

# علاقة أنظمة سعر الصرف بالأزمات المالية

أ/ رشام كهينة<sup>1</sup>

## الملخص

بدأ الاهتمام بالدراسات التجريبية والنظرية المعنية باختيار نظام سعر الصرف في أعقاب أزمة العملة في المكسيك عام 1994م، أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997م، أزمة روسيا 1998م وأزمة البرازيل سنة 1999م وقد تركز النقاش على إمكانية استمرار نظم الربط الثابت التقليدية في مواجهة تحركات رؤوس الأموال وغيرها من الصدمات. وبعد وقوع هذه الصدمات مباشرة نشأ توافق متزايد في الآراء لدى الاقتصاديات النامية، التي كان اندماجها وثيقا في النظام المالي والتجاري الدوليين، حول الحاجة إما إلى التعويم أو الانتقال إلى الربط المحكم.

## Résumé

L'intérêt porté aux études théoriques et pratiques relatives au choix du taux de change est apparu le lendemain des différentes crises de la Monnaie survenues au Mexique en 1994, au sud-est de l'Asie en 1997, en Russie en 1998 et au Brésil en 1999. Ainsi, le débat s'est centré sur la possibilité de sauvegarder les systèmes de parité fixe traditionnelle pour affronter les mouvements des capitaux et toutes sortes de crises. Ceci dit, l'apparition directe des crises a abouti à une fusion croissante d'expertises économiques émanant des différents pays en voie de développement, et ceci est du à son étroite fusion avec les systèmes financiers et commerciales internationaux quant à la nécessité de flottage ou du passage au lien solide.

<sup>1</sup> أستاذ مساعد - أ، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة.

## مقدمة

أسفرت الأزمات المالية التي أصابت الأسواق الناشئة والتي كان لها بالغ الأثر عن بروز مشاكل على مستوى العلاقات المالية والنقدية أهمها عدم استقرار أسعار الصرف لمعظم البلدان، إلى إعادة التفكير في إصلاح النظام النقدي الدولي من جديد، وبالتالي عودة الجدل القائم حول فعالية أنظمة أسعار الصرف إلى الساحة النقدية الدولية.

ولا تزال مسألة المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف واحدة من أكثر القضايا مثيرة للجدل في الاقتصاد الدولي وفي الواقع، إن الاختيار بين نظام سعر الصرف الثابت، نظام سعر صرف العائم ونظام سعر الصرف الوسيط ليس دائماً واضحاً وقد يكون غامضاً، وتبقى المفاضلة بينها تركز على عدد من العوامل تتمثل في الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها مصممو السياسات الاقتصادية، ومصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، بالإضافة إلى سماته الهيكلية. وهذا ما جعل أنظمة الصرف تكتسب أهمية خاصة في السياسة الاقتصادية وتستدعي هذه المكانة الخاصة التعرف، أكثر على مزايا ومساوئ كل نظام من حيث مستوى أداء الاقتصادي الكلي.

كما تقتضي عملية تحديد مختلف أنظمة أسعار الصرف سواءً المدرجة في النظام الثابت أو النظام العائم ودرجة تأثير أنظمة الصرف المختلفة على المؤشرات الاقتصادية الكلية وعلى إمكانية تحقيق التوازن الاقتصادي.

وتأتي هذه الورقة البحثية بهدف تبيان مختلف أنظمة الصرف الموجودة وإبراز علاقتها بالأزمات والصدمات الاقتصادية.

من هذا المدخل فان الإشكالية التي يتمحور حولها هذا البحث هي:  
ماهي العلاقة الموجودة بين أنظمة الصرف المطبقة والأزمات المالية التي يتعرض إليها الاقتصاد؟

للإجابة على الإشكالية المطروحة تم تناول النقاط التالية:

**أولاً : ماهية نظم سعر الصرف**

**ثانياً : أساسيات الأزمات المالية :**

**ثالثاً : نظم سعر الصرف والأزمات المالية**

## أولاً : ماهية نظم سعر الصرف

تؤدي حركة المعاملات الدولية دوراً كبيراً في تحديد مسار العملة بالتنسيق مع واقع نظام الصرف المعمول به من أجل ذلك أكد الاقتصاديون على ضرورة اختيار أحسن نظام صرف ملائم للاقتصاد. الصرف الثابتة والوسيلة والمرنة.

### 1- تعريف نظم سعر الصرف

لقد قدمت عدة تعاريف لأنظمة سعر الصرف ومن بينها نذكر:

يعرف نظام سعر الصرف: "بالقواعد المؤسسية التي توضح بدقة كيف يتحدد سعر صرف العملة مقابل العملات الأجنبية الأخرى"<sup>1</sup>.

كما يعرف على أنه: "الإطار القانوني أين يتشكل سعر الصرف في ظله وتتحقق عملياته، هذا القانون يعمل على نمذجة تذبذبات أسعار الصرف وإطار تصحيحها على قيمتها النظرية"<sup>2</sup>.

ويقصد أيضاً: "بنظام سعر الصرف مجموعة القواعد والمعروفة باسم قواعد اللعبة (Rules of the game) التي تحدد دور كل من السلطات والمتعاملين الآخرين في سوق الصرف الأجنبي"<sup>3</sup>.

من خلال ما سبق يمكن القول أن نظام سعر الصرف يترجم طبيعة سياسة سعر الصرف المتبناة من طرف البلد لتحديد سعر صرف عملتها، فمن جهة سياسة سعر الصرف يمكن أن تترك قوى السوق تحدد سعر الصرف، أو من جهة أخرى يمكن أن تكون من أجل التدخل الفعال في سوق الصرف والاحتفاظ بسعر الصرف في المستوى المرغوب فيه.

### 2- التطور التاريخي لنظم سعر الصرف

تاريخياً يمكن إجمال نظم الصرف الأجنبي التي تأخذ الدول والتي يرتبط كل منها بقاعدة نقدية معينة كما يلي:

**أ- نظام سعر الصرف في ظل قاعدة الذهب:** ساد نظام الصرف الثابت في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين وحتى قيام الحرب العالمية الأولى،

<sup>1</sup> Larbi Dohni, Canol Hainaut, « Les taux de change », édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p19.

<sup>2</sup> Michel Jura, « Technique financière international », 2ème édition, Dunod, Paris, 2003, p117.

<sup>3</sup> Andrew Harrison et Autres, « Business international et mondialisation », 1ère édition, édition de Boeck, université, Bruxelles, Belgique, 2004, p303.

حيث تأخذ الدول فيه بقاعدة الذهب وتربط قيمة عملتها الوطنية بوزن معين من الذهب. حيث عرف هذا النظام شكليين فرضتهما خصوصيات المراحل التاريخية المتعاقبة. فاستعملت قاعدة المسكوكات الذهبية إلى غاية 1914 حيث تميزت بما يلي:

- حرية دخول وخروج الذهب؛

- كل عملة لها وزن ثابت من الذهب ويمكن تحويلها إلى ذهب؛

- ويترتب على احتفاظ كل دولة بسعر ثابت للذهب تبيع وتشتري به، أن يتحقق سعر ثابت للعملات المختلفة بعضها ببعض.

ومع ذلك فإن هذا الثبات المطلق لسعر الصرف لا يتحقق إلا إذا توافر شرطين: أولهما، أن يكون سعر شراء وبيع الذهب واحداً في كل دولة. وثانيهما، أن تكون انتقالات الذهب عديمة النفقة، وبحكم أن هذين الشرطين يصعب تحققهما عملياً فإنه يسمح بتقلب هذا السعر بحرية في حدود ضيقة جداً، الراجعة إلى دخول الذهب إلى الدولة وخروجه منها، مشكلةً في ذلك حدين يتحدد بينهما سعر صرف العملة وفقاً لظروف الطلب والعرض الخاصة بكل عملة من عملات الدول الأجنبية<sup>1</sup>. ومع قيام الحرب العالمية الأولى سادت الفوضى وانخفضت كمية الذهب المصدرة بين الدول، وتبع عن ذلك نهاية العمل بنظام قاعدة الذهب وعقب نهاية الحرب ظهر ما يسمى بقاعدة السبائك الذهبية، أين العملة المتداولة على المستوى الداخلي، لم تعد ذهباً، ولكن تحدد قيمة ثابتة لوحة النقد بالذهب. أما على المستوى الخارجي فيعرف ما يسمى بقاعدة الصرف بالذهب.

وعموماً فإن القاعدة الأساسية لهذا النظام تتمثل في أن الدولة التي تسجل فائض في ميزان مدفوعاتها تقوم باستيراد الذهب مقابل هذا الفائض، في حين أن الدولة التي تعرف عجزاً ستضطر إلى تصدير الذهب لتسديد هذا العجز<sup>2</sup>. وأثبتت هذه القاعدة فشلها بسبب أن كمية هائلة من الذهب كانت عند بعض الدول كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، ألمانيا وجنوب إفريقيا<sup>3</sup> وحدثت أزمة السيولة في إنجلترا التي أوقفت قابلية تحويل الجنيه إلى ذهب في سبتمبر 1931 بالإضافة إلى قرار روزفلت 1933 القاضي بسحب قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب الذي انجر عنه تخفيض قيمة الدولار بنسبة 40% بالنسبة للذهب.

1 عادل أحمد حشيش، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص 140.

2 السيد محمد أحمد جاهين، "سياسة الصرف الأجنبي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 46.

3 زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية الإسكندرية، 1998، ص 126.

## ب- نظام حرية الصرف: عرفت دول العالم المختلفة نظام سعر الصرف الحر عقب خروج انجلترا من

قاعدة الذهب في 21 سبتمبر 1931، وتبعها في ذلك كافة دول العالم، حيث ظهرت قاعدة النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب أو نظام سعر الصرف الحر، وفي ظل هذا النظام توقفت الدولة عن قابلية النقود للصرف بالذهب ولا تصبح أوراق النقد قابلة للصرف بأي شيء، وبالتالي فإن العملة المتداولة لا تكون مرتبطة ارتباطاً مباشراً أو غير مباشر بالذهب، وفي ظل قاعدة العملة الورقية الإلزامية فإن تحديد سعر العملة مقوماً بعملة أجنبية يتم على أساس العرض والطلب دون تدخل السلطات العامة، كما يتميز هذا النظام بالتقلبات واسعة النطاق في أسعار الصرف<sup>1</sup>. وعلى الدولة في هذا النظام أن تحدد للأوراق النقدية المتداولة سعراً إلزامياً وأصبحت هذه النقود الورقية نقوداً إلزامية لا يمكن تحويلها إلى ذهب.

## ج- نظام الرقابة على الصرف: انتشر هذا النظام في فترة ما قبل الحرب العالمية الثانية، وبمقتضى هذا النظام تحتكر الدولة شراء وبيع العملات الأجنبية، وذلك من أجل تعبئة الصرف الأجنبي المتاح، بكميات قليلة نسبياً وتوزيعه على وجوه الطلب الممكنة، بحيث يبقى الطلب على الصرف في حدود الكمية المعروضة منه، ومن ثم يمكن لسعر الصرف أن يظل ثابتاً وذلك على الرغم من المغالاة فيه، ولا يتحدد سعر الصرف عند المستوى الذي يتوازن عنده عرض الصرف وطلبه، بل إن الطلب الفعلي على الصرف الأجنبي يحصر بواسطة الدولة في حدود الكمية المعروضة من هذا الصرف، وذلك على أساس سعر معين للصرف تحدده الدولة نفسها إدارياً<sup>2</sup>.

## د- نظام استقرار أسعار الصرف: وضعت بذور هذا النظام في المؤتمر الذي عقد في بريتون وودز بولاية "نيوها مبشير" في يوليو عام 1944 بحضور 44 دولة، لإنشاء صندوق النقد الدولي، والبنك العالمي الذي بدأ العمل في عام 1946، وقد بدأ العمل بهذا النظام في مارس عام 1947، وانهار في 15 أوت عام 1971 وكان الهدف من نظام سعر الصرف الجديد هو محاولة الاستفادة من بعض خصائص قاعدة الذهب، وبعض سمات نظام تعويم العملات، ويقوم هذا النظام على مجموعة من القواعد

<sup>1</sup> سامي عفيف حاتم، "التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم"، الدار المصرية اللبنانية، جامعة حلوان، القاهرة، 1991 ص55.

<sup>2</sup> زينب حسن عوض الله، "العلاقات الاقتصادية الدولية"، دار الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية 2003 ص88-89.

المنظمة لسير النظام تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

- تقوم كل دولة من الدول المشاركة في النظام بتحديد سعر رسمي لعملتها بالذهب أو بالدولار، وهو ما يطلق عليه قيمة أو سعر التعادل وينبغي تحديد هذا السعر عند المستوى الذي يعتقد بأنه يعكس السعر التوازني للعملة في سوق الصرف.
- تلتزم كل دولة بالحفاظ على ثبات سعر صرف عملتها، مع السماح بإمكانية الانحراف عن هذا السعر المحدد في حدود 1% ارتفاعاً أو انخفاضاً، وتستخدم الدولة احتياطاتها للحفاظ على ثقل سعر الصرف داخل الهامش المذكور.
- يمكن للدولة أن تعدل قيمة عملتها حتى نسبة 10% ارتفاعاً أو انخفاضاً، على أن تخطر الصندوق بذلك.
- إذا أرادت الدولة تعديل قيمة عملتها بأكثر من نسبة 10% ارتفاعاً أو انخفاضاً، ينبغي عليها أن تحصل على الموافقة من الصندوق.
- وجود دولة رائدة تحتفظ باحتياطات كافية من الذهب كغطاء لعملتها الورقية الإلزامية، وقد انطبق هذا الشرط على الولايات المتحدة الأمريكية، وتستخدم عملة الدولة الرائدة كعملة محورية وهي الدولار.
- ينبغي على الدولة الرائدة أن تحدد سعر صرف ثابت لعملتها مقوماً بالذهب، وعلى هذه الدولة أن تصدر كميات إضافية من عملتها الورقية لتلبية احتياجاتها الذاتية، بالإضافة إلى احتياجات الدول الأخرى التي تسير على القاعدة، لمواجهة متطلبات السيولة الدولية، كما يمكن للدولة الرائدة إصدار عملات بأكثر مما لديها من أرصدة ذهبية، بشرط أن يكون ذلك بنسبة محددة.
- تتعهد الدولة الرائدة بتحويل عملتها الورقية الى ذهب عند السعر الثابت المحدد، وقد تعهدت الولايات المتحدة بذلك على أساس أن سعر أوقية الذهب يعادل 35 دولاراً.

ومع ذلك فقد توقع بعض الاقتصاديين، ومنهم الاقتصادي " روبرت تريفن " عدم استمرار نظام النقد الدولي وانهياره مع أية أزمة حقيقية تواجهه، وقد أثبتت الأحداث صدق التوقعات، وتعتبر بداية الأزمة هي استفحال العجز في ميزان المدفوعات الأمريكية، وقيام الدول الأوروبية التي تكونت لديها أرصدة دولاريه ضخمة بالتوجه إلى الخزانة الأمريكية، لاستبدالها بالذهب، الأمر الذي تسبب في تسرب جزء كبير من احتياطات الذهب الأمريكي وساعد على ذلك أيضاً توقع

<sup>1</sup> وجيه شندي، " المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية "، دار وهدان للطباعة والنشر، 1976، ص 35.

المضاربين قرب انخفاض الدولار وإعادة تقويم الذهب، وقد حدث بالفعل ارتفاع في قيمة الذهب في الأسواق، وساعد على اشتداد الأزمة أيضاً دخول الولايات المتحدة الأمريكية في العديد من الحروب الخارجية، مما دفع بها إلى وقف تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت عام 1971، وبالتالي توقف العمل بقاعدة الصرف بالدولار التي حكمت المعاملات النقدية لمدة تزيد عن ربع قرن<sup>1</sup>.

**ه- أسعار الصرف المعمومة:** عقب الأزمات التي مست النظام النقدي الدولي، وعلى رأسها فشل المحاولات البريطانية عام 1966 في المحافظة على قيمة الجنيه الإسترليني، وضعف الدولار الأمريكي في أواخر الستينات وأوائل السبعينات، وأزمة البترول الكبرى في عام 1973 وقد أدت كل هذه العوامل إلى اضطراب أسواق النقد الأجنبي بصورة كبيرة، وأصبحت تحركات العملات بين الدول بغرض المضاربة ضخمة، بل درجة صعب التحكم فيها عن طريق التدخل النقدي، مما أدى إلى قيام الدول بالسماح بتعويم عملاتها، وتخلي العديد من البنوك المركزية للدول عن مساندة أسعار التعادل لعملاتها الوطنية مما أدى إلى انهيار نظام بريتون وودز، وتركها تتحدد وفق قوى العرض والطلب عليها في السوق<sup>2</sup>.

### 3- محددات اختيار نظم الصرف

إن اختيار أنسب نظام لسعر الصرف بهدف التقليل من تباين الناتج الحقيقي في ظل الصدمات العشوائية الناجمة عن مختلف المصادر فضلاً عن الخصائص الهيكلية للاقتصاد. وفي ظل ظروف الاستقرار الاقتصادي يمكننا اختيار نظام الصرف وفقاً للمعايير التالية:

**3- 1. المميزات الهيكلية:** يشير كل من Eichengreen و Masson (1998)، إلى أن هذه المحددات تكون صعبة القياس ومتعارضة فيما بينها في كثير من الأحيان، ويبقى القرار النهائي يتوقف حسب الوزن المعطى لكل عامل في تفضيل مقررري السياسة الاقتصادية كما أن هذه الأوزان يمكن أن تتغير عبر الزمن ومن بينها نذكر<sup>3</sup>:

**- الأهداف الاقتصادية وتفضيلات السلطات السياسية:** السلطات السياسية بإمكانها أن تختار الرفاهية العامة بحيث اختيار نظام سعر الصرف يأخذ في الحسبان قدرتها في العمل على استقرار مردودية الاقتصاد الكلي، أو كذلك إلى التقليل من

1 هاشم حيدر، " أزمة الدولار " ، الطبعة الثانية، الهيئة العامة للكتاب، بيروت، 1991 ص 88-89.

2 عادل أحمد حشيش، " أساسيات الاقتصاد الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>3</sup> Eichengreen, Mussa, Dell'Arcia et AL, « Capital account liberalization, theoretical and practical aspects », IMF occasional paper, 172, Washington DC, International Monetary Fund, 1998, p32.

التقلبات المحدثة في بعض المتغيرات مثل الاستهلاك، الأسعار الداخلية، المخرجات أو كل متغيرات الاقتصاد الكلي، للحيلولة دون وجود اضطرابات عشوائية على الاقتصاد المحلي، غير أن هذه المعايير تخلق صعوبة لدى السلطات متمثلة في أنه من جهة يجب عليها تحديد والتعرف ثم بلوغ أهدافها وهو الأمر بعيداً ما يكون سهل المنال.

- **درجة صلابة الأسعار الاسمية:** إن درجة صلابة وعدم مرونة الأسعار والأجور تؤثر في اختيار نظام سعر الصرف، حيث أن التصحيح والتعديل الحقيقي للاقتصاد عن طريق زيادة تقويم العملة أو التخفيض الاسمي لسعر الصرف يتطلب عدم مرونة الأسعار، أين تكون أفضلية نظام سعر الصرف المرن عن نظام سعر الصرف الثابت، بالمقابل عندما تكون الأسعار مرنة، يحدث التصحيح المتكرر لسعر الصرف إختلالات في الاقتصاد الكلي الحقيقي، في ظل هذه الشروط يصبح سعر الصرف الثابت مفضلاً أكثر.

- **حركة عوامل الإنتاج:** كلما كانت هناك حركة أكبر في عوامل الإنتاج، خاصة اليد العاملة تكون الأجور والأسعار غير مرنة أكثر للانخفاض وبالتالي يكون سعر الصرف المرن مفضل أكثر من نظام سعر الصرف الثابت.

- **فروق التضخم بين الاقتصاد وبقية العالم:** يكون من الضروري تصحيح بتواتر سعر الصرف عندما يكون انحراف وفروق التضخم بين البلد و أهم شركائه التجاريين مرتفعاً، ويكون الاتجاه إذا كان التضخم مرتفعاً إلى نظام سعر الصرف ثابت الذي يقود إلى صرامة اقتصادية أين تصبح هذه الفروق في مستويات مقبولة.

**3- 2. طبيعة الصدمات<sup>1</sup>:** إن التمييز بين الصدمات التي يتلقاها الاقتصاد تكون لها الأولوية والأهمية البالغة في الاعتبار المتعلقة باختيار نظام سعر الصرف ولا بد من التمييز بين الصدمات الاسمية والصدمات الحقيقية نتيجة أثارهما المختلفة المحدثة على الأساسيات الاقتصادية حيث إذا كان الاقتصاد عرضة للصدمات الاسمية فيكون نظام سعر الصرف الثابت أكثر ملائمة لأنه يسمح بتعديل أفضل نحو القيم التوازنية، ويتم تمييز في هذا المقام الصدمات النقدية التي تكون بشكل عام نتيجة التغيرات غير المتوقعة في الكتلة النقدية المتداولة المحدثة في أغلب الأحيان من جراء تغيير سلوك الأعوان الاقتصاديون.

أما إذا كانت الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد صدمات حقيقية، فيكون

<sup>1</sup> Alain Beitone, « Les politiques économiques conjoncturels enjeux et limites », revue les cahiers français, n°335, France, 2006, p05.



## النظام العائم جدير بالتبني

ونميز في هذا الصدد الصدمات المرتبطة بشروط التبادل، والصدمات المرتبطة بالحركة الدولية لرؤوس الأموال وعلى إثر صدمة حقيقية في آجال التبادل على سبيل المثال، يقود الانخفاض في الطلب الخارجي على الصادرات المحلية إلى انخفاض في رصيد الحساب الجاري وإلى تدهور ميزان المدفوعات. يكون تدخل البنك المركزي في ظل نظام سعر الصرف الثابت بطرح العملة المحلية غير مجدي للدفاع عن تعادل سعر الصرف إذ أنه يؤدي في نفس الوقت إلى انكماش في الكتلة النقدية المتداولة وإلى الانخفاض المبدئي في الطلب على منتجات البلد. أما مع نظام سعر الصرف العائم يحدث التعديل بطريقة نظامية حيث مع انخفاض رصيد الحساب الجاري، فإن العملة المحلية تتجه إلى الانخفاض وإلى تحسن تنافسية الأسعار مما من شأنه أن يقود إلى زيادة الطلب على المنتجات المحلية وبالتالي يتم مواجهة الانخفاضات المبدئية المتأتية من الصدمة.

**3- 3. مصداقية السياسة النقدية والمالية: في عقد الثمانينيات من القرن الماضي** وحتى إلى وقت قريب كان الجدل حول أنظمة أسعار الصرف يتعلق بشكل كبير بتأثيرها على مصداقية سعر الصرف، لأن اختيار نظام سعر الصرف يرتبط بشكل وثيق بمسألة معرفة قواعد السياسة النقدية التي يتعين على البنك المركزي اعتمادها واستند تأييد أنظمة سعر الصرف الثابتة إلى الانضباط الذي تفرضه تلك الأنظمة على السياستين النقدية والمالية نتيجة للتكاليف السياسية الناشئة عن عدم الالتزام بسعر الصرف، وبالتالي إذا لم يكن باستطاعة السلطات إضفاء المصداقية على السياسة النقدية على المستوى المحلي، فيمكن تحقيق تلك المصداقية بربط قيمة العملة بعملة قوية لدولة معينة<sup>1</sup>.

في نظام سعر الصرف الثابت تكون السياسة النقدية مقيدة حيث توجه بالأساس نحو تحقيق الاستقرار في سعر الصرف، وفيما يتعلق بأداء السياسات المالية في ظل أنظمة سعر الصرف الثابت، فقد أوضح Rosalind Fatas و (2001) أن الدول التي تتبنى هذا النظام لمحاولة إضفاء المصداقية على سياساتها الاقتصادية، عادة ما تطبق سياسات مالية تقييدية لتساند سياساتها النقدية الصارمة. ومن ناحية أخرى فإن الدول التي تضحى بسياساتها النقدية المستقلة في ظل ترتيب سعر الصرف في حالة عدم

<sup>1</sup> Andres Valasco, « Exchange rate in emerging markets: Floating toward the future », in Monetary policy and exchange rate regimes option for the Middle East, 2003, p.07.

وجود عملة رسمية مستقلة، عادة ما تستخدم السياسة المالية كأداة لتحقيق الاستقرار في الدورة الاقتصادية.

أما في الأنظمة الوسيطة، يشير مناخو هذه الأنظمة إلى صعوبة إثبات المصدقية في هذه الأنظمة ويعتبرون أن مراقبة الأنظمة القطبية من قبل المستثمرين الدوليين والبنوك، أسهل من مراقبة الأنظمة الوسيطة لأنها تتطلب فترة طويلة للتأكد من أن البنك المركزي يتبع السياسة المعلنة، وبالتالي يفترض أن تكون الأنظمة الوسيطة أكثر عرضة للمضاربة نتيجة توقع قيم تقديرية للعملة<sup>1</sup>.

وفيما يتعلق بنظام سعر الصرف المرن يصاحب هذا النظام تبني إستراتيجية استهداف التضخم التي باتت اليوم القاعدة النقدية المفضلة والتي تسهم في إتباع سياسة نقدية مستقلة وغير مقيدة باعتبارات مالية. كما يسهم في الحد من الاقتراض الحكومي المباشر من البنوك المركزية لأغراض تمويل العجز المالي، نظراً لأن هدف استقرار الأسعار يكون بمثابة الهدف الرسمي والمعلن من قبل السياسة النقدية.

وفي الأخير يبقى التحكيم بين الأنظمة القطبية والأنظمة الوسيطة فيما يتعلق بالمصدقية غير محدد بشكل قطعي وتختلف المنافع والتكاليف مع اختلاف الأنظمة، كما يتوقف القرار الأمثل على العديد من القيود والمحددات.

**3- 4. معضلة الثلاثية المستحيلة:** قدم مفهوم الثلاثية المستحيلة، في الأصل من طرف R.Mundell وقد استحدث بعد ذلك من طرف T.Padoa-Schioppa بمناسبة تحليل أساسيات إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي. إنه يوضح الصعوبات التي تعترض الدول في الاحتفاظ بثلاثية العناصر المركزية للنظام النقدي الدولي. وتضع المعضلة الثلاثية أمام السلطات اختيار تحقيق هدفين فقط والتضحية بالهدف الثالث من بين ثلاثية الأهداف على النحو التالي<sup>2</sup>:

- تبني نظام سعر صرف ثابت بهدف الحفاظ على التنافسية والحفاظ على القيمة الداخلية والخارجية للعملة.

- الاندماج في الأسواق الدولية ذات الحركة القوية لرؤوس الأموال، هذا

<sup>1</sup> Frankel. J , S. Luis, « Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime », NBER Working Papers , National Bureau of Economic Research, 2000, p.28

<sup>2</sup> Obstfeld, M., Shamgaugh, J.C. et Taylor, A., «The Trilemma in History: Trade offs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility», Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003, p.08.

الاندماج يعتبر بالغ الأهمية لمرونة الاقتصاد.

- قيادة سياسة نقدية مستقلة لتحقيق هدف استقرار النمو الحقيقي.

حيث يواجه صانعو السياسات هذه معضلة عند اختيارهم لنظام السياسة الاقتصادية الكلية الممكن تطبيقه. ففي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في انتهاج سياسة نقدية مستقلة، تؤكد النظرية الاقتصادية أن استقرار سعر الصرف يتعارض مع قيادة سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق هدف نمو اقتصادي مستقر، على اعتبار أن سعر الصرف الحقيقي هو دالة في الأسعار المحلية والأجنبية فتغير عرض النقود ينعكس مباشرة على الأسعار المحلية، ويصبح قلب سعر الصرف الحقيقي أمر محتوم لا مفر منه، يجب على صانعي السياسات تقييد حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود وذلك لفصل تحركات أسعار الفائدة المحلية عن تحركات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية، والتي تعتبر شرطاً أساسياً لضمان استقلالية السياسة النقدية.

وفي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في تحقيق الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، لن يستطيع صانعو السياسات تطبيق سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستقتصر على أغراض الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغيرات في أسعار الفائدة العالمية، وبالتالي تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية مثل الإنتاج الحقيقي والبطالة بسبب فقدان أدوات تعديل الصدمات الخارجية والداخلية، وهذا ما يجعل هذا الاختيار مكلفاً بالنسبة للاقتصاد والنظام المالي بشكل خاص.

وأخيراً، إذا ما رغب صانعو السياسات في تطبيق سياسة نقدية مستقلة، مع حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، يجب عليهم التخلي عن سياسة سعر الصرف الثابت نظراً لعدم إمكانية قيام السلطات النقدية بتحقيق أهداف ثبات سعر الصرف والأهداف المحلية المرغوبة في الوقت نفسه في ظل حرية انتقال رؤوس الأموال وبالتالي تبني التعويم الحر لسعر الصرف والانتقال إلى الحرية الكاملة للاقتصاد. وبالتالي فالعناصر المكونة للثلاثية المستحيلة ليست مستقلة عن بعضها البعض، وتوجد علاقة ترابط بينها ومن ثم فإنه من المستحيل الأخذ بأسعار صرف ثابتة، حركة تامة لرؤوس الأموال وسياسة نقدية مستقلة في آن واحد.

#### 4- الترتيبات المعاصرة لأنظمة الصرف الأجنبي

إن الترتيب السائد في أنظمة أسعار الصرف يقسمها إلى ثلاثة أنواع متمثلة

في الأنظمة الثابتة والأنظمة الوسيطة ثم المرنة، ويندرج في كل نوع منها عدد من الترتيبات الخاصة بهذه الأنظمة وهي كما يلي:

**4- 1. نظام الصرف الثابت:** يعرف على أنه النظام الذي يتم فيه تدخل السلطات النقدية في تحديد مستوى سعر الصرف وذلك عن طريق مراقبة دخول وخروج العملات الأجنبية، إذ يمكن للسلطات القيام بتثبيت سعر عملتها بالنسبة إلى عملة أجنبية أخرى وهذا إذا كانت معظم معاملاتها التجارية تتم مع دولة هذه العملة أو تقوم بتثبيت سعر عملتها بالنسبة إلى سلة من العملات الأجنبية، وهذا عندما تكون معاملاتها التجارية مع مجموعة من الدول، والخيار الثاني يسمح بتفادي نتائج التقلبات التي تخضع لها العملة الأجنبية الواحدة، حسب النموذج الأول<sup>1</sup>.

ويأخذ نظام الصرف الثابت عدة أنواع نلخصها في النقاط التالية:

#### أ - أنظمة الربط المحكم:

- **الدولة:** تستخدم فيها العملة الأجنبية في التداول إضافة إلى العملة المحلية المتداولة حيث تكون السياسة النقدية للبلد الأجنبي المستخدمة عملته.

- **صندوق الإصدار (مجالس العملة):** هو نظام نقدي يستند إلى التزام تشريعي صريح بمبادلة العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت مع وجود قيود على سلطة الإصدار وذلك لضمان الوفاء بالتزامها القانوني وهذا ما يؤدي إلى إلغاء الوظائف التقليدية للبنك المركزي كالسيطرة النقدية ودور المقرض الأخير وهو يتميز بخاصيتين اثنتين<sup>2</sup>:

- الكتلة النقدية المتداولة يجب أن تكون مضمونة بقيمة تفوقها أو تساويها على الأقل من احتياطات الصرف (احتياطات العملة التي يتم الربط بها مثل الدولار).

- لا يمكن للسلطات النقدية أن تصدر مزيدا من النقود دون أن تزيد مقابلهما نسبة احتياطها من عملة الربط.

- **اتحادات العملة (الاتحاد النقدي):** في ظل هذا النظام تستخدم مجموعة من البلدان عملة مشتركة تصدر عن بنك مركزي واحد مثل الاتحاد النقدي الأوروبي الذي يصدر عملة اليورو عن طريق البنك المركزي الأوروبي.

1 معهد الدراسات المصرفية، أسعار صرف العملات، مجلة اضاءات، العدد 12، الكويت، يوليو 2011، ص 03.

2 برياطي حسين، أنظمة الصرف ومعايير اختيار نظام الصرف الملائم، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة مستغانم 2008، ص 64.

## ب - التثبيت التقليدي:

- **الربط بعملة أخرى:** يتم ربط العملة المحلية بعملة بلد آخر ويتم تعديل قيمة العملة دوريا في حالة حدوث خلل ما، وعموما لا تكون الاحتياطات كافية لتغطية القاعدة النقدية المتداولة داخل الاقتصاد، إلا أن دور هذه الاحتياطات مهم للغاية في هذا النظام.

- **الربط بسلة من العملات:** يختار البنك المركزي مجموعة من العملات لتشكيل السلة ويتم ربط العملة المحلية بهذه السلة على أساس هذا الاختيار هو كثافة التجارة البينية مع تلك الدول من مزايا هذا النظام أنه يحافظ على سعر الصرف الحقيقي بالإضافة إلى تحقيق الاستقرار النسبي في سعر الصرف ويمكن أن نسجل في هذا الشكل أن يكون الربط نسبة إلى حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي DTS.

**4- 2. نظام سعر الصرف المرن:** يتم تحديد قيمة العملة الوطنية على أساس العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي بشكل حر، والبنك المركزي غير مجبر على التدخل في سوق الصرف قصد تخفيض أو رفع قيمة العملة الوطنية<sup>1</sup>.

ويأخذ نظام الصرف المرن عدة أنواع نلخصها في النقاط التالية:

**أ- أسعار الصرف العائمة المسيرة:** يقصد بتسيير التعويم أن السلطات النقدية يمكنها تجنب التدهور المفرط للعملة الوطنية أو العكس، وبالتالي فإن هذا النظام يطبق عندما تحدث تغييرات في العرض والطلب على العملة الأجنبية وقد وضع صندوق النقد الدولي سنة 1978 بعض الشروط التي يستوجب مراعاتها عند تدخل البنك المركزي من أهمها:

- أن لا تؤدي التدخلات إلى الزيادة من حدة التقلبات؛

- أن لا تهدف إلى التأثير على أسعار الصرف قصد جني الفوائد على حساب دول أخرى بينما يمكنه التدخل للتأثير على سعر العملة من أجل: التأثير على حركة الصادرات والواردات وكذا على حركة رؤوس الأموال.

**ب- أسعار الصرف العائمة الحرة:** يتميز هذا النظام بعدم تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف بحيث يترك المجال لتفاعل العرض والطلب لتحديد سعر التوازن وتخضع هذه التقلبات لتأثير توقعات وحاجيات المتعاملين في السوق، وكذا المؤشرات الاقتصادية والنقدية للبلد. ويتميز هذا النظام بالتعديل التلقائي، فالسلطات

1 معهد الدراسات المصرفية، أسعار صرف العملات، مرجع سبق ذكره، ص 03.

النقدية لا تلجأ إلى معالجة الاختلال في موازين المدفوعات بل يتحقق التوازن في ظل هذا النظام بتساوي الكمية المعروضة من العملة الوطنية بالكمية المطلوبة منها في سوق الصرف ويتغير سعر التوازن بتغير مستويات العرض والطلب أو إحداهما.

**4- 3. أنظمة الصرف الوسيطة:** قام العديد من الاقتصاديين وعلى رأسهم Riehart (1998) و Williamson (2000) باقتراح أنظمة صرف تقع ما بين أنظمة الصرف الثابتة والمرنة وأطلق عليها اسم الأنظمة الوسيطة والتي اعتبرت بمثابة أنظمة صرف تعطي فرصاً معتبرة لاقتصاد البلد لمواجهة الصدمات الخارجية والتي تضم عناصر ثابتة وأخرى مرنة<sup>1</sup>.

وبعد أن أصبحت فرضية الخيارين النقيضين (النظم الثابتة والنظم العائمة) متقدمة تاريخياً تصبح عندها النظم الوسيطة هي النظم الأكثر تداولاً وهي تضم المناطق المستهدفة، أسعار الصرف المتحركة الربط بسلة عملات والربط القابل للتصحيح ومختلف عمليات المزج فيما بينها، ويصنف صندوق النقد الدولي أكثر من نصف أعضائه بأنهم يتبعون نظاماً تقع في مكان ما بين التعويم الحر والربط الجامد ومحاولات الاقتصاديين لتصنيف النظم التي تتبعها الدول فعلاً مثل تصنيفات فرانكل 2008.

وقد قسم المختصون أنظمة الصرف الوسيطة حسب الترتيبات التالية:

**أ- الأنظمة التعاونية:** تجتمع مجموعة من البنوك المركزية وتتفق على أسعار صرف ثنائية لعملاتها ويتم اللجوء إلى السياسة النقدية المحلية لإجراء التعديلات المناسبة على سعر الصرف.

**ب- سعر الصرف الزاحف:** يحدد فيه سعر الصرف على القيمة الحالية أو المتوقعة لفارق التضخم أما بالنسبة للقيمة التعادلية للعملة فيمكن أن تتحدد بالنسبة لعملة واحدة أو سلة من العملات، كما تضع السلطات النقدية هامشاً أو مجالاً لتقلب العملة يمكن أن تتحرك فيه انخفاضاً وارتفاعاً<sup>2</sup>.

### ثانياً: أساسيات الأزمات المالية

عرف الفضاء المالي الدولي اهتزازات مالية هائلة في مختلف القطاعات، أدت إلى زعزعة استقرار الكثير من البلدان، وهو ما يعرف بالأزمات المالية.

<sup>1</sup> Amira jouini, " régime de change et croissance économique : théorie et essais de validation empirique ", mémoire magistère en science économique université de Tunis el-Manar 2008, p21.

<sup>2</sup> Goldstein M, « Managed floating plus », Policy Analyses in International Economics, Washington, USA, 2002, p13.

## 1-تعريف الأزمات المالية:

لا يوجد تعريف موحد للأزمات المالية ويمكن سرد بعضها فيما يلي:  
يعرف السيد عليوة الأزمة بصفة عامة على أنها: "توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن لتكوين عادات جديدة أكثر ملاءمة"<sup>1</sup>

ويعرفها محسن أحمد الخضيرى على أنها، لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري الذي أصيب بها مشكلة بذلك صعوبة حادة أمام متخذ القرار تجعله في حيرة بالغة، وبذلك فهي تتعلق ببعدين هما:<sup>2</sup>

- التهديد الخطير للمصالح والأهداف الحالية والمستقبلية.

- الوقت المحدد المتاح لاتخاذ القرار المناسب لحل الأزمة.

وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها "انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي"<sup>3</sup>

فالأزمة المالية هي "انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعدها إلى باقي الاقتصاد، ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلا، والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية"<sup>4</sup>

من مجمل التعاريف المقدمة نستخلص التعريف التالي للأزمة المالية:هي تلك التذبذبات العميقة التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، وعلى حجم إصدار وأسعار الأسهم والسندات، وإجمالي القروض والودائع المصرفية، ومعدل الصرف وتعتبر على انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

1 السيد عليوة، إدارة الأزمات والكوارث- مخاطر العولمة والارهاب الدولي - مركز القرار للاستشارات، الطبعة 3، القاهرة 2004 ص13.

2 محسن أحمد الخضيرى، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، الإسكندرية، ص 54.

3 السيد البديوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص39.

4 إبراهيم علوش، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

<https://groups.yahoo.com/neo/groups/eFreePalestine/conversations/messages/61155>

بتاريخ اطلاع 2014/11/17

وتبرز الخصائص الأساسية في الأزمة المالية في النقاط التالية:

- حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع.
- التعقيد والتشابك والتداخل في عواملها وأسبابها.
- نقص المعلومات الكافية عنها.
- تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة.

## 2- مظاهر الأزمات المالية:

- هناك عدة مظاهر أو أعراض للأزمات المالية يرجع بعضها لعوامل خارجية والبعض الآخر لعوامل داخلية وتشير معظم الدراسات إلى وجود مزيج من هذه العوامل، وبشكل عام يمكن استعراض الأعراض المختلفة التي أجمعت عليها الدراسات العديدة للأزمات المالية في الآتي:<sup>1</sup>
- ركود أو تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي.
  - خصائص هيكلية ( اتجاه رؤوس الأموال الأجنبية للهروب للخارج ) وتزداد خطورة ذلك حينما يكون جزءا كبيرا من الإئتمان موجهها للقطاع الخاص.
  - المخاطر المعنوية ( قيام رجال البنوك بالإفراط فى الإقراض بدون ضمانات كافية) مما يعنى تزايد المخاطر.
  - تؤدى المعلومات غير الكاملة أو غير الصحيحة أثناء الأزمة إلى قيام كل من المستثمرين والمقرضين باتخاذ قرارات خاطئة أسوة بالآخرين ( سلوك القطيع) ويؤدى ذلك إلى تعميق الأزمة وزيادة الخسائر خصوصا حينما يقوم المستثمرون بتسييل الأصول التي يمتلكونها.
  - هيكل تدفقات رأس المال الأجنبي عنصر هام، فكلما كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل، تزايد ميل الاقتصاد لتعرضه لأزمة مصرفية.
  - تؤدى الصدمات الخارجية دورا هاما فارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى تدهور معدلات التبادل وانخفاض قيمة الصادرات.
  - كون أسعار الصرف الحقيقية غير موجهة بشكل سليم.
  - انهيار العملة يؤدي إلى تدهور أوضاع البنوك وتزايد خسائرها وتعرضها

<sup>1</sup> Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "Assesing Financial System Vulnerability", IMF Working Paper, wp/00/76, April 2000, p19.



للإعسار وتنشأ معها أزمات مصرفية جديدة.

هذا وليس من الضروري أن توجد كل هذه الأعراض ولكن وجود عدد منها يعنى أن النظام المالي والمصرفي قد يكون معرضاً لأزمة مالية.

### 3- أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز ما بين أربعة أنواع من الأزمات المالية:

**أ- الأزمات المصرفية:** وهي الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إعسار مالي بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي ، بأن الدولة تكون فيها أزمة مصرفية حينما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها لدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته وتنقسم الأزمة المصرفية إلى إعسار وأزمة سيولة <sup>1</sup> *Insolvency and illiquidity*.

**ب- أزمة العملة:** وتحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها أو إلى هبوط حاد فيها، أو ترغم البنك المركزي على الدفاع عن العملة ببيع حصص ضخمة من احتياطياته أو رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع التقليدي وأزمات العملة ذات الطابع الجديد، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من الإفراط في الإنفاق، والارتفاع الحقيقي في قيمة العملة التي تؤدي إلى إضعاف الحساب الجاري غالبا في سياق من الضوابط المتزايدة على رأس المال بما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية، فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين بشأن جدارة الميزانيات جزء مهم من الاقتصاد (سواء كان عاما أو خاصا) بالثقة، يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية أكثر تحررا وتكاملا إلى الضغط سريعا على سعر الصرف<sup>2</sup>.

**ج- أزمة الديون:** تحدث عندما يتوقف المقترض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون

<sup>1</sup> Manuel Hinds, " Economic Effects of Financial Crisis " A World Bank Policy Research Working Paper, 104, Dec 1998, p31.

<sup>2</sup> بول هيلبرز، راسل كروجر، مارييتا موريتي، مؤشرات الحيطه الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002، ص 06.

بدين تجاري (خاص) أو دين سيادي عام، كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن التسديد قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل<sup>1</sup>.

**د- أزمة أسواق المال (حالة الفقاعات):** حدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" "bubble". حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، على نحو ارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل كالأسهم على سبيل المثال هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة، يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى<sup>2</sup>.

### ثالثاً: نظم سعر الصرف والأزمات المالية

سيتم تبيان علاقة كل نظام من أنظمة الصرف مع الأزمات المالية كما يلي:

#### 1- سعر الصرف المرن ومخاطر التعرض للأزمات المالية

يمكن لسعر الصرف المرن أن يحقق من الناحية النظرية المزايا التالية<sup>3</sup>:

- يضمن سعر الصرف المرن العودة الأوتوماتيكية لتوازن الأرصدة الوسيطة لميزان المدفوعات، فمثلاً في حالة عجز في الحساب الجاري، تنخفض قيمة العملة المحلية مما يجعل السلع والخدمات المحلية أقل سعراً مقارنة بالسلع والخدمات الأجنبية، كما أن عمليات حساب رأس المال تتأثر بنفس الطريقة، وفي النهاية فإن الأثر العام المحقق هو عودة التوازن للأرصدة الوسيطة لميزان المدفوعات.

- يسمح بتجنب المضاربات المزعزعة للاستقرار التي ترافق نظام الصرف الثابت، ويحرر البنوك المركزية من ضرورة امتلاك احتياطات الصرف، فالمضاربة إذن تكون محققة للاستقرار لأنها ترافق بشكل طبيعي مع آلية التوازن التلقائي للأرصدة الوسيطة لميزان المدفوعات.

1 نفس المرجع، ص 06.

2 عبد الحميد عبد المطلب، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية (أزمة الرهن العقاري 2009، ص 190، ص 190، ص 190).

3 François Combe et Thibout Lepinat, **Problèmes Monétaires et Financières Internationaux**, Ed Gualino, Paris, 2004, p154.

- يسمح هذا النظام باستقلالية السياسة النقدية، إذ أن هذه الأخيرة لا تكون مجبرة على الدفاع على معدل الصرف كما يظهر ذلك من خلال نموذج مندل فيما يعرف بمثلث عدم التكافؤ (معضلة الثلاثية المستحيلة).

لكن وبعد تعميم التعويم بعد سنة 1973، تبين أن هذه المزايا غير محققة، فبالنسبة لإعادة التوازن الأوتوماتيكي لميزان المدفوعات تبين أن ذلك لم يتحقق، إذ أن العديد من البلدان كالولايات المتحدة الأمريكية عرفت عجزا هيكليا في ميزان مدفوعاتها. كما تعرضت الكثير من العملات الرئيسية لهجمات مضاربية خاصة كالدولار الأمريكي والين الياباني، خلال سنوات السبعينات والثمانينات من القرن العشرين كما أن استقلالية السياسة النقدية غير محققة فالتبعية المتزايدة للاقتصاديات الوطنية والتكامل المالي الدولي جعل من الصعب تقييم فعالية السياسة النقدية.

إلى جانب ما سبق، فإن لنظام الصرف المرن تأثيرا تضخيميا مزدوج، حيث يطال هذا التأثير البلدان ذات العملات الضعيفة، من خلال انخفاض سعر صرفها الذي يرفع أليا أسعار المنتجات المستوردة، كما يزيد نظام الصرف المعموم من عدم اليقين الذي يعتري العلاقات التجارية الدولية، نتيجة جهل المصدرين لتغيرات أسعار الصرف، وبالتالي يجهلون السعر (بالنقد الأجنبي) الذي يقومون على أساسه ببيع منتجاتهم<sup>1</sup>.

كما يشكل التعويم عائقا أمام السياسة الاقتصادية، فعدم اليقين فيما يتعلق بسعر الصرف، يجعل الشك يشوب النتيجة المتوخاة من السياسة النقدية والمالية، إذ لا يمكن أن تكون هناك سياسة اقتصادية متماسكة إلا إذا استطاعت السلطات الرسمية أن تضيف على السياسة المالية والسياسة النقدية، عنصرا ثالثا هو سياسة الصرف.

إن تفسير التقديين لهذه النتائج المتضاربة، تستمد من كون هذا النظام غير تام، لأنه يتعلق بتعويم مغشوش أو مدار، فالتذبذب الكبير في الأسعار الذي يلزم السلطات النقدية التدخل بقوة وبانتظام يجعل من الضروري الحفاظ على احتياطات الصرف.

وفي هذا السياق بين كل من كالفو ورينهارت (2002)، أن العديد من البلدان التي أعلنت عن تبنيها لنظام الصرف المعموم تتدخل في الحقيقة بانتظام في

<sup>1</sup> وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل البناني للطباعة والنشر، 201، ص 306.

سوق الصرف من أجل الاستمرار في تكافئها، وهو ما يترجم خوفا من التعويم في البلدان الناشئة<sup>1</sup>، والذي يمكن إسناده إلى كون سعر الصرف المعلوم ليس بإمكانه ضمان سياسة نقدية مستقلة ومهدئة للصدمات الاقتصادية، ف نظام الصرف المعلوم يتميز بتغيير قوي بالنسبة لمعدل الصرف وضعيف بالنسبة للاحتياطات، وعلى العكس فإن أنظمة الصرف الثابت تظهر تغيرا ضعيفا في أسعار الصرف ويمكن أن تترافق حسب الحالات بتغيير قوي للاحتياطات أو معدلات الفائدة، تبعا لما تختاره السلطات للدفاع على التكافؤ، بالتدخل من خلال شراء أو بيع العملات الصعبة، أو من خلال تغيير معدل الفائدة.

في الواقع ولكل الأسباب السالفة الذكر، فإن القليل من البلدان الناشئة فقط تركت سعر صرفها يعوم إذ لا شيء يؤكد تقلص عدد الأزمات في البلدان التي تبني نظام سعر صرف موعوم.

## 2- نظام سعر الصرف الثابت والأزمات المالية:

على غرار البلدان الأوروبية في إطار نظام النقد الأوروبي، والعديد من البلدان التي اختارت نظام الصرف الثابت انطلاقا من سنة 1973، هناك ثلاث مزايا أساسية يحققها تبني هذا النظام<sup>2</sup>:

- يسمح هذا النظام باستقرار معدلات الصرف، ويقوي ديناميكية نمو المبادلات الدولية كما يدعم النمو الاقتصادي ويسمح للمتعاملين الاقتصاديين بمباشرة مختلف التعاقدات التجارية والمالية دون مخاطرة.

- يضع نظام الصرف الثابت حدا للمضاربة (نظريا) في سوق الصرف، وذلك من خلال وسائل الدفاع المتبعة من طرف البنوك المركزية، مما يكلف المضاربين خسائر كبيرة في حالة فشل هجمتهم، كما أن الأرباح الممكنة تحقيقها تعتبر ضعيفة نتيجة وجود هامش تقلب ضعيف جدا.

- يسمح بالسيطرة على أهم الأساسيات النقدية وأساسيات الميزانية، ويقوي التعاون الاقتصادي بين الدول كما أن الحفاظ على هذا النظام يتطلب اتخاذ سياسات اقتصادية تعمل على محاربة التضخم وتخفيض عجز الميزانية.

غير أن تكرار أزمات الصرف انطلاقا من سبعينات القرن العشرين، أظهر هشاشة أنظمة الصرف الثابت ففيما يتعلق بالميزتين الأولى والثانية، فنظام

<sup>1</sup> François Combe et Thibout Lepinat, opcit, p06.

<sup>2</sup> ibid, p155.

الصرف الثابت يدعم المبادلات الدولية إلى أنه لا يحمي من هجمات المضاربة، كما بينته كل من أزمة نظام النقد الأوروبي والأزمة المالية الآسيوية، أما فيما يتعلق بالميزة الثالثة فإن هناك تضاربا في الآراء، إذ يمكن ملاحظة ذلك في حالة البلدان الأعضاء في نظام النقد الأوروبي لكن هناك غياب لهذا التقارب في حالة بلدان أمريكا اللاتينية وبلدان جنوب شرق آسيا التي تربط عملاتها بالدولار الأمريكي.

ويعتبر استنزاف احتياطات الصرف عاملا محددًا لانفجار الأزمات في ظل نظام الصرف الثابت، إذ ومن أجل الحفاظ على الأسعار في حالة ضغط على قيمة العملة المحلية، يقوم البنك المركزي بإعادة شراء العملة المحلية في سوق الصرف وبيع العملة الصعبة، وهو ما يضعف أو يستنفذ احتياطات الصرف المحتفظ بها لدى البنوك المركزية، وهذا ما يشير إلى انخفاض وشيك في قيمة العملة، كما أن البلدان التي تتبنى نظام الصرف الثابت يمكنها أيضا أن ترفع معدل فائدها من أجل الدفاع على العملة المحلية لكن هذه الاستراتيجية ليست مطلقة لأن ارتفاع معدل الفائدة لا يمكن الإبقاء عليه لمدة طويلة دون حدوث اختناق في الاقتصاد.

عموما وكما يرى كل من Calvo و Mishkin (2000)<sup>1</sup>، فإن تبني أسعار الصرف المرنة أحسن لحماية الاقتصاديات ضد الصدمات الحقيقية على التنافسية أو على شروط المبادلات، على الأقل لاستعادة التوازن الأولي، في حين أن أسعار الصرف الثابتة يمكن أن تؤدي دور الموازن وتكون أكثر ملائمة في حالة الصدمات الاسمية التي يتعرض لها الطلب على النقود حيث يتم امتصاصها من خلال عمليات شراء وبيع النقد الأجنبي التي يجريها البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي، مما يؤثر مباشرة على احتياطات البنك المركزي المتداولة ويحافظ على ثبات سعر الصرف، وعندما تجتمع الصدمات الحقيقية مع الصدمات الاسمية تزداد الحاجة إلى مرونة سعر الصرف كلما كانت الصدمات الحقيقية أشد من الصدمات الاسمية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Virginie Coudert, **Régimes De Change Et Crises : Les Taux de Changes Fixes Sont-Ils Injustement Suspectes**, Contribution Au Rapport D'analyse Economique Sur Les Crises Financières, Banque De France Et Université de paris, CEPN, février 2004, pp1-2.

<sup>2</sup> عبد العلي جيبلي وفيتالي كرامانكو، اختيار نظم الصرف في شمال إفريقيا والشرق الأوسط، منشورات صندوق النقد الدولي، 2003، ص 09.

### 3-المدىونية بالعملة الصعبة وخطر التعرض للأزمات المالية

يدفع تبني نظام الصرف الثابت إلى تشجيع المتعاملين على تحرير ديون بالعملة الصعبة، وذلك نتيجة للضمانات الممنوحة من طرف الحكومات، فإذا التزمت السلطات النقدية بالحفاظ على معدل الصرف الثابت وضمنت للمستثمرين أنها ستسد لهم في حالة انخفاض قيمة العملة أو عدم القدرة على السداد فإن المتعاملين يأخذون هذه التصريحات بعين الاعتبار ولا يحتاطون من مخاطر الصرف، ويتعاقدون على قروض بالعملة الأجنبية، والعامل أكثر أهمية هنا أن المدىونية بالعملة الأجنبية تزيد من تكلفة الأزمات نتيجة لارتفاع عبئ تسديد الديون في حال انخفاض في قيمة العملة<sup>1</sup>، وعلى العكس من ذلك فإننا البلدان التي تبني نظام الصرف معوم تكون محمية من هذا السلوك غير الحذر بسبب عدم الاستقرار الدائم لعملةها.

من مجمل ما سبق يمكن القول أن تبني نظام صرف ثابت يؤدي إلى حدوث الأزمات، فضرورة التدخل من أجل استقرار سعر الصرف يؤدي إلى استنزاف الاحتياطات الأجنبية ويفجر الأزمة، كما أن سعر الصرف الثابت من شأنه أن يرفع من قيمة العملة وهو ما يؤدي بالإضرار من تنافسية البلد، ومن شأن هذا النظام أن يؤدي إلى تقدير أقل لمخاطر الصرف، مما يدفع المتعاملين إلى الاقتراض بالعملة الصعبة ويزيد من الأزمات المصرفية.

أما بالنسبة للبلدان الناشئة فإن أغلب الأزمات التي تتعرض لها ترتبط بالتراجع الشديد لتدفقات رؤوس الأموال والدراسات التجريبية تبين أن هذا الانعكاس في حركية رؤوس الأموال يحدث في ظل نظام الصرف الثابت أكثر منه في نظام سعر الصرف المعوم.

#### الخاتمة

من خلال ما سبق نستنتج أن تطبيق نظام سعر الصرف الثابت يؤدي إلى جعل التجارة أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر حجماً وعن تحقيق معدلات تضخم منخفضة إلا أنه يسجل غياب استقلالية السياسة النقدية، أما بالنسبة للنظام المرن، فيتميز بجعل الاقتصاد قادر على التكيف مع الصدمات وامتصاص آثارها وفي فعالية السياسة النقدية، غير أن التجارة الخارجية تكون غير مستقرة نتيجة التقلب في سعر الصرف. هذا وقد أدت الموجة الأخيرة من أزمات الأسواق الناشئة في

<sup>1</sup>Fronçais Combe et Thibout Lepinat, opcit, p10.

التسعينات إلى توجيه الانتباه إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة والاستقلال النقدي وعمليات الربط لا تتسق مع بعضها البعض، وبناء على ذلك طرح العديد من المراقبين وجهة النظر ثنائية القطب والتي تشير إلى اختيار الربط الجامد أو التعويم. غير أنه بالرغم من استبعاد أزمات العملة في حالة الربط الجامد مثل مجالس العملة أو الدولار إلا أن احتمال حدوث الأزمات المصرفية يبقى قائما بسبب عدم المقدرة على احتوائها دون وجود سلطة نقدية من جراء غياب دور مقرض الملاذ الأخير وعدم القدرة على توفير المرونة في السياسة النقدية لمقابلة الصدمات، وتعني هذه الصعوبات أن الترتيبات الوسيطة قد تظل قائمة.

## المراجع

### الكتب:

1. أحمد الخضيرى محسن، إدارة الأزمات، مكتبة مدبولي، الإسكندرية.
2. أحمد جاهين السيد محمد، " سياسة الصرف الأجنبي "، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
3. أحمد حشيش عادل، " أساسيات الاقتصاد الدولي "، دار الجامعية الجديدة، 2002.
4. حاتم سامي عفيف، " التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم "، الدار المصرية اللبنانية، جامعة حلوان، القاهرة 1991.
5. حيدر هاشم، " أزمة الدولار "، الطبعة الثانية، الهيئة العامة للكتاب، بيروت، 1991.
6. شندي وجيه، " المدفوعات الدولية وأزمة النقد العالمية "، دار وهان للطباعة والنشر، 1976.
7. عبد الحافظ السيد البلوي، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
8. عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية ( أزمة الرهن العقاري الأمريكية) الدار الجامعية، مصر، 2009.
9. علوية السيد، إدارة الأزمات والكوارث- مخاطر العولمة والارهاب الدولي - مركز القرار للاستشارات، الطبعة 3 القاهرة، 2004.
10. عوض الله زينب حسن، "الاقتصاد الدولي، نظرة عامة على بعض القضايا"، الدار الجامعية الإسكندرية 1998.
11. عوض الله زينب حسن، " العلاقات الاقتصادية الدولية "، دار الفتح للطباعة والنشر، الإسكندرية 2003.
- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي: قضايا نقدية ومالية، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، 2001.

### الرسائل:

1. برياطي حسين، أنظمة الصرف ومعايير اختيار نظام الصرف الملائم، رسالة ماجستير في العلوم التجارية جامعة مستغانم، 2008.

### المجلات:

1. جيبلي عبد العلي و كرامانكو فيتالي، اختيار نظم الصرف في شمال افريقيا والشرق الأوسط، منشورات صندوق النقد الدولي، 2003.
2. معهد الدراسات المصرفية، أسعار صرف العملات، مجلة اضاءات، العدد 12، الكويت، يوليو 2011.
3. هيلبرز بول، كروجر راسل، موريتي ماريتا، مؤشرات الحيلة الكلية وأدوات جديدة لتقييم سلامة النظام المالي مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، سبتمبر 2002.

## الأنترنيت:

1. إبراهيم علوش ، نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:  
<https://groups.yahoo.com/neo/groups/eFreePalestine/conversations/messages/61155>

## المراجع باللغة الاجنبية

1. Combe François et Lepinat Thibout, **Problèmes Monétaires et Financières Internationaux**, Ed Gualino, Paris, 2004.
2. Dohni Larbi, Hainaut Canol, « **Les taux de change** », édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
3. Harrison Andrew et Autres, « **Business international et mondialisation** », 1ère édition, édition de Boeck ,université, Bruxelles, Belgique, 2004.
4. Jura. Michel, « **Technique financière international** », 2ème édition, Dunod, Paris, 2003.
5. Beitone Alain, « **Les politiques économiques conjoncturels enjeux et limites**», revue les cahiers français, n°335, France, 2006.
6. Coudert Virginie, **Régimes De Change Et Crises : Les Taux de Changes Fixes Sont-ils Injustement Suspectes**, Contribution Au Rapport D'analyse Economique Sur Les Crises Financières, Banque De France Et Université de paris, CEPN, février 2004.
7. Eichengreen, Mussa, Dell'Aricia et AL, « **Capital account liberalization, theoretical and practical aspects**», IMF occasional paper, 172, Washington DC, International Monetary Fund, 1998
8. Hinds Manuel, « **Economic Effects of Financial Crisis** " A World Bank Policy-Research Working Paper, 104, Dec 1998.
9. J. Frankel, Luis. S, « **Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime** », NBER Working Papers , National Bureau of Economic Research, 2000.
10. Jhonston Barry, Chai Jingqing and Scumacher Liliana, "**Assesing Financial System Vulnerability**", IMF Working Paper, wp/00/76, April 2000.
11. M. Goldstein, « **Managed floating plus** », Policy Analyses in International Economics, Washington, USA, 2002.
12. M. Obstfeld, Shamgaugh, J.C. et Taylor, A, «**The Trilemma in History: Trade offs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility**», Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003.
13. Valasco Andres, « **Exchange rate in emerging markets: Floating toward the future**», in Monetary policy and exchange rate regimes option for the Middle East, 2003.
14. Amira jouini, "**régime de change et croissance économique : théorie et essais de validation empirique** ", mémoire magistère en science économique université de Tunis el-Manar 2008.