المقطعية يتم القيام بالتقديرات لوضع مجموعة من المعايير للحساب الجاري التوازني.

ج. منهج "استمرارية المركز الخارجي" (External Sustainability Approach)

يقوم هذا المنهج على أساس أن استمرارية مسار الحساب الجاري تقتضي أن تكون القيمة الحالية الصافية لكافة أشكال الدخل (الثروة) مساوية للقيمة الحالية الصافية لواردات السلع والخدمات، وعليه سوف تختار الحكومة مسارا للواردات ومن ثم معيارا للحساب الجاري يدعم تحقيق المساواة بين الأجيال مع إتاحة قدر أكبر من المدخرات الوقائية من خلال إتباع وتيرة ملائمة لمراكمة الأصول الأجنبية الصافية. وباستخدام هذا المنهج يتم تقديم نتائج حول مدى انخفاض أو زيادة سعر صرف العملة مقارنة بقيمتها الحقيقية وهذا وفقا للافتراضات المستخدمة، حيث تعتمد

<sup>1</sup> International Monetary Fund, "Methodology for CGER Exchange rate Assessments", 2006, pp.1-40.



نتيجة التقييم على ما إذا كان الهدف هو تثبيت الدخل السنوي الحقيقي، أو نصيب الفرد بالقيمة الحقيقية، أو كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

### 3. مزايا سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي

لقد حققت سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي نتائج مرضية في عدة بلدان نامية كالبرازيل، تركيا، والمكسيك خلال منتصف الثمانينيات من القرن العشرين، نظرا لتأثيرها المفيد في توسيع أسواق الصادرات لهذه البلدان والاستثمار القوي فيها<sup>1</sup>. وعلى العموم يمكن حصر أهم مزايا هذه السياسة في مايلي<sup>2</sup>:

- الحد من ظهور انحرافات كبيرة وقابلة للاستمرار في الأسعار النسبية، وبالتالي الحد من ظهور الاختلال الخارجي؛

- أنها تعديل مستمر وضعيف في سعر الصرف دون فرض تكاليف تصحيح كبيرة على الاقتصاد لاسيما عملية تخفيض قيمة العملة المرفوضة اجتماعيا وسياسيا؛

- استهداف سعر الصرف الحقيقي يشكل أداة لتثبيت التوقعات من خلال استفادة المشاركين في السوق من المعلومات حول التطورات المحتملة في الأسعار النسبية، مما يجنبهم اتخاذ قرارات لا تستند إلى أسس سليمة في مجال الإنتاج؛

- يعتبر استهداف سعر الصرف الحقيقي بمثابة ضمان للمستثمرين المحتملين في قطاع السلع القابلة للتجارة دوليا بأن هذا السعر لن يسمح له بالانحراف بقدر كبير، وبالتالي سيكون عاملا مساعدا في تعزيز القدرة التنافسية للصادرات وأدائها الجيد والقوي.

### الفرع الثاني: الآثار الاقتصادية الكلية لاستهداف سعر الصرف الحقيقي

إن اختيار تبني سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي في أي بلد كإطار لتوجيه نظام الصرف فيه، هو دليل على الجهود المبذولة من طرفه لتعزيز قدرته على المنافسة في التصدير من أجل توسيع أسواق صادراته، وهذا من خلال قيام السلطات بتأشير سعر الصرف الاسمي إلى مستوى الأسعار المحلية. ورغم ما لهذه السياسة من مزايا تم استعراضها أعلاه، ألا أنها بالمقابل لها سلبيات على الاقتصاد الكلي، وهو ما يحاول هذا الفرع التطرق إليه من خلال استعراض أهم نتائج الدراسات التي اهتمت بدراسات أهم التداعيات السلبية لسياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي.

<sup>1</sup> بيتر مونتيل، جوناثان أوستري، المرجع السابق، ص.39.

<sup>2</sup> راجع في هذا السياق:

- ماجدة قنديل، المرجع السابق، ص.25.

## 1. دراسات (Montiel & Ostry)

تعتبر الأبحاث التي قام بها الاقتصاديان (Montiel & Ostry) بداية التسعينيات من أشهر المحاولات لتفسير تداعيات استهداف سعر الصرف الحقيقي على الاقتصاد الكلي<sup>1</sup>. حيث أوضح الباحثان أن تكيف الاقتصاد الكلي إزاء الصدمات الداخلية والخارجية في ظل استهداف أسعار الصرف الحقيقية يختلف اختلافا واضحا عما يحدث في ظل نظام الصرف الثابت. فالبلدان النامية تواجه صدمات مختلفة مثل صدمات معدلات التبادل التجاري المرتبطة بالتغير في أسعار السلع الأساسية، أو التدابير المتعلقة بالسياسة المالية كزيادة الإنفاق الحكومي مثلا.

ففي حالة حدوث صدمة ايجابية في معدلات التبادل التجاري من خلال حدوث ارتفاع كبير في أسعار الصادرات الأساسية ومن ثم زيادة إيرادات البلد النامي، فإن ذلك سينعكس على إجراء زيادة في الإنفاق الحكومي تنصب أساسا على السلع الغير قابلة للتداول، وسيكون تكيف الاقتصاد إزاء هذه الصدمة الموجبة كمايلي:

- إذا كان نظام الصرف المطبق هو الثابت: فإن زيادة الإنفاق الحكومي سيؤدي إلى طلب مفرط على السلع الغير متداولة، ومع وجود سعر صرف اسمي محدد، فإن سعر الصرف الحقيقي يكون مرنا. وعليه فالأسعار النسبية للسلع التي لا تتداول سترتفع لتعيد التوازن، وبالتالي ترتفع أسعار السلع المحليّة بالنسبة لأسعار السلع المتداولة دوليا والتي تبقى محدّدة نظرا لثبات سعر الصرف الاسمي، وهو ما يترجم بميل سعر الصرف الحقيقي للارتفاع.

- أما في ظل استهداف سعر الصرف الحقيقي (نظام صرف مرن): فإن الحكومة تلتزم بتصحيح سعر الصرف الاسمي بما يضمن ثبات سعر الصرف الحقيقي. وفي هذه الحالة لا يمكن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي إلى مستوى توازني أعلى جديد، لأن الحكومة تعدّل سعر الصرف الاسمي (وبالتالي الأسعار المحليّة للسلع القابلة للتبادل الدولي) على نحو يحقق الثبات لأسعار السلع الغير متداولة إلى المتداولة (سعر الصرف الحقيقي). وتكيف الاقتصاد لاستعادة التوازن في هذه الحالة لا يكون بارتفاع سعر الصرف الحقيقي، ولكن من خلال أثر خفض القيمة الحقيقية للثروة المالية للقطاع الخاص. فحسب (Montiel & Ostry) فإنه في ظل استهداف سعر الصرف

<sup>1</sup> راجع في هذا السياق:

- Montiel P., Ostry J., "Macroeconomic implications of Real exchange targeting in developing countries", **IMF working paper**, 91/29, 1991a, pp.1-49.
- Montiel P., Ostry J., "Real exchange targeting under capital controle: can money provide a nominal anchor", **IMF working paper**, 91/68, 1991b, pp.1-25.
- Montiel P., Ostry J., "External shocks and inflation in developing countries under Real exchange rate rule", **IMF working paper**, 92/75, 1992, pp.1-48.

الحقيقي يكون الطلب على السلع الغير متداولة مرتبطا إيجابا بسعر الصرف الحقيقي والثروة المالية الخاصة الحقيقية. فمع ارتفاع أسعار السلع التي لا تتداول دوليا كرد فعل للصدمات الموجبة (زيادة الإنفاق الحكومي) فإن السلطات تقوم بتخفيض سعر الصرف الاسمي لمنع ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وبهذا تحقق تصحيح المستوى العام للأسعار، ومن شأن الارتفاع في المستوى العام للأسعار أن يخفّض من القيمة الحقيقية لثروة القطاع الخاص أي بمعنى وجود أثر ثروة سالب، وهكذا ينخفض الطلب على جميع السلع بما في ذلك الغير متداولة، ويساعد ذلك على استعادة التوازن الخارجي.

بناءً على ما سبق فإن معدل التضخم سيرتفع بالموازاة مع فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات نتيجة التحسّن الذي طرأ على معدلات التبادل التجاري، وهو ما يقترن عادة بزيادة في مدخرات القطاع الخاص الذي له استحقاقات مالية متراكمة لدى بقية العالم. وهذه الزيادة في المدخرات سيتولّد عنها مع الزمن زيادة الطلب في السوق على السلع المحليّة. وللتخلّص من ضغط الطلب السابق، لا بد أن يتحقق توازن جديد للاقتصاد عن طريق الزيادة المستمرة والمستدامة في المستوى العام للأسعار، والتي تكفي لتعويض هذا الضغط في الطلب الناتج عن الزيادة في ثروة القطاع الخاص، وفي ظل هذه الأوضاع قد يكون الاقتصاد عرضة للتضخم المفرط.

من الناحية النظرية يمكن تجنب الارتفاع في معدل التضخم من خلال تبني إجراءات للسياسة المالية العامة تنصب على التقليل من الإنفاق الحكومي على السلع الغير متداولة بمعدل مناسب، وقد يكون ذلك من خلال ضريبة التضخم\* للتأثير على الموازين النقدية. فإذا استخدمت الحكومة ضريبة التضخم بعد أن تحوّل لها من قبل البنك المركزي لزيادة إنفاقها فسيؤدي ذلك إلى زيادة أعلى في معدل التضخم ولكن دون وجود التضخم المفرط. أمّا إذا حول البنك المركزي حصيلة ضريبة التضخم إلى الحكومة لتستخدمها في تخفيض الضرائب الأخرى الجزافية على القطاع الخاص، ومن ثم عدم قيام القطاع الخاص بدفع ضريبة التضخم بصورة فعالة (بالنظر لتخفيضات الحكومة الممنوحة له) فسيؤدي ذلك إلى تكدّس الثروة الذي لم يعد يوازنه تآكل

\* ضريبة التضخم ليست ضريبة قانونية تُدفع للحكومة، بل هي في أبسط معانيها عبارة عن عقوبة حيازة النقد في أوقات التضخم المرتفع. فعندما تطبع الحكومة نقودا أكثر أو تخفّض معدلات الفائدة فإنها ستغرق السوق بالسيولة مما يرفع من التضخم في الأجل الطويل. والتضخم يخفّض من القيمة الحقيقية للنقود التي يحوّلها الأفراد وهذا ما يشكّل ضريبة التضخم. وهذه "الضريبة الخفية" شائعة الاستخدام في البلدان النامية وتعتبر وسيلة لتمويل عجز الموازنة والإنفاق الحكومي في ظل وجود نظام للضرائب مكلف ويفتقر للكفاءة. للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع راجع:

المكون النقدي في الثروة (أي ضريبة التضخم). وبالتالي سيؤدي تعاضم عملية تكديس الثروة إلى خلق ضغط مفرط في الطلب على السلع المحليّة في السوق مما سينجم عنها تضخم مفرط. وزيادة على ما سبق فقد أكد (Montiel & Ostry) بأنه لا يمكن استخدام السياسة النقدية لاستعادة استقرار الأسعار في الأجل الطويل سواء كان البلد يتمتع بحركية عالية لرأس المال أو يفرض قيودا عليها كمايلي:

- في حالة الحركية العالية لرأس المال: فإن المعروض النقدي سيكون داخليا، وسياسات التعقيم لا يمكن استخدامها للتحكم فيه. وفي هذه الحالة فإن الأداة الوحيدة المتاحة للسياسة النقدية هي رصيد الائتمان، حيث يجبر الاقتصاد على تجميد الائتمان بغرض تحقيق الاستقرار في مستويات الأسعار. ولكن مع قدرة القطاع الخاص على الاقتراض من سوق رؤوس الأموال الدولية فإن ذلك سينجم عنه زيادة فائض الحساب الرأسمالي لميزان المدفوعات، وهذه التدفقات الوافدة هي إضافة للمعروض النقدي، وتكون السياسة النقدية هنا عاجزة عن التأثير على معدل التضخم في ظل وضع رقم مستهدف لسعر الصرف الحقيقي وبالموازاة مع الحركية العالية لرأس المال.

- أما في حالة فرض قيود على حركة رأس المال في محاولة للتحكم في المعروض المحلي من النقود، ففي هذه الحالة تنشأ سوق موازية للصرف الأجنبي كنتيجة حتمية لعدم قدرة الأعوان على تلبية احتياجاتهم من النقد الأجنبي عبر السوق الرسمي، حيث يتم تبادل العملات في السوق الموازية بسعر يحدده السوق. وفي ظل هذا الوضع المتميز بغلق حساب رأس المال سيكون بإمكان السلطات التحكم في عرض النقود في الاقتصاد المحلي نتيجة تحكمهم في التدفقات الوافدة عن طريق الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وبالتالي تخفيض التضخم ولكن في الأجل القصير فقط. ففي حالة حدوث صدمة حقيقية موجبة نتيجة التحسن في معدلات التبادل الدولي، فإنها ستتسبب في إحداث قفزة في المستوى العام للأسعار وفائض في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، وتستجيب السلطات لهذا الوضع بتعقيم الزيادة المقترنة في الاحتياطات الدولية. ولكن إذا كان التحسن في معدلات التبادل الدولي تحسنا دائما، فإن سياسة التعقيم ستكون غير مستدامة في الأجل الطويل، خاصة منذ تقليص الائتمان بصورة دائمة لمواجهة التدفقات الاحتياطية إلى الداخل. أما القطاع الخاص فسيسعى في آخر المطاف إلى تلبية احتياجاته من النقد الأجنبي من السوق الموازية، وهو ما يؤدي إلى ازدياد الفجوة بين السعر الرسمي والموازي للعملة الوطنية بصورة أكبر. وبالتالي تضطر الحكومة في نهاية المطاف إلى التخلي عن القيود المفروضة على رؤوس الأموال لتخفيف الضغط على سعر الصرف.

خلاصة تحليل (Montiel & Ostry) أنه عند استهداف سعر الصرف الحقيقي، لا يصبح سعر الصرف ركيزة اسمية لمستوى الأسعار مما يؤدي إلى تقلبات شديدة في معدل التضخم ولكن دون حدوث التضخم المفرط. كما أن صياغة سياسة نقدية سليمة للحد من الآثار التضخمية لهذه القواعد، يكون غير فعال في الأجل الطويل سواء في ظل الحركية العالية لرأس المال، أو في ظل فرض قيود عليه.

## 2. دراسات أخرى

### 1.2. دراسة (Rudiger Dornbusch)

قام الاقتصادي "روديجر دورنبوش" بدراسة قواعد تكافؤ القوة الشرائية في إطار نموذج "ماندل-فليمينغ" (Mundell-Flemming) المطبق على اقتصاد صغير مفتوح على الخارج ويتميز بجمود الأجور. حيث أبرز في أنموذجه أن تحركات سعر الصرف الحقيقي تؤثر على الأسعار والكميات الكلية من خلال كل من قناة الطلب (عبر تغيير صافي الصادرات) وقناة العرض (من خلال تغيير تكاليف مدخلات الإنتاج القابلة للتجارة). وقد أوضح الباحث أنه عندما يكون هذا النموذج في مواجهة صدمات عرض فإن قواعد تكافؤ القوة الشرائية ستزيد من تقلب الناتج عندما تكون قناة العرض هي المسيطرة، وبالمقابل ستعمل على تخفضه إذا كانت قناة الطلب هي المسيطرة. كما أكد أيضا بأن تقلبات شديدة في مستوى الأسعار ولاسيما نحو الارتفاع ستحدث كلما كان هنالك تشديد لقواعد تكافؤ القوة الشرائية<sup>1</sup>.

### 2.2. دراسة (Adams and Gros)

اهتمت هذه الدراسة بتحليل سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي وبالخصوص تأثيرها على معدل التضخم<sup>2</sup>. حيث أكد الباحثان على أنه في إطار نموذج لوغاريتمي-خطي ستوكاستيكي وفي ظل وجود قواعد تكافؤ القوة الشرائية، فإن معدل التضخم ومهما كان مستواه في السابق سوف يميل نحو الارتفاع بسبب الصدمات التي تصيب الأسعار خلال الفترة الجارية (بمعنى أن التضخم يتبع مسارا عشوائيا). فسعر الصرف هنا يتحرك نحو الانخفاض بمعدل أسرع لامتناس الصدمات التي تصيب مستوى الأسعار المحلية، وعليه لا يكون لسعر الصرف أي قيمة توازنية في الأجل الطويل، وبالمقابل تكون السلطات النقدية عرضة لفقدان السيطرة والتحكم في مسار التضخم. وأكثر من ذلك أبرز الباحثان أنه في حالة فرض قيود على حركة رأس المال فإن

<sup>1</sup> Rudiger Dornbusch, "PPP exchange rate rule and macroeconomic stability", *Journal of Political economy*, 90(1), 1982, pp.158-165.

<sup>2</sup> Adams C., Gros D., "The consequences of the real exchange rate rules for inflation: some illustrative examples", *IMF staff paper*, Vol.33, September 1986, pp.439-476.

استمرارية سياسة تعقيم التدفقات النقدية الداخلة تكون غير مجدية، لأنها ستؤدي إما لعدم استقرار الحساب الجاري أو عدم استقرار مخزون الأصول الأجنبية.

### 3.2. دراسة "Calvo, Reinhart, Vegh"

حاولت الدراسة تقديم عرض مفصل حول سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي في بعض بلدان أمريكا اللاتينية (البرازيل، التشيلي، كولومبيا)، حيث أكدت على أن سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي هي سياسة الاستهداف الأكثر شيوعاً في البلدان النامية. وتتمثل أهم النتائج التي توصل إليها الباحثون في أن السلطات تستطيع استهداف سعر الصرف الحقيقي ولكن لفترة محددة من الزمن فقط، يضاف إلى ذلك أن المكاسب الناتجة عن تحسن القدرة التنافسية والأداء القوي لقطاع التصدير هي مكاسب مؤقتة فقط. وحسب هذه الدراسة فإن الشواهد التجريبية أكدت أن تبني قواعد سعر الصرف الحقيقي يترافق مع تضخم مرتفع<sup>1</sup>.

في نهاية هذا المطلب يمكن القول أن العديد من البلدان النامية وفي إطار تحولها نحو نظم الصرف المرنة قد تبنت سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي من أجل الحفاظ أو تعزيز قدرتها التنافسية الدولية ومن ثم توسع أسواق صادراتها، ولكن جدوى هذه السياسة تبقى ظرفية فقط ومؤقتة نظراً لاحتمال زيادة التضخم وإمكانية فقدان السيطرة عليه، وذلك في ظل افتقاد الاقتصاد للركيزة الاسمية ألا وهي سعر الصرف الاسمي بسبب التخفيضات الآلية والمستمرة له بدلالة فوارق التضخم مع أهم الشركاء التجاريين. وعليه فإن جدوى الاستمرار بهذه السياسة مرتبطة بالأساس بمدى القدرة على السيطرة على الضغوط التضخمية التي تتولد عنها، وأيضاً من خلال الحفاظ على دور سعر الصرف كركيزة اسمية بتحميل جزء من عبئ تخفيض سعر الصرف على تغيير مستوى الأسعار المحلية، يضاف إلى ذلك ضرورة إتباع سياسات مالية عامة احترازية ومنضبطة.

### المطلب الثالث: عرض بعض تجارب التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية

لقد شهدت فترة التسعينات من القرن العشرين موجة من التحول نحو نظم الصرف المرنة في الاقتصاديات النامية والناشئة على حد سواء، ومهما اختلفت مبررات ودوافع التحول إلا أنها تندرج في إحدى الحالتين وهما: التحول الطوعي (الاختياري) والتحول المدفوع بأزمة عملة. وفي هذا المطلب سيتم استعراض تجارب بعض البلدان النامية المتعلقة بالحالتين السابقتين، وهذا من أجل التعمق في فهم ظاهرة التحرك نحو مرونة سعر الصرف في هذه البلدان.

<sup>1</sup> Calvo G., et al., "Targeting the real exchange rate: theory and evidence", *Journal of development economics*, Vol.47, 1995, pp.97-133.

## الفرع الأول: حالات التحول الطوعي (تجربة الهند والتشيلي)

يتناول هذا العنصر تجربة كل من الهند والتشيلي اللتان تحولتا إلى نظم الصرف المرنة بطريقة منتظمة وتدرجية، وكان لهذا التحول أثرا ايجابيا على أدائهما الاقتصادي الكلي ما يجعل منهما تجربتان تستحقان الدراسة.

### 1. تجربة الهند 1995

أطلقت الهند أوائل التسعينيات إصلاحات اقتصادية شاملة كان من بين ما تضمنته تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات، والذي تم وفق منهج تدريجي قطعت من خلاله الصلة مع ممارسات الرقابة على الصرف التي كانت تميز الاقتصاد سابقا. كما أعلنت الهند ابتداء من مارس 1993 التحول من الربط الثابت لعملتها (الروبية) بالدولار الأمريكي إلى التعميم الموجه، الذي في ظله يتدخل البنك الاحتياطي الهندي في سوق الصرف بنشاط بغرض التقليل من التذبذبات المحتملة لسعر الصرف ولاسيما في ظل الصدمات غير المواتية. وقد اعتبرت السلطات الهندية إدخال نظام لسعر الصرف يحدده السوق (النظام المرن) ضرورة ملحة للاستجابة للزيادة المحتملة في تدفق رأس المال بالموازاة مع تحرير حساب رأس المال. أما بالنسبة للسياسة النقدية الهندية فقد ركزت على هدفين أساسيين وهما استقرار الأسعار وتعزيز النمو. كما أن إصلاحات القطاع المالي كانت متدرجة حيث بدأت بتحرير أسعار الفائدة، وتشجيع المنافسة داخل القطاع البنكي، وتبني إجراءات لتطوير سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تعزيز إجراءات الرقابة والإشراف على القطاع المالي. ومن جانب المالية العامة عملت الحكومة على خفض تمويل عجزها من قبل البنك المركزي، وتحولت نحو الاقتراض بأسعار فائدة السوق. وعلى نحو عام تعتبر التجربة الهندية في التحول نحو التعميم أحد التجارب الرائدة والناجحة كونها اتبعت منهجا احترازيا ومتدرجا، فلم يتم تعويم العملة إلا بعد إطلاق إصلاحات اقتصادية جزئية، لتستمر هذه الأخيرة بعد التحول نحو التعميم<sup>1</sup>.

لقد سجل الاقتصاد الهندي أداء اقتصاديا جيدا منذ تحوله نحو اقتصاد السوق وتعميم عملته، حيث عرف معدل النمو الحقيقي تطورا مستمرا، كما تراجع معدل التضخم، وأيضا سجل كل من عجز الموازنة والعجز الجاري والمديونية الخارجية تراجعا ملحوظا، في حين أن احتياطات النقد الأجنبي قد نمت على نحو مطرد. ولعل أهم ما يميز التجربة الهندية هو صمودها في وجه العديد من الصدمات الخارجية ولاسيما الأزمة الآسيوية 1997/1998، وهو ما يجعل منها تجربة ناجحة يمكن للاقتصاديات النامية عموما أن تستفيد منها.

<sup>1</sup> Dalia Hakura, Op.Cit., pp.92-93.

## 2. تجربة التشيلي 1999

قامت التشيلي بالتحول طواعية من تطبيق نظام صرف ثابت وقابل للتعديل على شكل نطاقات تقلب متحركة (Crawling Bands) إلى التعميم الحر في سبتمبر 1999، ولكنها مهدت لعملية التحول هذه خلال عشرية من الزمن، حيث بذلت جهودا كبيرة لتطوير إطار سياستها النقدية ونظامها المالي للوفاء بالشروط المسبقة للتعميم الناجح. وفي عام 1989 قام البنك المركزي للتشيلي بالعمل على تثبيت التوقعات التضخمية من خلال نشر أهداف التضخم قصيرة الأجل والسعي لتحقيقها، وبذلك استطاع مع الوقت بناء سمعة طيبة في مجال مكافحة التضخم. وخلال التسعينيات قامت السلطات بتوسعة نطاقات التقلب المتحركة عدة مرات وتعديل السعر المركزي وذلك استجابة للتدفقات القوية لرؤوس الأموال. يضاف إلى ذلك أن تذبذبات سعر الصرف في إطار نطاقات التقلب المسموح بها كانت حافزا للعمل على تعميق أسواق الصرف الفورية والآجلة مما ساعد في الحد من تأثير خطر تقلبات سعر الصرف على القطاع الحقيقي. وخلال الفترة (1998-1991) فرضت السلطات الرقابة على معاملات حساب رأس المال بشكل مؤقت وذلك لمنع تحسن سعر الصرف، وقد استخدمت آلية "معدل متطلبات الاحتياطي الإجمالي غير المعوضة" (Encaje) لبعض التدفقات المالية، حيث تؤدي هذه الآلية إلى تخفيض مردودية المعاملة المالية كلما كانت فترة استحقاقها قصيرة<sup>1</sup>.

إضافة لما سبق ذكره، قامت التشيلي بتقوية نظم الإشراف والرقابة على مؤسساتها البنكية والمالية قبل تعميم عملتها. فقانون البنوك الصادر عام 1986 والتعديلات التي عرفها (1989 و1997) أعطى للسلطات الأدوات الرئيسية لمراقبة المخاطر التي تتحملها البنوك على عاتقها، كما ساعد في تعزيز إجراءات تقوية ميزانيات البنوك، وتشديد متطلبات كفاية رأس المال وفقا لمقررات لجنة بازل، وفرض قواعد صارمة لإدارة السيولة والحد من انكشاف البنوك أمام خطر الصرف. وابتداء من عام 1998 عرف إطار السياسة النقدية للبنك المركزي تحولا نحو التأثير على التوقعات التضخمية من خلال ربط معدل تحرك سعر صرف عملتها الوطنية (البيزو) بمعدل التضخم المتوقع. وبعد إلغاء نظام نطاقات التقلب المتحركة عام 1999 والتحول نحو التعميم، قام البنك المركزي بتبني مقارنة استهداف التضخم حيث جعل من استقرار الأسعار الهدف الوحيد والنهائي للسياسة النقدية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Dalia Hakura, Op.Cit., p.92.

<sup>2</sup> Ibid.



## الفرع الثاني: حالات التحول المدفوعة بأزمة عملة (تجربة المكسيك والبرازيل)

يتناول هذا العنصر تجربة بعض البلدان النامية التي أجبرت على التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة تحت الضغط وفي سياق تعرضها لأزمة عملة، حيث سيتم إلقاء الضوء على كل من التجربة المكسيكية والبرازيلية.

### 1. تجربة المكسيك 1994

عرفت المكسيك عام 1994 أزمة مالية كبيرة، كان أحد أركانها هجمات المضاربة على عملتها البيزو مما دفعها إلى التخلي عن الربط الثابت بالدولار و إتباع سياسة التعويم بداية من 22 ديسمبر 1994. ويمكن حصر الأسباب الرئيسية لهذه الأزمة في تدفقات رؤوس الأموال الضخمة على المكسيك كنتيجة للأداء الاقتصادي الجيد للبلد ولاسيما سيره باتجاه نمو مستدام. فخلال الفترة (1990-1994) بلغ حجم التدفقات الوافدة 104 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 20% من إجمالي التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى الاقتصادات النامية. وقد كانت لهذه التدفقات الكبيرة نتائج غير مواتية على أداء الاقتصاد المكسيكي تمثلت في توسع الطلب الكلي، زيادة أسعار الأسهم والعقارات، نمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية، تزايد حجم الدين الخارجي قصير الأجل والمقوم بعملات أجنبية، ارتفاع معدلات التضخم المحلية عن مثيلاتها في الولايات المتحدة الأمريكية في ظل الربط الثابت للبيزو بالدولار، مما نجم عنه ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وتدهور كبير في القدرة التنافسية للصناعات المكسيكية ومن ثم عجز ضخم في الحساب الجاري الخارجي بلغ في السنوات الثلاث (1992 و 1993 و 1994) على الترتيب النسب (6,7%) و (5,8%) و (7%). يضاف إلى ذلك الصدمات السياسية التي عصفت بالبلد في تلك الفترة (كانتفاضة الجنوب، اغتيال بعض زعماء المعارضة) مما خفض بشكل كبير من ثقة المستثمرين في الحكومة وفي عملة البيزو<sup>1</sup>.

تبعاً لذلك حدث تدفق كبير لرؤوس الأموال إلى الخارج، أدى إلى استنزاف كبير في الاحتياطيات الدولية للبلد. وقد استجابت المكسيك لهذه الأزمة بتطبيق سياسة نقدية متشددة وتخفيض قيمة البيزو. لكن هذا التخفيض بحسب الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان"<sup>2</sup> لم يكن كافياً في ذلك الوقت، مما عمق من حدة الأزمة، التي تمثلت أهم تداعياتها في انخفاض قدره

<sup>1</sup> راجع في هذا الشأن:

- ألفريد كوفاس، أليخاندرو ورنير، "تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"، مداخلة في ندوة نظم وسياسات سعر الصرف، معهد السياسات الاقتصادية لصندوق النقد العربي، 17/16 ديسمبر 2002، ص ص. 120-130.

- غيليرمو أورتييز، المرجع السابق، ص. 07.

<sup>2</sup> Paul Krugman, "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008", Op.Cit., pp. 44-45.

7% في ناتجها المحلي الحقيقي وانخفاض بنسبة 15 % في إنتاجها الصناعي، وانكماش شديد للاقتصاد وتزايد معدلات البطالة.

عقب هذه الأزمة بادرت المكسيك بعمليات تصحيح اقتصادي طويلة الأمد، حيث كانت أمام تحد كبير تمثل في تخفيض عجز الحساب الجاري الخارجي، وإيقاف انهيار القطاعين المالي والإنتاجي. وفي هذا السياق باشرت إجراءات التصحيح المرتكزة على ضوابط نقدية صارمة مدعومة بسياسة مالية سليمة، بالإضافة إلى إتباع سياسة تعويم العملة منذ 22 ديسمبر 1994، كما طلبت مساعدة المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي، البنك الدولي، بنك التنمية للبلدان الأمريكية، وهذا بهدف الحصول على التمويل للوفاء بالتزاماتها الخارجية. وقام البنك المركزي بتوفير السيولة للبنوك التجارية حتى لا تتأخر عن سداد التزاماتها الأجنبية، كما تم إعداد برنامجين أحدهما لتوفير رؤوس أموال مؤقتة للبنوك، والآخر لزيادة التحفيز للبنوك التي تعاني عجزاً، بالإضافة إلى إجراء إصلاحات تهدف إلى تحقيق نمو الناتج الداخلي الخام بنسبة 6,2% سنة 1995. وفي سنة 1996 انتعش الاقتصاد مجدداً مسجلاً نمواً قدره 5,1% ثم 9,7% سنة 1997، كما انخفض معدل البطالة من 7,6 % سنة 1995 إلى 3,5% سنة 1998. أما معدل التضخم فقد تراجع من 52% سنة 1995 إلى 15,7% سنة 1997.<sup>1</sup>

أما فيما يخص قرار تعويم البيزو فقد كانت نتائجه مرضية، حيث ساعد في تخفيض العجز الجاري من 6,7% من الناتج الداخلي الخام خلال الفترة (1992-1994) إلى 01% خلال الفترة (1995-1997)، وزادت الاحتياطيات الدولية بأكثر من 25 مليار دولار خلال الفترة (1995-1998). أما مديونية القطاع العام فانخفضت من 39% من الناتج الداخلي الخام سنة 1995 إلى 27% سنة 1997، وزاد معدل الادخار المحلي بمقدار 6,3% خلال الفترة (1994-1997).<sup>2</sup>

## 2. تجربة البرازيل 1999

قامت البرازيل بالتحول مباشرة وبسرعة نحو التعويم عقب تعرضها لأزمة عملة بداية عام 1999، حيث تخلت عن الربط المتحرك لعملتها الوطنية (الريال) بالدولار الأمريكي والتحول نحو التعويم في جانفي من نفس العام. ويمكن تلخيص أهم أسباب هذا التحول في ما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> ألفريد كوفاس، أليخندرو ورنر، المرجع السابق، ص ص. 125-126.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 130.

<sup>3</sup> أرمينيو فراجا، "السياسة النقدية أثناء الانتقال إلى سعر صرف معوم: تجربة البرازيل"، مجلة التمويل والتنمية، العدد 01، مارس 2000، ص ص. 16-18.

- عدم فاعلية القيود المفروضة على التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل خلال الفترة (1993-1997) بسبب التطور الكبير لسوق المال البرازيلي؛

- ضعف أداء المؤشرات الاقتصادية الكلية للبرازيل مثل تنامي العجز في الحساب الجاري الذي أصبح يمثل تقريبا 5% من الناتج الداخلي، وكذا تزايد الدين الحكومي المحلي الذي بلغ 40% من الناتج الداخلي حيث كان الجزء الأكبر فيه عبارة عن تمويل قصير الأجل، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم، وتجاوز الإنفاق الحكومي حجم الدخل؛

- توقف تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة إلى داخل البرازيل بصفة مفاجئة، وذلك بسبب الذعر الذي أصاب المستثمرين في أعقاب توقف روسيا عن سداد ديونها، حيث أنه حين واجهت الحكومة الروسية الالتزامات التي لم تستطع تلبيتها، أصدرت قرارا رسميا بتأجيل دفع الديون المستحقة بشأن عمليات العملة الأجنبية، وخفض قيمة عملتها الوطنية (الروبل) في شهر أوت 1998.

في ظل هذه الظروف تخلت البرازيل عن الربط المتحرك لعملتها وقررت التحول نحو التعويم في جانفي 1999، وقد ترتب عن هذا التحول هبوط سعر صرف الريال أمام الدولار بأكثر من النصف خلال شهر فقط حيث أصبح الدولار الواحد يساوي 2,15 ريال بعدما كان يساوي 1,20 ريال. وقد كان من نتائج انخفاض العملة البرازيلية حدوث ضغوط تضخمية إلا أنه سرعان ماتم احتوائها غداة التنبّي السريع لاستراتيجية "استهداف التضخم" من طرف البنك المركزي. ومن جهة أخرى عملت السلطات على تشديد إجراءات الحيطرة والحذر ضد خطر الصرف عقب الأزمة من خلال تحفيز القطاع الخاص البرازيلي على التحوط المكثف من هذا الخطر من خلال استخدام الأوراق المالية الحكومية المؤشّرة بالدولار، والمشتقات المالية، وهو ما ترتب عنه انكشاف ضعيف لكل من القطاع المالي والشركات أمام خطر الصرف الأجنبي. وبغرض التأثير على التوقعات التضخمية والسيطرة عليها قام البنك المركزي البرازيلي بزيادة شفافية اتخاذ القرارات، من خلال تواصله المكثف مع الجمهور لشرح أدائه مقارنة بهدف التضخم. وعموما فقد عكست كل هذه الإجراءات المتخذة من قبل السلطات البرازيلية حرصها على إنجاح تجربتها مع التعويم والتخفيف من حدة الأثر العكسي لهذه العملية على الاقتصاد والمجتمع.

## المبحث الثالث: المتطلبات التشغيلية اللازمة لإنجاح التحول إلى نظم الصرف المرنة في البلدان النامية

بحسب صندوق النقد الدولي فإن نجاح عملية التحول نحو نظم الصرف المرنة مرهون بمدى توافر مجموعة من المتطلبات التشغيلية الأساسية وهي<sup>1</sup>: سوق صرف عميق وسائل، سياسة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، رכיعة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت، نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر الصرف، بالإضافة إلى ضبط وتيرة وتسلسل عملية التحول. وسنحاول في هذا المبحث التعمق أكثر في فهم هذه المتطلبات التشغيلية.

### المطلب الأول: تطوير سوق الصرف

إن التحول نحو نظام الصرف المرن يتطلب وجود سوق صرف على درجة عالية من العمق والسيولة بما يسمح باكتشاف وتحديد سعر الصرف<sup>2</sup>. وفي هذا المطلب سنحاول التعرف على مفهوم سوق الصرف وخصائصه في البلدان النامية وآليات تطويره.

### الفرع الأول: تعريف وأقسام سوق الصرف

يتناول هذا العنصر التعريف بسوق الصرف وبأهم المتدخلين فيه، بالإضافة إلى استعراض أهم الأقسام التي يتألف منها.

#### 1. تعريف سوق الصرف والمتدخلون فيه

##### 1.1. تعريف سوق الصرف

سوق الصرف هو المكان الذي يلتقي فيه العرض والطلب على العملات الأجنبية، وهذا المكان غير محدد (جغرافيا)، فهو عبارة عن شبكة تربط ما بين وكلاء الصرف لمختلف بنوك العالم باستعمال أحدث وأسرع وسائل الاتصال كالهاتف، والتلكس، والشبكات الالكترونية، يضاف إلى ذلك اللقاء الحقيقي الذي يتم ما بين وكلاء الصرف داخل قاعة مخصصة لمعاملات الصرف بالبورصة<sup>3</sup>. إن الهدف من وجود سوق الصرف هو تسهيل المعاملات الدولية، وذلك بتحديد أسعار صرف مختلف العملات، وحتى يتحقق ذلك لا بد لهذه العملات أن تكون قابلة للتحويل. ويقال عن عملة بلد ما أنها قابلة للتحويل، إذا كان مسموحا للمقيمين وغير المقيمين فيه بإبدالها بالأسعار الجارية مقابل مبالغ من العملات الأجنبية، والتي يستطيعون استعمالها في ما بعد بكل حرية في

<sup>1</sup> روبا دوتاغوبتا وآخرون، "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟"، قضايا اقتصادية، 38، صندوق النقد الدولي، 2005، ص ص. 1-26.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص. 2.

<sup>3</sup> Ammour Benhalima, "Pratique des techniques bancaires: référence à l'Algérie", Ed. Dahlab, Alger, 1997, p.120.

إطار معاملاتهم الدولية<sup>1</sup>. ويتداول في سوق الصرف مجموعة مختلفة من العملات القابلة للتحويل والقوية، وغالبا ما تكون عملات الدول الصناعية كالدولار الأمريكي، اليورو، والين الياباني هي التي تسجل أكبر نسب التداول. وتعد أسواق الصرف أسواقا دائمة العمل حيث تجري فيها الصفقات في كل ساعات النهار والليل، وهذا راجع إلى اختلاف توقيت افتتاح هذه الأسواق في مختلف مناطق العالم، إضافة إلى أن وسائل الاتصال الحديثة وعمليات التدويل قد سهلت كثيرا من دمج مختلف الأسواق المالية العالمية، وهذا ما جعل من سوق الصرف أكبر وأوسع سوق مالية في العالم بفضل الصفقات الهائلة التي تعقد يوميا فيه ولاسيما في أسواق لندن ونيويورك وطوكيو<sup>2</sup>. ويؤكد ذلك عمليات المسح التي يقوم بها بنك التسويات الدولية كل ثلاث سنوات حول تطور سوق الصرف في العالم\*. ولقد كان التحول من أنظمة الصرف الثابتة إلى المرنة دافعا رئيسيا لنمو هذا السوق وزيادة مخاطر التعامل فيه، بسبب التقلبات التي تعرفها أسعار صرف العملات العالمية.

## 2.1. المتدخلون في سوق الصرف

يتدخل في سوق الصرف مجموعة من الأعوان الاقتصاديين يمكن تجميعهم في ثلاث مجموعات وهم<sup>3</sup>:

أ. البنك المركزي: يتدخل للقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية من جهة، ومن جهة أخرى لتنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة في ما يخص المعاملات في العملة، كما يتدخل من أجل حماية مركز العملة المحلية ومراقبة تقلبات سعر صرفها لأنه المسؤول عن سعر صرف العملة وتنظيم عمليات الصرف.

ب. البنوك التجارية والمؤسسات المالية: تتدخل في السوق لتنفيذ أوامر زبائنها، وكذلك لحسابها الخاص. فوكلاء الصرف العاملون في هذه البنوك يجمعون أوامر البيع أو الشراء للعملات الأجنبية من زبائنها، ويقومون بعملية مقاصة أولية على مستوى البنك لتحديد رصيد الشراء أو البيع الصافي لكل عملة وفي حالة وجود طلب صافي، يتوجه البنك إلى سوق مابين البنوك بهدف تجنب البقاء في وضعية صرف، ويتوفرهم على أجهزة الإعلام الآلي التي تمكنهم من معرفة الأسعار

<sup>1</sup> صالح نصولي، منير راشد، المرجع السابق، ص. 24.

<sup>2</sup> لورا كودريس، "أسواق العملات الأجنبية: الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام"، التمويل والتنمية، العدد 04، 1996، ص. 22-23.

<sup>\*</sup> هذا التقرير يصدر باللغة الانجليزية بعنوان: *Triennial Central Bank Survey: foreign exchange and derivatives market activity*.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص. 108-109.

المُطبَّقة بين البنوك في مختلف الساحات المالية العالمية، يستطيع وكلاء الصرف الحصول على أفضل الأسعار وتحقيق مكاسب لبنوكهم.

**ج. سمسرة الصرف:** هم وسطاء وظيفتهم هي تجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الأجنبية لصالح عدة بنوك ومتعاملين آخرين، ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك، وإعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء هذه المؤسسات البائعة أو المشتريّة لهذه العملات، ويكافؤون نظير عملهم هذا بعمولة سمسرة.

## 2. أقسام سوق الصرف

### 1.2. التقسيم حسب مستوى المعاملات

يتألف سوق الصرف وفق هذا المعيار من قسمين وهما<sup>1</sup>:

- سوق التداول ما بين البنوك (سوق الجملة): يقوم فيه وكلاء المتاجرة أو وسطاء التداول وهم عادة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى بعقد الصفقات في ما بينهم؛
- سوق التداول بالتجزئة: يقوم فيه وكلاء المتاجرة بعقد الصفقات مع الزبائن النهائيين مثل: العائلات والشركات.

### 2.2. التقسيم حسب آجال المعاملات

وفقا لهذا المعيار تنقسم المعاملات في سوق الصرف إلى معاملات فورية ومعاملات آجلة كمايلي:

**أ. المعاملات الفورية (الآنية):** تعرّف على أنها عمليات شراء أو بيع للعملات بين البنوك بالسعر السائد لحظة القيام بالعملية، أما عملية التسليم فتكون في وقت قصير (يومية على الأكثر)، وتتحدّد التسعيرة الفورية بحرية عن طريق آلية العرض والطلب على العملات، وقد تكون عمليات التبادل في هذه المعاملات يدوية (كتبادل الشيكات السياحية أو النقود الورقية)، أو تبادل النقود الكتابية المتمثلة في عمليات على مستوى الحسابات البنكية<sup>2</sup>.

### ب. المعاملات الآجلة

خلافا لمعاملات الصرف الفورية فإن عمليات الصرف الآجلة يتم فيها شراء أو بيع العملات بالسعر السائد لحظة إبرام العقد، على أن يتم التسليم والدفع في تاريخ لاحق يعرف بتاريخ التصفية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> روبا دوتاغوينا وآخرون، المرجع السابق، ص.3.

<sup>2</sup> Abderrahmane Benlhafsi, "Extraversion Economique et Risque de Change", *Revue Sciences Humaines*, Université de Constantine, No.16, Décembre 2001, pp.95-96.

<sup>3</sup> Ammour Benhalima, Op.Cit., p.124.

من هذا التعريف يظهر أن الفرق بين المعاملات الفورية والمعاملات الآجلة يكمن في تاريخ التسليم والدفع، ففي الأولى يكون أنيا أو خلال يومين على الأكثر، في حين يرجئ في الثانية إلى وقت لاحق في المستقبل.

إن الهدف الأساسي من اللجوء إلى المعاملات الآجلة هو الوقاية من مخاطر الصرف الناجمة عن التقلبات التي تعرفها أسعار صرف العملات سواء ارتفعا أو انخفاضا. فمثلا عملية البيع لأجل للعملات الأجنبية في سوق الصرف تسمح لمصدر ما أن يعرف بدقة مقدار ماسيحصل عليه مستقبلا كمقابل للمبلغ الذي لم يحصله بعد بالعملة الأجنبية نتيجة نشاطه التصديري، وذلك مهما تكن التطورات في سعر صرف العملة الأجنبية ما بين تاريخ القيام بالعملية وتاريخ التصفية (أو الاستحقاق).

### الفرع الثاني: خصائص أسواق الصرف في البلدان النامية

في دراسة مسحية رائدة قام بها صندوق النقد الدولي حول موضوع "تنظيم أسواق الصرف في البلدان النامية"<sup>1</sup> توصل من خلالها إلى رصد أهم الخصائص المميزة لأسواق الصرف في البلدان النامية. ولعل النتيجة الرئيسية التي توصل إليها هذا المسح هو أن أسواق الصرف للبلدان النامية هي بالأساس أسواق داخلية وفورية للدولار الأمريكي، حيث غالبا ما تتمركز الصفقات على مستوى أسواق التداول بالتجزئة (بنك- زبون). وفي هذا الفرع سيتم شرح أهم هذه الخصائص.

#### 1. أسواق فورية بالأساس

تتميز أسواق الصرف في البلدان النامية بسيطرة شبه تامة لمعاملات الصرف الفورية على حساب الآجلة، وهو ما يفسر ضعف رقم أعمالها كون الصفقات الفورية تتم خلال يومي عمل فقط. أما الأسواق الآجلة فتبقى غير متطورة رغم سماح تشريعات هذه البلدان بهذا النوع من المعاملات، حيث أن الحجم الصغير للأسواق الآجلة يحد من إمكانيات وفرص تغطية المخاطر. وقد أوضحت الدراسة المسحية أن 9 % من البلدان المستجوبة أكدوا توفرهم على أسواق صرف آجلة متطورة وعميقة، في حين أن 30 % اعتبروها أسواقا ضحلة وغير سائلة وغير متطورة. وعموما فإن ضعف تطور أسواق الصرف الآجلة في البلدان النامية يعكس وجود تأمين على سعر الصرف توفره البنوك المركزية لهذه البلدان، بالإضافة إلى ضحالة أسواقها النقدية والقيود المفروضة على الحسابات الجارية وبعض الحسابات الرأسمالية ولاسيما حركة رأس المال القصير الأجل.

<sup>1</sup> Jorge Iván Canales-Kriljenko, "Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey", **IMF Working Paper**, No. 04/4, January 2004, pp.1-47.

## 2. أسواق داخلية Onshore

تتم غالبية النشاطات المرخص بها للتعامل بالنقد الأجنبي في البلدان النامية على مستواها الداخلي، وذلك نظرا لكثرة التشريعات في هذه البلدان التي لاتسمح بالمتاجرة في العملة خارج الحدود، وهو ما يضعف من شفافية السوق التي تعتبر عنصرا مركزيا في الهيكل الجزئي لسوق الصرف. وتتضمن هذه التشريعات توجيهات متعددة حول مكان وقواعد تبادل العملة في البلد، مصادر العملات الأجنبية والاستخدامات المسموحة لها قانونا، وكذا أنواع وكلاء المتاجرة المسموح لهم بالتعامل في سوق الصرف وقواعد تعاملهم على مستويات الاتجار المختلفة بما في ذلك أنواع الصفقات ومكان المتاجرة. ولعل أشهر هذه القواعد والتشريعات هي القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، والقيود الاحترازية الصارمة على صافي المراكز المفتوحة بالعملات الأجنبية وشروط تسليم حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي. وتجدر الإشارة إلى أن عددا محدودا من عملات البلدان النامية يمكن المتاجرة بها في أسواق الصرف الدولية من خلال الشبكات الالكترونية، أو بطريقة غير مباشرة عبر فروع البنوك الأجنبية المرخص لها بالنشاط.

## 3. أسواق لتداول الدولار الأمريكي بقوة

من خلال المسح الذي قام به صندوق النقد الدولي وباستعراض ترجيحات مختلف العملات ضمن رقم أعمال سوق الصرف في البلدان النامية يتضح أن الدولار الأمريكي هو العملة الأكثر تداولاً فيها، لتأتي بعد ذلك العملات الأخرى كاليورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني. فقد أظهرت نتائج المسح أن 84 % من البلدان النامية من أصل 87 بلد شملته الدراسة أن الدولار الأمريكي هو العملة الأولى من حيث الاستخدام. ويصدق هذا القول أيضا حتى في بعض البلدان المرشحة لعضوية الاتحاد الأوروبي كالتشيك، سلوفاكيا وبولونيا، في حين يستثنى من ذلك البلدان التي تربط عملاتها بعملة أخرى غير الدولار الأمريكي. فعلى سبيل المثال يسيطر اليورو على حوالي 70 % من رقم أعمال سوق الصرف في البلدان التي تربط عملاتها باليورو مثل استونيا وبلغاريا. ولعل أهم ما يفسر سيطرة للدولار الأمريكي على تعاملات أسواق الصرف في البلدان النامية هو كونه عملة محورية وعملة ارتكاز أساسية في النظام النقدي الدولي، يضاف إلى ذلك سيولة أسواق الدولار الأمريكي وانخفاض تكاليف المعاملات فيها.

## 4. درجة تركيز واسعة لسوق الصرف

تتميز أسواق الصرف في البلدان النامية بدرجة تركيز واسعة على الرغم من وجود عدد كبير للوسطاء في بعض منها، حيث أن عددا قليلا من المشاركين فقط هم الذين يلعبون دور صناع السوق في الاقتصاد. ويرجع ذلك بالأساس إلى الصغر النسبي لأسواق الصرف الذي لا يكفي



لاحتواء كل النظام البنكي، بالإضافة إلى استحواذ فئة قليلة من المشاركين في هذه الأسواق على معظم صفقات النقد الأجنبي والوساطة المالية. وعلى الرغم من قيام العديد من البلدان النامية بالترخيص بفتح مكاتب للصرف لتكون منافسا للبنوك حيث أن عددها في بعض البلدان تجاوز بحوالي النصف عدد البنوك مثلما أظهرته الدراسة المسحية لصندوق النقد الدولي، إلا أن هذه المكاتب لا تستحوذ سوى على نسبة ضعيفة من صفقات النقد الأجنبي.

### 5. محدودية أسواق تداول النقد الأجنبي بين البنوك مقارنة بأسواق التجزئة

عادة ما تكون سوق الصرف البنينة للبنوك (سوق الجملة) في البلدان النامية صغيرة نسبيا مقارنة بأسواق التجزئة (بنك-زبون)، حيث أظهرت نتائج المسح الذي قام به صندوق النقد الدولي أن رقم أعمال السوق البنينة كان أقل من 50% من رقم أعمال سوق التجزئة، وذلك في 14 بلدا ناميا من أصل 18 بلد متوفرة حولها البيانات. وبالمقابل فإن رقم أعمال السوق البنينة يكون أكبر في البلدان التي لها مديونية خارجية كبيرة أو حركية عالية لرأس المال. أما في البلدان المتقدمة فقد أظهر تقرير بنك التسويات الدولية حول تطور أسواق الصرف في العالم أن رقم أعمال سوق الصرف البنينة في شقها الفوري في الولايات المتحدة الأمريكية كان أكبر بسبع مرات، وفي ألمانيا باثني عشر مرة مقارنة بسوق التجزئة. وعليه فإن صغر حجم السوق البنينة في البلدان النامية يجعل الكثير من البنوك المركزية تؤثر على الهيكل الجزئي لأسواق صرفها ما يحد من فرص اكتشاف وتحديد سعر الصرف المناسب.

وبناءً على ماتقدم يتضح أن جميع الخصائص السابقة الذكر تجعل من أسواق الصرف في البلدان النامية تتميز بعمقها الضحل، وعدم كفاءتها. وهنا يطرح السؤال حول ماهية الإجراءات التي لابد من اتخاذها لجعل هذه الأسواق أكثر كفاءة وفاعلية؟

### الفرع الثالث: إجراءات تطوير وتفعيل أسواق الصرف في ظل التحرك نحو مرونة سعر الصرف

لمعالجة المشاكل السابقة الذكر في أسواق الصرف في البلدان النامية وجعلها أكثر سيولة وعمقا وبالتالي زيادة كفاءتها، هناك مجموعة من الإجراءات التي يمكن إتباعها في هذا السياق والتي يمكن حصرها في مايلي<sup>1</sup>:

1. إجراءات زيادة سيولة أسواق الصرف: من الإجراءات التي تعمل على تسهيل سوق الصرف مايلي:

• تضييق الفرق بين سعري الشراء والبيع للعملات الأجنبية؛

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا وآخرون، المرجع السابق، ص ص. 6-7.

- تخفيض تكاليف المعاملات في السوق؛
- تحقيق رقم أعمال كافي للحدّ من تأثير الاتجارات الشخصية على الأسعار في السوق؛
- توفير أنظمة الاتجار، والمقاصة، وتسوية الخلافات، بما يسمح بالتنفيذ الجيد والسريع للأوامر؛
- توفير عدد متنوع وكاف من المتعاملين الناشطين في السوق.

## 2. إجراءات تعميق سوق الصرف: من الإجراءات المنصوح بها في هذا الاتجاه مايلي:

- تعزيز مرونة سعر الصرف من خلال السماح بتقلبات أكبر في سعر الصرف باعتباره عاملاً يساعد في تحفيز نشاط سوق الصرف الأجنبي، حيث أن تحرك سعر صرف العملة في الاتجاهين المتقابلين (الارتفاع أو الانخفاض) سيدفع بالمشاركين في السوق إلى اتخاذ مراكز مكشوفة وأخرى مغطاة. فمثلاً خلال الفترة (1995-2001) ارتفع حجم التداول في أسواق صرف البلدان التي تبنت ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف وبالمقابل انخفض في البلدان التي تتبنى أنظمة أقل مرونة.
- التقليل من دور البنك المركزي كوسيط أساسي في سوق الصرف ومن تدخلاته النشيطة والدورية وذلك لفائدة الأطراف الأخرى المقابلة بما يمكنهم من الحصول على تجربة كافية في ميدان تحليل تطورات واتجاهات سعر الصرف، واتخاذ وضعيات الصرف، وكذلك إدارة مخاطر الصرف. كما أن البنك المركزي مطالب بتدنية تعاملاته مع البنوك التجارية، والتنازل عن ممارسته تأثيره على الأسعار للحفاظ على مصداقية السوق من خلال الإشارة بعدم التدخل للدفاع عن مستوى معين لسعر الصرف. كما لا يجب أن يتعامل البنك المركزي مع الزبائن غير الماليين. ومن التجارب الناجحة في هذا المجال يمكن الإشارة إلى التجربة التركية حيث أنه مع مطلع العام 2001 تم تعويم الليرة التركية، وتبعاً لذلك انسحب البنك المركزي تدريجياً من سوق الصرف، وترك المجال للمتعاملين الآخرين ليتعاملوا في ما بينهم، وهو ما انعكس في تطور محسوس لسوق الصرف التركي.
- إتاحة وتوفير المعلومات حول مصادر واستخدامات العملات الأجنبية وكذلك اتجاهات ميزان المدفوعات، بما يسمح للمشاركين في السوق من تكوين آراء فعالة وذات مصداقية حول سلوك سعر الصرف، والاتجاهات المستقبلية للسياسة النقدية، والتسعير الصحيح للعملات الأجنبية. وينبغي للسلطات أيضاً التأكد من قدرة نظم المعلومات

وصالات التداول على إعلان أسعار البيع والشراء في سوق الصرف مابين البنوك وفي الوقت الحقيقي.

• الإلغاء التدريجي للمنظومة القانونية التي تقيد نشاط السوق مثل: إلزامية تسليم حسيمة النقد الأجنبي للبنك المركزي، الضرائب والأعباء على الصفقات التي تعقد في السوق، وكل القيود المفروضة على المعاملات والصفقات في سوق الصرف مابين البنوك. ولا بد أيضا من توحيد أسواق الصرف المجزأة، والتخفيف من حدة القيود المفروضة على المعاملات الجارية وبعض حسابات رأس المال لميزان المدفوعات، وكل هذا من أجل زيادة مصادر واستخدامات النقد الأجنبي في أسواق الصرف. ويشترط في عملية تحرير سوق الصرف أن تتم تدريجيا وبالموازاة مع توفر مجموعة الظروف الاقتصادية الكلية والمؤسسية لنجاح هذه العملية وبدون كلفة كبيرة على الاقتصاد.

• توحيد وتبسيط التشريعات في ميدان الصرف، وتقادي تغييرها بشكل دوري أو نتيجة ظروف معينة. فكلما كانت القوانين والقواعد واضحة وسهلة الفهم، فإنها ستزيد وتقوي من شفافية السوق، وتخفف من تكاليف المعاملات فيه.

• تحسين الهيكل الجزئي (Microstructure) لأسواق الصرف\* عبر الحد من تجزئة السوق، والرفع من فعالية وسطاء السوق، وتوفير نظم التسوية ذات الموثوقية والكفاءة.

## المطلب الثاني: صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق

### الصرف

غالبا ما يهدف التدخل في سوق الصرف في ظل نظام الصرف الثابت إلى تقليص الفجوة بين العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين من خلال التحديد المسبق لتوقيت التدخل وحجمه. أما في ظل التحرك نحو نظام الصرف المرن فان التدخل سيكون على أساس اختياري أو استنسابي، كما يقتضي صياغة سياسات تحكم تدخلات البنك المركزي، وتُعدى أساسا بأهداف التدخل ومقداره وتوقيته<sup>1</sup>. وفي هذا المطلب سيتم التعرف على ماهية التدخل في سوق الصرف ومبرراته، وإبراز أنواعه وكذا الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل.

### الفرع الأول: تعريف ومبررات التدخل في سوق الصرف

يتناول هذا العنصر تعريفا بعملية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف، مع إبراز أهم المبررات التي تدفع إلى ذلك.

<sup>\*</sup> يقصد بالهيكل الجزئي (أو البنية الجزئية) لأسواق الصرف تدفق أوامر الشراء والبيع دقيقة بدقيقة.

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا وآخرون، المرجع السابق، ص.8.

## 1. تعريف تدخل البنك المركزي في سوق الصرف

يعرّف التدخل على أنه "قيام البنك المركزي بشراء أو بيع أصول بالعملة الأجنبية في سوق الصرف وذلك من أجل التأثير على سعر صرف عملته سواء برفعه أو خفضه"<sup>1</sup>. وعموماً يتم هذا التدخل عن طريق:

- تبادل عملة محلية مقابل عملة أجنبية؛

- تبادل عملة وطنية مقابل أذون الخزانة الأجنبية؛

- تبادل أذون الخزانة المحلية مقابل أذون الخزانة الأجنبية.

قد يكون التدخل في سوق الصرف إما من جانب واحد أو بالتنسيق مع بنوك مركزية أخرى. فعلى سبيل المثال خلال الأزمة المالية العالمية 2008 قامت مجموعة السبعة بتنسيق تدخلاتها في أسواق الصرف في عدة مناسبات وهذا بغرض الحد من التقلبات الشديدة في أسعار صرف العملات الرئيسية لاسيما اليورو والدولار.

## 2. مبررات التدخل في سوق الصرف

يعد التدخل في أسواق الصرف السمة المميزة للبلدان النامية كونها تتبنى في معظمها أنظمة التعويم الموجه الأمر الذي يفرض عليها التدخل الدوري من أجل الدفاع عن قيمة عملاتها أو الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف، أما في البلدان الصناعية التي تتبنى نظم التعويم الحر فتقل درجة التدخل باستثناء اليابان. وتتمثل أهم مبررات التدخل في سوق الصرف في مايلي<sup>2</sup>:

أ. **تصحيح اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي:** نظراً لكون سوق الصرف مثل باقي الأسواق يتميز بعدم الكمال بسبب سلوك القطيع\* وكذلك عمليات المتاجرة في السوق التي تقودها حركات السعر بدلاً من الأساسيات الاقتصادية، فقد ينتج عن ذلك ظاهرة اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي الذي يتجسد من خلال الإفراط في تقدير سعر الصرف أو التقييم المتدني له، لذلك يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف لتصحيح هذا الاختلال في سعر الصرف والتحكم في سلوكه.

ب. **تهدئة الأسواق المضطربة:** قد ينجم هذا الاضطراب بسبب عدم كفاية أو عدم تساوي الباعة والمشتريين في أسواق الصرف ما يخلق مشكل عدم سيولة السوق، وتبعاً لذلك سيواجه

<sup>1</sup> Agnès Bénassy-Quéré, "La BCE et L'EURO", La lettre de CEPII, No.182, Septembre 1999, p.2.

<sup>2</sup> راجع في هذا السياق:

- جورج ايفان كاناليس وآخرون، المرجع السابق، ص ص.28-29.

- روبنا دوتاغويتا وآخرون، المرجع السابق، ص ص.8-9.

\* يقصد بسلوك القطيع قيام المستثمرين بالشراء معاً أو البيع معاً ككتلة واحدة.

وسطاء السوق صعوبة في التوفيق بين موردي العملات الأجنبية والمستخدمين النهائيين لها، ومن ثم يمكن أن يؤدي استمرار هذه الاضطرابات إلى انعكاسات خطيرة على الاقتصاد الحقيقي مثل: تسارع في تغيرات سعر الصرف، اتساع الفرق بين سعر البائع وسعر المشتري، ارتفاع كبير في رقم أعمال سوق مابين البنوك على حساب سوق التجزئة (البنوك-الزبائن). وعليه يتدخل البنك المركزي لمعالجة هذه الاضطرابات.

**ج. تراكم الاحتياطيات:** غالبا ما يكون هذا التراكم أولوية كبيرة للبنوك المركزية خاصة في أعقاب حدوث أزمة العملة، وذلك من أجل بناء الثقة لدى المستثمرين وتقوية القدرة على سداد الدين والوصول إلى الأسواق. يضاف إلى ذلك أنه عندما يتحول البلد إلى نظام الصرف المرن فهو بحاجة إلى إعادة تقييم سياسة إدارة احتياطاته الدولية، فمن جهة ستكون مستوى الاحتياطيات اللازمة للحفاظ على سعر صرف مرن أقل من تلك المطلوبة في ظل سعر صرف ثابت. وبالمقابل فإن إلغاء الرقابة على حركة رؤوس الأموال بالموازاة مع مرونة الصرف، يمكن أن يخلق الحاجة إلى احتياطيات عالية لتعزيز ثقة الأسواق والتقليل من تقلبات سعر الصرف، وتخفيض إمكانية حدوث الأزمات، وزيادة فعالية التدخل.

**د. تزويد السوق والاقتصاد بصفة عامة بالصرف الأجنبي:** ففي البلدان النامية غالبا ما يكون البنك المركزي هو وكيل القطاع العام الذي يعتبر المصدر الأول للحصول على النقد الأجنبي (تصدير السلع الأساسية، الاقتراض الخارجي، الحصول على معونات بالنقد الأجنبي)، وعليه يكون البنك المركزي هو العارض الرئيسي وبشكل دوري لهذا النقد في أسواق الصرف.

### الفرع الثاني: أنواع التدخل في سوق الصرف

عادة ما يتم التمييز بين ثلاث أنواع رئيسة للتدخل وهي: التدخل المُعَمَّم، التدخل السري، والتدخل الشفهي.

#### 1. التدخل المُعَمَّم

يعرف هذا النوع من التدخل على أنه "قيام البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر صرف عملته دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير حجم المعروض النقدي من النقود المركزية في الاقتصاد"<sup>1</sup>. أي أن هذا التدخل لا يتعارض ولا يؤثر على السياسة النقدية المنتهجة من قبل البنك المركزي، بمعنى يدع المعروض النقدي أو سعر الفائدة المحدد كسياسات عامة دونما تغيير. ويتم التَّعَمُّم من خلال معاوضة مشتريات أو مبيعات البنوك المركزية من النقد الأجنبي بعمليات السوق المفتوحة (مبيعات أو مشتريات السندات الحكومية). وكمثال على ذلك قد يتدخل البنك

<sup>1</sup> أتيش غوش، "إعادة العملات لوضعها الطبيعي"، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص.41.

المركزي في الجزائر لدعم الدينار من خلال استخدام حيازاته من النقد الأجنبي لشراء الدينار، وتؤدي هذه العملية إلى تقليص المعروض النقدي من الدينار وهو ما يعادل رفع أسعار الفائدة، وهي إجراءات قد تكون في غير صالح الاقتصاد إذا كان على حافة الانكماش. وعليه لإرجاع المعروض النقدي وسعر الفائدة لمستواهما الأصلي يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية (سندات الخزينة) في السوق المفتوحة لضخ دينارات.

يسمح التعقيم بفصل آثار السياسة النقدية على سعر الصرف عن آثارها على الأهداف الأخرى كالتحكم في التضخم ودعم النشاط الاقتصادي وتوفير السيولة عندما يواجه النظام المالي أزمة سيولة. أي أن التعقيم يمنع تسخير السياسة النقدية كلية لتحقيق هدف سعر الصرف فقط عن طريق الرفع أو الخفض في سعر الفائدة على حساب أهدافها الأخرى. ويؤثر التدخل بغرض التعقيم على سعر الصرف من خلال ثلاث قنوات رئيسية وهي<sup>1</sup>:

#### أ. قناة رصيد الحافظة

يظهر هذا الأثر من خلال تأثير معروضات البنك المركزي من الأصول (السندات الحكومية) على علاوة مخاطرها ومن ثم على سعر الصرف. فبافتراض أن بنكا مركزيا يريد خفض قيمة عملته مقابل الدولار الأمريكي، فإنه في هذه الحالة سيقوم بشراء الدولارات مقابل عملته، وهو ما سيؤدي إلى زيادة المعروض النقدي المحلي. وبعد ذلك لابد أن يقوم بتعقيم هذا التدخل من خلال بيع السندات الحكومية المقومة بعملته مقابل الحصول على مال، ومن ثم يعيد المعروض النقدي إلى مستواه الأصلي وتكون النتيجة زيادة العرض من السندات الحكومية المقومة بعملته. وفي هذه الحالة إذا لم تكن الأصول بديلا كاملا فان الزيادة في المعروض النسبي من الأصول ستزيد من علاوة مخاطرها مما يؤدي بدوره إلى تخفيض قيمة سعر الصرف.

#### ب. قناة التأشير

وفقا لهذه القناة يؤثر البنك المركزي على سعر العملة من خلال تبليغ أسواق الصرف بمقاصد سياساته أو بالمعلومات الخاصة التي قد تكون لديه بخصوص العرض أو الطلب في المستقبل بشأن العملات (أو بشكل مرادف مسار سعر الفائدة)، بما ينعكس على إحداث تغيير على مستوى توقعات المشاركين في السوق وفق ما يريده البنك المركزي. فمثلا إذا كان البنك المركزي يعتقد أن سعر الصرف قوي جدا وأنه سيكون في غير صالح الاقتصاد الاستمرار في هذا الاتجاه، فإنه سيقوم بإبلاغ السوق بأنه على استعداد لتغيير سياسة سعر الفائدة عند الضرورة، وعندئذ تؤدي توقعات السوق إلى بيع العملة المحلية ومن ثم إضعافها كما هو مستهدف.

<sup>1</sup> أنثيس غوش، المرجع السابق، ص ص. 42-43.

### ج. قناة الهيكل الجزئي

يقصد بالهيكل الجزئي لأسواق الصرف تدفق أوامر الشراء والبيع فيها دقيقة بدقيقة والتي بإمكانها تحريك سعر الصرف، لأن هذه التدفقات تنقل ضمنا معلومات إلى السوق. وفي هذا الإطار يستطيع البنك المركزي التأثير على سعر الصرف وفق ما يراه مناسباً من خلال تأثيره على الهيكل الجزئي للسوق بما يؤدي إلى تغيير تدفق الأوامر.

#### 2. التدخل السري

أحيانا قد تفضل البنوك المركزية أن تكون تدخلاتها سرية وغير مصرح بها أي لا يعلم بها السوق، حيث تتجه للتعامل مع متعامل مفضل لديها كسمسار للصرف أو إلى بعض البنوك المختارة والذين لهم مصلحة من عدم إشاعة معلومة التدخل في السوق. والتدخلات السرية تكون مفضلة في الأزمنة التي لا يكون هدف البنك المركزي فيها هو تغيير سعر الصرف وإنما اعتبارات أخرى كإعادة بناء احتياطياته من النقد الأجنبي<sup>1</sup>. فعلى سبيل المثال إذا توفر البنك المركزي على بعض المعلومات المسبقة الخاصة بأرقام سيئة عن الميزان التجاري والتي إذا ما أطلع عليها السوق نجم عنها تحركات مفاجئة لسعر صرف العملة وعلى نحو غير مناسب للاقتصاد، فإن البنك المركزي بالتدخل سرا سيكشف جانباً من معلوماته ومن ثم يجعل سعر الصرف يتحرك في الاتجاه الصحيح ومتجنباً بذلك حركة مبالغية عندما تعلن المعلومات<sup>2</sup>.

#### 3. التدخل الشفهي

يكون هذا النوع من التدخل عن طريق التصريحات التي يدلي بها مسئولون بالغوا الأهمية في السلطة النقدية أو حواراتهم مع وسائل الإعلام، والتي غالباً ما يقوم المشاركون في السوق بإدخالها في توقعاتهم، وبالتالي تنعكس على تعاملاتهم وصفقاتهم في السوق. وتعتبر شبكة Reuters News أهم شبكة يتم اعتمادها من قبل مسؤولي السلطة النقدية لنشر هذه التصريحات والحوارات ونقلها للجمهور بصفة عامة ولأسواق الصرف بصفة خاصة<sup>3</sup>.

#### الفرع الثالث: الشروط الواجب توافرها لإنجاح عملية التدخل في سوق الصرف

إن التدخل في أسواق الصرف الأجنبي هو عملية محفوفة بالمخاطر، لأنه قد يترتب عنه استنزاف لاحتياطيات البلد من النقد الأجنبي، حيث يمكن ذكر على سبيل المثال حالة كل من المكسيك التي أوقفت تدخلها في عام 1994، وكذلك تايلندا التي توقفت عن التدخل للدفاع عن

<sup>1</sup> Agnès Bénassy-Quéré, "La BCE et L'EURO", Op.Cit, p.2

<sup>2</sup> أنيش غوش، المرجع السابق، ص.42.

<sup>3</sup> Fratzscher M., "Communication and exchange rate policy", ECB Working paper, No.363, May 2004, pp.1-21.

عملتها في النصف الأول من عام 1997 وهذا بعد استفادتهما لاحتياطيتهما الدولية. وعليه فان فاعلية التدخل في سوق الصرف تتطلب الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من العناصر من أجل أفضل ممارسة وهي<sup>1</sup>:

### 1. القواعد مقابل حرية التقدير

أي هل ينبغي للبنك المركزي أن يستند في تدخله إلى قواعد قائمة أم إلى حرية التقدير، والإجابة أن ذلك يبقى مرتبط بظروف كل دولة، فقد يحدّد البنك المركزي قواعد تدخله من خلال تحديده المسبق والمعلن لمبالغ البيع أو الشراء للعملة الأجنبية، كما قد يجعل تدخله حراً ومرتباً بتقديراته الخاصة لظروف السوق. وقد أوضحت تجارب العديد من البلدان (كالبرازيل وكندا) بأن استناد البنك المركزي لقواعد في تدخله يكون مؤقتاً فقط لمساعدة البلد في عرض النقد الأجنبي أو بناء الاحتياطيات دون التأثير على سعر الصرف، ولكن سرعان ما يتم التخلي عنها أو تغييرها.

### 2. المبلغ والتوقيت

أي متى وبأية مبالغ ينبغي للبنك المركزي أن يتدخل في سوق الصرف الأجنبي؟ حيث لا توجد قاعدة بسيطة تتيح تحديد القدر الأمثل من المبالغ التي يجب التدخل بها وإنما تحدّد البنوك المركزية ذلك من خلال التجربة والخطأ. أما التوقيت فهو مسألة ذاتية بدرجة كبيرة فهو يتضمن تحليل مؤشرات السوق وظروف البلد الخاصة. ويتوقف توقيت التدخل على تقييم البنك المركزي لمجموعة من العوامل منها: مدى أهمية اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي حيث كلما زادت درجة الاختلال تطلب ذلك تدخلاً من أجل التحكم في سلوك سعر الصرف الحقيقي، ثم طبيعة الصدمات التي يواجهها الاقتصاد إن كانت دائمة أو مؤقتة، فالأولى لا يجب التدخل عندها (كصدمات معدلات التبادل التجاري مثلاً) لأنها سوف تؤدي إلى تغيير في التوقعات للأعوان الاقتصاديين وإلى تصحيح في سعر الصرف ومن ثم لا ينبغي مقاومتها بالتدخل، أما الصدمات المؤقتة فتبرر التدخل إذا كانت الصدمة تسبب تقلباً غير مبرر في سعر الصرف ولكنها لا تؤثر في أساسيات الاقتصاد الكلي. وعموماً ففي ظل نظام الصرف المرن وعندما لا يتدخل البنك المركزي بشكل دوري فانه سيقنع الأسواق بالتزامه بمرونة سعر الصرف، كما سيحسن من الفعالية المحتملة لتدخلاته. ورغم أن التدخل يكون نشيطاً في البلدان التي تتبنى نظم الصرف ضمن

<sup>1</sup> راجع في هذا السياق:

- جورج ايفان كانليس وآخرون، المرجع السابق، ص ص. 29-31.

- Jorge Ivan Canles - Kriljenko, et al., "Official intervention in the foreign exchange market: elements of best practice", *IMF working paper*, 03/152, July 2003, pp.1-44.



نطاقات تقلب متحركة كمرحلة انتقالية للتحول نحو مرونة أكبر لسعر الصرف، إلا أنه من الأفضل لها العمل على تدنية عدد تدخلاتها، وأن تستخدم بشكل كلي مرونة سعر الصرف التي يوفرها عرض نطاقات التقلب المتحركة. فالبنوك المركزية في العديد من البلدان المتقدمة (كندا، نيوزيلندا، المملكة المتحدة) نادرا ما تتدخل في سوق الصرف.

### 3. درجة الشفافية

السؤال المطروح هنا هو هل يجب للبنك المركزي إعلان التدخل صراحة أو أن يقوم بذلك سرا؟ والجواب هو أن هذا الأمر يبقى مرتبطا بالأهداف المرجو تحقيقها من خلال التدخل وتقدير البنك المركزي لظروف السوق المتغيرة باستمرار، فمثلا قد يتدخل سرا من أجل المحافظة على عنصر المفاجأة. يضاف إلى ذلك أن الشفافية تلعب دورا مهما في بناء الثقة لنظام الصرف الجديد (المرن) وخاصة في أعقاب الخروج الاضطراري من أنظمة الربط الثابتة عقب أزمة عملة. فقد أوضحت تجارب العديد من البلدان مثل: الفيليبين وتركيا أنها تصدر تصريحات وتقارير رسمية تؤكد التزامها بمرونة نظام الصرف وأنها لن تتدخل في السوق لاستهداف مستوى معين من سعر الصرف، أما استراليا والسويد فهي مثال عن الدول التي تقوم بنشر كل ما يتعلق بسياسات التدخل، أما المملكة المتحدة فتصرح بالمعلومات حول التدخل من خلال بيانات صحفية شهرية، في حين أن البنك المركزي الأوروبي فيقوم بذلك في تقارير شهرية، أما الخزانة الأمريكية فتؤكد تدخلاتها في اليوم الذي ستحدث فيه وتوفر معلومات إضافية في تقارير كل ثلاثة أشهر.

### 4. الأسواق والأطراف المناظرة

أي بأية أزواج من العملات أو أدوات أو مواقع تجارية يجب أن يتم التدخل ومع من يجب أن يتدخل البنك المركزي وكيف يجب أن يتعامل معهم؟ والأرجح أن التدخل لا بد أن يكون في الأسواق الفورية دون الأجلة من أجل التأثير على سعر الصرف الفوري، أما عملات التدخل فلا بد أن تكون العملة الأكثر تداولاً لخفض التكاليف وتسهيل عمليات التسوية، كما يجب على البنك المركزي وضع معايير موضوعية وشفافة لاختيار النظراء للتدخل والاتجار فيه ولاسيما في أسواق الصرف الكفوة والمنافسة.

### المطلب الثالث: اعتماد ركيزة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت

يجب على البلدان التي قررت التخلي عن نظام الصرف الثابت (حيث كان سعر الصرف يلعب دوره التقليدي كركيزة اسمية للمعاملات) أن تبحث عن ركيزة اسمية بديلة وملائمة في ظل تحولها نحو نظام الصرف المرن، ومن ثم إعادة صياغة سياستها النقدية حول الركيزة الجديدة.

وتشمل الخيارات الممكنة كل من إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية وإستراتيجية استهداف التضخم<sup>1</sup>. وفي مايلي سيتم التطرق إلى هاتين الاستراتيجيتين بشيء من التفصيل، وهذا بعد الإشارة إلى منافع وتكاليف سعر الصرف الثابت كركيزة اسمية.

## الفرع الأول: سعر الصرف الثابت كركيزة اسمية وأهم عيوبها

يتناول هذا الفرع التعريف بركيزة سعر الصرف وآلية تطبيقها، بالإضافة إلى استعراض أهم عيوبها.

### 1. تعريف ركيزة سعر الصرف Exchange Rate Anchor

يمكن للسياسة النقدية اعتماد ركيزة اسمية لاحتواء توقعات الجمهور التضخمية عبر استخدام أداة سعر الصرف كهدف وسيط يتأثر بشدة ميكانيكيات الانتقال النقدي الذي تولده الأهداف التشغيلية للسياسة النقدية المستقلة<sup>2</sup>. وترتكز أنظمة التثبيت إلى سعر الصرف على فرضية إمكانية تحقيق استقرار الأسعار من خلال ضمان استقرار سعر الصرف الاسمي للعملة المحلية في مقابل إحدى العملات الأجنبية القوية وذات التضخم المنخفض أو سلة من العملات. ويلتزم البنك المركزي بالدفاع عن قيمة التعادل المركزية عن طريق سياسة التدخل في سوق الصرف للحفاظ على استقرار سعر صرف العملة، واستخدام هذا الاستقرار السعري للقيمة الخارجية للنقد كركيزة اسمية لمواجهة التوقعات التضخمية. ويتم هذا التدخل عن طريق شراء أو بيع العملة المحلية مقابل الأجنبية. ويمثل هذا الالتزام قيوداً مؤثراً على السياسة النقدية المحلية، حيث يجب إتباع سياسة نقدية انكماشية في حالة انخفاض سعر الصرف وتوسعية في حالة ارتفاعه. فالسياسة الانكماشية تكون عن طريق شراء (سحب) العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية من طرف البنك المركزي إذا وصل سعر الصرف إلى أدنى مستوى له، وتكون توسعية ببيع (عرض) العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية إذا بلغ سعر الصرف الحد الأعلى له<sup>3</sup>.

يستخدم سعر الصرف كركيزة اسمية في العديد من البلدان كدول مجلس التعاون الخليجي، والبلدان التي تعتمد مجالس العملة كترتيب لإدارة نظام الصرف فيها، حيث يكون البنك المركزي دائماً مستعداً لشراء وبيع النقد الأجنبي بأسعار معينة ومعلومة. ويدرج صندوق النقد الدولي ضمن هذا النظام النقدي البلدان التي تتبنى أنظمة الصرف الآتية<sup>4</sup>: ترتيبات تقليدية أخرى للربط الثابت،

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا وآخرون، المرجع السابق، ص.11.

<sup>2</sup> مظهر محمد صالح قاسم، المرجع السابق، ص.103.

<sup>3</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، مجلة لينك (سلسلة حلقات نقاشية)، العدد السابع، 2003، ص.4.

<sup>4</sup> Mark R. Stone, Ashok J. Bhundia, "A New Taxonomy of Monetary Regimes", IMF Working Paper, 04/191, October 2004, p.7.

أسعار الصرف المربوطة في حدود نطاقات تقلب أفقية، نظم الربط المتحرك، أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب متحركة.

## 2. عيوب ركيزة سعر الصرف

يمكن حصر أهم عيوب هذا النظام النقدي في مايلي<sup>1</sup>:

- أن الانفتاح الاقتصادي وتحرير حساب رأس المال يجعل الدفاع عن سعر الربط مكلفا في ما يخص احتياطات الصرف ومن ثم ميزان المدفوعات، وذلك في حالة التعرض لهجمات المضاربيين. كما أن قرارات السياسة النقدية الخاصة بإدارة سعر الصرف الثابت القابل للتعديل عادة ما تتحدد بناء على ظروف سوق الصرف الأجنبي، حيث يتم اتخاذ القرار بالدفاع عن قيمة التعادل في مواجهة ضغوط السوق عن طريق بيع العملة المحلية أو شراء العملة الأجنبية، وغالبا ما تواجهها مخاطر استنزاف احتياطات النقد الأجنبي إذا لم ينجح الدفاع. يضاف إلى ذلك أن هنالك إمكانية لتغيير قيمة التعادل المركزية بقرار حكومي (أي تخفيض قيمة العملة) وهذا في حالة وجود تعارض بين الأهداف الاقتصادية المحلية والحفاظ على قيمة التعادل المركزية، وخير مثال على ذلك تجربة المكسيك وتايلند التي سبق التطرق إليهما.

- صعوبة استخدام السلطات النقدية لمعدلات الفائدة كأداة للسياسة النقدية لتحقيق أهداف السياسة الداخلية (التشغيل والنمو). ففي ظل هذا النظام النقدي تكون السياسة النقدية مسخرة كلية للدفاع عن سعر الصرف، كما أن السلطات النقدية تكون مجبرة على ضمان انسجام معدلات الفائدة المحلية بالمستويات الأجنبية (بلد عملة التثبيت).

في ضوء هذه العيوب التي تميز ركيزة سعر الصرف فان التخلي عن الربط الثابت والتحول نحو ترتيبات المرونة المتزايدة لسعر الصرف سينجم عنها حدوث تذبذبات وانخفاضات في سعر الصرف، وما قد ينشأ عنها من تضخم أسعار السلع الصناعية والمواد الغذائية المستوردة بكونها عوامل انتقالية تساعد على إدامة التضخم واستمرار التوقعات التضخمية. وفي هذا السياق فان توافر ركيزة اسمية بديلة تتولاها السياسة النقدية يعد مسألة مهمة لكون الآثار السعيرية الخارجية على التضخم الداخلي هي خارج سيطرة صناع السياسة الاقتصادية مما يضع عبئا على السياسة النقدية وفعاليتها في الأمد الطويل وتأثيرات ذلك على التضخم الأساس<sup>2</sup>. وعليه يتوجب على البد الذي يتخلى عن نظام الربط الثابت لسعر الصرف أن يستبدله بركيزة اسمية أخرى وأهم البدائل المتاحة هي: تحديد الأهداف النقدية واستهداف معدل التضخم<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص.4.

<sup>2</sup> مظهر محمد صالح قاسم، المرجع السابق، ص.102.

<sup>3</sup> عبد العلي جبلي، فيتالي كرامارنكو، المرجع السابق، ص.19.

## الفرع الثاني: إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية

يتناول هذا الفرع تعريفاً بإستراتيجية تحديد الأهداف النقدية\* وبأهم مزاياها وعيوبها.

### 1. مفهوم إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية

يمكن للبلدان التي اختارت التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة تصميم إطار للسياسة النقدية يركز على تحديد هدف لأحد المُجمّلات النقدية (كالاحتياطي النقدي أو النقود بمعناها الواسع)، أو بعبارة أخرى استخدام معدل نمو العرض النقدي كمؤشر لتوجيه السياسة النقدية. وقد ظهر هذا النظام النقدي خلال سنوات السبعينيات من القرن العشرين عندما حاولت العديد من البلدان الصناعية (الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، المملكة المتحدة، ألمانيا، سويسرا) التصدي للتضخم المتفشّي فيها بواسطة اعتماد سياسة الأهداف النقدية، حيث تتخذ قرارات السياسة النقدية في ضوء الأهداف النقدية الخاصة بنمو العرض النقدي<sup>1</sup>.

يرتكز هذا النظام على تبني مُجمّل نقدي كركيزة اسمية، حيث قد يكون هذا المُجمّل إما المفهوم الضيق لعرض النقود (أي خصوم البنك المركزي) أو المفهوم الأشمل لها (بما فيها خصوم البنوك التجارية). ويقوم استخدام الأهداف النقدية في توجيه السياسة النقدية على افتراض وجود ارتباط بين الطلب على النقود وعدد محدود من متغيرات الاقتصاد الكليّ بما فيها مستوى الأسعار، حيث أنه إذا ما تمت إدارة المعروض النقدي بحذر فإن معدل التضخم سيكون معتدلاً<sup>2</sup>.

لنجاح هذا النظام لابد من وجود علاقة مستقرة بين المُجمّل النقدي المستهدف على مستوى الهدف الوسيط والهدف النهائي للسياسة النقدية (التضخم والنمو الاسمي)، كما أن نظام الصرف المناسب لهذا النظام النقدي هو نظام الصرف العائم، حيث يساعد السلطات النقدية في التصدي للخدمات المحليّة. أما الأداة التشغيلية التي تتحكم في المُجمّل النقدي فهي: إما سعر الفائدة قصير الأجل أو النقد الأساس، حيث أن وجود سعر الفائدة القصير الأجل كهدف تشغيلي يتطلب شرط أساسي ألا وهو استقرار دالة الطلب على النقود في المدى الطويل<sup>3</sup>.

### 2. منافع وتكاليف استراتيجيات تحديد الأهداف النقدية

يمكن حصر أهم منافع استراتيجيات تحديد الأهداف النقدية في مايلي<sup>4</sup>:

\* تسمى كذلك نظام التثبيت النقدي أو استهداف المُجمّل النقدي وتقالها العبارة الانجليزية عبارة: Monetary Aggregate Targeting

<sup>1</sup> Lilia Bensliman, Op.Cit., pp.22-23.

<sup>2</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص.6.

<sup>3</sup> Lilia Bensliman, Op.Cit., pp.22-23.

<sup>4</sup> Ibid.

- أنها تسمح للسياسة النقدية بمواجهة آثار الصدمات من خلال سهولة تكيف سعر الصرف (باعتباره مرناً)، فانخفاض سعر الصرف يمتص جزئياً التأثير السلبي للصدمة الخارجية المنشأ أو الصدمات حقيقية (كصدمات شروط التبادل التجاري) دون التأثير على عرض النقود؛

- سهولة اكتشاف الانحرافات النقدية بالنسبة للقيمة المستهدفة للركيزة الاسمية، فالفوارق بين الانجازات الفعلية والتوقعات من المُجملّ النقدي يمكن استيعابها وفهمها من قبل الأعوان الاقتصاديين، وبالتالي سيكونون على علم بالتوجهات المستقبلية للبنك المركزي في ما يخص التضخم.

بالمقابل فان هذا النظام النقدي في الواقع العملي لم يلقى النجاح الكافي بسبب ثبوت خطأ في الافتراض الذي يقوم عليه في العديد من الدول، فقد فشلت تجارب كل من الولايات المتحدة الأمريكية وكندا والمملكة المتحدة في التحكم في التضخم، بسبب عدم استقرار العلاقة بين التثبيت النقدي والأهداف النهائية للسياسة النقدية<sup>1</sup>. فقد نمت المقاييس المعتمدة على المفهوم الأشمل لعرض النقود (بما فيها خصوم البنوك التجارية) على مدى السنوات الماضية بشكل أسرع مما افترضته علاقات الارتباط السابقة، أما المقاييس المعتمدة على المفهوم الضيق لعرض النقود (خصوم البنك المركزي) فقد زادت بمعدلات أقل. ولكن مع انخفاض أسعار الفائدة في معظم الدول نتيجة التحسن الكبير في كفاءة البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى على مستوى العالم، وزيادة جاذبية الخدمات المصرفية وانخفاض تكاليفها قياساً إلى هوامش أسعار الفائدة زادت سرعة نمو المقاييس المعتمدة على المفهوم الضيق للمعروض النقدي. وقد اتضح أن العلاقة بين عرض النقود بالمفهوم الشامل أو الضيق ومستوى الأسعار ليست من القوة بما يكفي لاستخدام معدل نمو المعروض النقدي كمؤشر لتوجيه السياسة النقدية وبالتالي قل الاعتماد على استخدام الأهداف النقدية عما كان عليه في السبعينيات وثمانينيات القرن العشرين، ومن ثم فقد كان لابد من الاتجاه إلى سياسة استهداف التضخم<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: إستراتيجية استهداف التضخم

ظهرت سياسة استهداف التضخم منذ الثمانينيات في بعض الدول الصناعية كاستراليا، كندا ونيوزيلندا ثم لاقت رواجا منذ التسعينيات في العديد من الاقتصاديات الناشئة مثل: التشيلي، بولندا، التشيك. وفي هذا الفرع سيتم التعريف بسياسة استهداف التضخم وأسباب التوجه نحوها، ثم الشروط الواجب توفرها لنجاح هذه الإستراتيجية، وكذا إطارها التشغيلي وأهم عيوبها.

<sup>1</sup> Lilia Bensliman, Op.Cit., p.23.

<sup>2</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص.6.

## 1. مفهوم استهداف التضخم

يعرّف استهداف التضخم على أنه "إطار للسياسة النقدية تلتزم بموجبه السلطات النقدية بالوصول إلى معدل تضخم عادة ما يُحدّد بمدى معين وخلال فترة زمنية"<sup>1</sup>. وبعبارة أخرى يكون هناك التزام صريح وراسخ من طرف البنك المركزي لاستهداف معدل معين للتضخم يعلن عن تحقيقه خلال مدى زمني معين. ورغم أنه لا يوجد معدل معين للتضخم لاستهدافه حيث يبقى ذلك مرتبطاً بوضع كل دولة على حدى، إلا أن أغلب الاقتصاديين يميلون إلى تحديد نطاق 3%.

وقد ظهر استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية بعد تخلي العديد من البلدان النامية عن أنظمة الربط الثابت لسعر صرف عملاتها كركيزة اسمية لسياساتها النقدية عقب سلسلة الأزمات النقدية والمالية التي عصفت بالعديد من الاقتصاديات الناشئة ولاسيما دول جنوب شرق آسيا، وبالتالي أضعفت الثقة في الأطر النقدية التي كانت تتبناها. بالإضافة إلى موجة التحرير المالي التي أدت إلى تغييرات في هيكل القطاع المالي واستحداث أدوات مالية ما أسهم في إضعاف العلاقة التقليدية بين عرض النقود والدخل والأسعار، مما دفع ببعض البنوك المركزية إلى إعادة النظر في السياسة النقدية المطبّقة وذلك بالموازاة مع تحولها نحو ترتيبات الصرف المرنة. وعموما فقد تبنت العديد من البلدان سياسة استهداف التضخم للأسباب التالية<sup>2</sup>:

- أنها تسمح بقدر كبير من استقرار الأسعار وبالتالي الحد من معدلات التضخم وزيادة الثقة وتحقيق الاستقرار بالنسبة للتوقعات المستقبلية؛
- بساطة الإطار العام لهذه السياسة وإمكانية فهمها واستيعابها من قبل المواطنين؛
- تزيد من شفافية إدارة السياسة النقدية من خلال الإعلان عن الأهداف والوسائل المستخدمة من قبل السلطات النقدية. كما تزيد من مصداقيتها اتجاه الالتزام بمعدل التضخم المستهدف، وهو ما يسهم في خلق الثقة التي تدفع بالأعوان الاقتصاديين إلى التوفيق بين توقعاتهم عن معدل التضخم وبين المعدل المعلن؛
- استهداف التضخم يحد من عدم اليقين حول مسار التضخم مستقبلا ما يؤدي إلى تحسين قرارات الادخار والاستثمار وزيادة الإنتاجية بشكل عام؛
- توضيح نوايا البنك المركزي يحدّ من تقلّبات الأسواق المالية ممّا يؤثر إيجابيا على هامش المخاطرة وعلوّة سعر الصرف؛
- تساهم سياسة استهداف التضخم في دعم الشفافية وتعميق الإصلاحات وتحسين الأوضاع المالية.

<sup>1</sup>Lilia Bensliman, Op.Cit., pp.24-25.

<sup>2</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص 2-3.

## 2. الشروط الواجب توفرها لاستهداف التضخم

إن تطبيق هذه السياسة يتطلب توفير المتطلبات المؤسسية والتشغيلية والفنية اللازمة، التي يمكن حصرها في خمسة شروط أساسية وهي<sup>1</sup>:

### أ/ استقرار الاقتصاد الكلي:

يعتبر اختلال أوضاع الاقتصاد الكلي عائقاً أمام تطبيق سياسة استهداف التضخم التي تسعى في المقام الأول إلى تحقيق قدر كبير من استقرار الأسعار. فمثلاً وجود بيئة اقتصادية تتميز بمعدلات تضخم شديدة التقلب أو مرتفعة ستطلب تنفيذ سياسة نقدية انكماشية للتحكم فيها قد تكون لها تكاليف على الناتج، كما أن تقلبات الناتج ومدى تأثيره بتذبذبات سعر الصرف وأسعار السلع تعيق تطبيق هذه السياسة.

### ب/ نظام مرن لسعر الصرف:

يتميز استهداف التضخم بأنه النظام النقدي الذي لا يكون له هدف وسيط وإنما يتم استهداف معدل التضخم بشكل مباشر، حيث يفترض أن استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي للسياسة النقدية وأن سعر الصرف يجب أن يكون معوماً، وذلك لعدم إمكانية استهداف التضخم وسعر الصرف في آن واحد فاستهدافهما معا سيؤدي إلى تغيرات كبيرة في سعر الفائدة، في حين أن استهداف التضخم فقط يحرر البنك المركزي من ضرورة التدخل في كل مرة يحدث فيها تخفيض لسعر الصرف أو زيادة له.

### ج/ قوة الوضع المالي للدولة:

نجاح سياسة استهداف التضخم يتطلب وجود دعم من السياسة المالية العامة ودون هيمنة منها. حيث يعتبر الوضع القوي للمالية العامة مع درجة عالية من التنسيق بين السياسة المالية والنقدية من الأمور التي تعزز من استقلالية البنك المركزي وقدرته على التحرك، والضرورية لنجاح سياسة استهداف التضخم. وبالمقابل فإن الحكومة التي تعاني من العجز المالي الكبير والتي تحتاج إلى الاقتراض من البنك المركزي لتغطية هذا العجز، ستكون في وضع يعقد من السياسة النقدية للبلاد نظراً لآثاره التضخمية، كما أن زيادة حجم الدين العام بشكل كبير سيكون عائقاً للبنك المركزي على رفع أسعار الفائدة عند الحاجة لذلك بسبب أثر ذلك على أسعار فائدة الأوراق المالية الحكومية.

<sup>1</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص 6-7.

## د/ استقرار القطاع المالي ودرجة تطوره:

يتطلب نجاح استهداف التضخم تقوية الوساطة المالية والسعي إلى تحقيق العمق المالي في الاقتصاد. وتأتي أهمية عمق القطاع المالي ومرونته من أن استهداف التضخم يمثل إطاراً للعمل يهتم بقوى السوق وأوضاعه، حيث إن البنوك المركزية التي تطبق هذه السياسة تستخدم عمليات السوق المفتوحة، ومن ثم يكون من الأهمية بمكان أن تتحدد أسعار الفائدة بناء على قوى السوق. وبالتالي من شأن ضعف الجهاز المصرفي وتزايد مشكلات القروض الرديئة أن يقيد من قدرة البنك المركزي على التحرك خاصة، ما تعلق برفع أسعار الفائدة عند الحاجة خوفاً من الأضرار المحتملة على الجهاز المصرفي. في حين أنه إذا زاد حجم ملكية الجهاز المصرفي من العملات الأجنبية فإن البنك المركزي يهتم بشكل كبير بسعر الصرف.

## هـ/ توفر البيانات اللازمة:

يعتمد نجاح سياسة استهداف التضخم بشكل كبير على مدى توفر البيانات والمعلومات المتعلقة بالتضخم المتوقع والنتائج المحتملة والتي تتطلب تدقيقاً وتحديثاً مستمرين. ولعل الاتجاه الدولي في مجال إعداد الإحصاءات الرسمية هو الاشتراك في النظام العام لنشر البيانات<sup>1</sup> GDDS الذي أنشأه صندوق النقد الدولي والذي يستخدمه ما يزيد على 80 بلداً، حيث يتضمن هذا النظام شرحاً لأفضل الممارسات الدولية في المجال الإحصائي. كما يمكن لأي بلد التحول من معيار النشر العام إلى معيار النشر الخاص SDDS<sup>2</sup>، حيث يختلف المعيار الأخير عن المعيار الأول في أنه يحمل تفاصيل أساسية تخص قرارات المستثمرين الأجانب وتمدهم بالمعلومات. ولقد بدأ العمل بمعيار النشر الخاص منذ عام 1999 بناء على دعوة من صندوق النقد الدولي في العام 1996 وأصبح هذا المعيار المؤشر المعتمد لدى المؤسسات المالية الرئيسية في العالم والمعنية بوضع التصنيف الائتماني السيادي أو تحديد درجة مخاطر البلدان<sup>3</sup>.

## و/ إعداد نماذج لأغراض التنبؤ بمعدلات التضخم:

يحتاج استهداف التضخم إلى التنبؤ بمعدل التضخم وتقدير الأثر المتوقع عليه نتيجة تغيير أدوات السياسة النقدية. وعليه يشترط في الدول التي تريد أن تتبنى سياسة استهداف التضخم أن تبتعد على الأحكام والتقديرات الشخصية عند تطبيق سياسة استهداف التضخم، وأن تعمل على تطوير نماذج دقيقة وذات مصداقية للتنبؤ والتقدير لمعدلات التضخم بالاعتماد على السلاسل الزمنية الطويلة للبيانات والمؤشرات الأساسية المتوفرة بها، والاعتماد على نتائجها وذلك بغرض

<sup>1</sup> GDDS = General Data Dissemination standards.

<sup>2</sup> SDDS = Special Data Dissemination standards.

<sup>3</sup> مظهر محمد صالح، المرجع السابق، ص.38.



توفير رؤية أولية لصانع القرار ولدعم تعريف العامة بهذه السياسة. فمثلا لدى الدول الصناعية المتقدمة الكثير من النماذج المعقدة التي استغرق إعدادها سنوات عديدة.

### 3. الإطار التشغيلي لاستهداف التضخم

يتم تطبيق سياسة استهداف التضخم عبر ثلاث مراحل وهي<sup>1</sup>:

- ✓ أولاً: تقوم السلطة النقدية بتحديد معدل التضخم المستهدف، حيث يتم البدء بتحديد رقم قياسي للأسعار يحسب على أساسه معدل التضخم المستهدف، مع تحديد مستوى معين أو حدوداً معينة لهذا المعدل المستهدف؛
- ✓ ثانياً: يتنبأ البنك المركزي بمعدل التضخم المتوقع في المستقبل بالاعتماد على منهجية بناء التوقعات أو التنبؤات الخاصة بمعدل التضخم؛
- ✓ ثالثاً: تتم مقارنة المعدل المستهدف بالمتوقع وكيفية تأثره بالتغيرات في أدوات السياسة النقدية، فإذا كان المتوقع أعلى من المستهدف يتم إتباع سياسة نقدية انكماشية والعكس صحيح.

بالإضافة إلى ما سبق يلتزم البنك المركزي في ظل هذا النظام النقدي بجعل أهداف السياسة الأخرى تالية لهدف التضخم من حيث ترتيب الأولويات والعمل على أساس قوي من المساءلة. كما يقوم البنك المركزي بتعديل أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي يقاضاها على تسهيلات استجابة للتطورات التي تطرأ على كل من التضخم المتوقع، فجوة الناتج\*، وسعر الصرف، هذا الأخير تشكل تذبذباته عنصراً مهماً في تشكيل توقعات التضخم<sup>2</sup>.

### 4. عملية الانتقال نحو تطبيق سياسة استهداف التضخم

بالاعتماد على تجارب البلدان النامية الخاصة بفترة الانتقال نحو سياسة استهداف التضخم يمكن التمييز بين حالتين وهما<sup>3</sup>:

- حالة البلدان التي تحولت بسرعة نحو استهداف التضخم ومثال ذلك البرازيل التي كانت تطبق نظام سعر الصرف الزاحف إلى أن دفعتها أزمة عملتها إلى التخلي عن سعر الصرف كركيزة اسمية والتوجه نحو استهداف التضخم؛

- حالة البلدان التي احتاجت إلى فترة انتقالية أطول للتحول نحو هذه الإستراتيجية. فالتشيلي مثلاً استغرقت ثماني سنوات (1991-1999)، حيث أعلنت عن أول معدل مستهدف للتضخم

<sup>1</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص.20.

\* تعرف فجوة الناتج بأنها النسبة المئوية لانحراف إجمالي الناتج المحلي الفعلي عن إجمالي الناتج المحلي المحتمل.

<sup>2</sup> عبد العلي جبيلي، فيتالي كراماركو، المرجع السابق، ص.20.

<sup>3</sup> المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، المرجع السابق، ص.7-8.

عام 1991 واحتفظت بركيزتين اسميتين وهما: هدف التضخم وسعر الصرف، إلا أنها تخلت عن سعر الصرف لاحقا بعد أن قامت بتحريره بحلول عام 1999. وخلال المرحلة الانتقالية حاولت تجسيد الشروط السابقة الذكر لإرساء سياسة استهداف التضخم، كما عملت على بناء الثقة والمصدقية وتخفيض معدل التضخم. ويوضح الجدول الموالي المعطيات الخاصة باستهداف التضخم في بعض البلدان:

الجدول ( 05-02 ): استهداف التضخم في بلدان مختارة.

البلد	تاريخ اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم	معدل التضخم في تاريخ اعتماد الإستراتيجية	متوسط معدل التضخم في عام 2009	معدل استهداف التضخم
نيوزيلاند	1990	3.3	0.8	3-1
كندا	1991	6.9	0.3	1-/2+
المملكة المتحدة	1992	4	2.2	1-/2+
السويد	1993	1.8	0.3-	1-/2+
استراليا	1993	2	1.9	3-2
البرازيل	1999	3.3	4.9	2-/4.5+
كولومبيا	1999	9.3	4.2	4-2
جنوب إفريقيا	2000	2.6	7.1	6-3
المكسيك	2001	9	5.3	1-/3+
تركيا	2006	7.7	6.3	1-/6.5+

المصدر: سكوت روجر، "استهداف التضخم يبلغ عامه العشرين"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2010، ص.47. (بتصرف).

## 5. عيوب سياسة استهداف التضخم

رغم أن إستراتيجية استهداف التضخم قد أثبتت فعاليتها في التصدي للتضخم المتوقع في الأجل القصير والوصول إلى حالة الاستقرار في المستوى العام للأسعار في العديد من البلدان كبريطانيا، وكندا مثلما يوضحه الجدول أعلاه، إلا أنها بالمقابل تنطوي على مجموعة من العيوب نذكر منها<sup>1</sup>:

- إن استهداف التضخم يسمح بتثبيت التوقعات التضخمية في المدى القصير ولكنه لا يسمح بالوصول إلى الاستقرار النقدي الدائم؛
- درجة الالتزام العالية والراسخة في ضوء هذا النظام تكون عائقا أمام إمكانية استخدام السلطات النقدية لحرية التقدير في ممارسة السياسة النقدية في بعض الظروف الاقتصادية التي تتطلب ذلك؛

<sup>1</sup> Lilia Bensliman, Op.Cit., pp.24-25.

- استهداف التضخم لا يسمح بمعرفة يقينية حول تطور مستوى الأسعار في المدى الطويل، حيث أنه إذا سمحت السلطات النقدية بوجود فوارق في المدى الطويل بين ما هو متوقع وما تحقق فعلا لمستوى الأسعار فإن معدل التضخم في المدى الطويل سيشهد تطورا غير منتظم؛

- أظهرت التجارب أن نجاح سياسة استهداف التضخم مرتبط بمدى وجود المرونة التطبيقية له في الواقع، بمعنى السماح ببعض الانحرافات عن هدف التضخم حتى ولو كانت هذه الانحرافات مستمرة. فمثلا تسمح كل من كندا ونيوزيلندا بشكل مؤقت بالانحراف عن معدل التضخم المستهدف المعلن عنه مسبقا، أما المملكة المتحدة فترخص بتوسعة كافية لنطاق استهداف التضخم، وهذا حتى تسمح لسعر الصرف الاسمي بالتكيف بما يحمي القدرة التنافسية في مواجهة الصدمات الخارجية<sup>1</sup>.

### المطلب الرابع: بناء نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر الصرف

يؤدي التخلي عن نظام سعر الصرف الثابت والتحول نحو النظام المرن إلى بروز خطر الصرف الناجم عن التذبذبات الحاصلة في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى. وفي هذا الإطار تقع على السلطات مسؤولية استحداث الآليات المناسبة لفائدة الأعوان الاقتصاديين لاستخدامها في التغطي من هذا الخطر. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على مفهوم وآثار خطر الصرف بالإضافة إلى إدارة هذا الخطر والطرق المعتمدة في ذلك.

### الفرع الأول: خطر الصرف: تعريفه وآثاره

#### 1. تعريف خطر الصرف

مصطلح المخاطرة يعني إمكانية حدوث خسائر مالية أو غيرها نتيجة لمواطن الانكشاف المالي لدى الهيئة المعنية، أو لفشل نظم المراقبة الداخلية بها أو لكليهما<sup>2</sup>. أما مخاطرة أسعار الصرف فتنجم عن تقلب سعر الصرف بين عملتين<sup>3</sup>، وترتبط بالمعاملات التي تنجز بالعملات الأجنبية نتيجة حدوث حركات غير مواتية في أسعارها مقابل العملة المحلية، مما يؤدي إلى زيادة أو انخفاض القيمة المقابلة للأصول أو الديون. فعلى سبيل المثال تكون الاحتياطيات الدولية لبلد

<sup>1</sup> V.Sundararajan, et al., "Exchange Rate Unification, The equilibrium Real Exchange Rate and Choice of Exchange Rate Regime: The Case of Islamic Republic of Iran", **IMF Working paper**, 99/15, January 1999, p.37.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، "المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطيات النقد الأجنبي"، سبتمبر 2001، ص.34.

<sup>3</sup> هشام طلعت عبد الحكيم وآخرون، "تقييم أسعار صرف بعض العملات العربية مقابل الدينار العراقي باستخدام نظرية تعادل القوة الشرائية: دراسة مقارنة"، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العدد 71، 2008، ص.57.

ما عرضة لمخاطر الصرف إذا انخفضت قيمتها بالعملة المحليّة نتيجة تراجع هذه الأخيرة مقابل العملات الأجنبية المسمّاة بها هذه الاحتياطات<sup>1</sup>.

تنشأ مخاطر الصرف في ظل نظام الصرف الثابت نتيجة التخفيض الرسمي الذي قد يحدث في قيمة العملة، أما في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن فإن مصدر هذه المخاطر هو التذبذبات التي تشهدها قيمة العملة ولاسيما انخفاضها مقابل العملات الأخرى.

## 2. آثار خطر الصرف

بشكل عام تؤثر مخاطر الصرف على جميع قطاعات الاقتصاد وفي مايلي أهمها:

### 1.2. أثر خطر الصرف على المؤسسات

تواجه المؤسسات نوعين من مخاطر الصرف وهما<sup>2</sup>:

#### أ. خطر الصرف المحاسبي

ينتج هذا الخطر بسبب التسجيل المحاسبي لمختلف العمليات التي تتم بالعملات الأجنبية سواء في المؤسسة الأم أو إحدى فروعها بالخارج. حيث أن تسجيل هذه العمليات يتم بسعر صرف معين قد يختلف عن سعر الفوترة مما يؤدي إلى ظهور فارق صرف (ربح أو خسارة). ونمیز هنا بين خطر الصرف الناتج عن التحويل وهو ذلك الخطر المرتبط بالصفقات التي تعقدها المؤسسة من شراء أو بيع ومختلف نفقات دورة الاستغلال. وهناك خطر آخر وهو خطر الصرف الناتج عن التوحيد المحاسبي (ويسمى أيضا بخطر الترجمة)، ويكون مرتبطا بميزانية المؤسسة، حيث أن المؤسسة الأم في نهاية دورتها تقوم بتحويل حسابات فروعها المتواجدة بالخارج والتي تتعامل بعملة الدول التي تتواجد فيها إلى عملتها الوطنية، وبالتالي قد يظهر فارق للصرف (ربح أو خسارة) في قيمة الأصول والخصوم.

#### ب. خطر الصرف الاقتصادي

ينتج بسبب تأثير تقلبات أسعار الصرف على النتائج الحالية والمستقبلية للمؤسسة. فهو يأخذ بعين الاعتبار بالإضافة للوثائق المحاسبية، النشاط المستقبلي للمؤسسة أي العمليات المتوقعة والغير مقيدة في حسابات المؤسسة. فالمؤسسة المصدرة للخارج تواجه خطر الصرف الاقتصادي إذا كان مبلغ صادراتها مفوتر بعملات أجنبية، بحيث أن تقلبات سعر الصرف لهذه العملات يؤثر على نشاطها التصديري المستقبلي ومتحصلاتها من النقد الأجنبي. أما المؤسسة المتعددة الجنسيات

<sup>1</sup> صندوق النقد الدولي، "المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي"، المرجع السابق، ص.34.

<sup>2</sup> Jean Klein, Bernard Marois, "Gestion financière multinationale", Ed. Economica, Paris, 1996, pp.260-265.

والتي لها عدة فروع في دول مختلفة وتتعامل بعملة متعددة، فإنها ستتعرض لمشاكل اقتصادية بسبب الانخفاضات أو التخفيضات في قيمة هذه العملات، إضافة إلى ارتفاع معدلات التضخم في مختلف هذه البلدان، أو الاستدانة بعملة أجنبية. فهذه العوامل تغير من وضعية الصرف\* لهذه الفروع بالنسبة للمؤسسة الأم، وتتطلب استخدام إجراءات للتصحيح من أجل موازنة التدفقات المالية ما بين مختلف الفروع، باعتماد سياسة التغطية من خطر الصرف التي وضعتها المؤسسة الأم.

## 2.2. أثر خطر الصرف على البنوك

أحسن مثال يوضح هذا الخطر هو الأزمة الآسيوية (1997-1998)، التي أبرزت كيف أن عمليات الاقتراض بالعملات الأجنبية والتي لم يتم تغطيتها ضد خطر الصرف من طرف المؤسسات المقترضة يمكن أن تؤدي إلى خسائر كبيرة للبنوك المقرضة لها. كما أن البنوك حتى ولو وازنت بين أصولها وخصومها بالعملات الأجنبية، فإن سعيها للحصول على رؤوس أموال قصيرة الأجل من أجل تمويل قروض بالعملات الأجنبية طويلة الأجل لصالح المقترضين الذين ليس لهم تغطية من خطر الصرف، قد جعلها عرضة لمخاطر كبيرة من القرض والسيولة<sup>1</sup>.

## 3.2. أثر خطر الصرف على الدول

يبرز خطر الصرف على الدول بشكل أساسي من خلال مؤشرين اثنين وهما:  
- زيادة المديونية الخارجية المقومة بالعملات الأجنبية والأعباء المترتبة عنها وذلك في حالة تدهور قيمة العملة الوطنية مقابل هذه العملات الأجنبية؛  
- بروز ظاهرة التضخم المستورد: إن عدم استقرار القيمة الخارجية للعملة ولاسيما تدهورها مقابل العملات الأخرى سيكون لها دورا مباشرا في بروز المد التضخمي وذلك عبر انتقال الأثر النقدي لتغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على أسعار السلع والخدمات المستوردة، والتي تشكل نسبة معتبرة من مكونات الرقم القياسي لأسعار المستهلك (التضخم العام).

## الفرع الثاني: أساليب تغطية خطر الصرف

تنقسم أساليب تغطية مخاطر الصرف إلى نوعين هما: الكلاسيكية والحديثة.

### 1. الأساليب الكلاسيكية: تنفرع الأساليب الكلاسيكية في تغطية مخاطر الصرف إلى ثلاثة

أنواع وهي: التغطية الداخلية، التغطية الخارجية، وسوق الصرف الآجل.

\* تعرف وضعية (موقف) الصرف لشخص ما بأنها الرصيد الموجب أو السالب ما بين استحقاقاته المقومة بعملة أجنبية، والتزاماته بنفس تلك العملات. وعادة ما يتم التمييز بين ثلاثة أنواع لوضعية الصرف وهي: الوضعية المغلقة (الاستحقاقات تساوي الالتزامات)؛ الوضعية الطويلة (الاستحقاقات أكبر من الالتزامات)؛ والوضعية القصيرة (الاستحقاقات أقل من الالتزامات).

<sup>1</sup> روبا دوناغوبتا وآخرون، المرجع السابق، ص.13.

### 1.1. الأساليب الداخلية

تعرف هذه الأساليب على أنها "عبارة عن دور المؤسسة في التفاوض والشروط في العقود وتقاسم المخاطر، وكذلك التأثير على آجال التسوية في الإسراع والإبطاء في تنفيذ العملية، وكذلك إجراء المقاصة بصورة دورية بين المؤسسات الداخلية والخارجية لتجنّب مخاطر الصرف"<sup>1</sup>.

### 2.1. التغطية الخارجية

تعتمد المؤسسة في هذه الحالة على تقنيات خارجية بهدف التغطي ضد خطر الصرف، وأهم هذه التقنيات:

#### أ. التسبيقات بالعملة الأجنبية

يستخدمها المصدرون دون المستوردون، حيث تقوم المؤسسة المصدرّة بطلب تسبيقات بالعملة الأجنبية على حاصل صادراتها، وتستخدمها في التغطية من خطر الصرف، من خلال بيعها في سوق الصرف الفوري وتوظيف الأموال بالعملة الوطنية في السوق النقدي المحلي. وفي نهاية الأجل لما تتحصل المؤسسة على أموالها من التصدير بالعملة الأجنبية تستعملها في تسديد التسبيقات التي حصلت عليها، كما تتحصل على فوائد من السوق النقدي المحلي. وتكون تكلفة التغطية هي الفرق بين الفوائد المدفوعة على التسبيقات والفوائد المحصلة من التوظيف في السوق النقدي المحلي.

#### ب. التأمين

التأمين ضد الخطر النقدي أو خطر تقلبات أسعار الصرف هو أحد الخدمات التأمينية التي تقدمها شركات التأمين خاصة في إطار تأمين القرض الموجه للتصدير، حيث تقوم بتعويض المصدرّ في حالة تحقق خطر انخفاض أو تخفيض قيمة العملة التي تمت فوترة الصادرات بها.

### 3.1. التغطية بواسطة سوق الصرف الأجل

في عمليات الصرف الأجلة يتم شراء أو بيع العملات بالسعر السائد لحظة إبرام العقد، على أن يتم التسليم والدفع في تاريخ لاحق يعرف بتاريخ التصفية<sup>2</sup>. فالسعر الأجل يسمح للزبون الذي يتعامل مع البنك بالتغطي ضد خطر الصرف، حيث يلعب البنك دور المؤمن ضد هذا الخطر. فعملية البيع لأجل في سوق الصرف تسمح لمصدرّ ما أن يعرف بدقة مقدار ما سيحصل عليه كمقابل للمبلغ الذي لم يحصله بعد بالعملة الأجنبية نتيجة تصديره، وذلك مهما تكن التطورات في

<sup>1</sup> إسماعيل إبراهيم محمد، "مخاطر سعر الصرف"، مجلة المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 61، أغسطس 2009،

ص. 34.

<sup>2</sup> Ammour Benhalima, Op.Cit., p.124.

سعر صرف العملة الأجنبية مابين تاريخ القيام بالعملية وتاريخ التصفية (أو الاستحقاق). ويمكن أن ينتج عن التسعيرة الآجلة ثلاث حالات ممكنة وهي<sup>1</sup>:

- إما أن يتساوى سعر صرف العملة الأجنبية وسعر العملة الوطنية، فنكون هنا أمام حالة التعادل مابين السعر الآجل والسعر الفوري؛

- إما أن يكون سعر الصرف الآجل أكبر من السعر الفوري، وهنا سعر الصرف الآجل يكون قد حقق علاوة، أي أن: سعر الصرف الآجل = سعر الصرف الفوري + علاوة؛

- إما أن يكون سعر الصرف الآجل أقل من السعر الفوري، وهنا سعر الصرف الآجل يتحمل خصما أي أن: سعر الصرف الآجل = سعر الصرف الفوري - الخصم.

تقيس كل من العلاوة أو الخصم مقدار الفارق بين السعر الآجل والسعر الفوري، حيث تسمى النسبة (العلاوة أو الخصم/السعر الفوري) بفارق الصرف، ولتجنبّ فارق الصرف غير الملائم، يمكن للبنك أن يتجنب هذا الخطر بواسطة فارق أسعار الفائدة، حيث يمكنه أن يوظف ما لديه من عملات أجنبية باستعمال عمليات المقايضة على مستوى السوق النقدي، ولمدة مساوية لمدة عملية الصرف لأجل.

## 2. الأساليب الحديثة

إن الأساليب الحديثة في تغطية مخاطر الصرف تعتمد على أدوات مالية تسمى "المشتقات المالية" والتي تشمل كل من<sup>2</sup>: الاختيارات، العقود الآجلة (المستقبليات)، وعقود التبادل.

### 1.2. اختيارات الصرف

هي أداة مالية تسمح للمؤسسة التي هي في وضعية صرف بضمان السعر الأدنى لبيع عملاتها الأجنبية أو السعر الأعلى في حالة الشراء. وعليه فهذه الأداة شبيهة إلى حد ما بالتغطية عبر سوق الصرف الآجل من حيث أنها تثبت الحد الأعلى أو الأدنى في حالتي الشراء أو البيع على التوالي. كما أن شراء الاختيار لا يلزم صاحبه بتنفيذه وإنما هو مخير في ذلك، ومن ثم فإن خزينة المؤسسة لها إمكانية تنفيذ هذا الحق أو عدم التنفيذ وذلك حسب ظروف سوق الصرف.

يتميز الاختيار بأنه مرن فهو عبارة عن حق وليس إلزام بشراء أو بيع وضعية صرف فورية أو آجلة وذلك إلى غاية (أو في خلال) أجل محدد يسمى تاريخ التنفيذ، وبسعر محدد مسبقاً يسمى "سعر التنفيذ". كما أن مشتري الاختيار مطالب بدفع مكافأة أو "علاوة" إلى بائع هذه الأداة مقابل

<sup>1</sup> Abderrahmane Benlhafsi, Op.Cit., p.97.

<sup>2</sup> Patrice Fontaine, "Gestion du risque de change", Ed. ECONOMICA, Paris, 1996, pp. 34-50.

حصوله على حق التنفيذ. وتتميز الاختيارات أيضا بأنها عقود مُنمطة من حيث المبلغ، تاريخ الاستحقاق (ماي، جوان، سبتمبر، ديسمبر) وتتداول في الأسواق المنظمة وبعملات معينة فقط، أما في أسواق التراضي فتتداول فيها كل العملات المتفق عليها.

## 2.2. العقود الآجلة (المستقبلات)

هي عبارة عن عقد يلزم الأطراف المتعاقدة على شراء أو بيع عملات أجنبية في فترة قادمة على أن يتم التسديد بسعر محدد الآن (أو مسبقا). وتختلف العقود المستقبلية عن الاختيارات في أن الأولى لها صفة الإلزام في حين أن الثانية ليس لها هته الصفة وإنما هي حق قد ينفذ وقد لا ينفذ. وقد ظهرت العقود المستقبلية لأول مرة في بورصة "شيكاغو" ثم انتشرت في باقي البورصات العالمية.

## 3.2. عقود التبادل (Swaps)

عقود تبادل العملات هي عبارة عن عملية مالية بين طرفين يتعهدان من خلالها على انجاز تبادل لعملات أجنبية اليوم بسعر الصرف الفوري، والقيام بالعملية العكسية في الأجل المتفق عليه بسعر صرف آخر متفق عليه مسبقا.

## الفرع الثالث: العناصر الأساسية لإدارة خطر الصرف في المؤسسات المالية

عندما يختار البلد تعويم عملته فان خطر سعر الصرف سيتحول من القطاع العام (البنك المركزي) إلى القطاع الخاص، لأن البنك المركزي أصبح لا يتدخل للحفاظ على مستوى ثابت لسعر الصرف. وعليه فإن تحديد مستوى وإمكانية التعرض لخطر الصرف في القطاعين المالي وغير المالي، يعتبر مفتاح الوصول إلى خروج منظم ومرتب من أنظمة الصرف الثابتة. وعموما تركز إدارة خطر الصرف في المؤسسات المالية على أربعة عناصر رئيسية وهي<sup>1</sup>:

### 1. وجود أنظمة معلومات للتحكم في المصادر المختلفة لخطر الصرف

إن نجاح إدارة خطر الصرف في المؤسسات المالية يركز على إرساء نظام معلومات ملائم وقادر على رصد مصادر الخطر المختلفة في أسعار الصرف، بما في ذلك مصادر واستخدامات التمويل بالعملات الأجنبية وشروط الإبلاغ الرسمي. كما يجب أيضا على نظام المعلومات رصد المخاطر الغير مباشرة خلال إجراء عمليات المسح المنتظم لقطاع الشركات أو من خلال إلزام المقترضين بتوفير معلومات حول دخولهم وديونهم بالعملات الأجنبية، وعمليات التمويل بالقروض الأجنبية.

<sup>1</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص 13-15.



## 2. استخدام التقنيات التحليلية والصيغ المحاسبية في قياس خطر الصرف

إن تقييم التعرض لخطر الصرف يتطلب تحليلاً مفصلاً للميزانية يركز على تركيبة العملات المكونة لها، تواريخ الاستحقاق، السيولة، ونوعية قروض الأصول والخصوم المقومة بعملات أجنبية. وتتضمن وسائل قياس الخطر مقاييس مركز النقد الأجنبي الكلي القائم على أساس محاسبي وأساليب إدارة المخاطر الاستشرافية مثل نماذج القيمة المعرضة للخطر، واختبار القدرة على تحمل الضغط.

## 3. التحكم في خطر الصرف عبر سياسات وإجراءات داخلية لهذا الغرض

تتضمن مجموعة السياسات والإجراءات الداخلية مايلي:

- فرض القيود على تركّز الاقتراض بالعملة الأجنبية؛
- وضع شروط محددة لمخاطر الائتمان الإضافية المقترنة بالقروض بالنقد الأجنبي وشروط الأرباح أو الضمانات الإضافية الأجنبية بالنسبة للمقترضين بالنقد الأجنبي؛
- تحليل تأثير تحركات أسعار الصرف المحتملة على المقترضين بالنقد الأجنبي؛
- تقوية الضوابط الداخلية بما في ذلك وجود سياسة مكتوبة بشأن عمليات الصرف الأجنبي وتعيين حدود للكشف أمام القروض، وإجراءات إدارة المخاطر، وإنشاء نظام لمراقبة الامتثال في حالة استقلال المكاتب الأمامية عن الخلفية كلية؛
- التأكد من حوكمة الشركات بما في ذلك قيام المجلس التنفيذي بأعمال المراقبة المنتظمة ومراجعة سياسات وإجراءات مواجهة المخاطر واعتمادها بغية الحفاظ على نظام ملائم للضبط والتوازن داخل المؤسسة؛
- ينبغي للبنوك تشجيع العملاء على الوقاية ضد مخاطر أسعار الصرف.

## 4. التنظيم الاحترازي والرقابة على خطر سعر الصرف

- تهدف التنظيمات الاحترازية إلى الرقابة والتحكم في خطر الصرف وتشمل القيام بمايلي:
- وضع قيود على كل من صافي وضعية الصرف المفتوحة (كنسبة من رأس المال)، والإقراض بالعملة الأجنبية (كنسبة من الالتزامات بالعملة الأجنبية)، والاقتراض وإصدار السندات في الخارج (كنسبة من رأس المال)؛
  - تحديد نطاق عمليات الصرف الأجنبي التي يسمح للبنوك بممارستها من خلال شروط إصدار التراخيص، وشروط رأس المال الإلزامي مقابل مخاطر النقد الأجنبي، وإصدار القواعد التنظيمية أو التوجيهات بشأن تصميم الضوابط الداخلية للبنوك؛

- يتعين على القطاعات التي لاتدر إيرادات بالنقد الأجنبي أو المعرضة لتقلبات عائداتها أن تتوخى الحرص بصفة خاصة إزاء الاقتراض بالعملة الأجنبية؛

- المراقبة الدقيقة لمدى سلامة استخدام المشتقات المالية من طرف البنوك وتوحيد معايير متاجرتها فيها، فالمشتقات المالية هي أدوات وظيفتها الأساسية هي وقاية الأصل من تقلباته السعرية، وبالتالي فهي تسهم في زيادة درجة السيولة والاستقرار، وتقوم بتعميق الأسواق المالية، كما تعمل على تشجيع الاستثمار. وبالمقابل تتعرض المشتقات المالية لبعض المخاطر أهمها مشكلة المضاربة على اعتبار أنها أهم مشكلة تواجه الأسواق، وهو ما يتطلب من الإطار القانوني لهذه الأسواق أن يهتم بهذا المشكل عبر الاستخدام الكفؤ والحذر لهذه المشتقات من خلال زيادة الشفافية وتحسين الرقابة المالية<sup>1</sup>. فقد أدى سوء استخدام هذه المشتقات في تايلندا عام 1997 من طرف المستثمرين للاستدانة بشكل مكثف لتمويل استثمارات راهنوا فيها على أسعار صرف غير قابلة للاستمرار إلى تعاظم الديون الخارجية لقطاع الشركات المالية وغير المالية مما أسهم في إشعال فتيل الأزمة المالية فيها والتي انتقلت عدواها لاحقا إلى باقي دول المنطقة.

### المطلب الخامس: وتيرة وتسلسل عملية التحول نحو مرونة سعر الصرف

يتناول هذا المطلب قضيتين أساسيتين في التحول نحو نظم الصرف المرنة وهما توقيت تحرير تدفقات رؤوس الأموال، ومدى سرعة التحول نحو المرونة.

#### الفرع الأول: توقيت تحرير تدفقات رؤوس الأموال

خلال تسعينيات القرن العشرين أجبرت العديد من الاقتصاديات الناشئة مثل: المكسيك 1994، جنوب شرق آسيا 1997، روسيا 1998، البرازيل 1999، تركيا 2000 والأرجنتين 2001، على التخلي عن الأنظمة الثابتة والتحول نحو مرونة سعر الصرف بعد تعرضها لأزمات عملة ناجمة عن حدوث تحول مفاجئ في التدفقات الرأسمالية. وقد أوضحت تجاربها صعوبة الحفاظ على ثبات سعر الصرف وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل الاتجاه نحو الاندماج العالمي وتحرير حسابات رأس المال، وذلك وفقا لما نص عليه مبدأ الثلاثي المستحيل "لروبرت ماندل".

إن تحرير حساب رأس المال قبل استحداث مرونة سعر الصرف حتى في ظل بيئة اقتصادية مواتية قد يعرض السيولة المحلية للخطر ويخلق اختلالات في الاقتصاد الكلي ويؤدي إلى حدوث موجات مفاجئة من المضاربة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> المعهد المصرفي المصرفي، "إزالة العقبات التي تعوق فعالية نظم سعر الصرف في أسواق الدول النامية: إشارة خاصة للحالة المصرية"، مجلة لينك (سلسلة حلقات نقاشية)، العدد السادس، 2003، ص.6.

<sup>2</sup> روبا دوناغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.17-18.

في هذا السياق، فقد أصدر مكتب التقييم المستقل لصندوق النقد الدولي عام 2005 تقريرا لتوثيق المنهج الشامل للصندوق لاتجاه تحرير حساب رأس المال سواء قبل الأزمة الآسيوية أو بعدها، وهذا للنظر في ما إذا كان الصندوق يضغط لتحرير حساب رأس المال. وقد ألفت نتائج التقرير باللوم على الصندوق لتشجيعه اقتصاديات الأسواق الناشئة على تحرير حساب رأس المال فيها بسرعة شديدة من خلال الترويج للمزايا والمنافع التي تحققها البلدان النامية بزيادة فرص حصولها على التدفقات الدولية من رأس المال، وعدم تقديره الجيد للمخاطر المحتملة من تذبذبات هذه التدفقات. كما أوضح التقرير أن الأزمات المالية التي عرفتتها الأسواق الناشئة كان سببها عدم التناسق بين تحرير حساب رأس المال والسياسات الملائمة للاقتصاد الكلي وسياسة سعر الصرف والقطاع المالي<sup>1</sup>.

من جهة أخرى فقد واجهت بلدان أخرى خلال التسعينيات كالشيلي وبولندا زيادة هائلة في  
صعودية واستجابت لذلك بإفصاح

المجال أمام مرونة سعر الصرف لتجنب حدوث فورة في النشاط الاقتصادي. وبالمقابل فإن تدفقات رأس المال ستكون لها آثار غير مرغوبة على الاقتصاد الكلي حتى في البلدان التي كان الانتقال نحو النظام المرن يسبق فتح حساب رأس المال، فرفع الرقابة على دخول رؤوس الأموال سيؤدي إلى نمو مفرط للسيولة المحلية والقرض واختلال تعادل سعر الصرف في المدى الطويل<sup>2</sup>.

في هذا الصدد فإن المتطلبات التشغيلية المسبقة لنجاح تحرير حساب رأس المال تتمثل في السياسات السليمة للاقتصاد الكلي، إطار مؤسسي كافي، تنظيمات تشريعية ومعايير إشراف حكيمة وقابلة للمقارنة دولياً، نوعية المعلومات المحسنة والإفصاح عنها، مدى سرعة تحرير التجارة والخدمات، ومدى كفاءة السوق. وأيضاً لابد من تبني سياسات اقتصادية كلية احترازية بجانب أنظمة مالية سليمة من أجل تكريس الثقة لحائزي الأصول سواء كانوا محليين أو أجنبياً<sup>3</sup>.

خلاصة ما سبق ذكره أن التكامل المالي مع بقية العالم أو الاندماج المالي الدولي وبالرغم من مزاياه المتعددة، لاسيما دوره في تسريع معدلات النمو الاقتصادي وتطوير النظم المالية، إلا أنه بالمقابل عملية محفوفة بالمخاطر العالية، فنجاح هذا التكامل يتطلب أساساً وجود نظام مالي سليم وقوي إضافة إلى تعزيز نظم الإشراف والرقابة والتنظيم حتى يمكن للمؤسسات المالية إدارة مخاطر التكامل المالي بحذر وحكمة.

<sup>1</sup> International Monetary Fund, "The IMF approach to capital account liberalization", Evaluation Report, Washington: IMF independent evaluation office, 2005, pp.6-8.

<sup>2</sup> Cem karacadag, et al., "Des Taux fixes aux taux flottants: une aventure à tenter", *Revue Finance et Développement*, Décembre 2004, pp. 22-23.

<sup>3</sup> International Monetary Fund, "The IMF approach to capital account liberalization", Op.Cit., p.77.

## الفرع الثاني: سرعة التحول نحو نظام الصرف المرن

ينبغي على البلدان التي تريد التحول نحو نظام الصرف المرن أن تحدّد وتيرة ذلك بمعنى هل يتم التحول بسرعة أم على نحو أكثر تدرجاً؟ وفي هذا السياق يمكن التمييز بين المنهج المتدرّج والمنهج السريع.

### 1. المنهج المتدرّج

يقتضي المنهج المتدرّج أن يتم التخلّي عن نظام الصرف الثابت على مراحل إلى غاية التعويم الحر للعملة، حيث يتم الانتقال أولاً عبر فك الارتباط الثابت بعملة واحدة والتحول نحو الربط الثابت أو المتحرك بسلة من العملات، ومن ثم إلى هوامش تقلّب يتم توسعتها تدريجياً. وعموماً يكون المنهج المتدرّج منصوحاً به في حالة عدم التطور الكافي والضعيف للمؤسسات والأسواق، وذلك لأن عملية التدرّج ستحد من مخاطر التقلّبات المفرطة للعملة وما قد يترتب عليها من آثار بالنسبة لمصدقية التدخلات العمومية، التوقعات التضخمية والميزانيات. كما يسمح التدرج أيضاً بتعميق أسواق الصرف حيث أن مرونة سعر الصرف ستعمل على تحفيز نشاط الوسطاء ووكلاء المتاجرة في العملات الأجنبية<sup>1</sup>. ويسمح المنهج المتدرّج للبلد بالتحول وفقاً لخطوات مدروسة يوضّحها الشكل الموالي:

الشكل ( 02-01): مراحل التحول المتدرّج نحو مرونة سعر الصرف.



Source: Cem karacadag, et al., "Des Taux fixes aux taux flottants: une aventure a tenter", *Revue Finance et Développement*, Décembre 2004, p. 23.

من الشكل أعلاه يتضح أن الإعداد المبكر للتحول نحو التعويم يزيد من احتمالات فرص نجاح هذا التحول، ففي المرحلة الأولى لا بد من إرساء الدعائم الأساسية المساندة لهذا التحول في الوقت الذي لا يزال نظام الربط الثابت قائماً بحيث يضمن استقلالية البنك المركزي وتحسين قدرته

<sup>1</sup> Cem karacadag, et al., Op.Cit., p. 23.

على التنبؤ بالتضخم، وتعزيز شفافية السياسة النقدية، وإنشاء نظم للمعلومات حول مخاطر النقد الأجنبي وزيادة المعلومات حول تطور ميزان المدفوعات. وبعد الانتهاء من إرساء هذه الدعائم يتم الانتقال إلى المرحلة الثانية التي تتطلب توفير بعض المرونة في سعر الصرف لتنشيط سوق الصرف. وفي مرحلة ثالثة يتم بناء سياسات لتدخل البنك المركزي في سوق الصرف تسمح باستقرار سعر الصرف والحد من تذبذباته. وفي المرحلة الأخيرة يصبح تعويم العملة أمراً ممكناً ودون مخاوف من انعكاساتها السلبية وذلك بالموازاة مع تبني سياسة استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية.

من أمثلة البلدان التي اتبعت منها متدرجاً وناجحاً في التحول نحو التعويم نجد بولندا التي امتدت فترة تحولها من 1990 إلى 2000 وذلك وفق ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (02-06): تطور نظام الصرف في بولندا (1990-2000)

التاريخ	طبيعة التغيرات الحاصلة في نظام الصرف
1جانفي 1990	تثبيت سعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي 1USD=0.95PLN.
16ماي 1991	تثبيت سعر الصرف مقابل سلة من العملات تتكون من: USD : 45%, DEM : 35%, GBP : 10%, FRF : 5%, CHF: 5%
14 أكتوبر 1991	إدخال الربط الزاحف مع تخفيض يومي مقابل السلة، حيث معدل التخفيض الشهري 1.8 %.
26فيفري 1992	تخفيض العملة الوطنية مقابل السلة 12%.
27اوت 1993	تخفيض مقابل السلة 8 %، كما بلغ معدل الزحف 1.6% شهرياً.
13سبتمبر 1994	معدل الزحف 1.5% شهرياً.
30نوفمبر 1994	معدل الزحف 1.4 % شهرياً.
16فيفري 1995	معدل الزحف 1.2% شهرياً.
6مارس 1995	هامش السعر المركزي 2 %.
16مارس 1995	إدخال نطاقات التقلب المتحركة $\pm 7$ %.
22ديسمبر 1995	رفع سعر الصرف مقابل السلة 6 %.
8جانفي 1996	معدل الزحف 1 % شهرياً.
26فيفري 1998	معدل الزحف 0.8 % شهرياً، ثم لاحقاً تم توسعة النطاق إلى $\pm 10$ %.
17جويلية 1998	معدل الزحف 0.65 % شهرياً.
10سبتمبر 1998	معدل الزحف 0.5 % شهرياً.
28أكتوبر 1998	توسعة النطاق إلى $\pm 12.5$ %.
1جانفي 1999	تغيير تركيبة سلة الربط: اليورو 55 % والدولار 45 %.
25مارس 1999	معدل الزحف 0.3 % شهرياً، ثم لاحقاً تم توسعة النطاق إلى $\pm 15$ %.
7جوان 1999	إلغاء التزام البنك المركزي بالقيام بالمعاملات في سوق الصرف مع البنوك خلال جلسات التثبيت.
12أفريل 2000	سعر الصرف العائم.

Source : Ryszard Kokoszcyński, "From Fixed to Floating: Other Country Experiences: The Case of Poland", Paper presented at the IMF seminar "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?", Washington, DC, March 19-20, 2001, p.12.

## 2. المنهج السريع

يشتمل المنهج السريع على إجراءات ومراحل أقل خلال التحول من نظام الصرف الثابت إلى التعويم مقارنة بالتحول المتدرج. ويكون المنهج السريع منصوحاً به في حالة التطور الكافي للمؤسسات والأسواق، ففي هذه الحالة يكون للتعويم منافع ومزايا معتبرة. ففي ظل بيئة اقتصادية كئيبة مواتية، ومع تطبيق سياسة نقدية احترازية فإنها ستعطي إشارة أكثر مصداقية على التزام السلطات بمرونة سعر الصرف مقارنة بالتحول التدريجي، كما ستزيد من حرية هامش المناورة الذي يتمتع به البنك المركزي في مجال التدخلات الرسمية لأنه لا يلتزم بأي مسار محدد سلفاً لسعر الصرف أو داخل نطاق تقلب معين، وبالتالي يحد من تدخلاته ويحافظ على احتياطياته من النقد الأجنبي<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى ما سبق يكون التحول السريع في مصلحة البلدان الساعية إلى تحقيق قدر أكبر من استقلالية السياسة النقدية من جهة، ومن جهة أخرى بالنسبة للبلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة حيث يزداد احتمال صعوبة تطبيقها منهجاً متدرجاً في ظل التدفقات الرأسمالية الوافدة الكبيرة والمتقلبة<sup>2</sup>.

من أمثلة البلدان النامية التي اعتمدت هذا المنهج السريع في التحول نجد تركيا التي انتقلت طواعية من نظام صرف وسيط إلى التعويم عام 2001 في خطوة واحدة، مع تبني سياسة استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية تبعاً لذلك، كما أدخلت بعض التعديلات على قانون البنك المركزي لتعزيز استقلاله وحل مشاكله مع الخزانة العامة، بالإضافة إلى ذلك كما قام البنك المركزي بتصميم عدد من النماذج لتقدير وضع الاقتصاد التركي إلى جانب إصدار تقارير شهرية دورية وتقارير خاصة بسوق النقد الأجنبي والسياسة النقدية. وقد كانت تدخلات البنك المركزي تتم من خلال الإعلان عن عمليات شراء معلنة في السوق في الفترات التي تشهد تزايداً في تدفقات العملة الأجنبية أو في حالة وجود تقلبات كبيرة في سوق الصرف. كما قام البنك المركزي بدور فعال في السوق محاولاً تخفيف بعض آثار الأزمة المالية التي عرفها البلد عن طريق توفير السيولة اللازمة، والإعلان عن سعر فائدة مرجعي يعد مؤشراً لعمل السوق الآجلة. وقد كان لهذه الشفافية الجديدة آثار إيجابية في زيادة ثقة المتعاملين بالسوق<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Cem karacadag, et al., Op.Cit., p. 23.

<sup>2</sup> روبا دوتاغويتا، وآخرون، المرجع السابق، ص.15.

<sup>3</sup> المعهد المصرفي المصري، "إزالة العقبات التي تعوق فعالية نظم سعر الصرف في أسواق الدول النامية"، المرجع السابق، ص.3.

## خلاصة الفصل الثاني

لقد حاول هذا الفصل استعراض ظاهرة التحول نحو نظم سعر الصرف المرنة في البلدان النامية في إطار مسار تحولها نحو اقتصاد السوق، حيث تم الوقوف على حجم هذه الظاهرة وأيضاً التعرف على أهم أسباب ودوافع هذا التوجه، كما ناقش هذا الفصل قضية جوهرية ألا وهي المتطلبات التشغيلية المسبقة واللازمة لنجاح التحول نحو نظام الصرف المرن. وعلى نحو عام فإن الطريق إلى سعر صرف مرن لا بد أن يبدأ بتعزيز دور سوق الصرف في تحديده بكل حرية وفقاً لقوى العرض والطلب، بالموازاة مع صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، بالإضافة إلى اعتماد ركيزة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت، وبناء منظومة فعالة للتعامل مع مخاطر سعر الصرف، وينبغي كذلك لضمان التحول الناجح أن تراعي وتيرة وسرعة التحول درجة تطور المؤسسات والأسواق. ومن أجل التعمق أكثر في فهم مختلف جوانب هذه الظاهرة لإسيما على المستوى التطبيقي، سيتم تدعيم هذه الدراسة النظرية في الفصل الموالي بتناول تجربة الجزائر مع التحول نحو نظام الصرف المرن من خلال تحليل مختلف جوانبها وتقييم فاعليتها.

الفصل الثالث:  
تجربة الجزائر في التحول نحو نظام الصرف المرنة:  
عرض وتحليل



## تمهيد

خلال عشرية التسعينيات دخلت الجزائر في إصلاحات اقتصادية شاملة مدعومة من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، تجسّدت في برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998) وذلك بغرض الانتقال نحو اقتصاد السوق. وقد كان من بين بنود هذا البرنامج إصلاح نظام سعر الصرف من خلال التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحرك نحو نظام الصرف المرن ابتداء من أكتوبر 1994، وعلى إثر ذلك تبنّت الجزائر خيار التعويم الموجه كنظام جديد لإدارة سعر صرف الدينار، وأصبح أهم هدف لسياسة الصرف هو الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار. ومن أجل إنجاح هذا التحرك نحو مرونة سعر الصرف قامت الجزائر بتوفير مجموعة من المتطلبات التشغيلية المسبقة تمثلت بالأساس في إرساء سوق الصرف البنينية البنوك، والعمل على تطوير أدوات التحوط من خطر الصرف، والمضي نحو تخفيف القيود على عمليات الصرف الأجنبي وتحسين قابلية تحويل الدينار، بالإضافة إلى صياغة سياسة نقدية جديدة قائمة على الأدوات غير المباشرة. وفي هذا الصدد يستعرض هذا الفصل الإطار العام لإصلاح نظام الصرف في الجزائر من خلال تناول المباحث الآتية:

- المبحث الأول: لمحة حول تجربة الجزائر مع نظام سعر الصرف الثابت؛
- المبحث الثاني: عرض عام لأهم جوانب إصلاح سياسة الصرف في الجزائر على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن؛
- المبحث الثالث: تحليل تطور أسعار الصرف الثنائية والفعلية للدينار الجزائري على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن.

## المبحث الأول: لمحة حول تجربة الجزائر مع نظام سعر الصرف الثابت

بعد أكثر من قرن ونصف من الاحتلال الفرنسي، استرجعت الجزائر استقلالها في 5 جويلية 1962 وذلك بعد كفاح مسلح أثمر توقيع اتفاقيات "إيفيان" للسلام، هذه الأخيرة وفي شقها المتعلق بالتعاون ما بين فرنسا والجزائر المستقلة نصت على مايلي:

"...تبقى الجزائر مرتبطة بمنطقة الفرنك الفرنسي، ويكون لها عملتها الخاصة وحيازاتها الذاتية من العملات الأجنبية، كما سيكون هنالك حرية في التحويلات بين فرنسا والجزائر بما يتلاءم مع التنمية الاقتصادية والاجتماعية للجزائر..."<sup>1</sup>.

تبعاً لذلك أنشأت الجزائر بنكها المركزي مع نهاية عام 1962، ثم عملتها الوطنية "الدينار الجزائري" عام 1964، كما تميزت التوجهات التنموية للاقتصاد بتبني الاختيارات الاشتراكية التي كان لها الأثر البالغ في بلورة إستراتيجية تنموية قوامها الصناعة الثقيلة، حيث اعتمدت أساساً على المداخل النفطية في بناء قاعدة صناعية وطنية عمومية. وفي هذا الشأن فقد سُخرت السياسة الاقتصادية بشكل عام والنقدية والمالية منها بشكل خاص لإنجاح مختلف المخططات التنموية الضخمة التي باشرتها الدولة.

في هذا الإطار لم يكن لسياسة سعر الصرف أي دور في الاقتصاد الكلي، حيث تبنت السلطات خيار الربط الثابت لسعر صرف الدينار إلى الفرنك الفرنسي، ثم التحول ابتداءً من جانفي 1974 إلى الربط بسلة عملات لأهم الشركاء التجاريين وذلك إلى غاية أكتوبر 1994. وضمن هذا السياق جاء هذا المبحث ليقدم استعراضاً تاريخياً مفصلاً لنظام الصرف الثابت الذي طبق في الجزائر خلال عدة عقود من الزمن قبل أن يتم التخلي عنه منتصف التسعينيات.

### المطلب الأول: آلية تطبيق نظام الصرف الثابت في الجزائر

تميزت فترة نظام الصرف الثابت في الجزائر بثبات القيمة الخارجية للدينار، وقد شهدت مرحلتين بارزتين هما: الربط إلى عملة واحدة هي الفرنك الفرنسي، ثم التحول بعد ذلك إلى الربط مقابل سلة من العملات.

#### الفرع الأول: مرحلة الربط إلى الفرنك الفرنسي ( 10 أبريل 1964 - 21 جانفي 1974 )

بعد استقلال الجزائر عام 1962، لم يكن للبلاد عملتها الوطنية بعد فقد بقيت تستخدم "الفرنك الجزائري" الذي كان يتداول في عهد الاحتلال الفرنسي، ثم أنشأت بنكها المركزي في 13 ديسمبر 1962 . وبتاريخ 26 سبتمبر 1963 انضمت إلى صندوق النقد الدولي لتصبح أحد البلدان

<sup>1</sup> Mohamed-Chérif ILMANE, "Les trois phases de développement du système bancaire et monétaire Algérien", p.7. In: [www.cread.edu.dz/cinquante-ans/Communication\\_2012/ILMANE.pdf](http://www.cread.edu.dz/cinquante-ans/Communication_2012/ILMANE.pdf). (Consulté le 5/1/2016).

الأعضاء فيه، حيث التزمت بجعل عملتها قابلة للتحويل بكل حرية داخل منطقة الفرنك الفرنسي. وبتاريخ 10 أبريل 1964 تم إنشاء الوحدة النقدية الوطنية "الدينار الجزائري" الذي عوض "الفرنك الجزائري" بمقتضى القانون رقم 111/64.

ونظرا لكون تنظيم المسائل النقدية الدولية في تلك الفترة قد كان لا يزال يخضع لأحكام اتفاقيات نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة\*، فقد قامت الجزائر بتحديد قيمة الدينار بما يعادل 180 ميليغرام من الذهب الصافي، أما سعر صرفه فقد حدد بالتبادل مقابل الفرنك الفرنسي (1دج = 1فرنك فرنسي)، كما قامت السلطات بإعلان الدينار عملة غير قابلة للتحويل<sup>1</sup>.

بالمقابل فإن هذا الربط على أساس متبادل بين الدينار الجزائري والفرنك الفرنسي لم يمنع السلطات الجزائرية من المحافظة على بعض الاستقلالية في إدارة سعر صرفها. فعلى الرغم من التخفيض الذي مس قيمة الفرنك الفرنسي في شهر أوت 1969 حيث إنتقل سعر صرفه من 4.9370 فرنك لكل دولار إلى 5.5544 فرنك، وذلك بعد تعرضه لهجمات مضاربة عقب أحداث 1968 مما نجم عنها استنزاف فرنسا لاحتياطياتها الدولية في إطار الدفاع عن قيمة الفرنك، إلا أن قيمة الدينار الجزائري لم تنخفض تبعا لذلك. ويرجع سبب ذلك إلى كون هذه الفترة المتميزة بضعف الفرنك قد تراكمت مع شروع الجزائر في تطبيق مخططاتها التنموية بدءا بالمخطط الثلاثي والذي استوجب استقرار سعر صرف الدينار، وهو ما جعل هذا الأخير لا يتبع الفرنك الفرنسي في التخفيض على الرغم من ارتباطهما بعلاقة ثابتة. وعليه أصبح سعر الصرف الجديد هو 1دج = 1.25 فرنك فرنسي وذلك طيلة الفترة الممتدة بين أوت 1969 وديسمبر 1973. ولقد نجم عن ضعف الفرنك الفرنسي انخفاض قيمة الدينار مقابل العملات الأخرى، ولاسيما تلك المستعملة بكثرة في تسديد الواردات وهو ما ترتب عنه إعادة تقييم تكاليف مشاريع الاستثمارات التي انطلقت في إطار المخطط الرباعي الأول<sup>2</sup>.

ولقد استمر الربط الثابت لسعر صرف الدينار الجزائري إلى الفرنك الفرنسي منذ قرار إنشاء الدينار وإلى غاية مطلع العام 1974، حيث تم التخلي عن هذا النظام والتحول نحو الربط بسلة عملات لأهم الشركاء التجاريين للبلد. والجدول الموالي يوضح تطور سعر الصرف بين العملتين خلال الفترة (1964-1974).

\* وفقا لاتفاقيات "بريتون وودز"، يلتزم كل بلد عضو بتحديد قيمة عملته انطلاقا من وزن محدد من الذهب الصافي أو بالنسبة إلى الدولار الأمريكي الذي هو بدوره محدد بوزن معين من الذهب (1 أوقية ذهب = 35 دولار).

<sup>1</sup>Mohamed-Chérif ILMANE, Op. Cit., p.7.

<sup>2</sup> محمود حميدات، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص.154.

الجدول (03-01): تطور تسعيرة الدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي للفترة (1964-1974).

74	73	72	71	70	69	68	67	66	65	1964	
0.871	0.871	0.921	0.887	0.889	0.884	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	سعيرة FF/
87.1	87.1	92.1	88.7	88.9	88.4	100	100	100	100	100	100=1964

المصدر: بنك الجزائر .

على الرغم من ثبات سعر صرف الدينار مقابل الفرنك الفرنسي على التعادل إلى غاية عام 1968، ثم بعد ذلك أصبح الدينار أكثر قوة منه، إلا أن نظام الصرف هذا لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب فيه، فبحسب الأستاذ "محمد الحسين بن يسعد" فقد كان من نتائج الصدمة النفطية لعام 1973 ارتفاع كبير في سعر النفط، وانخفاض في قيمة الدولار بعد أن تم تعويمه تبعا لانهييار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، وهو ما سبب انخفاضا في المداخيل النفطية للجزائر المقومة بالدولار الأمريكي عند تحويلها إلى الدينار الجزائري، حيث أن كل انخفاض للدولار مقابل الفرنك الفرنسي في أسواق الصرف يترجم بانخفاض قيمة الدولار مقابل الدينار الجزائري نظرا لنظام سعر الصرف السائد آنذاك والذي كان يربط الدينار بعلاقة ثابتة مع الفرنك الفرنسي. وهو ما دفع بالسلطات الجزائرية إلى إعادة النظر في نظام الصرف المتبع والتفكير في اختيار نظام صرف بديل<sup>1</sup>. وقد ترافق هذا التفكير مع الحرية التي أصبحت تتمتع بها البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي في اختيار نظام الصرف الذي تراه مناسبا، وذلك استجابة للطرف الدولي السائد آنذاك والمتمثل في التخلي عن أسعار الصرف الثابتة بعد انهيار نظام "بريتون وودز"، والنص الصريح للمادة الرابعة المعدلة من اتفاقية الصندوق بعدم الربط بالذهب والاتجاه نحو أنظمة الصرف المرنة.

في هذا السياق، وتبعا للتحرك العام نحو تعويم العملات في الدول الصناعية عام 1973، انتقلت معظم البلدان النامية نحو ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف، حيث تحولت من الربط بعملة واحدة إلى الربط بسلة من العملات، أو إلى ترتيبات أخرى يمكن تعديل سعر الصرف فيها دوريا. وفي خضم هذه التحولات قررت الجزائر التخلي عن الربط الثابت إلى الفرنك الفرنسي والتحول نحو الربط بسلة من العملات.

<sup>1</sup> Hocine Benissad, "Le taux d'inflation affiché ne correspond pas à la deterioration du pouvoir d'achat", le quotidien ELWATTAN, 26 Janvier 2012, p.7.

## الفرع الثاني: مرحلة الربط إلى سلة عملات (21 جانفي 1974-1 أكتوبر 1994)

ابتداءً من 21 جانفي 1974 وعشية انطلاق المخطط الرباعي الثاني، قررت الجزائر تغيير نظام الصرف فيها بالتخلي عن الربط الثابت مقابل عملة واحدة (الفرنك الفرنسي) والتحول نحو ربط قيمة الدينار مقابل سلة من عملات أهم شركائها التجاريين. وقد ضمت هذه السلة أربع عشرة عملة لكل منها وزن نسبي (معامل ترجيح) يتم إحتسابه على أساس:

- الواردات من السلع والخدمات بهذه العملة كما تظهر في ميزان المدفوعات؛

- مدى استخدام هذه العملة في سداد الدين الخارجي.

لقد استحوذ الدولار الأمريكي في هذه السلة على أعلى معامل ترجيح (40.15%) وذلك نظرا لكون الإيرادات المتأتية من صادرات المحروقات مقومة بهذه العملة، يضاف إلى ذلك استخدامها الكبير في المدفوعات الخاصة بسداد خدمة المديونية<sup>1</sup>. أما باقي العملات المشكّلة للسلة ومعاملات ترجيحها فهي كمايلي<sup>2</sup>:

الفرنك الفرنسي (29.2%)، المارك الألماني (11.5%)، الليرة الإيطالية (4%)، الجنيه الإسترليني (3.85%)، الفرنك البلجيكي (2.5%)، الفرنك السويسري (2.25%)، البيزتا الإسبانية (2%)، الفلوران الهولندي (1.5%)، الكورون السويدي (1.5%)، الدولار الكندي (0.75%)، الشيلينغ النمساوي (0.5%)، الكورون الدانماركي (0.2%)، الكورون النرويجي (0.1%).

أما في ما يخص طريقة حساب سعر صرف الدينار الجزائري في ظل ربطه إلى سلة من العملات، فقد كانت تتم عن طريق إتباع الخطوات التالية<sup>3</sup>: (أنظر مثال افتراضي في الملحق

(01)

- ✓ حساب التغيرات النسبية للعملات المكوّنة لسلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، حيث يحسب التغير النسبي لكل عملة بالنسبة للدولار الأمريكي؛
- ✓ حساب المتوسط المرجح بالتغيرات النسبية للعملات التي تتكون منها سلة الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الأمريكي، أي مجموع التغيرات النسبية مرجحة بالمعامل حيث يمثل هذا المعامل وزن كل عملة في السلة؛
- ✓ حساب سعر الصرف اليومي للدولار الأمريكي بالنسبة للدينار الجزائري؛
- ✓ يتم بعد هذه العملية حساب أسعار صرف الدينار الجزائري بالنسبة للعملات الأخرى المسعرة من طرف البنك المركزي، وتحسب هذه الأسعار بطريقة أسعار الصرف

<sup>1</sup> Fonds Monétaire International, "Algérie: questions choisies", Rapport No.05/52, Mai 2006, p.82.

<sup>2</sup> Youcef Debboub, "Le nouveau mécanisme économique en Algérie", OPU, ALGER, 1995, p68.

<sup>3</sup> محمود حميدات، المرجع السابق، ص ص.157-158.

المتقاطعة حيث يمكن الحصول على الأسعار الثنائية لجميع العملات المكوّنة للسلة.

لقد استمر العمل بنظام الربط الثابت إلى سلّة عملات إلى غاية العام 1994، ثم تخلت الجزائر في إطار تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي عن هذا النظام وتحولت ابتداء من الفاتح أكتوبر من نفس العام نحو نظام صرف مرن.

### المطلب الثاني: أدوات نظام الصرف الثابت في الجزائر

بعد تقديم لمحة عن سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر في ظل تطبيق نظام الصرف الثابت، يأتي هذا المطلب لتوصيف الأدوات التي استخدمت في تلك الحقبة لتحقيق أهداف هذه السياسة. وكما تمّت الإشارة إليه في الجانب النظري من هذه الدراسة عند التطرق إلى مبدأ الثلاثي المستحيل "ماندل"<sup>1</sup>، فإن السياسة الاقتصادية تركز على تصميم ثلاثي الأبعاد يشمل: سياسة سعر الصرف وسياسة إدارة حساب رأس المال والسياسة النقدية. وعموماً فإن اختيار السلطات الجزائرية خلال تلك الحقبة (1964-1994) يتوافق مع المنطقة A في الثلاثي المستحيل "ماندل" التي تتألف من: سعر صرف ثابت، الرقابة على حركة رؤوس الأموال، واستقلالية السياسة النقدية. وفي مايلي استعراض لهذه الأدوات الثلاث.

### الفرع الأول: ثبات سعر صرف الدينار

يستعرض هذا الفرع دوافع السلطات الجزائرية نحو تبني خيار تثبيت القيمة الخارجية للدينار الجزائري لعدة عقود من الزمن، ثم تحليل تطور سعر صرف الدينار مقابل كل من الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي.

#### 1. دوافع تثبيت سعر صرف الدينار

عقب استقلال الجزائر وتبنيها الاختيارات الاشتراكية التي كان لها الأثر البالغ في بلورة إستراتيجية تنموية قوامها الصناعة الثقيلة، لم يكن لسعر صرف الدينار أهميته اللائقة به كأحد الأدوات المستخدمة في عملية الضبط الاقتصادي، ولاسيما دور مرونة سعر الصرف في تعزيز القدرة التنافسية للصادرات خارج المحروقات لتشجيع الاستثمار فيها حتى تكون مصدراً بديلاً للدخل. وعليه فقد اختارت السلطات الجزائرية التثبيت الإداري لسعر الصرف باعتباره عاملاً مساعداً في إنجاح مختلف المخططات التنموية التي أطلقتها السلطات آنذاك، وذلك للدوافع والاعتبارات التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> راجع مبدأ الثلاثي المستحيل في الفصل الأول من هذه الدراسة (صفحة 43 وما بعدها).

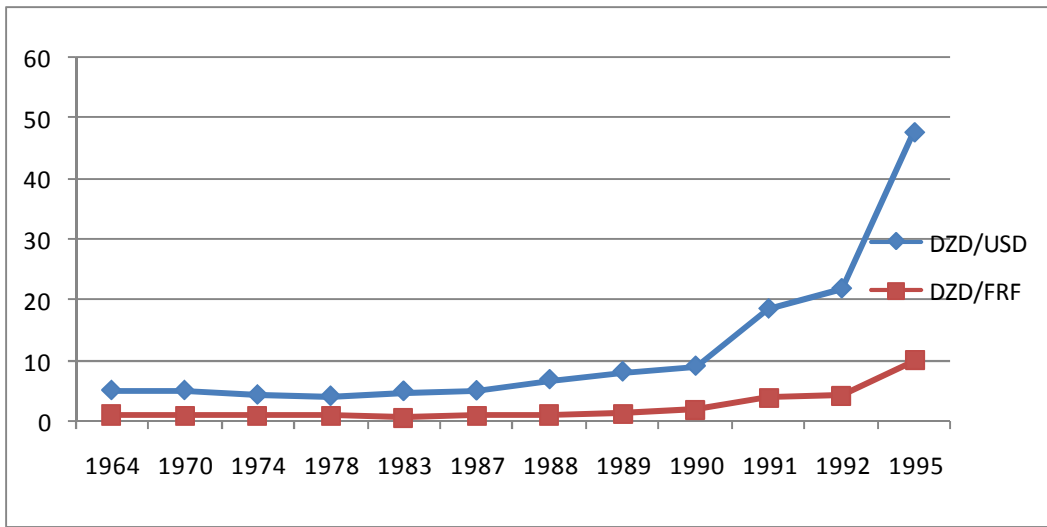
<sup>2</sup> محمود حميدات، المرجع السابق، ص. 156.

- ✓ توفير دعم مُقنَع للمؤسسات الجزائرية بواسطة قيمة للدينار تفوق قيمته الحقيقية، وهذا بغرض تخفيف عبئ تكلفة التجهيزات والمواد الأولية ومختلف مدخلات الإنتاج المستوردة من قبل هذه المؤسسات خاصة وأنها مؤسسات ناشئة؛
- ✓ السماح للمؤسسات العمومية الوطنية بالقيام بتبنياتها على المدى الطويل دون أن تتعرض لتغيرات عنيفة لسعر الصرف وهذا عن طريق إستقرار القيمة الخارجية للدينار الجزائري؛
- ✓ حماية الاقتصاد الوطني من الآثار العكسية الناجمة عن التقلبات في أسعار صرف العملات الرئيسية، وخاصة في ضوء التحرك العام نحو تعويم العملات في الدول الصناعية عقب انهيار نظام "بريتون وودز" لأسعار الصرف الثابتة عام 1973، حيث أن تأثير التقلبات بين العملات المكونة للسلة لن يكون إلا في حدود الأوزان النسبية لهذه العملات في سلة الربط، وهو مايسمح بعزل الاقتصاد عن الاضطرابات الناشئة عن التقلبات في الأسعار المتقاطعة بين العملات الرئيسية.

## 2. تحليل تطور أسعار صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي

بملاحظة تطورات سعر صرف الدينار الجزائري مقابل كل من الفرنك الفرنسي والدولار الأمريكي خلال فترة تطبيق نظام الصرف الثابت (1964-1994) يتضح جلياً استقراره النسبي وذلك إلى غاية العام 1987، لتبدأ بعدها مرحلة من الانخفاض مثلما هو واضح من الشكل الموالي:

الشكل (03-01): تطور سعر صرف الدينار مقابل الفرنك الفرنسي و الدولار الأمريكي (1964-1995) (الوحدة: عدد الدينارات لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر.

من الشكل أعلاه يتضح أن تطور سعر صرف الدينار خلال فترة نظام الصرف الثابت قد مرّ بالمراحل التالية:

- ✓ مرحلة (1964-1980): وهي فترة طويلة من الاستقرار في سعر صرف الدينار الجزائري مقابل كل من الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي؛
- ✓ مرحلة (1981-1985): والتي تميزت بتحسّن طفيف في قيمة الدينار تعود بالأساس إلى التحسّن الذي عرفته قيمة الدولار خلال تلك الفترة، مع العلم أن الدولار يستحوذ على الوزن الأكبر في سلة ربط الدينار مثلما تمت الإشارة إلى ذلك سابقاً؛
- ✓ مرحلة مابعد 1986: فمنذ العام 1987 بدأ الدينار في الانخفاض وذلك استجابة للصدمة النفطية المعاكسة التي تعرض لها الاقتصاد الجزائري خلال عام 1986 والتي نتج عنها انخفاض شديد في عائدات البلاد من صادرات المحروقات. وقد كان رد فعل السلطات هو اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، وفرض القيود على الواردات. وفي نفس الوقت استعان البنك المركزي الجزائري بالإدارة النشيطة لسعر الصرف للحيلولة دون ارتفاع سعر الصرف الحقيقي والعمل على تخفيضه<sup>1</sup>.

ويعكس هذا السماح بانخفاض قيمة الدينار بداية لحقبة جديدة في إدارة سعر الصرف يمكن تسميتها "بفترة استهداف سعر الصرف الثابت من غير المصدقية" والتي امتدت من عام 1987 إلى غاية أكتوبر 1994، حيث تميزت بعدول السلطات عن التزامها بثبات القيمة الخارجية للدينار وإجراء تعديلات دورية عليها وصلت إلى حد تخفيضها. وبشكل عام يمكن حصر أهم التطورات التي عرفها سعر صرف الدينار تبعاً للصدمة النفطية المعاكسة لعام 1986 في مايلي<sup>2</sup>:

- خلال الفترة (1986-1988) سمحت السلطات بإنخفاض قيمة الدينار بمقدار 31 بالمائة؛
- خلال الفترة (1989-1991) سمحت السلطات للدينار بالإنخفاض بأكثر من 200 %، وذلك من أجل الحد من تدهور معدلات التبادل التجاري المسجلة خلال تلك الفترة؛
- في عام 1991 قامت السلطات بإجراء تخفيض في قيمة الدينار بأكثر من 100% حيث بلغ سعر الصرف 22 دج لكل دولار أمريكي، وقد كان الهدف من هذا التخفيض هو إجراء تصحيح للأسعار النسبية الداخلية؛
- شهدت الفترة (1991-1994) استقراراً نسبياً لسعر الصرف، حيث بلغ متوسط معدل الانخفاض الاسمي السنوي 4 %، فقد انتقل سعر الصرف الرسمي الاسمي للدينار إلى حوالي 24 دج لكل دولار أمريكي؛

<sup>1</sup>Fonds Monétaire International, "Algérie: questions choisies", Op. Cit., p.82.

<sup>2</sup> Ibid, pp.82-83.



- خلال عام 1994 تبنت السلطات الجزائرية برنامجا للإصلاح الاقتصادي الشامل لمواجهة أزمة ميزان مدفوعاتها، والذي كان من بين تدابير تصحيح اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي للدينار وعليه فقد تم إجراء تخفيض في قيمة الدينار على مرحلتين مابين أبريل وسبتمبر 1994 بلغ 70 % في المجموع.

### الفرع الثاني: فرض الرقابة على الصرف

يتناول هذا الفرع مبررات فرض الرقابة على الصرف في الجزائر وانعكاساتها على الاقتصاد الوطني ولاسيما تنامي ظاهرة أسواق الصرف الموازية.

#### 1. مبررات فرض الرقابة على الصرف في الجزائر

بعد استقلالها انضمت الجزائر إلى صندوق النقد الدولي بتاريخ 26 سبتمبر 1963 كدولة كاملة العضوية، والتزمت بجعل عملتها قابلة للتحويل وبكل حرية داخل منطقة الفرنك الفرنسي كما نصت على ذلك اتفاقيات "إيفيان". إلا أن هذه الحرية في التحويلات لم تستمر طويلا نظرا لما نجم عنها من هروب كبير لرؤوس الأموال للخارج أدى إلى استنزاف احتياطيات الجزائر من النقد الأجنبي والتي كانت ضعيفة في الأصل. وعليه لمعالجة هذا الوضع قامت السلطات بتاريخ 12 أكتوبر 1963 بإصدار المرسوم 63-411 الذي أسس للرقابة على الصرف في الجزائر ووضع حداً لحرية تنقل رؤوس الأموال بما في ذلك داخل منطقة الفرنك الفرنسي<sup>1</sup>.

بشكل عام يتمثل الهدف الرئيسي للرقابة المفروضة على الصرف في الجزائر في مراقبة واكتشاف كل عمليات الغش والتهرب المتعلقة بحيازة أو تحويل العملات الأجنبية من قبل الأعوان سواء كانوا مقيمين أو أجانب خارج الإطار المسموح لهم بذلك، أو دونما تصريحهم بذلك وفقا لما تمليه تدابير الرقابة على الصرف<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى هذه القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال وتقييد التدفقات الخارجة قد جاءت بالموازاة مع الترتيبات الجديدة التي عرفتتها التجارة الخارجية للبلد آنذاك، والتي خضعت بدورها للرقابة بعد اعتماد نظام الحصص، وذلك بموجب المرسومين الصادرين في 9 مارس و12 مارس 1963 على التوالي، وإنشاء الديوان الوطني للتجارة، وكذا الرقابة على كل عمليات التصدير والاستيراد. وقد كان الهدف من هذه الإجراءات المتخذة هو الحد من استيراد السلع

<sup>1</sup> Mohamed-Chérif ILMANE, Op. Cit., p.7.

<sup>2</sup> أنظر مداخلة المدير العام السابق للصرف بينك الجزائر السيد "محمّد واعلي براهتي" خلال ورشة العمل حول موضوع "ترقية الصادرات خارج المحروقات"، المنظم من قبل الوكالة الوطنية لترقية التجارة الخارجية يوم 2008/02/26. متاحة على الموقع الإلكتروني الآتي: <http://www.lesoiraldalgerie.com/articles/2008/02/27/article.php?sid=65025&cid=2>. (Consulté le 3/4/2016).

الكفالية، واقتصاد الموارد من العملات الأجنبية، وحماية الإنتاج الوطني وتحسين وضعية الميزان التجاري<sup>1</sup>.

منذ أوت 1971 عملت الجزائر بنظام أسعار الصرف المتعددة، حيث أصبحت كل من معاملات الدولة والقطاع العام ومعاملات القطاع الخاص تخضع إلى أسعار صرف مختلفة عن بعضها البعض، وهذا وفقا لأهداف الحكومة. وهو ما انعكس على ظهور تجزئة قوية لسوق الصرف حيث توجد مستويات متعددة للصرف لكل من الدولة والمؤسسات والأفراد. وعموما فقد كانت أهداف الجزائر وعلى غرار العديد من البلدان العربية (كمصر، الأردن، المغرب، السودان، سوريا، اليمن) من تبني نظام تعدد أسعار الصرف هو مايلي<sup>2</sup>:

- ✓ زيادة مداخيل التصدير من المحروقات؛
- ✓ الحد من قدرة القطاع الخاص على القيام ببعض عمليات الاستيراد؛
- ✓ خفض تكلفة استيراد بعض السلع الواسعة الاستهلاك من خلال دعمها بأسعار صرف غير واقعية.

مع حلول عام 1990 وصدور قانون النقد والقرض (10/90) والذي اعتبر بمثابة ثورة إصلاحية للنظام النقدي والبنكي في الجزائر، فقد تم إعادة الاعتبار لبنك الجزائر كسلطة نقدية وحيدة في البلاد، حيث استعاد وظائفه المتعارف عليها دوليا في تسيير النقد والائتمان وإدارة السياسة النقدية، كما أصبحت الرقابة على الصرف من بين اختصاصاته حيث تقع عليه مسؤولية تنظيم كل التدفقات المالية التي تتم بين الجزائر والخارج.

في هذا الصدد أصدر بنك الجزائر التنظيم 92-04 المؤرخ في 22 مارس 1992 المتعلق بالرقابة على الصرف، والذي تم تعديله وتعويضه لاحقا بالتنظيم 07/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995، والذي بدوره ألغي عام 2007 ليعوض بالتنظيم 01/07 الصادر في 03 فيفري 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الصعبة. وفي إطار تشديد العقوبات على مخالفة تشريعات الصرف وحركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج فقد أصدر المشرع الجزائري الأمر 03/10 المؤرخ في 26 أوت 2010 والمعدل والمتمم للأمر 22/96 المؤرخ في 9 جويلية 1996 والمتعلق بقمع مخالفة تشريعات وتنظيمات الصرف وحركة رؤوس الأموال من وإلى الخارج.

<sup>1</sup> Youcef Debboub, Op. Cit., p.67.

<sup>2</sup> M. El-Erian, "Taux de changes multiples: l'expérience des pays arabes", **Finances et Développement**, No 4, 1994, pp.29-31.

على الرغم من أن الرقابة على حركة رؤوس الأموال قد كانت من وجهة نظر السلطات وسيلة مساعدة على استقرار سعر صرف الدينار إلا أنها أداة لا تستعمل دون مقابل، كونها تسهم في توليد بيئة مالية سلبية لا تساعد سوى على نشوء أسواق صرف موازية غير قانونية، كما تشجع من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج عبر القنوات غير الرسمية.

## 2. نشوء أسواق الصرف الموازية

يعتبر نشوء أسواق الصرف الموازية في الجزائر نتيجة حتمية ومنطقية للرقابة المفروضة على الصرف التي جعلت من الدينار عملة غير قابلة للتحويل بالدرجة الأولى، يضاف إلى ذلك الندرة النسبية للسلع الاستهلاكية في ظل خضوع التجارة الخارجية لنظام الحصص، واعتماد برنامج الرخص الشاملة للاستيراد (AGI) منذ عام 1971 كآلية أساسية لتنظيم الاستيراد وإقرار غلاف مالي خاص بها، يضاف إلى ذلك إطلاق ما يعرف "برخصة استيراد السيارات" للخصائص والرخص الخاصة التي كانت تمنح لفئة المجاهدين<sup>1</sup>.

لقد تنامت ظاهرة أسواق الصرف الموازية في الجزائر وزادت خطورتها عقب صدمة انهيار أسعار النفط عام 1986، وما نتج عنها من انخفاض شديد في مداخيل الدولة من النقد الأجنبي، وتدهور كبير لمؤشرات الاقتصاد الكلي. وقد استجابت السلطات آنذاك لمواجهة هذا الوضع المتردي من خلال زيادة الاقتراض من الخارج ومضاعفة القيود المفروضة على عمليات الاستيراد وعلى عمليات الصرف الأجنبي. وفي عام 1988 تم استحداث نظام جديد لتوزيع النقد الأجنبي بين البنوك التجارية العمومية الخمسة في إطار سقف القرض المتوافق مع أهداف ميزان المدفوعات، وبعد ذلك تقوم البنوك التجارية بتوزيع النقد الأجنبي على المؤسسات العمومية المصنفة كأحد زبائن<sup>2</sup>.

بشكل عام فقد كان للرقابة الصارمة على الصرف تداعيات سلبية على الاقتصاد الوطني، حيث نجم عنها اتساع حجم التعامل في الأسواق الموازية، وابتعاد السعر الموازي عن السعر الرسمي وتزايد الفجوة بينهما بشكل حاد. فعلى سبيل المثال فقد بلغت علاوة الصرف الموازية (كنسبة مئوية من سعر صرف الرسمي) للدينار مقابل الفرنك الفرنسي أكثر من 500 بالمائة خلال عام 1984. والجدول الموالي يوضح تطور كل من سعر الصرف الرسمي والموازي للدينار الجزائري مقابل الفرنك الفرنسي وكذلك علاوة الصرف الموازية بينهما خلال الفترة (1964-1994).

<sup>1</sup> Abderrahmane Benlhafsi, "Banque centrale, système bancaire et circuits de financement dans les pays en développement: cas de l'Algérie", Thèse de doctorat de troisième cycle, Université Paris 2, France, Avril 1986, p.397.

<sup>2</sup> Fonds Monétaire International, "Algérie: questions choisies", Op. Cit., pp.82-83.

الجدول (03-02): تطور سعر الصرف الرسمي والموازي للدينار مقابل الفرنك الفرنسي (1964-1994).

1994	1991	1989	1984	1977	1974	1964	
7.98	4.13	1.38	0.61	1.30	1.00	1.00	
12.50	7.00	6.00	4.00	1.50	1.40	/	
56.64	69.49	334.78	555.73	15.38	40	/	علاوة الصرف الموازي = ( - ) /

Source: KENNICHE M., "Monnaie surévaluée, système de prix et dévaluation en Algérie", Cahier du CREAD, No. 57, 2001, p.21.

من جانبه، يعتقد الأستاذ "حسين بن يسعد"<sup>1</sup> أن السلطات الجزائرية هي التي سمحت بوجود الأسواق الموازية وهذا من أجل تلبية إحتياجات المقيمين من العملات الأجنبية، وذلك نظرا لكون السوق الرسمي لا يسمح بذلك في ظل الرقابة المفروضة على الصرف. فمنذ العام 1986 بدأت السلطات في إضفاء الطابع الرسمي على هذه الأسواق من خلال السماح للمقيمين وغير المقيمين بفتح حسابات بالعملات الأجنبية لدى أحد البنوك المرخص لها وتغذيتها بجميع وسائل الدفع المحررة بعملات أجنبية والتصرف بها.

بناءً على ما تقدم، يمكن القول أن الرقابة على حركة رؤوس الأموال في الجزائر في ظل نظام الصرف الثابت قد تميزت بصرامتها، مما نجم عنها نظام صرف مصاب بالكثير من التشوهات جراء تطبيق نظام أسعار الصرف المتعددة، مع نشوء أسواق صرف موازية يخضع تحديد أسعار الصرف فيها لقوى العرض والطلب، كما أصبحت هيئات تحظى بإقبال جماهيري كبير، ومؤشرا ذو دلالة هامة عن مدى تفشي التضخم في البلد وعن التقييم المفرط للدينار، وقد انعكس ذلك في الارتفاع السريع للفارق ما بين السعر الرسمي والموازي. ولكن مع التحول نحو اقتصاد السوق والانفتاح على الخارج الذي ميز فترة التسعينيات، قامت الحكومة بإضفاء بعض المرونة في إجراءاتها الرقابية على الصرف والتي تجسدت بشكل واضح منذ 12 أبريل 1994 مع إرساء قابلية التحويل الجارية للدينار<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: تحييد دور السياسة النقدية

يتناول هذا الفرع تقديم لمحة حول السياسة النقدية في الجزائر منذ الاستقلال وإلى غاية عام 1989 وهي الفترة التي سبقت الإصلاحات النقدية والبنكية لعام 1990 متمثلة في قانون النقد والقرض (10/90)، كما ترافقت مع فترة تطبيق نظام سعر الصرف الثابت.

<sup>1</sup>Hocine Benissad, " La politique de change à connu des avancées prudentes", le quotidien ELWATTAN, No.16982, 11 Avril 2005, p.5.

<sup>2</sup>سيتم التطرق أكثر لهذا الموضوع في المبحث الموالي من هذا الفصل.

## 1. لمحة حول النظام البنكي والسياسة النقدية في الجزائر (1962-1989)

عرف النظام البنكي والسياسة النقدية خلال الفترة (1962-1989) مرحلتين بارزتين وهما<sup>1</sup>:

### 1.1. مرحلة (1962-1969)

تميزت هذه المرحلة باسترجاع السيادة النقدية وجزارة النظام البنكي وتبني نظام التخطيط. فبموجب اتفاقيات إيفيان (1962/03/19) واصل "بنك الجزائر" (الذي تم إنشائه إبان فترة الاحتلال الفرنسي بموجب القانون الصادر في 1851/08/04) مهامه إلى غاية إنشاء بنك مركزي للجزائر المستقلة، هذا الأخير تم إنشاؤه بموجب القانون 62-144 الصادر في 1962/12/13 ليحل محل "بنك الجزائر"، وقد حدد المرسوم الصادر في 1962/12/28 تاريخ انطلاقه الفعلي في العمل يوم 1963/1/1.

بالإضافة إلى ذلك قامت الجزائر بتأميم المؤسسات المالية الموروثة عن الفرنسيين وتأسيس بنوك وطنية مثل: البنك الوطني الجزائري 1966، القرض الشعبي الجزائري والبنك الخارجي الجزائري عام 1967. وفي نفس هذا العام تم إطلاق المخطط الثلاثي (1969-1976) الذي كان يهدف للتنمية وتطوير الاستثمار في قطاع التصنيع وخصوصا قطاع المحروقات.

### 2.1. مرحلة (1970-1989)

تميزت باعتماد التخطيط المركزي كنظام لتسيير الاقتصاد، حيث تكرس ذلك من خلال الإصلاح المالي لعام 1971. وقد تزامنت هذه المرحلة مع انطلاق المخطط الرباعي الأول (1970-1973) الذي أُعتبر بمثابة أول خطة اقتصادية شاملة في الجزائر وعلى النمط الاشتراكي، والذي كان من أهم أهدافه إقامة القواعد الهيكلية للتنمية الاقتصادية بتفضيل الاستثمار في الصناعة الثقيلة مع إعطاء الأهمية لقطاع المحروقات خاصة بعدما تم تأميمه في عام 1971، وإطلاق الثورة الزراعية، وتطبيق التسيير الاشتراكي للمؤسسات.

لتجسيد هذا المخطط تم إقرار الإصلاح المالي لعام 1971 من خلال الأمر رقم 70-93 المؤرخ في 1970/12/31 والمتضمن قانون المالية لعام 1971 والذي تضمن أهم الإصلاحات المالية الجديدة. والتصور الجديد الذي جاء به هذا الإصلاح ينص على أنه عندما يتم إقرار الخطة المتعددة السنوات من طرف هيئة التخطيط المركزية، يتم وضع مخطط تمويل لتجسيدها من خلال مركزة موارد التمويل على مستوى الخزينة العمومية ثم توزيعها من خلال النظام البنكي على مختلف مؤسسات القطاع العام المتوطنة لدى أحد البنوك العمومية، وهذه الأخيرة يمكنها إعادة

<sup>1</sup> Conseil National Economique et Social, "Regards sur la politique monétaire en Algérie", 26<sup>ème</sup> session plénière, 2005, pp.30-44.

التمويل آليا لدى البنك المركزي. وعليه فقد جسدت هذه الفترة مبدأ أولوية الخطة على السوق، كما أن كل من النقود والبنوك والسياسة النقدية أصبحت تابعة للخطة ومسخرة لخدمة أهدافها. بعد ذلك، ومع إطلاق المخطط الخماسي الأول (1980-1984) قامت السلطات بالعمل على إعادة هيكلة المؤسسات البنكية حيث انبثقت عن ذلك بنوك جديدة، فقد تأسس بنك الفلاحة والتنمية الريفية من البنك الوطني الجزائري، كما أنشأ بنك التنمية المحلية من القرض الشعبي الجزائري.

بحلول عام 1986 تعرضت الجزائر وعلى غرار باقي البلدان النفطية إلى صدمة انهيار أسعار النفط وما تبعها من اختلالات نقدية داخلية وخارجية وارتفاع حجم المديونية الخارجية، وعليه فقد قامت السلطات ببعض الإصلاحات التي كان من بين مآشملته النظام المالي. وفي هذا السياق صدر قانون القرض والبنك لعام 1986 الذي تضمن مايلي:

- ✓ توضيح دور ومهام البنك المركزي والبنوك التجارية مع إعادة الاعتبار للسياسة النقدية والسياسات المطبقة من قبل البنوك؛
- ✓ ضبط وتعديل إجراءات تعامل البنوك التجارية مع المؤسسات والشركات في ما يتعلق بشروط منح القروض.

في عام 1988 صدر قانون استقلالية البنوك كمعدّل ومُتمّم لقانون (1986)، حيث أُعتبر البنك بموجب هذا القانون الجديد مؤسسة ذات شخصية معنوية مستقلة ماليا ومحاسبيا يخضع نشاطها للقواعد التجارية والأخذ بمبدأ الربحية والمردودية في تقديم القروض، كما أتاح الفرصة للمؤسسات المالية غير المصرفية لتوظيف نسبة من أصولها في اقتناء الأسهم والسندات الصادرة عن مؤسسات محلية أو أجنبية وإمكانية الاقتراض لأجل، مع دعم دور البنك المركزي في ضبط وتسيير السياسة النقدية.

## 2. دور السياسة النقدية والبنك المركزي في ظل نظام الصرف الثابت

إن من أهم السمات المميزة للاقتصاد الجزائري قبل سنة 1990 هي التحديد الإداري للأسعار بشكل عام وأسعار الصرف ومعدلات الفائدة بشكل خاص، وبالتالي فقد تميزت هذه الفترة بتحييد دور السياسة النقدية في الاقتصاد وتهميش دور البنك المركزي في ظل هيمنة الخزينة العمومية والتخطيط على تسيير الكتلة النقدية لخدمة النفقات المتزايدة لمختلف المخططات التنموية التي باشرت السلطات.

في هذا الشأن، شهدت فترة التسيير الإداري للاقتصاد خلطا واضحا بين الدائرة الحقيقية والدائرة المالية والنقدية مع السيطرة الكلية للأولى على الثانية، وبما أن الخطة إجبارية وعادة ما

تكون متعددة السنوات، فبمجرد اعتمادها من طرف الهيئات المركزية يصبح التمويل إجباريا أو بالأحرى آليا، حيث يقتصر دور البنك المركزي على توفير كمية النقود المطلوبة لتمويل المخططات التنموية<sup>1</sup>.

وعليه فقد كانت السياسة المالية العامة هي الفاعلة والمهيمنة، وبالمقابل تميزت السياسة النقدية بعدم فعاليتها حيث لم يكن للبنك المركزي المقدرة على التأثير على تغيرات العرض النقدي. يضاف إلى ذلك افتقاده لأية قدرات للتدخل في سوق الصرف وتهدئة الطلب فيها على العملة الأجنبية إزاء ندرة شبه مطلقة لعرض العملة الأجنبية، مما شكل مجالا خصبا لنمو أسواق الصرف الموازية.

أما بالنسبة لسياسة معدلات الفائدة، فقد كان من أهم سمات نظام التمويل في الجزائر قبل 1990 هو التحديد الإداري لهذه المعدلات مع تهميش دور البنك المركزي وتحييد السياسة النقدية في ظل ما يعرف باقتصاد "الكبح المالي" الذي يتماشى مع المنهج الاشتراكي لتسيير الاقتصاد. فمعدلات الفائدة المثبتة إداريا لا تأخذ بعين الاعتبار تكاليف رأس المال ولا مردودية الأموال المقترضة، يضاف إلى ذلك مستواها المنخفض من أجل حصول المؤسسات العمومية على قروض بأقل تكلفة لغرض تكوين قاعدة اقتصادية للتنمية.

لقد امتدت فترة تثبيت معدلات الفائدة من تاريخ الاستقلال إلى غاية صدمة انهيار أسعار النفط لعام 1986، حيث ظلت معدلات الفائدة الاسمية على القروض ثابتة ومستقرة عند مستوى 3.75% حتى سنة 1971، وهو نفسه معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي، رغم تخفيض هذا المعدل بنقطة واحدة إلى 2.75% منذ 1972 حتى 1985 لغرض تمويل مخططات التنمية. كما لم يكن هنالك تفريق واضح بين معدلات الفائدة بمختلف آجالها، ما عدا سنة 1979 حيث حددت المعدلات لصالح الشركات ذات الطابع الصناعي والتجاري بمقدار 2.5% مقابل الفوائد على القروض طويلة الأجل و 5.5% لقروض الاستثمارات متوسطة الأجل و 6% مقابل قروض قصيرة الأجل<sup>2</sup>.

أما قانون القرض والبنك لسنة 1986 فقد حمل بوادر لإصلاح النظام المالي للاقتصاد من خلال إرساء آلية نقدية مرتكزة أساسا على سعر الفائدة. إذ أن تثبيت معدلات الفائدة عند مستويات دنيا وبقيم حقيقية سالبة، وتطبيق معدلات تفاضلية بين القطاعات الاقتصادية وفترات السداد مع التسيير المركزي لها، قد أدى إلى اختلالات ووضعية مالية غير مستقرة على المدى الطويل،

<sup>1</sup> محمد الشريف إلمان، "الدينار والجهاز المصرفي في مرحلة الانتقال"، مداخلة مقدمة في إطار فعاليات الندوة العربية حول "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، المنعقدة أيام 28-30 أبريل 1997 بفندق الأوراسي - الجزائر، ص. 30-31.

<sup>2</sup> بلعزوز بن علي، "أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص. 287.

ولذلك بدأت عملية التحرير التدريجي لمعدلات الفائدة منذ العام 1989 وهذا بغرض تحقيق الأهداف التالية<sup>1</sup>:

- رفع نسبة المدخرات وتوفير التمويل اللازم وترشيد القروض بمختلف أنواعها وأجالها؛
  - رفع إنتاجية رأس المال بانتقاء أكفأ الاستثمارات لغرض إحداث تنمية حقيقية؛
  - العمل على سيادة معدلات فائدة حقيقية موجبة ومرنة.
- يوضح الجدول الموالي تطور كل من معدلات الفائدة والتضخم في الجزائر خلال الفترة (1986-1990):

الجدول (03-03): تطور معدلات الفائدة والتضخم في الجزائر خلال الفترة (1986-1990). الوحدة: %

البيان	86	87	88	89	90
(1)	5	5	5	5	5
هـ ( ) (2)	7	7	7	7	8
(3)	12.4	7.4	5.9	9.3	16.6
معدل الفائدة الحقيقي (معدل الفائدة الموجه-)	-5.4	-0.4	1.1	-2.3	8.6-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

(1) (2) بلعزوز بن علي، "أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص. 289. (بتصرف).

(3) Conseil National Economique et Social, "Regards sur la politique monétaire en Algérie", 26<sup>ème</sup> session plénière, 2005, pp.136 - 143.

عموما ما يمكن قوله حول السياسة النقدية المنتهجة في الجزائر خلال فترة التسيير الاشتراكي للاقتصاد هو أنها كانت فاقدة للقدرة على للتأثير في الاقتصاد الحقيقي، وهذا طبعا في ظل تهميش دور البنك المركزي في الاقتصاد وجعله مجرد مطبعة لطبع كمية النقود اللازمة لتمويل المخططات التنموية، إضافة إلى التحديد الإداري لمعدلات الفائدة، وهيمنة السياسة المالية العامة وتعاظم دور الخزينة العمومية في عمليات التمويل. وهو ما كرس حيادية النقود وتبعية النظام المالي للقرارات الإدارية، وأدى إلى تعميق ظاهرة الكبح المالي في الاقتصاد والتي نجمت عنها مشكلات نقدية وخيمة تميزت بالأساس بموجة من التضخم المستمر بالموازاة مع ثبات سعر الصرف الاسمي لفترة طويلة مما انعكس في حصول تقييم مفرط في قيمة الدينار، وتباعد الفجوة بين السعر الرسمي والسعر الموازي. وسنحاول في المطلب الموالي تقييم فاعلية نظام سعر الصرف الثابت بشكل عام من خلال استعراض أداء الاقتصاد الكلي في ظلّه.

<sup>1</sup> بلعزوز بن علي، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 202.



### المطلب الثالث: تقييم فاعلية نظام الصرف الثابت في الجزائر

يتناول هذا المطلب تقييما لفاعلية نظام الصرف الثابت في الجزائر من خلال استعراض أداء مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي خلال تلك الفترة، وكذلك التطرق إلى قضية تخفيض قيمة الدينار التي انتهى إليها نظام الصرف الثابت.

#### الفرع الأول: الأداء السيئ لمؤشرات الاقتصاد الكلي خلال فترة نظام الصرف الثابت

لمعرفة مدى كفاءة مرحلة سعر الصرف الثابت في الجزائر، لابد من استعراض وتحليل تطور أهم المؤشرات التي تقيس الأداء الاقتصادي الكلي للبلد خلال هذه الفترة، وهو ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (03-04): تطور سعر الصرف وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر خلال (1980-1994)

الحقيقي %	رصيد المالية العامة (%) ( )	رصيد الحساب الجاري (%) ( )	%	احتياطي (مليار دولار) ( )	( ) أمريكي	
0.9	-8.76	0.58	9.5	3.77	3.84	1980
3	-1.61	0.20	14.7	3.59	4.32	1981
6.4	-11.83	0.4-	6.5	2.42	4.59	1982
5.4	-14.44	0.17-	6	1.88	4.79	1983
3.3	-8.93	0.13	8.1	1.46	4.98	1984
3.7	-9.34	1.75	10.5	2.84	5.03	1985
0.4	-11.85	3.5-	12.4	1.70	4.70	1986
-0.7	-7.4	0.21	7.4	1.71	4.85	1987
-1	-12.79	3.45-	5.9	0.92	5.91	1988
4.4	-2.32	1.94-	9.3	0.86	7.61	1989
1.10	3.64	2.28	16.6	0.77	8.96	1990
-1.2	2.6	5.17	25.9	1.61	19.00	1991
1.8	-1.14	/	31.7	1.51	21.82	1992
-2.10	-8.46	/	20.5	1.50	23.36	1993
-0.9	-4.39	/	29.0	2.64	35.09	1994

Source: Annexe statistique du rapport intitulé "Regards sur la politique monétaire en Algérie", Conseil national économique et Social, 26<sup>ème</sup> session plénière, 2005, pp.123-137.

يوضح الجدول أعلاه أن نظام الصرف الثابت المطبق إلى غاية أكتوبر 1994 قد ترافق مع معدلات تضخم غير مستقرة كما عرفت ارتفاعا كبيرا منذ العام 1990، تراجع احتياطيات الصرف بشكل كبير، اختلالات كبيرة في المالية العامة والحساب الجاري، معدل نمو حقيقي متذبذب وأحيانا سالب. وهو ما يعطي الانطباع بأن نظام الصرف الثابت خلال تلك الحقبة الزمنية لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب فيه ولاسيما ما تعلق بأداء التضخم والنمو.

إن ارتفاع معدلات التضخم بالموازاة مع ثبات سعر الصرف قد نجم عنه مبالغة كبيرة في تقييم سعر الصرف مما أدى إلى إضعاف القدرة التنافسية للصادرات غير النفطية وتقليص الاحتياطيات الدولية، وبالتالي عدم وجود هوامش أمان للوقاية من الصدمات الخارجية. ومن الشواهد على ذلك الصدمة النفطية المعاكسة لعام 1986، والتي كان من نتائجها انخفاض كبير في المداخيل النفطية مقارنة بمستوياتها عام 1985 حيث عرفت انخفاضا بمقدار 39% خلال عام 1986 و 43% خلال عام 1988. وقد نشأ عن ذلك عجز مزدوج في ميزان المدفوعات وميزانية الدولة، وتباطؤ كبير في النشاط الاقتصادي نظرا لتدني الواردات التي يحتاج إليها الجهاز الإنتاجي. وقد كانت استجابة السلطات لهذه الصدمة هي تشديد القيود المفروضة على الاستيراد وتقوية تدابير الرقابة على الصرف، مما ساهم في تنامي ظاهرة أسواق الصرف الموازية. وعلى مستوى سياسة إدارة سعر الصرف كانت استجابة السلطات لهذه الصدمة هي تبني إدارة نشيطة لسعر الصرف منذ أكتوبر 1987 تمثلت بالسماح بانزلاق تدريجي لسعر الصرف. حيث أنه بين عامي 1986 و 1988 تراجع الدينار الجزائري مقابل سلّة الربط بمعدل 31%، وما بين عامي 1989 و 1991 تمّ تركّ الدينار ليتراجع بأكثر من 200% من قيمته الاسمية وذلك بهدف معالجة التدهور الحاصل في معدلات التبادل التجاري المسجلة خلال تلك الفترة<sup>1</sup>. وقد تعقدت وضعية الاقتصاد الجزائري أكثر فأكثر في ظلّ تزايد العجز في ميزان المدفوعات ففي عام 1990 بلغت خدمة الديون الخارجية مستوى خطير وصل 86% من قيمة الصادرات، بالإضافة إلى عجز مزمن في الميزانية العامة بلغ 190 مليار دينار خلال عام 1993.

بناءً على ما سبق ذكره، يتضح أن مرحلة نظام الصرف الثابت قد ترافقت مع أداء سيئ لمؤشرات الاقتصاد الكلي في ظل قوة الصدمات الخارجية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري. وهو ما جعل من الاستمرار في هذا النظام الثابت سيفترن بتكاليف كبيرة خاصة ما تعلق بصعوبة المحافظة على القدرة التنافسية الخارجية مع وجود معدلات تضخم محلية مرتفعة، أدت إلى وجود مبالغة كبيرة في تقييم سعر الصرف (تقييم مفرط للدينار). كما أن استنجد الحكومة بصندوق النقد الدولي لمساعدتها في مواجهة أزمته الاقتصادية كان مشروطا بمدى إجراءات تخفيض في قيمة عملتها وهو ما تجسد فعلا.

### الفرع الثاني: التقييم المفرط للدينار وحتمية التخفيض

سياسة تخفيض قيمة العملة هي من أكثر الصفات المحببة لصندوق النقد الدولي فهو يوصي بهذا الإجراء لا لتحسين قدرة البلدان النامية على المنافسة التجارية فحسب، بل وليس لهذا

<sup>1</sup> Fonds Monétaire International, "Algérie: questions choisies", Op. Cit., pp.82-83.

الغرض أساسا، لأن التوازن الخارجي قد يكون غير حساس على الأقل في الأجل القصير للتغيرات في سعر الصرف، وإنما لاستكمال تدابير الميزانية لتقليل الطلب والاستهلاك الداخليين<sup>1</sup>. وفي هذا الفرع سيتم استعراض أهم أسباب ونتائج تخفيض قيمة الدينار الجزائري.

### 1. أسباب تخفيض قيمة الدينار الجزائري

بضغط من صندوق النقد الدولي الذي طلبت السلطات الجزائرية مساعدته لمواجهة أزمة ميزان مدفوعاتها تم إجراء تخفيضات في قيمة الدينار. فبتاريخ 30 سبتمبر 1991 وفي إطار محاولة السلطات لإعادة تصحيح الأسعار الداخلية النسبية، تم تخفيض الدينار بنسبة 22 % وفقا لما تم الاتفاق عليه مع صندوق النقد الدولي، حيث أصبح سعر صرف الدينار مقابل الدولار هو 22.5 دج لكل دولار بعدما كان 4.9 دج لكل دولار نهاية العام 1987.

رغم هذا التخفيض الأول للدينار إلا أن مشكل اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي للدينار بقي قائما حيث ارتفع ما بين أكتوبر 1991 ونهاية 1993 بحوالي 50 %<sup>2</sup> (أنظر الجدول أدناه)، وذلك راجع بالأساس للصدمات غير المواتية لمعدلات التبادل التجاري، والسياسات النقدية والمالية التوسعية التي انعكست في ارتفاع معدل التضخم في الجزائر مقارنة بأهم الشركاء التجاريين للجزائر<sup>3</sup>.

الجدول (03-05): التطور الربع السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار (1994-1990) (100=2000)

الربع الأول	الربع الثاني	الربع الثالث	الربع الرابع
197.6	201.5	177.4	156.5
114.0	113.9	117.7	97.2
102.4	111.7	117.2	123.5
130.6	134.8	138.2	143.9
154.1	109.3	104.4	102.5

Source: IMF, International Financial Statistics.

وخلال الفترة (1994-1991) بلغ متوسط معدل الانخفاض الاسمي في قيمة الدينار حوالي أربعة بالمائة سنويا، إلا أن هذا الاستقرار النسبي المسجل في سعر صرف الدينار خلال تلك الفترة كان يُنظر إليه على أنه لا يتناسب مع أساسيات الاقتصاد الوطني، وعليه تعرض الدينار الجزائري مجددا للتخفيض على مرحلتين ما بين أبريل وسبتمبر 1994 بلغ 70 % في المجموع، وقد كان

<sup>1</sup> للاطلاع أكثر حول موضوع تخفيض قيمة العملة أنظر: بوغروس عبد الحق، "دور سياسة سعر الصرف في تكيف الاقتصاديات النامية"، رسالة دكتوراه دولة، جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر، 2002.

<sup>2</sup> من الجدول أعلاه يلاحظ أنه ما بين نهاية عامي 1991 و1993 ارتفع سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار الجزائري بما مقداره  $(\frac{97.2-143.9}{97.2}) \times 100 = 48.04\%$ ، وهو ما يدل على التقييم المفرط للدينار بحوالي 50% مقارنة بعملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر.

<sup>3</sup> Fonds Monétaire International, "Algérie: questions choisies", Op. Cit., p.83.

الهدف من هذا التخفيض هو تصحيح الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي (التقييم المفرط للدينار) وتقليص الفرق بن السعر الرسمي والموازي الذي تزايد بشكل حاد مطلع العام 1994 إلى أربعة أضعاف بعد أن كان قد انخفض من حوالي خمسة أضعاف في منتصف الثمانينات إلى ضعفين في عام 1991<sup>1</sup>.

بشكل عام فان اللجوء إلى إجراء تخفيض قيمة الدينار كان لمجموعة من الدوافع وهي<sup>2</sup>:

- إعادة توازن ميزان المدفوعات الذي شهد حالة من العجز وذلك بزيادة الصادرات وتقليص الواردات؛

- مواجهة أسعار الصرف المغالى فيها والتي نتج عنها تدهور معدلات التبادل التجاري الدولي للجزائر إذ أن أغلب صادراتها هي محروقات في حين أن الصادرات خارج المحروقات ضعيفة جدا؛

- الحيلولة دون ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وهذا بتحقيق تصحيح شامل للأسعار، والزيادة في الأسعار من شأنها أن تخفض من القيمة الحقيقية للثروات التي تدور خارج القطاع البنكي؛

- المساعدة على المحافظة على القدرة التنافسية لمنتجات السلع الوطنية، وتوسيع أسواق الصادرات بطريقة غير مباشرة وتشجيع استثمارات إحلال الواردات وبالتالي إمكانية الزيادة في النمو الاقتصادي الوطني؛

- اعتبرت الجزائر هذا الإجراء عنصرا أساسيا لتحسين فعالية نظام الصرف الأجنبي بشكل يتماشى مع جهود الدولة لتحسين الأداء الاقتصادي والمالي، في وقت تعاني فيه من ضغوط في المدفوعات الخارجية الحادة وانخفاض احتياطياتها من العملة الأجنبية؛

- تكريس أسعار صرف واقعية كانت سابقا عبئا على الصادرات الجزائرية بسبب المغالاة فيها قبل أن يتم تدارك الخطأ.

## 2. بعض نتائج تخفيض قيمة الدينار الجزائري

يؤثر تخفيض قيمة العملة على الكثير من المؤشرات الاقتصادية الكلية وفي مايلي استعراض لبعض نتائج تخفيض الدينار الجزائري على كل من الناتج الإجمالي غير النفطي وميزانية الدولة والتضخم والمؤسسات العمومية.

<sup>1</sup> كريم النشاشيبي، وآخرون، "الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق"، صندوق النقد الدولي، واشنطن 1998، ص 114-115.

<sup>2</sup> مبارك بوعشة، "السياسة النقدية وأثار تخفيض العملة الوطنية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد 12، 1999، ص 83-84.

## 1.2. أثر التخفيض على الناتج الإجمالي غير النفطي

لقد حاولت العديد من الأبحاث الاقتصادية دراسة وتحليل آثار تخفيض (أو انخفاض) قيمة العملة على الناتج الحقيقي، وعموماً فإن هنالك توافقاً متزايداً في الرأي على أن تخفيض قيمة العملة يؤدي إلى توسع الإنتاج في البلدان المتقدمة وإلى انكماشه\* في البلدان النامية<sup>1</sup>. ومن الناحية النظرية فإن تخفيض العملة سينجم عنه زيادة الطلب الكلي من خلال تنشيط مكون صافي الصادرات فيه، وبالمقابل سينخفض العرض الكلي من خلال زيادة تكلفة السلع المستوردة. وعليه فإن التأثير الصافي على الناتج سيكون مرتبطاً ومرهوناً بالتحولات الحاصلة في العرض والطلب الكليين. والمدخل التقليدي لبحث تأثير تخفيض قيمة العملة على الميزان التجاري لأي بلد يرتكز على شرط "مارشال-ليرنر" (أو شرط المرونات) الذي ينص على أنه كلما كان مجموع مرونة الطلب على الصادرات والواردات معاً أكبر من الواحد فإن التخفيض سيحسن من وضعية الميزان التجاري في الأجل الطويل<sup>2</sup>.

بالنسبة للجزائر ومن أجل معرفة إن كان للتخفيض في قيمة الدينار أثر توسعي أو انكماشى نستعرض الجدول الموالي الذي يوضح تطور معدل نمو الناتج غير النفطي:

الجدول (03-06): تطور معدل نمو الناتج غير النفطي في الجزائر (1987-1997) الوحدة: %

1997	1996	1995	1994	1993	1991	1990	1987	
0.90-	3.40	3.70	0.4-	2.50-	1.80-	0.96-	-2.58	غير النفطي

Source: Annexe statistique du rapport intitulé "Regards sur la politique monétaire en Algérie", Conseil national économique et social, 26ème session plénière, 2005, pp138-146.

من الجدول أعلاه يلاحظ أنه وباستثناء عامي 1995 و1996 حيث كان معدل النمو موجبا، فإن الناتج الإجمالي غير النفطي قد سجل معدلات نمو سالبة منذ العام 1987. كما يظهر أيضا أن النمو في القطاع غير النفطي غير حساس للتخفيض في قيمة الدينار خلال النصف الأول من التسعينيات. ويمكن حصر أهم أسباب هذا التراجع في نمو هذا القطاع إلى مايلي<sup>3</sup>:

- تقليص حجم الاستثمارات المباشرة للدولة؛
- انهيار استثمارات المؤسسات العمومية نظرا لمعاناتها من اختلالات مالية مزمنة؛

\* للاطلاع على أهم الأدبيات التي تناولت "الآثار الانكماشية" لانخفاض قيمة العملة في البلدان النامية، راجع دراسة:

Mohsen Bahmani-Oskooe, Ilir Miteza, "Are Devaluations Expansionary or Contractionary: A Survey Article," **Economic Issues**, Vol. 8, Part 2, 2003, pp. 1-28.

<sup>1</sup> Mohsen Bahmani-Oskooe, Magda Kandil, "Exchange Rate Fluctuations and Output in Oil Producing Countries: The Case of Iran", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 46, 2010, pp. 23-45.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Hocine Benissad, "Le plan d'ajustement structurel", **Confluences Méditerranée**, N°23, Automne 1997, p.114.

- تراجع الاستثمار الخاص في ظل عدم الاستقرار السياسي في البلاد وتزايد حالة عدم اليقين الاقتصادي لاسيما خطر الصرف؛

- انكماش الطلب الداخلي بسبب برنامج التعديل الهيكلي وتسريع الانفتاح الاقتصادي دون استعداد مسبق للمنافسة الخارجية مما انعكس في إضعاف فرص الإنتاج والاستثمار وغدّى حالة الركود الاقتصادي.

وعلى العكس من ذلك تماما فقد شهد الناتج النفطي (قطاع المحروقات) نموا بسبب تزايد الاستثمارات الأجنبية فيه خاصة بعد تعديل قانون المحروقات عام 1991 من جهة، ومن جهة أخرى حالة الأمن التي ميزت الجنوب الكبير للبلاد، يضاف إلى ذلك الاكتشافات النفطية والغازية الجديدة<sup>1</sup>.

## 2.2. أثر التخفيض على ميزانية الدولة

لقد كان للتخفيض في قيمة الدينار الجزائري دور كبير في عملية ضغط الإنفاق العام، حيث أثر نسبيا على النفقات الحكومية وعلى الإنفاق الاستهلاكي العام والخاص، بما أحدثه من ارتفاع في أسعار السلع والتجهيزات المستوردة، كما جرّ معه مزيدا من العجز في موازنتها العامة. فقد سجل مجموع النفقات الحكومية بالأرقام المطلقة ولاسيما خلال الفترة 1988-1998 تراجعا مستمرا باستثناء سنة 1995. يضاف إلى ذلك أنه كلما ارتفعت نسبة تخفيض قيمة الدينار كلما زادت نسب انخفاض النفقات الحكومية والعكس صحيح. أما في ما يخص علاقة التخفيض بالإيرادات الحكومية فإنها تبقى ضعيفة وغير أكيدة وذلك راجع إلى أن النصيب الأكبر من الإيرادات (حوالي 60 %) مصدره الجباية البترولية، ومن ثم فكلما تحسّنت أسعار النفط المقومة بالدولار الأمريكي تحسن وضع الدولة من الإيرادات، ومن ثم تتأثر الإيرادات عند تحويلها بالعملة المحلية (الدينار الجزائري) تبعا للتغيرات في أسعار صرف عملات التقويم دوليا<sup>2</sup>.

## 3.2. أثر التخفيض على التضخم

من خلال فحص تطور مؤشر سعر المستهلك في الجزائر ولاسيما خلال الفترة التي عرفت تخفيضا في قيمة الدينار، يلاحظ أنه قد انتقل من 9.3 % عام 1989 ليبلغ 31.8 % عام 1992 وليصل إلى 29.8 % عام 1995. وترجع هذه الضغوط التضخمية بالأساس إلى التحرير الاقتصادي المتزايد منذ العام 1991، ولاسيما تحرير سعر الصرف الدينار بعد التخفيضات التي

<sup>1</sup> Hocine Benissad, "Le plan d'ajustement structurel", Op. Cit., p.114.

<sup>2</sup> عبد الحق بوعتروس، "أثار تخفيض قيمة العملة على الموازنة العامة: حالة الجزائر"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جوان 2008، ص ص 115-116.

مست قيمته، بالإضافة إلى رفع الرقابة والدعم عن الكثير من الأسعار ولاسيما المواد الغذائية الأساسية<sup>1</sup>، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (03-07): تطور أسعار بعض المواد الغذائية الأساسية (1990-1996) (الوحدة: دج)

1996	1995	1991	1990		
7	6	1.5	1	رغيف	
36	20	4.5	2	كليوغرام	الدقيق
75	50	16	4		الزيت
15	10	4	1.5		الحليب
120	70	15	7	كليوغرام	

Source: Hocine Benissad, "Le plan d'ajustement structurel", **Confluences Méditerranée**, N°23, Automne 1997, p.115.

ابتداء من عام 1996 بدأت الضغوط التضخمية في التراجع بسبب صرامة إجراءات تصحيح الاقتصاد الكلي، وكذا استقرار سعر صرف الدينار الناجم عن تراكم احتياطات الصرف بالإضافة إلى تراجع الطلب على الواردات<sup>2</sup>.

#### 4.2. أثر التخفيض على المؤسسات العمومية

لقد كان لتخفيض قيمة الدينار آثار وخيمة على المؤسسات العمومية الإنتاجية، تمثلت بالخصوص بخسائر الصرف التي تحملتها هذه المؤسسات لاسيما خلال الدورتين المحاسبتين لعامي 1992 و 1995. وقد نجمت هذه الخسائر بالأساس من الزيادة التي عرفت أسعار مدخلات الإنتاج وخاصة المستوردة منها عقب التخفيض، إضافة إلى اقتراضاتها الخارجية القصيرة الأجل والمقومة بالعملة الأجنبية في ظل شح الموارد بالعملة الأجنبية التي كانت تعرفها البلاد آنذاك، حيث أدى تخفيض الدينار إلى زيادة أعباء خدمة الدين ومختلف العمولات البنكية. وعموما فقد أدت خسائر الصرف إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج في المؤسسات واختلال توازنها المالي، مما أثر سلبا على مردوديتها<sup>3</sup>.

بناءً على ما سبق ذكره، يمكن القول أن عملية تخفيض قيمة الدينار الجزائري لم تحقق النتائج المرجوة منها ولاسيما أثرها التوسعي في زيادة الإنتاج المحلي والصادرات، وذلك في ظل

<sup>1</sup> راجع في هذا الشأن:

- Conseil National Economique et Social, "Rapport Préliminaire sur Les Effets Economiques et Sociaux du Programme d'Ajustement Structurel", Douzième session, Bulletin officiel No.6, p.260.

- Hocine Benissad, "Le plan d'ajustement structurel", Op. Cit., p.115.

<sup>2</sup> Hocine Benissad, "Le plan d'ajustement structurel", Op. Cit., p.115.

<sup>3</sup> Leïla Baba Ahmed, "Dévaluation du dinar et entreprise publique", **Cahiers du Cread**, No.57, 3ème Trimestre, 2001, pp. 57-74.

السيطرة المطلقة للمحروقات على صادرات الجزائر بنسبة تتعدى 95 % في المتوسط. كما أن سياسة تخفيض الدينار لم تمكن من زيادة إيرادات الدولة من العملة الأجنبية كما كان متوقعا، وأكثر من ذلك أدت إلى حدوث ضغوط تضخمية بالإضافة إلى تأثيرها السلبي على نشاط المؤسسات الإنتاجية الوطنية بتعميق اختلالاتها المالية.

في نهاية هذا المبحث قد يطرح سؤال من قبيل أي من نماذج أزمات العملة الثلاث التي سبق التطرق إليها في الجانب النظري من هذه الدراسة<sup>1</sup> هو الأنسب لتفسير أزمة الدينار الجزائري (التخفيض) في ظل نظام سعر الصرف الثابت؟ والجواب على ذلك هو أنه بناء على ماتم استعراضه أعلاه يمكن القول أن فرضيات نموذج الجيل الأول هي الأكثر ملائمة لتفسير أزمة الدينار الجزائري خلال التسعينيات نظرا لأنها نجمت عن الضعف الذي ميز الأساسيات الاقتصادية للبلد مثل: السياسة النقدية والمالية المفرطة في التوسع، وعدم كفاية الاحتياطات الدولية بالموازاة مع تطبيق نظام الصرف الثابت، وهو ما نجم عنها العجز المستمر في الحساب الجاري وارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وهما مشكلتان لا يمكن ترافقهما معا، ما جعل من تخفيض الدينار أمرا لا مفر منه. أما فرضيات نموذج الجيل الثاني والثالث فهي غير مناسبة لوضع الاقتصاد الجزائري، لأن الأولى تفسر حدوث أزمة العملة رغم سلامة الأساسيات الاقتصادية للبلد وكفاية احتياطياته الدولية وهو عكس ما ميز الاقتصاد في تلك الفترة، أما الثانية فتربط حدوث أزمة العملة بنشوب أزمة بنكية في البلدان حديثة العهد بالتحريك المالي، وهو أيضا ما لا يتوافق مع طبيعة الاقتصاد الجزائري آنذاك والذي يتميز بالرقابة الصارمة على حركة رؤوس الأموال.

<sup>1</sup> راجع الفصل الأول من هذه الدراسة (ص ص 46-52).



## المبحث الثاني: عرض عام لأهم جوانب إصلاح سياسة الصرف في الجزائر على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن

ابتداءً من أكتوبر 1994 توجهت سياسة الصرف في الجزائر نحو نظام الصرف المرن، حيث تم تبني التعويم الموجه كخيار جديد لإدارة سعر صرف الدينار. وفي هذا السياق قامت السلطات بإرساء الدعائم المؤسسية اللازمة لإنجاح تجربتها مع التعويم حيث تم وضع هدف جديد لسياسة الصرف، وإنشاء سوق الصرف والتدخل فيه من طرف بنك الجزائر، وصياغة إطار جديد للسياسة النقدية، واستحداث ميكانزمات التغطية من خطر الصرف، إضافة إلى تخفيف تدابير الرقابة على الصرف وجعل الدينار قابلاً للتحويل الجاري. وسنحاول في هذا المبحث عرض أهم جوانب إصلاح سياسة الصرف في الجزائر بعد تخليها عن نظام الصرف الثابت وتحولها نحو المرونة.

### المطلب الأول: دوافع، هدف، وتصنيف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر

يتناول هذا المطلب استعراضاً لأهم دوافع وهدف التحول نحو نظام الصرف المرن، وكذا التصنيفات القانونية والواقعية لهذا النظام الجديد.

### الفرع الأول: دوافع وهدف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر

لم يكن تخلي الجزائر عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو مرونة سعر صرف تحولا متدرجا، بل كان تحولا سريعا ومدفوعا بأزمة ميزان المدفوعات التي شهدتها البلاد خلال النصف الأول من التسعينات في ظل التراجع الكبير في احتياطياته من النقد الأجنبي، بالموازاة مع التحسن الكبير في سعر الصرف الحقيقي والعجز المستمر في الحساب الجاري لميزان المدفوعات. كما سجلت المديونية الخارجية للبلاد مستويات غير قابلة للاستمرار، فمثلا في عام 1993 بلغت نسبة خدمة الدين إلى الصادرات مستوى قياسي قدره 82.11%. أما في عام 1994 فقد وصلت نسبة الدين إلى الصادرات رقما قياسيا بلغ 331.46%. وهذا الوضع الخطير أجبر الحكومة على طلب مساعدة صندوق النقد الدولي، الذي فرض عليها تطبيق برنامج للتكيف الهيكلي (1994-1998)، كان من بين بنوده إصلاح نظام إدارة سعر الصرف من خلال إجراء تخفيض في قيمة الدينار أولا لاستعادة التوازن الخارجي، ثم التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو نظام صرف مرن. وعموما تكمن أهم دوافع ومبررات هذا التحول في مايلي:

✓ أن النظام المرن يساعد في التصدي للصدمات الخارجية القوية التي يتعرض لها الاقتصاد

الجزائري، كما يساعد في حماية القدرة التنافسية؛

- ✓ أن النظام المرن يكفل إلغاء التقييم المفرط للدينار الناجم عن ثبات سعر الصرف لفترة طويلة بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم المحليّة، وبالتالي تقليص الفرق بين السعر الرسمي والموازي الذي تزايد بشكل حاد؛
- ✓ يسمح النظام المرن بإعادة بناء الاحتياطيات الدولية وبالتالي توفير هامش أمان للوقاية من الصدمات الخارجية؛
- ✓ النظام الثابت لا يتناسب مع توجهات الجزائر نحو الانفتاح والتجارة الحرة وتبني سياسة نقدية مستقلة.

أما بالنسبة للهدف الجديد لسياسة سعر الصرف في الجزائر في هذه المرحلة فقد أصبح استهداف قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار، وذلك عن طريق التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار. وقد كان المبرر الأساسي من وراء تبني سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي هو تعزيز وتحسين القدرة التنافسية للصادرات خارج المحروقات في الأسواق الدولية، لتكون مصدرا مهما للدخل الوطني يسهم في حماية الاقتصاد الوطني من الصدمات النفطية المعاكسة وآثارها الوخيمة على الأداء الاقتصادي الكلي للبلاد.

وفقا لبنك الجزائر فإن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار الجزائري هو مؤشر مختصر يشمل المبادلات التجارية للجزائر مع 15 من شركائها التجاريين الرئيسيين الذين يمثلون 88% من المبادلات الإجمالية، ولحساب هذا المؤشر فقد تم اعتماد سنة 1995 كسنة أساس<sup>1</sup>. أما سعر الصرف الحقيقي التوازني<sup>2</sup> للدينار فيتم تقديره بواسطة نموذج أعدّه بنك الجزائر بالاعتماد على منهجية صندوق النقد الدولي<sup>3</sup> الموسومة بالمجموعة الاستشارية المعنية بقضايا أسعار الصرف "CGER"، هذه الأخيرة تركز على إجراء حسابات الاقتصاد القياسي لمعرفة ما إذا كان تقويم سعر الصرف الحقيقي الفعلي للعملة أعلى أو أقل من قيمته الصحيحة، وتشمل هذه المنهجية على ثلاث مقاربات رئيسية تعتبر الأكثر استخداما وقبولاً في تقييم أسعار الصرف الحقيقية التوازنية وهي:

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Rapport 2010, Op. Cit., p.45.

<sup>2</sup> سعر الصرف الحقيقي التوازني هو عبارة عن سعر الصرف الذي يضمن تحقيق التوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد بشكل متزامن، حيث يقصد بالتوازن الداخلي الوضع الذي يكون فيه الاقتصاد في حالة توظيف تام مع معدل تضخم منخفض، أما التوازن الخارجي فيقصد به إمكانية الحفاظ على استمرارية المركز الخارجي. للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع أنظر:

Bénassy-Quééré A., et al., "Taux de change d'équilibre: Une question d'horizon", *Revue économique*, Volume 60, 2009, pp. 657-666.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2012: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Juillet 2013, p.62.

- ✓ منهج سعر الصرف الحقيقي التوازني (Equilibrium Real Exchange Rate Approach)
  - ✓ منهج التوازن الاقتصادي الكلي (Macroeconomic Balance Approach)؛
  - ✓ منهج استمرارية المركز الخارجي (External Sustainability Approach).
- وبالنسبة للجزائر فإنها تستخدم المنهج الأول الذي يعتمد على أساسيات الاقتصاد لتحديد سعر الصرف الحقيقي التوازني، وتشمل هذه الأساسيات في النموذج الجزائري كل من<sup>1</sup>:
- ✓ السعر الحقيقي للنفط الخام؛
  - ✓ الإنفاق العام (كنسبة من الناتج المحلي)؛
  - ✓ فارق الإنتاجية بين الجزائر وأهم شركائها التجاريين؛
  - ✓ درجة الانفتاح.

وعليه فإن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار يتطور بدلالة التطور الحاصل في هذه الأساسيات. ويجب أن يكون سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار في الأجل المتوسط قريبا من قيمته التوازنية المحددة بأساسيات الاقتصاد الوطني خلال هذا الأفق الزمني. ولتحقيق ذلك يعمل النموذج على محاكاة هدف سعر الصرف الاسمي الفعلي الذي يتناسق مع هدف التضخم<sup>2</sup>.

## الفرع الثاني: تصنيف نظام الصرف المرن في الجزائر

### 1. التصنيف القانوني لنظام الصرف الجديد

وفقا لبنك الجزائر فان نظام الصرف المرن المطبق في الجزائر هو عبارة عن تعويم موجه للدينار مقابل عملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر<sup>3</sup>. وهو نفس التصنيف الذي منحه صندوق النقد الدولي في تقريره الموسوم "ترتيبات الصرف والقيود على الصرف" الذي يصدره سنويا لرصد التطورات الحاصلة في نظم الصرف للبلدان الأعضاء فيه، حيث يصنف الجزائر ضمن فئة "ترتيبات أخرى للتعويم الموجه بدون مسار معن سلفا لسعر الصرف"<sup>4</sup>، وهي الفئة التي في إطارها لا يلتزم البنك المركزي بأي هدف لسعر الصرف الاسمي، ولكنه يمهد تأثير تذبذباته من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد سعر الفائدة على تسهيلات، كما تقوم بعض البنوك المركزية في إطار هذه الترتيبات بتوجيه سعر الصرف لحماية القدرة التنافسية على المدى المتوسط<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2013: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Juillet 2014, p.56.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2010: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Juillet 2011, p.45.

<sup>4</sup> International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", October 2008, p5.

<sup>5</sup> عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارنكو، المرجع السابق، ص.5.

## 2. التصنيفات الواقعية لنظام الصرف الجديد

يستعرض هذا العنصر قضية الفروق الملاحظة بين التصنيف القانوني والواقعي لنظام إدارة سعر الصرف في الجزائر في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن، حيث يتتبع التصنيف الممنوح للجزائر وفقا للتصنيفات بحكم الواقع التي تم تناولها في الفصل الأول من هذه الدراسة وهي: تصنيف صندوق النقد الدولي، تصنيف (Reinhart & Rogoff)، تصنيف (Levy-Yeyati & Sturzenegger).

### 1.2. تصنيف صندوق النقد الدولي

استناداً إلى تقييم موظفي صندوق النقد الدولي للمعلومات المتاحة حول البلدان الأعضاء للإبلاغ عن أنظمة سعر الصرف بحكم الواقع، جاءت الدراسة التي نشرها الصندوق عام 2002 حول تطور أنظمة إدارة سعر الصرف بحكم الواقع للبلدان الأعضاء فيه للفترة (1990-2001). ومن خلال تتبع التصنيف الممنوح للجزائر يمكن تشكيل الجدول الموالي:

الجدول (03-08): تصنيف صندوق النقد الدولي "بحكم الواقع" لنظام الصرف في الجزائر (1990-2001)

السنة	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
نظام	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط	ربط
الصرف	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي	تقليدي
	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة	بسلة
	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات	عملات

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الخاصة بالجزائر والواردة في:

Andrea Bubula, Inci Otker-Robe, "The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto Policies", IMF working paper, N°02/155, 2002, p.31.

### التعليق على الجدول

رغم أن الفترة التي شملتها عملية التصنيف قصيرة نوعاً ما (1990-2001) إلا أنها حاولت إبراز نظام الصرف الفعلي المطبق على أرض الواقع في الجزائر، حيث يظهر تبني الجزائر للربط الثابت إلى سلّة من العملات خلال السنوات الأربع الأولى من التسعينيات، ثم التخلي عن الربط الثابت للدينار والتحول نحو مرونة أكبر في إدارة سعر الصرف بداية من عام 1994 على شكل تعويم موجه، وهو ما يتوافق مع التصريحات الرسمية للسلطات الجزائرية.

### 2.2. تصنيف Levy-Yeyati & Sturzenegger

ميّز هذا التصنيف بين خمسة أنواع لأنظمة إدارة سعر الصرف وهي: النظام الغامض، النظام العائم، نظام التعويم الموجه، نظام تعويم موجه على شكل ربط متحرك، النظام الثابت. والنتائج الخاصة بالجزائر يمكن توضيحها في الجدول الموالي:

الجدول (03-09): نظام الصرف في الجزائر (1974-2004) وفقا لتصنيف Levy-Yeyati &Sturzenegger

نظام الصرف	السنة
الربط إلى سلة عملات	1993-1974
تعويم مُوجّه على شكل ربط متحرك	1994
تعويم	1995
تعويم	1996
تعويم مُوجّه	1997
تعويم	1998
تعويم	1999
تعويم	2000
تعويم	2001
تعويم مُوجّه على شكل ربط متحرك	2002
تعويم	2003
تعويم مُوجّه على شكل ربط متحرك	2004

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الخاصة بالجزائر والواردة في:

Levy-Yeyati &Sturzenegger, **exchange rate classification Database**, October 2005.

#### التعليق على الجدول

بعد أن طبقت الجزائر بحكم الواقع نظام الربط الثابت إلى سلة من العملات على امتداد الفترة (1993-1974)، وهو ما يتوافق مع التصنيف بحكم القانون، تحولت بداية من عام 1994 إلى ترتيبات مرنة في إدارة سعر الصرف بدأتها بالربط المتحرك، ثم التعويم (1995-1996)، أعقبه التعويم المُوجّه (1997)، ثم التعويم (1998-2001)، فالربط المتحرك (2002)، ثم التعويم (2003)، وأخيرا الربط المتحرك (2004). وهو ما يعني أن النظام الممارس فعلا بعد نظام السلة الذي طبق خلال الفترة (1993-1974)، قد تراوح بين التعويم المُوجّه على شكل ربط متحرك، أو التعويم، وهو ما يوضّح بعض الاختلاف مع التصنيف بحكم القانون الذي يرى فيه تعويما مُوجّها فقط.

### 3.2. تصنيف Reinhart & Rogoff

ميّز تصنيف "راينهارت، روجوف" بين أربعة عشر صنفاً لنظم إدارة سعر الصرف تم التطرق إليها سابقاً في الفصل الأول من هذه الدراسة. ومن خلال تتبع التصنيف الممنوح للجزائر خلال الفترة (1964-2007) يمكن تشكيل الجدول الموالي:

الجدول (03-10): نظام الصرف في الجزائر (1964-2007) وفقاً لتصنيف Reinhart & Rogoff

نظام الصرف	الفترة
تم إنشاء الدينار الجزائري الذي عوض الفرنك الفرنسي، أما سعر الصرف فقد تم ربطه بالفرنك الفرنسي في حدود نطاقات تقلب أفقية ب±5%. كما تم فرض الرقابة على الصرف، مما أدى لنشوء سوق صرف موازية بلغت علاوتها ما بين 30 و70%.	10 أبريل 1964-1 أوت 1972
تعويم موجه للدينار المرتبط رسمياً بالفرنك الفرنسي.	1 أوت 1972-21 جانفي 1974
- سعر الصرف الرسمي مرتبط بسلة من العملات ضمن نطاقات تقلب متحركة ب±5% حول الدولار الأمريكي. - بلغت علاوة السوق الموازي في أبريل 1985 مامقداره 469%.	21 جانفي 1974-ديسمبر 1987
تعويم موجه للدينار.	جانفي 1988-مارس 1994
التعويم الموجه.	أفريل 1994-جانفي 1995
سعر الصرف الرسمي مرتبط بالفرنك الفرنسي ضمن نطاقات تقلب متحركة ب±2%.	فيفري 1995-1 جانفي 1999
سعر الصرف الرسمي مرتبط باليورو ضمن نطاقات تقلب متحركة ب±2%.	1 جانفي 1999-ديسمبر 2007

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعطيات الخاصة بالجزائر والواردة في:

Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, Ethan Ilzetzki, "The country chronologies and background material to exchange rate arrangements in the 21<sup>st</sup> centry: which anchor will hold ?", May2008, p.4.

#### التعليق على الجدول

من خلال تصنيف (Reinhart & Rogoff) يتضح أن الجزائر قد طبقت بحكم الواقع أنظمة صرف مختلفة منذ استقلالها، حيث بدأتها بربط الدينار إلى الفرنك الفرنسي ضمن نطاقات تقلب أفقية، ثم التعويم الموجه، تلاه فك الارتباط بالفرنك والتحول للربط إلى سلة عملات (1974-1987) ضمن نطاقات تقلب متحركة حول الدولار الأمريكي ب±5%، ثم التعويم الموجه (1988-جانفي1995)، ثم العودة مجدداً لربط السعر الرسمي بالفرنك الفرنسي ضمن نطاقات

تقلّب متحركة ب±2%. ومنذ مجيء عملة اليورو ابتداءً من جانفي 1999 تحولت سياسة الصرف في الجزائر نحو الربط إلى اليورو ضمن نطاقات تقلّب متحركة مقدارها (±2%). ما يلاحظ على هذا التصنيف أنه يتفق جزئياً مع التصنيف بحكم القانون في ما يتعلق بالربط إلى الفرنك الفرنسي ثم التحول نحو سلة من العملات، ثم التعويم الموجه. ولكنه يختلف معه في أنه يوضح أن توجه السلطات نحو تعويم الدينار قد بدأ فعلياً منذ جانفي 1988، كما أن هذا التصنيف يحدّد مساراً معلناً لسعر الصرف من خلال تحديد عرض نطاق التقلب أو التحرك (±5% ثم ±2%)، كما أبرز أن سياسة سعر الصرف في الفترة الأخيرة قد تحولت نحو ربط السعر الرسمي باليورو، يضاف إلى ذلك أن الجزائر لم تستمر في تعويم سعر صرفها كما التزمت بذلك منذ أكتوبر 1994، وهو ما يعكس وجود "ظاهرة الخوف من التعويم".

عموماً وبعد استعراض التصنيفات الواقعية لسياسة سعر الصرف في الجزائر يتضح أن هنالك فروقا واضحة بين الأقوال والأفعال في ما يخص نوع نظام الصرف المطبق في الجزائر ما يعكس عدم شفافية سياسة إدارة سعر صرف الدينار الجزائري. ولعل ما يدعم هذا الطرح هو ما أكدته دراسة للاقتصادي "جوزيف غانيون"<sup>1</sup> على أن الجزائر من بين الدول التي تتلاعب بسعر صرف عملتها الوطنية، حيث تتعمد الإبقاء على سعر صرف عملتها متدنياً وبصورة مصطنعة، وذلك سعياً منها لتضخيم قيمة الحساب الجاري لميزان المدفوعات عند تقييمه بالعملة الوطنية، أو بعبارة أخرى زيادة مداخيل تصدير النفط (المقومة بالدولار الأمريكي) عند تحويلها إلى الدينار الجزائري.

### المطلب الثاني: إنشاء سوق الصرف البيئية للبنوك

يتطلب تبني نظام سعر الصرف المرن وجود سوق صرف على درجة كافية من السيولة والكفاءة بحيث تسمح بتحديد سعر الصرف وفقاً لقوى السوق أي العرض والطلب. وبالنسبة للجزائر فقبل أن تقوم بإنشاء سوق الصرف البيئية للبنوك عام 1996، فقد كان تطبيق التعويم الموجه للدينار يتم بواسطة جلسات "التثبيت" اليومية التي تم إقرارها في شهر أكتوبر 1994. وفي هذا المطلب سنحاول تقديم لمحة حول آلية التثبيت، لئليها بعد ذلك استعراض لسوق الصرف البيئية للبنوك.

<sup>1</sup> Joseph E. Gagnon, "Combating Widespread Currency Manipulation", **Policy Brief**, 12 / 19, Peterson Institute for International Economics, July 2012, pp.1-2.

<sup>2</sup> تشير هنا إلى أن عبارة "سوق الصرف البيئية للبنوك" هي الترجمة التي اعتمدها للعبارة الفرنسية المقابلة لها كما وردت في نص التنظيم 08/95 المحرر باللغة الفرنسية فقط وهي: *Marché interbancaire des changes*، ولكننا سنستخدم مصطلح "سوق الصرف" كعبارة مختصرة وللدلالة على نفس المعاني السابقة.

### الفرع الأول: جلسات التثبيت (أو مزاد العملة)

بعد أن تم التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو التعويم الموجه للدينار قام بنك الجزائر بوضع طريقة جديدة لتسعير الدينار الجزائري أُصطلح عليها "جلسات التثبيت" (Fixing)، والتي تم إقرارها بمقتضى الأمر رقم 94/61 المؤرخ في 28 سبتمبر 1994 والصادر عن بنك الجزائر. وقد استمرت هذه الآلية لمدة خمس عشرة شهرا ابتداءً من أكتوبر 1994 وإلى غاية ديسمبر 1995. ويتم تحديد سعر صرف الدينار وفقا لهذه الطريقة من خلال جلسات كانت تُعقد أسبوعيا ثم أصبحت يوميا بمقر بنك الجزائر، وتضم كل من بنك الجزائر وممثلي البنوك التجارية. ففي جلسة الافتتاح يعلن بنك الجزائر عن معروضه المتاح من العملات الأجنبية وبعملة رئيسية هي الدولار الأمريكي، وكذلك أدنى سعر مسموح به لبيعها. وبالمقابل يقوم كل بنك تجاري بإصدار تعهد يوضح من خلاله المبلغ الذي يريد شراؤه من العملات الأجنبية وسعر الصرف الذي يريد أن تتم به عملية الشراء. وبعد ذلك يقوم بنك الجزائر بمقابلة العرض مع الطلب وتحديد السعر التوازني الذي يسمح بتنفيذ المبالغ المتعهد بها من قبل البنوك التجارية<sup>1</sup>. وقد اعتبرت هذه الآلية بمثابة مرحلة انتقالية في التحول نحو سعر صرف تحدده قوى السوق (أي العرض والطلب) وذلك في ظل غياب سوق صرف بالمعنى الحقيقي.

### الفرع الثاني: سوق الصرف البيئية للبنوك

مع نهاية عام 1995 أصدر بنك الجزائر التنظيم رقم 08/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 والمتعلق بإنشاء سوق الصرف البيئية للبنوك لتحل محل آلية التثبيت، وقد أصبح هذا السوق عمليا ابتداءً من 2 جانفي 1996. وقد أتبع هذا التنظيم لاحقا بتعليمتين من أجل التطبيق وهما: التعلية رقم 95/78 المؤرخة في 26 ديسمبر 1995 والمتضمنة للقواعد المتعلقة بوضعيات الصرف، والتعلية رقم 95/79 المتعلقة بتنظيم وسير سوق الصرف البيئية للبنوك. لقد عرفت المادة الثانية من التنظيم أعلاه سوق الصرف البيئية للبنوك بأنه سوق بين البنوك والمؤسسات المالية، يختص بكل عمليات الصرف الفورية والأجلة بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بكل حرية<sup>2</sup>. أما المادة الثانية من التعلية رقم 95/79 فتعرفه بأنه السوق الذي يستطيع فيه المتدخلون القيام بعمليات شراء وبيع بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بكل حرية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Abderrahmane Benlhafsi, "Extraversion économique et risque de change", Op. Cit., p.99.

<sup>2</sup> Article 2, Règlement No.95/08 du 23 décembre 1995 relatif au marché interbancaire des changes.

<sup>3</sup> Article 2, Instruction No.79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.



ويتميز سوق الصرف في التشريع الجزائري بمجموعة من الخصائص يمكن إبرازها في مايلي:

- ✓ لامكانية السوق: فحسب المادة السادسة من التعلية 95/79 يتميز سوق الصرف بأنه ليس له مكان محدد، حيث تتم معالجة العمليات بواسطة أجهزة الهاتف، التلكس، والأنظمة الالكترونية الأخرى. ويتدخل الوسطاء المعتمدون فيه لتنفيذ أوامر زبائنهم أو لتحسين مردودية خزينتهم بالعملة الوطنية أو الأجنبية؛
- ✓ استمرارية نشاط السوق: حيث تنص المادة الثامنة من التعلية أعلاه على أن السوق يشتغل بصفة مستمرة، فالمتدخلون فيه يستطيعون عقد الصفقات خلال كل الأيام المفتوحة؛
- ✓ تعقد صفقات الصرف على مستوى السوق وفقا لإجراء "التراضي" (المادة الثامنة)؛
- ✓ يلتزم المتدخلون في السوق بنشر أسعار الصرف الفورية للشراء والمبيع للعملات المتداولة عادة مقابل الدينار الجزائري وذلك بشكل متواصل وبغرض الإعلام (المادة الثامنة).

### الفرع الثالث: أقسام سوق الصرف

حسب المواد (3،4،5) من التعلية 95/79 المتضمنة تنظيم وسير سوق الصرف البيئية للبنوك، يتكون سوق الصرف في الجزائر من قسمين وهما: السوق الفوري والسوق الآجل.

#### أولاً: سوق الصرف الفوري (الآني)

ينفذ فيه المتدخلون عمليات صرف فورية، هذه الأخيرة تعرفها المادة 12 من التعلية 95/79 بأنها صفقة بموجبها يتبادل طرفان عملة مقابل أخرى بسعر محدد يسمى السعر الفوري، أما تسليم هذه العملات فيكون غالبا في اليوم الثاني المفتوح (أيام العمل) تبعا لتاريخ عقد الصفقة. كما يمكن للأطراف الاتفاق على تسليم العملات المتبادلة في نفس اليوم أو خلال اليوم المفتوح بعد تاريخ عقد الصفقة.

#### ثانياً: سوق الصرف الآجل

هو السوق الذي ينفذ فيه المتدخلون عمليات صرف آجلة، هته الأخيرة تعرفها المادتين 12 و13 من التعلية 95/79 بأنها صفقة بموجبها يتبادل طرفان عملة مقابل أخرى بسعر محدد يسمى السعر الآجل، أما تسليم العملات المتبادلة فيتم في تاريخ لاحق في المستقبل يمتد من ثلاثة أيام إلى غاية السنة.

### الفرع الرابع: العمليات والموارد المستخدمة في سوق الصرف

وضحت التعلية 95/79 أهم العمليات والموارد في سوق الصرف كمايلي:

### أولاً: العمليات في سوق الصرف

- حسب المادة السابعة من التعلية 95/79 فإنه يُسمح للبنوك والمؤسسات المالية في إطار إدارة خزينتهم بالعملية الأجنبية في سوق الصرف القيام بالعمليات الآتية:
- ✓ بيع العملة الوطنية لبنوك غير مقيمة مقابل عملات أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية؛
  - ✓ بيع عملات أجنبية قابلة للتحويل مقابل العملة الوطنية الموجودة في حساب بالدينار قابل للتحويل بكل حرية؛
  - ✓ الشراء والمبيع لعملات أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية مقابل عملات أجنبية قابلة للتحويل بكل حرية؛
  - ✓ الشراء والمبيع بين الوسطاء المعتمدين في سوق الصرف البنكية للبنوك لعملات قابلة للتحويل بكل حرية مقابل العملة الوطنية.

### ثانياً: الموارد المستخدمة في سوق الصرف

- حدّدت المادة الرابعة من التنظيم 07/95 أهم الموارد بالعملية الأجنبية التي يمكن التخلّي عنها لصالح البنوك والمؤسسات المالية المتدخلة في سوق الصرف في مايلي:
- ✓ الموارد الناشئة عن الصادرات خارج المحروقات، والمواد المنجمية باستثناء الجزء المستحق للمصدر؛
  - ✓ المبالغ الناشئة عن كل قرض مالي أو اقتراض بالعملات الأجنبية والتي تتعاقد عليها البنوك والمؤسسات المالية لتلبية احتياجاتها الخاصة أو لاحتياجات زبائنها؛
  - ✓ المبالغ المتأتية من عمليات الشراء المنفذة على مستوى السوق؛
  - ✓ كل مصدر آخر يعتبره بنك الجزائر على أنه احتياج.

### ثالثاً: استخدامات الموارد في سوق الصرف

- حسب المادة الخامسة من التنظيم 08/95 تُستخدم الموارد السابقة الذكر من أجل تغطية العمليات الجارية للبنوك والمؤسسات المالية أو لزيائنها، وأهم هذه الاستخدامات هي مايلي:
- ✓ إعادة التمويل والتسيبقات على الموارد الناشئة من الصادرات خارج المحروقات وصادرات المواد المنجمية؛
  - ✓ تغطية التسيبقات غير الممولة والمتعلقة بعقود الواردات؛
  - ✓ التغطية نقداً للواردات من السلع والخدمات غير المستفيدة من تمويل خارجي؛
  - ✓ تسديد الديون الخارجية المستحقة؛

✓ كل التزام آخر بالدفع ينسجم مع جاء به التنظيم 08/95.

### المطلب الثالث: تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف

يتناول هذا المطلب عرضا للسياسة التي تحكم تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف في ظل التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة، بالإضافة إلى تقديم لمحة مختصرة حول تدخلاته الفعلية خلال الفترة (2002-2015).

#### الفرع الأول: سياسة إدارة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف

قام بنك الجزائر في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن باستحداث آلية مرنة ودينامكية لإدارة تدخلاته في سوق الصرف بما يتماشى مع الهدف الجديد لسياسة سعر الصرف منذ 1995 ألا وهو استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي، وفي هذا السياق يتدخل بنك الجزائر بشكل دوري في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يُحقّق هدف سعر الصرف الحقيقي في إطار سياسة التعويم المُوجّه للدينار، ولأجل ذلك تركز سياسة التدخل للبنك على المتابعة اليومية لتطور أسعار الصرف الاسمية للدينار الجزائري مقابل مختلف العملات الرئيسية وكذلك آفاق تطور الأسعار النسبية مع أهم الشركاء التجاريين للبلاد<sup>1</sup>.

يعتبر سوق الصرف الفوري مكان تدخلات بنك الجزائر، وذلك في إطار إدارة احتياطياته من النقد الأجنبي الناجمة عن تصدير المحروقات والموارد المنجمية، وذلك بموجب المادة السابعة من التنظيم 08/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 والمتعلق بإنشاء سوق الصرف البيئية للبنوك. حيث يعتبر بنك الجزائر أهم عارض للعملات الأجنبية وخاصة الدولار الأمريكي على مستوى السوق، وذلك بعد أن تم تحويل كافة مداخل الصادرات النفطية من شركة النفط الوطنية "سوناطراك" إلى بنك الجزائر في أكتوبر 1994<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: لمحة حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)

يصعب معرفة التفاصيل الدقيقة حول سياسة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف، نظرا لغياب التقارير الرسمية وكذا البيانات والإحصائيات حول هذا الموضوع. وحتى التقارير السنوية التي يصدرها بنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية تشير بشكل مقتضب جدا لموضوع التدخلات في سوق الصرف وغالبا ما تربطها مع موضوع استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار. وعموما فإن تتبع التقارير المتاحة على موقعه الالكتروني من سنة 2002 وإلى غاية 2015 مكنتنا من إعداد الجدول الموالي:

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Présentation du marché interbancaire de change", 2001. Disponible sur le site: [www.bank-of-Algeria.dz/marcheint1.html](http://www.bank-of-Algeria.dz/marcheint1.html). (Consulté le 15/8/2016).

<sup>2</sup> كريم النشاشيبي، وآخرون، المرجع السابق، ص. 116.

الجدول (03-11): ملخص حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)

التقرير السنوي	وصف تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2002	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف كعارض أساسي للعمليات الأجنبية في سوق الصرف البيئية للبنوك في ظل ارتفاع مستوى الواردات من السلع والخدمات، ومعدل تضخم معتدل مقارنة بأهم الشركاء التجاريين للجزائر.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2003	قام بنك الجزائر في السداسي الثاني بالتدخل على مستوى سوق الصرف بعرض معزز للعمليات الأجنبية في ظل طلب مرتفع نسبيا عليها.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2004	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف في الثلاثي الرابع بعرض كميات متزايدة من العملة الأجنبية لمواجهة الزيادة في الطلب عليها خلال هذه السنة. وقد تم تحقيق توازن سوق الصرف على الرغم من غلاء اليورو مقابل العملات الأخرى، كما تمت المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن الذي وصل إليه نهاية 2003.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2005	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف خلال السداسيين الأول والثاني في ظل تزايد الطلب على العملات الأجنبية وتراجع الدينار أمام اليورو والدولار.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2006	واصل بنك الجزائر تدخله في سوق الصرف حيث زاد من عرضه للعملات الأجنبية وذلك لمقابلة الطلب المتزايد والناشئ بالأساس عن التسديد المسبق للمديونية الخارجية.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2007	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف في السداسي الثاني من هذا العام بعرض متزايد للعملات الأجنبية، ولذلك لمواجهة الزيادة في الطلب والتي كانت أقل مقارنة بالعام السابق وذلك بسبب التسديد المسبق للمديونية والتي تمت عامي 2005 و2006.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2008	تدخل بنك الجزائر خلال السداسي الأول والثاني من أجل الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي وذلك في ظل التقلبات الشديدة التي عرفت أسواق الصرف الدولية وعدم وضوح تطور مسار التضخم لدى أهم الشركاء التجاريين للجزائر. حيث عرف السداسي الثاني من هذا العام صدمة الأسعار النسبية وتقلبات شديدة في مؤشرات أسعار المستهلكين وكذلك انخفاض أحد أهم أساسيات الاقتصاد الجزائري ألا وهو سعر النفط. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر بتحسين المتوسط السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي بنسبة 4.85 %.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2009	تميز الظرف الاقتصادي العالمي خلال عام 2009 بصدمة قوية تمثلت في انخفاض سعر النفط بنسبة 37.73 بالمائة، وانكماش اقتصادي في أغلب البلدان الشريكة للجزائر، وتذبذبات قوية في أسواق الصرف الدولية لاسيما سعر صرف اليورو-دولار. ولمواجهة هذا الظرف قام بنك الجزائر بتعزيز آلية متابعة سوق الصرف بين البنوك من خلال الرصد والمتابعة اليومية لتطورات سعر الصرف الاسمي الفعلي مع الأخذ بعين الاعتبار لأفاق تطور الأسعار النسبية في الأجل القصير للبلدان الشريكة للجزائر. وقد تميز الربع الرابع من عام 2009 بضبط سعر الصرف الحقيقي الفعلي عبر تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف مما سمح بتصحيح سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى واحتواء الأثر المسبق

<p>لتغيرات الأسعار النسبية على توازن سعر الصرف الحقيقي. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف بتراجع المتوسط السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي بمعدل 1.2% مقارنة بسنة 2008.</p>	
<p>تميز عام 2010 باستمرار الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، والتي كان من نتائجها حدوث تقلبات شديدة لأسعار صرف أهم العملات العالمية ولاسيما اليورو والدولار. وعليه واصل بنك الجزائر سياسة المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن في الأجل المتوسط على الرغم من تزايد مخاطر الصرف الناجمة عن تقلبات أسعار صرف اليورو-دولار. وفي المتوسط السنوي تحسن سعر الصرف الحقيقي الفعلي تبعا لتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف بمعدل 0.44%.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2010</p>
<p>تميز الظرف الدولي عام 2011 باستمرار تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وزيادة حدة التقلبات في أسعار الصرف العالمية. وهو ما استدعى من بنك الجزائر تعزيز وتقوية الآلية المرنة لإدارة تدخلاته في سوق الصرف من خلال المتابعة اليومية لتطور سعر الصرف الاسمي وأفاق تطور الأسعار النسبية مع أهم الشركاء التجاريين. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر بتحسين متوسط سعر الصرف الحقيقي الفعلي بـ 0.25%.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2011</p>
<p>سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف البنينية للبنوك بالتصدي لتقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية على الاقتصاد الوطني ولاسيما التقليل من تأثيراتها على الأسعار الداخلية.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2012</p>
<p>في ظل التقلبات التي تشهدها العملات الرئيسية وآثارها السلبية على الاقتصاديات الناشئة لاسيما منذ ماي 2013، فقد قام بنك الجزائر بتقوية الآلية المرنة والديناميكية لإدارة تدخلاته في سوق الصرف البنينية للبنوك، ولاسيما من خلال تكثيف المتابعة والرصد اليومي لتطور كل من سعر الصرف الاسمي وأفاق تطور الأسعار النسبية.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2013</p>
<p>تميز عام 2014 بصدمة انهيار أسعار النفط، وعليه فقد كثف بنك الجزائر من عمليات الرصد والمتابعة للتطورات الحاصلة في الأسواق المالية وأسواق الصرف الدولية، وهذا بغية إنجاح تدخلاته في سوق الصرف البنينية للبنوك من أجل كبح تأثير التقلبات المالية على الاقتصاد الوطني.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2014</p>
<p>نظرا لاستمرار صدمة انهيار أسعار النفط والتقلبات في أسواق الصرف الدولية وتزايد الاختلالات الداخلية والخارجية في الجزائر (العجز المزدوج في المالية العامة وميزان المدفوعات)، فقد واصل بنك الجزائر تدخلاته اليومية خلال 2015 في سوق الصرف البنينية للبنوك من أجل إعادة سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه التوازني بعد أن كان أعلى من هذا المستوى المحدد بأساسيات الاقتصاد.</p>	<p>التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2015</p>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية (باللغة الفرنسية) من سنة 2002 إلى غاية 2015.

## المطلب الرابع: إصلاح إطار السياسة النقدية

خلال حقبة الاشتراكية كانت السياسة النقدية في الجزائر مرتكزة على ثبات سعر الصرف مع اعتماد الأدوات المباشرة مثل: سقف إعادة الخصم، سقف القروض للمؤسسات العمومية، تسقيف أسعار الفائدة المدينة، تسقيف الهوامش البنكية. وبحلول عام 1990 ومجيء قانون النقد والقروض (10/90) الذي أرسى معالم نظام نقدي جديد يتناسب مع رغبة السلطات في التحول نحو اقتصاد السوق، تم تكريس استقلالية بنك الجزائر وفصل الدائرة النقدية عن الحقيقية واستعادة السياسة النقدية لمكانتها ودورها الحقيقي في الاقتصاد. وعموما فقد عرف إصلاح إطار السياسة النقدية في الجزائر مرحلتين هما: مرحلة الاستهداف النقدي المرن ثم مرحلة استهداف التضخم.

### الفرع الأول: مرحلة الاستهداف النقدي المرن (1994-2009)

في إطار تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي المدعوم من قبل صندوق النقد الدولي (1994-1998) قام بنك الجزائر بإصلاح إطار السياسة النقدية بالموازاة مع التخلي عن نظام الصرف الثابت، وذلك بتطوير مقاربة جديدة لتنفيذ السياسة النقدية مُرتكزة على الاستهداف النقدي الكمي المرن يمكن تلخيص أهم ملامحها في مايلي<sup>1</sup>:

✓ الهدف النهائي للسياسة النقدية هو استقرار الأسعار الذي يفهم منه زيادة محصورة في الأرقام القياسية لأسعار الاستهلاك. أما الهدف الوسيط فقد كان خلال فترة برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998) هو صافي الأصول الداخلية لبنك الجزائر (القروض الداخلية + صافي القروض للدولة + القروض للاقتصاد) مع تثبيت لأهداف ربع سنوية. وابتداءً من عامي 2001/2002 أصبح الهدف الوسيط هو النقد الأساسي M0.

✓ التحول نحو الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية: حيث تم وضع معدل فائدة مرشد محدد وفقا للتطورات الاقتصادية الكلية وكذا تطور المؤشرات النقدية. كما تم إرساء أدوات للسوق النقدية مثل: أخذ الأمانات 24 ساعة ولأجل، مزاد القروض عن طريق المناقصات الذي أدخل عام 1995 كشكل رئيسي لتدخل بنك الجزائر في السوق النقدية وأداة غير مباشرة للسياسة النقدية. ومنذ فبراير 2001 تم إعادة تنشيط أداة الاحتياطي الإجباري تماشيا مع وضع النقد الأساسي M0 كهدف وسيط للسياسة النقدية. وفي 2002 تم إدخال أداة "استرجاع السيولة عن طريق المناقصة"، وذلك بسبب فائض السيولة لدى البنوك. وتجدر الإشارة إلى أن أداة السوق المفتوحة لم تطبق بسبب ضعف سوق السندات الحكومية.

<sup>1</sup> محمد لكصاسي، "الوضع النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر"، صندوق النقد العربي، 2004، ص ص 12-13.

## الفرع الثاني: مرحلة استهداف التضخم (منذ 2009)

شهد عام 2009 تقوية الإطار التشغيلي للسياسة النقدية حيث تمت مراجعة وتكملة الإطار التنظيمي المتعلق بتدخلات بنك الجزائر لتنفيذ أهداف السياسة النقدية والتي أقرتها المادة 62 من الأمر 11/03، وهذا بعد الأزمة المالية العامية 2008 من جهة والتطورات الأخيرة التي عرفها مجال السياسات النقدية في العالم من جهة أخرى. وفي هذا السياق فقد أصدر مجلس النقد والقرض التنظيم 02/09 المؤرخ في 26 ماي 2009 المتعلق بعمليات وأدوات وإجراءات السياسة النقدية. وقد تضمن هذا التنظيم ما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ الأطراف المقابلة لعمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر والعقوبات التي قد يتعرضون لها في حالة عدم احترامهم لواجباتهم كأطراف مقابلة؛
- ✓ السندات المستحقة التي يستطيع بنك الجزائر قبولها كضمان لعملياته للتنازل المؤقت أو المؤكد وكذا طرق تقييمها؛
- ✓ عمليات السياسة النقدية وخاصة العمليات التي يطلب من بنك الجزائر القيام بها في السوق النقدي؛
- ✓ التسهيلات الدائمة (تسهيلات القرض الهامشي، تسهيلات الودائع المدرة للعوائد) كعمليات لصالح البنوك، كأطراف مقابلة لعمليات السياسة النقدية لبنك الجزائر؛
- ✓ إجراءات تدخل بنك الجزائر في السوق النقدي وهي: إجراءات المناقصة الدورية، أو المناقصات السريعة أو عن طريق العمليات الثنائية؛
- ✓ إجراءات حركات الأموال المتعلقة بعمليات السياسة النقدية والتي تتم حصرا عبر نظام التسوية الإجمالية الآنية RTGS المطبق منذ فيفري 2006.

بعد تقوية الإطار التشغيلي للسياسة النقدية عام 2009، شهد عام 2010 تحولا للسياسة النقدية نحو استهداف التضخم، وذلك عبر تعديل قانون النقد والقرض بالأمر 4/10 الصادر في أوت 2010 والمعدل والمتمم للأمر 11/03، حيث أصبح هدف السياسة النقدية كما حددته المادة 35 كمايلي:

" تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية وفي توفير أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار النقدي والمالي"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, Rapport 2010, Op. Cit., pp.119-120.

<sup>2</sup> أنظر الأمر 04/10 المؤرخ في 26 أوت 2010، المعدل والمتمم للأمر رقم 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 50، سبتمبر 2010، ص.11.

بموجب هذا التعديل أصبح استهداف التضخم هو الهدف النهائي المُعلن للسياسة النقدية، ويقصد بهدف التضخم استقرار الأسعار على المدى المتوسط أي معدل تضخم أقل من 3%. وعليه فإن الدور الجديد لبنك الجزائر هو صياغة سياسة نقدية لا تركز على منح القروض (الدور الكلاسيكي) وإنما استهداف التضخم عبر امتصاص فائض السيولة للوصول إلى مستويات التضخم للاقتصاديات الناشئة<sup>1</sup>.

أما في عام 2016 ونتيجة لاستمرار الصدمة النفطية المعاكسة لعام 2014، وما نجم عنها من الحاجة الهيكلية للسيولة نتيجة تقلص حجم السيولة البنكية بسبب انخفاض الودائع تحت الطلب وزيادة حجم النقود القانونية خارج البنوك، فقد اتخذ بنك الجزائر مجموعة من التدابير بغرض إدارة السيولة وجعل البنوك تتوافر على أكبر قدر ممكن من الأموال القابلة للإقراض ومواكبة ديناميكية نمو القروض للاقتصاد. وفي هذا السياق قام بنك الجزائر عبر تعليمات مؤرخة في الفاتح من سبتمبر 2016 بتبيان آليات تنفيذ كل من عمليات السوق المفتوحة من أجل إدارة السيولة وكذا أداة "تسهيل القرض الهامشي" كمايلي<sup>2</sup>:

✓ بالنسبة للأداة الأولى "عمليات السوق المفتوحة": فهي تسمح لبنك الجزائر بتغيير معدل الفائدة الرئيسي والتأثير على سيولة البنوك بدلالة احتياجات تمويل الاقتصاد وهدف التضخم؛

✓ بالنسبة للأداة الثانية "تسهيل القرض الهامشي": فهي تسمح للبنوك بتغطية احتياجاتها المؤقتة للخزينة لدى بنك الجزائر.

ومن أجل التحكم في تكلفة التمويل البنكي للاقتصاد قام بنك الجزائر عبر تعليمة مؤرخة في الفاتح من سبتمبر 2016 بتثبيت المعدل الأقصى الذي تطبّقه البنوك على زبائنها. والهدف من كل هذه التدابير السابقة هو الرفع من كفاءة السياسة النقدية وتحسين آليات انتقالها في ظل بيئة تتميز بالحاجة الهيكلية (وليس الظرفية) للسيولة.

### المطلب الخامس: استحداث أدوات التغطية من مخاطر تقلب أسعار الصرف

على الرغم من أن خطر الصرف قد ظهر مع انهيار نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة عام 1973 وتعويم مختلف العملات الرئيسية تبعاً لذلك، إلا أن وظيفة إدارة خطر الصرف كانت مهمة في البنوك والمؤسسات الجزائرية وذلك خلال فترة تطبيق نظام الصرف الثابت.

<sup>1</sup> محمد لكصاسي، "التطورات الاقتصادية والنقدية لعام 2010 وعناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011"، مداخلة أمام نواب المجلس الشعبي الوطني يوم 16 أكتوبر 2011، ص ص. 22-23.

<sup>2</sup> مداخلة محافظ بنك الجزائر السيد "محمد لوكال" أمام نواب المجلس الشعبي الوطني حول موضوع "التوجهات النقدية والمالية لسنة 2015 والتسعة أشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات التصدي والمرافقة في ظرف صدمة خارجية مستمرة"، جانفي 2017، ص 13.



لكن مع التخلي عن هذا الأخير والتحول نحو النظام المرن برز خطر الصرف إلى الوجود، وفي هذا الإطار قام بنك الجزائر باستحداث بعض الآليات لفائدة الأعوان الاقتصاديين لاستخدامها في التغطي من هذا الخطر. ففي عام 1991 أنشأت "آلية الصرف الآجل" من خلال التنظيم 07/91 المؤرخ في 14 أوت 1991 والمتضمن قواعد وشروط الصرف<sup>1</sup>. وقد جاءت هذه الآلية بغية السماح للمتعاملين الاقتصاديين في الجزائر من استخدام "سوق الصرف الآجل" للتغطي ضد خطر الصرف الذي تزايد بشكل واضح مع التخفيضات والانخفاضات التي شهدتها قيمة الدينار. ويتكون هذا التنظيم الذي أرسى "آلية الصرف الآجل" من 36 مادة يمكن استعراض مضمونها كمايلي:

- ✓ المواد السبعة الأولى منه عبارة عن "أحكام عامة" تضمنت تعريفا لعمليات الصرف، وأن المتعاملين الاقتصاديين المقيمين هم من يحق لهم الاستفادة من العملات الأجنبية لدى بنك الجزائر لتغطية معاملاتهم وسداد التزاماتهم ومدفوعاتهم الدولية. كما أن عمليات الصرف لا بد أن تتم عبر وسيط معتمد وهو البنك التجاري. إضافة لذلك فقد حددت نوعين لعمليات الصرف هما الفورية والآجلة؛
  - ✓ المواد من 8 إلى 15 هي أحكام خاصة "بالصرف الفوري" تضمنت كل ما يتعلق بعمليات الصرف الفورية من تعريف، تنفيذ، السعر المطبق، أوامر الشراء والبيع وتنفيذها؛
  - ✓ المواد من 16 إلى 33 تضم أحكام خاصة "بالصرف الآجل" اشتملت على كل ما يتعلق بعمليات الصرف الآجلة من تعريف، أوامر الشراء والبيع، أنواع الصرف الآجل (الخيارات والعقود الآجلة) وكل ما يتعلق بهما، تنفيذ عمليات الصرف الآجل والسعر المطبق.
- إلا أن "آلية الصرف الآجل" لم تستمر طويلا، حيث تم إلغاؤها في أبريل 1994 وذلك غداة الشروع في تطبيق برنامج التعديل الهيكلي. وذلك راجع لسببين اثنين وهما<sup>2</sup>:
- ✓ ندرة الموارد بالعملة الأجنبية (وسائل الدفع الدولية) التي ميزت النصف الأول من عشرية التسعينيات. مما دفع بنك الجزائر إلى اتخاذ قرار يلزم المستوردين (الخواص والعموميين) بالبحث عن التمويل الخارجي لأنشطتهم؛
  - ✓ استحالة استمرار "آلية الصرف الآجل" في ظل غياب سوق الصرف البنينية للبنوك، لأن استمرارها يعني أن بنك الجزائر هو الذي تقع على عاتقه مسؤولية الطرف المقابل من

<sup>1</sup>Règlement N°91-07 Du 14 Aout 1991 portant règles et conditions de changes.

<sup>2</sup> Conseil National Economique et Social, "Regards sur la politique monétaire en Algérie", Op. Cit., p.108.

أجل سير عملية التغطية لأجل بدلا من البنوك والمؤسسات المالية والوسطاء المتخصصين، الذين يفترض توليهم لهذه المهمة. بعد إلغاء هذا الآلية في أبريل 1994 تم تعويضها بإنشاء سوق الصرف الآجل، إلا أن هذا الأخير وعلى الرغم من تحديد تاريخ 02 جانفي 1996 لانطلاق العمليات فيه، لا يزال هذا السوق غائبا عن الوجود وذلك على الرغم من أهميته في التغطية من خطر الصرف<sup>1</sup>. بحلول عام 2007 قام بنك الجزائر بإصدار التنظيم رقم 01/07 المؤرخ في 3 فيفري 2007 والمتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية، حيث سُمح للبنوك التجارية بممارسة الشراء والبيع لأجل للعمليات الصعبة مع اشتراط وجود بائعين للعملات الأجنبية لأجل.

ومن أجل تدارك التأخر المسجل في مجال إدارة خطر الصرف، فقد قام بنك الجزائر في أكتوبر 2011 باتخاذ إجراءات جديدة من أجل تفعيل وتنشيط دور البنوك في سوق الصرف وخاصة ما تعلق بالتغطية من خطر الصرف لفائدة المؤسسات لاسيما الصغيرة والمتوسطة<sup>2</sup>، فقد أصدر مجلس النقد والقرض التنظيم (2011/06) الذي بموجبه انتقل أجل ترحيل (تحويل) إيرادات الصادرات من 120 يوما إلى 180 يوما<sup>3</sup>.

كما قام مجلس النقد والقرض بتعديل تعليمتين واحدة تتعلق بسوق الصرف البيئية للبنوك والأخرى بنسبة ترحيل إيرادات التصدير خارج المحروقات<sup>4</sup>، حيث يرخص بنك الجزائر من خلال التعليمية الأولى للبنوك بأن تجري فيما بينها عمليات القرض والاقتراض بالعملة الأجنبية والقابلة للتحويل بكل حرية في سوق الصرف البيئية للبنوك ولمدة يمكن أن تصل إلى 180 يوما، ولكن شريطة أن تخصص وتوجه بشكل أساسي إلى تغطية خطر الصرف على عمليات استيراد وتصدير السلع. أما بموجب التعليمية الثانية فبالاعتماد على الإثباتات الضرورية بإمكان المصدريين

<sup>1</sup> Conseil National Economique et Social, "Regards sur la politique monétaire en Algérie", Op. Cit., p.115.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2011: évolution économique et monétaire en Algérie", Mai 2012, p.60.

<sup>3</sup> Règlement N° 2011-06 du 19 octobre 2011 modifiant et complétant le règlement N°07-01 du 03 février 2007 relatif aux règles applicables aux transactions courantes avec l'étranger et aux comptes devises.

<sup>4</sup> أنظر في هذا الصدد:

- Instruction N°04/2011 du 19/11/2011 modifiant et complétant l'instruction 79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

- Instruction N°05/2011 du 19/11/2011 modifiant les dispositions de l'instruction 22/94 du 12 avril 1994 modifiée et complétée, fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrants droit à l'inscription au (X) compte(s) devises des personnes morales.

الاستفادة من 40% من إيرادات التصدير خارج المحروقات أو المواد المنجمية لاستخدامه في ترقية صادراتهم<sup>1</sup>.

أما في عام 2016 وفي سياق مواجهة تداعيات صدمة انهيار أسعار النفط، فقد قام بنك الجزائر بتعديل التنظيم رقم 01/07 لعام 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية، بالتنظيم الجديد رقم 04/16 المؤرخ في 17 نوفمبر 2016 والذي تضمن تدابير جديدة لتسهيل عملية التصدير خارج المحروقات وتمديد آجال ترحيل عائدات التصدير من 180 يوم إلى 360 يوم، مع إدراج إلزامية اكتتاب عقد تأمين التصدير لما تتجاوز هذه الآجال ستة أشهر<sup>2</sup>.

### المطلب السادس: تحسين قابلية تحويل الدينار وتخفيف تدابير الرقابة على الصرف

تميزت عشرية التسعينيات بدخول الاقتصاد الجزائري في إصلاحات شاملة لمواكبة التحول نحو اقتصاد السوق، فقد تم إصدار قانون النقد والقرض (10/90) لإصلاح النظام المصرفي وتكريس بداية التحرير المالي في الجزائر، حيث عكفت السلطات على إضفاء بعض المرونة في تدابيرها الرقابية على الصرف وحركة رؤوس الأموال، والتي تجسدت مع جعل الدينار قابلاً للتحويل الجاري في حين لا تزال هناك بعض الإجراءات الرقابية المفروضة على بعض المدفوعات والتحويلات المتعلقة بالحساب الرأسمالي لميزان المدفوعات.

### الفرع الأول: تحسين قابلية تحويل الدينار

إن الرقابة الصارمة التي كانت مفروضة على حركة رؤوس الأموال إبان حقبة نظام الصرف الثابت في الجزائر قد نجم عنها بالأساس تنامي ظاهرة أسواق الصرف الموازية وتباعد الفجوة بين سعر الصرف الرسمي والسعر الموازي. ومع مطلع التسعينيات بدأت السلطات الجزائرية بالرفع التدريجي لهذه القيود المفروضة وتحسين قابلية تحويل الدينار، وهذا على مراحل كمايلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> تشير هنا إلى أن هذه النسبة قد حددت في تعليمة صادرة عام 1998 ب10% ثم رفعت إلى 20% في تعليمة معدلة عام 2002. أنظر: Article 2 bis, instruction N°07/2002 du 26/12/2002 modifiant les dispositions de l'instruction 22/94 du 12 avril 1994 modifié, fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrants droit à l'inscription au (X) compte(s) devises des personnes morales.

<sup>2</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص. 4.

<sup>3</sup> راجع في هذا الشأن:

- مداخلة المدير العام السابق للصرف ببنك الجزائر السيد "محدد واعلي براهتي" خلال ورشة العمل حول موضوع "ترقية الصادرات خارج المحروقات"، مرجع سبق ذكره.

- Banque d'Algérie, "Note sur le contrôle de change et la convertibilité du dinar", Mars 2001.

Disponible sur le site: <http://www.bank-of-Algeria.dz/docs1.html>. (Consulté le 20/8/2016).

- ✓ في عام 1990 قامت الحكومة بتحرير جزئي للرقابة على الصرف استفاد منه قطاع تجارة السلع، كما تم السماح بالشراء والبيع الآجل للعملات الصعبة، هذه الأخيرة تم إلغاؤها لاحقا عام 1995 نظرا لتكالييفها الباهظة؛
- ✓ في أبريل 1991 أصدر بنك الجزائر التنظيم رقم 03/91 المؤرخ في 20 فيفري 1991 المتعلق بجعل الدينار قابلا للتحويل التجاري، والتي تخص المعاملات التجارية فقط والقيام بها بشكل تدريجي واحترافي وذلك نظرا لعدم كفاية احتياطات الصرف آنذاك؛
- ✓ خلال عام 1994 شرعت الجزائر في تطبيق الإصلاح الاقتصادي الشامل المعروف بـ "برنامج التعديل الهيكلي" وذلك لمواجهة أزمتها الاقتصادية، كما قامت بتوقيع اتفاق إعادة جدولة ديونها الخارجية، وهو ما سمح لها أن تحقق وفرات مالية من النقد الأجنبي سمحت لها بتطبيق قابلية التحويل التجاري فعليا. وقد تجسد ذلك من خلال إصدار بنك الجزائر في 12 أبريل 1994 للتنظيم رقم 11/94 المعدل والمتمم للتنظيم رقم 03/91 والمتعلق بقابلية التحويل التجاري للدينار الجزائري والتي تم اعتبارها بمثابة مرحلة أولى في تفعيل قابلية التحويل؛
- ✓ في جوان 1995 جاءت المرحلة الثانية لقابلية تحويل الدينار، حيث رخص بنك الجزائر لنفقات الصحة والتعليم والتي تسمى بالمعاملات الجارية غير المنظورة بالحصول على العملات الأجنبية بعد تقديم الإثباتات الضرورية، ووفقا للمبالغ المحددة في التنظيمات السارية المفعول؛
- ✓ في 28 أوت 1997 جاءت المرحلة الثالثة لقابلية التحويل بعد أن تم تدعيمها على مستوى الخدمات، حيث رخص بنك الجزائر لنفقات السفر إلى الخارج للمواطنين بالحصول على سقف محدد سنويا من النقد الأجنبي\*؛
- ✓ اعتبارا من 15 سبتمبر 1997 أصبحت قابلية التحويل الجاري للدينار الجزائري فعلية على مستوى شبابيك البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة وفي حدود المبلغ السنوي المخصص لذلك، حيث سمح تحسن الوضع المالي للجزائر واستقرار ميزان المدفوعات وسعر صرف الدينار على مستوى سوق الصرف من تحقيق هذا التقدم في مجال قابلية التحويل الجاري للدينار. وتمكنت بذلك الجزائر كبلد عضو في صندوق النقد الدولي منذ سبتمبر 1963 من

\* تشير في هذا الصدد، إلى أن التنظيم رقم 01/07 الصادر في 3 فيفري 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية قد أوضح في المادة 77 الفقرة 3 مايلى: "يستفيد المواطنون المقيمون في إطار سفرهم إلى الخارج من حق سنوي للنقد الأجنبي يتم تحديد مبلغه وكيفياته بتعليمية يصدرها بنك الجزائر، وهذه المنحة يتم صرفها من قبل البنوك التجارية المعتمدة". وحاليا يتم منح هذه المنحة مقابل دفع مبلغ 15000 دج.

تبنى أحكام المادة الثامنة [القسم الثاني (الفقرة أ)، والقسم الثالث والرابع] من القوانين الأساسية لصندوق النقد الدولي التي تلزم الدول الأعضاء بقبالية التحويل الجاري لعملاتهم. حيث ينص القسم الثاني الفقرة أ من المادة الثامنة على مايلي: "...لايجوز لأي بلد عضو أن يفرض بدون موافقة الصندوق قيودا على إجراء المدفوعات والتحويلات الخاصة بالمعاملات الدولية الجارية...". في حين ينص القسم الثالث المعنون ب"تجنب الممارسات النقدية التمييزية" على مايلي: "...لايجوز لأي بلد عضو أن يتخذ إجراءات نقدية ذات طابع تمييزي أو يمارس تعدد سعر الصرف أو يأذن لأي من هيئاته المالية... أن تقوم بإجراءات أو ممارسات كهذه...".<sup>1</sup>

✓ بحلول عام 2007 عززت الجزائر الإطار التشريعي لقبالية التحويل الجاري للدينار من خلال إصدار التنظيم رقم 01/07 المؤرخ في 03 فيفري 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية. حيث بموجب هذا التنظيم أصبحت قابلية التحويل الجاري للدينار تشمل كل المعاملات الجارية لميزان المدفوعات (السلع، الخدمات، والتحويلات)، وهو ما أكدته المادة الثالثة منه حيث نصت على مايلي: "...المدفوعات والتحويلات المرتبطة بالمعاملات الدولية الجارية تعتبر حرة، وتتم من طرف الوسطاء المعتمدين"<sup>2</sup>.

وكانت تعليمة صادرة عن بنك الجزائر تحت رقم 07/02 مؤرخة في 31 ماي 2007 والمتعلقة بالعمليات الخاصة بالمعاملات الجارية مع الخارج والمتممة بالتعليمة 07/03 المؤرخة في 31 ماي 2007، والمعدلة والمتممة بالتعليمة رقم 07/05 المؤرخة في 11 جوان 2007 قد حددت المجالات التي تشملها المعاملات الجارية التي تتمتع بقبالية التحويل في تسعة مجالات وهي: عمليات التجارة الخارجية للسلع، العمليات المتعلقة بالنقل، عمليات التأمين وإعادة التأمين، العمليات المالية، السفر، المساعدة التقنية والعمليات المرتبطة بالإنتاج، العمليات المرتبطة بالاتصالات، المداخل، العمليات الجارية الأخرى.

✓ في عام 2016 وفي إطار مواجهة تداعيات صدمة انهيار أسعار النفط المستمرة منذ جوان 2014، قام بنك الجزائر بإضفاء مرونة أكبر على بعض تدابير الرقابة على الصرف من أجل معالجة الضعف الحاصل في الصادرات خارج المحروقات، وفي هذا السياق قام بإقرار مايلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> اتفاقية صندوق النقد الدولي،

www.imf.org/external/pubs/ft/aa/ara/index.pdf :

<sup>2</sup>Réglement N°07-01 du 03 février 2007 relatif aux règles applicables aux transactions courantes , avec l'étranger et aux comptes devises.

<sup>3</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.4.

➤ التحسين النشط (Perfectionnement Actif) والمتمثل في إلغاء إلزامية الحصول من طرف مستوردي المواد التي تدخل في عملية إنتاج السلع الموجهة للتصدير على ترخيص من بنك الجزائر لتسوية الاستيراد المؤقت لهذه المواد، وهذا في الحالة التي يتم فيها التسديد المتعلق بهذه المواد المستوردة من خلال خصم حسابات المصدرين بالعملة الصعبة؛

➤ تمديد آجال الترحيل لعوائد التصدير من 180 يوم إلى 360 يوم، مع إدراج إلزامية اكتتاب عقد تأمين التصدير لما تتجاوز هذه الآجال الستة أشهر. ويسمح هذا التدبير بالحفاظ على احترام إلزامية الترحيل فور التسديد، ويستفيد المصدر في نفس الوقت من إمكانية الحصول لدى بنكه على تسبيقات تضمن بعقد التأمين لدعم نشاطه.

### الفرع الثاني: تخفيف القيود على قابلية تحويل حساب رأس المال لميزان المدفوعات

تشمل قابلية تحويل حساب رأس المال في الجزائر مجالات معينة فقط، إذ أن هناك ضوابط لازالت مفروضة على بعض معاملات حساب رأس المال يلخصها الجدول الموالي:

**الجدول (03-12): أهم الضوابط على معاملات رأس المال في الجزائر.**

ملاحظات	مدى وجود الضوابط	البيان
ملاحظات	مدى وجود الضوابط	البيان
- منذ 26 جويلية 2009 وبموجب قانون المالية التكميلي تم إقرار قاعدة (49/51) التي تنص على أن الحد الأقصى لمساهمة الأجانب في أي مشروع جديد للاستثمار الأجنبي المباشر هو 49%. وهو ما يعتبر بمثابة فرض لضوابط جديدة على الاستثمارات الأجنبية الوافدة ما قد يؤثر سلبا على عملية استقطابها.	- ابتداءً من عام 1991 أصبح لمجلس النقد والقرض صلاحية منح الموافقة على الاستثمارات الأجنبية والمشاريع المشتركة. - ممارسة الاستثمار الأجنبي المباشر تتم بكل حرية باستثناء قطاعات محددة. - عام 2005 اتخذ بنك الجزائر إجراءات جديدة تسهل تحويل الأرباح ونواتج التنازل عن الأصول التي مصدرها الاستثمار الأجنبي. وتتم طلبات التحويل من خلال الوسيط المرخص لهم، على أن تخضع لاحقا للرقابة البعيدة لمصالح بنك الجزائر.	الاستثمار الأجنبي المباشر
- لم يتطرق التشريع الجزائري إلى قضية إصدار الأوراق المالية محليا من طرف غير المقيمين. - هناك قيود تفرضها الجزائر على المعاملات في الأدوات النقدية في الخارج.	- الاستثمار في السوق المالي مفتوح أمام المقيمين وغير المقيمين بموجب التنظيم رقم (04-2000) الصادر عن بنك الجزائر والمتعلق بحركة رؤوس الأموال الخاصة باستثمارات الحافظة لغير المقيمين، الذي يسمح لهم بحرية شراء القيم المتداولة المدرجة في البورصة. كما أن المادة الرابعة من هذا التنظيم تضمن لهم تحويل المداخيل (أرباح الأسهم والفوائد) الناتجة عن استثماراتهم، حيث يجب إتمام عمليات تحويل العوائد من قبل غير المقيمين من خلال الوسيط المرخص لهم.	استثمارات الحافظة (النقد، السندات، الأسهم)
- لا تفرض الجزائر ضوابط على	تطبيق الضوابط على جميع معاملات الائتمان	عمليات الائتمان

<p>الاقتراض التجاري من الخارج، وبالمقابل تفرض ضوابط على عمليات منح الائتمان للخارج.</p>	<p>والضمانات وشركات التأمين والوحدات الاحتياطية غير المالية.</p>	
<p>- تسمح الجزائر بحسابات النقد الأجنبي لغير المقيمين بعملات أجنبية أو بالعملة الوطنية. في حين أن قابلية تحويل حسابات المقيمين لازالت تخضع لقيود.</p>	<p>يمكن للمقيمين وغير المقيمين فتح حسابات بالعملة الأجنبية لدى أي بنك تجاري مرخص له، وذلك بموجب المادة الأولى من التنظيم رقم (01/09) المؤرخ في 17 فيفري 2009 والمتعلق بالحسابات بالعملة الأجنبية للأشخاص الطبيعيين، من جنسية أجنبية، المقيمين وغير المقيمين، والأشخاص المعنويين غير المقيمين.</p>	<p>فتح حسابات بالعملة الأجنبية</p>
<p>- تتراوح القيود المفروضة على التدفقات الخارجة بين الحصول على الموافقة المسبقة إلى المنع الكلي.</p>	<p>- تخضع تحويلات رأس المال للخارج لموافقة البنك المركزي. - يسمح للأعوان الاقتصاديين المقيمين بطلب تحويل الأموال لضمان تمويل أنشطتهم خارج الوطن والتي تعتبر مكملة لنشاطهم الإنتاجي للسلع والخدمات في الجزائر، وذلك شريطة حصولهم على ترخيص من مجلس النقد والقرض والتزامهم بإعادة توظيف فوائض مداخيلهم و/أو أرباحهم. وهذا بموجب قانون النقد والقرض (10/90) والتعديلات التي عرفها، وكذا التنظيم (2002/01).</p>	<p>تحويلات رأس المال للخارج</p>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- KPMG Algérie, " Guide investir en Algérie", édition 2011, p.102.
- A. Tahari, P. et al., "Financial Sector Reforms and Prospects for Financial Integration in Maghreb Countries ", IMF Working Paper, WP/07/125, International Monetary Fund, May 2007, p.15.

توضح معطيات الجدول أعلاه أن الجزائر من البلدان التي بدأت في تحرير حسابها الرأسمالي لميزان المدفوعات ولكن بشكل احترازي، حيث يلاحظ وجود بعض القيود والضوابط على بعض المعاملات لاسيما ما تعلق بخروج رؤوس الأموال للخارج.

## المبحث الثالث: تحليل تطور أسعار الصرف الثنائية والفعلية للدينار الجزائري على ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن

يحاول هذا المبحث تحليل تطور أسعار الصرف الاسمية للدينار الجزائري مقابل أهم العملات الدولية، وبعد ذلك يستعرض تطور أسعار الصرف الفعلية للدينار بشقيها الاسمية والحقيقية وهذا منذ التحول نحو نظام الصرف المرن.

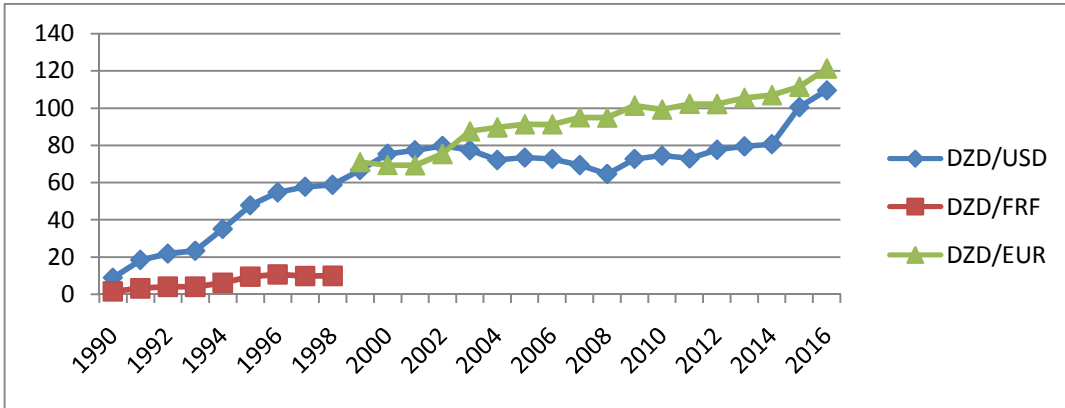
### المطلب الأول: تطور أسعار الصرف الاسمية الثنائية للدينار مقابل أهم العملات الدولية

يتناول هذا المطلب التطورات الحاصلة في سعر صرف الدينار منذ تعويمه الموجه وذلك مقابل كل من: الدولار الأمريكي، الفرنك الفرنسي (الذي تم تعويضه ابتداء من عام 1999 بعملة اليورو)، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، وكذلك وحدة حقوق السحب الخاصة.

### الفرع الأول: تطور أسعار صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي واليورو (1990-2016)

يوضح الشكل الموالي تطور أسعار الصرف الاسمية الثنائية للدينار الجزائري مقابل كل من الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي واليورو وهذا للفترة (1990-2016).

الشكل (03-02): تطور أسعار صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي والفرنك الفرنسي واليورو (الوحدة: دينارات جزائرية لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية) (1990-2016)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر؛ وإحصائيات صندوق النقد العربي.

من الشكل أعلاه يمكن الخروج بالملاحظات الآتية:

#### 1. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي

عرف مسار تطور سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1990-

2016) أربعة مراحل أساسية كمايلي:



- ✓ مرحلة التراجع المستمر: والتي امتدت من عام 1990 إلى غاية عام 2002 حيث انخفض الدينار أمام الدولار بصفة مستمرة وينسب متفاوتة، أشدها سجلت خلال عامي 1991 و1994 حيث بلغت نسبة التراجع 112.05 % و 50.21 % على الترتيب؛
- ✓ مرحلة التحسّن: والتي ميزت عامي 2003 و2004 على التوالي حيث ارتفعت قيمة الدينار أمام الدولار بمقدار 2.89 % و 6.86 %؛
- ✓ مرحلة المسار المتذبذب وذلك خلال الفترة 2005-2010 حيث يرتفع الدينار أحيانا أمام الدولار وينخفض أحيانا أخرى. وقد شهد عام 2009 (الذي تميز بأزمة اقتصادية ومالية عالمية) أكبر تراجع في قيمة الدينار أمام الدولار بنسبة 12.51 % حيث بلغ سعر الصرف 72.64 دج لكل دولار أمريكي؛
- ✓ مرحلة التراجع (2011-2016): خلال هذه الفترة تراجعت قيمة الدينار مقابل الدولار، واشتد هذا التراجع خلال العام 2015 وهذا في أعقاب صدمة انهيار أسعار النفط التي ميّزت عام 2014، حيث انخفضت قيمة الدينار بـ 20 % مقابل الدولار، وخلال السداسي الأول لعام 2016 تراجعت بـ 3.2 %، وابتداء من الثلاثي الثالث لعام 2016 عرف سعر صرف الدينار مقابل الدولار استقرارا في حدود 110 دج للدولار الواحد.

## 2. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل الفرنك الفرنسي

تميّز الدينار بانخفاض مستمر مقابل الفرنك الفرنسي (باستثناء التحسّن الطفيف المسجل خلال عامي 1993 و1997)، وقد سجلت أكبر نسبة للتراجع عام 1991 بما مقداره 99.04 %، تلتها تلك المسجلة عام 1994 بنسبة 53.18 %، وهما الفترتان التي شهدتا إجراء تخفيض رسمي في قيمة الدينار. وبشكل عام فقد انخفضت قيمة الدينار أمام الفرنك الفرنسي بنسبة 83.48 بالمائة خلال الفترة (1990-1999).

## 3. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل اليورو

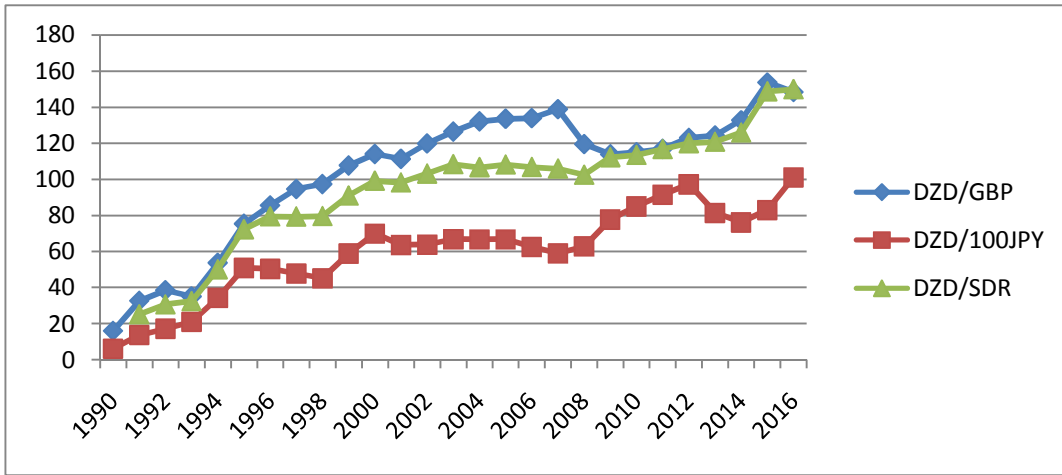
لقد شهد عام 1999 ميلاد عملة جديدة هي "اليورو" والتي كانت ثمرة التكامل الاقتصادي والنقدي الأوروبي. وتحليل تطور سعر صرف الدينار مقابل هذه العملة بالاعتماد على معطيات الشكل أعلاه يلاحظ أنه عرف مسارا متذبذبا كان التراجع فيه أكثر من التحسّن. فقد شهد عامي 2000 و2010 أكبر نسب التحسّن في قيمة الدينار مقابل اليورو بما مقداره 2.17 و 2.079 % على الترتيب، في حين عرف عام 2003 أعلى نسبة انخفاض في قيمة الدينار أمام اليورو بنسبة 16.09 %، حيث بلغ سعر الصرف 87.4722 دج لكل يورو. وخلال عام 2015 وتبعاً لصدمة

انهيار أسعار النفط فقد تراجع الدينار بمعدل 3.8 % مقابل اليورو، ثم ليواصل انخفاضه في عام 2016 حيث بلغ سعر الصرف مامقداره 121.17 دج لكل واحد يورو.

### الفرع الثاني: تطور سعر صرف الدينار مقابل الين الياباني، الجنيه الإسترليني ووحدة حقوق السحب الخاصة (1990-2016)

يوضح الشكل أدناه التطورات الحاصلة في سعر صرف الدينار مقابل كل من عملات الين الياباني، الجنيه الإسترليني ووحدة حقوق السحب الخاصة.

الشكل (03-03): تطور أسعار الصرف الاسمية للدينار مقابل الجنيه الإسترليني، الين الياباني، ووحدة حقوق السحب الخاصة (1990-2016) (الوحدة: دينارات جزائرية لكل وحدة واحدة من العملة الأجنبية)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر؛ وإحصائيات صندوق النقد العربي.

من الشكل أعلاه يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

#### 1. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل الجنيه الإسترليني

خلال الفترة (1990-2007) شهد الدينار الجزائري انخفاضا متواصلا أمام الجنيه الإسترليني حيث انتقل سعر الصرف من 15.98 دج عام 1990 ليلبغ أعلى مستوى للتراجع عام 2007 ب 138.79 دج لكل جنيه إسترليني. وخلال عام 2008 شهد الدينار تحسنا قويا أمام الإسترليني بنسبة بلغت 86.04 % وذلك راجع بالأساس إلى انهيار قيمة الإسترليني أمام الدولار الأمريكي حيث تراجع بنسبة 26.5 % وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية والانكشاف الكبير للبنوك البريطانية أمام القروض العقارية الأمريكية عالية المخاطر<sup>1</sup>. وبعد ذلك عاود الدينار من جديد تراجع أمام الجنيه الإسترليني حيث شهد عام 2015 (والذي تميز باستمرار صدمة انهيار أسعار النفط) أكبر نسبة انخفاض بلغت 13.65 %.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2008: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Juin 2009, p.16

## 2. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل الين الياباني

شهد الدينار خلال الفترة (1990-1996) انخفاضا متواصلا أمام الين الياباني، وبعد ذلك عرف تطوره مسارا متذبذبا بين التحسن أحيانا والتراجع أحيانا أخرى، إلا أنه وابتداء من عام 2008 عاود الدينار الانخفاض مُجدداً ليبلغ أعلى مستوى تراجع عام 2011 بمتوسط سعر صرف بلغ 91.48 دج لكل وحدة بين ياباني، ويعود ذلك بالأساس إلى التحسن الكبير الذي عرفته العملة اليابانية خلال عام 2011 بالرغم من التدخلات الدورية لبنك اليابان في سوق الصرف، وذلك راجع لكون الين أصبحت "عملة الملجأ" المفضلة لدى المستثمرين (مثله مثل "الفرنك السويسري") وذلك في أعقاب تزايد المخاطر المرتبطة بالاستقرار المالي الناجمة عن أزمة منطقة اليورو<sup>1</sup>. وقد وصل الدينار تراجعاً أمام الين باستثناء عامي 2013 و2014، حيث بلغ متوسط سعر صرفه عام 2016 ما مقداره 101.01 دج لكل وحدة بين ياباني.

## 3. بالنسبة لتطور سعر صرف الدينار مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة

تتمتع سلّة وحدة حقوق السحب الخاصة بقدر كبير من الاستقرار لا تتمتع به أي عملة أخرى، ذلك كونها لا تتبع دولة محددة وبالتالي لا تتأثر بأدائها الاقتصادي ولا بوضع ميزانها التجاري، يضاف إلى ذلك أن التقلبات بين العملات الأساسية المشكّلة لها غالباً ما تكون متقابلة وبالتالي لا تنعكس في قيمة وحدة حقوق السحب الخاصة إلا في حدود الأوزان النسبية لهذه العملات في سلّة الربط، كما أن هذه السلّة تمنح وزناً شبه متساو لكل من الدولار الأمريكي واليورو ما يدعم استقرار قيمتها، وهو ما يجعل منها دليلاً جيداً حول تطور قيمة أي عملة مقابلها<sup>2</sup>. ومن الشكل أعلاه يلاحظ أن سعر صرف الدينار مقابل وحدة حقوق السحب الخاصة في تراجع مستمر أمامها حيث انتقل من 25.2748 دج عام 1991 لكل وحدة سحب خاصة ليصل عام 2016 إلى 149.87 دج، بمعنى أن الدينار الجزائري قد خسر خلال 25 سنة ما مقداره 83.07% من قيمته مقابل هذه العملة المستقرة نسبياً.

## الفرع الثالث: تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر صرف الدينار الجزائري

في مايلي استعراض لأهم الظروف التي مرت بها أسواق الصرف الدولية وانعكاساتها على سعر صرف الدينار، وذلك من خلال تلخيص أهم ما ورد بهذا الشأن في مختلف تقارير بنك الجزائر، مثلما يوضحه الجدول الموالي:

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2011: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Mai 2012, p.15.

<sup>2</sup> مصرف سورية المركزي، "ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، دمشق، 2008، ص.7.

الجدول (03-13): ملخص حول تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر صرف الدينار (1999-2015)

التقرير السنوي	تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر صرف الدينار الجزائري
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2002	تميزت الفترة الممتدة من جانفي 1999 إلى جانفي 2002 بتراجع اليورو أمام الدولار، وبالنسبة للدينار فقد تراجع سعر صرفه الاسمي مقابل الدولار في حين تحسن مقابل اليورو.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2003	شهدت أسعار صرف أهم العملات العالمية تحركات كبيرة في أسواق الصرف الدولية وذلك منذ ماي 2003، حيث تراجع الدولار الأمريكي أمام أهم العملات ولاسيما اليورو، وذلك استجابة للعجز المزدوج في المالية العامة والحساب الجاري لأمريكا، إضافة إلى التوترات الجيوسياسية التي ميزت هذه الفترة. كما سجل سعر الصرف الاسمي الفعلي للدولار تراجعا عام 2003 بنسبة 20%. وبالنسبة للدينار فقد تحسن اتجاه الدولار ب2.89% في حين تراجع أمام اليورو ب16.09%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2004	تميزت أسواق الصرف الدولية باستمرار تراجع الدولار أمام اليورو بوتيرة متسارعة منذ مارس 2004 وذلك لمجموعة من الأسباب منها: قرار بعض البلدان الآسيوية وخاصة اليابان بعدم التدخل في سوق الصرف، وقيام الاحتياطي الفيدرالي بإعادة الرفع التدريجي لأسعار الفائدة، إضافة إلى عودة التضخم الناتج عن ارتفاع أسعار المواد الغذائية الرئيسية، وزيادة العجزات في الولايات المتحدة. وقد نتج عن ذلك تراجع الدينار الجزائري أمام اليورو ب2.48% وتحسن أمام الدولار ب6.86%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2005	سجل السداسي الأول من عام 2005 تحسن الدولار مقابل اليورو بنسبة 12.59%، وجاء هذا الارتفاع نتيجة لمجموعة من الأسباب الفنية والظرافية مثل: مراجعة الصين لنظام الصرف فيها وتحولها من النظام الثابت إلى سلة عملات، والانتخابات التي عرفتها ألمانيا، والاضطرابات الاجتماعية التي ميزت فرنسا وذلك في ظل ارتفاع معدل البطالة وتراجع النمو في منطقة اليورو، إضافة إلى تحسن الآفاق والإحصائيات المتعلقة بالاقتصاد الأمريكي (انتعاش الاستهلاك، زيادة الوظائف...). وبالنسبة لسعر صرف الدينار الجزائري فقد سجل تراجعا أمام العملتين السابقتين (1.79% مقابل الدولار و1.85% مقابل اليورو).
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2006	تميزت أسواق الصرف الدولية بتراجع تدريجي للدولار والين الياباني، في حين سجل اليورو تحسنا. ويرجع ضعف الدولار إلى انخفاض فارق أسعار الفائدة لصالح منطقة اليورو، وأفاق النمو القوي في منطقة اليورو، ومخاطر استمرار العجز في الحساب الجاري الأمريكي، إضافة إلى قيام بعض البنوك المركزية بتنويع احتياطاتها الرسمية. وعلى عكس السنوات السابقة فإن تطور سعر صرف الدينار أمام الدولار واليورو لايعكس ظروف أسواق الصرف الدولية بقدر ما يعكس انخفاض فارق التضخم مع أهم الشركاء التجاريين للجزائر. حيث تحسن متوسط سعر صرف الدينار مقابل الدولار ب1% وأمام اليورو ب0.06%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2007	تميز عام 2007 بالأزمة المالية العالمية الناجمة عن الصعوبات التي عرفها سوق القروض العقارية ذات المخاطر العالية في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي ظل هذه الأزمة استمر ضعف الدولار الأمريكي أمام معظم العملات العالمية وخاصة اليورو. ويعود ذلك أساسا إلى تدهور آفاق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، وأزمة القروض العقارية، واتساع فارق أسعار الفائدة مع منطقة اليورو. أما سعر صرف الدينار فقد تحسن أمام الدولار ب4.51% وتراجع أمام اليورو ب4.11%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2008	مع استمرار الأزمة المالية العالمية، واصل الدولار تراجعته أمام اليورو بنسبة 7.4%. في حين أن متوسط سعر صرف الدينار قد عرف تحسنا بلغ 6.91% أمام الدولار و0.14% أمام اليورو.

التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2009	عرفت أسواق الصرف الدولية تطورات متذبذبة، لكن في المتوسط السنوي عرف الدولار تحسنا أمام اليورو بنسبة 5.37%. ويرجع ذلك إلى انخفاض فارق أسعار الفائدة بين الولايات المتحدة ومنطقة اليورو، والآفاق الاقتصادية غير المشجعة في منطقة اليورو. أما فيما يخص سعر صرف الدينار فقد تراجع أمام الدولار ب 12.51%. ونفس الشيء بالنسبة لليورو حيث تراجع أمامه بنسبة 6.78%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2010	تميز عام 2010 بتزايد مخاطر الصرف نتيجة التقلبات الشديدة في أسعار صرف اليورو-دولار. ولكن في المتوسط السنوي تحسن الدولار بنسبة 4.86% مقابل اليورو. وبالنسبة للدينار فقد تراجع متوسط سعر صرفه السنوي مقابل الدولار بنسبة 2.42% مقارنة بسنة 2009، في حين تحسن ب 2.07% مقابل اليورو.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2011	عرف سعر صرف اليورو-دولار تذبذبات قوية، تميزت بضعف اليورو خاصة خلال شهري نوفمبر وديسمبر، وذلك راجع لعدة عوامل منها: أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، تزايد المخاطر المالية الناجمة عن عدم الاستقرار المالي وذلك بالموازاة مع الضعف الذي ميز النشاط الاقتصادي في منطقة اليورو خلال الربع الأخير من سنة 2011. وفي المتوسط السنوي تراجع الدولار أمام اليورو بنسبة 5%. وبالنسبة للدينار الجزائري فقد تحسن متوسط سعر صرفه مقابل الدولار بنسبة 2.08%، وتراجع بنسبة 3.04% مقابل اليورو.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2012	تميز عام 2012 باستمرار تداعيات الأزمة المالية العالمية وزيادة حدة تقلبات أسعار صرف معظم العملات الرئيسية. وقد تراجع اليورو أمام الدولار في المتوسط السنوي ب 7.59% مقارنة بعام 2011. وبالنسبة للدينار فقد شهد في المتوسط السنوي تحسنا ضعيفا أمام اليورو ب 0.05% وتراجعا أمام الدولار ب 6.45%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2013	تميز النشاط الاقتصادي العالمي بعودة التعافي التدريجي للاقتصادات المتقدمة من تداعيات الأزمة المالية العالمية ولكن بدرجات متفاوتة، كما شهدت أسعار صرف العملات الرئيسية تحركات واسعة تزايدت خلال شهري ماي وجوان. وبشكل عام فقد عرف اليورو في المتوسط السنوي تحسنا أمام الدولار ب 3.04% مقارنة بعام 2012. وبالنسبة للدينار الجزائري فقد شهد المتوسط السنوي لسعر صرفه تراجعا أمام كل من الدولار ب 2.36% واليورو ب 3.21%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2014	شهد عام 2014 صدمة انهيار أسعار النفط وما رافقها من تقلبات كبيرة في أسواق الصرف الدولية، مما أثر سلبا على عملات العديد من البلدان الناشئة وخاصة المصدرة للنفط. كما ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي بشكل كبير أمام اليورو. وبالنسبة للدينار الجزائري فقد تراجع ب 1.49% مقابل الدولار و 1.39% مقابل اليورو.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2015	استمرت صدمة انهيار أسعار النفط، كما شهدت أسواق الصرف الدولية تقلبات لأسعار صرف العملات الرئيسية أمام الدولار الأمريكي حيث تراجعت بشكل كبير أمامه. وبالنسبة للدينار الجزائري فقد تراجع مقابل الدولار ب 20%، ومقابل اليورو ب 3.8%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية (باللغة الفرنسية) من سنة 2002 إلى غاية 2015، وخاصة الفصل الأول (المحيط الدولي) والفصل الرابع (ميزان المدفوعات والدين الخارجي).

من خلال ماسبق ذكره في هذا المطلب حول تحليل تطورات أسعار الصرف الاسمية للدينار الجزائري منذ التحول نحو نظام الصرف المرن يمكن الخروج بالملاحظات والاستنتاجات التالية:

✓ ظاهرة الانخفاض المستمر في القيمة الخارجية للدينار منذ قرار التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو مرونة سعر الصرف منتصف التسعينيات، وهذا الانخفاض (أو التدهور) يتنافى مع الافتراضات النظرية لعملية تعويم العملة التي تقتضي ارتفاع قيمتها أحيانا وتراجعها أحيانا أخرى وفقا لظروف العرض والطلب في سوق الصرف، فالتحليل السابق للتطورات الحاصلة في أسعار صرف الدينار مقابل مختلف العملات الرئيسية يوضح أن الاتجاه العام للقيمة الخارجية للدينار هو نحو التراجع؛

✓ حساسية الاقتصاد الجزائري الشديدة لتحركات سعر الصرف "يورو/دولار"، فالدولار هو عملة تسعير أهم صادرات الجزائر وهو النفط، في حين أن اليورو هو عملة فترة الجزء الأكبر (أكثر من 60 بالمائة) من واردات الجزائر. وعليه فتحركات سعر الصرف "يورو/دولار" تعتبر صدمة خارجية قوية للاقتصاد الجزائري كونها تتسبب في تقلبات عالية في الاقتصاد، فمثلا تراجع قيمة الدولار أمام اليورو يؤدي إلى تدهور معدلات التبادل التجاري للجزائر، وارتفاع تكلفة الاستيراد، وتفشي ظاهرة التضخم المستورد، وتراجع قيمة احتياطات الصرف المقومة بالدولار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: تطور أسعار صرف الدينار الفعلية الاسمية والحقيقية (1990-2016)

تعتبر أسعار الصرف الفعلية (الاسمية أو الحقيقية) متوسط عدة أسعار صرف ثنائية (اسمية أو حقيقة) بين البلد المعني وأهم شركائه التجاريين مرجحا بحصص التجارة الخاصة بكل شريك. وفي هذا المطلب سيتم تحليل تطور أسعار الصرف الفعلية للدينار الجزائري بشقيها سواء الاسمية أو الحقيقية خلال حقبة التحول نحو نظام الصرف المرن، بالإضافة إلى استعراض تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية عليها.

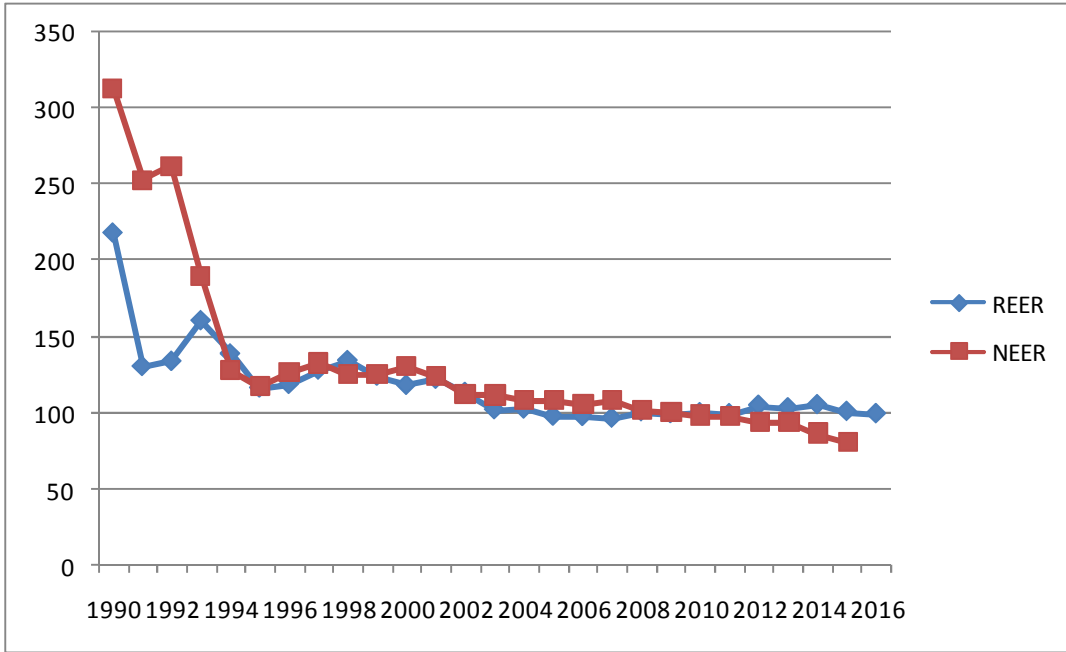
### الفرع الأول: تحليل تطور أسعار الصرف الفعلية الاسمية والحقيقية للدينار الجزائري (1990-2016)

يوضح الشكل الموالي تطور كل من سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي للدينار الجزائري خلال الفترة الممتدة من (1990-2016) كمايلي:

<sup>1</sup> للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع راجع دراسة:

Ali Dib, "Oil prices, U.S. dollar fluctuations and monetary policy in a small open oil exporting economy", Cahiers du CREAD, No.85-86, 2008, pp. 5-44.

الشكل (03-04): تطور أسعار الصرف الفعلية الحقيقية (REER) والاسمية (NEER) للدينار (1990-2016)  
(100 = 2010)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك التسويات الدولية (BIS effective exchange rate).  
من الشكل أعلاه يمكن القول أن تطورات سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي للدينار قد مرت بالمراحل الآتية:

- ✓ خلال الفترة 1990-1994: عرف كل من سعر الصرف الفعلي الاسمي والحقيقي للدينار تراجعاً كبيراً، وذلك مردّه عملية التخفيض التي مسّت القيمة الاسمية للدينار آنذاك والتي انعكست في انخفاض قيمته الحقيقية؛
- ✓ فترة مابعد 1994: وهي فترة التحول نحو نظام الصرف المرن وتبني الجزائر لسياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي التي تقوم على فكرة التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار، وعليه فقد شهد سعر الصرف الفعلي للدينار سواء الاسمي أو الحقيقي مساراً مستقرّاً نسبياً ومتماثلاً في مجمله مع بعض التذبذبات وهذا إلى غاية 2016.

أمّا إذا حاولنا فحص التغيّرات المئوية السنوية في سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار فيمكن توضيحها من خلال الجدول الموالي:

الجدول(03-14): التغيرات المئوية السنوية في سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار (2000-2016)

(الوحدة : %)

2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
4.41	1.26-	0.16-	4.48-	0.36	9.97-	7.17-	3.3	4.89-
	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
	1.46-	4.3-	2.04	1.45-	5.43	0.59-	0.48	1.12-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك التسويات الدولية (BIS effective exchange rate).

من خلال الجدول أعلاه يلاحظ المسار المتذبذب نسبيا لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار بين التراجع أحيانا والتحسّن أحيانا أخرى كمايلي:

✓ أعلى نسبة تراجع لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار سجلت خلال عام 2003 بمعدل قدره 9.97 %، وقد نجم هذا التراجع بالأساس عن انخفاض معدل التضخم في الجزائر مقارنة بشركائها التجاريين الرئيسيين، حيث بلغ هذا المعدل ما مقداره 2.6 %؛

✓ بالمقابل فإن أعلى نسبة تحسّن لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار كانت عام 2012 حيث بلغت ما نسبته 5.43 %، ولعل ما يفسر هذا التحسّن هو ارتفاع معدل التضخم في الجزائر مقارنة بالشركاء التجاريين الرئيسيين للبلد، حيث بلغ التضخم ما مقداره 8.89 %.

وعليه فإن تطورات معدل التضخم في الجزائر مقارنة بشركائها التجاريين الرئيسيين أو ما يعرف بفارق التضخم، لها انعكاس مباشر على التطورات الحاصلة في سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار.

**الفرع الثاني: تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري**

سنحاول في مايلي استعراض أهم الظروف التي مرتّ بها أسواق الصرف الدولية وانعكاساتها على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري، وذلك من خلال تلخيص أهم ما ورد بهذا الشأن في مختلف التقارير السنوية لبنك الجزائر المتاحة على موقعه الإلكتروني، مثلما يوضحه الجدول الموالي:



الجدول ( 03-15): ملخص حول تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري (2008-2015)

التقرير السنوي	تأثير ظروف أسواق الصرف الدولية على سعر الصرف الفعلي للدينار الجزائري
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2008	تميز هذا العام بالأزمة المالية العالمية والتقلبات الشديدة التي عرفت أسواق الصرف الدولية وعدم وضوح مسار تطورات التضخم لدى أهم الشركاء التجاريين للجزائر، وكذلك انخفاض أحد أهم أساسيات الاقتصاد الجزائري ألا وهو "سعر النفط". ونتيجة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف خلال السداسي الأول والثاني فقد تحسّن المتوسط السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2009	تميز الظرف الاقتصادي العالمي بصدمة قوية تمثلت بانخفاض في سعر النفط بنسبة 37.73 % وانكماش اقتصادي في أغلب البلدان الشريكة للجزائر وتذبذبات قوية في أسواق الصرف الدولية لاسيما سعر صرف اليورو-دولار. ولمواجهة ذلك قام بنك الجزائر بتعزيز آلية متابعة سوق الصرف من خلال الرصد والمتابعة اليومية لتطورات سعر الصرف الاسمي الفعلي وآفاق تطور الأسعار النسبية في الأجل القصير للشركاء التجاريين للجزائر. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف بتصحيح سعر الدينار مقابل العملات الأخرى واحتواء الأثر المسبق لتغيرات الأسعار النسبية على توازن سعر الصرف الحقيقي الفعلي، حيث تراجع المتوسط السنوي لهذا الأخير مقارنة بسنة 2008.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2010	تميز هذا العام باستمرار الأزمة المالية العالمية وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو والتي كان من نتائجها حدوث تقلبات شديدة لأسعار صرف أهم العملات الدولية ولاسيما اليورو والدولار. وعليه واصل بنك الجزائر سياسة المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن في الأجل المتوسط على الرغم من تزايد مخاطر الصرف الناجمة عن تقلبات أسعار صرف اليورو-دولار. وفي المتوسط السنوي فقد تحسّن سعر الصرف الحقيقي الفعلي بشكل طفيف تبعا لتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2011	تميز عام 2011 بالتقلبات الكبيرة في أسواق الصرف الدولية، وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف وإدارته لسعر الصرف الاسمي الفعلي من كبح آثار تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية، وهو ما انعكس في إبقاء سعر الصرف الحقيقي الفعلي قريبا من مستواه التوازني.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2012	عرف سعر الصرف الاسمي الفعلي استقراراً، أما سعر الصرف الحقيقي الفعلي فتحسّن في المتوسط بسبب زيادة فارق التضخم مابين الجزائر وشركائها التجاريين حيث بلغ هذا الفارق 6.22 % عام 2012 مقابل 1.61 % عام 2011.

التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2013	أدى تقلص فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين الخمسة عشر إلى 1.71 نقطة في نهاية 2013 ، والارتفاع في الأسعار النسبية، إلى تراجع كل من سعر الصرف الحقيقي والاسمي الفعليين للدينار .
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2014	تميّز عام 2014 بصدمة انهيار أسعار النفط، وبالرغم من ذلك فقد عرف سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار تحسنا طفيفا مقارنة بمستواه التوازني المحدد بأساسيات الاقتصاد، وهذا في ضوء التراجع الكبير لعملات أهم الشركاء التجاريين مقابل الدولار الأمريكي وزيادة العجز في ميزان المدفوعات الجزائري.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2015	استمرت صدمة انهيار أسعار النفط وتعمق العجز في المالية العامة وميزان المدفوعات في الجزائر، وارتفع فارق التضخم ما بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين بالموازاة مع تراجع عملات الشركاء التجاريين مقابل الدولار، كما أصبح سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار مقيماً بأعلى من قيمته التوازنية المحددة بأساسيات الاقتصاد، وعليه واصل بنك الجزائر تدخلاته اليومية في سوق الصرف من أجل إرجاع سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه التوازني.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية (باللغة الفرنسية) من سنة 2008 إلى غاية 2015.

من العرض أعلاه يمكن الخروج بالملاحظات والاستنتاجات التالية:

- ✓ تعتبر سياسة المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن في الأجل المتوسط الهدف الرئيسي لسياسة سعر الصرف في الجزائر منذ التحول نحو نظام الصرف المرن، ولعل هذا ما يفسر عدم اهتمام بنك الجزائر بقضية استقرار سعر الصرف الاسمي وبالتالي تدهوره مقابل مختلف العملات الرئيسية مثلما تم استعراضه سابقا؛
- ✓ سعر الصرف الحقيقي الفعلي المتوازن للدينار هو ذلك السعر الذي تحدده مجموعة من أساسيات الاقتصاد ولاسيما سعر النفط؛
- ✓ من أجل ضمان المحافظة على استقرار وتوازن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار يقوم بنك الجزائر بعمليات الرصد والمتابعة اليومية لتطورات سعر الصرف الاسمي الفعلي وآفاق تطور الأسعار النسبية في الأجل القصير للشركاء التجاريين للجزائر .
- ✓ في حالات كون سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار مقيماً بأعلى من قيمته التوازنية المحددة بأساسيات الاقتصاد، يعمل بنك الجزائر عبر تدخلاته اليومية في سوق الصرف على إرجاع سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه التوازني.

## خلاصة الفصل الثالث

إن انتقال الاقتصاد الجزائري إلى اقتصاد السوق، وما رافقه من إصلاحات اقتصادية شاملة قد تطلب إعادة صياغة سياسة سعر الصرف وذلك بغية التكيف مع متطلبات اقتصاد السوق. وعليه فقد قام بنك الجزائر في إطار برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998) بالتخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو نظام الصرف المرن على شكل تعويم مُوجّه للدينار، مع استهداف سعر الصرف الحقيقي الفعلي باعتباره أداة لحماية القدرة التنافسية. ولإنجاح تعويم الدينار فقد قامت السلطات بالعمل على إرساء الدعائم المؤسسية اللازمة خاصة إنشاء سوق الصرف والتدخل فيه، وصياغة إطار جديد للسياسة النقدية، وإقرار التشريعات المتعلقة بقابلية التحويل الجاري للدينار وتخفيف الرقابة على الصرف، إضافة إلى استحداث آليات التغطية من خطر الصرف. وبملاحظة تطور أسعار صرف الدينار خلال هذه المرحلة الجديدة يتضح تراجع القيمة الخارجية للدينار مقابل مختلف العملات العالمية، في حين يشهد سعر الصرف الحقيقي الفعلي استقراراً نسبياً. ويبقى السؤال المطروح الآن هو ما مدى فاعلية هذا التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر؟ وهو ما سيحاول الفصل الموالي الإجابة عليه.

الفصل الرابع:  
تقييم أداء نظام الصرف المرن في الجزائر

## تمهيد

رغم توفر الجزائر على مقومات جيدة لتحقيق النمو المستدام في القطاع غير النفطي، ورغم الإصلاحات الاقتصادية الشاملة التي طبقتها السلطات خلال التسعينيات، إلا أن الواقع يظهر استمرار اعتماد الاقتصاد الجزائري على صادرات المحروقات كعامل أساسي في صياغة عملية التنمية في البلاد، وهو ما قد يطرح التساؤلات حول جدوى السياسات الإصلاحية المنتهجة، بما في ذلك إصلاح نظام سعر الصرف بالتحول نحو النظام المرن وتبني التعويم الموجه للدينار. ففي الوقت الذي يؤكد فيه بنك الجزائر عديد المرات في مختلف تقاريره السنوية بأن التعويم الموجه للدينار قد خدم الاقتصاد الجزائري بشكل جيد، نجد بالمقابل وجهة النظر الأخرى التي يدعمها المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي التي ترى عكس ذلك، وتنادي بضرورة جعل قضية استقرار سعر الصرف الاسمي للدينار من أولى أولويات السلطات. وفي ظل تباين وجهات النظر بشأن نظام سعر الصرف الملائم للدينار نسأل: هل الاقتصاد الجزائري مهياً للانتقال من نظام صرف ثابت إلى نظام صرف مرن؟ وهل خدم نظام الصرف المرن الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب؟ وإذا كانت الإجابة بلا فما هو نظام الصرف الملائم لوضع وطبيعة الاقتصاد الجزائري؟ للإجابة على هذه الأسئلة تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

• المبحث الأول: تقييم مدى توافر وفاعلية المتطلبات التشغيلية المسبقة للتحول نحو

نظام الصرف المرن في الجزائر؛

• المبحث الثاني: تقييم كفاءة نظام الصرف المرن في الجزائر؛

• المبحث الثالث: نحو نظام صرف بديل.

## المبحث الأول: تقييم مدى توافر وفاعلية المتطلبات التشغيلية المسبقة للتحويل نحو نظام الصرف المرن في الجزائر

يناقش هذا المبحث مدى توافر وفاعلية المتطلبات التشغيلية المسبقة التي عملت السلطات على إرسائها مثلما تمت الإشارة إلى ذلك سابقاً، وهذا بغرض إنجاز عملية التحويل نحو مرونة سعر الصرف.

### المطلب الأول: ضعف تطور سوق الصرف

بعدما تم استعراض مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بسوق الصرف في الجزائر وفقاً للتشريعات التي تم إقرارها في هذا المجال، سيحاول هذا المطلب تقييم واقع هذا السوق.

#### الفرع الأول: سيطرة البنك المركزي على سوق الصرف في قسمه الفوري

على الرغم من مضي عدة سنوات على قرار إنشاء سوق الصرف في الجزائر (منذ ديسمبر 1995) ليكون من الناحية النظرية المكان الذي يتحدد فيه سعر صرف الدينار بكل حرية وفقاً لقوى العرض والطلب، إلا أنه من الناحية العملية يصعب تقييم واقع نشاط هذا السوق في ظل غياب التقارير الرسمية المتعلقة بالإحصائيات والبيانات التي تؤثّق لنشاط هذا السوق (كرقم الأعمال، الصفقات الفورية والآجلة). كما أنه ومن خلال متابعة مختلف التقارير السنوية لبنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية يلاحظ أنها لا تولي أهمية كبيرة لتوصيف نشاط سوق الصرف ماعدا الإشارة إلى أنه لا يزال يبرز تحت سيطرة وتحكم بنك الجزائر، الذي يتدخل فيه بقوة ونشاط على مستوى القسم الفوري منه وذلك لكون بنك الجزائر هو الذي يتولى تزويده بالعملات الأجنبية، نظراً لأن جزءاً كبيراً من مداخل تصدير المحروقات هي التي تغذي الاحتياطات الرسمية التي يديرها بنك الجزائر في ظل وضع يتميز بالضعف الهيكلي للصادرات خارج المحروقات. وفي هذا السياق يُمكن أن نقرأ مثلاً في التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2011 مايلي<sup>1</sup>:

« ...Sous l'angle de l'offre, la Banque d'Algérie est le principal intervenant sur le marché interbancaire des changes, à mesure qu'une très grande partie des recettes d'exportation des hydrocarbures alimente les réserves officielles de change gérées par la Banque d'Algérie en situation de faiblesse structurelle des exportations hors hydrocarbures. A travers ses interventions, la Banque d'Algérie demeure la principale source de devises offertes sur le marché interbancaire des changes. ... »

من جهة أخرى يعتبر بنك الجزائر الوسيط الأساسي والطرف المقابل لمعظم الصفقات التي تعقد في سوق الصرف الأجنبي في قسمه الفوري، ويرجع ذلك بالأساس إلى ثلاثة عوامل رئيسية وهي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2011: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.57.

<sup>2</sup> Fonds Monétaire International, "Algérie: Questions choisies", Op. Cit., p.83.

- ✓ أن قطاع المحروقات يمثل أكثر من 95% من قطاع التصدير الإجمالي للبلد ما يجعلها المورد الرئيسي للنقد الأجنبي؛
- ✓ أن التشريع الجزائري يلزم بنك الجزائر بتحويل الإيرادات الناتجة من تصدير المحروقات بالعملة الأجنبية إلى عملة وطنية، وذلك في إطار عمليات تجرى خارج سوق الصرف البيئية للبنوك؛
- ✓ خضوع تحويلات رؤوس الأموال إلى رقابة وقيود صارمة: فضعف حركية رأس المال والرقابة المفروضة عليه أدت لجعل بنك الجزائر هو المؤثر على السوق وعلى تحديد سعر الصرف فيه.

### الفرع الثاني: غياب سوق الصرف الآجل

- يتميز سوق الصرف الجزائري باقتصاره فقط على المعاملات الفورية دون الآجلة، فهذه الأخيرة وعلى الرغم من أهميتها كونها تسمح للأعوان الاقتصاديين بالتغني ضد خطر الصرف، إلا أنها لاتزال غائبة عن الوجود وذلك راجع لعدة أسباب أهمها<sup>1</sup>:
- ✓ عدم وجود سوق نقدية بالعملات الأجنبية وبالتالي عدم إمكانية تنفيذ العمليات الآجلة، مع العلم أن السعر الآجل يحسب على أساس السعر الفوري ومعدل الفائدة؛
  - ✓ تثبيت بنك الجزائر لسعر الصرف الآجل عند مستويات مرتفعة الأمر الذي يدفع بالمتعاملين الاقتصاديين إلى تفضيل الدفع الفوري؛
  - ✓ غياب التجربة الكافية لدى البنوك الجزائرية في ما يخص إدارة خزانة العملات الأجنبية واقتصار دورهم فقط على تقديم النصائح ومساعدة الزبائن في ما يخص التغطية من خطر الصرف؛
  - ✓ غياب تقنيات التسيير الداخلي لدى المؤسسات والشركات الوطنية التي تهدف إلى تعظيم مردودية خزانة العملات الأجنبية، وعزوفها عن استخدام التقنيات الخارجية التي تعتمد على سوق الصرف.

بناءً على ما سبق ذكره، فإن كون بنك الجزائر هو الوسيط الأساسي في سوق الصرف الفوري والمسيطر عليه بتدخلاته الدورية بالإضافة إلى غياب سوق الصرف الآجل، سيؤثر لامحالة على مصداقية سوق الصرف، كما سيكون عائقاً أمام مسيرة التحول نحو مرونة سعر الصرف وتطور سوق الصرف، نظراً للتأثير الكبير الذي يمارسه بنك الجزائر على السوق وأسعار

<sup>1</sup>Abderrahmane Benlhafsi, "Extraversion économique et risque de change", Op. Cit., pp.100-101.

الصرف فيه، وهذا الوضع لن يسمح للأطراف الأخرى المشاركة في السوق من اكتساب تجربة كافية في مجال تحليل تطورات أسعار الصرف واتخاذ وضعيات الصرف وإدارة مخاطر الصرف. أكثر من ذلك، يعتقد الأستاذ "محمد الحسين بن يسعد" (الوزير السابق للاقتصاد) أن سوق الصرف في الجزائر لا يزال غائبا عن الوجود نظرا لأن سعر صرف الدينار ليس مرنا تحدده قوى العرض والطلب، وإنما لا يزال موجها ومرتبطا بسلة عملات، حيث يقول في هذا الصدد مايلي<sup>1</sup>:

“...Pour ma part, la question que je me pose à ce propos est de savoir si ce marché [ le marché interbancaire de change] existe vraiment. Cette question se pose dès lors qu'on sait que le taux de change du dinar est flexible tout en restant dirigé. Il n'est en effet pas le résultat d'une confrontation d'une offre et d'une demande de devises. Le taux du change du dinar est déterminé à partir d'un panier de devises...”

### المطلب الثاني: ضعف فاعلية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف

نظرا لأن الهدف الرئيسي لسياسة سعر الصرف في الجزائر (في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن) هو استهداف قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار، وذلك عن طريق التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار، فإن المؤشر الذي غالبا ما يستخدم لتقييم فاعلية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف هو مدى وجود اختلال تعادل (MISALIGNMENT) في سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار.

في هذا السياق أكدت العديد من الدراسات التي يعدها صندوق النقد الدولي على أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار الجزائري قريب من مستواه المتوازن المحدد بأساسيات الاقتصاد، ولا يعاني من أي اختلال في التعادل ما يعني أن الدينار مقيم بشكل عادل وصحيح<sup>2</sup>.

بالمقابل وبملاحظة التطورات الحاصلة في سعر الصرف الاسمي للدينار الجزائري منذ قرار التحول نحو نظام الصرف المرن يتضح جليا تراجعاته المستمرة مقابل باقي العملات الرئيسية مثلما تمت الإشارة لذلك سابقا. فعلى سبيل المثال فقد انتقل متوسط سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي في السوق الرسمي من 47.6847 دج لكل دولار أمريكي عام 1995 ليبلغ 109.46 دج لكل دولار في عام 2016 وهو مستوى قياسي لم يبلغه من قبل. وفي ظل هذا التدهور الحاصل في القيمة الاسمية للدينار نتساءل عن ما مدى فاعلية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف للحفاظ على استقرار سعر الصرف الاسمي للدينار؟

للإجابة على هذا السؤال وتحديد درجة تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف سنستعين بإحدى النماذج المصممة لهذا الغرض ألا وهو نموذج (Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2005) الذي سيتم التعريف به، ثم تطبيقه على الحالة الجزائرية.

<sup>1</sup> Hocine Benissad, "La politique de change à connu des avancées prudentes", Op. Cit., p.6.

<sup>2</sup> أنظر مثلا:

- Koranchelian Taline, "The equilibrium real exchange rate in a commodity exporting country: Algeria's experience", **IMF working paper**, No.05/135, July 2005, pp.1-19.

- Boileau Loko, "Estimating the equilibrium real exchange rate in Algeria", **IMF Country Report**, No. 08/104, International Monetary Fund, 2008, pp.18-27.



## الفرع الأول: توصيف نموذج ( Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2005 )

حاول الباحثان (Levy-Yeyati & Sturzenegger) في دراسة لهما نشرت عام 2005 تعميق الفهم حول نظم سعر الصرف في العالم من خلال تصنيف النظم السائدة في 183 بلد ولكل سنة على حدى، وذلك على امتداد الفترة (1974-2000). وقد افترضا أن البلدان المطبقة لنظم تثبيت سعر الصرف على استعداد لبيع أو شراء العملة الأجنبية حسب سعر الصرف المعلن ومن ثم ستصبح احتياطاتهم الدولية شديدة الثقل بينما تستقر أسعار الصرف الاسمية لعملاتهم. وبالمقابل تحجم البلدان التي تطبق التعويم عن التدخل في سوق الصرف، وبذلك تظل احتياطاتهم الدولية مستقرة مع تحركات سعر الصرف الاسمي<sup>1</sup>.

لقد قدّم (Levy-Yeyati & Sturzenegger) نموذجهما على مرحلتين كمايلي<sup>2</sup>:

### المرحلة الأولى: تعريف صافي الاحتياطي الأجنبي الذي يعكس التدخل في سوق الصرف

رغم صعوبة احتساب المقدار الحقيقي للتغيرات في الاحتياطات الأجنبية التي تعكس التدخل في سوق الصرف الأجنبي لاسيما في البلدان النفطية والبلدان التي أطلقت برامج هامة للخصخصة، بسبب وجود عوامل أخرى تفسر التغيرات في هذه الاحتياطات مثل: المعاملات الخفية للصرف الأجنبي، استخدام خطوط الائتمان، معاملات المشتقات المالية، إصدار ديون بالعملة الأجنبية، إلا أن (Levy-Yeyati & Sturzenegger) يعتقدان أنه يمكن معالجة هذا المشكل من خلال استبعاد الودائع الحكومية لدى البنك المركزي من صافي الأصول الخارجية للبنك، وبذلك يمكن الحصول على مؤشر بديل يوضح صافي الاحتياطي الأجنبي الذي يعكس التدخل في سوق الصرف كمايلي:

$$R_t = \left( \frac{(FA)_t - (FL)_t - (CGD)_t}{(e)_t} \right) \dots (1)$$

حيث:

$R_t$ : هو صافي الاحتياطي الأجنبي المقوم بالدولار الأمريكي في المدة (t) التي هي نهاية الفترة لكل شهر؛

$FA_t$ : هي الموجودات الأجنبية في المدة (t) مقومة بالعملة الوطنية؛

$FL_t$ : هي المطلوبات الأجنبية في المدة (t) مقومة بالعملة الوطنية؛

$CGD_t$ : هي ودائع الحكومة المركزية من العملة الوطنية لدى البنك المركزي في المدة (t)؛

$e_t$ : هو سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار الأمريكي خلال المدة (t).

<sup>1</sup>Levy-Yeyati Eduardo, Federico Sturzenegger, Op. Cit., pp.1604-1605.

<sup>2</sup> Ibid.

### المرحلة الثانية: قياس درجة التدخل الشهري للبنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي

يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف للتأثير على سعر صرف عملته من خلال استخدام حيازاته من النقد الأجنبي سواء عبر القيام بمشتريات أو مبيعات من هذا النقد مقابل العملة الوطنية. وبما أن الاحتياطي الأجنبي هو غطاء العملة الوطنية واستقرارها فإنه أيضا أحد مكونات الأساس النقدي، حيث أن تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي بالشراء أو البيع من أو إلى السوق هي أداة فعالة ومؤثرة على سوق السيولة (الأساس النقدي). ولتحديد درجة التدخل الشهري للبنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي قام (Levy-Yeyati & Sturzenegger) باستخدام الصيغة التالية:

$$r_t = \left( \frac{(R)_t - (R)_{t-1}}{(MO)_{t-1} / (e)_{t-1}} \right) \dots (2)$$

هذه المعادلة يمكن كتابتها أيضا كمايلي:

$$r_t = \left( \frac{(\Delta R)}{(MO)_{t-1} / (e)_{t-1}} \right) \dots (3)$$

حيث:

$I_t$  هو مستوى التدخل الشهري المطلق من قبل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي؛

$R$  هو التقلب في صافي الاحتياطي الأجنبي؛

$MO_{t-1}$  هو الأساس النقدي في المدة السابقة، ويتضمن كل من العملة المُصدرة مضافا إليها الودائع

الجارية (للبنوك التجارية، المؤسسات المالية الأخرى، والقطاع الخاص) لدى البنك المركزي؛

$e_{t-1}$  هو سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار الأمريكي في المدة السابقة.

من المعادلة (3) يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

✓ المقياس المستخدم لتحديد مستوى التدخل هو متوسط التغير الشهري المطلق في صافي الاحتياطي الأجنبي المقوم بالدولار بالنسبة إلى الأساس النقدي المقوم بالدولار في الشهر السابق؛

✓ التقلبات في صافي الاحتياطي الأجنبي ( $R$ ) هي دالة في مستوى التدخل الشهري المطلق من قبل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي ( $I_t$ ).

بحسب (Levy-Yeyati & Sturzenegger) فإن قيمة مستوى التدخل الشهري المطلق من قبل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي ( $I_t$ ) تتراوح بين ثلاث قيم ممكنة وهي:

- ✓ قريب أو يساوي الصفر: معنى ذلك أن نظام الصرف المطبق هو النظام العائم؛
- ✓ قريب أو يساوي الواحد: النظام المطبق هو النظام الثابت؛
- ✓ محصور بين الصفر والواحد: نظام الصرف المتبع هو النظام الوسيط (وسط بين الثابت والعائم).

#### الفرع الثاني: عرض وتحليل النتائج

سنحاول تطبيق الأنموذج السابق (المعادلة 3) على الجزائر، وهذا باستخدام البيانات المتاحة في ميزانية بنك الجزائر على وفق متوسطاتها المسجلة في نهاية كل شهر، والمتعلقة بكل من المتغيرات التالية: صافي الأصول الخارجية، ودائع الحكومة لدى بنك الجزائر، أسعار الصرف الاسمية للدينار مقابل الدولار الأمريكي، والأساس النقدي. وتغطي هذه البيانات الشهرية الفترة الممتدة من جانفي 2008 إلى غاية جوان 2015، أو ما يعادل 90 مشاهدة (أنظر الملحق 02).

والجدول الموالي يلخص النتائج المتوصل إليها:

**الجدول (04-01):** مستوى التدخل الشهري (I) لبنك الجزائر في سوق الصرف خلال الفترة (جانفي 2008-جوان 2015).

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
0.02-	0.04	0.018	-0.4	0.09	0.02	0.195-	/	جانفي
0.08-	0.05	0.008	-0.32	0.006	-0.10	0.092-	0.079	فيفري
0.06-	0.096	-0.043	0.019	0.091	0.06	0.125	0.022	مارس
0.01	-0.029	-0.019	0.059	0.08	-0.03	0.017	0.0037	أفريل
0.04	-0.0018	-0.013	-0.024	-0.002	-0.08	0.126	0.03	ماي
0.006	-0.042	0.026	0.039	-0.06	0.04	0.025	0.083	جوان
	0.021	0.00019	0.021	0.024	0.071	0.01-	-0.044	جويلية
	0.011	-0.018	-0.066	0.053	-0.02	0.10	-0.10	أوت
	-0.009	0.0149	0.096	-0.05	0.36	0.039	0.026	سبتمبر
	-0.011	0.133	0.044	0.038	-0.18	0.056	0.22	أكتوبر
	0.042	-0.025	-0.036	-0.002	-0.01	0.026	0.088	نوفمبر
	-0.019	0.0044	0.028	0.14	0.03	0.025-	0.167	ديسمبر
0.017-	0.012	0.007	0.04-	0.034	0.013	0.016	0.052	المتوسط الشهري لكل سنة
0.01								المتوسط الشهري للفترة الكلية

المصدر: حسابات الباحث كما هي موضحة في الملحق (2).

من خلال الأرقام الواردة في الجدول أعلاه يمكن الخروج بالملاحظات والنتائج التالية:

- ✓ يبلغ متوسط التدخل الشهري لفترة الدراسة (جانفي 2008-جوان 2015) ما مقداره 0.01 وهي قيمة محصورة بين الصفر والواحد الصحيح، مما يعني أن نظام الصرف المطبق في الجزائر هو نظام وسيط بين الثبات والتعويم؛
- ✓ يلاحظ أن قيمة المتوسط الشهري (0.01) أقرب إلى الصفر منها إلى الواحد الصحيح، ما يدل على أن نظام الصرف الوسيط في الجزائر يقترب إلى التعويم منه إلى الثبات. وهو ما يتوافق مع الوقائع، فنظام الصرف المرن المطبق في الجزائر منذ العام 1995 هو عبارة عن تعويم موجه للدينار مقابل عملات أهم الشركاء التجاريين للجزائر؛
- ✓ يلاحظ ضعف قيمة المتوسط الشهري للتدخل خلال فترة الدراسة والمقدرة ب (0.01)، ما يعكس حقيقة ضعف فاعلية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف لدعم استقرار القيمة الخارجية للدينار والحد من انخفاضه مقابل مختلف العملات الرئيسية لاسيما الدولار الأمريكي. وهذه النتيجة تتوافق مع الوقائع، حيث أن المقاربة الجديدة التي يركز عليها نظام الصرف الجديد في ظل التعويم الموجه للدينار هي استهداف سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار، وبالتالي عدم التزام البنك المركزي بأي هدف لسعر الصرف الاسمي. ومن ثم فإن تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف هي بغرض تعديل (تصحيح) سعر الصرف الاسمي للدينار لإبقاء سعر صرفه الحقيقي قريبا من مستواه التوازني، وهذا ما يؤكد بنك الجزائر صراحة في تقاريره السنوية<sup>1</sup>.

بناءً على ما سبق ذكره فإن التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر وما رافقها من انخفاضات مستمرة في القيمة الخارجية للدينار، لم يتم احتوائها عبر صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف وتولي الأهمية اللازمة لمسألة استقرار قيمة الدينار والحد من الآثار العكسية لانخفاضه على الاقتصاد الوطني.

### المطلب الثالث: صعوبة تطبيق سياسة استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية

إن انتقال الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق وما رافقه من تحول نحو نظام الصرف المرن قد تطلب إعادة صياغة الإطار المناسب للسياسة النقدية واعتماد ركيزة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت بغية التكيف مع متطلبات هذه المرحلة الجديدة. وعليه فقد تحول بنك الجزائر نحو سياسة الاستهداف النقدي المرن، ثم بحلول عام 2010 حقق تقدما ملحوظا في مجال السياسة

<sup>1</sup> أنظر مثلا:

النقدية تميز بالتحول نحو إستراتيجية استهداف التضخم. والسؤال المطروح هنا هو: هل تلبّي الجزائر متطلبات استهداف التضخم؟ وللإجابة على هذا السؤال سنحاول في مايلي تقييم مدى استيفاء الاقتصاد الجزائري لشروط تطبيق هذه الإستراتيجية النقدية.

### الفرع الأول: شرط استقرار الاقتصاد الكلي

منذ عقود والاقتصاد الجزائري ضحية لدورة الانتعاش والكساد (Boom-Bust cycle) التي تُلازمه، بسبب اعتماده على تصدير سلعة واحدة أساسية هي المحروقات التي تمثّل في المتوسط ما نسبته 95 % من إجمالي صادرات البلاد، وحوالي 45 % من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، ونحو ثلثي إيرادات الميزانية العامة. وعليه فخلال فترة طفرة أسعار النفط يبلغ النمو الاقتصادي في البلد ذروته، لتليه بعد ذلك فترة طويلة من النمو الهش عقب انهيار أسعار النفط. وما يزيد الطين بلّة هو مشكلة "مسايرة" السياسات النقدية والمالية العامة للاتجاهات الدورية (The problem of procyclicalty)، حيث تشهد هذه السياسات توسعا في فترات الانتعاش وانكماشاً في فترات الركود، مما يعمق من تقلبات الاقتصاد الكلي ويخل باستقراره<sup>1</sup>.

فمثلا خلال الفترة (2009-2000) التي تميزت بارتفاع قياسي في أسعار النفط، حقّق الاقتصاد الجزائري أداء قويا حيث نما كل من الناتج الحقيقي والناتج خارج المحروقات على الترتيب بمتوسط سنوي بلغ 3.7% و 5.6%، وارتفع متوسط الناتج الحقيقي للفرد ب22 %، وانخفضت البطالة من 29.5 % إلى 10.2 %، وسجلت الجزائر معدل تضخم منخفض نسبياً مقارنة بدول نامية أخرى كما أن التقلبات في معدل التضخم هو في حدود المتوسط السائد، وأقل في الناتج مقارنة بدول أخرى. بالإضافة إلى أن نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي شهدت تراجعا كبيرا<sup>2</sup>.

بالمقابل انهارت أسعار النفط بصورة حادة ومفاجئة منذ منتصف العام 2014، حيث انخفض سعر برميل النفط من 110 دولار في جوان 2014 ليصل إلى حوالي 30 دولار مطلع العام 2016، وعليه فقد تعرض الاقتصاد الجزائري على إثر ذلك لصدمة خارجية قوية أضعفت من وضع المالية العامة للبلد وميزانه التجاري واحتياطياته من النقد الأجنبي. فقد تراجعت مداخيل الصادرات النفطية بحوالي النصف تقريبا، حيث لم تسجل عام 2015 سوى 14.91 مليار دولار مقابل 27.35 مليار دولار عام 2014 ( أي بانخفاض قدره 45.47 % )، كما ارتفع عجز

<sup>1</sup> للاطلاع أكثر حول هذا الموضوع راجع:

Jeffery Frenkel, "Comment les producteurs de produits de base peuvent-ils rendre les politiques budgétaire et monétaire moins procycliques?", **Séminaire de haut niveau sur les ressources naturelles les finances et le développement**, Institut du FMI et Banque d'Algérie, 4-5 Novembre 2010, pp.1-24.

<sup>2</sup> José Gijon, "Could the new FDI regulations promote diversification", **IMF Country Report**, No. 11/41, February 2011, p.17.

الميزانية العامة من 1.4% من إجمالي الناتج المحلي في عام 2013 إلى 15.7% في عام 2016. كما حصل اتساع حاد في عجز الحساب الجاري بلغ 7.78 مليار دولار في النصف الأول من 2015 وهذا بسبب تراجع الصادرات وارتفاع الواردات، وتبعاً لذلك انخفضت نسبة تغطية الصادرات للواردات إلى 71% عوض 111% في النصف الأول لعام 2014. أما احتياطات الصرف فقد هبطت من 194 مليار دولار في 2013 إلى 108 مليارات دولار في 2016. وفي ضوء هذه الظروف تباطأ معدل النمو الحقيقي في القطاع غير النفطي الذي يتكون أساساً من الفلاحة والصناعة والبناء والخدمات السلعية تحت تأثير تخفيضات الإنفاق العام، حيث انتقل معدل النمو من 7.1% عام 2013 ليلبغ 2.9% عام 2016. أما معدل التضخم فقد شهد ارتفاعاً محسوساً حيث انتقل من 3.3% عام 2013 ليصل إلى 6.4% عام 2016<sup>1</sup>.

بناءً على ماسبق يتضح جلياً أن المشكل الأساسي للاقتصاد الجزائري هو التبعية الشديدة والخطيرة للنشاط الاقتصادي بالنسبة لقطاع المحروقات ومن ثم للإنفاق العام، فهذه التبعية هي العامل الرئيسي لضعف وهشاشة الاقتصاد الجزائري واختلال استقراره، وهذا الوضع ما لم يتم تصحيحه عبر التنويع الاقتصادي سيعتبر عائقاً أمام نجاح تطبيق سياسة استهداف التضخم كإطار للسياسة النقدية للبلاد.

### الفرع الثاني: شرط نظام الصرف المرن

إن نجاح سياسة استهداف التضخم كإطار جديد للسياسة النقدية يستوجب من نظام سعر الصرف أن يكون مرناً، وفي هذا السياق يمكن القول أن الاقتصاد الجزائري يستوفي هذا الشرط نظراً لتخليه عن نظام الصرف الثابت وتحوله نحو ترتيبات أكثر مرونة في إدارة سعر الصرف. وتؤكد التقارير الرسمية سواء تلك الصادرة عن بنك الجزائر<sup>2</sup> أو عن صندوق النقد الدولي<sup>3</sup> هذا التحول، حيث تعتبر أن نظام الصرف المطبق في الجزائر يصنّف ضمن فئة التعويم الموجه التي في إطارها لا يلتزم البنك المركزي بأي مستوى معين لسعر الصرف الاسمي ولكنه يُلطّف من تذبذباته من خلال التدخل في سوق الصرف. وهذا ما أظهره السلوك الفعلي لسعر صرف الدينار الجزائري منذ العام 1995 مقابل مختلف العملات الرئيسية كالدولار واليورو والين والجنيه الإسترليني، حيث شهد تحركات متباينة كان التراجع فيها هو الاتجاه العام المسيطر على نحو ما ورد ذكره في الفصل السابق.

<sup>1</sup> راجع البيان الصحفي رقم 17/201 الصادر بتاريخ 1 يونيو 2017 عن صندوق النقد الدولي عقب اختتام المجلس التنفيذي للصندوق مشاورات المادة الرابعة لعام 2017 مع الجزائر، ص ص. 1-2.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2010: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.45.

<sup>3</sup> International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", October 2008, p5.

### الفرع الثالث: شرط قوة الوضع المالي

تتميز أوضاع المالية العامة في الجزائر بهشاشتها على العموم، كما أن استمراريته على المدى الطويل لا تزال تشكل تحديا كبيرا للسلطات وهذا في ضوء كون الجباية البترولية تمثل حوالي ثلثي إيرادات الميزانية العامة. فخلال فترة طفرة أسعار النفط التي ميزت العشرية السابقة حققت المالية العامة فوائض كبيرة على الرغم من وجود برامج معتبرة جدا للاستثمارات العمومية التي هدفت للاستجابة للاحتياجات المتزايدة من الهياكل القاعدية والخدمات الاجتماعية. كما شكّل إستحداث السلطات لصندوق ضبط الإيرادات عام 2000 أداة فعالة ومهمّة في الحفاظ على توازن الميزانية العامة عند حدوث أي صدمة غير مواتية في أسعار النفط مستقبلا. وهو ما حصل فعلا منذ جوان 2014 حيث انهارت أسعار النفط بشكل كبير، وتبعاً لذلك حصلت خسائر كبيرة في أرصدة المالية العامة فقد ارتفع عجز الموازنة من 1.4% من إجمالي الناتج المحلي في عام 2013 إلى 15.7% عام 2016. ولمواجهة الانخفاض في الجباية البترولية والوفاء بالنفقات العامة لجأت الحكومة إلى السحب من صندوق ضبط الإيرادات الذي انخفضت موارده بشكل حادّ، حيث تراجع ب 3668 مليار دج في الفترة الممتدة بين نهاية ديسمبر 2014 ونهاية 2016. بالإضافة إلى ما سبق فقد تدهورت الوضعية المالية الصافية للدولة اتجاه النظام البنكي من "دائن صافي" بمبلغ 1992 مليار دج في نهاية عام 2014 إلى "مدين صافي" بمبلغ 2730 مليار دج نهاية عام 2016. وأحد أسباب ذلك هو لجوء الحكومة للاقتراض من البنوك من خلال اكتتاب هذه الأخيرة في الاقتراض الوطني بمبلغ 158.9 مليار دج<sup>1</sup>.

في هذا السياق وللتكيف مع هذا الوضع الصعب التزمت السلطات بالعمل على ضبط أوضاع المالية العامة، حيث اتخذت عام 2016 مجموعة من الخطوات لتخفيض عجز المالية العامة، شملت تعبئة المزيد من الإيرادات غير النفطية، والسيطرة على نفقات التسير، وتخفيض نفقات التجهيز عبر تخفيض تكلفة الاستثمار العام وتجميد العديد من المشاريع، وهذا طبعا في إطار الجهود الرامية لحماية استمرارية الأوضاع المالية على المدى الطويل.

إن ارتباط أوضاع المالية العامة في الجزائر بالتطورات الحاصلة في سوق النفط، وتقلباتها وعدم استقرارها واستمرارها في المدى الطويل، إضافة إلى هيمنتها في الاقتصاد حيث يستحوذ الإنفاق الحكومي على ثلثي إجمالي الناتج المحلي من خارج المحروقات، يعتبر عائقا أمام نجاح سياسة استهداف التضخم التي تم تبنيها منذ العام 2010، نظرا لأن هذه الأوضاع لا توفر الدعم

<sup>1</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.7.

اللازم من جانب السياسة المالية كما تكرر هيمنتها على حساب السياسة النقدية، وبالتالي ستحد مستقبلا من استقلالية بنك الجزائر وقدرته على التحرك لإنجاح هذه الإستراتيجية النقدية.

### الفرع الرابع: شرط استقرار القطاع المالي ودرجة تطوره

تتوفر الوساطة المالية في الجزائر بشكل عام من خلال نظام مالي يتميز بسيطرة القطاع البنكي عليه، حيث يمثل حوالي 93 % من إجمالي أصول النظام المالي. وتمثل القروض الممنوحة من البنوك نحو 34 % من الناتج المحلي الإجمالي. وتسيطر على القطاع المصرفي ست (6) بنوك عمومية وذلك على الرغم من فتح القطاع أمام البنوك الخاصة والأجنبية ومنحها التراخيص وذلك منذ 1998. كما تعد المؤسسات المالية غير البنكية هامشية، ويسيطر على تمويل قطاع الإسكان بنك عمومي هو الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. أما قطاع التأمين فلا يمثل سوى أقل من 3 % من إجمالي أصول النظام المالي، ويسهم بنسبة 0.5 % من الناتج المحلي الإجمالي. أما سوق الأوراق المالية في الجزائر (بورصة الجزائر) فقد أنشأت منذ العام 1993، لكنها لم تبدأ نشاطها إلا في 13 سبتمبر 1999، حيث أدرجت بها ثلاثة مؤسسات فقط هي: مجمع الرياض، مجمع صيدال، ومؤسسة الأوراسي، كما تمت عدة عمليات لإصدار السندات بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية سواء من طرف المؤسسات العمومية والخاصة (كشركة سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، سفيتال)<sup>1</sup>.

وبحسب صندوق النقد الدولي فإن النظام المالي الجزائري يتميز بافتقاره إلى التطور الكافي، حيث أن هنالك بعض المركزية في تخصيص القروض جعلتها غير كافية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى الحظر المفروض على القرض الاستهلاكي وغياب سوق للتمويل العقاري، كما أن هناك نوع من الضوابط على أسعار الفائدة، وأسواق النقد ضحلة وبحاجة لمزيد من العمق. كل هذه المؤشرات تُوحى بالأداء المتوسط على العموم مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى<sup>2</sup>.

بالمقابل فإن صدمة انهيار أسعار النفط الأخيرة، قد أوضحت حجم المخاطر المتزايدة التي يتعرض لها الاستقرار المالي في البلد. فقد انخفضت سيولة البنوك تدريجياً خلال عامي 2015 و2016 من 2731 مليار دج نهاية 2014 لتبلغ 1833 مليار دج نهاية 2015 ثم 821 مليار دج نهاية 2016، أي انخفاض مقداره 69.9 % على امتداد كل تلك الفترة<sup>3</sup>. وقد اتخذت السلطات مجموعة من التدابير والسياسات لدعم المزيد من الاستقرار المالي لاسيما الانتقال إلى نظام الرقابة

<sup>1</sup> World Bank, "Algeria Financial Sector Assessment", available on the World Bank's website: <http://www.worldbank.org/>. (Consulté le 9/9/2016).

<sup>2</sup> البيان الصحفي رقم 13/469 الصادر عن صندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص 1-2.

<sup>3</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص 10.



القائمة على المخاطر، واعتماد متطلبات رأس المال وفقا لاتفاقيتي بازل 2 و3، كما بدأ بنك الجزائر عمليات السوق المفتوحة لإدارة السيولة<sup>1</sup>. يضاف إلى ذلك قيام الخزينة العامة مابين عامي 2015 و2016 بشراء القروض الرديئة للبنوك العمومية على المؤسسات والشركات العامة بمبلغ 767.1 مليار دج<sup>2</sup>.

مما سبق يتضح أن الروابط القوية بين القطاع المالي وقطاع المحروقات والقطاع العام تزيد من مخاطر عدم استقرار النظام المالي، كما تعيق جهود تحقيق العمق المالي في الاقتصاد وتكبح دور السوق وأوضاعه في تحديد معدلات الفائدة بكل حرية، وكلها عوامل تضعف من قدرة بنك الجزائر على التحرك واتخاذ ما يراه مناسباً من إجراءات لاسيما ما تعلق بتغيير أسعار الفائدة عند الحاجة، لإنجاح سياسة استهداف التضخم التي بدأها منذ عام 2010.

### الفرع الخامس: شرط توفر البيانات

بالرغم من توافر الجزائر على ثلاث هيئات حكومية تعتبر المصدر الرئيسي للبيانات والإحصائيات الرسمية وهي: بنك الجزائر، الديوان الوطني للإحصائيات، والمديرية العامة للتنبؤ والسياسات بوزارة المالية، إلا أن شرط توفر البيانات الذي يتطلبه نجاح إستراتيجية استهداف التضخم يصعب توفره بشكل كافي في الجزائر، حيث يفقر البلد للبيانات الربع سنوية للنتائج المحلي الإجمالي، وكذا الناتج المحتمل والتضخم المتوقع، مع تدقيقها وتحديثها دورياً، إضافة إلى غياب إصدار التقارير الشهرية الخاصة بسوق الصرف والسياسة النقدية.

لقد شكل انضمام الجزائر في فيفري 2006 إلى النظام العام لنشر البيانات (GDDS)<sup>3</sup> الذي يشرف عليه صندوق النقد الدولي تقدماً ملحوظاً في سبيل إعداد الإحصائيات الرسمية ذات الشفافية والموثوقية وفق أفضل الممارسات الدولية، لكنها لم تتحول بعد من معيار النشر العام إلى معيار النشر الخاص (SDDS)<sup>4</sup> فهذا الأخير هو المعتمد لدى المؤسسات والهيئات المالية الدولية ووكالات التصنيف الائتماني<sup>5</sup>.

كما أن المؤشر المستخدم في حساب معدل التضخم ضعيف المصدقية حيث لا يعكس بشكل جيد التطور الحاصل في مستوى الأسعار ومن ثم التدهور في القدرة الشرائية، وذلك نظراً لأنه يتضمن بعض الأسعار الإدارية المتحكم فيها وأخرى تتلقى دعماً مكثفاً من قبل الدولة،

<sup>1</sup> البيان الصحفي رقم 17/201 الصادر عن صندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص.2.

<sup>2</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.9.

<sup>3</sup> GDDS = General Data Dissemination standards.

<sup>4</sup> SDDS = Sepecial Data Dissemination standards.

<sup>5</sup> International Monetary Fund, "Algeria: 2006 Article IV Consultation Staff Report", IMF Country Report, 2006, p.35.

فالأسعار الإدارية تشكل ما مقداره 13 % من هذا المؤشر وتتضمن<sup>1</sup>: أسعار الحليب، فرينة الخبز، مياه الشرب والري، المنتجات البترولية، الغاز والكهرباء، كراء السكنات الاجتماعية، الأراضي والعقارات الحكومية، النقل العمومي، هوامش الربح للأدوية... وهذه الأسعار تشكل نسبة معتبرة من معدل التضخم الإجمالي ولكن أسعارها محدّدة إداريا مما يؤثر على مصداقية هذا المؤشر. وفي هذا الصدد يرى الأستاذ " حسين بن يسعد"<sup>2</sup> أن معدلات التضخم المعلنة في الجزائر لا تتناسب مع التدهور الحاصل في القدرة الشرائية، حيث أن الأسعار الداخلة في حساب هذا المؤشر غالبا ما تكون غير واقعية. وعليه فإن نجاح سياسة استهداف التضخم يتطلب إعادة النظر في مقياس التضخم المعتمد حاليا بهدف جعله أكثر مصداقية، وهذا من خلال بناء مؤشر جديد للأسعار يساعد في قياس المستوى الصحيح للتضخم.

### الفرع السادس: شرط إعداد نماذج لأغراض التنبؤ بمعدلات التضخم

يعتمد بنك الجزائر في مراقبة ظاهرة التضخم على عملية التنبؤ التي تتطلب استخدام نماذج اقتصادية قياسية لهذا الغرض، وهي السياسة التي انتهجها منذ سبتمبر 2009. حيث أن النموذج المصمم هو نموذج قياسي للتنبؤ بالتضخم في المدى القصير يركز على نظرية السلاسل الزمنية من نوع ARIMA، كما أنه نموذج ديناميكي يأخذ في الحسبان السلاسل الشهرية لمؤشرات أسعار الاستهلاك من أجل التنبؤ الشهري بتطوره خلال آفاق سنة واحدة. ويعتبر هذا النموذج عاملا مساعدا لبنك الجزائر في تدنية أي فرق بين التنبؤ بالتضخم في الأجل القصير والهدف المحدد من قبل مجلس النقد والقرض، من خلال تصحيح المسار التشغيلي للسياسة النقدية<sup>3</sup>.

لكن الإشكال المطروح هنا هو ما مدى مصداقية هذا النموذج في تقدير الأثر المتوقع على معدل التضخم نتيجة تغيير أدوات السياسة النقدية، لاسيما إذا ما علمنا أن مسببات ظاهرة التضخم في الجزائر ليست دائما العوامل النقدية. فعلى سبيل المثال فقد تميّزت سنوات 2013 و2014 بانخفاض التضخم حيث بلغ متوسطه 3.3 % و 2.9 % على الترتيب رغم أن متوسط النمو السنوي للكتلة النقدية ( M2 ) بلغ 13.8 %، وبالمقابل وابتداء من عام 2015 بدأ التضخم في الارتفاع مجدداً حيث بلغ 4.8 %، ثم وصل إلى 6.4 % عام 2016، وهذا بالرغم من النمو الضعيف للكتلة النقدية التي زادت بـ 0.13 % عام 2015 و 1.76 % عام 2016. وهذه الشواهد

<sup>1</sup> International Monetary Fund, "Algeria: 2001 Article IV Consultation Staff Report", **IMF Country Report**, No. 01/162, September 2001, p.30.

<sup>2</sup> Hocine Benissad, "Le taux d'inflation affiché ne correspond pas à la détérioration du pouvoir d'achat", Op. Cit., p.5.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie, "**Rapport 2010: Evolution économiques et monétaire en Algérie**", Op. Cit., pp.119-120.

توضح أن أسباب تضخم الأسعار في الجزائر لاعلاقة لها بنمو الكتلة النقدية، وإنما باستمرار تشوّهات واختلال سير بعض الأسواق والوضعيات الاحتكارية المهيمنة<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى ما سبق هنالك عدم وضوح في أهداف السياسة النقدية بسبب المزج بين استقرار الأسعار والنمو الاقتصادي، حيث أنه من الأنسب أن يكون الهدف الأساسي للسياسة النقدية هو تحقيق استقرار الأسعار فقط، إضافة هدف النمو قد يؤدي إلى التعارض بين أهداف السياسة النقدية والمعدلات المستهدفة مما قد يحد من النتائج المحققة لسياسة استهداف التضخم. وفي هذا السياق فقد أكدت دراسة لصندوق النقد الدولي حول سبل تفعيل السياسة النقدية في الجزائر على أن عودة الضغوط التضخمية عام 2012 (حيث بلغ معدل التضخم 8.9 % بعدما كان 4.5 % عام 2011) قد أوضحت حجم التحديات التي تواجه السياسة النقدية في البلد في ظل بيئة متميزة بفائض سيولة وتطور محدود للقطاع المالي. فالدراسة التجريبية الممتدة من الربع الأول لعام 2001 إلى غاية الربع الثاني لعام 2013 أظهرت ضعف فاعلية قنوات انتقال السياسة النقدية وتأثيرها المحدود على الأهداف النهائية لبنك الجزائر المُمثّلة في التضخم والنمو<sup>2</sup>. وهو ما يستدعي ضرورة تعزيز بنك الجزائر لقدراته التحليلية والتنبؤية واستحداث أدوات ملائمة لمراقبة تحركات الأسعار وإرساء آليات لانتقال آثار التغيرات في السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

بناءً على ما تقدم ذكره في هذا المطلب، يمكن القول أن الجزائر لا تتوافر بعد على كامل المتطلبات التشغيلية المسبقة لإنجاح إستراتيجية استهداف التضخم، ما يعني أن فترة التحول نحو هذه الإستراتيجية قد تكون طويلة نسبياً وتحتاج للتطبيق بشكل مخطط وتدرجي، لأن بناء المصدقية وتوفير الشروط اللازمة لذلك يحتاج إلى وقت.

### المطلب الرابع: التأخر في تطوير منظومة إدارة خطر الصرف

إن تكريس التوجه نحو اقتصاد السوق، وما تطلبه ذلك من القيام بإصلاحات شاملة تضمنها برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)، والذي كان من بين أهدافه تحرير التجارة الخارجية والأسعار والتحول نحو مرونة سعر الصرف، قد جعل من خطر الصرف أحد أهم التحديات التي تواجه الأعوان الاقتصاديين. وفي هذا الإطار قام بنك الجزائر باستحداث بعض الآليات اللازمة لمواجهة هذا الخطر مثلما تم التطرق إليه سابقاً.

وعلى الرغم من ذلك لا تزال الجزائر تعاني تأخراً ملحوظاً في مجال التغطي من خطر الصرف، حيث أن أحد أهم الطرق الكلاسيكية في إدارة هذا الخطر ألا وهو سوق الصرف الآجل

<sup>1</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.11.

<sup>2</sup> Amina lahreche, "Enhancing the effectiveness of monetary policy in Algeria", **IMF Country Report**, No. 14/34, February 2014, pp.3-25.

مازال بعيد المنال. فوفقا لتقرير صادر عن المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي فإن خطر الصرف في الجزائر ومنذ مطلع العام 2002 قد أصبح ملفتا للانتباه أكثر من أي وقت مضى، وهذا نتيجة الارتفاع القوي لليورو مقابل الدولار. وهو ما دفع بالمتعاملين الاقتصاديين إلى إثارة هذا الموضوع حيث قام نادي المقاولين والصناعيين للمنتجة (CEIMI) بتنظيم يوم دراسي بتاريخ 2003/12/07 حول موضوع "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتغطية من خطر الصرف"، وكانت أهم توصية خرج بها المؤتمر هي مطالبة السلطات المعنية (بنك الجزائر، وزارة المالية) بالإسراع في فتح سوق الصرف الآجل كآلية تسمح لهم بالتغطي من خطر الصرف<sup>1</sup>.

وعلى الرغم من الإجراءات التي اتخذها بنك الجزائر في السنوات الأخيرة (عامي 2011 و2016) لتفعيل منظومة إدارة خطر الصرف، إلا أن سوق الصرف الآجل لا يزال غائبا عن الوجود. وفي ضوء استمرار ظاهرة انخفاض قيمة الدينار مقابل مختلف العملات الرئيسية تلوح أهمية التعجيل بتفعيل هذا السوق، بالإضافة إلى بعث الطرق الحديثة في إدارة خطر الصرف لاسيما خلق سوق للمشتقات المالية لما لها من أهمية في إدارة المخاطر مثلما هو الحال في العديد من الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، ورفع درجة الوعي بأهميتها بين البنوك والأفراد والشركات أيضا.

### المطلب الخامس: ضعف حركية رأس المال والرقابة عليه

لقد تمكنت الجزائر في سبتمبر 1997 من تبني أحكام المادة 8 (القسم الثاني - الفقرة أ)، والقسم الثالث والرابع) من القوانين الأساسية لصندوق النقد الدولي التي تلزم البلدان الأعضاء بقابلية التحويل الجاري لعملاتهم. كما عززت من الإطار التشريعي لقابلية التحويل الجاري للدينار عام 2007 من خلال إصدار التنظيم رقم 01/07 المؤرخ في 03 فيفري 2007 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية. حيث بموجب هذا التنظيم أصبحت قابلية التحويل الجاري للدينار تمسّ كل المعاملات الجارية لميزان المدفوعات (السلع، الخدمات، والتحويلات). يضاف إلى ذلك أنها حققت تقدّما حذرا في تحرير حساب رأسمالها لميزان المدفوعات من خلال إبقاء القيود والضوابط على بعض المعاملات لاسيما ما تعلق بخروج رؤوس الأموال للخارج.

لكن خلال عام 2009 جاء قانون المالية التكميلي ببعض الإجراءات التي اعتبرت شكلا من أشكال عودة الرقابة على الصرف في الجزائر، ما قد يؤثر على نظام قابلية التحويل الجاري للدينار وعلى حركة رؤوس الأموال المرتبطة بالاستثمار الأجنبي المباشر. فقد أدى الارتفاع الشديد

<sup>1</sup> CNES, "Regards sur la politique monétaire...", Op. Cit., p.109.

لفاتورة الاستيراد والتي بلغت في السداسي الأول من عام 2009 ما مقداره 19.9 مليار دولار (مقابل 20.9 مليار دولار للصادرات) بالحكومة لاتخاذ إجراءات للحد من الارتفاع المفرط للواردات، ودفع المستثمرين على الاستثمار في الجزائر لتشجيع الإنتاج الوطني بدلا من إغراقها بالسلع الأجنبية والنقل من اللجوء إلى الاستيراد واستنزاف احتياطات النقد الأجنبي.

كما تضمن قانون المالية التكميلي تدابير تسمح للإدارة بأن تطبق على مصدري بعض البلدان نفس التدابير والإجراءات التي تطبق على المصدرين الجزائريين في هذه البلدان وذلك في إطار مبدأ المعاملة بالمثل. وقد ألغى هذا القانون إمكانية استيراد آلات أو تجهيزات مستعملة وحتى تجديدها بضمآن.

أما بخصوص الشركات التي يتم إنشاؤها بعد صدور هذا القانون بغية ممارسة النشاطات التجارية الخارجية فان المساهمة الجزائرية الأدنى قد حددت بنسبة 30%. وقد تضمن القانون أيضا تجميد القروض الاستهلاكية (ماعدا للعقارات) وفرض رقابة صارمة على عمليات التجارة الخارجية من خلال إلزامية تسديد الواردات عبر آلية "القرض المستندي" مع بعض الاستثناءات، وإجبارية توطينها لدى أحد البنوك التجارية المرخص لها. كما سنّ هذا القانون قاعدة (49/51) في أي مشروع استثمار أجنبي مباشر<sup>1</sup>.

لقد جاءت هذه التدابير المقيدة للواردات لتدارك النقائص المسجلة في التنظيم 01/07 المتعلق بالقواعد المطبقة على المعاملات الجارية مع الخارج والحسابات بالعملة الأجنبية، وأيضا كرد فعل مماثل على الرقابة التي فرضتها دول أخرى على الصادرات الجزائرية نتيجة تأثرها بتداعيات الأزمة المالية العالمية لعام 2008<sup>2</sup>.

وعلى نحو عام تتمثل أهم نتائج استمرار الرقابة على الصرف في الجزائر في انتشار ظاهرة أسواق الصرف الموازية وتوسع حجم التعامل فيها كنتيجة حتمية لعدم قدرة الأعوان على تلبية احتياجاتهم من النقد الأجنبي عبر السوق الرسمي، وقد شكل تنامي ظاهرة الأسواق الموازية تحديا كبيرا أمام السلطات التي ماقتنتت تؤكد مرارا وتكرارا تصميمها على محاربة هذه الأسواق الموازية والقضاء عليها ولكنها فشلت في تحقيق ذلك، لأن أصل المرض هو "الرقابة الشديدة" المفروضة على الصرف وتقنين وتقنين التدفقات المالية للمقيمين إلى الخارج. والجدول الموالي يوضح مقارنة حول واقع الرقابة على الصرف بين الجزائر وبلدان أخرى:

<sup>1</sup> عن وكالة الأنباء الجزائرية، بتاريخ 29 جويلية 2009.

<sup>2</sup> أنظر مداخلة المدير العام السابق للصرف ببنك الجزائر السيد محند واعلي براهتي، خلال ورشة العمل حول موضوع "ترقية الصادرات خارج المحروقات"، المرجع السابق.

الجدول (04-02): مقارنة بين الجزائر وبلدان أخرى في مجال الرقابة على الصرف.

البلد	مدى وجود الرقابة على الصرف	مقدار المنحة السنوية من النقد الأجنبي المسموح للمقيمين الاستفادة منها في إطار سفرهم للخارج.
الجزائر	نعم	ما يقابل 15000 دج بالعملة الأجنبية.
البحرين	لا	غير محدد.
العراق	نعم	10000 دولار أمريكي.
إيران	نعم	منذ 1 جانفي 2012 تم تخفيض هذه المنحة من 2000 دولار إلى 1000 دولار.
الكويت	لا	غير محدد.
ليبيا	نعم	10000 دولار في حالة شيك السفر و 5000 دولار نقدا.
عمان	لا	غير محدد.
قطر	لا	غير محدد.
السعودية	لا	غير محدد.
الإمارات العربية المتحدة	لا	غير محدد.
اليمن	لا	غير محدد.
موريتانيا	نعم	فعلية منذ فيفري 2012، حيث حددت قيمة المنحة ب 10900 دولار.
المغرب	نعم	4700 دولار.
تونس	نعم	3800 دولار.
مصر	لا	غير محدد.
الأردن	لا	غير محدد.
لبنان	لا	غير محدد.
العراق	نعم	3000 دولار.

المصدر: من إعداد الباحث.

من الجدول أعلاه يلاحظ أن البلد الذي يمنح لمواطنيه أقل منحة سنوية من النقد الأجنبي هي الجزائر، حيث تقدر هذه المنحة بمبلغ 200 دولار أمريكي (عام 2012)، وهو مبلغ زهيد وبعيد جدا حتى عن أدنى حد لباقي البلدان وهو ما تمنحه إيران (التي تعاني من الحصار المفروض عليها من الغرب بسبب برنامجها النووي) والمقدر ب 1000 دولار أمريكي. يضاف لذلك أنه بالرغم من توفر الجزائر على احتياطات جد هامة من النقد الأجنبي (35.6 شهر من الاستيراد في عام 2013) مقارنة ببعض البلدان الأخرى ذات الاحتياطات المتواضعة كتونس والمغرب (3.8 شهر و 4.3 شهر على الترتيب) إلا أن هذه الأخير تمنح لمواطنيها منحة صرف أجنبي عالية (أكثر من 10 أضعاف) مقارنة بالجزائر.

إن هذا التوجه نحو تقييد حرية التحويل الخارجي عبر تقنين تدفق الأموال الخارجة للمواطنين، سيسهم في توليد بيئة مالية سلبية تضعف من مناخ الاستثمار الأجنبي ولا تساعد سوى على نشوء أسواق صرف موازية وغير قانونية، كما تشجع من ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى

الخارج عبر القنوات غير الرسمية. وهذه الظروف لا تسمح لسوق الصرف الرسمي في الجزائر بالتطور كما يجب ومواكبة التحول نحو مرونة سعر الصرف وإنجاحه. بناءً على ما تم استعراضه في هذا المبحث يمكن القول أن الجزائر لا تتوفر بشكل كامل على كل الدعائم الأساسية المسبقة والمساندة لإنجاح التحول نحو نظام الصرف المرن. فقد كان التحول سريعاً وتحت الضغط وفي سياق الأزمة، حيث لم يتم توفير الشروط الضرورية اللازمة لهذا التحول كتطوير سوق الصرف والتدخل فيه بفاعلية، وكذا استمرار تدابير الرقابة على الصرف، إضافة لعدم القدرة على الوفاء بمتطلبات السياسة النقدية القائمة على استهداف التضخم، وبناء النظم الفعالة لإدارة خطر الصرف...وعليه فإن هذا الوضع القائم سيزيد من احتمالات فشل هذا التحول بما له من تداعيات عكسية على الاقتصاد الوطني.

## المبحث الثاني: تقييم كفاءة نظام الصرف المرن في الجزائر

من أجل تقييم مدى كفاءة نظام التعويم الموجه للدينار ومن ثم الحكم على مدى ملائمة هذا الاختيار للاقتصاد الجزائري، سيحاول هذا المبحث استعراض وجهات النظر المؤيدة والمعارضة للاستمرار بهذا النظام بالإضافة إلى وجهة نظرنا حول هذه المسألة.

### المطلب الأول: عرض وجهات النظر المؤيدة والمعارضة للاستمرار بالتعويم الموجه

يستعرض هذا المطلب وجهة النظر المؤيدة ممثلة بكل من بنك الجزائر باعتباره المسؤول الأول عن سياسة إدارة سعر الصرف وكذا صندوق النقد الدولي، وبالمقابل وجهة النظر المعارضة التي يمثلها المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي.

### الفرع الأول: وجهة النظر المؤيدة (بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي)

لقد أكد بنك الجزائر في مختلف تقاريره السنوية أنه مستمر في سياسة التعويم الموجه للدينار التي اختبرها لسنوات طويلة والتي خدمت الاقتصاد بالشكل المرغوب، كونها تمثل الأرضية الملائمة لدعم الاستقرار الخارجي، وتعزيز الوضع المالي الخارجي الصافي للبلاد. كما أسهمت هذه السياسة في ترسيخ الاستقرار النقدي بالمحافظة على معدل تضخم منخفض، يضاف إلى ذلك أن التعويم الموجه للدينار يشير إلى عدم وجود أي انحراف كبير في سعر الصرف الحقيقي الفعلي عن مستواه التوازني ما يعني أن الدينار مقوم بشكل عادل وصحيح.

من الشواهد على ما سبق ذكره ما ورد في التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2009

بخصوص سياسة إدارة سعر صرف الدينار حيث يمكن أن نقرأ مايلي<sup>1</sup>:

« ...En 2009, la politique de taux de change est bien en phase avec la stabilité externe, elle même ancrée sur une solidité marquée de la position financière extérieure nette de l'Algérie. La politique de taux de change conduite par la Banque d'Algérie, de manière flexible, sert donc l'économie nationale... ».

أما في التقرير السنوي لسنة 2011 فنقرأ مايلي<sup>2</sup>:

« ...Le passage à la fin de cette décennie à un objectif d'inflation cible est venu confirmer la bonne tenue des prix, l'inflation ayant été réduite en contexte de stabilité macroéconomique consolidée et de taux de change effectif réel proche de l'équilibre en régime de change flexible... ».

لقد ترافق هذا التقييم الوارد أعلاه لبنك الجزائر مع فترة طفرة أسعار النفط التي ميزت العشرية السابقة، حيث تمكن بنك الجزائر في ظلها من بناء احتياطات جد هامة من العملات الأجنبية بلغت مستويات قياسية حيث قدرت عام 2010 بـ 162.2 مليار دولار أمريكي (ما يعادل 103% من الناتج المحلي)، أو ما يكفي لتغطية مستوردات الجزائر لنحو 38.3 شهر تقريبا. كما

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2009: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.77.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2011: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.138.



شهدت مؤشرات الاقتصاد الكلي أداءً مُرضياً على العموم، فقد ارتفعت معدلات النمو لكل من الناتج الحقيقي والناتج خارج المحروقات، وارتفع متوسط الناتج الحقيقي للفرد، وانخفضت البطالة بشكل ملفت للانتباه، كما سجلت معدلات التضخم انخفاضا نسبيا، بالإضافة إلى التراجع الكبير في نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي نتيجة شروع الحكومة منذ العام 2006 في السداد المسبق لديونها الخارجية.

بالإضافة إلى ما سبق يعتبر بنك الجزائر أن نظام التعويم المُوجّه للدينار قد سمح لسعر الصرف بأن يؤدي دوره كأداة لمواجهة الصدمات الخارجية لأسعار النفط وتسهيل عملية التكيف معها. فبتبعاً لصدمة انهيار أسعار النفط التي شهدها النصف الثاني من عام 2014 واستمرارها لفترة طويلة وما نجم عنها من تراجع مداخيل الجباية النفطية، فقد سمحت السلطات لسعر الصرف الاسمي للدينار عام 2015 بالتراجع بحوالي 20 % مقابل الدولار الأمريكي و 3.8 % مقابل اليورو، وهذا على اعتبار أن مرونة سعر الصرف تشكل خط الدفاع الأول في مواجهة انهيار الإيرادات النفطية. ويمكن في هذا الشأن أن نقرأ ما ورد في أحد تقارير بنك الجزائر مايلي<sup>1</sup>:

« ...Il est à noter que face à la chute des recettes pétrolières, le recours à la flexibilité du taux de change, constitue la première ligne de défense. En effet, la flexibilité du cours de change du dinar et les interventions de la Banque d'Algérie sur le marché interbancaire de changes, ont permis au taux de change du Dinar de jouer, dans une large mesure, son rôle d'amortisseur de chocs externes... »

أما صندوق النقد الدولي فبدوره يؤيد الاستمرار بالتعويم المُوجّه للدينار لأنه يرى أنه خدم الاقتصاد الجزائري بشكل جيد، حيث سمح هذا النظام بإبقاء الدينار مقيماً بالقرب من قيمته العادلة التي تتسق مع أساسيات الاقتصاد الوطني، نظراً لأن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار قريب من مستواه التوازني ولا ينحرف عنه بشكل كبير، وهذا وفقاً للدراسات التي أعدها خبراء الصندوق<sup>2</sup>. كما يعتبر الصندوق أن مرونة سعر الصرف قد كانت عاملاً أساسياً في دعم تكيف الاقتصاد مع أثر صدمة انهيار أسعار النفط على نحو قابل للاستمرار وبأقل تكلفة ممكنة على النمو وتوظيف العمالة، فضعف الدينار الناجم عن مرونة سعر الصرف يعتبر عاملاً مساعداً ومهماً جداً في تقليص الاختلالات الخارجية ودعم تنمية القطاع الخاص، والرفع من المداخيل النفطية بالعملة المحلية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Banque d'Algérie, "Tendances monétaires et financières en 2015 et au cours des neuf premiers mois de 2016 et politiques de résilience et d'accompagnement en contexte de choc externe durable", Intervention du Gouverneur de la Banque d'Algérie, Assemblée Populaire Nationale, Janvier 2017, p.7.

<sup>2</sup> International Monetary Fund, "IMF Executive Board Concludes 2005 Article IV Consultation with Algeria", Washington, D.C., 2005, p.53.

<sup>3</sup>International Monetary Fund, "Algeria 2017 Article IV Consultation", IMF Country Report, No. 17/141, June 2017, p.24.

## الفرع الثاني: وجهة النظر المعارضة (المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي)

في عام 2005 أصدر المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي تقريرا حول السياسة النقدية في الجزائر ، حيث تم تخصيص قسم منه لفحص سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر في ظل التحول نحو التعويم المُوجّه، وقد حمل هذا القسم عنوان "من أجل إدارة أكثر شفافية واستقرار لسعر صرف الدينار"<sup>1</sup>. وبحسب هذا التقرير فإن حرية التقدير في إدارة سعر الصرف من طرف بنك الجزائر في ظل نظام التعويم المُوجّه قد نتج عنها تقلبات دورية في سعر صرف الدينار وعدم استقرار في قيمته الخارجية، وهو ما يتعارض مع نصوص قانون النقد والقرض (10/90) الذي يؤكد على مسؤولية بنك الجزائر في الحفاظ على استقرار القيمة الخارجية للدينار، وهذا بموجب المادة 35 منه التي نصت على مايلي<sup>2</sup>:

"...تتمثل مهمة بنك الجزائر في ميادين النقد والقرض والصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد مع السهر على الاستقرار الداخلي والخارجي للنقد. ولهذا الغرض، يكلف بتنظيم الحركة النقدية ويوجّه ويراقب بكل الوسائل الملائمة توزيع القرض ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف."

بالاستناد إلى نص هذه المادة، يعتبر المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي أن الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو الحفاظ على استقرار القيمة الداخلية للنقد (بمعنى استقرار المستوى العام للأسعار) والذي من شأنه أن يضمن استقرار القيمة الخارجية للنقد (أي سعر الصرف)، وفي هذه الحالة يصبح استقرار سعر الصرف هدفا ضمنيا للسياسة النقدية.

وبحسب التقرير فإن بنك الجزائر لا يعلن عن أي هدف مسبق لسعر الصرف، كما أن الانخفاض المستمر في سعر الصرف الدينار يحرم الأعوان الاقتصاديين من تكوين أدنى رؤية حول السلوك المستقبلي للدينار ماعدا توقع الانخفاض، ودون تمكنهم من اتخاذ الاحتياطات الضرورية للتغطي من خطر الصرف في ظل غياب سوق الصرف الآجل. فالانخفاض المتواصل لسعر الصرف له تأثيرات عكسية على قرارات الأعوان الاقتصاديين المرتبطة بدورة الاستغلال وعلى الميزانيات وحسابات الاستغلال. إضافة لما سبق يرى التقرير أن الأداء الاقتصادي الكليّ الجيد المحقق خاصة خلال العشرية الماضية والوضع الملائم لأساسيات الاقتصاد الوطني (تضخم منخفض، فوائض في المالية العامة والحساب الجاري، انخفاض مستويات المديونية

<sup>1</sup> CNES, "Regards sur la politique monétaire...", Op. Cit., pp.113-119.

<sup>2</sup> الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424، الموافق 26 غشت سنة 2003، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 2003، ص.7.

الخارجية، معدلات نمو موجبة) يقتضي أن يكون هنالك استقرار في سعر صرف الدينار وليس انخفاضه المستمر.

بناء على ما سبق يخلص المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي في تقريره إلى مجموعة من التوصيات كمايلي<sup>1</sup>:

- ✓ ضرورة وجود إدارة أكثر شفافية لسعر الصرف الدينار في ظل نظام يكرّس أولوية استقرار سعر الصرف، مع العلم أن الاستقرار لا يعني الثبات ولكن يدل على انخفاض حدة التقلبات في كل من سعر الصرف الاسمي والحقيقي للدينار؛
- ✓ يطالب المجلس بأن لا يكون هذا الاستقرار في سعر الصرف مقابل عملة واحدة فقط هي الدولار<sup>2</sup> وإنما لابد أن يشمل أهم العملات الرئيسية الأخرى وخاصة اليورو؛
- ✓ ينبغي أن يتم تحقيق هذا الاستقرار في سعر صرف الدينار عبر سوق الصرف من خلال تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الفوري لمنع التقلبات الحادة في سعر الصرف؛
- ✓ يرى المجلس أن استقرار سعر صرف الدينار هو أداة ضرورية لإنعاش سوق الصرف الآجل الذي لابد من تفعيله في أقرب الآجال باعتباره وسيلة هامة للتغني من مخاطر الصرف؛
- ✓ ضرورة إدخال التقنيات الأخرى للتغني من مخاطر الصرف وتطبيقها على المعاملات الجارية قبل المالية.

### المطلب الثاني: وجهة نظرنا

من أجل الحكم على مدى ملائمة نظام التعويم الموجه للاقتصاد الجزائري وبالتالي إمكانية الاستمرار بالعمل به مستقبلا، لابد من استعراض وتحليل أداء مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي منذ بداية تطبيق هذا النظام الجديد العام 1995، ثم إبراز ما إذا كان نظام الصرف المتبع طرفا في تحقيق الأداء الاقتصادي الكلي الأفضل، أو بعبارة أخرى التحقق من مدى متانة الطرح الذي يربط تحقيق الأداء الاقتصادي الكلي الأفضل بالتحول نحو نظام صرف مرن. بالإضافة إلى الإشارة إلى أهم التداعيات العكسية الناجمة عن استمرار انخفاض قيمة الدينار منذ تعويمه على الاقتصاد الوطني.

<sup>1</sup> CNES, "Regards sur la politique monétaire...", Op.Cit., pp.113-119.

<sup>2</sup> تجدر الإشارة هنا إلى أنه وفي إطار تطبيق برنامج دعم النمو الاقتصادي 2009/2005، فقد أعلنت الحكومة عن اعتماد سعر صرف ثابت لتجسيد هذا البرنامج مقداره 76 دينار لكل دولار أمريكي، وذلك دون باقي العملات الرئيسية الأخرى مثل: الين واليورو.

## الفرع الأول: الأداء الاقتصادي الكلي وعلاقته بمرونة سعر صرف الدينار

يوضح الجدول أدناه تطور بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر منذ العام 1995 وإلى

غاية عام 2016 وهي الفترة التي تراكمت ولا تزال مع تطبيق نظام الصرف المرن في الجزائر:

الجدول (03-04): تطور سعر الصرف وبعض المؤشرات الاقتصادية الكلية للجزائر (1995-2016)

النمو الحقيقي (%)	مؤشر سعر المستهلك (%)	الصادرات خارج المحروقات (%)	الحساب الجاري (% الناتج المحلي)	المالية العامة (% الناتج المحلي)	احتياطي الصرف (مليار دولار)	سعر الصرف الحقيقي الفعلي (100=2000)	سعر الصرف الاسمي (دينار/ دولار)	
3.8	29.8	5.1	-0.11	-1.41	2.1	98.57	47.6847	1995
4.10	18.7	5	2.7	2.93	4.2	100.25	54.7673	1996
1.1	5.7	4.6	7.2	2.83	8	108.2	57.6805	1997
5.10	5	3.6	-1.9	-3.82	6.8	113.5	58.7241	1998
3.2	2.6	3.4	00	-0.51	4.4	104.87	66.6217	1999
2.4	0.3	2.7	16.8	9.67	11.9	100	75.3456	2000
2.10	4.2	2.9	12.9	4.2	18	103.5	77.2641	2001
4.10	1.4	3.2	7.8	0.23	23.1	95.2	79.6905	2002
6.80	2.6	1.9	13.0	4.99	32.9	86.12	77.4018	2003
5.80	3.6	2.1	13.1	5.82	43.1	86.62	72.0659	2004
5.1	1.6	1.6	20.7	11.9	56.2	83.15	73.3627	2005
2	2.5	2.1	24.7	13.5	77.8	83.17	73.70	2006
3	3.5	1.6	22.5	4.4	110.2	82.35	69.20	2007
2.4	4.5	1.8	20.1	7.7	143.1	84.92	64.6	2008
2.4	5.7	1.7	0.3	-6.8	148.9	102.12	72.50	2009
3.3	3.9	1.7	7.6	-2.4	162.2	102.42	74.9	2010
2.4	4.52	1.7	9.9	1.2-	182	101.8	72.85	2011
3.3	8.89	1.6	8.1	4-	191	107.2	77.55	2012
2.8	3.3	1.9	0.4	0.9-	194	103.6	79.4	2013
3.8	2.9	2.77	4.4-	8-	178.94	105.7	80.56	2014
3.8	4.8	4.31	16.6-	15.8-	144.13	101.15	100.46	2015
3.5	6.4	4.87	16.9-	14-	114.14	99.127	109.46	2016

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي.

من خلال الجدول أعلاه يمكن الخروج بالملاحظات الآتية:

- تطور سعر الصرف الاسمي يوضح غياب أي مسار مستهدف له، حيث يلاحظ الانخفاض المستمر (مع بعض الاستثناءات القليلة) في سعر الصرف الاسمي للدينار مقابل الدولار الأمريكي منذ عام 1995 وإلى غاية 2016، أما سعر الصرف الحقيقي الفعلي فيتميز ببعض الاستقرار النسبي بالموازاة مع وجود بعض التذبذبات الطفيفة من حين لآخر؛
- بالنسبة للتضخم في الجزائر فقد سجل أداءً مرضياً مثلما يوضحه الجدول أعلاه حيث انخفض من مرحلة المرتبتين العشريتين خلال الفترة (1995-1996) إلى مرحلة المرتبة العشرية الواحدة ابتداء من عام 1997، وبلغ أدنى مستوى له عام 2000 بنسبة 0.3 %، ليواصل بعد ذلك تطوره

المتذبذب بمرتبة عشرية واحدة مع تسجيل عودة بعض الضغوط التضخمية لاسيما خلال أعوام 2009 و2012 و2016؛

- تراكم متواصل لاحتياطيات الصرف حيث بلغت ذروتها عام 2013 ب 194 مليار دولار وذلك بسبب الارتفاع القياسي في أسعار النفط، لكنها تراجعت بعد ذلك بشكل كبير بسبب استمرار صدمة انهيار أسعار النفط منذ جوان 2014؛

- تسجيل فوائض هامة في الحساب الجاري والمالية العامة خلال فترة طفرة أسعار النفط، لكن مع استمرار صدمة انهيار أسعار النفط تحولت إلى عجوزات اتسعت بشكل كبير؛

- ضعف حصة الصادرات غير النفطية إلى إجمالي الصادرات، حيث انقلبت من 5.1 % (عام 1995)، لتبلغ 1.6 % عام 2008، ثم لتستقر مع نهاية عام 2016 في حدود 4.78 %؛

- تسجيل نمو اقتصادي معتبر بلغ ذروته عام 2003 بمعدل نمو حقيقي بلغ 6.8 % وهي الفترة التي تميزت بارتفاع أسعار النفط، وبالمقابل فإن صدمة انهيار أسعار النفط المستمرة منذ 2014 لم تؤثر على النمو في الجزائر إلا بصورة محدودة.

والسؤال المطروح الآن هو: هل للتعويم الموجّه للدينار دور في تفسير الأداء الاقتصادي الكلي المحقّق أعلاه؟ والجواب هو أنه على الرغم من عودة الاستقرار للاقتصاد الكلي بعد تطبيق برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)، والأداء الاقتصادي الجيد المحقّق بعد ذلك لاسيما في مجال النمو والتضخم، إلا أننا نميل للاعتقاد أن نظام التعويم الموجّه للدينار لم يكن طرفا فاعلا في تحقيق هذه النتائج وذلك للاعتبارات التالية:

#### - أولا: على مستوى تشجيع الصادرات غير النفطية

رغم أن الهدف الأساسي لسياسة سعر الصرف في الجزائر هو الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار بما يسمح بتعزيز القدرة التنافسية وتشجيع الصادرات غير النفطية وتنويع روافد الاقتصاد الجزائري، إلا أن الواقع يثبت أن هذا النظام المرن وما أنتجه من انخفاض في قيمة الدينار لم يترك أثرا يذكر على تنافسية الاقتصاد الكلي على الصعيد التجاري، حيث لم تتجاوز نسبة الصادرات غير النفطية من إجمالي الصادرات في أحسن الأحوال عتبة 5.1 % (عام 1995)، واستقرت مع نهاية عام 2016 في حدود 4.78 %، ما يعكس تبعية الاقتصاد الجزائري الدائمة للصادرات النفطية.

#### - ثانيا: على مستوى النمو الاقتصادي

كان يفترض من نظام الصرف المرن أن يكون عاملا حاسما في تحقيق نمو قوي خارج المحروقات. إلا أن مصادر النمو المحقّق في الجزائر قد كانت بالأساس النمو الكبير لقطاع

المحروقات في ظل طفرة أسعار النفط، إضافة إلى نمو النشاط في مجال الخدمات والبناء والأشغال العمومية بسبب البرامج الضخمة للاستثمارات العامة التي أطلقتها الدولة منذ العام 2001 للاستثمار في الهياكل القاعدية والخدمات الاجتماعية. كما أن صدمة انهيار أسعار النفط لم تؤثر على النمو في الجزائر إلا بصورة محدودة (على الأقل خلال الثلاث السنوات الموالية للصدمة)، وهذا نظرا لوجود هامش احتياطية وقائية في مالىتها العامة أو ما يعرف "بصندوق ضبط الإيرادات" الذي أنشأته الحكومة عام 2000 مع انطلاق فترة طفرة أسعار النفط، وقد بدأت في استخدام هذه الاحتياطيات مع الصدمة النفطية لدعم النشاط الاقتصادي. أما أداء القطاع غير النفطي الذي يتكون أساسا من (الفلاحة والصناعة والبناء والخدمات السلعية) فهو مرتبط بشكل رئيسي بمستوى الإنفاق العام، وهذا الأخير تحكمه تطورات أسعار النفط، حيث أنه وبسبب أسعار النفط المنخفضة منذ جوان 2014 تباطئ نمو القطاع غير النفطي تحت تأثير تخفيضات الإنفاق العام، حيث انخفض معدل النمو الحقيقي من 7.1 % عام 2013 ليلبغ 2.9 % عام 2016<sup>1</sup>.

إن الاعتماد المفرط للاقتصاد الجزائري على سلعة أساسية واحدة هي المحروقات، والتبعية الكبيرة والخطيرة للنشاط الاقتصادي بالنسبة للإنفاق العام هو موطن ضعف وهشاشة رئيسي للاقتصاد الوطني، وبالتالي فإنه لا طبيعة نظام الصرف المتبع ولا تغيرات سعر الصرف سيكون لها تأثير على النمو الاقتصادي للبلد في ظل استمرار هذا الوضع، وهي نفسها النتيجة التي توصلت إليها إحدى الدراسات التجريبية التي اهتمت بتقييم أداء نظام الصرف في الجزائر<sup>2</sup>.

### الفرع الثاني: إشكالية انخفاض قيمة الدينار وتداعياتها العكسية على الاقتصاد

يفترض أن تعويم العملة يقتضي أن يرتفع سعر الصرف أحيانا وينخفض أحيانا أخرى مثلما يدل عليه مصطلح التعويم، ولكن تحليل تطورات سعر صرف الدينار الجزائري (مثلما تمت الإشارة إليه سابقا) يوضح أنه يسير بشكل عام في اتجاه واحد وهو التراجع المستمر في قيمة الدينار مقابل مختلف العملات الرئيسية، والسؤال المطروح هنا هو: ماهي أسباب ذلك؟ وما تداعياتها على الاقتصاد الوطني؟

#### أولا: أسباب ظاهرة الانخفاض المستمر في قيمة الدينار منذ قرار تعويمه

يمكن تحديد أسباب ظاهرة الانخفاض المستمر في قيمة الدينار في مايلي:

- التحول السريع نحو نظام الصرف المرن والذي كان في سياق أزمة (أي تحت الضغط) بالموازاة مع عدم توفر كافة المتطلبات التشغيلية الضرورية لهذا التحول، مما أدى لانخفاض كبير ومستمر وغير متحكم فيه في قيمة الدينار؛

<sup>1</sup> البيان الصحفي رقم 17/90 لصندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص.2.

<sup>2</sup>Ali Abdallah, Op. Cit., p.371.

- عدم التزام بنك الجزائر بأي هدف لسعر الصرف الاسمي في إطار المقاربة الجديدة التي يرتكز عليها التعويم الموجّه للدينار، والتي تولي الأهمية القصوى لاستهداف سعر الصرف الحقيقي في إطار حماية القدرة التنافسية الخارجية؛

- الزيادة المفرطة للواردات من السلع والخدمات: حيث يُعتبر النمو الهائل للواردات في الجزائر والتي ارتفعت من 857 221,9 مليون دينار جزائري عام 2000 لتبلغ عام 2016 ما مقداره 5408700 مليون دينار جزائري (معدل ارتفاع قدره 530.95%) عائقاً أمام استقرار قيمة الدينار ذلك بسبب الطلب المتنامي على النقد الأجنبي لتسوية هذه المستوردات. فالدولة تقوم بإدخال العملة الأجنبية إلى البلاد عن طريق مبيعات المحروقات فقط، بينما السوق هو من يقوم بإخراج تلك العملات إلى الخارج عبر تزايد الاستيراد ما يؤدي إلى عدم وجود توازن بين العرض والطلب ينعكس في انخفاض قيمة الدينار؛

- استخدام السلطات لانخفاض قيمة الدينار كأداة لكبح الواردات: في هذا السياق فقد أكد مصدر ببنك الجزائر لوكالة "رويترز" إن بنك الجزائر سمح للدينار في 17 أوت 2015 بالهبوط إلى مستوى قياسي جديد مقابل اليورو (117.48 دج لكل يورو) سعياً لخفض فاتورة الواردات المتضخمة بعد هبوط إيرادات النفط بأكثر من النصف جراء انخفاض أسعار النفط الخام، وهذا في ظل كون حوالي 65% من واردات الجزائر متأتية من منطقة اليورو<sup>1</sup>؛

- استخدام السلطات لانخفاض قيمة الدينار كأداة لزيادة حصيلّة الجباية النفطية: ففي ضوء كون الدولار الأمريكي هو عملة تسعير النفط، فإن السماح بانخفاض الدينار مقابل الدولار يسمح للجزائر بالرفع من الجباية النفطية (عند تحويلها من الدولار إلى الدينار) وبالتالي تمويل ميزانيتها العامة بأكثر قدر ممكن من الإيرادات؛

- العلاقة بين سعر الصرف وأساسيات الاقتصاد: مثلما تمت الإشارة إليه سابقاً قام بنك الجزائر ببناء نموذج قياسي يعتمد على أساسيات الاقتصاد لتحديد سعر الصرف الحقيقي التوازني، حيث أن سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار يتطور بدلالة التطورات الحاصلة في هذه الأساسيات. وفي هذا السياق فقد أدت صدمة انهيار أسعار النفط الأخيرة إلى تدهور أساسيات الاقتصاد (انخفاض سعر النفط، مستوى مرتفع للإنتاج العام، واتساع فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين) مما استوجب السماح بانخفاض قيمة الدينار لاسيما مقابل الدولار واليورو حتى يكون هنالك تناسق بين سعر الصرف وأساسيات الاقتصاد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> وكالة رويترز، "الدينار الجزائري ينزل لمستوى قياسي وسط جهود لكبح الواردات"، الاثنين 17 أوت 2015. مقال متاح على الموقع: [www.ara.reuters.com](http://www.ara.reuters.com) (تاريخ الاطلاع 2016/10/8).

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, "Tendances monétaires et financières en 2015 ...", Op. Cit., p.7.

### ثانياً: تداعيات انخفاض قيمة الدينار على الاقتصاد الوطني

مما لا شك فيه أن انخفاض قيمة أي عملة مقابل العملات الرئيسية الأخرى ستكون لها تداعيات عكسية على الاقتصاد الوطني. وبالنسبة للجزائر فإن الانخفاض المستمر في قيمة الدينار منذ التحول نحو نظام الصرف المرن منتصف التسعينات كانت له مجموعة من التداعيات السلبية على الاقتصاد الوطني يمكن حصرها في مايلي:

#### 1. على مستوى التضخم

في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر أصبح سعر الصرف لا يؤدي دوره بقوة في مكافحة التضخم على اعتبار أنه أحد محدّداته، وبالتالي أضحي مصدراً لتفشّي ظاهرة التضخم المستورد. ويصدّق هذا القول بشكل خاص منذ إنطلاق عملة اليورو في التداول مطلع العام 2002، حيث شهد معدل التضخم في الجزائر تبعاً لذلك تذبذبات واضحة وضغوطاً نحو الارتفاع ناجمة بالأساس عن ارتفاع تكلفة المستوردات بسبب انخفاض قيمة الدينار الجزائري أمام اليورو نتيجة التقلبات في سعر صرف اليورو -دولار التي ميّزت العشرية الماضية، وهذا في ظل كون الاتحاد الأوروبي هو أهم مورد للجزائر (حوالي 65% من وارداتها).

في هذا الصدد فقد اعترف بنك الجزائر بأن انخفاض قيمة الدينار يسهم في بروز ظاهرة التضخم المستورد وذلك وفقاً لما جاء في تقريره السنوي الخاص بتطور الوضع الاقتصادي والنقدي لعام 2007، حيث اعتبر أن تطورات سعر صرف العملة الوطنية هي أحد العوامل الرئيسية التي تفسّر تفاقم ظاهرة انتقال التضخم الأجنبي إلى الأسعار المحلية<sup>1</sup>. وبحسب دراسة أخرى حول محدّدات التضخم في الجزائر أعدها بنك الجزائر عام 2011 فقد أشارت إلى أن 7% من التضخم يُفسّره تحركات سعر الصرف الاسمي الفعلي<sup>2</sup>. وهذه النتائج لبنك الجزائر تؤكد نتائج دراسات أخرى أهمها:

- دراسة لصندوق النقد الدولي عام 2013 حول محدّدات التضخم في الجزائر حيث خلصت إلى أن هذه المحدّدات حسب أهميتها هي<sup>3</sup>: العرض النقدي M2، الناتج الحقيقي خارج المحروقات، أسعار السلع المستوردة، تحركات سعر الصرف الاسمي الفعلي، السعر العالمي للنفط. وأكدت الدراسة على أن سعر الصرف لا يؤدي دوره في مكافحة التضخم وأنه يتعين على السلطات الحفاظ على استقراره.

<sup>1</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2007: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.55.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, "Rapport 2011: Evolution économiques et monétaires en Algérie", Op. Cit., p.32.

<sup>3</sup> Sami Ben Naceur, "Understanding Inflation in Algeria", IMF Country Report, No. 13/48, February 2013, pp.22-48.



- دراسة أخرى أجراها الباحثين (Devereux & Yetman) لمعرفة درجة انعكاس أسعار الصرف في عينة تضم 122 بلد من بينها الجزائر، حيث توصلوا إلى أن هنالك انعكاسا جزئيا لسعر الصرف في الجزائر التي بلغ فيها معامل الانعكاس 0.47 (بمعنى أن انخفاض مقداره 1 % في سعر صرف الدينار يؤدي إلى ارتفاع قدره 0.47 % في أسعار الواردات)<sup>1</sup>.

- الدراسة التجريبية للباحث (Ali Dib) التي أجراها على الاقتصاد الجزائري والتي توصل من خلال أنموذجه إلى أن هنالك انعكاسا جزئيا لتحركات سعر الصرف على أسعار السلع النهائية والمستوردة في الجزائر، وذلك تبعا للصدمات التي تصيب كل من سعر صرف اليورو - دولار وأسعار النفط<sup>2</sup>.

مما سبق وفي ظل كون الجزائر بلد مستورد لمعظم احتياجاته الاستهلاكية وبالتالي يتميز بفائض من الطلب الاستهلاكي على السلع المستوردة، فان استمرار انخفاض قيمة الدينار مستقبلا سيؤدي إلى ارتفاع في الأسعار بالنسبة لمعظم الأغذية وغيرها من السلع الاستهلاكية مما قد يفاقم من التوترات الاجتماعية.

## 2. على مستوى الناتج المحلي (الأثر الانكماشية)

لقد توصلت الكثير من الأبحاث التي اهتمت بدراسة آثار ظاهرة انخفاض أو تخفيض قيمة العملات إلى نتيجة مفادها "أن انخفاض قيمة العملة في البلدان النامية يؤدي إلى انكماش الإنتاج المحلي (Contractionary)"<sup>3</sup>. وتفسير ذلك هو أنه عادة ما يؤدي انخفاض العملة إلى زيادة الطلب الكلي من خلال تنشيط مكون صافي الصادرات فيه، وبالمقابل ينخفض العرض الكلي بسبب زيادة تكلفة السلع الوسيطة المستوردة (مدخلات الإنتاج). وعليه فإن التأثير النهائي على الناتج سيكون مرتبطا ومرهونا بالتحويلات الحاصلة في العرض والطلب الكليين، حيث غالبا ما يكون مقدار انخفاض العرض الكلي في البلاد النامية أكبر بكثير من الزيادة الحاصلة في الطلب الكلي، ومن ثم تتجلى الآثار الانكماشية لانخفاض قيمة العملة. والجزائر (كأحد البلدان النامية) تعاني من هذه الظاهرة وفقا لنتائج إحدى البحوث التجريبية التي اهتمت بدراسة تداعيات انخفاض العملة في البلدان الإفريقية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Devereux M., Yetman J., " Price Setting and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Evidence" **Proceedings of a conference held by the Bank of Canada**, November 2002, pp.347-371.

<sup>2</sup>Ali Dib, "Oil prices, U.S. dollar fluctuations, and monetary policy in a small open oil exporting economy ", **Cahiers du CREAD**, N°85-86, 2008, pp.5-44.

<sup>3</sup> M. Bahmani-Oskooe, I. Miteza, "Are Devaluations Expansionary or Contractionary: A Survey Article", **Economic Issues**, Vol. 8, Part 2 (2003), pp. 1-28.

<sup>4</sup> M. Bahmani-Oskooe, A. Gelan, "Are Devaluations Contractionary in Africa?", **Global Economic Review**, Vol. 42, No. 1, 2013, p.11.

### 3. تداعيات أخرى لانخفاض قيمة الدينار

- **على مستوى المديونية الخارجية:** في ظل نظام الصرف المرن المطبق حاليا، فإن التقلبات التي تعرفها أسعار صرف أهم العملات الرئيسية ولاسيما الدولار والبيورو غالبا ما ينجم عنها أثر "صرف سلبي" على المديونية الخارجية للجزائر وخدمتها، وقد أشارت لذلك العديد من التقارير السنوية لبنك الجزائر، التي أوضحت أن تراجع قيمة الدينار أمام هته العملات الرئيسية يؤدي إلى ارتفاع قيمة المديونية الخارجية للبلاد وكذا أقساط خدمة الدين<sup>1</sup>.

- **على مستوى تكلفة الدعم:** من بين الآثار السلبية لانخفاض قيمة الدينار بسبب تعويمه زيادة تكلفة الدعم لاسيما بالنسبة للغذاء والسلع الاستهلاكية والمواد البترولية المستوردة مقارنة بما يكون مستهدفا قبل حصول انخفاض قيمة الدينار. فالدعم المستهدف يخصص على أساس سعر صرف محدد مسبقا للدينار، ولكن انخفاض قيمة الدينار بعد ذلك تزيد من مخصصات الدعم. وفي هذا السياق فقد أصبحت تكلفة الدعم في الجزائر باهظة، لاسيما في الوقت الراهن الذي تواجه فيه البلاد عجزا غير مسبوق في المالية العامة بعد هبوط أسعار النفط العالمية، حيث تشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى أن تكلفة الدعم في الجزائر بلغت قرابة 14% من إجمالي الناتج المحلي في عام 2015 وهو نفس مقدار العجز في المالية العامة تقريبا وضعف موازنتي وزارتي الصحة والتعليم مجتمعين، كما يمثل الدعم التنافلي لمنتجات الطاقة أكثر من نصف هذه التكلفة<sup>2</sup>.

- **محدودية دور انخفاض سعر الصرف كأداة لمواجهة الصدمات الخارجية والتكيف معها:** فبالرغم من انخفاض قيمة الدينار خلال سنتي 2014 و2015 نتيجة صدمة انهيار أسعار النفط فقد تراجعت الجباية النفطية بـ 7.9% عام 2014 و 32.9% عام 2015، وهو ما أدى إلى زيادة العجز في المالية العامة وتراجع صندوق ضبط الإيرادات، ما يعني أن الحيز المالي الناجم عن انخفاض سعر الصرف غير كاف للوفاء بمتطلبات النمو الاقتصادي والحد من التأثير السلبي للصدمة الخارجية على النشاط الاقتصادي. وبالتالي لابد من زيادة وتعزيز القدرة على التصدير في القطاع غير النفطي لمواجهة الصدمة الخارجية بدلا من الاعتماد على انخفاض سعر الصرف لوحده فقط.

- **زيادة أجواء عدم اليقين:** إن انخفاض قيمة الدينار بشكل مستمر يسهم في خلق بيئة اقتصادية تتميز بعدم الاستقرار وبأجواء من عدم اليقين، وبالتالي تعيق الأعوان الاقتصاديين عن أخذ صورة واضحة واتخاذ القرارات الإستراتيجية لاسيما في مجال الاستثمار على المدى الطويل.

<sup>1</sup> أنظر على سبيل المثال: التقرير السنوي لعام 2005، ص.69؛ تقرير 2007 ص.78؛ تقرير 2008 ص.76؛ تقرير 2009، ص.83؛ تقرير 2010، ص.52؛ تقرير 2011، ص.52.

<sup>2</sup> أندرو جويل، "ضرورة إصلاح نظام الدعم في الجزائر"، مدونة صندوق النقد الدولي، 31 أغسطس 2016، ص.1.

### - تقويض مصداقية الحكومة وسياساتها الاقتصادية

من بين المؤاخذات على نظام الصرف المرن المطبق في الجزائر هو أن سلوك سعر الصرف لا يعكس دائما التطورات الحاصلة في أساسيات الاقتصاد، فإذا كان سعر الصرف قد تراجع خلال السنوات الأخيرة بسبب صدمة انهيار أسعار النفط وهو مساره الصحيح، فإنه وعلى النقيض من ذلك لم يتحسن خلال فترة الطفرة النفطية بالموازاة مع الفوائض المحققة في الحساب الجاري والمالية العامة نتيجة تراكم احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي. وهو ما قد يقوّض من مصداقية الحكومة وسياساتها الاقتصادية، حيث صنفت إحدى الدراسات الجزائر بأنها من البلدان التي تتلاعب بسعر الصرف<sup>1</sup>.

قبل اختتام هذا المبحث نشير إلى أن بنك الجزائر بدوره يؤكّد في تقاريره السنوية بأن نجاح نظام الصرف الحالي مرهون بتقوية أساسيات الاقتصاد الوطني عبر اتخاذ التدابير الملائمة على مستوى السياسة الاقتصادية، والتي من شأنها تحقيق مكاسب في الإنتاجية في القطاعات خارج المحروقات وتعزيز قدرتها التنافسية الخارجية لتنويع الاقتصاد الوطني، وهذا من أجل دعم استمرارية ميزان المدفوعات في الأجل المتوسط والطويل. وفي هذا الصدد يمكن أن نقرأ بعض ما جاء في تقريره السنوي لعام 2011 كمايلي<sup>2</sup>:

« ...Au total, si la Banque d'Algérie continue de conduire une politique active de taux de change - flottement dirigé - avec l'objectif de stabilisation du taux de change effectif réel, il est nécessaire de renforcer les fondamentaux du taux de change, notamment par des gains de productivité dans les secteurs hors hydrocarbures ainsi que la compétitivité externe de ces derniers... »

كذلك يمكن أن نقرأ في التقرير السنوي لعام 2009 مايلي<sup>3</sup>:

« ...Cependant, le challenge reste d'asseoir durablement une compétitivité externe hors hydrocarbures pour soutenir la viabilité à moyen et long termes de la balance des paiements. Dans cet objectif, la poursuite de la stabilisation du taux de change effectif réel du dinar doit être accompagnée par d'autres mesures de politique économique visant à accroître la productivité et la diversification de l'économie nationale... »

بناءً على ما تقدّم عرضه نخلص إلى أن التعويم الموجه للدينار لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب خاصة ما تعلق بتحقيق النمو العالي والمستدام في القطاعات غير النفطية وتنويع الاقتصاد والتحكم في التضخم المستورد. كما تواجه الجزائر صعوبة في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح مثلما تم إبرازه سابقا. وهو ما يدفعنا إلى التفكير في نظام صرف بديل من شأنه إعطاء سعر الصرف دورا أكثر فاعلية في الاقتصاد.

<sup>1</sup> Joseph E. Gagnon, "Combating Widespread Currency Manipulation", **Policy Brief**, 1 2 - 1 9, Peterson Institute for International Economics, July 2012, pp.1-9.

<sup>2</sup> Banque d'Algérie, " **Rapport 2011: Evolution économiques et monétaires en Algérie**", Op. Cit., p.60.

<sup>3</sup> Banque d'Algérie, " **Rapport 2009: Evolution économiques et monétaires en Algérie**", Op. Cit., p.74.

### المبحث الثالث: نحو نظام صرف بديل

يحاول هذا المبحث اقتراح نظام صرف بديل للاقتصاد الجزائري وذلك من خلال تناول ثلاثة مطالب يناقش الأول منها نظام الصرف البديل الملائم للاقتصاد الجزائري إن كان ثابتاً أم مرناً، في حين يركز الثاني على درجة المرونة المرغوبة في النظام البديل المقترح، أما المطلب الأخير فيحصر أهم العوامل المساندة لنجاح واستمرار نظام الصرف البديل المقترح.

#### المطلب الأول: نظام الصرف الملائم للاقتصاد الجزائري: الثابت أم المرن؟

هنالك منظومة واسعة من المحددات الاقتصادية التي ترشد في اختيار نظام الصرف الملائم، وأهمها هو طبيعة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد. وفي هذا المطلب سيتم تحليل مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري لمعرفة نظام الصرف الملائم له.

#### الفرع الأول: الاقتصاد الجزائري ومشكلة مسابرة الاتجاهات الدورية

يستعرض هذا الفرع مكانة قطاع المحروقات في الاقتصاد الجزائري ومشكلة مسابرة الإنفاق العام للاتجاهات الدورية لأسعار النفط.

#### 1. ضعف تنوع الاقتصاد الجزائري

تعتبر الجزائر من البلدان الأقل تنوعاً في صادراتها إذ يمكن تصنيفها على أنها من الدول التي تعتمد بشدة على تصدير سلعة واحدة أساسية وهي المحروقات، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (04-04): تطور نسبة كل من صادرات المحروقات وخارج المحروقات (2000-2016) الوحدة: (%)

الصادرات خارج المحروقات	الصادرات من المحروقات	
2.8	97.2	2000
2.8	97.2	2001
3.2	96.7	2002
2	98	2003
2.1	97.9	2004
1.7	98.3	2005
2.01	97.99	2006
1.65	98.35	2007
1.79	98.21	2008
1.77	98.23	2009
1.75	98.25	2010
1.7	98.3	2011
1.6	98.4	2012
1.9	98.1	2013
2.77	97.23	2014
4.31	95.69	2015
4.78	95.22	2016

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات الديوان الوطني للإحصائيات.

من خلال بيانات الجدول السابق تبرز السيطرة الكلية للصادرات من المحروقات على إجمالي صادرات الجزائر وبنسبة تفوق 95% في المتوسط، وهذا على امتداد الفترة (2000-2016). ومن جهة أخرى فإن تركيبة الناتج المحلي الإجمالي للجزائر خلال نفس الفترة السابقة

مثلا (أنظر الجدول أدناه) توضح أن الصادرات من المحروقات تتعدى دائما عتبة 30 % خلال الفترة (2000-2013)، وقد بلغت ذروتها عام 2006 بما مقداره 45.6 %، في حين أن الفلاحة والصناعة فتشكلان نسب ضعيفة جدا في تكوين الناتج المحلي.

الجدول (04-05): التوزيع القطاعي للناتج المحلي الإجمالي في الجزائر (2000-2015) الوحدة: %

البيان	2000	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15
المحروقات	39.2	33.9	32.5	35.6	37.9	44.3	45.6	43.7	45.1	31	34.7	36.1	32.2	30	27.1	18.9
الفلاحة	8.4	9.7	9.2	9.7	9.2	7.7	7.5	7.5	6.4	9.2	8.4	8.1	9	9.8	10.6	11.7
الصناعة	7	7.3	7.2	6.6	6	5.6	5.3	5.1	4.7	5.7	5	4.6	4.6	4.6	5	5.4
الخدمات الحكومية	9.7	11.1	11	10.5	10.4	8.4	8	8.5	9.8	10.9	13.5	16.4	16.9	15.2	16.3	17.2

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات صندوق النقد الدولي، وإحصائيات بنك الجزائر.

بحسب صندوق النقد الدولي فإنه وعلى الرغم من دور الدولة المهيمن على الاقتصاد إذ يستحوذ الإنفاق الحكومي على ثلثي إجمالي الناتج المحلي من خارج المحروقات، إضافة إلى الجهود التي بذلتها الحكومة في العشرية الأخيرة لتحسين البنية التحتية من خلال برامج الاستثمارات العمومية والتوسع في إتاحة الخدمات (كالسكن، المياه، الطاقة، الصحة) وزيادة فرص حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على القروض، إلا أن صادرات الجزائر تبقى الأقل تنوعا في العالم مقارنة بغيرها من البلدان المنتجة للنفط<sup>1</sup>.

## 2. مسأيرة الإنفاق العام في الجزائر للاتجاهات الدورية

إن التبعية المفرطة للاقتصاد الجزائري لقطاع المحروقات تجعله عرضة للتذبذبات الناشئة من الصدمات التجارية الشديدة التي تصيب البلدان المصدرة للسلع الأساسية، هذه الأخيرة تشترك جميعها في كونها تمر بفترات سلبية وإيجابية من الصدمات التجارية، وتشهد تقلبات اقتصادية (دورات اقتصادية) حادة مقارنة بالبلدان المتقدمة التي تتميز بدورات اقتصادية أقل حدة (بمعنى ضعف تقلبات الاقتصاد الكلي وميل نحو الاستقرار). ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى إدراك صناع السياسة في هذه الاقتصاديات لأهمية الحد من ارتفاع درجة تقلبات الاقتصاد الكلي والعمل على تضعيفها باستخدام المزيج المناسب من السياسات الاقتصادية الكلية، نظرا للمزايا العديدة التي تتجم عن ذلك لاسيما تخفيض تقلبات معدلات التضخم والنمو. لذلك غالبا ما تكون السياسة النقدية وسياسة المالية العامة في البلدان المتقدمة معاكسة (أو مضادة) للدورة (Countercyclical) أي بمعنى انكماشية في فترات الانتعاش وتوسعية في فترات الركود، وهو ما

<sup>1</sup> جويل توهاس برناتيه، "الجزائر ينبغي أن تحد من الاعتماد على النفط وتنشئ مزيدا من فرص العمل"، النشرة الإلكترونية لصندوق النقد الدولي، 26 جانفي 2011. متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:

<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2011/INT012611Aa.pdf> (تاريخ الاطلاع: 2016/11/5).

يساعد في إضعاف حدة الدورة الاقتصادية. أما في البلدان النامية وخاصة المصدرة للسلع الأساسية فتكون السياسات النقدية والمالية مُسايِرة للاتجاهات الدورية (procyclical) أي تشهد توسعا في فترات الانتعاش وانكماشاً في فترات الركود، وبالتالي تصبح السياسة الاقتصادية الكلية مخلة بالاستقرار الاقتصادي للبلد<sup>1</sup>.

نظرا للدور المهيمن لسياسة المالية العامة في الاقتصاديات النامية النفطية فإن الإنفاق الحكومي غالبا ما يتميز بمساييرته للاتجاهات الدورية مع أسعار النفط، فقد أظهرت نتائج دراسة (Kaminsky , Reinhart & Vegh, 2004) وجود معامل ارتباط موجب بين ناتجها المحلي ومستويات إنفاقها العام، وعلى العكس من ذلك تتميز البلدان الصناعية بمعامل ارتباط سالب دلالة على سياسة مالية عامة معاكسة للدورة<sup>2</sup>.

ويمكن تفسير مُسايِرة الإنفاق العام للاتجاهات الدورية بالنسبة للبلدان النامية المصدرة للسلع الأولية في أنه خلال فترة الطفرة تزداد مداخيل التصدير، وتجد الحكومات نفسها تحت وطأة الضغوط السياسية (التي لا تستطيع مقاومتها غالبا) مجبرة على زيادة إنفاقها العام. وأهم بنود الميزانية العامة التي تشهد ارتفاعا كبيرا خلال فترة الطفرة هي الاستثمارات العامة وكتلة الأجور. فالاستثمارات العامة لها عائد كبير في الأجل الطويل إذا تمّ إنجازها بكفاءة، ولكن مشكلة البلدان النامية أنه قد لا يتم إكمالها أو صيانتها في فترة هبوط أسعار سلع التصدير الأولية نظرا لنقص الأموال اللازمة لذلك. أما بالنسبة للأجور فنتيجة الزيادة الاستثنائية في مداخيل التصدير في فترة الطفرة، تقوم الحكومات بتوجيه جزء منها لتمويل رفع الأجور في القطاع العام وزيادة أعداد العاملين لدى الدولة، وبالتالي ترتفع كتلة الأجور في القطاع العام وهو ما يصعب الوفاء به في حالة انتهاء فترة الطفرة<sup>3</sup>.

عموما تتطوي السياسة المالية العامة المسايِرة للاتجاهات الدورية على مجموعة من المخاطر الاقتصادية أهمها ظاهرة المرض الهولندي (Dutch Disease) التي تعرف على أنها "الزيادة الحاصلة في الإنفاق العام وقطاع البناء والتشييد وباقي السلع والخدمات التي لا يُتاجر بها دوليا وهذا تحت تأثير ارتفاع كبير ومؤقت للسعر العالمي للمنتج التصديري المعني"<sup>4</sup>. حيث يؤدي النشاط الاقتصادي المحموم (Overheating) وزيادة الإنفاق الحكومي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي للعملة وخسارة القدرة التنافسية للصادرات، وزيادة الديون، وتنامي فقاعة الأصول،

<sup>1</sup> Jeffery Frenkel, "Comment les producteurs de produits de base peuvent-ils rendre les politiques budgétaire et monétaire moins procycliques", Op. Cit., p.2.

<sup>2</sup> Kaminsky Graciela, et al., "When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", **NBER Macroeconomics Annual**, 2004, Vol. 19, pp. 11-82.

<sup>3</sup> Jeffery Frenkel, Op. Cit., p.3.

<sup>4</sup> Jeffery Frenkel, Op. Cit., p.3.

والتوسع الشديد في قطاع البناء والأشغال العامة على حساب السلع الصناعية والمنتجات الأخرى غير المعدنية، نتيجة تحول الموارد من قطاعات السلع التنافسية القابلة للمتاجرة دولياً، مما يقوّض الانفتاح والنمو. أما في فترات انتهاء الطفرة فتلجأ الحكومات إلى إجراءات التقشّف في النفقات وزيادة الضرائب، وهي إجراءات تعمق من الركود الاقتصادي وتزيد من المشاكل الاقتصادية.

بالنسبة للاقتصاد الجزائري فان ظاهرة مسابرة الإنفاق العام للاتجاهات الدورية لازالت صفة ملازمة له، فخلال فترة الطفرة النفطية (2001-2013) والفوائض المالية الكبيرة التي تراكمت عنها فقد شهدت سياسة المالية العامة توسعا كبيرا في الإنفاق، تجسّد أساسا من خلال برامج الاستثمارات العامة الضخمة التي أطلقتها الحكومة منذ العام 2001 بدءا ببرنامج الإنعاش الاقتصادي (2001-2004) بغلاف مالي قدره 525 مليار دينار جزائري، ثم البرنامج التكميلي لدعم النمو (2005-2009) الذي خُصّص له 4202.7 مليار دينار جزائري، وأخيرا برنامج دعم المخطّط الخماسي الذي خُصّص له غلاف مالي بمقدار 286 مليار دولار أمريكي<sup>1</sup>. كما قامت الحكومة أيضا بزيادات هامة في أجور العمال والموظفين وصرف مختلف التعويضات منذ جانفي 2012 (بأثر رجعي من جانفي 2008 وبنسب تراوحت بين 10 إلى 30 % من الراتب الرئيسي)، مما أدى لارتفاع كبير في كتلة الأجور حيث بلغت في قانون المالية لسنة 2013 أكثر من 26 ألف مليار دينار (أو ما يعادل 26 مليار يورو).

بالمقابل ومع صدمة انهيار أسعار النفط التي ميّزت النصف الثاني لعام 2014 واستمرارها بعد ذلك، فقد اتخذت الحكومة تدابير حاسمة في ميزانية عام 2016 لتكريس مسار الضبط المالي والتقشّف عبر تخفيض الإنفاق العام ب 9% (معظمه في النفقات الرأسمالية) وزيادة قدرها 4% في إيرادات الضرائب إضافة إلى تدابير تقشفية أخرى. وعليه فقد انخفضت نفقات ميزانية 2016 مقارنة بعام 2015 بنسبة 8.8%، وقد شملت تدابير التقشّف الإلغاء التدريجي للنفقات غير المتكررة عبر تخفيض الاستثمار العمومي وفرض رخص الاستيراد على بعض المنتجات (كالسيارات والإسمنت)، وخفض التوظيف في القطاع العام وتفعيل عملية الإحالة على التقاعد بعد سن 60 سنة. وفي جانب الإيرادات العامة أقرت ميزانية 2016 مجموعة إجراءات لتعزيز الإيرادات بزيادة نسبتها 34% في أسعار الوقود، ورفع معدلات ضريبة القيمة المضافة على استهلاك الوقود

<sup>1</sup> نبيل بوفليح، "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر للفترة (2000-2010)", الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9، 2013، ص.43.

والكهرباء، وزيادة الضرائب على تسجيل السيارات، وفرض حقوق جمركية بـ15% على أجهزة الإعلام الآلي المستوردة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: تحليل مصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري

يبحث هذا الفرع في تحليل مصدر الصدمات التي يواجهها الاقتصاد الجزائري إن كانت حقيقية أو اسمية، وفي ضوء ذلك يمكن معرفة نظام الصرف الملائم للبلد إن كان الثابت أم المرن.

#### 1. درجة تعرض الاقتصاد الجزائري للصدمات الحقيقية

لمعرفة درجة تعرض الاقتصاد الجزائري للصدمات الحقيقية نحاول أن نستعرض تطور معدلات التبادل التجاري للجزائر وتحليل التذبذبات الحاصلة فيها. والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول (06-04): تطور معدلات التبادل التجاري للجزائر وسعر النفط لسنوات مختارة (1980=100)

السنوات	معدل التبادل التجاري	التغير السنوي (%)	سعر النفط
1996	50.2	18.7	16.86
1997	51.9	3.7	19.5
1998	38.8	26.3-	12.9
1999	121.1	19.6	17.9
2000	208.4	72.1	28.5
2001	192.2	7.8-	24.8
2002	175.2	8.8-	25.2
2003	192.3	9.3	29
2004	217.2	13	38.5
2005	296	33	54.6
2006	324.3	9.6	65.7
2007	326.7	0.8	74.7
2008	400.3	22.5	100
2009	293	26.8-	62.3
2010	360	22.9	80.15
2011	262.52	27.07-	112.9
2012	290.9	10.81	110.8
2013	283.23	2.63-	111.3
2014	269.07	4.99-	100.2
2015	174.36	35.19-	53.1

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات صندوق النقد الدولي المتعلقة بالجزائر.

من معطيات الجدول أعلاه يتضح أن الجزائر من بين البلدان المعرضة بقوة للصدمات الحقيقية، حيث أن التذبذبات في سعر النفط ولاسيما نحو الانخفاض تؤثر سلبا على أداء مؤشر معدلات التبادل التجاري ويتضح ذلك بشكل خاص في المناسبات الآتية:

<sup>1</sup> البنك الدولي، "الجزائر: الآفاق الاقتصادية"، متاح على الموقع:

<http://pubdocs.worldbank.org/en/107941492371586362/Algeria-MEM2017-ARA.pdf>. (تاريخ الاطلاع 20/4/2017)



✓ خلال عام 1998: أدى الانخفاض الحاد لسعر النفط بسبب تداعيات أزمة دول جنوب شرق آسيا إلى تراجع معدل التبادل التجاري بنسبة 26.3% مقارنة بعام 1997؛  
✓ خلال عام 2009: انخفض معدل التبادل التجاري بنسبة 26.8% وذلك تبعا لانخفاض أسعار النفط في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008؛  
✓ خلال عام 2015: انخفض معدل التبادل التجاري بنسبة 35.19% وذلك تبعا لانخفاض أسعار النفط في أعقاب صدمة انهيار أسعار النفط التي ميزت النصف الثاني من عام 2014 واستمرت بعد ذلك.

على العموم فإن التبعية المفرطة للاقتصاد لقطاع المحروقات وعدم تنوعه من جهة، ومن جهة أخرى استمرار مشكلة مسايرة سياسة المالية العامة للاتجاهات الدورية لأسعار النفط تجعل الجزائر من البلدان المعرضة بشدة للصدمة الخارجية (الحقيقية)، وبالتالي تكون ضحية لدورة الانتعاش والكساد. فتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية ولاسيما نحو الانخفاض غالبا ما تكون تداعياتها وخيمة على الاقتصاد والمجتمع، مثلما أظهرته الصدمة النفطية المعاكسة لعام 1986 التي نجمت عنها مشكلات اقتصادية واجتماعية وسياسية خطيرة.

بالمقابل فإن صدمات أخرى قد كانت تداعياتها أقل حدة رغم قوة الصدمة مثلما هو الحال عام 2014، والسبب في ذلك هو اعتماد السلطات تدابير "التأمين الذاتي" (أو الهوامش الوقائية للمالية العامة) والتي تشمل تكوين احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي في أوقات الرخاء لاستخدامها في أوقات هبوط النشاط الاقتصادي، وهو الدور الذي أوكل لصندوق ضبط الإيرادات المستحدث في الجزائر عام 2000.

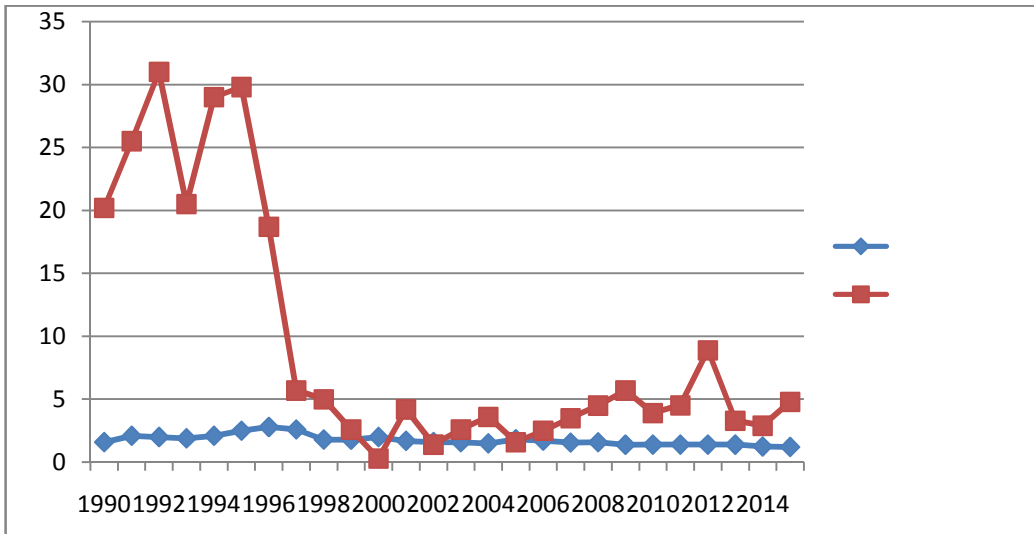
إلا أن ما يؤخذ على هذا النوع من التدابير هو أنها ليست سوى حل مؤقت فقط لأن هذه الهوامش الوقائية للمالية العامة سوف تنفذ في غضون بضع سنوات إذا استمر انخفاض أسعار النفط. وعليه فالسبيل الأفضل للبلدان المصدرة للسلع الأولية للتصدي لارتفاع درجة تقلبات الاقتصاد الكلي هو صياغة السياسات النقدية والمالية العامة بشكل جيد بحيث تكون معاكسة (مضادة) للاتجاهات الدورية وليست مسايرة لها، وهذا لتحسين قدرتها على امتصاص الصدمات الخارجية وضمان استقرار اقتصادها الكلي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>البنك الدولي، "البلدان النامية: إستراتيجية من أجل تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي"، مارس 2008، متاح على الموقع :

## 2. درجة تعرض الاقتصاد الجزائري للصدمات النقدية

لإبراز درجة تعرض الاقتصاد للصدمات النقدية لا بد من تحليل مدى استقرار الطلب على النقود في الجزائر، وأحد المؤشرات المعتمدة في ذلك هو حساب سرعة دوران النقود بصيغتها المعروفة (الناتج المحلي/M2) وتحليل سلوكها عبر الزمن بالموازاة مع التطورات الحاصلة في معدلات التضخم. والشكل الموالي يوضح تطور سرعة دوران النقود ومعدل التضخم في الجزائر وذلك على امتداد الفترة (1990-2015).

الشكل (04-01): تطور سرعة دوران النقود ومعدل التضخم في الجزائر (1990-2015)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على إحصائيات بنك الجزائر.

بالاعتماد على الشكل أعلاه فإنه يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

- ✓ شهدت عشرية التسعينيات تذبذبات واضحة في سرعة الدوران، فقد تميزت سنوات (1996-1990) بارتفاع متواصل بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم إلى مرحلة المرتبتين العشرينتين، تلتها فترة انخفاض خلال (1999-1997) بالموازاة مع انخفاض التضخم إلى مرحلة المرتبة العشرية الواحدة، وهذا تبعا للإصلاحات التي مسّت السياسة النقدية في الجزائر ولاسيما تشديدها في ظل برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)؛
- ✓ خلال الفترة (2009-2000) انتقلت سرعة الدوران من 2 عام 2000 إلى 1.54 عام 2004، ثم 1.39 عام 2009، وكانت أقرب للاستقرار ما بين 2001 و2003، ومستقرة تماما بين عامي 2002 و2003، وكذا بين 2007 و2008.
- ✓ خلال الفترة (2013-2010) كانت سرعة الدوران مستقرة تماما ثم انخفضت قليلا خلال عامي 2014 و2015.

بشكل عام يشير تحليل مؤشر سرعة دوران النقود أنه وباستثناء الفترة (1991-1996) أين تعرض الطلب على النقود لصدّات إسمية مهمة، إلى عدم وجود تذبذبات مهمة في الطلب على النقود ولاسيما منذ العام 2000 ، حيث أظهرت سرعة الدوران اتجاها عاما نحو الانخفاض وميلا نحو الاستقرار. وبالتالي يمكن القول أن الفترة (2000-2015) تميزت باستقرار الطلب النقدي في الجزائر بسبب ضعف الصدمات الاسمية المحلية التي يتعرض لها الاقتصاد نظرا لمعدلات التضخم المعتدلة بشكل عام باستثناء عودة بعض الضغوط التضخمية لاسيما خلال عامي 2009 بمعدل 5.7% و 2012 بمعدل 8.89%.

بناءً على ما سبق ذكره، يتضح أن الاقتصاد الجزائري يتعرض للصدّات الحقيقية أكثر من تعرضه للصدّات الاسمية، وهو ما يفترض أن مرونة نظام سعر الصرف هي الخيار الملائم لمواجهة هذه الصدمات واستعادة التوازن الاقتصادي الكلي وفق ما نصت عليه الأدبيات المعاصرة لمنطقة العملة المتلى التي تم التطرق إليها سابقا. وسنحاول في مايلي بحث درجة المرونة المرغوبة لسعر صرف الدينار والمواتية لوضع الاقتصاد الجزائري.

### المطلب الثاني: طبيعة نظام الصرف المرن الملائم لخصائص الاقتصاد الجزائري

إن اختيار نظام سعر الصرف المرن الملائم يقتضي المفاضلة بين مجموعة من البدائل والتي تتمتع بدرجات مختلفة من مرونة سعر الصرف، والسؤال المطروح هنا هو أنه إذا كان الاقتصاد الجزائري يتميز بسيطرة الصدمات الحقيقية على الاسمية مما يوجّه نحو اختيار نظام صرف مرّن، فما هي طبيعة النظام المرّن المناسبة لخصائص الاقتصاد الجزائري؟

### الفرع الأول: مساوئ نظام الربط الصارم والنظام العائم بالنسبة للاقتصاد الجزائري

يستعرض هذا الفرع أهم المساوئ الناجمة عن تطبيق نظام الربط الصارم لسعر الصرف وكذا النظام العائم بالنسبة للاقتصاد الجزائري، وهذا على ضوء تجاربه في هذا المجال.

#### 1. مساوئ نظام الربط الصارم لسعر الصرف بالنسبة للاقتصاد الجزائري

لقد جربت الجزائر هذا النظام خلال حقبة نظام الصرف الثابت التي تم التطرق إليها سابقا، حيث أوضحت تجربتها عدم ملائمة هذا النظام للاقتصاد الجزائري للاعتبارات التالية:

- إن تبني النظام الثابت يتطلب من الحكومة أن تتوفر على قدر كبير من احتياطات النقد الأجنبي للحفاظ على سعر الصرف في المستوى المطلوب. وهذه الاحتياطات في الجزائر هشة لأنها من مصدر وحيد هو صادرات المحروقات والتي تتأثر بالتغيرات الكبيرة في أسعار النفط؛
- نظام الصرف الثابت لا يناسب الاقتصاد الجزائري الذي يتعرض لصدّات خارجية قوية تتطلب استخدام مرونة سعر الصرف كأداة لمواجهةها ودعم التكيف معها؛

- إن الاحتفاظ بسعر صرف ثابت لمدة طويلة بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم سيؤدي إلى جعل هذا السعر أعلى من السعر الفعلي (إفراط في تقييم العملة) مما يؤدي إلى تدهور القدرة التنافسية للاقتصاد وتزايد الاختلالات الخارجية، والتي تتطلب معالجتها تخفيض قيمة العملة لاحقاً، وهو ما حصل فعليا في الجزائر خلال حقبة تطبيق نظام الصرف الثابت حيث تراكمت هذه الفترة مع ارتفاع معدلات التضخم وبالتالي التقييم المفرط للدينار، واتساع الفجوة بين السعر الرسمي والسعر الموازي. وقد انتهت فترة تطبيق نظام الصرف الثابت في الجزائر بحتمية تخفيض قيمة الدينار لاستعادة التوازن الخارجي، والتحول بعد ذلك إلى نظام صرف مرن على شكل تعويم موجه.

## 2. مساوئ نظام الصرف العائم بالنسبة للاقتصاد الجزائري

لا يمكن لنظام الصرف العائم أن يكون الاختيار الملائم للاقتصاد الجزائري، وذلك بسبب التقلبات الشديدة لسعر الصرف (الذي يتحدد وفقا للعرض والطلب)، ولاسيما انخفاض قيمة العملة وآثارها العكسية المحتملة على الاقتصاد والمجتمع. وقد أوضحت تجربة الجزائر الراهنة لهذا النظام أن قيمة الدينار في انخفاض مستمر منذ تعويمه منتصف التسعينيات، وأن لهذا الانخفاض تداعيات عكسية أهمها:

- ✓ أن الجزائر بلد مُصدّر للنفط بصفة أساسية، والسماح بانخفاض الدينار من خلال سعر صرف أكثر مرونة لم يترك أثرا يذكر على تنافسية الاقتصاد الكلية على الصعيد التجاري؛
- ✓ أن الجزائر بلد يعتمد بدرجة كبيرة على الاستيراد، وانخفاض الدينار غالبا ما يحدث ارتفاعا في التضخم بالنسبة لمعظم الأغذية وغيرها من السلع الاستهلاكية وهو ما يؤثر على الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي؛
- ✓ تزايد مخاطر الصرف التي يواجهها الأعوان الاقتصاديون، وذلك في ظل ضعف منظومة التغطية من هذه المخاطر وخاصة غياب سوق الصرف الآجل؛
- ✓ انخفاض القيمة الخارجية للعملة في البلدان النفطية والناجمة عن تبنى سعر صرف أكثر مرونة، عادة ما تكون لها آثار انكماشية على الناتج المحلي، كما أنها أحد أهم الأسباب المفسرة لظاهرة الركود التضخمي\* المميّزة لهذه البلدان<sup>1</sup>.

\* الركود التضخمي (Stagflation) هي الفترة التي يشهد فيها الاقتصاد انخفاضا في مستوى الإنتاج مع ارتفاع في مستوى الأسعار.

<sup>1</sup> راجع في هذا السياق:

- Mohsen Bahmani-Oskooee, "Decline of the Iranian rial and its macroeconomic consequences", **Iranian Economic Review**, Vol.8, No.8, 2003, pp.1-22.  
- Mohsen Bahmani-Oskooee, "Source of stagflation in an oil producing country: evidence from Iran", **Journal of post keynesian economics**, Vol. 18, (summer 1996), pp.609-620.

بالاستناد إلى ما ذكر سابقا، يتضح أن نظام الصرف المناسب لوضع الاقتصاد الجزائري كبداية مصدر للنقد بصفة أساسية هو ذلك النظام الذي لا يكون ذو مرونة عالية ولا عديم المرونة، بمعنى أن الاختيار الملائم هو نظام الصرف ذو "المرونة المحدودة" الذي يسمح للبلد بالحصول على منافع العملة المستقرة نسبيا مع الحفاظ على القدرة على مواجهة الصدمات. وعليه فنظام الصرف البديل المقترح هو تبني نظام صرف وسيط.

تعتبر أنظمة الصرف الوسيطة أنظمة وسط بين أنظمة الربط الصارم وأنظمة التعويم الحر بحيث توفر للاقتصاد مزايا الاستقرار النسبي في سعر الصرف. فهي بمثابة الحل الوسط الذي يسمح بالجمع بين الهدفين المتناقضين وهما: مكافحة التضخم وتعزيز التنافسية، أو بعبارة أخرى تتمتع هذه الأنظمة بمزايا نظامي الربط الصارم والتعويم. فهي تحافظ على استقرار قيمة العملة من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف للحفاظ على سعر الصرف ضمن نطاق التقلب المسموح به، ومن جهة أخرى يمكن تعديل سعر الصرف بما يسمح بدرجة محدودة من مرونة السياسة النقدية في مواجهة الصدمات التي تصيب الاقتصاد.

### الفرع الثاني: أهمية نظام صرف وسيط للاقتصاد الجزائري

في هذا الفرع سنحاول عرض أهم الدراسات التي تدافع عن صلاحية نظم الصرف الوسيطة بالنسبة للبلدان النامية، ثم إبراز أهم المزايا المحتملة من وراء تطبيق هذا النظام في الجزائر.

#### 1. عرض أهم الدراسات الداعمة لتطبيق الأنظمة الوسيطة في البلدان النامية

نتيجة الهشاشة التي تتميز بها نظم الصرف الوسيطة مثلما أوضحته أزمة الآلية الأوروبية لسعر الصرف (1993/1992) وأزمة دول جنوب شرق آسيا (1998/1997)، فقد ظهر شبه إجماع في مجال اختيار نظم الصرف على النظرة "ثنائية القطب" (Bipolar View) التي تدعو إما إلى الربط الصارم لسعر الصرف أو إلى التعويم الحر الذي يلغي الحاجة إلى الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف.

إلا أن هنالك بعض الدراسات والأبحاث التي تدافع عن الأنظمة الوسيطة وعن صلاحيتها للبلدان النامية، مشددة على الصعوبات التي تواجهها البلدان النامية في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح والتأثير السلبي للتقلب المفرط لأسعار الصرف على الاستثمار والنمو. وفي هذا السياق توصلت دراسة صادرة عن صندوق النقد الدولي<sup>1</sup> إلى أن أنظمة الصرف الوسيطة التي تتميز بتقلب أقل لسعر الصرف الاسمي والحقيقي تقترن بأفضل أداء للنمو (نمو سريع)، ذلك لأن سعر الصرف فيها يتميز بتنافسية، مما يسمح بانفتاح أكبر للتجارة ومعدل تضخم ضعيف. وقد

<sup>1</sup> Ghosh Atish, et al., "Toward a stable system of exchange rates", IMF Occasional paper, Washington DC, International Monetary Fund, 2010, pp.1-35.

وجدت الدراسة أن هذه الأنظمة ترتبط بنمو أسرع لنصيب الفرد من الناتج بنحو نصف نقطة مئوية في السنة (بعد مراعاة عوامل أخرى مؤثرة في النمو). أما نظم الربط الصارم لسعر الصرف فتليها في المرتبة الثانية لتحل بعدها نظم التعويم، ولكن مع مراعاة أن نظم الربط الصارم أكثر تعرضا للتقييم المفرط لسعر الصرف وتأثيره السلبي على القدرة التنافسية مما يقوّض أداء النمو. وبالنسبة لنظم سعر الصرف الوسيطة فإن إدارة سعر الصرف فيها لمنع المغالاة في التقييم تسمح بالدمج بين مزايا كل من مكاسب التقلب الضعيف في سعر الصرف، ومستوى تنافسي لسعر الصرف الحقيقي، وبالتالي تترافق مع أفضل أداء للنمو لاسيما في اقتصاديات الأسواق الصاعدة. كما أن مزايا مماثلة من تعزيز التدفقات التجارية ورؤوس الأموال عبر الحدود يمكن أن تنتج من خلال تبني النظم الوسيطة، وتفسير ذلك هو أن التقلبات الأقل لسعر الصرف الحقيقي تشجع أشكالا أكثر استقرارا من التدفقات الرأسمالية وبالخصوص الاستثمار الأجنبي المباشر.

من المنادين أيضا بصلاحية نظم الصرف الوسيطة للبلدان النامية نجد الاقتصادي "جون ويليامسون" الذي يقترح تعديل نظم "الربط الصارم" الشائعة الاستخدام في الاقتصاديات الناشئة بنظام وسيط أطلق عليه تسمية "نظام BBC" وهي الأحرف الأولى للكلمات الآتية: (Basket- Band -Crawl) بمعنى: التثبيت إلى سلّة عملات، النطاق سعري، التثبيت الزاحف<sup>1</sup>. وقد أوضح ويليامسون أن أهم فوائد نظام BBC تتمثل في كونها ترتيبات تسمح باستقرار (وليس ثبات) سعر الصرف، كما تحد بشكل فعال من ظاهرة اختلال التعادل في سعر الصرف وتقييمه المفرط عبر تجميد توقعات الأعوان الاقتصاديين حول قيمة التعادل المركزية للنطاق التي يتم تقديرها بواسطة سعر الصرف الحقيقي التوازني.

بالمقابل يعترف ويليامسون بأن نظام BBC يمكن أن يتمتع بمستوى ضعيف أو حتى معدوم من المصدقية نظرا لإمكانية تعرض العملة لهجمات المضاربة، وعليه لضمان السير الحسن لهذا النظام يقترح ضرورة دعم سياسة سعر الصرف بتدابير إضافية وملائمة مثل تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، وبمزيج من السياسات الكلية لاسيما التنسيق بين السياسة النقدية والمالية، مع فرض الضوابط على رؤوس الأموال الوافدة مثل تلك التي وضعتها التشيلي عام 1998 استجابة لتداعيات الأزمة الآسيوية.

<sup>1</sup> أنظر في هذا الشأن:

- Williamson J., "The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia", **Annual Conference Volume on "Future Directions for Monetary Policies in East Asia"**, Reserve Bank of Australia, 2001, pp.97-112.

- Williamson, J., "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option", Institute for International Economics, Washington, D.C , 2000, pp.1-75.

من المدافعين أيضا عن جدوى نظم الصرف الوسيطة نجد الاقتصادي "موريس غولدشتاين" الذي أكد على أن التجارب الفاشلة للاقتصاديات الناشئة مع هذا النوع من نظم الصرف خلال التسعينيات من القرن العشرين لم تكن نتيجة عدم صلاحية هذه النظم بل هي ناجمة بالأساس عن عدم التناسق الواضح بين إدارة الاقتصاد الكلي وسياسة سعر الصرف<sup>1</sup>. وحسب "غولدشتاين" فإن نظام BBC الذي اقترحه ويليامسون لا يتمتع بالمرونة الكافية التي تأخذ في الحسبان التغيرات الحاصلة في تفضيلات الأسواق والحركية المتزايدة لتدفقات رؤوس الأموال، ولا يمكن له أن يكون ركيزة اسمية لتوقعات الأعوان الاقتصاديين، وعلى هذا الأساس ليس له أي مصداقية كما أنه لا يوفر أي حصانة ضد حدوث هجمات المضاربة. وعليه فقد اقترح غولدشتاين نظاما وسيطا لسعر الصرف يناسب اقتصاديات الأسواق الناشئة أطلق عليه "التعويم الموجّه المدعّم (أو المحسّن)" "Managed Floating Plus". وهذا النظام مثلما تدل عليه تسميته يميل أكثر للمرونة مقارنة بنظام BBC الذي يعطي الأهمية لاستقرار سعر الصرف، كما يستخدم هدف التضخم المحلي كركيزة اسمية للسياسة النقدية، ويمنح اهتماما أكبر لاستقرار الاقتصاد المحلي على حساب تثبيت سعر الصرف. وعلى نحو عام يرى غولدشتاين أن "التعويم الموجّه المدعّم" يعتبر فرصة حقيقية للاقتصاديات الناشئة حيث يسمح لها بالاستفادة من مزايا كل من مرونة سعر الصرف لمواجهة الصدمات الحقيقية من جهة، وسياسة استهداف التضخم كركيزة اسمية من جهة أخرى. ولكن نجاح واستمرار هذا النظام مرهون بمدى توفر مجموعة من المتطلبات التشغيلية أهمها أن يكون للسلطات النقدية القدرة على التمييز بين الاختلالات المؤقتة والدائمة لميزان المدفوعات، وأن تتمتع باستقلالية كبيرة وبعيدة عن الضغوط السياسية في إدارة السياسة النقدية للبلاد، كما يتعين على السلطات النقدية التدخل في سوق الصرف الأجنبي لضمان سلاسة التقلبات المفردة في الأجل القصير لسعر الصرف دون القيام بعمليات كبيرة ومتكررة للتعقيم تؤثر على الاتجاه العام لسعر الصرف الذي تحدده قوى السوق. وينبغي أيضا للاقتصاديات الناشئة اعتماد تدابير احترازية للحد من ظاهرة اختلال توازن الميزانيات من حيث تركيبة أصولها وخصومها من العملات الأجنبية أو العملة المحلية (Currency Mismatches)، والتي تعتبر من بين أسباب الخوف من التعويم في هذه البلدان لأنها من أكبر التهديدات للنظم المالية، بالإضافة إلى تبني سياسات مديونية أكثر انتقائية وقابلية للمساءلة، وتفعيل نظام إدارة مخاطر الصرف والائتمان من خلال تحسين تقنيات وأدوات التحوط، وتطوير أسواق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> Goldstein M., "Managed Floating Plus", **Policy Analyses in International Economics**, Institute for International Economics, Washington (D.C.), 2002, pp.43-68.

بالإضافة إلى ما سبق يعتقد الاقتصادي الأمريكي "جيفري فرانكل" أن نظم الصرف الوسيطة وبالرغم من تشويه صورتها عبر التسويق للنظرة ثنائية القطب، على اعتبار أن النظم الوسيطة سبب في الأزمات المالية والاقتصادية (كأزمة الآلية الأوروبية لسعر الصرف 1992-1993، وأزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998)، إلا أن هذا التشويه لم يتم عرضه بشكل سليم سواء من الناحية النظرية أو العملية، فهذه النظم لازالت خيارا صالحا للتطبيق في العديد من البلدان، كما أن صندوق النقد الدولي يصنّف أكثر من نصف أعضائه بأنهم يتبعون نظاما تقع بين التعويم الحرّ والربط الصارم<sup>1</sup>. وأكثر من ذلك فقد توصلت دراسة (Frankel and Wei, 2008)<sup>2</sup> حول نظم الصرف المطبقة فعليا في مختلف بلدان العالم إلى أن النسبة الأعلى منها تتبع نظاما وسيطة، حيث تشمل هذه النظم كل من: النطاقات المستهدفة، أسعار الصرف المتحركة، الربط بسلة عملات، والربط القابل للتصحيح ومختلف عمليات المزج في ما بينها.

## 2. المزايا المحتملة لتبني نظام صرف وسيط بالنسبة للاقتصاد الجزائري

إن تعديل نظام الصرف في الجزائر باتجاه تبني نظام صرف وسيط سيسمح للبلد بالحصول على منافع العملة المستقرة نسبيا مع الحفاظ على القدرة على مواجهة الصدمات. أو بعبارة أخرى سيؤدي إلى استقرار أكبر في القدرة الشرائية للدينار ويسمح ببعض المرونة (الحركة) في سعر الصرف ليتناسب مع التطورات الحاصلة في القطاع الاقتصادي الحقيقي. وفي مايلي أهم مزايا الاستقرار النسبي والمرونة المحدودة لسعر الصرف التي يتيحها تطبيق نظام الصرف الوسيط:

### 1.2. مزايا الاستقرار النسبي في سعر الصرف

تبرز أهمية استقرار سعر الصرف لأي عملة بما في ذلك الدينار الجزائري باعتبارها رمزا من الرموز الأساسية للاستقرار النقدي وأحد أبرز دعائم الثقة في العملة والاقتصاد الوطني. فالعمل على تحقيق الاستقرار في سعر الصرف يعود بمجموعة من المزايا على الاقتصاد والمجتمع يمكن حصرها في مايلي:

✓ تحقيق الاستقرار في سعر الصرف يساعد في السيطرة على التضخم المستورد لاسيما وأن الجزائر بلد يعتمد على الاستيراد بشكل كبير، فعدم استقرار سعر صرف الدينار وخاصة انخفاضه المتواصل مقابل العملات الأخرى المستعملة في تسديد الواردات سيترتب عنه غلاء الكثير من المواد الغذائية الواسعة الاستهلاك المستوردة. وعليه فاستقرار أسعار

<sup>1</sup> جيفري فرانكل، "المستحدث والمتقدم في دنيا النقد العالمي"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2009، ص.14.

<sup>2</sup> Jeffrey Frankel, Shang-Jin Wei, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights", IMF Staff Papers, Vol. 55, 2008, pp. 384-416.



المستوردات يعتبر عاملا رئيسيا للتحكم في التضخم وتحقيق النمو الاقتصادي والاستقرار الاجتماعي؛

✓ استقرار سعر الصرف يدعم الثقة في مجال إدارة الأعمال عبر توفير الاستقرار في بيئة تسودها أجواء عدم اليقين، وبالتالي يعطي إشارات ايجابية تساعد في إقناع المتعاملين الاقتصاديين المحليين والأجانب بالاستثمار لإدراكهم الجيد للمستقبل الاقتصادي وآفاقه، بما يسمح لهم باتخاذ القرارات الجيدة والملائمة وفي مختلف الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة وهو ما ينعكس على تحفيز الاستثمارات الإنتاجية وزيادة فرص العمل؛

✓ استقرار سعر الصرف هو بمثابة دعم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لاسيما الناشئة منها، من خلال تخفيف عبئ تكلفة التجهيزات والمواد الأولية ومختلف المدخلات المستوردة، وبالتالي يعتبر عاملا مساندا لإنجاح جهود الحكومة في سبيل تشجيع القطاع الخاص وتنويع الاقتصاد الوطني بعيدا عن المحروقات.

## 2.2. مزايا المرونة المحدودة لسعر الصرف

إن الأثر الكبير لتقلبات سعر النفط على الاستقرار الاقتصادي الكلي للاقتصاديات النفطية تبرز أهمية تبني نظام وسيط لسعر الصرف يسمح لسعر الصرف الاسمي بالتذبذب استجابة للصدمات التي تصيب أسعار النفط. فبالرغم من توفر البلدان النفطية عموما على احتياطات وقائية في ماليتها العامة عبر إنشائها لصناديق تحقيق الاستقرار مثل صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر، إلا أنها بحاجة للتكيف مع صدمة انهيار أسعار النفط لضمان أوضاع مالية قابلة للاستمرار.

في هذا الصدد فإن إحدى السياسات المهمة المساعدة في التكيف مع هذه الصدمات هي مرونة أسعار الصرف التي يتيحها النظام الوسيط، حيث يسمح انخفاض قيمة العملة الوطنية بأمرين في غاية الأهمية وهما: تشجيع إحلال الواردات بالسلع الوطنية، وتشجيع الصادرات. وهو ما يطلق عليه الاقتصاديون تسمية "أثر تحويل اتجاه الإنفاق" (expenditure –switching effect) الذي يعني أن انخفاض قيمة العملة يؤدي إلى تحرك الأسعار النسبية ومن ثم تحويل اتجاه الإنفاق، فالسلع المستوردة تصبح أقل طلبا ويتحول المستهلكون المحليون نحو السلع المحلية الرخيصة كبديل مايدعم الإنتاج المحلي. ومن جهة أخرى تصبح منتجات التصدير أرخص عند تقويمها بالدولار الأمريكي وبالتالي يزداد الطلب الأجنبي عليها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Oya Celasun, "Exchange rate regime considerations in an oil economy: the case of Islamic republic of Iran", *IMF working paper*, No.03/26, 2003, p.9.

إن المرونة المحدودة لسعر الصرف التي يوفرها نظام الصرف الوسيط تجعل عملية التكيف أمام الصدمات الخارجية أقل صعوبة وأقل تكلفة. إلا أن مرونة سعر الصرف لا تكفي لوحدها في مواجهة الصدمات الخارجية لذلك لا بد من إصلاحات هيكلية داعمة للتنوع الاقتصادي.

### الفرع الثالث: الخيارات الممكنة لنظام الصرف الوسيط في الجزائر

تتراوح الخيارات الممكنة لأنظمة الصرف الوسيطة الممكن تطبيقها في الاقتصاديات النفطية عموماً والجزائر على وجه الخصوص في مجموعة من الفئات تضم أساساً كل من: الربط بسلة عملات، نظام الربط المتحرك، والربط ضمن نطاقات تقلب متحركة. وسيتم في مايلي استعراض هذه الأنظمة، بالإضافة إلى مقترحات أخرى مناسبة لوضع الاقتصاديات النفطية.

#### 1. نظام الربط إلى سلة عملات

يعتبر الربط إلى سلة عملات مرجحة ذاتياً أحد البدائل الممكنة والمواتية لنظام التعويم الموجه المطبق حالياً في الجزائر، ولعل ما يبرر هذا المقترح هو نمط الإيرادات والمصروفات الخاص بالاقتصاد الجزائري والذي يتميز بارتباطه الشديد بعملتين رئيسيتين وهما: الدولار الأمريكي الذي هو عملة تقويم مداخل الصادرات النفطية التي تشكل النسبة العظمى من إجمالي الصادرات، وعملة اليورو التي تعتبر عملة فويزة أكثر من 60% من واردات الجزائر (التي مصدرها الاتحاد الأوروبي).

إن انخفاض قيمة الدولار (عملة التصدير) مقابل اليورو (عملة الاستيراد) يجعل من تحركات سعر الصرف اليورو-دولار بمثابة صدمة للاقتصاد الجزائري، حيث تتسبب في تقلبات عالية في الاقتصاد أهمها<sup>1</sup>:

✓ تفاقم مشكلة التضخم المستورد نتيجة غلاء المستوردات بسبب ارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار؛

✓ ارتفاع قيمة الالتزامات الخارجية المقومة بغير عملة الدولار (اليورو مثلاً) حيث سترتفع المديونية الخارجية عند تحويلها إلى الدولار أو العملة الوطنية، وهي الظاهرة التي يطلق

<sup>1</sup> للاطلاع بشكل موسع حول هذا الموضوع راجع:

- Ali Dib , Bachir Mazouz, “Dynamic Effects of Euro Fluctuations in a Small Open DSGE Model of an Oil Exporting Economy“, paper prepared for the First International Conference “Euro and Arab Countries’ Economies: Opportunities and Threats”, April 18-20, 2005, held at the University Amar Teledji, Laghouat, Algeria, pp.1-32.

- Ali Dib ,Bachir Mazouz,“Euro Fluctuations and Currant Account Imbalances in Oil Exporting Countries: A DSGE Framework Analysis“, paper prepared for the First International Conference “Euro and Arab Countries’ Economies: Opportunities and Threats”, April 18-20, 2005, held at the University Amar Teledji, Laghouat, Algeria, pp.1-25.

عليها بآثار التقييم (valuation effects)، وبالمقابل تتراجع قيمة احتياطات النقد الأجنبي المقومة بعملة الدولار الأمريكي؛

✓ ارتفاع علاوة الخطر النوعي للبلد (Country-specific risk premium) كنتيجة حتمية لارتفاع مستويات الدين الخارجي للبلد وانخفاض جدارته الائتمانية، وبالتالي ستواجه البلد مستقبلا معدلات فائدة أعلى في السوق المالي الدولي ترفع من تكلفة اقتراضاته الخارجية، وهذا طبعا في حالة انخفاض مداخل النفط ولجوء الحكومة للاقتراض الخارجي عبر طرح سندات بغرض تمويل خدمة الدين أو الواردات؛

✓ انخفاض الدولار يؤدي إلى تدهور معدلات التبادل التجاري (السعر النسبي لصادرات البلد مقارنة ب وارداته) للبلد لأنه يخفض أسعار الصادرات المقومة بالدولار بالنسبة لأسعار الواردات المقومة بعملات أخرى كالبيورو. وبعبارة أخرى ستكون أسعار التصدير منخفضة بدلالة عملة الاستيراد (اليورو)، وهذا سيؤدي في الأجل القصير إلى عجز الحساب الجاري كما أن عملية التكيف (تصحيح العجز الجاري) اتجاه صدمة انخفاض الدولار تكون بطيئة عند تقويم الواردات بعملة تختلف عن الدولار (عملة التصدير)، وبالمقابل لو كانت الواردات مقومة بالدولار فإن عملية التكيف ستكون أسرع اتجاه هذه الصدمة الخارجية، فالقطاع الإنتاجي غير النفطي يفترض أن يستفيد من صدمة انخفاض الدولار بسبب "أثر تحويل اتجاه الإنفاق" للأسر من السلع المستوردة المقومة بعملات غير الدولار والغالية السعر إلى السلع المنتجة محليا، وهو ما يساعد في كبح الواردات وتسريع استعادة ميزان المدفوعات لتوازنه.

على نحو عام، فإن ربط سعر صرف الدينار الجزائري إلى سلة تضم عملات أهم الشركاء التجاريين لاسيما عمليتي الدولار والبيورو، سيساعد في استقرار سعر الصرف الفعلي لأن ارتفاع إحدى العملات المكونة للسلة سيقلبه تراجع عملة أخرى، وبالتالي فإن تأثير التقلبات بين العملات المكونة للسلة لن يكون إلا في حدود الأوزان النسبية الممنوحة لها في سلة الربط، وهو ما يسمح بعزل الاقتصاد من الاضطرابات الناشئة عن التقلبات في الأسعار المتقاطعة بين العملات الرئيسية ومن ثم حماية الاقتصاد من التضخم المستورد.

من جهة أخرى سيتمتع نظام ربط الدينار إلى سلة عملات بمرونة محدودة للتكيف مع الصدمات الخارجية والحفاظ على القدرة التنافسية للبلد. فهذا النظام سيوفر للسلطات النقدية مرونة إضافية في تحديد سعر الصرف من خلال إحداث هامش تقلب حول سعر الصرف المركزي يسمح ببعض المرونة والاستقلالية في إدارة السياسة النقدية، حيث يمكن للبنك المركزي أن يتدخل لتعديل

سعر الصرف المرجعي تجاه السلّة إن بدا بوضوح بأن هناك انحرافا في سعر الصرف الحقيقي الفعلي يؤثر سلبا على القدرة التنافسية للصادرات.

ومن أجل ضمان حسن تشغيل وسير هذا النظام لا بد من التحليل الجيد لكافة المعطيات المتعلقة بتكوين التجارة الخارجية للجزائر وكذلك المعطيات الخاصة بتوزيع احتياطاتها من الصرف ولفترة زمنية طويلة نسبيا، بحيث يكون الهدف من وراء ذلك معرفة مدى تناسق الأوزان المقترحة في السلّة مع بنية التجارة الخارجية واحتياطات الصرف للبلد. ومن جانب آخر لا بد من المراجعة الدورية لهذه الأوزان وتصحيحها بما يتناسب مع التطورات الحاصلة في الاقتصاد الجزائري.

أما بالنسبة للربط إلى سلّة عملات مرجحة دوليا كوحدة حقوق السحب الخاص التي يشرف عليها صندوق النقد الدولي، فهي برأينا غير ملائمة لوضع الاقتصاد الجزائري للاعتبارات التالية:

- ✓ أن الأوزان المقترحة في سلّة حقوق السحب الخاص للعملات الخمس المكونة لها قد حدّدها صندوق النقد الدولي<sup>1</sup>، ما يعني أنها قد لا تتناسب بالضرورة مع بنية التجارة الخارجية واحتياطات الصرف للجزائر؛

- ✓ الوزن الكبير الممنوح لعملة الدولار في السلّة والمقدر ب (41.73%) وهي نسبة معتبرة، ما يعني أن حساب قيمة حقوق السحب الخاصة سيتأثر باتجاهات الدولار الأمريكي صعودا أو هبوطا ومن ثم يتأثر سعر صرف الدينار المرتبط بها. وبعبارة أخرى ستكون سياسة سعر صرف الدينار رهينة للتحركات اليومية للدولار مقابل وحدات حقوق السحب الخاص.

## 2. نظم أسعار الصرف المتحركة

تقوم نظم أسعار الصرف المتحركة التي تشمل كل من الربط المتحرك (Crawling Peg) و"الربط ضمن نطاقات تقلب متحركة" (Crawling Bands) على فكرة إجراء تعديلات بنسب طفيفة وثابتة على سعر الصرف تسمح له بالتأرجح حول سعر صرف محدد. وعليه يتم تعديل سعر الصرف وهوامش تقلباته بشكل دوري وبمعدل ثابت استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة مثل: فارق التضخم مع الشركاء التجاريين.

من الناحية العملية فإن تطبيق هذا النظام مثلا على الدينار الجزائري يقتضي أن يكون سعر الصرف ثابتا عند مستوى معين يسمى سعر التعادل المركزي، مع ترك مجال لتذبذب الدينار أو تقلبه بنسبة محدّدة (مثلا 5% يوميا) حول هذا السعر المركزي. وإذا تراجع سعر صرف الدينار عن

<sup>1</sup> حدّد صندوق النقد الدولي هذه الأوزان بتاريخ 1 أكتوبر 2016 كمايلي: الدولار الأمريكي (41.73%)، اليورو (30.39%)، اليوان الصيني (10.92%)، الين الياباني (8.33%)، الجنيه الإسترليني (8.09%).

هذا المعدل عند نهاية التداول كل يوم، يتدخل البنك المركزي ويضخ نقداً أجنبياً في السوق في اليوم التالي في محاولة لإرجاع الدينار إلى مستواه السابق.

تتميز نظم أسعار الصرف المتحركة بأنها توفر للاقتصاد مزايا العملة المستقرة نسبياً مع المرونة المحدودة لمواجهة الصدمات. فمن جهة تُكسّر هذه النظم استقرار سعر الصرف وتستخدمه كركيزة اسمية لمواجهة توقعات التضخم من خلال تدخل البنك المركزي في سوق الصرف للحفاظ على سعر الصرف ضمن نطاق التقلب المسموح به، وبالتالي يكون مسار سعر الصرف قابلاً للتنبؤ مستقبلاً مما يسهم في تثبيت التوقعات التضخمية وبالتالي تحقيق معدل تضخم مستقر نسبياً.

ومن جهة أخرى تسمح هذه النظم بدرجة محدودة من مرونة السياسة النقدية في مواجهة الصدمات التي تصيب الاقتصاد من خلال نطاق التذبذب المسموح به لسعر الصرف، والذي يمكن توسعته من النطاق الضيق ( $\pm 1\%$ ) إلى نطاق أوسع ( $\pm 30\%$ ) وهذا في حالة الصدمات الخارجية القوية التي يتعرض لها الاقتصاد.

بالرغم من المزايا السابقة لهذه النظم إلا أن المشكل الأساسي المرتبط بتشغيلها هو أنه إذا لم يتم إدارتها بشكل جيد فستكون عرضة لهجمات المضاربة على العملة، والتي تؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمتها بشكل كبير مما سيكون له أثر مزرع على استقرار الاقتصاد الكلي، وعليه فنجاح هذه النظم يتطلب وجود ضوابط على حركة رؤوس الأموال لاسيما القصيرة الأجل منها.

### 3. أنظمة أخرى: مقترحات الاقتصادي الأمريكي "جيفري فرانكل"

منذ مطلع العام 2000 عكف الأستاذ "جيفري فرانكل" (Jeffery Frankel) على دراسة خيارات النظم النقدية السائدة في البلدان المنتجة والمصدرة للسلع الأولية والتي تتراوح في غالبيتها بين خيارين أساسيين هما: أنظمة سعر الصرف المربوط (الثابت) واستهداف التضخم، وقام بتشخيص أهم التكاليف الاقتصادية التي تتحملها هذه البلدان من استمرارها في تبني هذه النظم، خاصة وأنها ضحية لتذبذبات حادة في دورتها الاقتصادية بين الانتعاش والكساد، والتي تلازمها بسبب اعتمادها على تصدير سلعة واحدة أساسية. فخلال فترات طفرة الأسعار يبلغ النمو الاقتصادي في هذه البلدان ذروته، لتليه بعد ذلك فترة طويلة من النمو الهش عقب

\* جيفري فرانكل (Jeffrey Frankel) هو اقتصادي أمريكي من مواليد 5 نوفمبر 1952 بكاليفورنيا الأمريكية، متحصل على الدكتوراه في الاقتصاد من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا (MIT) عام 1978، ويعمل حالياً أستاذاً للاقتصاد بجامعة "هارفارد"، كما يُدير برنامج التمويل الدولي والاقتصاد الكلي بالمكتب القومي للأبحاث الاقتصادية (NBER).

انهيار الأسعار. وما يزيد الطين بلةً هو مشكلة مسابرة السياسات النقدية والمالية العامة للاتجاهات الدورية (The problem of procyclicality)، حيث تشهد تراخيا في فترات الانتعاش وتشديدا في فترات الركود، مما يعمق من تقلبات اقتصادها الكلي ويشكل أحد العوائق الرئيسية أمام مسار التنمية وزيادة مستويات الرفاهية فيها.

عموما يرى "جيفري فرانكل" أن تخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري وجعل السياسة النقدية أقل مسابرة (أو أكثر معاكسة) للاتجاهات الدورية في البلدان المنتجة للسلع الأولية يتطلب استخدام نظم نقدية بديلة لكل من سعر الصرف المربوط واستهداف التضخم. وفي هذا السياق قام "فرانكل" باقتراح مجموعة من النظم النقدية البديلة وهي: الربط إلى سعر التصدير، الربط إلى الرقم القياسي لأسعار التصدير، الربط إلى سلة عملات تشمل سعر النفط، واستهداف أسعار المنتج. وفي مايلي استعراض مختصر لهذه الأنظمة:

### 1.3. الربط إلى سعر التصدير (Peg the Export Price)

اقترح "جيفري فرانكل" نظاما نقديا جديدا للاقتصاديات المفتوحة والصغيرة أطلق عليه ربط سعر التصدير (PEP). وهذا المقترح موجه للبلدان المتخصصة في إنتاج سلعة زراعية أو معدنية معينة، ويفترض ربط قيمة العملة مباشرة بسعر سلعة التصدير الرئيسية كالنفط مثلا، ومن ثم فإن التقلبات في قيمة العملة الوطنية مقابل الدولار الأمريكي (العملة المرجعية في تسعير سلع التصدير) ستتبع التقلبات في أسواق سلعة التصدير، حيث ترتفع بارتفاعها وتخفض بانخفاضها، وهو ما من شأنه تخفيف حدة الصدمات التجارية وتدنية آثارها على الاقتصاد ككل.

وتعود فكرة هذا المقترح إلى دراسة أجراها "فرانكل" على "منتجي الذهب" الأفارقة (بوركينافاسو، غانا، جنوب إفريقيا) الذين يعتمدون على تصدير هذه السلعة في تحصيل مداخيلهم الرئيسية، حيث قدم اقتراحه بضرورة ربط عملات هذه البلدان بسعر الذهب لأنه سيخدمها بشكل أفضل من نظم صرفها السائدة. وتتم عملية تشغيل هذا النظام الجديد كمايلي<sup>1</sup>:

- ✓ يقوم البنك المركزي بالإعلان يوميا عن سعر صرف عملته الوطنية بدلالة الدولار وهذا باستخدام القاعدة التالية: في كل يوم سيتغير هدف سعر الصرف (دولار/عدد وحدات العملة المحلية) بدلالة سعر الذهب في أسواق لندن (دولار للأونصة)؛
- ✓ تبعا لذلك يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف للوصول إلى تحقيق الهدف اليومي، ويكون التدخل بعملة الدولار الأمريكي؛

<sup>1</sup> Jeffrey Frankel, "Should Gold-Exporters Peg Their Currencies to Gold?", Research Study, No. 29 World Gold Council, London, UK, 2002, pp.1-39.

✓ الهدف من التدخل في سوق الصرف هو العمل على استقرار سعر الذهب مقومًا بالعملة المحلية أو بعبارة أخرى العمل على استقرار سعر العملة المحلية مقومًا بالذهب. بعد ذلك قام فرانكل بعملية محاكاة لمعرفة ماذا كان سيحدث في الماضي لو ربطت هذه البلدان عملاتها بسعر الذهب، وتوصل إلى أن عملاتها الوطنية كانت ستتراجع آليا في حالة انخفاض أسعار الذهب في الأسواق العالمية والعكس صحيح، وهذا التراجع الآلي ضروري لتحفيز باقي الصادرات غير الذهبية في فترات انخفاض أسعار هذا الأخير.

ثم قام فرانكل بتوسيع مشروع "ربط سعر التصدير" ليشمل بلدانا أخرى منتجة للسلع الأولية كالنفط (نيجيريا، اندونيسيا)، البن (إثيوبيا، نيكاراغوا)، النحاس (الشيلي، زامبيا)، حيث أوضحت المحاكاة أن عملاتها لو ربطت بسعر التصدير كانت ستتراجع آليا خلال التسعينيات عندما انهارت أسعار السلع الأولية وهو ما كان سيخدمها بشكل أفضل. فالتجارب أظهرت أن ضعف أسواق السلع الأساسية في التسعينيات قد تسبب في أزمات ميزان مدفوعات في عديد البلدان النامية مما أجبر العديد منها على تخفيض عملاتها بعدما عانت من خسارة كبيرة في احتياطياتها الدولية والإنتاج والعمالة والثروة، كما تضررت مصداقية بنوكها المركزية<sup>1</sup>.

من مزايا هذا النظام النقدي الجديد مايلي:

✓ أن الربط إلى سعر التصدير يؤدي نفس دور التعويم حيث تنخفض قيمة العملة تلقائيا عندما يحتاج الاقتصاد لذلك؛

✓ أن الربط إلى سعر التصدير يلعب دور الركيزة الاسمية مثل نظام الصرف الثابت لأنه يؤدي إلى استقرار السعر الحقيقي لسلعة التصدير محليا (بدلالة القدرة الشرائية لسلة استهلاك محلية تتضمن السلع والخدمات غير القابلة للتجار دوليا)، ما يساعد في استقرار الاقتصاد وتخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري<sup>2</sup>.

لقد تعرض هذا المقترح لانتقادات أهمها عدم ملائمة للبلدان التي تسعى للتنوع الاقتصادي، فتطبيق هذا المقترح سيكون مصدرا للكثير من عدم الاستقرار. فمثلا في بلد مصدر للنفط إذا ارتفع السعر العالمي للنفط ب 50 % فإن نظام ربط سعر التصدير سيؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة

<sup>1</sup> Jeffrey Frankel, "A Proposed Monetary Regime for Small Commodity-Exporters: Peg the Export Price (PEP)", *International Finance*, Vol. 6, No. 1, spring 2003, pp. 61-88.

<sup>2</sup> يمكن الإشارة هنا إلى حالة البلدان المُصدرة للنفط والتي تتميز بعدم مرونة العرض (حصص الإنتاج ثابتة في إطار منظمة الدول المُصدرة للنفط "أوبك")، وعليه ففي فترات الطفرة وزيادة المداخل النفطية تشهد هذه الدول زيادة الإنفاق العام والعمالة، وهو ما يصعب الوفاء به في فترات انهيار الأسعار. ومن هنا فإن مقترح "جيفري فرانكل" باستهداف "سعر التصدير" يساعد في استقرار السعر الحقيقي للنفط محليا ومن ثم استقرار الاقتصاد.

الوطنية بـ 50 %، وبالتالي ستتدهور التنافسية السعرية للسلع الصناعية القابلة للتجارة الدولي حيث ستخضع بـ 50 % وهذا ما يعيق جهود تنويع الاقتصاد بعيدا عن النفط.

### 2.3. الربط إلى الرقم القياسي لأسعار التصدير (Peg the Export Price Index)

ما يؤخذ على المقترح السابق "بالربط إلى سعر التصدير" هو أنه يربط قيمة العملة بسعر سلعة تصديرية واحدة فقط وليس كافة أسعار السلع والخدمات المصدرة محليا، كما أنه غير ملائم للبلدان التي تسعى للتنويع الاقتصادي، وتبعاً لذلك قدم "فرانكل" مقترحا جديدا هو "ربط الرقم القياسي لأسعار التصدير" (PEPI) الذي يفترض ربط قيمة العملة بدلالة سلة من الصادرات، أو بعبارة أخرى الربط إلى مؤشر شامل لأسعار منتجات التصدير وعدم الاكتفاء فقط بسلعة واحدة كالنفط. فعلى سبيل المثال يمكن لجنوب إفريقيا ربط عملتها الوطنية (الراندي) إلى رقم قياسي يتضمن أسعار أهم السلع المصدرة فيها وهي: البلاتين، الذهب، الفحم، الحديد<sup>1</sup>.

من مزايا هذا المقترح الجديد مايلي:

- ✓ أن العملة الوطنية ستتحسن في فترة ارتفاع أسعار السلع التصديرية الأساسية في الأسواق العالمية وتتنخفض في فترة تراجعها، وهذا ما يجعل النظام النقدي الجديد يتميز بالثبات والمتانة (Robust) اتجاه صدمات معدلات التبادل التجاري، حيث سيكون أكثر ملائمة لتخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري؛
- ✓ ليس هنالك ضغط على العملة الوطنية للتحسن عندما ترتفع أسعار المنتجات المستوردة لأنها غير ممثلة في الرقم القياسي، وهذا ما يجعل السياسة النقدية معاكسة للدورة وليست مسايرة لها مثلما هو الحال في ظل استهداف مؤشر أسعار المستهلكين؛
- من الناحية التشغيلية، فإن نجاح تطبيق هذا المقترح يتطلب مايلي:
- ✓ حساب ونشر الرقم القياسي لأسعار التصدير شهريا (أو حتى أسبوعيا، يوميا) بحيث يجب أن يشمل أوسع ما يمكن من صادرات السلع الصناعية والسلع الأولية؛
- ✓ أن يعلن البنك المركزي عن نطاق مستهدف لهذا الرقم القياسي لأسعار التصدير، وكذا عن وسيلة التدخل مثل: النقد الأجنبي أو الأصول المحلية.

### 3.3. الربط إلى سلة عملات تشمل سعر النفط

بالموازاة مع قيام دولة خليجية مُصدرة للنفط وهي الكويت بالتخلي عن الربط الثابت بالدولار والتحول نحو الربط بسلة من العملات منذ ماي 2007، قدم "فرانكل" مقترحا جديدا ينص على أهمية أن تقوم البلدان النفطية بالتحول نحو الربط بسلة من العملات في مرحلة أولى اقتداء

<sup>1</sup> Jeffrey Frankel, "Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries," *Journal of Policy Modeling*, 27, No.4, June 2005, pp.495-508.



بالكويت، نظرا لدور هذا النظام في الحد من التضخم المستورد، ثم في مرحلة ثانية تقوم بإضافة سعر النفط إلى سلة العملات الرئيسية التي تشتمل على عملات مثل الدولار واليورو. حيث تقوم بربط عملاتها إلى سلة تمنح وزنا متساويا لمكوناتها الثلاثة وهي: الدولار (3/1)، اليورو (3/1)، النفط (3/1)<sup>1</sup>. وعليه فإن قيمة العملة الوطنية ستتحسن عندما يرتفع سعر النفط وتراجع عندما ينخفض، وهو ما من شأنه حماية الاقتصاد من تقلبات أسعار العملات الرئيسية والمساعدة في استقرار مداخل تصدير النفط موقومة بالعملة الوطنية.

#### 4.3. استهداف أسعار المنتج (Product Price Targeting)

يعتقد "جيفري فرانكل" أن استخدام رقم قياسي بديل لمؤشر أسعار المستهلكين (أو استهداف التضخم) مثل الرقم القياسي لأسعار المنتج، سيكون أكثر ملائمة بالنسبة للبلدان التي تكون فيها الصدمات التجارية كبيرة وهذا لتخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري، وقد أطلق على هذا المقترح الجديد تسمية "استهداف أسعار المنتج"<sup>2</sup>.

يمكن الفرق بين الرقم القياسي لأسعار المنتج والرقم القياسي لأسعار المستهلكين، في أن هذا الأخير موجه نحو الاستهلاك ويمنح وزنا معتبرا للسلع المستوردة، في حين أن الأول موجه نحو الإنتاج ويمنح وزنا معتبرا للسلع الإنتاجية والتصديرية الأساسية بدلا من السلع المستوردة. وهذا الفرق مهم لأن تمثيل المنتج الأساسي الموجه للتصدير في مؤشر استهداف أسعار المنتج يجعل السياسة النقدية تتكيف آليا بدلالة التغيرات الحاصلة في أسعار التصدير، وبالتالي تكون السياسة النقدية معاكسة للدورة وهي الخاصية المرغوبة من قبل السلطات النقدية، ولكنها خاصية مفقودة في ظل استهداف التضخم (مؤشر أسعار المستهلكين) الذي يكون رد فعل السياسة النقدية في ظله تابعا للصدمات في أسعار المستوردات ومن ثم يكون مساهرا للاتجاهات الدورية.

في هذا الصدد، يعتبر فرانكل أن استهداف الرقم القياسي لأسعار المنتجين هو الأفضل مقارنة بالمتنبات النقدية الأخرى كاستهداف التضخم أو سعر الصرف الثابت وهذا في مواجهة ارتفاع السعر العالمي للنفط، كونه يولد سياسة نقدية معاكسة للدورة. فبافتراض حصول ارتفاع قوي في أسعار النفط، فإن نظام استهداف أسعار المنتج سيدفع بالعملة الوطنية لتحسن آليا (مقابل الدولار) بالموازاة مع ارتفاع سعر النفط (بالدولار)، وللوصول إلى النطاق المستهدف للرقم القياسي لأسعار المنتج لا بد على البنك المركزي من تشديد السياسة النقدية عبر إبطاء نمو العرض النقدي

<sup>1</sup> Jeffrey Frankel, "UAE & Other Gulf Countries Urged to Switch Currency Peg from the Dollar to a Basket That Includes Oil", *Vox*, 9 July 2008.

<sup>2</sup> Jeffrey Frankel, "Product Price Targeting: A New Improved Way of Inflation Targeting", *Macroeconomic Review*, Economic Policy Group (Monetary Authority of Singapore), XI no. 1, April 2012, pp. 78-81.

ورفع معدلات الفائدة وهو ما يعتبر ملائماً بشكل كامل لاقتصاد يواجه مخاطر النشاط الاقتصادي المحموم بسبب ارتفاع أسعار النفط.

ثم قام الأستاذ فرانكل بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من بلدان أمريكا اللاتينية لمقارنة ماذا سيحدث في حال لو طبقت هذا النظام النقدي الذي اقترحه مقارنة بالأنظمة النقدية السائدة فيها وهي: الربط إلى الدولار، الربط إلى اليورو، الربط إلى حقوق السحب الخاصة، استهداف التضخم. وقد توصل إلى أن استهداف سعر الناتج يؤدي إلى استقرار الأسعار الحقيقية المحلية للسلع القابلة للتجارة الدولي، وتخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري بشكل أفضل مقارنة بالنظم النقدية السائدة<sup>1</sup>.

من الناحية التشغيلية يقترح "فرانكل" مجموعة خطوات لتجسيد هذا المقترح تتضمن مايلي:

- ✓ يتوجب على الحكومة أولاً الالتزام بأن تنشر شهرياً الرقم القياسي لأسعار المنتج، والذي غالباً ما يكون مخفض إجمالي الناتج المحلي (GDP deflator). وفي حالة عدم توافر هذا المؤشر يمكن الاستعاضة عنه بمؤشر شهري لأسعار الجملة أو مؤشر أسعار المنتجين. ففي هاذين المؤشرين يتم ترجيح القطاعات بدلالة إجمالي المبيعات الخام وليس بدلالة القيمة المضافة، وبالتالي غالباً ما يمنحان لمدخلات الإنتاج بما فيها تلك المستوردة أهمية أكبر مما هو مرغوب. وعليه فإن مؤشر أسعار المنتجين المفضل هو الذي يقوم بتجميع أسعار مكوناته بنفس الطريقة التي يستخدمها مؤشر أسعار المنتجين لتجميع أسعار المؤسسات، ولكن الترجيحات الممنوحة للقطاعات تكون على أساس القيمة المضافة مثلما هو الحال في حسابات الدخل والناتج الوطني. ورغم العوائق الإدارية والمعلوماتية فإن هنالك حاجة للقيام بأبحاث لإعداد مؤشر الأسعار الأفضل، فالحكومات التي تستطيع حالياً إعداد مؤشر شهري لأسعار المستهلكين بإمكانها أيضاً حساب مؤشر شهري لأسعار المنتجين؛

- ✓ على البنك المركزي أن يعلن التزامه الراسخ بضمان رصد ومتابعة هذا المؤشر؛
- ✓ بعد ذلك ينتقل البنك المركزي نحو الاستهداف الكامل لهذا المؤشر (الرقم القياسي لأسعار المنتج) من خلال قيامه كل سنة بتحديد نطاق مستهدف ومعلن عنه للتضخم مقاساً بهذا المؤشر، ولكن دونما الحاجة للتخلي عن الهدف المعلن عنه في حالة الصدمات التي تصيب معدلات التبادل التجاري.

<sup>1</sup> Jeffrey Frankel, "A Comparison of Product Price Targeting and Other Monetary Anchor Options, for Commodity-Exporters in Latin America", **Economia**, Journal of LACEA, vol.12, no.1, (Brookings Institution), 2011, pp. 1-57.

### المطلب الثالث: العوامل المساندة لنجاح واستمرار نظام الصرف الوسيط المقترح

نظرا للمخاطر المرتبطة بتبني نظم الصرف الوسيطة مثلما تمت الإشارة إليه سابقا في هذه الدراسة<sup>1</sup> ولاسيما خطر تحسن سعر الصرف الحقيقي وكذا هجمات المضاربة على العملة وخسارة الاحتياطات الدولية، فإن نجاح واستمرارية هذه النظم في البلدان النفطية عموما والجزائر تحديدا يتطلب وجود بيئة اقتصادية مستقرة مرتكزة على تعزيز وتقوية أساسيات الاقتصاد الوطني في إطار تبني النظرة الطويلة الأجل التي تراعي الدورات الاقتصادية في سوق النفط، وتستخدم مختلف أدوات السياسة الاقتصادية للحد من الآثار السلبية لتقلبات أسعار النفط على الاستقرار الاقتصادي الكلي. وفي هذا السياق لابد من اختيار مزيج من السياسات الاقتصادية المتوازنة الذي من شأنه مساعدة الاقتصاد في التكيف مع صدمات أسعار النفط على نحو قابل للاستمرار وبأقل تكلفة ممكنة على النمو وتوظيف العمالة، إلى جانب إطلاق الإصلاحات الهيكلية الطموحة والهادفة لتنويع الاقتصاد بما ينعكس في نهاية المطاف على ضمان أوضاع مالية قابلة للاستمرار، وتقليص الاختلالات الخارجية، واستقرار قيمة العملة الوطنية.

#### الفرع الأول: أهمية السياسة المالية والنقدية المعاكسة للدورة

باعتبار أن الجزائر اقتصادا نفطيا فإن استمرار ونجاح نظام الصرف الوسيط المقترح، يتطلب استخدام السياستين المالية والنقدية المعاكسة للدورة من أجل الحد من الآثار العكسية لتقلبات أسعار النفط.

##### 1. أهمية السياسة المالية المعاكسة للدورة

تتميز السياسة المالية العامة في البلدان المصدرة للسلع الأولية بمسايرتها للاتجاهات الدورية مثلما تم التطرق إليه سابقا، فهناك اتجاه عام في هذه البلدان نحو عدم الادخار بشكل كاف في فترات طفرة أسعار السلع الأولية، إضافة إلى صعوبة مقاومة رفع الإنفاق العام الناجم عن الزيادات الاستثنائية في الإيرادات العامة. وبالمقابل عندما تنخفض أسعار هذه السلع تجد هذه البلدان نفسها أمام مديونية مرتفعة، وتوسع كبير في القطاع العام وقطاع السلع غير القابلة للتداول وانكماش القطاع غير النفطي، كما قد تجد نفسها مجبرة على خفض نفقاتها العامة وبالتالي تكتمل الحلقة المفرغة للادخار المعاكس للدورة<sup>2</sup>.

في هذا الشأن، ينبغي أن تكون سياسة المالية العامة في هذه البلدان معاكسة بدرجة أكبر للاتجاهات الدورية لمكافحة تذبذبات الدورة الاقتصادية، أي تسير عكس الدورة الاقتصادية بحيث

<sup>1</sup> أنظر الفصل الأول من هذه الدراسة، ص.51 وما بعدها.

<sup>2</sup> Jeffery Frenkel, "Comment les producteurs de produits de base peuvent-ils rendre les politiques budgétaire et monétaire moins procycliques?", Op. Cit., p.3.

تكون توسعية آليا في فترات الركود وانكماشية في أثناء فترات الانتعاش. أو بعبارة أخرى على حكومات هذه البلدان أن تستفيد من الفوائض المالية المتحققة من ارتفاع الإيرادات العامة خلال فترة الرواج في بناء احتياطات مالية وتخفيض الدين العام مما يوفر هوامش وقائية وخطوط دفاع يستفاد منها وقت الحاجة (أي في فترة الركود). وفي هذا السياق فقد قال العالم الاقتصادي الكبير "جون مينارد كينز" عام 1937 "أن فترة الازدهار لا الركود هي الوقت المناسب للتقشّف"<sup>1</sup>، كما يؤكد الاقتصادي الأمريكي بول كروغمان (الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2008) أن الرشادة تقتضي الادخار في وقت الطفرات وليس العكس، حيث أن خفض الإنفاق الحكومي خلال مرحلة الركود الاقتصادي سيزيد الأوضاع سوءا، ففي هذه الحالة ينبغي لإجراءات التقشّف أن تنتظر قليلا حتى يستعيد الاقتصاد عافيته<sup>2</sup>.

ترتكز قواعد السياسة المالية العامة المعاكسة للدورة على ثلاث مقومات أساسية تشمل مدى قدرة الحكومات على تقليص مديونيتها العامة إلى مستويات مقبولة، وزيادة معدلات الادخار في أوقات اليسر، والإنفاق على نحو يتسم بالمسؤولية. ومن التدابير التي من شأنها زيادة معدلات الادخار في فترات الطفرة هو إنشاء صندوق حكومي للاستقرار والادخار (Stabilization and saving funds)، حيث يتم استخدام هذا الصندوق كأداة لسياسة المالية العامة لتحقيق هدفين وهما<sup>3</sup>:

✓ تخفيف حدة الدورة الاقتصادية: فهذا الصندوق سيدعم توجهات النمو الاقتصادي وتحقيق التوازن العام في الميزانية وتوفير فائض مناسب يساهم في تخفيض الدين العام وتحقيق الاستقرار المالي على المدى البعيد لتجنب الانعكاسات السلبية الناشئة عن التقلبات الحادة المحتملة في إيرادات تصدير السلع الأولية؛

✓ مراكمة المدخرات في الأجل الطويل: فالسياسة المالية الحكيمة للدولة تتطلب تحويل نسبة ثابتة وكافية من هته الإيرادات المدخرة إلى رأس مادي وبشري وموجودات مولدة للدخل بغرض تعويض النضوب الذي ستشهده مواردهما الطبيعية في نهاية المطاف.

أما فيما يتعلق بالجزائر فلا تزال سياسة المالية العامة فيها تعاني من مشكلة مسايرة الاتجاهات الدورية، حيث شهدت توسعا كبيرا في الإنفاق خلال فترة ارتفاع أسعار النفط (2001-2013)، ولكن مع بدء صدمة انهيار أسعار النفط عام 2014 واستمرارها بعد ذلك بدأت في تشديد سياساتها المالية، وهذا بالرغم من قيام الحكومة بإنشاء صندوق ضبط الإيرادات عام 2000

<sup>1</sup> بول كروغمان، "لقد كان الكينزيون على حق"، (مقال مترجم)، جريدة الشرق الأوسط، الثلاثاء 3 يناير 2012، العدد 12089. متاح على الموقع: [http://archive.aawsat.com/leader.asp?section=3&issueno=12089&article=657223#.VrscW7Vg\\_A4](http://archive.aawsat.com/leader.asp?section=3&issueno=12089&article=657223#.VrscW7Vg_A4)

<sup>2</sup> المرجع نفسه.

<sup>3</sup> البنك الدولي، "البلدان النامية: إستراتيجية من أجل تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي"، المرجع السابق، ص.2.

وتحويل قدر كبير من الاحتياطات الخارجية وموارد الميزانية العامة إليه، حيث بلغت الموارد المتراكمة فيه عام 2010 ما مقداره 4842.8 مليار دج (أي حوالي 40.2% من الناتج المحلي الإجمالي)<sup>1</sup>. وقد ساعد هذا الصندوق في الحدّ من تأثير صدمة انهيار أسعار النفط لعام 2014 على النمو الاقتصادي، ولكن استمرار هذه الصدمة من جهة وتقلص موارد الصندوق من جهة أخرى دفع بالحكومة نحو تشديد سياسة المالية العامة وتعزيز إجراءات الضبط المالي بزيادة الضرائب وخفض الإنفاق العام، إضافة إلى السماح بانخفاض قيمة الدينار (وبالتالي مزيد من عدم استقراره). وقد نجم عن هذا الضبط المالي تباطؤ نمو القطاع غير النفطي تحت تأثير تخفيضات الإنفاق العام، حيث تراجع معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي غير النفطي من 7.1% عام 2013 ليبلغ 2.9% عام 2016. كما ارتفع التضخم من 4.8% في 2015 إلى 6.4% في 2016 وبلغ 7.7% في فبراير 2017 محسوبا على أساس سنوي. وبلغت البطالة 10.5% في سبتمبر 2016 ولا تزال بالغة الارتفاع بين الشباب (26.7%) والنساء (20.0%) على وجه الخصوص<sup>2</sup>.

إن استمرار هذا الواقع سيكون في غير صالح الاقتصاد الجزائري الذي يسعى للاستقرار والتنويع بعيدا عن المحروقات وخلق مناصب الشغل الكافية، وبالتالي تبرز أهمية ترسيخ وتطبيق فكرة السياسة المالية المعاكسة للدورة في الجزائر من أجل ضمان استمرارية واستدامة أوضاع المالية العامة في المدى المتوسط والطويل، لما لها من مزايا على مستوى الأداء الاقتصادي الكلي للبلد بشكل عام، وعلى استقرار سعر الصرف ونجاح نظام الصرف الوسيط المقترح بشكل خاص. فعدم استدامة المالية العامة واستمرار العجز في الميزانية العامة سينعكس في مزيد من عدم استقرار سعر صرف الدينار وانخفاضه المتواصل باعتباره وسيلة لزيادة الجباية النفطية وتوفير حيز مالي يستخدم في تمويل النفقات العامة.

## 2. أهمية السياسة النقدية المعاكسة للدورة

عادة ما تتميز السياسة النقدية في الاقتصاديات النفطية بمسايرتها للاتجاهات الدورية، فخلال فترات الانتعاش وفي ظل عدم تشديد البنك المركزي لسياسته النقدية غالبا ما يكون سلوك الإقراض للبنوك المحلية مفرطا في التفاؤل ومتغاضيا عن حجم المخاطر الحقيقية التي تواجه "دورة القروض"، وهو ما يؤدي لاحقا بعد زوال فترة الانتعاش ودخول فترة الركود إلى جعل البنوك أكثر عرضة لتنامي مشاكل القروض الرديئة (المتعثرة) في محافظها، ما يجعلها تعاني أزمة مالية

<sup>1</sup> جويل توهاس برناتيه، المرجع السابق، ص.2.

<sup>2</sup> صندوق النقد الدولي، البيان الصحفي رقم 17/201، المرجع السابق، ص.1-2.

حقيقية وتصبح غير راغبة في الإقراض، وهو ما ينعكس في النهاية على دخول الاقتصاد الحقيقي في حالة طويلة ومزمنة من الركود<sup>1</sup>.

ومن أجل تصحيح هذا الوضع فإن هنالك حاجة ماسة إلى سياسة نقدية وإطار تنظيمي يعاكس الدورات الاقتصادية بهدف تلطيف آثارها على النشاط الاقتصادي. وفي هذا السياق تقع على البنك المركزي مسؤولية وضع القواعد الصارمة التي تهدف إلى تروّي البنوك في منح القروض أو عدم تجاوزها لحد معين (أو بعبارة أخرى تفاعلي تداعيات الطفرات في الإقراض) وهذا في حالات الانتعاش التي يمر بها الاقتصاد المحلي. ومن بين ما يجب أن تشملته هذه القواعد إجبار البنوك على رفع الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال بما يتوافق مع معدل كفاية رأس المال، وإلزام البنوك باحترام نسبة (القروض إلى الودائع) التي يحددها البنك المركزي لضمان سلامة البنوك وهذا بالاتساق مع اشتراطات قواعد بازل ثلاثة العالمية. والغرض الأساسي من وراء ذلك هو التأكد من أن البنوك تزيد رأسمالها مع نمو الإقراض ومن ثم يتسنى لها السحب من هذه الاحتياطات عندما يتباطأ الاقتصاد ويتعثر سداد بعض القروض دون التأثير سلبا على ملاءتها المالية<sup>2</sup>.

أما فيما يخص الجزائر، فبالرغم من كون إدارة السياسة النقدية أقل تعقيدا مقارنة باقتصاديات نفطية أخرى نظرا لأن التدفقات الرأسمالية مازالت مقيّدة، وأن تدفقات النقد الأجنبي تذهب بشكل أساسي للحكومة، إضافة إلى ضعف نمو الابتكارات المالية، كما أن نسبة دين القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ليست بالمرتفعة، إلا أنها بدورها تعاني من مشكلة مسايرة الاتجاهات الدورية نتيجة الروابط القوية بين القطاع المالي وقطاع المحروقات والقطاع العام، ويتضح ذلك جليا في صدمة انهيار أسعار النفط الأخيرة من خلال مجموعة من المؤشرات مثل انخفاض سيولة البنوك ما بين عامي 2014 و2016 بمعدل 69.9%، إضافة إلى تراجع معدل نمو القروض للاقتصاد من 25.7% عام 2014 ليصل إلى 9.8% عام 2016، ومن المتوقع أن يتراجع إلى 6% عام 2017<sup>3</sup>. كما أن مشكل القروض الرديئة الذي يواجه البنوك العمومية دفع بالخرينة العمومية ما بين عامي 2015 و2016 إلى شرائها بمبلغ إجمالي قدره 767.1 مليار دج وهذا حفاظا على الاستقرار المالي لهذه البنوك، مع العلم أن معظم القروض الموجهة لتمويل المشاريع الكبرى متمركزة في البنوك العمومية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Marios Maratheftis, "Monetary policy constraints and measures", Dubai Economic Council, 2008, pp.1-30.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> صندوق النقد الدولي، البيان الصحفي رقم 17/201، المرجع السابق، ص.2.

<sup>4</sup> محمد لوكمال، المرجع السابق، ص.9.

إن هذا الوضع يبرز الحاجة في الجزائر لسياسة نقدية معاكسة للدورة وفق ما ذكر سابقا من أجل تجنب أية مخاطر تهدد استقرار النظام المالي. كما أن تفعيل أداء السياسة النقدية في الجزائر في تحقيق الاستقرار في سعر الصرف والسيطرة على التضخم يتطلب في المدى الطويل العمل على مايلي:

✓ بناء سياسة نقدية شفافة وذات مصداقية تستند إلى نظام نقدي لا يستهدف معدل تضخم رسمي معين، ولكن تهدف للحفاظ على استقرار الأسعار كهدف نهائي معلن للسياسة النقدية. فقد أظهر مسح لبنوك مركزية تعتمد معدلات تضخم مستهدفة أن الاقتصاديات سريعة النمو لديها معدلات تضخم مستهدفة أعلى وذات هامش أوسع، وأن الاقتصاديات التي تنمو بمعدل يزيد عن نسبة 5 % تضع معدلات تضخم مستهدفة تزيد عن نسبة 3 % وهوامش مرونة بنسبة 2 %؛<sup>1</sup>

✓ نظرا لكون التضخم في الجزائر ليس ظاهرة نقدية بحتة، بل له مسببات أخرى ناجمة بالأساس عن تشوهات بعض الأسواق ووضعيات الهيمنة (الاحتكارات) في بعضها<sup>2</sup>، فإن نجاح السياسة النقدية بالتحكم الفعلي في التضخم بما يتناسب مع هدفها المتمثل في استقرار الأسعار، يتطلب جهودا حكومية لمعالجة هذه الاختلالات والوضعيات المهيمنة في الأسواق من خلال تعزيز قواعد المنافسة المحلية؛

✓ ضرورة تعزيز بنك الجزائر لقدراته التحليلية والتنبؤية واستحداث أدوات ملائمة لمراقبة تحركات الأسعار.

### الفرع الثاني: أهمية السياسة الاحترازية في تحرير حساب رأس المال

نظم الصرف الوسيطة تناسب بشكل خاص البلدان التي لديها حسابات لرأس المال أقل انفتاحا وذات التدخل المحدود في أسواق رؤوس الأموال الدولية، وبعبارة أخرى فإن نجاح نظام الصرف الوسيط يتطلب أن يكون مدعوما بفرض الضوابط المناسبة على حركة رؤوس الأموال لمواجهة أي احتمالات طارئة قد يتعرض لها التوازن الخارجي للاقتصاد بسبب احتمالات تعرض العملة لهجمات المضاربة وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج بشكل مفاجئ.

على الرغم من أن الجزائر من البلدان التي لازالت تفرض بعض القيود على معاملات حساب رأس المال لاسيما ما تعلق بخروج رؤوس الأموال للخارج، إلا أن هذه القيود المفروضة أسهمت في خلق بيئة مالية سلبية أضعفت من مناخ الاستثمار الأجنبي، وشجعت على تنامي

<sup>1</sup> محمد الجاسر، "أثر الدورات الاقتصادية على السياستين المالية والنقدية في المملكة"، جمعية الاقتصاد السعودية، ص.7، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي: <http://faculty.ksu.edu.sa/alkhathlan/Documents/Presentation%20of%20Dr.%20Aljaser.pdf>

<sup>2</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.14.

أسواق الصرف الموازية وزيادة الضغط على سعر الصرف الرسمي بسبب ازدياد الفجوة بينه وبين السعر الموازي، كما ازدادت ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج عبر القنوات غير الرسمية. ومن هنا تبرز أهمية معالجة هذه الاختلالات عبر التوجه نحو مزيد من تحرير عمليات النقد الأجنبي وتخفيف الرقابة عليها، وهذا من خلال التحرير التدريجي والمضبوط لحساب رأس المال الذي لابد أن يأخذ في الحسبان الاعتبارات التالية<sup>1</sup>:

- ✓ أن يتم تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تدفقات القروض المصرفية والمحافظ، والتدفقات للداخل قبل التدفقات للخارج، والتدفقات طويلة المدى قبل قصيرة المدى؛
- ✓ تخفيف القيود على عمليات التحويل الخارجي للمواطنين لاسيما في مجال الخدمات (كرفع سقف منحة السفر للسياحة والدراسة والعلاج بالخارج) على أن يتم ذلك بشكل احترازي، كي لا يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على ميزان المدفوعات، نظرا لهشاشة احتياطات الصرف في الجزائر كونها ناجمة عن تصدير سلعة أساسية هي المحروقات؛
- ✓ تعميق عمليات المراقبة والكشف عن التدفقات المالية الداخلة إلى البلاد والخارجة منها، للتأكد ممن مدى مشروعيتها وقانونيتها وعدم مخالفتها للتعليمات واللوائح الرقابية الصادرة في هذا المجال كقانون مكافحة غسيل الأموال وأموال الجريمة والإرهاب؛
- ✓ العمل على تقوية النظام المالي وإدخال التحسينات المطلوبة عليه في كفاءة تسييره وأطر الإشراف عليه، وهذا لتسهيل اندماجه في السوق المالية الدولية للوصول إلى نظام مالي يقوم على أساس التنافس في السوق، ويتميز بالانفتاح الواسع في التعاملات المصرفية مع العالم، بما ينعكس في النهاية على تنوع مصادر تمويل ميزان المدفوعات؛

تجدر الإشارة هنا إلى أن قابلية حساب رأس المال للتحويل ليست ملزمة للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي، وعليه فللجزائر الحرية في إدارة حسابها الرأسمالي واستخدام تدابير مؤقتة (ضوابط) لإدارة تدفقات رأس المال وأن تكون جزءا من أدوات السياسة الدائمة لها، وأن يتم تشديد التنظيمات أو تخفيفها وفق لطبيعة المرحلة التي يمر بها الاقتصاد. فالقيود المفروضة على حركة رأس المال تسهم في حماية النظام المالي الوطني من تذبذبات الأسواق المالية العالمية، وخاصة ما ينتاب تدفق رأس المال قصير الأجل من تقلبات شديدة. وبالمقابل فإن التخفيف من شدة الضوابط على رأس المال مستقبلا مرهون بأن يتحقق للاقتصاد ولحركة التجارة الخارجية المقومات التي

<sup>1</sup> عبد الحميد مرغيت، "الرقابة على الصرف في الجزائر: حافز أم عائق أمام متطلبات تحقيق التنمية الاقتصادية؟"، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، العدد 22، 2014، ص ص. 73-74.



تساند ذلك لاسيما التنافسية الكافية للاقتصاد، وذلك عبر تعزيز الصادرات خارج المحروقات، وزيادة إنتاجيتها بما يسمح بتنوع الاقتصاد ومن ثم مصادر الحصول على العملات الأجنبية.

### الفرع الثالث: أهمية الإصلاحات الهيكلية لتنوع الاقتصاد

إن الاعتماد المفرط للاقتصاد الجزائري على قطاع المحروقات كمصدر رئيسي للدخل وما نجم عنها من تبعية قوية وخطيرة للنشاط الاقتصادي بالنسبة للإنفاق العام، هو العامل الأساسي لهشاشة وضعف الاقتصاد الجزائري، ومن ثم لا بد من العمل على خلق مصدر مستدام للنمو ولخلق فرص العمل خارج قطاعي النفط والغاز. فالجزائر تتوافر على عدة مقومات لتحقيق التنوع الاقتصادي كالأراضي الصالحة للزراعة، والموارد الأولية من غير النفط والغاز، والمياه وعدد السكان، وهذا سيزيد من خيارات التنوع. كما أن هنالك قطاعات عديدة تستطيع الجزائر فيها المنافسة، لاسيما تلك التي تعتمد على يد عاملة كثيفة أو الموارد الطبيعية (كالمياه الوفيرة).

ولتحقيق هدف التنوع لا بد من تبني مجموعة من الإصلاحات الهيكلية واسعة النطاق بغرض تعزيز وجود قطاع خاص يتميز بالديناميكية والتنافسية المستدامة، وبالتالي سيكون عاملا مهما لضمان أوضاع مالية قابلة للاستمرار وتقليص الاختلالات الخارجية ودعم استمرارية ميزان المدفوعات في الأجل المتوسط والطويل، وهو ما ينعكس في النهاية على ضمان نجاح نظام الصرف الوسيط المقترح عبر استقرار سعر الصرف وصولا إلى تقويته مستقبلا. وفي سبيل تحقيق ذلك ينبغي على الحكومة القيام بمجموعة من الإصلاحات الهيكلية التي تستغرق وقتا حتى تُؤتي ثمارها في المساعدة في تنوع الاقتصاد<sup>1</sup>. ومن أهم الإصلاحات المطلوبة في هذا الصدد تحسين مناخ وبيئة الأعمال، والعمل على استقطاب المزيد من الاستثمار الأجنبي، وتطوير القطاع المالي، وزيادة المرونة في أسواق العمل، وترشيد الواردات مع زيادة القدرة على التصدير، بالإضافة إلى تعميق سوق الصرف الرسمي وكبح نشاط السوق الموازية، وتحسين تنافسية الاقتصاد ومحاربة الفساد. وفي مايلي استعراض لأهم ما يجب أن تتضمنه هذه الإصلاحات الهيكلية.

#### 1. تحسين مناخ الأعمال واستقطاب المزيد من الاستثمار الأجنبي

يعد الترويج لبيئة أعمال جيدة أمرا حيويا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وتشجيع نمو القطاع الخاص، وتفعيل خلق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعتبر القوة الحقيقية لخلق فرص العمل ومكافحة البطالة.

<sup>1</sup> تشير هنا إلى أن الجزائر وفي أعقاب صدمة انهيار أسعار لعام 2014، فقد قامت الحكومة عام 2016 بتبني إستراتيجية طويلة الأجل لإعادة تشكيل نموذج النمو الجزائري، أطلق عليها (Le nouveau modèle de croissance économique)، وهذا بغية تشجيع نشاط القطاع الخاص وتنويع الاقتصاد بحلول عام 2030. وتقوم هذه الإستراتيجية أساسا على تطوير الاقتصاد غير النفطي عبر تحقيق معدل نمو سنوي ب6% خلال الفترة (2020-2030)، وتعزيز نظام الاستثمار، وخفض تكلفة الدعم.

بالنسبة للجزائر وعلى الرغم من شغلها المركز 156 من أصل 189 دولة شملها تقرير البنك الدولي حول "سهولة ممارسة أنشطة الأعمال" (Doing Business) لعام 2017، فقد استطاعت بحسب التقرير إحداث تحسن كبير في بيئة الأعمال هذا العام، حيث قفزت سبعة مراكز مقارنة بعام 2016 كما تصدرت بلدان المغرب العربي. ويرجع هذا التحسن الملحوظ إلى اعتماد أربعة إصلاحات لإلغاء الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال لبدء النشاط التجاري، وتبسيط الحصول على رخصة بناء، وزيادة الشفافية في رسوم الكهرباء، وخفض معدل ضريبة الأعمال<sup>1</sup>. وبالرغم من ذلك لا يزال مناخ الأعمال في الجزائر بحاجة إلى تحسين أكثر، ويرجع ذلك بالأساس إلى صعوبة إطلاق مشروع جديد الذي غالبا ما يكون مكلفا ويأخذ وقتا طويلا نظرا لبيروقراطية الإجراءات الإدارية، إضافة إلى النظام الضريبي غير المحفز وخاصة تطبيق الرسم على النشاط المهني. بالإضافة إلى ما سبق تتميز الجزائر باستفادتها الضعيفة جدا من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة باقتصاديات أخرى ذات الدخل المتوسط، حيث بلغ متوسط صافي تدفقات هذه الاستثمارات للفترة (1980-2009) ما مقداره 0.6 % من الناتج المحلي الإجمالي، كما أن حوالي 36 % من مجموع هذه الحصة موجهة للاستثمار في قطاع المحروقات<sup>2</sup>. وفي عام 2015 كشف تقرير منظمة الأمم المتحدة للتنمية والتجارة عن أسوأ حصيلة للجزائر في مجال الاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث سجلت حصيلة سالبة بقيمة 587 مليون دولار، ما يعكس عزوف المستثمرين عن الوجهة الجزائرية التي لا تزال معقدة وتطبعها البيروقراطية الإدارية وعدم وجود استقرار في قوانين الاستثمار، كما ساهم غياب الاستثمار في القطاع الطاقوي في تسجيل الجزائر مثل هذه الحصيلة<sup>3</sup>. ومما زاد الأوضاع سوءا إلزام المستثمرين الأجانب منذ عام 2009 (بموجب قانون المالية التكميلي) بقاعدة 49/51 في كل القطاعات وفروع النشاط، وهو ما جعلهم لا يفضلون الاستثمار في الجزائر لعدم قدرتهم على التحكم في مشاريعهم.

في عام 2016 ورغم الارتفاع المتواضع في حصيلة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى ما مقداره 1.5 مليار دولار أمريكي بسبب التحسن الذي عرفه الإنتاج النفطي، إلا أن الجزائر لازالت بحاجة إلى تعزيز جاذبيتها كقابلة للمستثمرين الأجانب من خلال بذل جهود إضافية لتسهيل وتطوير الإجراءات والتشريعات في سبيل دعم وحماية المستثمرين المحليين والدوليين على حد سواء،

<sup>1</sup> البنك الدولي، "تقرير ممارسة أنشطة الأعمال 2017: نتائج مشجعة لبلدان المغرب العربي"، 2016/10/26، متاح على الموقع: <http://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2016/10/26/encouraging-results-for-the-countries-of-the-magreb> (تاريخ الاطلاع 2017/11/20).

<sup>2</sup> José Gijon, Op. Cit., p.19.

<sup>3</sup> UNCTAD, "World Investment Report 2016: Investor Nationality, Policy Challenges", United Nations, 2016, p.196.

إضافة إلى إعادة النظر في قاعدة 49/51 التي تعتبر عائقاً أمام استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، الضرورية للاستفادة من التكنولوجيا التي تعدّ شرطاً أساسياً لبناء قاعدة صناعية محلية تتميز بالديناميكية والتنافسية.

## 2. تطوير القطاع المالي

يعد تحسين فرص الحصول على الائتمان وتطوير الأسواق الرأسمالية أهم ملامح القطاع المالي الصحي والفعال، الضروري لتطوير القطاع الخاص والرفع من مساهمته في قيادة النمو ومواكبة التنوع الاقتصادي، بما يؤدي لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام وتعزيز مرونة الاقتصاد ضد الصدمات الخارجية.

وبالنسبة للنظام المالي الجزائري فإنه يتميز بسطحته وبعده عن العمق الكافي، ويرجع ذلك لمجموعة من الأسباب تشمل أساساً سيطرة البنوك العامة على النظام البنكي (مايزيد عن 90 % من إجمالي أصول القطاع المصرفي)، والانفتاح المحدود للقطاع المالي على الخارج نتيجة القيود المفروضة على المعاملات المالية الخارجية. يُضاف إلى ذلك ضعف تطور بورصة الجزائر وقلة الشركات المدرجة فيها، وكذا ضعف مساهمة قطاع التأمين في الناتج المحلي، كما أن قطاع التمويل المضغّر لا يزال أقل تطوراً بشكل عام. كما يعاني النظام المالي الجزائري من مختلف أوجه القصور في الأطر القانونية، والتنظيمية، والإشرافية على الرغم من بعض التقدم الملموس، إلى جانب وجود نظم للدفع لازالت تعتمد على النقد بدرجة كبيرة رغم الجهود المبذولة لعصرنتها<sup>1</sup>. إن السعي نحو تفعيل دور القطاع الخاص في دفع النمو وترسيخ التنوع الاقتصادي، يقتضي من السلطات أن تولي اهتماماً كبيراً لتطوير النظام المالي وجعله يتسم بالعمق والسيولة الكافيتين، ويرتكز على أساس التنافس في السوق، كما يتميّز بانفتاح واسع في التعاملات المصرفية مع العالم بما ينعكس على تعزيز الفعالية الإجمالية للوساطة المالية. ومن هنا تبرز أهمية تنفيذ بعض الإصلاحات المالية الضرورية مثل<sup>2</sup>:

- ✓ تعزيز سلامة النظام المصرفي من خلال التقليل من مستويات القروض الرديئة، وإعادة هيكلة البنوك المملوكة للدولة، وتأمين الالتزام بالقواعد الاحترازية؛
- ✓ زيادة المنافسة في النظام المصرفي: حيث تقوّض ملكية الدولة الزائدة بشكل ملحوظ والقيود المفروضة على دخول البنوك الأجنبية المنافسة والتعميق المالي في البلد؛

<sup>1</sup> عمور طهاري وآخرون، "إصلاحات القطاع المالي وآفاق الدمج المالي في بلدان المغرب"، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، 125/ 07، ماي 2007، ص.4.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص.4-5.

- ✓ تعزيز الإشراف على القطاع المالي: فعلى الرغم من الإصلاحات المالية التي تمت خلال التسعينيات، لا تزال الضوابط الاحترازية فعالة جزئياً من خلال الالتزام المحدود بالمعايير الدولية ذات الصلة مثل معايير رأس المال التي نصت عليها اتفاقية بازل 2، ولا بد أيضاً من العمل على تحقيق التقدم نحو تطبيق اتفاقية بازل 3؛
- ✓ العمل على تطوير البنية التحتية للقطاع المالي وبالأخص ممارسات المحاسبة والمراجعة، والشفافية والحوكمة، والإطار القانوني والقضائي، ونظم المدفوعات؛
- ✓ تحسين فرص الحصول على القروض ولاسيما لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والعمل على تنشيط قطاع التمويل المصغر.

### 3. زيادة المرونة في أسواق العمل

بالرغم من الجهود التي بذلتها الجزائر لتنمية رأس المال البشري من خلال تعميم التعليم الابتدائي والرفع من نسب الالتحاق بالتعليم العالي، وتوجيه اهتمام أكبر إلى التكوين المهني للحد من مشكل عدم توافق المهارات مع متطلبات سوق العمل، كما خصّصت حوالي 6% من الناتج المحلي للتعليم على مدار العشرية الماضية<sup>1</sup>، إلا أن سوق العمل في الجزائر يتميز بحسب العديد من الدراسات بانخفاض مؤشّراته بالجمود<sup>2</sup>. حيث أن هناك خلافاً واضحاً بين العرض والطلب على العمل نظراً لكون هذا السوق لا يسمح بتوفير مناصب شغل تتوافق مع حجم الطلب وخاصة لدى فئة الجامعيين، كما أنه من المكلف أو من الصعب استخدام العاملين وفصلهم. يضاف إلى ذلك ضعف الاستثمار في القطاعات التي لها قدرة كبيرة على التشغيل وتتناسب مع المؤهلات العلمية لحاملي الشهادات، كما أن مساهمة القطاع الخاص في إطلاق المقاولات الصغيرة التي تتناسب احتياجات الاقتصاد لا تزال ضعيفة.

بشكل عام فإن اختلالات سوق العمل الجزائري متأبئة من مصدرين هما: تراجع قدرة استيعاب العمالة من جهة، ومن جهة أخرى عدم توافق سوق العمل مع مخرجات النظام التعليمي. ونظراً لكون سكان الجزائر في سن صغيرة ويزدادون بسرعة، فستحتاج الجزائر إلى زيادة الإنتاجية وتحقيق نمو أعلى في القطاع غير النفطي حتى تتمكن من استيعاب الداخلين الجدد إلى سوق

<sup>1</sup> جويل توهاس برناتيه، المرجع السابق، ص. 2.

<sup>2</sup> أنظر على سبيل المثال:

- Davide Furceri, "Unemployment and Labor Market Issues in Algeria", **IMF Working Paper**, No.12/99, International Monetary Fund, 2012, pp.1-28.

- Femise recherche programme, "Flexibilité du travail et concurrence sur le marché des biens et services: impact sur les conditions de travail et le développement du secteur informel en Algérie, au Maroc et en Tunisie", Rappot No.FEM22-20, Univ.Paris 1, Nov.2005, p.277.

- Kpodar K., "Labor market issues and unemployment in Algeria", **IMF country report**, No.07/61, 2007, pp.17-27.

العمل. وبحسب تقديرات صندوق النقد الدولي فإن معدل نمو القوى العاملة يتراوح بين 2.5% و3% سنويا، ومن أجل تثبيت البطالة في مستوياتها الحالية واستيعاب الداخلين الجدد لسوق العمل، تحتاج الجزائر لتحقيق نمو خارج قطاع المحروقات لا يقل عن 5%<sup>1</sup>، بما يسمح بخلق وظائف جديدة وكافية لمعالجة مشكل البطالة المرتفعة لاسيما لدى فئة الشباب الأقل من 24 سنة والتي بلغت بحسب الديوان الوطني للإحصائيات 26.7% عام 2016. كما أن العمل على زيادة مهارات العاملين الذين يحتاجهم سوق العمل عن طريق تحسين جودة التعليم يعتبر من الأولويات، فالتممية البشرية هي أساس التنمية الاقتصادية.

#### 4. ترشيد الواردات وزيادة القدرة على التصدير

يعتبر التحكم في الواردات من السلع والخدمات وترشيدها من بين العوامل المهمة التي تسهم في الحفاظ على التوازن الخارجي وضمان استدامة ميزان المدفوعات ومن ثم استقرار سعر صرف العملة الوطنية، كما أن تنمية الإنتاج المحلي ليحل محل الواردات وزيادة فرص تصديره للخارج يعتبر محرّكا أساسيا من محركات النمو الاقتصادي.

وفي ما يخص الجزائر، فقد شهدت فاتورة الاستيراد نموا مطّردا بالموازاة مع فترة الطفرة النفطية والارتفاع القياسي في أسعار النفط، مما جعل منها هاجسا حقيقيا يهدّد مستقبل الانفتاح التجاري في البلد ويزيد من مخاطره نظرا لانعكاساتها السلبية على الاقتصاد الوطني. فقد وصلت قيمة الواردات إلى مستوى غير مسبوق بلغ 59.67 مليار دولار أمريكي في عام 2014، وهذا بالرغم من التدابير التي اتخذتها السلطات مسبقا بموجب قانون المالية التكميلي لعام 2009، الذي فرض رقابة صارمة على عمليات التجارة الخارجية من خلال إلزامية تسديد الواردات عبر آلية القرض المستندي وإجبارية توطينها لدى أحد البنوك التجارية المرخص لها، بالإضافة إلى السماح بانخفاض في قيمة الدينار الجزائري لاسيما مقابل اليورو مثل ذلك المسجل خلال عام 2012 والذي بلغ 10%.

ونظرا للصدمة الخارجية القوية التي تعرّض لها الاقتصاد الجزائري بسبب انهيار أسعار النفط خلال النصف الثاني لعام 2014 واستمرارها بعد ذلك، وما نجم عنها من تراجع شديد في مداخيل الصادرات النفطية وتقلّص احتياطات الصرف بشكل كبير جدا، فقد اتخذت السلطات مجموعة من الإجراءات بهدف كبح النمو المفرط للواردات والذي وصل إلى مستويات غير معقولة، والتي ستكون لها عواقب وخيمة على الاقتصاد الوطني في حالة استمرار وتيرة الاستيراد بهذا الاتجاه الصعودي. وقد شملت التدابير التي اتخذتها السلطات الوصية مايلي:

<sup>1</sup> جويل توهاس برناتيه، المرجع السابق، ص.2.

- قرار الحكومة تقييد الواردات عبر فرض رخص الاستيراد<sup>1</sup>؛
  - اتخاذ بنك الجزائر لمجموعة من التدابير تضمنت مايلي<sup>2</sup>:
    - ✓ تشديد المتطلبات المتعلقة بتحديد البنوك للوضع المالية للمستورد عند توطين عملية الاستيراد؛
    - ✓ تخفيض المعيار الاحترازي الخاص بمستوى التزامات البنوك المتعلقة بالتجارة الخارجية نسبة إلى أموالها الخاصة والذي انتقل من اثنان إلى واحد، أي من مرتين الأموال الخاصة إلى مرة واحدة؛
    - ✓ إلزامية التوطين الالكتروني المسبق لغرض الرقابة المسبقة لمدى مطابقة العملية للقوانين والأنظمة المعمول بها؛
    - ✓ تكثيف الرقابة على عمليات التجارة الخارجية مباشرة على مستوى الوكالات البنكية.
- لقد أدت هذه التدابير مجتمعة إلى انفراجة مؤقتة حيث انخفضت الواردات من 59.67 مليار دولار عام 2014 لتبلغ 49.44 مليار دولار عام 2016. إلا أن الاستمرار في تطبيق هذه القيود قد يتسبب في حدوث تشوهات، ولا يمكن أن يكون بديلا عن الإصلاحات الرامية إلى تعزيز إنتاج بدائل الواردات، وزيادة القدرة على التصدير من خلال تشجيع بعض المنتجات المحلية التي تتمتع بإمكانيات تصديرية كبيرة (كالتمر، زيت الزيتون، الفلين، الجلود).

#### 5. تعميق سوق الصرف الرسمي وكبح نشاط الأسواق الموازية

تتميز الجزائر وعلى غرار العديد من البلدان النامية بتواجد سوقين للنقد الأجنبي، أحدهما رسمي يسمى "سوق الصرف البيئية للبنوك" وهي سوق منظمة وخاضعة لرقابة بنك الجزائر، والآخر هو سوق غير رسمي يسمى السوق الموازية (أو السوداء). ورغم أن القانون الجزائري يعتبر البنوك التجارية ومكاتب الصرف هي المرخص لها فقط لبيع وشراء النقد الأجنبي، إلا أن الواقع يظهر الإقبال الكبير على الأسواق الموازية على حساب السوق الرسمي رغم ارتفاع الأسعار المطبقة فيها شراء ومبيعا وتباعدها بشكل كبير عن الأسعار الرسمية.

في هذا السياق فإن الوصول إلى سوق صرف رسمي يتسم بالكفاءة ويعكس العرض والطلب الحقيقيين على النقد الأجنبي يتطلب أولا محاربة الأسواق الموازية من خلال التخفيف التدريجي

<sup>1</sup> أنظر في هذا السياق:

- المرسوم التنفيذي رقم 15-306 المؤرخ في 24 صفر عام 1437 الموافق لـ 06 ديسمبر 2015، المحدد لشروط وكيفية تطبيق أنظمة رخص الاستيراد أو التصدير للمنتوجات والبضائع؛

- الإعلان رقم 01/2017 المؤرخ في 1 أبريل 2017، والذي يحدد إمكانية توسيع قائمة المنتجات المعنية بنظام الرخص.

<sup>2</sup> محمد لوكال، المرجع السابق، ص.5.

للرقابة المفروضة على الصرف لتحسين قابلية تحويل الدينار، والعمل في سبيل ذلك على أربع قضايا جوهرية وهي:

- ✓ رفع منحة السفر للخارج: فالمقدار الضعيف جدا لهذه المنحة مقارنة بما هو معمول به في دول أخرى وبعتراف بنك الجزائر<sup>1</sup>، يتطلب رفعها بما يتماشى مع الاتجاهات الدولية في هذا المجال باعتباره عاملا مساعدا في الحد من انتشار الأسواق الموازية؛
  - ✓ إزالة الفجوة الموجودة بين سعر الصرف الرسمي والموازي أو بعبارة أخرى توحيدهما وهذا من خلال تصحيح السعر الرسمي وجعله قريبا أو مساويا للسعر الموازي، فهذا من شأنه أن يحد من الإقبال الكبير على الأسواق الموازية لصالح التوجه نحو السوق الرسمي، ومن ثم استقطاب جزء كبير من العملة التي كانت تتداول خارج الدوائر الرسمية؛
  - ✓ جعل مكاتب الصرف أكثر جاذبية للاستثمار: إن معالجة العزوف الملاحظ على إنشاء مكاتب الصرف في الجزائر رغم إقرارها منذ العام 1995<sup>2</sup>، يفرض على الحكومة إعادة النظر في التشريعات المنظمة لها، والتفكير بجديّة في سبل جعل هذه المكاتب أكثر جاذبية للاستثمار من خلال الاستفادة من التجارب الدولية في هذا المجال. فالإقبال على إنشاء هذه المكاتب سيسهم حتما في امتصاص الأسواق الموازية؛
  - ✓ تشديد وتغليظ العقوبات على كل من يتعامل بالنقد الأجنبي خارج الدوائر الرسمية: فالقضاء على أسواق الصرف الموازية يستلزم اعتبار تعاملات النقد الأجنبي خارج الإطار الرسمي من الظواهر الجرمية التي تمسّ بهيبة الدولة وسيادة القانون، وتصنيفها كجرائم اقتصادية ومالية، وتغليظ العقوبات على مرتكبيها.
- بعد معالجة مشكل الأسواق الموازية وتضمين كافة عمليات الصرف الأجنبي داخل السوق الرسمية، تأتي مرحلة إدارتها بكفاءة وفاعلية لتحقيق العمق المطلوب في هذا السوق بما يسمح له بتحديد سعر الصرف بكل حرية وفقا لقوى العرض والطلب، وامتصاص الصدمات دون إحداث تغيرات كبيرة في سعر الصرف. ومن المقترحات في هذا الشأن مايلي:
- ✓ التقليص من تدخلات بنك الجزائر كوسيط أساسي في سوق الصرف وبالتالي من دوره في تحديد الأسعار المتعامل بها مبيعا وشراء، وذلك لفائدة المشاركين الآخرين من بنوك ومؤسسات مالية، وهذا بغرض إيجاد عدد متنوع وكاف من المتعاملين الناشطين في السوق؛

<sup>1</sup> أنظر مداخلة محافظ بنك الجزائر السابق (السيد محمد لكصاسي) أمام نواب البرلمان بتاريخ 23 مارس 2016 حول مجمل التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر للعام 2015.

<sup>2</sup> Règlement 95/05 du 13 décembre 1995 et l'instruction 8/96 du 18 décembre 1996.

✓ العمل على زيادة مصادر واستخدامات النقد الأجنبي في سوق الصرف من خلال التقليل من كثرة القوانين والتشريعات المنظمة لسيره، وكذا الحد من القيود المفروضة على بعض حركات رؤوس الأموال؛

✓ العمل على زيادة سيولة سوق الصرف عبر تقليص الفرق الموجود بين سعري الشراء والبيع، وخفض تكاليف المعاملات، وتوفير أنظمة الاتجار والمقاصة وتسوية النزاعات، بما يسمح بالتنفيذ الجيد لأوامر الشراء والبيع؛

✓ توفير الأدوات اللازمة للتغطي من مخاطر الصرف لاسيما تفعيل سوق الصرف الآجل، وبعث الطرق الحديثة في إدارة خطر الصرف مثلما هو الحال في العديد من الاقتصاديات الناشئة، والعمل على رفع درجة الوعي بأهميتها بين البنوك والأفراد والشركات.

## 6. تحسين القدرة التنافسية للاقتصاد ومحاربة الفساد

يعتبر تحسين القدرة التنافسية للاقتصاد ومحاربة كافة أشكال الفساد فيه من الركائز الأساسية للتنمية الاقتصادية المستدامة. فالدول الأقل تنافسية غالبا ما تتميز بضعف إنتاجية الموارد الاقتصادية الموجودة لديها، وبالتالي توليد دخل كَلِّي أقل وتحقيق نمو اقتصادي بوتيرة متباطئة مقارنة بالدول ذات التنافسية العالية. أما تفشي ظاهرة الفساد بمختلف أشكالها (كالرشوة، التهرب الضريبي، غسل الأموال) واكتسابها طابعا مؤسسيا، فسيزيد من انعدام الثقة في الحكومة ويضعف من قدرة البلد على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر الضروري للنهوض بالاقتصاد.

وكما هو معلوم، تتولى منظمات دولية تصنيف البلدان وترتيبها في مجالي التنافسية وانتشار الفساد. فتقرير التنافسية العالمي الذي يصدره المنتدى الاقتصادي العالمي في جنيف يهتم بدراسة تنافسية الدول وتصنيفها سنويا في مؤشر التنافسية العالمي (GCI). أما منظمة الشفافية الدولية فتنتشر سنويا تقريرها الذي يتضمن مؤشر مدركات الفساد وهو عبارة عن مؤشر مركب يعتمد على استقصاءات لآراء الخبراء عن إدراكهم للفساد في القطاع العام.

بالنسبة للجزائر وبتتبع التصنيف الممنوح لها في مؤشر التنافسية العالمي، يلاحظ أنها تحتل مراتب متأخرة في هذا المجال بالرغم من بعض التحسن المتواضع، حيث انتقل ترتيبها من 110 عام 2013 ليبلغ 79 عام 2015 ثم ليتراجع مجددا إلى الرتبة 89 عالميا عام 2016<sup>1</sup>. أما ترتيبها في مؤشر مدركات الفساد فيوضح التفشي الكبير لهذه الظاهرة في البلد، فقد انتقل ترتيبها من 88 عام 2015 ليبلغ 108 في عام 2016<sup>2</sup>. ويرجع هذا الأداء السيئ في هاذين التصنيفين بالأساس إلى ضعف الأطر المؤسسية وافتقادها للكفاءة المطلوبة، والبيئة الاقتصادية غير

<sup>1</sup> World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report", (2013-2016).

<sup>2</sup> Transparency International, "Global Corruption Perception Index", (2015-2016).



المستقرة، وغياب السوق الفعال للسلع في ظل ضعف المنافسة المحلية وجمود سوق العمل، وهشاشة الاستقرار الأمني والمالي. بالإضافة إلى تدني جودة البنية التحتية، وانتشار الفساد وتراجع ثقة المواطنين بالقادة السياسيين.

في نفس هذا السياق فقد أوضحت إحدى الدراسات أن الجزائر من البلدان التي تتميز بضعف تنافسيتها السعرية على الرغم من انخفاض أسعار المنتجات النفطية والطاقوية فيها مقارنة بأسعارها في الأسواق الدولية. وهذه الميزة التنافسية لأسعار الطاقة والمنتجات النفطية ناجمة بالأساس من سياسة الدعم الحكومي التي تبنتها الدولة، والتي كان لها بالمقابل انعكاسات سلبية على الاقتصاد كتنامي ظاهرة تهريب الوقود وتزايد حدة الفساد<sup>1</sup>.

ويرجع تدهور التنافسية السعرية للاقتصاد الجزائري والتي كانت عائقا أمام نمو قطاع خاص منتج قادر على خلق فرص شغل جديدة تساهم في امتصاص البطالة إلى مجموعة من العوامل أهمها الرفع في قيمة الأجور خلال العشرية الأخيرة والذي لم يكن ناجما عن زيادة الإنتاجية، حيث ارتفعت تكلفة وحدة العمل بمعدل 50 % خلال الفترة (2005-2010) مقارنة بدول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي، إضافة إلى ارتفاع تكاليف الاستيراد والتصدير رغم الموقع الجغرافي المتميز وإطلال البلد على البحر الأبيض المتوسط، وتخلف قطاع الاتصال والمواصلات كما أن أسعاره لا تزال مكلفة، يضاف لذلك ارتفاع تكاليف النقل<sup>2</sup>.

بناءً على ما سبق، فإن تكريس مسار التنويع الاقتصادي في الجزائر وتحفيز دور القطاع الخاص المنتج في هذا المسار يتطلب من السلطات جهودا إضافية لتحسين تنافسيتها، ومن المقترحات في هذا الشأن إنشاء لجان خاصة تتولى متابعة مؤشرات التقارير الدولية ووضع مجموعة توصيات وخطة عمل بجدول زمني لتحسين تنافسية الاقتصاد الجزائري وأدائه في المؤشرات الدولية. بالإضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار المعايير الدولية التي يتم بناءً عليها تصنيف الدول من حيث سهولة بدء وممارسة الأعمال التجارية أو الخدمية، بالموازاة مع العمل على تحديث تشريعاتها وتسهيل الإجراءات الخاصة بإنشاء الشركات التجارية بمختلف أنواعها، ويهدف تشجيع القطاع الخاص للقيام بدوره في تحقيق التنمية المستدامة. كما أن محاربة الفساد وتعزيز الشفافية والمساءلة وترسيخ مبادئ الحوكمة الرشيدة والجودة المؤسسية تعتبر من الأولويات.

<sup>1</sup> Andrew Jewell, "Price Competitiveness in Algeria", **IMF Country Report**, No. 14/34, February 2014 , pp.46-58.

<sup>2</sup> Ibid.

## خلاصة الفصل الرابع

لقد حاول هذا الفصل تقييم تجربة الجزائر مع نظام سعر الصرف المرن حيث أبرز الصعوبات التي تواجهها في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح، كما توصل إلى أن التعويم الموجه للدينار لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب، لاسيما زيادة القدرة التنافسية للصادرات خارج المحروقات وتشجيع الاستثمار فيها حتى تكون مصدرا بديلا للدخل يخلص الاقتصاد الجزائري من تبعيته المفرطة لقطاع المحروقات، والصدمات الخارجية القوية التي يتعرض لها جراء ذلك. وبالتالي فإن متانة الطرح الذي يربط تحقيق الأداء الاقتصادي الأفضل بالتحول نحو مرونة سعر الصرف (تعويم العملة) ضعيفة في حالة الجزائر. وعليه فإن التفكير في نظام صرف بديل يضمن الوصول إلى تحسين وتعزيز أداء القطاع التصديري خارج المحروقات بشكل خاص وتحقيق الأهداف التنموية المسطرة بشكل عام يعتبر من أولى الأولويات في المرحلة القادمة. وفي هذا السياق فقد حاول هذا الفصل اقتراح نظام صرف بديل وملائم لوضع الاقتصاد الجزائري يرتكز على فكرة المرونة المحدودة التي تسمح للبلد بالحصول على منافع العملة المستقرة نسبيا مع الحفاظ على القدرة على مواجهة الصدمات الخارجية. حيث تم إبراز مختلف الخيارات الممكنة لنظام الصرف الوسيط المقترح والتي يمكن للجزائر التعاطي معها وفقا لأولياتها الاقتصادية والتحديات التي تواجهها، بالإضافة إلى تبيان مختلف السياسات والعوامل المساندة لنجاح هذا النظام واستمراره.

## الخاتمة

لقد استهدفت هذه الدراسة تحليل وتقييم سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر في ضوء التحول نحو نظام الصرف المرن، وذلك من خلال أربعة فصول: حيث شكّل كل من الفصل الأول والثاني الأرضية النظرية للموضوع التي حاولت التعمق في فهم ظاهرة التحول نحو نظم الصرف المرنة في البلدان النامية بمختلف أبعادها وتجلياتها. أما الفصلان الثالث والرابع فقد كانا عبارة عن دراسة تطبيقية على الاقتصاد الجزائري تناولت تحليل تطورات سياسة إدارة سعر الصرف ولاسيما تحركها نحو مرونة الصرف، بالإضافة إلى تقييم فاعلية هذا التحول والنظر في مدى إمكانية الاستمرار بالعمل به مستقبلاً، مع مناقشة البدائل الأخرى الممكنة وشروط نجاحها. وعموماً فقد سمحت هذه الدراسة بالوصول إلى مجموعة من الاستنتاجات سمحت بإثبات مدى صحة الفرضيات، بالإضافة إلى تقديم مجموعة من الاقتراحات، وكذا بعض آفاق الدراسة.

### أولاً: نتائج الدراسة

توصّلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات نورد أهمها فيما يلي:

1. لا توجد نظرية ثابتة أو قاعدة عامة بشأن اختيار نظام سعر صرف معين، فالاختيار الملائم مرهون بنتائج دراسة وتقييم مجموعة من المحددات التي أفرزتها الأدبيات الاقتصادية، مما يعني أن مسألة اختيار نظام الصرف الملائم هي مسألة تجريبية بالأساس، وأن تقييم مختلف المحددات هو وحده الكفيل بالإرشاد في هذا الاختيار؛
2. يعتبر التخلي عن نظم الصرف الثابتة والتحول نحو النظم المرنة اتجاهاً عاماً سلكته العديد من البلدان النامية سواء بشكل طوعي أو في سياق الأزمة، كما كان لصندوق النقد الدولي دوراً كبيراً في تشجيع هذه البلدان على هذا التحرك في ظل برامج التكيف الهيكلي التي طبقتها تحت إشرافه؛
3. تتمثل أهم مبررات التخلي عن نظم الصرف الثابتة والتحول نحو النظم المرنة في أن هذه الأخيرة تترافق مع تحقيق أفضل الأداء الاقتصادي، كونها من جهة تسمح بتفادي المشاكل المحتملة للإفراط في تقييم سعر الصرف (اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي) والتي تعتبر ضارة بالقدرة التنافسية للصادرات، ومن جهة أخرى تساعد مرونة سعر الصرف في تسهيل التكيف مع الصدمات الخارجية وبأقل تكلفة ممكنة على الناتج والعمالة؛

4. نجاح التحول نحو مرونة سعر الصرف يستلزم توافر مجموعة من المتطلبات التشغيلية المسبقة، تبدأ بتعزيز دور سوق الصرف في تحديد سعر الصرف بكل حرية وفقاً

لقوى العرض والطلب، بالموازاة مع صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، بالإضافة إلى اعتماد ركيزة اسمية بديلة لسعر الصرف الثابت، وبناء نظم فعّالة للتعامل مع مخاطر سعر الصرف. كما ينبغي كذلك أن تراعي وتيرة وسرعة التحول درجة تطور المؤسسات والأسواق؛

5. يزيد المنهج المتدرج في التحول نحو نظام الصرف المرن من فرص نجاح مسار التحول ومن مزاياه المحتملة على الأداء الاقتصادي الكلي للبلد، مقارنة بالمنهج السريع والمدفوع بأزمة؛

6. قامت الجزائر بعد استقلالها باختيار نظام الصرف الثابت حيث قامت بربط سعر صرف الدينار إلى الفرنك الفرنسي، ثم تحولت مع مطلع العام 1974 إلى الربط بسلة عملات لأهم الشركاء التجاريين وذلك إلى غاية أكتوبر 1994. وقد تميزت هذه الفترة بالثبوت الإداري لسعر الصرف، وفرض رقابة صارمة على الصرف ترتب عنها نشوء أسواق الصرف الموازية، كما تم تحييد دور السياسة النقدية وتهميش دور البنك المركزي والتحديد الإداري لمعدلات الفائدة؛

7. لقد أدى الاحتفاظ بسعر صرف ثابت لفترة طويلة من الزمن بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم المحليّة إلى ظهور مبالغة كبيرة في تقييم سعر الصرف (تقييم مفرط في قيمة الدينار) أدى لإضعاف القدرة التنافسية للصادرات وتقليص الاحتياطيات الدولية وتعميق الفجوة بين السعر الرسمي والسعر الموازي، كما ترافقت حقبة نظام الصرف الثابت بشكل عام مع أداء سيئ لمؤشرات الاقتصاد الكلي؛

8. لقد كان تخفيض قيمة الدينار النتيجة الحتمية التي انتهى إليها نظام الصرف الثابت في الجزائر، كما كان هذا التخفيض شرطا مسبقا مفروضا من قبل صندوق النقد الدولي لمساعدة الجزائر في مواجهة أزمته الاقتصادية المتفاقمة عبر تبني برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)، والذي كان من بين بنوده التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو نظام صرف مرن، ما يعني أن التحرك نحو مرونة الصرف في الجزائر كان تحولا مدفوعا بأزمة ولم يكن تحولا طوعيا؛

9. تميز التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر بتبني التعويم الموجه كخيار جديد لإدارة سعر صرف الدينار وهذا منذ أكتوبر 1994، وأصبح أهم هدف لسياسة

الصرف هو استهداف سعر الصرف الحقيقي الفعلي باعتباره أداة لحماية القدرة التنافسية، وبناء الأراضية الملائمة لتحقيق النمو المستدام في القطاع غير النفطي؛

10. تكمن أهم دوافع ومبررات التحول نحو مرونة سعر الصرف في الجزائر في أن النظام المرن يسهل التكيف مع الصدمات الخارجية القوية التي يتعرض لها الاقتصاد، ويساعد في حماية القدرة التنافسية للصادرات، كما يكفل إلغاء التقييم المفرط للدينار والمساهمة في إعادة بناء الاحتياطيات الدولية للبلد؛

11. من أجل إنجاح التحرك نحو مرونة سعر الصرف قامت الجزائر بتوفير مجموعة من المتطلبات التشغيلية تمثلت بالأساس بإنشاء سوق الصرف والتدخل فيه من طرف بنك الجزائر، وصياغة إطار جديد للسياسة النقدية، واستحداث بعض ميكانزمات التغطية من خطر الصرف، إضافة إلى تخفيف تدابير الرقابة على الصرف لتحسين قابلية تحويل الدينار؛

12. بملاحظة تطور أسعار الصرف الاسمية والفعلية للدينار منذ التحول نحو نظام الصرف المرن يتضح التراجع المستمر لسعر الصرف الاسمي مقابل مختلف العملات الرئيسية، في حين يشهد سعر الصرف الحقيقي الفعلي استقرارا نسبيا؛

13. أظهرت التصنيفات الواقعية لنظام الصرف المرن في الجزائر عدم مطابقة الأقوال بالأفعال فيما يخص النظام المعتمد فعليا، وهو ما انعكس في تصنيف الجزائر ضمن البلدان التي تتلاعب بسعر صرف عملتها الوطنية؛

14. تستخدم السلطات مرونة سعر الصرف كأداة لمواجهة الصدمات الخارجية وتسهيل عملية التكيف معها. فتنجبا لصدمة انهيار أسعار النفط لعام 2014 تم السماح لسعر صرف الدينار بالتراجع بقوة لاسيما مقابل عمليتي الدولار واليورو، وهذا من أجل زيادة حصيلة الجباية النفطية من جهة والحد من الواردات من جهة أخرى؛

15. أظهرت الدراسة الصعوبات التي تواجهها الجزائر في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح، كعدم تطور سوق الصرف وضعف فاعلية تدخلات بنك الجزائر فيه للحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار، وكذا استمرار تدابير الرقابة على الصرف، إضافة لعدم القدرة على الوفاء بمتطلبات السياسة النقدية القائمة على استهداف التضخم، والفشل في بناء النظم الفعالة لإدارة خطر الصرف؛

16. توصلت الدراسة إلى أن التعويم الموجه لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المرغوب لاسيما تعزيز الصادرات خارج المحروقات لتتبع الاقتصاد. كما أن الانخفاض المستمر في قيمة الدينار منذ تعويمه كانت له تداعيات عكسية على الاقتصاد الوطني كبروز التضخم المستورد، وانكماش الناتج الحقيقي غير النفطي، وارتفاع تكلفة الدعم، وأقساط خدمة الدين الخارجي، وزيادة أجواء عدم اليقين بالنسبة للأعوان الاقتصاديين، وتقويض مصداقية الحكومة وسياساتها الاقتصادية. كما أن متانة الطرح الذي يربط تحقيق أفضل الأداء الاقتصادي بالتحول نحو مرونة سعر الصرف لا يمكن تأكيدها بالنسبة لحالة الجزائر؛

17. نظام الصرف البديل والملائم لوضع الاقتصاد الجزائري، هو النظام الوسيط الذي يركز على فكرة "المرونة المحدودة" التي تسمح للبلد بالحصول على منافع العملة المستقرة نسبيا مع الحفاظ على القدرة على مواجهة الصدمات الخارجية، ومن الأنظمة التي يمكن اقتراحها في هذا الشأن: الربط إلى سلّة عملات أو تبني نظام أسعار الصرف المتحركة؛

18. نجاح واستمرار نظام الصرف الوسيط المقترح يتطلب تدعيمه بالسياسات الاقتصادية المتوازنة كالسياسات النقدية والمالية المعاكسة للدورة مع فرض الضوابط المناسبة على حركة رؤوس الأموال، إلى جانب تنفيذ إصلاحات هيكلية لتتبع الاقتصاد.

### ثانيا: اختبار الفرضيات

بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن اختبار مدى صحة فرضيات هذه الدراسة كمايلي:

**الفرضية الأولى:** نصت على أن "عملية التحول من نظام الصرف الثابت إلى النظام المرن هي عملية محفوفة بالمخاطر، ونجاحها مرهون بمدى الانتقال بصفة تدريجية ومنتظمة مع توفير جميع المتطلبات التشغيلية اللازمة"، وقد تم إثبات صحتها في الجانب النظري للدراسة، فالتحول السريع وغير المنظم نحو النظام المرن يفاقم من عدم استقرار سعر الصرف ومن تداعياته العكسية على الاقتصاد الكلي، وبالتالي فتدنية مخاطر التحول تقتضي الإعداد المبكر للتحول وإرساء جميع الدعام الأساسية المساندة له، وهذا طبعا في ظل وجود البيئة الاقتصادية الكلية المواتية.

**الفرضية الثانية:** نصت على أنه "لا تتوافر الجزائر بشكل كامل على كافة المتطلبات التشغيلية الضرورية والمسبقة التي تقتضيها عملية التعويم الناجح للعملة، نظرا للسرعة التي ميزت منهج التحول". وقد تم إثبات صحتها في الجانب التطبيقي للدراسة، فقد كان التحول نحو سعر الصرف المرن سريعا وفي سياق الأزمة، وبالتالي لم يتم التحضير المسبق لأدنى الشروط الضرورية اللازمة لهذا التحول كتطوير سوق الصرف والتدخل فيه بفاعلية، وكذا تخفيف تدابير

الرقابة على الصرف، إضافة لصعوبة الوفاء بمتطلبات سياسة استهداف التضخم، وغياب النظم الفعالة لإدارة خطر الصرف. وعليه فإن هذا التحول بهذه الطريقة قد فاقم من ظاهرة عدم استقرار قيمة الدينار وتدهورها المستمر، مما نجم عنها تداعيات عكسية على الاقتصاد الوطني.

**الفرضية الثالثة:** نصت على أنه "يمكن للمرونة المحدودة لسعر الصرف أن تكون خيارا ملائما للاقتصاد الجزائري، نظرا لأنها ستسمح للبلد بالاستفادة من مزايا العملة المستقرة نسبيا، مع جعل الاقتصاد أفضل من ناحية امتصاص الصدمات الخارجية والحفاظ على تنافسيته". وقد تم إثبات صحتها في الجانب التطبيقي للدراسة، فتعرض الاقتصاد الجزائري لصددمات خارجية قوية من جهة، وسعي السلطات نحو تنويع الاقتصاد والرفع من تنافسيته من جهة أخرى، تدعم أهمية وجود نظام مرن لسعر الصرف، ولكن شريطة أن تكون هذه المرونة محدودة حتى لا تقاوم من ظاهرة عدم استقرار سعر صرف الدينار وتدهوره، وبالتالي تفشي ظاهرة التضخم المستورد.

### ثالثا: الاقتراحات

تأسيسا على ما جاء في فصول هذه الدراسة يضع الباحث عددا من الاقتراحات التي من شأنها أن تسهم في زيادة كفاءة نظام إدارة سعر الصرف في الجزائر وأهمها مايلي:

1. تعديل مرجعية نظام سعر الصرف في الجزائر باتجاه نظام وسيط تكون أولى أولوياته استقرار سعر صرف الدينار مع السماح ببعض الحركة فيه لنتناسب مع التطورات في القطاع الاقتصادي الحقيقي، وبالتالي يوفر درجة محدودة من مرونة السياسة النقدية لمواجهة الصدمات الخارجية القوية التي تصيب الاقتصاد، ومن الخيارات الممكنة في هذا السياق نقترح ربط الدينار بسلة عملات لأهم الشركاء التجاريين؛
2. العمل على تخفيف الرقابة الصارمة المفروضة على الصرف من خلال التحرير التدريجي والمضبوط لحساب رأس المال، نظرا للمساوي التي أفرزتها هذه الرقابة بتوليد بيئة مالية سلبية أضعفت من مناخ الاستثمار الأجنبي، وشجعت على تنامي أسواق الصرف الموازية، وتزايد ظاهرة هروب رؤوس الأموال إلى الخارج عبر القنوات غير الرسمية؛
3. عدم المبالغة في استخدام مرونة سعر الصرف كأداة رئيسية لامتنصاص صدمات انهيار أسعار النفط والتكيف معها، وهذا نظرا للآثار العكسية الناجمة عن التدهور المستمر في قيمة الدينار على الاقتصاد والمجتمع، وعليه فهناك حاجة ماسة للمزيد من إجراءات ضبط المالية العامة وتقليص الاختلالات الخارجية، والتي من شأنها أن تنعكس على استقرار سعر صرف الدينار؛



4. الحد من ارتفاع درجة تقلبات الاقتصاد الكلي والعمل على تضييقها باستخدام المزيج المناسب من السياسات الاقتصادية الكلية، وخاصة تبني فكرة "السياسة النقدية والمالية المعاكسة للدورة"، نظرا للمزايا العديدة التي تنجم عن ذلك كتخفيض تقلبات معدلات التضخم والنمو، وضمان أوضاع مالية قابلة للاستمرار، وهي كلها عوامل تساعد في استقرار قيمة الدينار الجزائري؛
5. تقوية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف لتحقيق الاستقرار في سعر صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية الرئيسية ولاسيما تلك المستخدمة في تقويم الواردات، وهذا بغرض الحد من تفشي ظاهرة التضخم المستورد؛
6. نظرا لكون سياسة التدخلات في سوق الصرف تكون ناجعة في الأجل القصير فقط، فإن الوصول لدينار قوي ومستقر في الأجل الطويل يتطلب معالجة مواطن الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات، والتبعية القوية والخطيرة للنشاط الاقتصادي بالنسبة للإنفاق العام. وهذا يتطلب تنفيذ الإصلاحات الهيكلية الرامية إلى تعزيز وتقوية الأساسيات الاقتصادية (كمكافحة التضخم، وتحسين الإنتاجية، وزيادة القدرة على التصدير خارج النفط)، بما ينعكس على تنويع الاقتصاد وتحسين تنافسيته، وبالتالي الرفع من قدرته على مواجهة الصدمات الخارجية وبأقل تكلفة ممكنة على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي كالنمو والعمالة وسعر الصرف.

#### رابعا: آفاق الدراسة

بعد انتهاء الباحث من هذه الدراسة فإنه يوصي بقيام باحثين آخرين مستقبلا بإجراء المزيد من البحوث التي تعد امتدادا لهذا الموضوع وأهمها:

- ✓ فاعلية السياسة النقدية في الحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار الجزائري؛
- ✓ دور سياسة سعر الصرف في مواجهة الصدمات الخارجية في البلدان المصدرة للسلع الأساسية مع التركيز على حالة الجزائر؛
- ✓ دور الإصلاحات الهيكلية في معالجة تدهور قيمة الدينار الجزائري؛
- ✓ إشكالية تطوير سوق الصرف في الجزائر في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن؛
- ✓ إستراتيجية بناء نظم فعّالة لتقييم وإدارة مخاطر الصرف في الجزائر؛
- ✓ تحرير حساب رأس المال لميزان المدفوعات في الجزائر: الواقع والآفاق؛
- ✓ أسواق الصرف الموازية في الجزائر: أسبابها، آثارها، وسبل مكافحتها.

## قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## أ. الكتب

1. إلمان محمد الشريف، "محاضرات في النظرية الاقتصادية الكلية: الدوال الاقتصادية الكلية الأساسية القطاع النقدي"، الجزء الثالث، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
2. بن علي بلعزوز، "محاضرات في النظريات والسياسات النقدية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
3. جبيلي عبد العلي، كرامارنكو فيتالي، "اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، صندوق النقد الدولي، 2003.
4. حميدات محمود، "مدخل للتحليل النقدي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
5. الغالبي عبد الحسين جليل عبد الحسن، "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
6. قدي عبد المجيد، "المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
7. كنعن شكري ماهر، عوض مروان، "المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
8. مظهر محمد صالح، "السياسة النقدية للعراق: بناء الاستقرار الاقتصادي الكلي والحفاظ على نظام مالي سليم"، بيت الحكمة، بغداد، 2013.

## ب. الدوريات

9. إبراهيم زادة كريستين، "المرض الهولندي: ثروة جد كبيرة تدار بغير حكمة"، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 40، العدد 1، مارس 2003.
10. إسماعيل إبراهيم محمد، "مخاطر سعر الصرف"، مجلة المال والاقتصاد، بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد 61، أغسطس 2009.
11. بينت آدم، "مجالس العملة: قضايا وتجارب"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1995.
12. بوعتروس عبد الحق، "آثار تخفيض قيمة العملة على الموازنة العامة: حالة الجزائر"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جوان 2008.
13. بوعشة مبارك، "السياسة النقدية وآثار تخفيض العملة الوطنية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 12، 1999.
14. بوفليح نبيل، "دراسة تقييمية لسياسة الإنعاش الاقتصادي المطبقة في الجزائر للفترة (2000-2010)"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 9، 2013.
15. روجر سكوت، "استهداف التضخم يبلغ عامه العشرين"، التمويل والتنمية، مارس 2010.

16. مارك ستون، هارالد أندرسون، رومين فيرون، "أنظمة سعر الصرف: ثابتة أو معومة"، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 2008.
17. مرغيت عبد الحميد، "الرقابة على الصرف في الجزائر: حافز أم عائق أمام متطلبات تحقيق التنمية الاقتصادية؟"، *مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية*، العدد 22، 2014.
18. دوتاغويتا روبا، فيرنانديز غيلدا، كاراكاداغ سيم، "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟"، *قضايا اقتصادية*، 38، صندوق النقد الدولي، 2005.
19. سلمان محمد صالح، "قياس وتحليل الصدمات النقدية في الاقتصاد العراقي (1980-2005) دراسة قياسية"، *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية*، عدد 16، جامعة بغداد، 2010.
20. الشغيثري مفلح بن علي، "سياسة الربط بسلة عملات مرجحة ذاتياً: تجربة مقترحة لسعر صرف الريال السعودي"، *مجلة دراسات اقتصادية*، المجلد الثاني، العدد 3، 1420 هـ.
21. عدنان عباس علي، "مخاطر التكامل المالي الدولي في البلدان النامية"، *مجلة العلوم الاجتماعية*، المجلد 32، العدد 2، الكويت، 2004.
22. فرانكل جيفري، "المستحدث والمتقادم في دنيا النقد العالمي"، *التمويل والتنمية*، سبتمبر 2009.
23. غوش أنيش، "إعادة العملات لوضعها الطبيعي"، *مجلة التمويل والتنمية*، يونيو 2008.
24. غويلرماو كالفو، فيغ كارلوس، "إحلال العملات في بلدان التضخم المرتفع"، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 1993.
25. فراجا أرمينيو، "السياسة النقدية أثناء الانتقال إلى سعر صرف معوم: تجربة البرازيل"، *مجلة التمويل والتنمية*، العدد 01، مارس 2000.
26. فينجويال ريدي ياغا، "جعل الحساب الجاري قابلاً للتحويل لدى أحد النور"، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 2007.
27. كاتاو لويس، "لماذا أسعار الصرف حقيقية؟"، *التمويل والتنمية*، سبتمبر 2007.
28. كاشين بول، لويس تشبيديس، وراتنا ساهاي، "النقد السلعية"، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 2003.
29. كناليس جورج ايفان، وآخرون، "كيف تستطيع البنوك المركزية في البلدان النامية أن تتدخل على أفضل وجه في أسواق الصرف الأجنبية المتقلبة"، *مجلة التمويل والتنمية*، سبتمبر 2003.
30. كورديس لورا، "أسواق العملات الأجنبية: الهيكل والمخاطر المرتبطة بالنظام"، *مجلة التمويل والتنمية*، العدد 04، 1996.
31. كويرك بيتر ج.، "أنظمة الصرف ودورها في مكافحة التضخم"، *مجلة التمويل والتنمية*، العدد 01، مارس 1996.
32. مارتينيز غيليرمو أورتيز، "ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟"، *مجلة التمويل والتنمية*، جوان 1998.

33. المعهد المصرفي المصري، "إزالة العقبات التي تعوق فعالية نظم سعر الصرف في أسواق الدول النامية: إشارة خاصة للحالة المصرية"، *لينك (سلسلة حلقات نقاشية)*، العدد السادس.
34. المعهد المصرفي المصري، "استهداف التضخم"، *لينك (سلسلة حلقات نقاشية)*، العدد السابع، 2003.
35. مونتييل بيتر، أوستري جوناثان، "سعر الصرف الحقيقي هو الهدف في البلدان النامية، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 1993.
36. نصولي صالح، راشد منير، "تحرير تدفقات رؤوس الأموال في جنوب المتوسط"، *التمويل والتنمية*، المجلد 35، العدد 4، ديسمبر 1998.
37. "نظرة أولى إلى البرمجة المالية"، *مجلة التمويل والتنمية*، مارس 1993.
38. هشام طلعت عبد الحكيم وآخرون، "تقييم أسعار صرف بعض العملات العربية مقابل الدينار العراقي باستخدام نظرية تعادل القوة الشرائية: دراسة مقارنة"، *مجلة الإدارة والاقتصاد*، جامعة بغداد، العدد 71، 2008.
39. صندوق النقد الدولي، "حقوق السحب الخاص"، *صحيفة الوقائع*، متاحة على الموقع الإلكتروني التالي: [www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.html](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.html)

### ج. المؤتمرات والندوات

40. إمان محمد الشريف، "الدينار والجهاز المصرفي في مرحلة الانتقال"، الندوة العربية حول "الإصلاحات الاقتصادية وسياسات الخصخصة في البلدان العربية"، 28-30 أبريل 1997، الجزائر.
41. السلطان عبد الرحمن بن محمد، "مدى أهمية العملة الموحدة ضمن مسيرة التكامل الخليجي"، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (التكامل الاقتصادي الخليجي: الواقع والمأمول)، 26-28 ماي 2009، الرياض، المملكة العربية السعودية.
42. كوفاس الفريد، ورنر اليخندرو، "تجربة المكسيك مع نظام سعر الصرف المرن"، ندوة "نظم وسياسات سعر الصرف"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 16/17 ديسمبر 2002.

### د. التقارير والنشرات

43. البنك الدولي، "الأزمة الاقتصادية العالمية"، تقرير متاح على الموقع: [www.go.worldbank.org/6NRSRNWE00](http://www.go.worldbank.org/6NRSRNWE00)
44. البنك الدولي، "البلدان النامية: إستراتيجية من أجل تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي"، 2008، متاح على الموقع: <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:21683439~pagePK:64165401~piPK:64165026~theSitePK:469382,00.html>
45. البنك الدولي، "تقرير ممارسة أنشطة الأعمال 2017: نتائج مشجعة لبلدان المغرب العربي"، متاح على الموقع: <http://www.albankaldawli.org/ar/news/press-release/2016/10/26/encouraging-results-for-the-countries-of-the-magheb>.
46. البنك الدولي، "الجزائر: الآفاق الاقتصادية"، متاح على الموقع: <http://pubdocs.worldbank.org/en/107941492371586362/Algeria-MEM2017-ARA.pdf>

47. البنك المركزي الأردني، "التقرير السنوي 2011"، عمان، الأردن.
48. البيان الصحفي رقم 13/469 الصادر بتاريخ 25 نوفمبر 2013 عن صندوق النقد الدولي عقب اختتام بعثة الصندوق لمناقشاتها مع المسؤولين الجزائريين في إطار مشاورات المادة الرابعة.
49. اتفاقية صندوق النقد الدولي، متاحة على الموقع الإلكتروني التالي:  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/ara/index.pdf>
50. توهاس برناتيه جويل، "الجزائر ينبغي أن تحد من الاعتماد على النفط وتنشئ مزيداً من فرص العمل"، النشرة الإلكترونية لصندوق النقد الدولي، 26 جانفي 2011، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:  
<http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/survey/so/2011/INT012611Aa.pdf>
51. الجاسر محمد، "أثر الدورات الاقتصادية على السياستين المالية والنقدية في المملكة"، جمعية الاقتصاد السعودية، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:  
<http://faculty.ksu.edu.sa/alkhathlan/Documents/Presentation%20of%20Dr.%20Aljaser.pdf>
52. صندوق النقد الدولي، "آفاق الاقتصاد العالمي"، أبريل 2007.
53. صندوق النقد الدولي، "أعمال الإقراض في الصندوق لمواجهة الأزمات"، متاح على الموقع الإلكتروني الآتي:  
[www.imf.org/external/np/exr/facts/crislend.htm](http://www.imf.org/external/np/exr/facts/crislend.htm)
54. صندوق النقد الدولي، "المبادئ التوجيهية لإدارة احتياطات النقد الأجنبي"، واشنطن، سبتمبر 2001.
55. صندوق النقد العربي، "النشرة الإحصائية للدول العربية (1999-2008)"، 2010.
56. طهاري عمور، وآخرون، "إصلاحات القطاع المالي و آفاق الدمج المالي في بلدان المغرب"، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، 07/ 125، ماي 2007.
57. قنديل ماجدة، "تأثير سياسة سعر الصرف"، معهد صندوق النقد الدولي، واشنطن، 2004.
58. ماكدونالد رونالد، "سياسة أسعار الصرف وحروب العملات"، مجلس دبي الاقتصادي، متاح على الموقع الآتي:  
<http://www.dec.org.ae/ar/resources/details.aspx?id=98>
59. لكصاسي محمد، "الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر"، صندوق النقد العربي، 2004.
60. لكصاسي محمد، "التطورات الاقتصادية والنقدية لعام 2010 وعناصر التوجه للسداسي الأول من سنة 2011"، مداخلة أمام نواب المجلس الشعبي الوطني، 16 أكتوبر 2011.
61. لوكال محمد، "التوجهات النقدية والمالية لسنة 2015 والتسعة أشهر الأولى من سنة 2016 وسياسات التصدي والمرافقة في ظرف صدمة خارجية مستمرة"، مداخلة أمام نواب المجلس الشعبي الوطني، جانفي 2017.
62. لوكال محمد، "ملخص حول التطورات النقدية والمالية لعام 2015 وتوجهات عام 2016 في ظرف استمرار الصدمة الخارجية"، مجلس الأمة، أبريل 2017.
63. مداخلة محافظ "بنك الجزائر" (السيد محمد لكصاسي) أمام نواب البرلمان بتاريخ 23 مارس 2016 حول مجمل التطورات الاقتصادية والنقدية في الجزائر للعام 2015.

64. مداخلة المدير العام للصراف ببنك الجزائر السيد "محنذ واعلي براهني" خلال ورشة العمل حول موضوع "ترقية الصادرات خارج المحروقات"، المنظم من قبل الوكالة الوطنية لترقية التجارة الخارجية يوم 26/2008/02. متاح على الموقع الآتي:  
<http://www.lesoirdalgerie.com/articles/2008/02/27/article.php?sid=65025&cid=2>
65. مصرف سورية المركزي، "ربط الليرة السورية بوحدة حقوق السحب الخاصة"، دمشق، 2008.
66. ملحق تقرير صندوق النقد الدولي، "آفاق الاقتصاد الإقليمي: منطقة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى: قضايا مختارة"، واشنطن، أكتوبر 2008.
67. مؤسسة النقد العربي السعودي، "التقرير السنوي الخامس والأربعون"، الرياض، 2009.
68. الناشبي كريم، وآخرون، "الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق"، تقرير لصندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998.
69. كروغمان بول، "لقد كان الكينزيون على حق"، (مقال مترجم)، جريدة الشرق الأوسط، الثلاثاء 3 يناير 2012، العدد 12089.
70. وكالة الأنباء الجزائرية، "قانون المالية التكميلي لعام 2009"، تقرير منشور بتاريخ 29 جويلية 2009.
- هـ. الرسائل الجامعية**
71. بربور مشهور هذلول، "العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006)"، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008.
72. بن علي بلعزوز، "أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003-2004.
73. بوعتروس عبد الحق، "دور سياسة سعر الصرف في تكيف الاقتصاديات النامية"، رسالة دكتوراه دولة، جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر، 2002.
74. الهنداوي عماد عمر محمود علي، "علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري"، رسالة دكتوراه، جامعة الزقازيق، مصر، 2011.
- و. الجرائد الرسمية**
75. الأمر 04/10 المؤرخ في 26 أوت 2010، المعدل والمتمم للأمر رقم 11/03 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 50، سبتمبر 2010.
76. الأمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003، المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 2003.
77. الإعلان رقم 01/2017 المؤرخ في 1 أبريل 2017، والذي يحدد إمكانية توسيع قائمة المنتجات المعنية بنظام الرخص.
78. المرسوم التنفيذي رقم 15-306 المؤرخ في 24 صفر عام 1437 الموافق لـ 06 ديسمبر 2015، المحدد لشروط وكيفيات تطبيق أنظمة رخص الاستيراد أو التصدير للمنتجات والبضائع، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 66، 2015.

## ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

## A. Livres/ Books

1. Benhalima Ammour, "Pratique des techniques bancaires: référence à l'Algérie", Ed. Dahlab, Alger, 1997.
2. De Mourgues Michelle, "Macroéconomie monétaire", Ed. Economica, Paris, 2000.
3. Debboub Y, "Le nouveau mécanisme économique en Algérie", OPU, ALGER, 1995.
4. Friedman Milton, "The case for flexible exchange rates", in: Milton Friedman, (Ed), **Essays in positive economics**, Chicago: university of Chicago press, 1953.
5. Klein Jean, Marois Bernard, "Gestion financière multinationale", Ed. Economica, Paris, 1996.
6. KPMG Algérie, "Guide investir en Algérie", Edition 2011.
7. Krugman Paul, "The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008", New York: W.W. Norton & Company, 2009.
8. Krugman Paul, "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", in: Isard, P., Razin, A., Rose, A., (Ed), **International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood**, Dordrecht, Kluwer, 1999.
9. lahreche-revil Amina, "Les régimes de changes", in: **L'économie mondiale 2000**, Ed. la découverte: collection reperes, Paris, 1999.
10. Patrice Fontaine, "Gestion du risque de change", Ed. Economica, Paris, 1996.

## B. Périodiques/Periodicals

11. Ayhan Kose, Prasad Eswar, "La libéralisation du compte de capital", **Finances & Développement**, Septembre 2004.
12. Baba Ahmed L., "Dévaluation du Dinar et entreprise publique", **Cahiers du Cread**, No.57, 2001.
13. Bahmani-Oskooe M., Kandil M., "Exchange Rate Fluctuations and Output in Oil Producing Countries: The Case of Iran", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol. 46, 2010.
14. Bahmani-Oskooe M., Miteza I., "Are Devaluations Expansionary or Contractionary: A Survey Article", **Economic Issues**, Vol. 8, Part 2, 2003.
15. Bahmani-Oskooe M., MALIXI M., "Effects of exchange rate flexibility on the demand for international reserves", **Economics Letters**, 23, 1987.
16. Bahmani-Oskooe M., "Decline of the Iranian rial and its macroeconomic consequences", **Iranian Economic Review**, Vol.8, No.8, 2003.
17. Bahmani-Oskooe M., "Source of Stagflation in an oil producing country: evidence from Iran", **Journal of post keynesian economics**, Vol .18, summer 1996.
18. Bahmani-Oskooe M., Miteza I., Nasir A., "The long-run relation between black market and official exchange rate", **Economic Letters**, 76, 2002.
19. Bénassy-Quéré A., Cadiou L., "Le Dollar responsable mais pas coupable", **Journal le Monde**, 30 septembre 1997.
20. Bénassy-Quéré A., "Régimes de changes: avec ou sans sucre", **Lettre de Cepii**, No.191, 2000.
21. Bénassy-Quéré A., "La BCE et L'EURO", **La lettre de CEPPII**, No.182, Septembre 1999.
22. Benassy-Quéré A., Mignon V., "Petrole et Dollar: un jeu a double sens", **La lettre de Cepii**, No.250, Novembre 2005.
23. Benissad Mohammed Elhocine, "Le taux d'inflation affiché ne correspond pas à la deterioration du pouvoir d'achat", **le quotidien ELWATTAN**, 26 janvier 2012.
24. Benissad Mohammed Elhocine, "Le plan d'ajustement structurel", **Confluences Méditerranée**, N°23, Automne 1997.
25. Benissad Mohammed Elhocine, "La politique de change a connu des avancées prudentes", **le quotidien ELWATTAN**, No.16982, 11 avril 2005.
26. Benlhafsi Abderrahmane, "Extraversion Economique et Risque de Change", **Revue Sciences Humaines**, Université de Constantine, No.16, Décembre 2001.
27. Calvo G., Reinhart C., "Fear of floating", **Quarterly Journal of Economics**, No117, 2002.
28. Calvo G., Reinhart C., Vegh C., "Targeting the real exchange rate: theory and evidence", **Journal of development economics**, Vol.47, 1995.



29. Cartapanis A., Dropsy V., Mametz S., "Crises de change et indicateurs de vulnérabilité", **Économie Internationale**, N° 76,1998.
30. Chevalier Agnés, "Controles de capitaux: le temps de pragmatism", **La Lettre de Cepii**, N°310, Avril 2011.
31. Davanne Olivier, Jacquet Pierre, "Quelle politique de change pour L'euro?", **Revue d'économie politique**, No.110, 2000.
32. Dib A., "Oil prices, U.S. dollar fluctuations, and monetary policy in a small open oil exporting economy", **Cahiers du CREAD**, N°85-86, 2008.
33. Dornbusch Rudiger, "PPP exchange rate rule and macroeconomic stability", **Journal of Political economy**, 90 (1), 1982.
34. El-Erian M., "Taux de change multiples: L'expérience des pays arabes", **Finances et Développement**, No.4, 1994.
35. Flood R., Garber P., "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples ", **Journal of International Economics**, N° 92, 1984.
36. Frankel Jeffrey, Shang-Jin Wei, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights," **IMF Staff Papers**, Vol.55, 2008.
37. Frankel Jeffrey, "Should Gold-Exporters Peg Their Currencies to Gold?", Research Study, No. 29 (World Gold Council, London, UK), 2002.
38. Frankel Jeffrey, "A Proposed Monetary Regime for Small Commodity-Exporters: Peg the Export Price ('PEP')," **International Finance**, vol. 6, No. 1, spring 2003.
39. Frankel Jeffrey, "Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries," **Journal of Policy Modeling**, 27, No.4, June 2005.
40. Frankel Jeffrey, "UAE & Other Gulf Countries Urged to Switch Currency Peg from the Dollar to a Basket That Includes Oil", **Vox**, 9 July 2008.
41. Frankel Jeffrey, "Product Price Targeting: A New Improved Way of Inflation Targeting", **Macroeconomic Review**, Economic Policy Group (Monetary Authority of Singapore), XI no. 1, April 2012.
42. Frankel Jeffrey, "A Comparison of Product Price Targeting and Other Monetary Anchor Options, for Commodity-Exporters in Latin America", **Economia**, Journal of LACEA, vol.12, no.1 (Brookings Institution), 2011.
43. Gagnon Joseph, "Combating Widespread Currency Manipulation", **Policy Brief**, 12-19, Peterson Institute for International Economics, July 2012.
44. karacadag Cem, duttagupta Rupa, Fernandez Gilda et Shogo Ishili, "Des Taux fixes aux taux flottants: une aventure à tenter", **Finance et Développement**, Décembre 2004.
45. Kboudour-Castéras David, "Le prix de la vertu: 25 ans de currency board à Hong Kong ", **Lettre de Cepii**, No.280, Juillet –Aout, 2008.
46. Kenen Peter, "Fixed Versus Floating Exchange Rates", **Cato Journal**, Vol. 20, No.1, Spring / Summer 2000.
47. KENNICHE M., "Monnaie surévaluée, système de prix et dévaluation en Algérie ", **Cahier du CREAD**, No. 57, 2001.
48. Krugman Paul, "A model of balance of payment crisis", **Journal of Money, Credit, and Banking**, N°.11, 1979.
49. Levy-Yeyati Eduardo, Sturzenegger Federico, "Classifying exchange rate regimes: Deeds vs Words", **European Economic Review**, 49, 2005.
50. MacKinnon R., "Optimum currency areas", **American Economic Review**, 53, 1963.
51. Markiewicz Agnieszka, "How central and eastern European countries choose exchange rate regimes", **Focus on European economic integration**, ONB, 2/06, 2005.
52. Mundell R., "Theory of optimum currency areas", **American Economic Review**, 51, 1961.
53. Nsouli Saleh , Rached Mounir, "Capital account liberalization in southern Mediterranean region", **IMF paper on policy analysis and assesment**, PPAA/98/11.
54. Obstfeld M., Rogoff k., "The Mirage of fixed exchange rates", **Journal of economic perspectives**, 9 (4), 1995.

55. Obstfeld M., "The Logic of currency crises", **Cahiers Économiques et Monétaires**, No. 43, Banque de France, 1994.
56. Pesenti P., Tille C., "The economics of currency crises and contagion: An introduction", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, September 2000.
57. Reinhart C., Rogoff K., "The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. CXIX, February 2004.
58. Sester Brad, "The case for exchange rate flexibility in oil exporting economies", **Policy Brief**, 07-08, Peterson institute for international economics, November 2007.

### C. Conférences et Séminaires / Conferences & Seminars

59. Devereux M., Yetman J., "Price Setting and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Evidence", **Proceedings of a conference held by the Bank of Canada**, November 2002.
60. Dib Ali, Bachir Mazouz, "Dynamic Effects of Euro Fluctuations in a Small Open DSGE Model of an Oil Exporting Economy", paper prepared for the First International Conference "Euro and Arab Countries Economies: Opportunities and Threats", April 18-20, 2005, held at the University Amar Teledji, Laghouat, Algeria.
61. Dib Ali, Bachir Mazouz, "Euro Fluctuations and Current Account Imbalances in Oil Exporting Countries: A DSGE Framework Analysis", paper prepared for the First International Conference "Euro and Arab Countries Economies: Opportunities and Threats" April 18-20, 2005, held at the University Amar Teledji, Laghouat.
62. Frankel Jeffery, "Comment les producteurs de produits de base peuvent-ils rendre les politiques budgétaire et monétaire moins procycliques?", **Séminaire de haut niveau sur les ressources naturelles, les finances et le développement**, Institut du FMI et Banque d'Algérie, 4-5 Novembre 2010.
63. kamar Bassam, "La Gestion du taux de change ou le ciblage du taux de change réel d'équilibre", Conférence à la Banque Centrale de la Tunisie, 27 septembre 2012.
64. Williamson J, "The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia", **Annual Conference Volume on "Future Directions for Monetary Policies in East Asia"**, Reserve Bank of Australia, 2001.
65. Ryszard Kokoszcyński, "From Fixed to Floating: Other Country Experiences, The Case of Poland", **Paper presented at the IMF seminar "Exchange Rate Regimes: Hard Peg or Free Floating?"**, Washington DC, March 19-20, 2001.

### D. Rapports & Publications/Reports & Publications

66. Adams C., Gros D., "The consequences of the real exchange rate rules for inflation: some illustrative examples", **IMF staff paper**, vol.33, September 1986.
67. Aghevli B., Khan S., Montiel P., "La politique de taux de change dans les pays en développement-questions analytiques", **Etude spéciale du Fonds Monétaire International**, 78, Washington DC, 1991.
68. Al-Raisi A., Pattanaik S., "Pass-Through of Exchange Rate Changes to Domestic Prices in Oman", **CBO Occasional Paper**, No. 2005-1.
69. Baniadr S., "Exchange rate based stabilization", Queens University, January 27, 2009. In: <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/smithgw/econ826/exercises/SB-erbs.pdf>.
70. Banque d'Algérie, "Note sur le contrôle de change et la convertibilité du dinar", Mars 2001. In: <http://www.bank-of-Algeria.dz/docs1.html>.
71. Banque d'Algérie, "Présentation du marché interbancaire de change", 2001. In: [www.bank-of-Algeria.dz/marcheint1.html](http://www.bank-of-Algeria.dz/marcheint1.html).
72. Barth C. Richard, "Aspects techniques de l'analyse du taux de change effectif", **Institut de FMI**, Washington, 2001.
73. Ben Naceur Sami, "Understanding Inflation in Algeria", **IMF Country Report**, No. 13/48, February 2013.

74. Boileau Loko, "Estimating the Equilibrium Real Exchange Rate in Algeria", **IMF Country Report**, No. 08/104, International Monetary Fund, 2008.
75. Borda Christian, "Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries", **Staff Report**, No.148, Federal Reserve of New York, 2001.
76. Boyer Robert, Dehove Mario, Dominique Plihon, "**Les Crises Financières**", Rapport du Conseil d'analyse économique, La Documentation Française, Paris, 2004.
77. Bubula Andrea, Otker-Robe Inci, "The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto Policies", **IMF working paper**, No. 02/155, 2002.
78. Banque d'Algérie, "**Méthodologie d'Elaboration des Statistiques de la Balance des paiements**", Series retrospectives statistique de la balance des paiements 1992-2005, Hors Série – Juin 2006.
79. Banque d'Algérie, "**Evolution économiques et monétaires en Algérie**", Rapports annuels des années (2003 jusqu'à 2015).
80. Calvo G., Végh C., "Inflation stabilization and BOP crisis in developing countries", **NBER WP**, 6925, 1999.
81. Canales-Kriljenko Jorge Iván, "Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey", **IMF Working Paper**, No. 04/4, 2004.
82. Canles–Kriljenko Jorge Ivan, et al, "Official intervention in the foreign exchange market: Elements of best practice", **IMF working paper**, 03/152, 2003.
83. Caramazza F., Jahangir A., "Fixed or Flexible? Getting the exchange rate right in the 1990's", **IMF economic issue**, No.13, 1998.
84. Cartapanis A., "Trois générations de modèles de crises de change", **Rapport de conseil d'analyse économique sur les crises financières**, France, 2004.
85. Celasun O., "Exchange rate regime considerations in an oil economy: the case of Islamic republic of Iran", **IMF working paper**, 03/26, 2003.
86. Chauvin S., Villa P., "Le Currency Board à travers l'expérience de l'Argentine", **CEPII Working Paper**, 2003.
87. Conseil National Economique et Social, "**Rapport Préliminaire sur Les Effets Economiques et Sociaux du Programme d'Ajustement Structurel**", 12<sup>ème</sup> session, Bulletin officiel, No.6, 1998.
88. Conseil National Economique et Social, "**Regards sur la politique monétaire en Algérie**", Rapport du 26<sup>ème</sup> session plénière, 2005.
89. Coudert Virginie, "Régimes de changes et crises: les taux de change fixes sont-ils injustement suspectes", **Rapport de conseil d'analyse économique sur les crises financières**, France, 2004.
90. Daly S. M., "Le choix du régime de change pour les économies émergentes", **Munich Personal RePEc Archive**, 2007, Online at: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4075/>.
91. Eichengreen B., A. Rose, "Staying Afloat When the Wind Shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises", **NBER WP**, N° 6370, 1998.
92. Femise Recherche Programme, "Flexibilité du travail et concurrence sur le marché des biens et Services: impact sur les conditions de travail et le développement du secteur informel en Algérie, au Maroc et en Tunisie", No. FEM22-20, Univ. Paris 1, Nov, 2005.
93. Frankel J., "No single currency regime is right for all countries or at all times", **Princeton essays in international finance**, N° 215, 1999.
94. Frankel J., "Peg to the export price", **CEPR policy insight**, No. 25, 2008.
95. Frankel J., "A comparison of monetary anchor options including product price targeting for commodity exporters in latin America", **NBER WP**, No.16362, 2010.
96. Frankel J., Wei Shang-Jin, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of the Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights", **NBER working paper**, N°14016, 2008.
97. Frankel J., Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators", **NBER Working Paper**, No. 5437, 1996.
98. Fratzscher M., "Communication and exchange rate policy", **ECB Working paper**, No.363, 2004.
99. Furceri D., "Unemployment and Labor Market Issues in Algeria", **IMF Working Paper**, No./12/99, International Monetary Fund, 2012.
100. Fonds Monétaire International, "**Algérie: Questions choisies**", Rapport N° .05/52, Mai 2006.

101. Gharbi Hanen, "La gestion des taux de change dans les pays émergents: la leçon des expériences récentes", **Document de travail**, OFCE, N°.06, 2005.
102. Ghosh Atish, Jonathan Ostry, Charalambos Tsangarides, "Toward a stable system of exchange rates", **IMF Occasional paper**, 2010.
103. Gijon José, "Could the new FDI regulations promote diversification", **IMF Country Report**, No. 11/41, February 2011.
104. Goldstein, M., "Managed Floating Plus", **Policy Analyses in International Economics**, Institute for International Economics, Washington (D.C.), 2002.
105. Gunther Capelle-Blancard, "La grande attaque contre les monnaies européennes", In: [www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies-europeennes-EP-2011-09-15-711657](http://www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies-europeennes-EP-2011-09-15-711657).
106. Hakura Dalia, "Learning To Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s", **World Economic Outlook**, IMF, September 2004.
107. Hausman, Gavin, "Securing stability and growth in a shock prone region: the policy challenge for Latin America", **IADB Working paper**, No.315, 1996.
108. ILMANE Mohamed-Chérif, "Les trois phases de développement Du système bancaire et monétaire Algérien", In: [www.cread.edu.dz/cinquante-ans/Communication\\_2012/ILMANE.pdf](http://www.cread.edu.dz/cinquante-ans/Communication_2012/ILMANE.pdf).
109. International Monetary Fund, "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", (2008-2013).
110. International Monetary Fund, "Algeria: 2001 Article IV Consultation—Staff Report", **IMF Country Report**, No. 01/162, September 2001.
111. International Monetary Fund, "The IMF approach to capital account liberalization", Evaluation Report, Washington: IMF independent evaluation office, 2005.
112. International Monetary Fund, "Methodology for CGER Exchange rate Assessments", 2006.
113. Jewell A., "Price Competitiveness in Algeria", **IMF Country Report**, No. 14/34, February 2014.
114. Kaminsky G., Cerameno R., Lizondo J., "Leading Indicators of Currency Crises", **IMF Staff Papers**, Vol. 45, N° 1, 1998.
115. Lahreche Amina, "Enhancing the effectiveness of monetary policy in Algeria", **IMF Country Report**, No. 14/34, February 2014.
116. Micheal Mussa, Masson Paul, Swoboda Alexander, Jadresic Esteban, Mauro Paolo, Berg Andrew, "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", **IMF Occasional Paper**, No. 193, 2000.
117. Montiel P., Ostry J., "Real exchange targeting under capital control: can money provide a nominal anchor", **IMF working paper**, 91/68, 1991.
118. Montiel P., Ostry J., "External shocks and inflation in developing countries under Real exchange rate rule", **IMF working paper**, 92/75, 1992.
119. Montiel P., Ostry J., "Macroeconomic implications of Real exchange targeting in developing countries", **IMF working paper**, 91/29, 1991.
120. Marios Maratheftis, "Monetary policy constraints and measures", Dubai Economic Council, 2009.
121. Koranchelian Taline, "The equilibrium real exchange rate in a commodity exporting country: Algeria's experience", **IMF working paper**, No.05/135, July 2005.
122. Kpodar K., "Labor market issues and unemployment in Algeria", **IMF country report**, No. 07/61, 2007.
123. Piritta Sorsa, "Algeria: the real exchange rate, export diversification, and trade protection", **IMF working paper**, No. 99/49, Washington DC, April 1999.
124. Poirson H., "How do countries choose their exchange rate regimes?", **IMF working paper**, No. 01/46, 2001.
125. Quirk Peter, et al, "Floating exchange rates in developing countries: experience with auction and interbank markets", **IMF Occasional paper**, No. 53, 1987.
126. Ricci Luca, "A Model of Optimum Currency Areas", **IMF working paper**, No.97/76, 1997.
127. Roggoff Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, Nienke Oomes, "Evolution and performance of exchange rate regimes", **IMF occasional paper**, No.229, 2004.

128. Sebastian Edward, " **Le mésalignement du taux de change dans les pays en développement**", Institut de FMI, Washington: fond monétaire internationale, Décembre 1992.
129. Stone M., Bhundia Ashok J., "A New Taxonomy of Monetary Regimes", **IMF Working Paper**, 04/191, October 2004.
130. Subhash Thakur, Joshua Greene Subhash, " **Panorama des politiques et des régimes de change**", Institut de FMI, Washington DC, 2001.
131. Sundararajan V., Lazar M, Sherwyn W., "Exchange Rate Unification, The equilibrium Real Exchange Rate and Choice of Exchange Rate Regime: The Case of Islamic Republic of Iran", **IMF Working paper**, 99/15, January 1999.
132. Swoboda Alexandre, " **Robert Mundell et les Fondements Théoriques de l'Union Monétaire Européenne**", Décembre 1999, in: [www.imf.org/external/np/vc/1999/121399f.htm](http://www.imf.org/external/np/vc/1999/121399f.htm).
133. Transparency International, " **Global Corruption Perception Index**", (2015-2016).
134. UNCTAD, " **World Investment Report 2016: Investor Nationality, Policy Challenges**", United Nations, 2016.
135. World Bank, " **Algeria Financial Sector Assessment**", available on the World Bank's website: <http://www.worldbank.org/>.
136. World Economic Forum, " **The Global Competitiveness Report**", ( 2013-2016).
137. Williamson, J. " **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**" Institute for International Economics, Washington, D.C, 2000.

## E. Thèses

138. Abdallah Ali, " **Taux de change et performances économiques dans les pays en développement: l'exemple du Maghreb**", Thèse de doctorat, Université Paris XII-Val De Marne, 2006.
139. Achouche Mohamed, " **Gestion du taux de change et performances macroéconomiques**", Thèse de Doctorat d'état, Université de Sétif, Algérie, Janvier 2007.
140. Ben Sliman Lilia, " **Chocs de change, dynamique des prix et conduite de la politique monétaire: le cas de la Tunisie dans le cadre de l'accord d'Agadir**", Thèse de Doctorat, Université Paris 1, Juin 2008.
141. Benlhafsi Abderrahmane, " **Banque centrale, système bancaire et circuits de financement dans les pays en développement: cas de l'Algérie**", Thèse de doctorat de troisième cycle, Université Paris 2, France, Avril 1986.
142. Camille Sari, " **Politiques des taux de change au Maroc et en Algérie: une étude comparative**", Thèse de Doctorat, Université Paris 8, 2000.
143. MEDDAH Hayet, " **Le choix des régimes de taux change: le cas des pays exportateurs de produits primaires**", Thèse de Doctorat, Université la Lumière, Lyon 2, 2010.
144. Nessel Karolina, " **Choix de régime de change dans un pays en transition intégrant une union économique et monétaire: le cas de la Pologne**", Thèse de Doctorat, Université Paris 1, 2007.
145. Yamb Elie Blaise Benjamin, " **Misalignement et dynamique de convergence du taux de change réel en zone CFA** ", Thèse de doctorat, Université Paris 1, Novembre 2007.
146. Yougbaré Lassana, " **Effets macroéconomiques des régimes de change: essai sur la volatilité, la croissance économique, et les déséquilibres du taux de change réel**", Thèse de Doctorat, Université d'auvergne ,Clermont –ferrand 1, Avril 2009.

## F. Instructions & Règlements

147. Instruction No.79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.
148. Instruction N°07/2002 du 26/12/2002 modifiant les dispositions de l'instruction 22/94 du 12 avril 1994 modifiée, fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrants droit à l'inscription au (X) compte(s) devises des personnes morales.
149. Instruction N°04/2011 du 19/11/2011 modifiant et complétant l'instruction 79/95 du 27 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

150. Instruction N°05/2011 du 19/11/2011 modifiant les dispositions de l'instruction 22/94 du 12 avril 1994 modifiée et complétée, fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrants droit à l'inscription au (X) compte(s) devises des personnes morales.
151. Règlement N°91-07 Du 14 Aout 1991 portant règles et conditions de changes.
152. Règlement No.95/08 du 23 décembre 1995 relatif au marché interbancaire des changes.
153. Règlement N°07-01 du 03 février 2007, relatif aux règles applicables aux transactions courantes avec l'étranger et aux comptes devises.
154. Règlement N° 2011-06 du 19 octobre 2011 modifiant et complétant le règlement N°07-01 du 03 février 2007 relatif aux règles applicables aux transactions courantes avec l'étranger et aux comptes devises.

الملاحق

رقم الصفحة	بيان الملحق	رقم الملحق
295	مثال تقريبي حول كيفية حساب سعر صرف الدينار الجزائري مقابل سلّة العملات في إطار نظام الصرف المُطبّق خلال الفترة (1974-1994).	01
296	نتائج تطبيق أنموذج (Levy-Yeyati & Sturzenegger) على الجزائر (جانفي 2008-جوان 2015)	02



**الملحق (1)**

مثال تقريبي حول كيفية حساب سعر صرف الدينار الجزائري مقابل سلّة العملات في إطار نظام الصرف المُطبّق خلال الفترة (1974-1994).

بافتراض أن الدينار مرتبط بسلّة من العملات تتكون من ثلاث عملات (بدلا من أربع عشرة عملة التي هي في الأصل وهذا بغرض تبسيط الحسابات)، وهي الدولار الأمريكي، الفرنك الفرنسي، المارك الألماني، وأن أوزانهم النسبية في التجارة الخارجية للجزائر كنسبة مئوية هي على التوالي: 50، 35، 15.

بافتراض أن أسعار صرف هذه العملات خلال فترة الأساس (1974) كانت كمايلي:

$$\begin{aligned} \text{USD/FRF} &= 7 \\ \text{USD/DEM} &= 5 \\ \text{USD/DZD} &= 6 \\ \text{FRF/DZD} &= 0.86 \\ \text{DEM/DZD} &= 1.2 \end{aligned}$$

وخلال فترة القياس أصبحت أسعار الصرف لكل من الفرنك المارك مقابل الدولار الأمريكي كمايلي:

$$\begin{aligned} \text{USD/FRF} &= 8 \\ \text{USD/DEM} &= 4 \end{aligned}$$

نقوم بحساب التغيرات النسبية لهذه العملات مقابل الدولار الأمريكي بالنسبة إلى سنة الأساس كمايلي:

$$\begin{aligned} \text{USD/FRF} &= +14.3\% \\ \text{USD/DEM} &= -20\% \end{aligned}$$

بعد ذلك نقوم بحساب المتوسط المُرجّح للتغيرات النسبية لهذه العملات مقابل الدولار الأمريكي كمايلي:

$$\begin{aligned} \text{USD/DZD} &= \text{USD/FRF} \cdot (0.35) + \text{USD/DEM} \cdot (0.15) \\ \text{USD/DZD} &= (+0.143) \cdot (0.35) + (-0.2) \cdot (0.15) \\ \text{USD/DZD} &= +2\% \end{aligned}$$

وعليه تصبح أسعار الصرف الجديدة للدينار مقابل باقي العملات (باستعمال طريقة الأسعار المتقاطعة) خلال فترة القياس كالآتي:

$$\begin{aligned} \text{USD/DZD} &= 6.12 \\ \text{FRF/DZD} &= 0.7650 \\ \text{DEM/DZD} &= 1.5300 \end{aligned}$$

## الملحق (02)

نتائج تطبيق أنموذج (Levy-Yeyati &amp; Sturzenegger) على الجزائر (جانفي 2008-جوان 2015)

Period	MOt مليار دج نهاية الفترة	$e_t$ (دينارات) ( نهاية الفترة	MOt/et مليار دولار	(FA -FL) t مليار دج 1	CGDt مليار دج 2	R مليار دولار (1-2/e)	R	$r_t$ الشهري
2008 M1	1733,8	66,597	26,034	7623,5	3343,4	64,26	na	na
2008M2	1783,4	66,0615	26,996	7850,4	3467,7	66,34	2,08	0,079
2008M3	1801,4	65,303	27,585	8086,8	3713,8	66,96	0,62	0,022
2008M4	1812,9	63,848	28,393	8057,6	3716,4	67,99	1,03	0,0037
2008M5	1793,8	62,9071	28,51	8142,6	3810,2	68,86	0,87	0,03
2008M6	1883,8	61,8851	30,44	8258	3848,9	71,24	2,38	0,083
2008M7	1875,4	61,335	30,576	8394,3	4106,5	69,9	-1,34	-0,044
2008M8	1934	60,9204	31,746	8373,7	4316,1	66,6	-3,3	-0,1
2008M9	1985,1	60,7667	32,667	8551,8	4452,6	67,45	0,85	0,026
2008M10	1988	62,2584	31,931	9160	4499,9	74,85	7,4	0,22
2008M11	2004,1	68,133	29,414	9733,9	4441,5	77,67	2,82	0,088
2008M12	1925,5	70,9144	27,152	10227,6	4369,5	82,6	4,93	0,167
2009M1	1999,5	71,3942	28,006	9885	4365,9	77,3	-5,3	-0,195
2009M2	1956,1	72,2223	27,08	9896,8	4500,6	74,71	-2,59	-0,092
2009M3	2036,9	72,932	27,92	10251,4	4554	78,11	3,4	0,125
2009M4	1989,1	73,1233	27,2	10286,5	4537,9	78,61	0,5	0,017
2009M5	2094,8	72,6256	28,84	10416,1	4456,8	82,05	3,44	0,126
2009M6	2135,3	73,169	29,18	10570,3	4512,5	82,79	0,74	0,025
2009M7	2128,2	73,1156	29,1	10582,1	4550,4	82,49	-0,3	-0,01
2009M8	2160,8	72,9697	29,61	10670,1	4417,4	85,68	3,19	0,1
2009M9	2234,7	72,5953	30,78	10718,7	4477,5	86,84	1,16	0,039
2009M10	2101,7	72,2669	29,08	10849,6	4447,8	88,58	1,74	0,056
2009M11	2267,8	72,2505	31,38	10933,5	4477	89,36	0,78	0,026
2009M12	2214,2	72,9341	30,35	10865,9	4407	88,55	-0,81	-0,025
2010M1	2456,8	72,9231	33,69	10902,7	4395,2	89,23	0,68	0,02
2010M2	2454,9	73,5226	33,38	10762,6	4453,5	85,81	-3,42	-0,1
2010M3	2531,9	73,4539	34,46	10892,9	4437,1	87,88	2,07	0,06
2010M4	2274	73,6011	30,89	11002,3	4611,8	86,82	-1,06	-0,03
2010M5	2591,7	74,8382	34,63	10976,8	4671,5	84,25	-2,57	-0,08
2010M6	2551,5	75,6394	33,73	11187,2	4705,4	85,69	1,44	0,04

2010M7	2370,8	74,9686	31,62	11420,7	4815,2	88,11	2,42	0,071
2010M8	2703,8	75,4292	35,84	11523	4938,7	87,29	-0,82	-0,02
2010M9	2430,1	75,3622	32,24	11778,3	4208,6	100,44	13,15	0,36
2010M10	2833,4	74,2033	38,18	11857,6	4848,9	94,45	-5,99	-0,18
2010M11	2502,4	74,3625	33,65	11891,8	4900,9	94,01	-0,44	-0,01
2010M12	2606	74,3865	35,03	12005,6	4936,9	95,02	1,01	0,03
2011M1	2634,1	73,3933	35,89	12050,4	4843,4	98,19	3,17	0,09
2011M2	3018,4	72,8748	41,41	12066,2	4893,8	98,42	0,23	0,006
2011M3	2717,1	72,3133	37,57	12260,9	4870,5	102,19	3,77	0,091
2011M4	2701,8	71,7144	37,67	12548,3	4986,4	105,44	3,25	0,08
2011M5	3051,9	72,1663	42,28	12594,2	4991,5	105,34	-0,1	-0,002
2011M6	2784,9	71,9416	38,71	12632,9	5250,9	102,61	-2,73	-0,06
2011M7	3253,1	72,1261	45,1	12846,9	5378,7	103,54	0,93	0,024
2011M8	2906	72,0939	40,3	12986,4	5346,1	105,97	2,43	0,053
2011M9	2970,4	73,3364	40,5	13056,2	5449,4	103,68	-2,29	-0,05
2011M10	2996,6	73,6143	40,7	13196,4	5449,8	105,23	1,55	0,038
2011M11	3528,6	73,8657	47,77	13222,1	5455,3	105,14	-0,09	-0,002
2011M12	3121,8	74,8399	41,71	13880,6	5481,3	112,23	7,09	0,14
2012M1	3583,6	76,2329	47	13824,6	5397	110,55	-16,8	-0,4
2012M2	3655,6	74,7916	48,87	13729,8	5576	109,02	-15,3	-0,32
2012M3	3270,3	74,4193	43,94	13836,7	5653,6	109,95	0,93	0,019
2012M4	3293,4	74,1482	44,41	14187,6	5840,2	112,57	2,62	0,059
2012M5	3624,3	75,0036	48,32	14347,4	5984,7	111,49	-1,08	-0,024
2012M6	3701,2	77,7197	47,62	14723,6	5909,5	113,4	1,91	0,039
2012M7	3874,6	80,6906	48,01	15222,1	5987,9	114,43	1,03	0,021
2012M8	3849,4	81,1461	47,43	15015,2	5987,4	111,25	-3,18	-0,066
2012M9	4013,8	79,4696	50,5	14972,7	5765,5	115,85	4,6	0,096
2012M10	3712	79,2075	46,86	14961,6	5607,7	118,09	2,24	0,044
2012M11	3786,6	79,4151	47,68	14888,3	5646,9	116,36	-1,73	-0,036
2012M12	3687,3	78,1868	47,16	14932,7	5729,4	117,7	1,34	0,028
2013M1	3820,1	77,9321	49,01	14993,3	5751,6	118,58	0,88	0,018
2013M2	3849,7	77,8611	49,44	14942,7	5675,1	119,02	0,44	0,008
2013M3	4103,8	78,7383	52,08	15024,3	5819,9	116,89	-2,13	-0,043
2013M4	3894,8	78,6664	49,51	15144,6	6029,1	115,87	-1,02	-0,019
2013M5	3951,1	78,8896	50,08	15144,7	6055,2	115,21	-0,66	-0,013
2013M6	4103,5	78,7423	52,11	15187,2	6011,8	116,52	1,31	0,026
2013M7	4047,2	79,384	50,98	15253,2	6002,5	116,53	0,01	0,00019
2013M8	4140,5	80,3006	51,56	15253,2	5969,4	115,61	-0,92	-0,018
2013M9	4229,8	81,5903	51,84	15253,2	5757,3	116,38	0,77	0,0149
2013M10	4086,3	81,3421	50,23	15766,3	5736,5	123,3	6,92	0,133
2013M11	4142,7	80,3171	51,57	15542,5	5741,2	122,03	-1,27	-0,025
2013M12	4137,8	78,6569	52,6	15267,2	5650,6	122,26	0,23	0,0044

2014M1	4179,5	78,1073	53,5	15174,8	5441,9	124,6	2,34	0,04
2014M2	4281,9	77,9306	54,94	15218,7	5298,9	127,29	2,69	0,05
2014M3	4390,2	77,644	56,54	15391	5097,3	132,57	5,28	0,096
2014M4	4326	78,5992	55,03	15436,2	5146,1	130,9	-1,67	-0,029
2014M5	4395,2	78,7997	55,77	15445,1	5136,2	130,8	-0,1	-0,0018
2014M6	4392,9	79,294	55,4	15421,8	5237,6	128,43	-2,37	-0,042
2014M7	4557	79,4865	57,33	15349,4	5047,1	129,61	1,18	0,021
2014M8	4608	80,002	57,59	15294,5	4873,2	130,26	0,65	0,011
2014M9	4663,2	81,1859	57,43	15421,8	4889,7	129,72	-0,54	-0,009
2014M10	4622,7	83,4736	55,37	15585	4811	129,07	-0,65	-0,011
2014M11	4898,7	84,7706	57,78	15828	4685,7	131,44	2,37	0,042
2014M12	4670,8	86,9862	53,69	15824,5	4490,8	130,29	-1,15	-0,019
2015M1	4988,9	89,1742	55,94	15625,7	4117,9	129,04	-1,25	-0,002
2015M2	4783,8	93,9586	50,91	15782,9	4042,8	124,9	-4,1	-0,08
2015M3	4938,8	96,4794	51,19	15681	3923,9	121,86	-3,08	-0,06
2015M4	4869,4	98,0243	49,67	15811,9	3813,2	122,4	0,54	0,01
2015M5	5044	98,3472	51,28	15959,1	3679,8	124,85	2,45	0,04
2015M6	5054	98,5561	51,28	15863	3526,1	125,17	0,32	0,006

## الملخص

استهدفت هذه الدراسة تحليل وتقييم مدى فاعلية سياسة إدارة سعر الصرف في الجزائر في ظل تحولها نحو نظام الصرف المرن وتبني خيار التعويم الموجه للدينار، حيث ناقشت كيف أثر هذا الاختيار على الأداء الاقتصادي الكلي للبلد. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة رئيسية مفادها أن التعويم الموجه لم يخدم الاقتصاد الجزائري بالشكل المطلوب، لاسيما ما تعلق بتحسين تنافسية الصادرات غير النفطية وتشجيع الاستثمار فيها لتتويج الاقتصاد، بالإضافة إلى ظاهرة التدهور المستمر في القيمة الخارجية للدينار وتداعياتها العكسية على الاقتصاد الكلي. وعليه اقترحت الدراسة ضرورة إجراء تعديل في نظام الصرف الحالي بالتحول نحو نظام صرف بديل على شكل نظام وسيط، يقوم على فكرة "المرونة المحدودة" التي تسمح للبلد بالحصول على منافع العملة المستقرة نسبيا مع الحفاظ على القدرة على مواجهة الصدمات الخارجية.

**الكلمات المفتاحية:** نظام الصرف الثابت، نظام الصرف المرن، التحول، الإصلاحات الاقتصادية، الصدمات الخارجية، الدينار الجزائري، نظام الصرف الوسيط.

## Résumé

L'objectif de cette thèse est d'analyser et évaluer l'efficacité de la politique de gestion de taux de change en Algérie, au lendemain de la transition vers la flexibilité et l'adoption de flottement dirigé du dinar, afin de montrer comment ce choix influe sur sa propre performance macroéconomique. La conclusion importante de l'étude est que le flottement dirigé n'a pas servi l'économie comme il faut, notamment les questions relatives à l'amélioration de la compétitivité et la promotion des exportations non pétrolières, pour favoriser la diversification économique, ainsi que la baisse substantielle de la valeur externe du dinar et ses conséquences macroéconomiques négatives. Toutefois, l'étude conclut que l'Algérie peut-être besoin de repenser son régime de change en faveur d'un régime intermédiaire, qui s'appuie sur l'idée d'une « flexibilité limitée », et qui va permettre au pays d'obtenir les avantages d'une monnaie relativement stable, tout en conservant la capacité d'amortir les chocs externes.

**Mots-clés :** Régime de change fixe, Régime de change flexible, Transition, Réformes économiques, Chocs externes, Dinar Algérien, Régime de change intermédiaire.

## Abstract

This thesis aims to analyze and evaluate the effectiveness of the exchange rate policy management in Algeria under moving to flexibility, and the adoption of managed float of the dinar, in order to examine how this choice affect its own macroeconomic performance. An important finding of the study is that the managed float does not better serve the economy, especially the issues related to improve competitiveness of, and incentives to invest in, non-oil exports to enhance the economic diversification, and with a substantial decline of the Dinar external value and its adverse macroeconomic consequences. However, the study emphasized that Algeria may need to rethink its exchange rate regime in favor of an intermediate regime, which based primarily on the idea of « limited flexibility », that allows the country to obtain the advantages of a relatively stable currency, while maintaining the ability to absorb external shocks.

**Key-words:** Fixed exchange regime, Flexible exchange regime, Transition, Economic Reforms, External shocks, Algerian Dinar, intermediate exchange regime.