

كلية الاقتصاد

التمويل الدولي

الاسم

القسم الأول

40

مدرس المقرر

د. مازن ديب

العام الدراسي 2022 – 2023 م

الفصل الأول

مفهوم وعناصر التمويل الدولي

المبحث الأول

التدفقات المالية الدولية

بعد قراءة هذا المبحث نتعرف على:

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

طبيعة وأهداف التحركات الدولية لرأس المال

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

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

١. التغيرات الحاصلة في النظام النقدي العالمي؛

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



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

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

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

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



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

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

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

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



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

العوامل المؤثرة في تدفقات رأس المال

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

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

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



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

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



المبحث الثاني

ماهية التمويل الدولي

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

في مصطلح "التمويل الدولي"

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

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

ولكن ما هي خصوصية التمويل الدولي؟

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



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

وبرغم أن معظم، إن لم يكن كل التمويل يجب أن ينظر إليه في إطار دولي، فإن هناك مشكلات خاصة تنشأ من العلاقات بين الدول. وأغلب هذه المشكلات، تعود إلى استخدام عملات مختلفة في دول مختلفة والحاجة إلى تبادل هذه العملات. وتحدد أسعار صرف العملات وفق ترتيبات متنوعة، ولذا فإن كلاً من الأسعار والترتيبات عرضة للتغير. وللتغيرات في أسعار الصرف بين العملات تأثيرات كبيرة على المبيعات، والتكاليف، والأرباح ومستويات حياة الأفراد. وبالإضافة إلى تعقيدات أسعار الصرف، هناك مشكلات دولية خاصة تأتي من الفرص والمخاطر المرتبطة بالاقتراض والاستثمار عبر الحدود.¹

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

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

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



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

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

أنواع التحركات الدولية لرأس المال

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

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



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

- قروض حكومية ثنائية Bilateral.

- قروض دولية متعددة الأطراف Multilateral.

- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

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

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

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



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

المضمون المتغير للتمويل الدولي

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

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



المبحث الثالث

النقود والسيولة الدولية

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

النقود الدولية ومشاكل الإصدار

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

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



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

- طبيعة السلعة العامة للنقود Public Good؛

- وجود اقتصاديات حجم في إصدارها Economies of Scale؛

- مشكلة الثقة أو المصادقية Confidence.¹

ونناقش فيما يلي الحالات السابقة باختصار.

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

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

1. cf.

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



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

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

السيولة الدولية

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



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

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

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

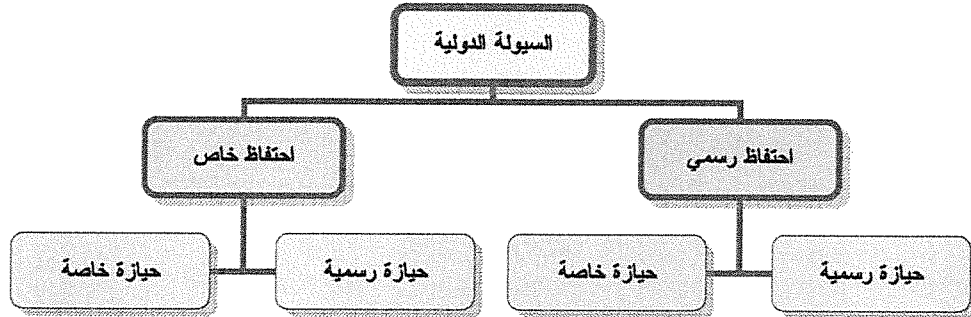
ويمكننا تقسيم مصادر السيولة الدولية إلى عدد من الفروع، لكل منها أنواعها المرتبطة معها في التدفقات المالية الدولية. وهذه المصادر ممثلة في الشكل رقم (١-١). فالسيولة الدولية يمكن أن يحتفظ بها أطراف خاصة (عبر المصارف الدولية،

1. cf.

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



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



الشكل رقم (١-١) أنواع السيولة الدولية

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

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

¹ Heather D. Gibson, Op.Cit. P10.



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



المبحث الرابع

أهمية التمويل الدولي

بعد قراءة هذا المبحث يجب أن تكون قادراً على:

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

الأهمية المتزايدة للتمويل الدولي (الأسواق والأدوات)

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

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

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

¹ Maurice D. Levi, Op.Cit. . P.15.



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

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

نمو الإقراض المصرفي الدولي

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

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

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

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



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

الجدول رقم (١-١)

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

ويتشكل إجمالي الإقراض المصرفي الدولي من عدة مكونات تتمثل بالتالي:

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

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

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



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

المبالغ بمليارات الدولارات الأمريكية

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

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

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

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



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

أهمية المصدر والنوعية في التمويل الدولي

جانب الدول المتلقية (المستوردة) لرأس المال

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

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

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



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

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

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



أهمية المصدر والنوعية في التمويل الدولي

جانب الدول المانحة (المصدرة) لرأس المال

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

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

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

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



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

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



الفصل الثاني

النظام النقدي الدولي

المبحث الأول

النظام النقدي الدولي قبل الحرب العالمية الأولى

بعد قراءة هذا المبحث نتعرف على:

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

الترتيبات النقدية الدولية بين النظرية والتطبيق

نستعرض في هذا الفصل، الأنظمة النقدية الرئيسية التي عرفها العالم في الفترة الماضية. وننتقل بالتالي بين أربعة أنواع أساسية: من قاعدة الذهب، إلى بريتون وودز، مروراً بالتعويم وصولاً إلى التدخل التعاوني. وبتحليل نظم الصرف الثابتة والمعمومة نجد أنفسنا مرغمين على تقبل نتيجة، أنه بالرغم من الخبرة الواسعة المتأتية من إتباع نظم نقدية دولية مختلفة وترتيبات متنوعة خلال الفترة الماضية، إلا أنه لا يوجد نظام دائم واضح. ويمكن أن نشير بهذا الخصوص، إلى أن سرعة التغير الاقتصادي تترك ضغطاً كبيراً على أية ترتيبات متبعة. فمع عدم وجود مصرف دولي أو عملة دولية، كان لابد من تطوير نظم يمكن معها للنقود الوطنية أن تستعمل في تسوية التعاملات الدولية. وقد حمل كل نظام معه مجموعة من القواعد التي تمثلت أحياناً بقوانين وضوابط معينة، وأحياناً أخرى بصورة معاهدات وأعراف، يشار إليها، في التمويل الدولي، على أنها "قواعد اللعبة" Rules of the Game.¹

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

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



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

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

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

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

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

2. cf. –

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



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

نظام قاعدة الذهب Gold Standard

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

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

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



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

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

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

وتمثلت الخصائص الرئيسية لنظام الذهب بالتالي:

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

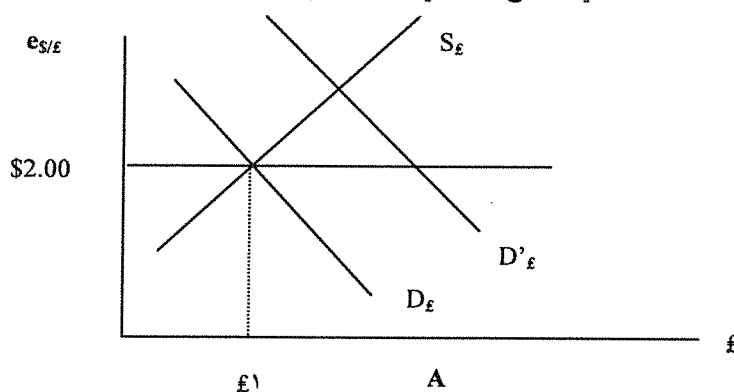


تساوي \$٤٠، وقررت بريطانيا أنها تساوي ٢٥ جنيه إسترليني، فإن سعر الصرف بين الدولار والجنيه هو $٢٥ \div ٤٠ = ١,٦٠ / \$$ جنيه. وفي حال تبأنت الأسعار بين الأسواق فإن المراجعة ستكفل الرجوع إلى سعر التعادل Mint Parity أو Parity Value¹؛

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

تحديد سعر الصرف وفقاً لقاعدة الذهب

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



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

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

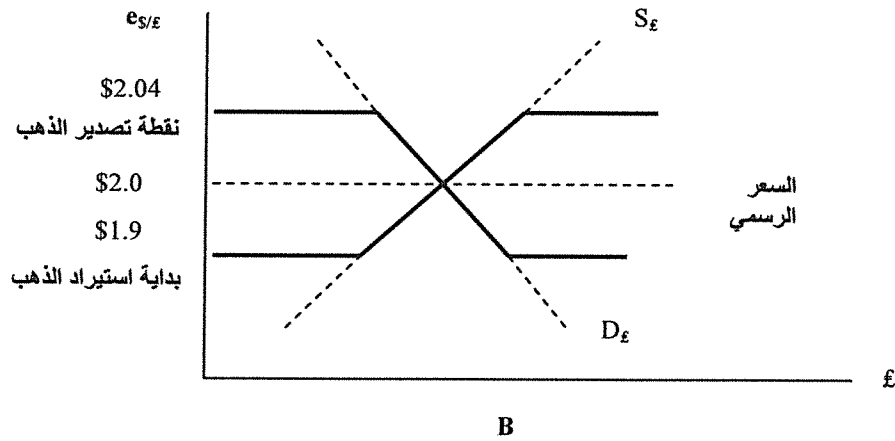
1 Francisco L. Rivera-Batiz and Luis Rivera-Batiz, 1989- International Finance and Open Economy Macroeconomics. P.510.

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



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

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



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

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



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

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

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

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



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

آلية تسوية الأسعار وتدفق الذهب Price-Specie Flow Mechanism

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

$$M_s = kpy$$

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

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

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



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

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

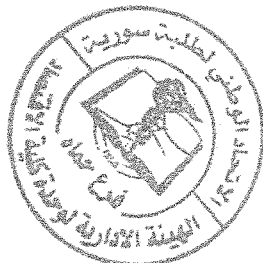
من الواضح أنه توجد آليات مختلفة يتصحح من خلالها الاختلال في ميزان المدفوعات في ظل نظام الذهب، ولكن حلقة الوصل بين هذه الآليات، وهي العلاقة بين تدفق الذهب وعرض النقود، يبدو وكأن مفعولها لم يسر أثناء الأداء الحقيقي لنظام الذهب بين ١٨٨٠-١٩١٤. فالقوانين التي تتطلب دعم كمية النقد المصدر بالاحتياطي من الذهب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

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



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

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



المبحث الثاني

النظام النقدي الدولي ما بين الحربين العالميتين

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

الخروج عن قاعدة الذهب التقليدية

أدى قيام الحرب العالمية الأولى إلى خروج دول العالم، واحدة بعد الأخرى، عن قاعدة الذهب وإبطال العمل بالتحويل إلى الذهب. وأفسح نظام الصرف الثابت، الذي خدم على مدى ٣٥ عاماً، المكان لنظام التمويل. وحافظت الولايات المتحدة الأمريكية على قابلية تحويل الدولار إلى الذهب. وعلى اعتبار أن بقية العملات، لم تعد قابلة للتحويل، فإن الدولار قد تحرك عائماً مقابلها.¹

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

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

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



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

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

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

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

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



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

نسخة جديدة من قاعدة الذهب.

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

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

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



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

التعويم والفوضى النقدية

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

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

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



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

بروز الدولار

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

صندوق تثبيت واتحاد مقاصدة

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

وقضى الاقتراح المقدم بما يلي:

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

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



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

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

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

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

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

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

- توفير عملة مقبولة دولياً في التعاملات يقتصر استخدامها على المستوى الرسمي؛
- توفير طريقة ملائمة لتحديد القيم النسبية ل عملات مختلف البلدان تضمن عدم لجوئها إلى سياسة التخفيض؛

- ضرورة توفير كميات ملائمة من العملة الدولية بحيث تتحدد هذه الكمية بشكل مؤكد ومعروف مسبقاً ويتم التحكم فيها زيادةً ونقصاناً وفقاً لمستوى التجارة الدولية ومواجهة حالات التضخم والانكماش على المستوى الدولي؛



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

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



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



المبحث الثالث

النظام النقدي الدولي بعد الحرب العالمية الثانية

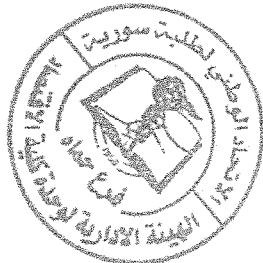
بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

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

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



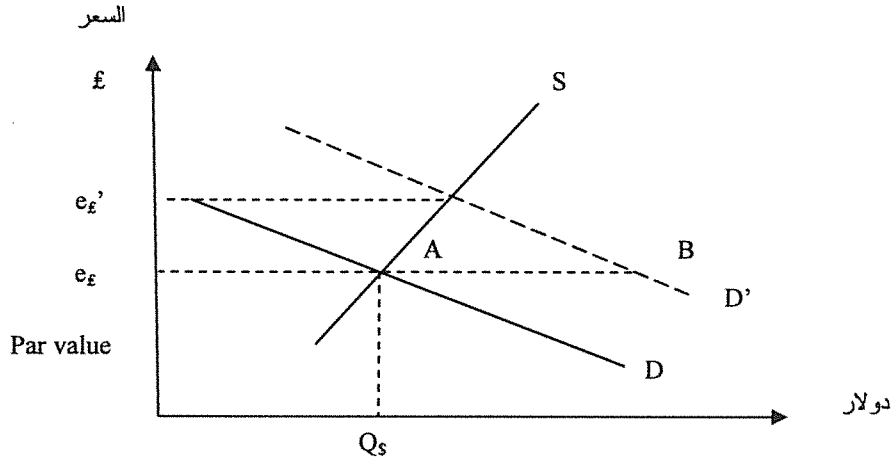
في الدول النامية. أما الصندوق فقد أسس ليكون الجهاز الرئيسي المسؤول عن تنفيذ ومتابعة النظام النقدي الجديد الذي سمي بنظام بريتون وودز Bretton Woods System، وهدفه الأساسي تحقيق استقرار في أسعار الصرف من خلال وضع نظام أسعار صرف يجمع بين فوائد أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المتغيرة، وسمي بنظام أسعار الصرف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

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

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

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





الشكل رقم (٢-٢) العرض والطلب على الدولار

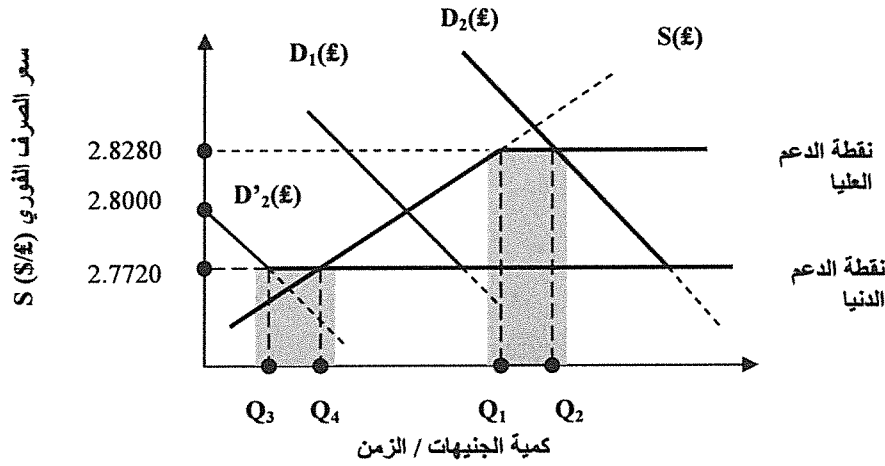
ويرتبط الدور الرئيسي للذهب بقابلية تحويل الدولار الأميركي إلى الذهب عند سعر ثابت، ويعني ذلك أن الولايات المتحدة الأمريكية لديها استعداد لبيع الذهب إلى المصارف المركزية الأجنبية (وليس الأفراد) مقابل الدولار الأميركي عند سعر \$٣٥ للأونصة الواحدة. أما بالنسبة للدول الأخرى فهي غير ملزمة بتحويل عملاتها إلى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

آلية عمل نظام الصرف بالذهب

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



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



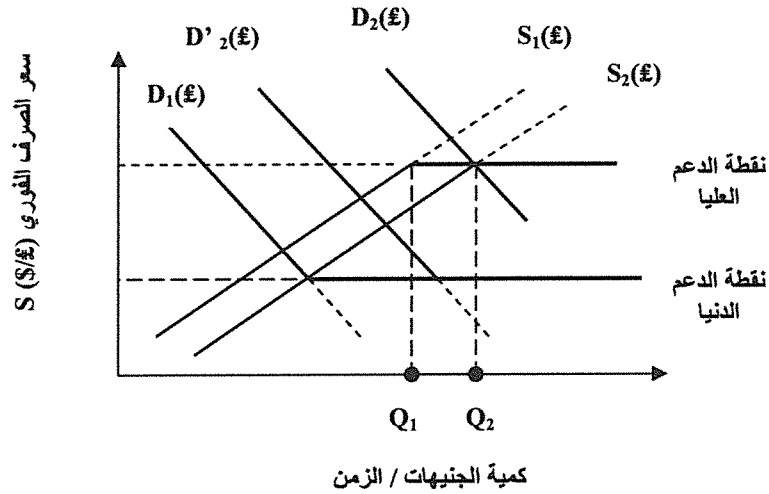
الشكل رقم (٣-٢) آلية عمل نظام الصرف بالذهب^١

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

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

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





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

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

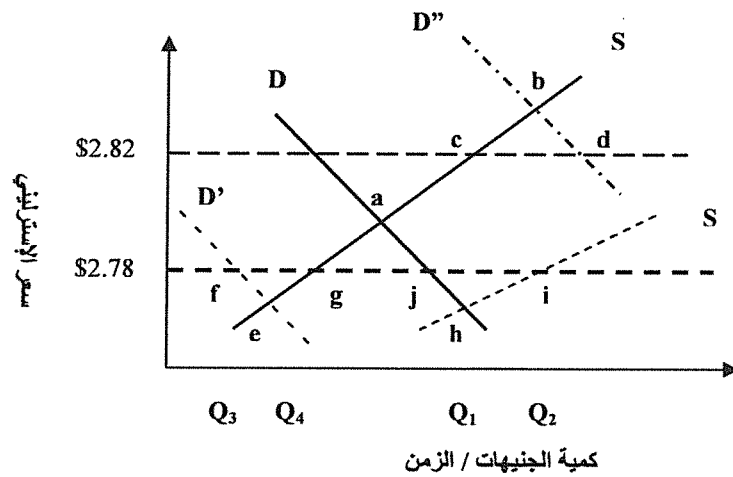
دور الاحتياطات الدولية في تحديد سعر الصرف

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

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



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



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

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

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

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

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



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

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

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

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

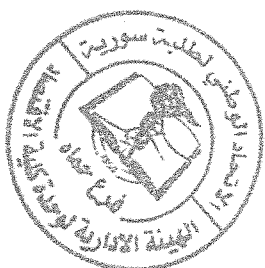


قاعدة الصرف الثابت للدولار ١٩٥٠-١٩٧٠

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

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

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



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

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

وتحولت السياسة النقدية الأمريكية، في ذروة حرب فيتنام إلى التوسع، وازداد معدل التضخم عن 3,5% بناء على أسعار المنتج و4,5% بناء على أسعار المستهلك. وتخلت الولايات المتحدة عن التزامها بالحفاظ على سعر مستقر مخالفة بذلك القاعدة السادسة (الإطار 2-6)، وتلتها على وجه الخصوص ألمانيا، التي اتبعت سياسة نقدية صارمة. وأفقد التضخم، مع الزمن، الولايات المتحدة تنافسية صادراتها، وتدهور ميزان المدفوعات وميزان الحساب الجاري بشدة عامي 1968 و 1969 وبدأت أسواق رأس



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

تمثلت قواعد اللعبة بالنسبة للدول الصناعية ماعدا الولايات المتحدة بالتالي:

- I. ثبت سعر التعادل الرسمي official par value للعملة المحلية بالنسبة إلى الدولار الأمريكي، واترك سعر الصرف مربوطاً بشكل غير واضح بحدود ١% قياساً إلى سعر التعادل؛
 - II. اسمح بالتحويل الحر للعملات في عمليات الحساب الجاري، ولكن استعمل ضوابط رأس المال لعزل أسواق المال المحلية، وابدأ التحرير؛
 - III. استخدم الدولار الأمريكي كعملة التدخل واحتفظ بسندات الخزانة الأمريكية كاحتياطي رسمي؛
 - IV. عزز أهمية الحفاظ على سعر صرف ثابت، واخضع السياسة النقدية المحلية لهذا الهدف ولمستوى سعر السلع المتاجر بها في الولايات المتحدة؛
 - V. قلص اختلالات الحساب الجاري عبر تغيير السياسة المالية الوطنية (النفقات الحكومية ناقص الإيرادات الضريبية) لتعديل الاختلال بين الادخار الخاص والاستثمار.
- أما بالنسبة للولايات المتحدة فكانت القواعد كالتالي:
- VI. كن سلبياً (منفعلاً) في أسواق الصرف الأجنبي. مارس التجارة الحرة بعيداً عن أغراض ميزان المدفوعات وأسعار الصرف؛
 - VII. اترك أسواق رأس المال الأمريكية مفتوحة للإقراض والاستثمار من قبل المقيمين من القطاع الخاص والجهات الخارجية السيادية (الدول)؛
 - VIII. حافظ على وضع المقرض الدولي للأصول المقومة بالدولار، وخفض العجز المالية؛
 - IX. واصل السياسة النقدية المستقلة التي تخلق استقراراً في أسعار سلع المتاجرة.¹

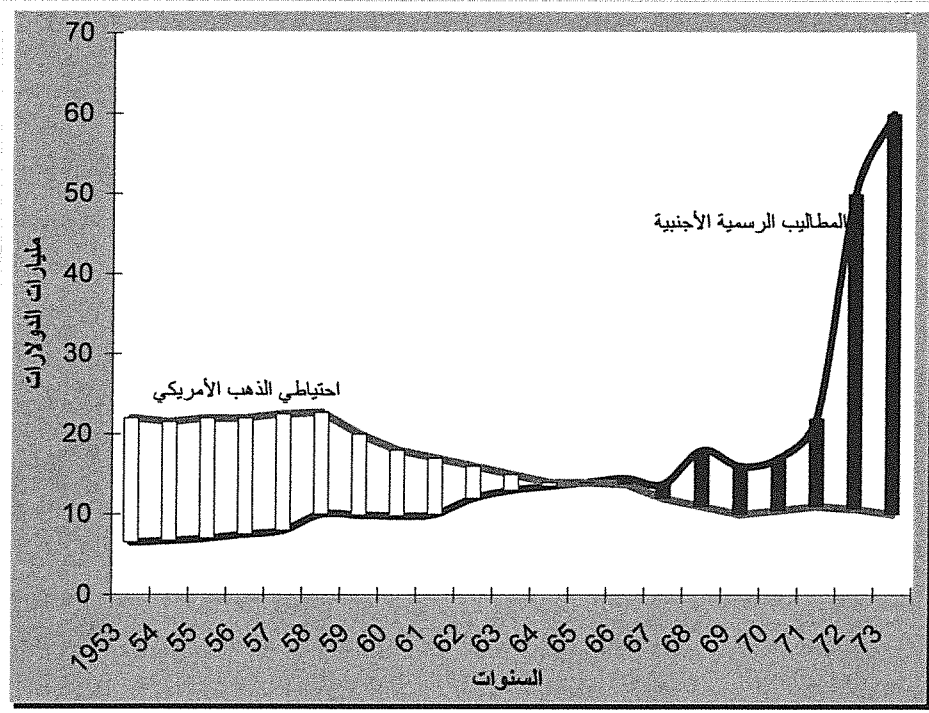
1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.29.



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

معضلة تريفين The Triffin Dilemma

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



الشكل رقم (٢-٦) معضلة تريفين

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



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

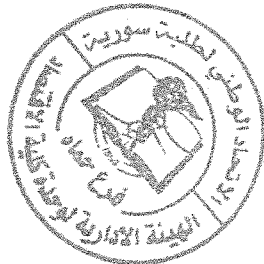
فشل نظام بريتون وودز

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

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

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

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



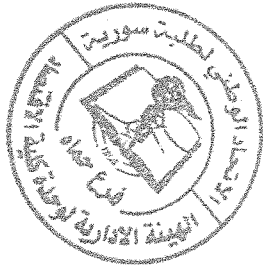
تعتبر مطالب على الذهب الموجود في الولايات المتحدة، ونتيجة لذلك انخفضت الثقة بالدولار كاحتياطي رئيسي.

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

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

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

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



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



المبحث الرابع التعويم المدار Managed Floating System

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

اتفاقية سميثونيان (١٩٧٣-١٩٧١)

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

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



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

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

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

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

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



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

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

نظام الثعبان داخل النفق Snake in the Tunnel

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

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

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



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

نظام النقد الأوروبي EMS

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

النقت الدول الأوروبية مجدداً في نيسان من عام ١٩٧٢، بعد توقف بريتون وودز واتفاقية سميثونيان. وحدد نطاق الثعبان بـ $(\pm 2.25\%)$ ونطاق النفق عند



(±٤,٥٠%)^١. وفي آذار من عام ١٩٧٣ صوت المجلس الأوروبي على إلغاء النفق وترك العملات الأوروبية تعوم مقابل الدولار مع الحفاظ على الثعبان. شهدت الفترة بين عامي ١٩٧٣-١٩٧٨ العديد من محاولات الدخول والخروج من اتفاقية الثعبان، وفي كانون أول من عام ١٩٧٨ صوت المجلس الأوروبي على إحداث نظام النقد الأوروبي European Monetary System (EMS) الذي ظهر في آذار من عام ١٩٧٩.

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

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

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

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



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

قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٥-١٩٨٤

The Floating-Rate Dollar standard

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

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

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



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

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

الولايات المتحدة

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

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



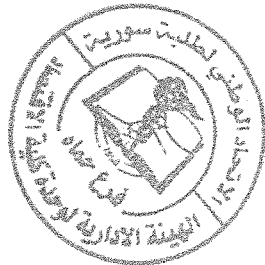
اتفاقية التدخل بلازا- اللوفر (قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦)

اقتصاديات العرض Supply Side Economics

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

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

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



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

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

قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦

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

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

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



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

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

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

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

ألمانيا، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية G-3

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

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



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

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

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

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

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

باقي الدول الصناعية

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

أداء نظام التعويم المدار

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

$$R = SP^* / P$$

حيث:

R هو سعر الصرف الحقيقي.

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

P^* هي مستوى السعر الأجنبي.

P هو مستوى السعر المحلي.



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

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

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

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

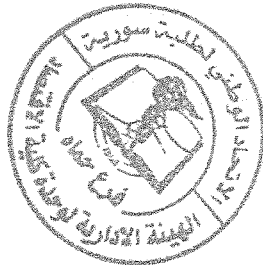
2. Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 692.



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

اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي

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



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

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



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

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



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

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

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

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



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

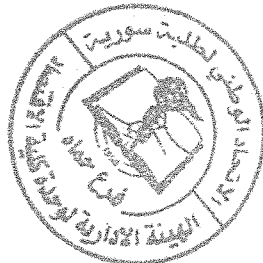
هذا الاقتراح على أن عدم الاستقرار في أسعار الصرف يعود إلى سببين:

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

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

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

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



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

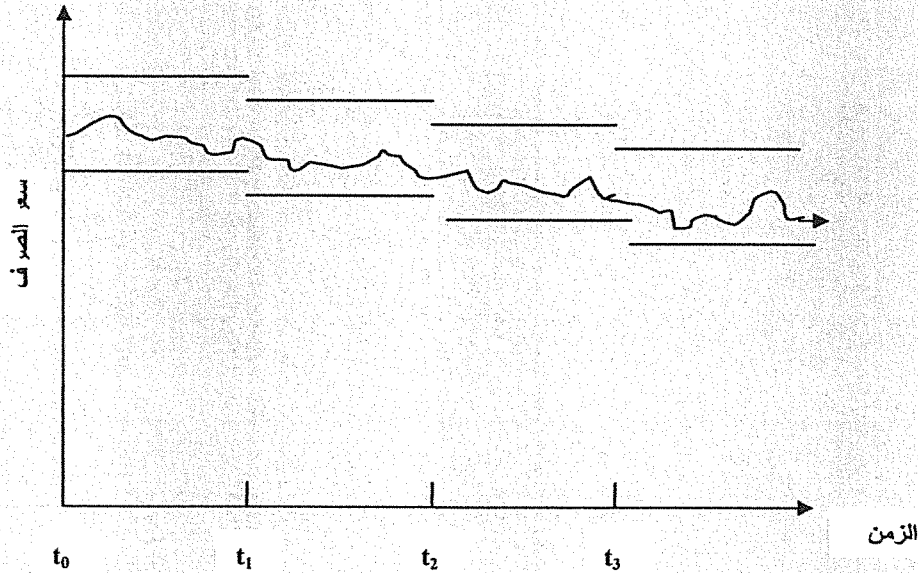
Hybrid Systems of Exchange Rates

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

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

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

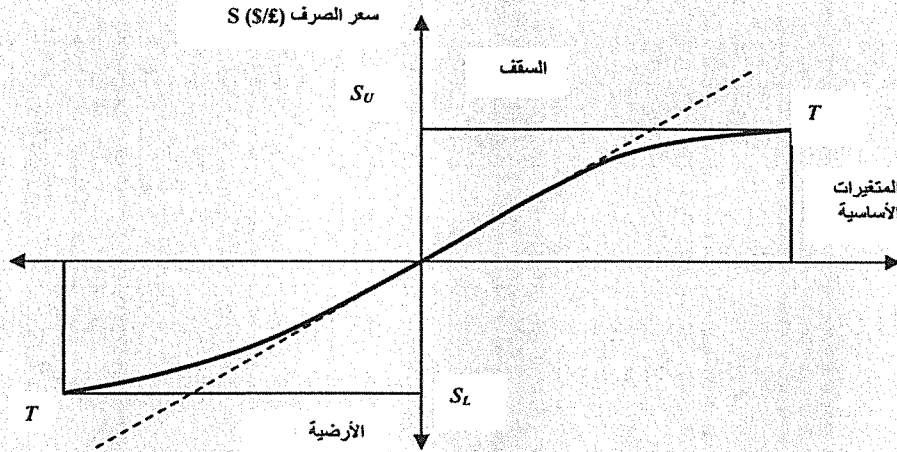
الربط الزاحف: حيث يتم تعديل نقاط الدعم دورياً وفق طريقة نمطية قائمة على عوامل اقتصادية معينة كالتضخم، أو بناء على سلوك سعر الصرف في فترات سابقة ونطاق تحركه.



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

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

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



ملخص الفصل الثاني

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



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



كلية الاقتصاد

التمويل الدولي

السنة الثانية

القسم الثاني

46

مدرس المقرر
د. مازن ديب

العام الدراسي 2022 – 2023 م

الفصل الثالث

مصادر التمويل الدولي

المبحث الأول

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

(مصادر التمويل الثنائية)

بعد قراءة هذا المبحث نتعرف على:

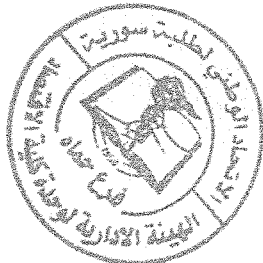
- المصادر الرسمية في التمويل الدولي (مصادر التمويل الثنائية).
- التخصيص والتعاقد والسحب.
- خصائص التمويل الثنائي.

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

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

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

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



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

مصادر التمويل الثنائية

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

التخصيص والتعاقد والسحب

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

١. عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج ١ ص ٦٥.



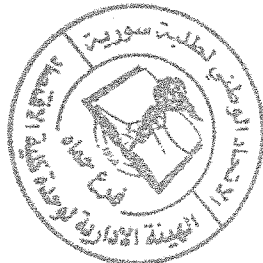
المتعاقد عليها ضمن المديونية الخارجية للدولة المتلقية، وحينما يتم توريد السلع المتفق عليها في إطار التعاقد يبدأ حساب الفوائد على الجزء المسحوب من التعاقد لتمويل توريد السلع والخدمات سالفة الذكر. وهذا الجزء المسحوب هو الذي يدرج في المديونية الخارجية للدولة.

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

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

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

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



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

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

خصائص التمويل الثنائي

يمكننا أن نذكر في هذا الإطار الخصائص الأهم التالية:

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

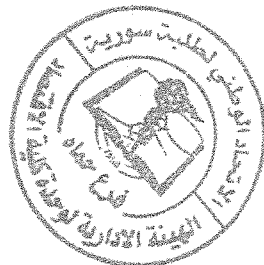


تخفيفاً حقيقياً، الأمر الذي يجعل القرض الذي تتضمن شروطه وجود فترة سماح من قبيل القروض السهلة والعكس صحيح.

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

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

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



المبحث الثاني

المصادر الرسمية في التمويل الدولي

(مصادر التمويل متعددة الأطراف)

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

I. مؤسسات التمويل الدولية.

▪ البنك الدولي World Bank

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

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

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



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

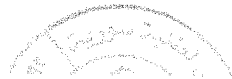
يتولى البنك تمويل مشاريع البنية الأساسية، وقد جرت العادة على منح قرض البنك لمشروعات محددة، حيث يتم التأكد من سلامة المشروع وقدرته على سداد مستحقات القرض قبل الموافقة على تمويله، وتتم عملية التمويل وتنفيذ المشروع بعدة مراحل يطلق عليها "دورة المشروعات" حيث يجري في البداية تحديد ودراسة المشروع، وبعد ذلك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

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

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

موارد البنك وشروط الإقراض.

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



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

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

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

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

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

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

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

١. المساعدة على تعمير أراضي الأعضاء والعمل على تقدمها الاقتصادي بتوفير رؤوس الأموال لأغراض الإنشاء بما في ذلك إعادة الحياة الاقتصادية التي حطمتها الحرب، وتشجيع النشاط الاقتصادي بإنشاء المشروعات التي من شأنها تنمية المرافق الإنتاجية في مختلف الدول.
 ٢. تشجيع عمليات الاستثمار الخارجي المباشر عن طريق ضمان هذه الاستثمارات كما يقوم بتقديم القروض وتكملة النقص في الاستثمارات المباشرة، خاصة إذا تعذر على الدولة الحصول على القروض بشروط مناسبة من مصادر أخرى. ويقدم البنك هذه القروض والمساهمات من أمواله عن طريق تدبيرها من مصادر أخرى.
 ٣. تشجيع تحقيق نمو متوازن في التجارة الدولية في الأجل الطويل وذلك بتشجيع الاستثمارات وتوفير الطاقة الإنتاجية للدول وزيادة مواردها الخاصة.
 ٤. تنظيم وتنسيق القروض الصادرة من البنك أو بضمنان البنك ويتم ذلك عن طريق مراعاة قضية الأولويات بالنسبة للمشروعات المزمع تمويلها في الدولة العضو.
 ٥. العمل على تهيئة البيئة التجارية الأفضل في أراضي الدول الأعضاء والمساعدة على الانتقال من اقتصاديات الحرب إلى اقتصاديات السلم.
- وقد أجازت اتفاقية إنشاء البنك في المادة الثامنة اقتراح أية تعديلات على بنود الاتفاقية سواء كان هذا الاقتراح صادر عن إحدى الدول الأعضاء أو من مجلس المحافظين ويشترط موافقة ثلاثة أخماس الأعضاء الحائزين لأربعة أخماس قوة التصويت على إجراء التعديل المقترح.
- وقد تم الاتفاق في بداية إنشاء البنك على أن رأس المال المرخص به ١٠٠ مليار



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

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

■ مؤسسة التمويل الدولية IFC International Finance Corporation

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

الخدمات التي توفرها المؤسسة:

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

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

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

■ هيئة التنمية الدولية IDA.

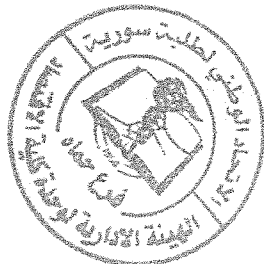
أنشأت كمؤسسة تابعة للبنك الدولي عام ١٩٦٠. وتعمل هذه المؤسسة في مجال تقديم المساعدات للبلدان الأكثر فقراً في العالم. وتوفر قروضاً طويلة الأجل تمتد آجال استحقاقها لأكثر من خمسين عاماً، وبشروط ميسرة حيث لا تتقاضى أية فائدة عن هذه القروض ولكنها تتقاضى رسماً بسيطاً يصل إلى (٣/٤٪) سنوياً. ورغم أن قروض هذه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

موارد الهيئة

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

■ صندوق النقد الدولي IMF.

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



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

رأس مال الصندوق وموارده

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

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

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

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

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

ب- ٧٥% تدفع بالعملة الوطنية للدولة العضو.

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

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

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

١. عادل المهدي، ١٩٩١- التمويل الدولي. العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، ج ٣ م ع. ص ٩٠.



التسهيلات التي يقدمها الصندوق.

تطورت هذه التسهيلات خلال العقود الأخيرة، وهي تتمثل بالتالي:

① حقوق السحب العادية.

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

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

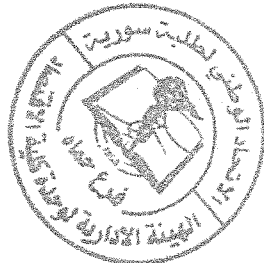
٥. يشترط لاستخدام حقوق السحب العادية أن يكون الغرض من عملية السحب علاج عجز مؤقت في ميزان المدفوعات حيث لا يجوز أن يكون السحب لتمويل الاستثمارات أو عجز هيكلي في ميزان المدفوعات.

② تسهيلات التمويل التعويضي Compensatory Financing.

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

③ حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights.

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



ما هي حقوق السحب الخاصة؟

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

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

أساليب استخدام حقوق السحب الخاصة

يجري استعمال هذا الأصل من قبل الدول الأعضاء بأسلوبين:

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

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

④ التسهيلات البترولية Oil Facility.

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

⑤ تسهيلات ممتدة (موسعة) Extended Facility.

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



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

٦ صندوق الائتمان Trust Fund.

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

٧ تسهيل التمويل الإضافي Supplementary Financing Facility.

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

٨ تسهيل التعديل الهيكلي Structural Adjustment Facility.

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

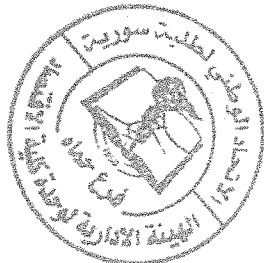
ويتم تمويل تسهيلات التعديل الهيكلي من خلال استعادة الصندوق للقروض التي سبق أن منحها للدول الأعضاء في ظل صندوق الائتمان والتي استغرقت أربعة أعوام ونصف. وتحدد شروط الصندوق الدول المؤهلة للحصول على هذه التسهيلات وهي تلك الدول منخفضة الدخل والتي تواجه مشكلات طويلة الأجل بصدد ميزان مدفوعاتها وتتحدد قيمة ما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

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

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

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

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



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

II. مؤسسات التمويل الإقليمية.

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

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

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

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

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

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



المبحث الثالث

مصادر التمويل الدولي الخاصة

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

■ تمويل و ضمان الصادرات:

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

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

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

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

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

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

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



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

■ تسهيلات مصرفية Bank Credits.

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

■ أسواق المال الدولية.

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

تتكون سوق المال الدولية من قسمين هما:

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

الأول- السوق النقدي:

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

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

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

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



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

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

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

الثاني- سوق رأس المال:

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

• القروض الدائرية RUF Revolving Underwriting Facilities

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

• قروض العطاءات NIF Note Issuance Facility

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

• تسهيلات الخيار التمويلية MCF Multiple Component Facility

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



- الأوراق التجارية الأوروبية (كمبيالات) Euro Commercial Papers ECP وهي خاصة بالمتعاملين من الدرجة الأولى من حيث الثقة الائتمانية، وتعرض في الأسواق المالية الأوروبية وتمتاز بفترات قصيرة الأجل تتراوح بين يوم واحد و ٢٧٠ يوماً.

- المقايضة بالعملات الدولية Swap of Foreign Exchange وتتم بين طرفين وتعتمد أساساً على قدرات وعلاقات كل منهما في التعامل مع أسواق المال الدولية. وسنأتي على دراسة الأدوات والأسواق الوارد ذكرها وبالتفصيل في الفصل التالي.

ملخص الفصل الثالث

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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



الفصل الرابع

أسواق المال الدولية

International Financial Markets

السوق النقدي

Money Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

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

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

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



كالمصارف التجارية أو المصرف المركزي أو المؤسسات الحكومية وبالتالي احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.^١

الأطراف الداخلة في السوق

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

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

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

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

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

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

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

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

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

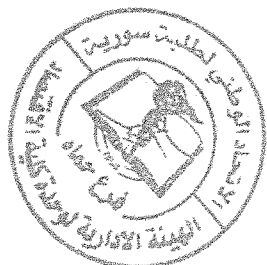
وبسبب تعدد واختلاف

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

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

تسمية سعر الفائدة في السوق النقدي

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



معطى على أساس سنوي ولكي يحسب على أساس شهري يجب ضرب المبلغ بـ $(12 \div 1)$ لمدة شهر و $(12 \div 2)$ لمدة شهرين وهكذا؛ ويمثل السعر الأول ٥% سعر اقتراض الجهة معلنة هذا السعر، والسعر الثاني ٥,٢٥ هو سعر إقراض الجهة معلنة هذا السعر؛ ويمثل الهامش ٠,٢٥ الفرق بين السعرين Spread، وهو ربح البنك معلن السعر وذلك بافتراض أن عمليتي الإقراض والاقتراض قد تمتا في نفس الوقت؛ وتكون الأسعار وفروق الأسعار دائماً في صالح الجهة معلنة هذه الأسعار وليست في صالح الجهة طالبتها.

أدوات السوق النقدي

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

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

وسندرس فيما يلي وبشيء من التفصيل تلك الأدوات.

أدونات الخزينة Treasury Bills

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

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

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

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

ويتم التعامل بالأذونات على أساس سعريين هما:

- سعر الشراء Bid Price وهو الثمن الذي يعرضه الوكيل على المستثمر حامل الورقة الذي يريد بيع ما لديه من أذونات في السوق؛
- سعر البيع Asked Price وهو الثمن الذي يطلبه الوكيل من مستثمر يريد شراء أذونات خزانة من السوق.

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



تطبيق عملي. يحدد سعر الشراء وسعر البيع لأذن قيمته الاسمية ١٠٠٠٠ دولار يستحق بعد ١٨٢ يوماً في وقت كان فيه سعر الخصم السائد هو ٥,٩٣% شراء و ٥,٧٠% بيع على الشكل التالي:

١- سعر الشراء:

$$\text{قيمة خصم الشراء} = ١٠٠٠٠ \times ٥,٩٣\% \times ١٨٢ \div ٣٦٠ \approx ٣٦٠ \text{ دولار تقريباً.}$$

$$\text{سعر الشراء} = ١٠٠٠٠ - ٣٦٠ = ٩٧٠٠ \text{ دولار.}$$

٢- سعر البيع:

$$\text{قيمة خصم البيع} = ١٠٠٠٠ \times ٥,٧٠\% \times ١٨٢ \div ٣٦٠ \approx ٢٨٨,١٦ \text{ دولار.}$$

$$\text{سعر البيع} = ١٠٠٠٠ - ٢٨٨,١٦ \approx ٩٧١١,٨٤ \text{ دولار.}$$

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

تطبيق عملي: أذونات خزنة قيمتها الاسمية ١٠,٠٠٠ دولار بيعت بمبلغ ٩٧٠٠ دولار وتستحق بعد ١٨٢ يوماً.

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

$$٣٠٠ = ٩٧٠٠ - ١٠٠٠٠$$

$$٥٩٣,٤ = ١٨٢ \div ٣٦٠ \times ٣٠٠$$

$$٥,٩٣\% = ١٠٠٠٠ \div ٥٩٣,٤$$



شهادات الإيداع Certificate of Deposit

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

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

وتتميز شهادات الإيداع بما يلي:

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



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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

صافي الحسيبة =

$$(٦٠ \times ١٣,٧٥) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \div (٩٠ \times ١٤) + (٣٦٥ \times ١٠٠) \times ١,٠٠٠,٠٠٠ = \\ = ١٠١١٦٥٤,٣٩ \text{ دولار.}$$



الأوراق التجارية (قصيرة الأجل) Commercial Papers

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

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

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

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



- تصدر عن كبار المقرضين كالشركات الكبرى والمؤسسات الحكومية أو الإقليمية، وتشكل التزاماً غير مشروط على الجهة المصدرة لها. وغالباً ما تحمل الإصدارات غير المضمونة تصنيفاً ائتمانياً عالياً تصدره مؤسسات التصنيف الائتماني المعروفة مثل Moody's, S&P, Fitch Ratings؛

- أوراق لحامله قابلة للتداول وتصدر بفئات إصدار مختلفة وبآجال تتراوح بين أسبوع وسنة وعادة بين شهر، وثلاثة أشهر أو ستة أشهر. ويكون الحد الأقصى لآجل الأوراق التجارية في السوق الأمريكية ٢٧٠ يوماً، حيث يتوجب على المصدر تسجيل الإصدار لدى هيئة الأوراق المالية SEC إذا ما رغب بإصدار يزيد أجله عن ذلك؛

- يستطيع المستثمرون تنويع وتقليل مخاطر استثماراتهم قصيرة الأجل عبر الاستثمار في هذه الأوراق التي تعتبر بديلاً للاستثمار التقليدي المتمثل بإيداع الأموال لدى المصارف؛

- تتيح للمستثمر فرصة الاختيار بين العديد من الجهات المصدرة لها والمدد المختلفة لاستحقاقها بما يتناسب وأهدافه الاستثمارية؛

- تعتبر من الوسائل الاستثمارية المبسطة التي لا تعدو في جوهرها مجرد وعد بسداد مبلغ معين من المال في وقت محدد لاستحقاقه؛

- معظم المصارف لا تتقاضى أية عمولات أو مصاريف مقابل بيع وشراء هذه الأوراق، كما أنها تقوم بحفظها بخزائنها نيابة عن عملائها دون مقابل، كما تلتزم بتحويلها لحساب العميل لدى مقاصة (يوروكلير Euroclear) إذا طلب العميل ذلك.

ويتم في العادة شراء هذه الأوراق وبيعها بواقع القيمة الاسمية زائد علاوة الإصدار، كما أن القيمة الاسمية لهذه الأوراق لا تتغير كثيراً وذلك لقصر عمر هذا النوع من الأوراق. وإذا أراد أحد المستثمرين بيعها قبل تاريخ استحقاقها لحاجته للسيولة فإن المصارف تشتريها وفق المعادلة التالية:

سعر شراء الورقة = القيمة الاسمية للورقة × {1 + (سعر الفائدة المحدد على الورقة × عدد أيام المدة الأساسية للورقة) ÷ (360 × 100)} ÷ {1 + (العائد المتفق عليه بموجب الورقة × عدد الأيام المتبقية من تاريخ إبرام الصفقة وحتى موعد استحقاق الورقة) ÷ (360 × 100)}



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

سعر الشراء =

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

القبولات المصرفية Bankers Acceptances

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

- فتح اعتماد مستندي من النوع الذي يتضمن دفع ثمن البضاعة كاملاً للمورد بمجرد وصول مستندات شحنها ويسمى هذا النوع Sight Credit^١؛
- القبولات المصرفية، ويلجأ إليها المستورد إذا لم تتوفر لديه السيولة الكافية لدفع ثمن البضاعة فوراً، كما يمكن اللجوء إليها لتحقيق مزايا ائتمانية يوفرها المورد رغبة منه في الترويج لنوع معين من البضاعة.

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

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



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

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

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

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



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

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

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



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

سعر فائدة الخصم على القبول المصرفي $\div \{ (100 - \text{سعر فائدة الخصم على القبول} \times \text{عدد الأيام}) \div 360 \} = \{ (360 \div 90 \times 8) - 100 \} \div 8 = 8,2\%$ سنوياً.

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

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

التمويل بالهامش Margin Financing

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

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



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

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

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

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

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

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

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



نسبة التمويل الحقيقية ($110,000 \div 50,000 \times 100 = 220\%$)

الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة = الملكية ÷ النسبة المقررة = $0,4 \div 220 = 0,0018$

المبلغ الذي يسجل للمستثمر في حساب الهامش (والذي يمكن سحبه إن رغب) = $110,000 \times 0,0018 = 198,000$

أما لو فرضنا أن قيمة السندات المشتراة قد أصبحت تساوي بعد شهرين من شرائها 90 ألف دولار، فإن الوضع يصبح كالتالي:

القيمة السوقية للاستثمار 90,000

القرض 60,000، الملكية (الجديدة) 30,000

نسبة التمويل الحقيقية ($90,000 / 30,000 \times 100 = 300\%$)

الوضع الذي تبرره الملكية الجديدة = الملكية / النسبة المقررة = $0,4 / 300 = 0,0013$

المبلغ الذي يجب على المستثمر إيداعه في حساب الهامش للمحافظة على نسبة الضمان = $30,000 \times 0,0013 = 39,000$

نخلص مما سبق إلى أن حساب الهامش المفتوح باسم المستثمر يجب أن يعدل باستمرار خلال مدة التمويل وفي تواريخ محددة متفق عليها ليعكس دائماً المحافظة على نسبة تمويل حقيقية تساوي نسبة التمويل المقررة حتى تحافظ الضمانات على قيمتها. وغالباً ما يتم ذلك بتقييم الأصول المشتراة على أساس أسعارها السوقية يومياً.

Mark to Market فإذا لحقت بالمستثمر خسارة ينخفض الهامش المودع بكامل هذه الخسارة فيطالبه المصرف بتغطية الهامش المطلوب. فإذا لم يتمكن من التغطية تجري تصفية الأصول المشتراة وتسليم المستثمر ما يتبقى من الهامش الذي يمثل استثماره الأصلي.



اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements

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

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



البيع القصير (على المكشوف) Short Sale

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

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

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

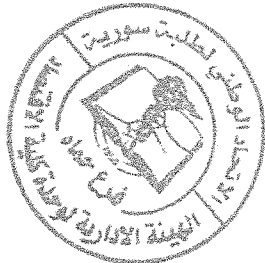
ولحماية المقرض من عدم مقدرة المقرض على السداد فإنه على المقرض Short-Seller إيداع مبلغ نقدي لدى المقرض مساوياً لقيمة الأسهم المشمولة بالعملية. ويكون مبلغ هذا الإيداع بداية حصيلة عملية البيع القصير عادة، فإذا ارتفع سعر السوق لهذه الأسهم فإن هذا يتطلب إيداع مبلغ إضافي في هذا الحساب، أما إذا انخفض السعر



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

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

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



المبحث الثاني أسواق اليورودولار Euro-dollar markets

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

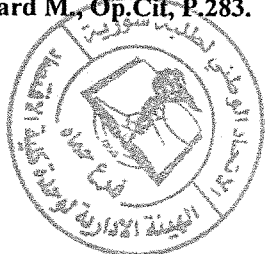
- السوق النقدي الدولي وأسواق اليورودولار.
- أسباب ظهور ونمو سوق اليورودولار.
- تأثيرات أسواق اليورودولار على النظام النقدي الدولي.

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

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

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

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



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

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

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

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

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



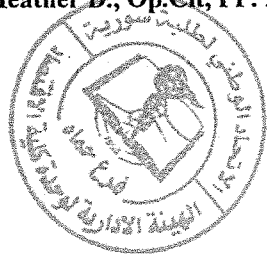
توسعت أسواق اليورو دولار لتصبح من أكبر أسواق الإقراض قصير الأجل بالدولار خاصة. واعتمدت عملية التوسع عملات دولية ومناطق جغرافية مختلفة. ففي البحرين مثلاً، مراكز لتجميع الودائع الخارجية بالعملات الدولية من غير العملات المحلية للمتعاملين. كما توجد أسواق الدولار الآسيوية، وبالتالي فقد أصبحت هذه الأسواق عنصراً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

أسباب ظهور ونمو سوق اليورو دولار

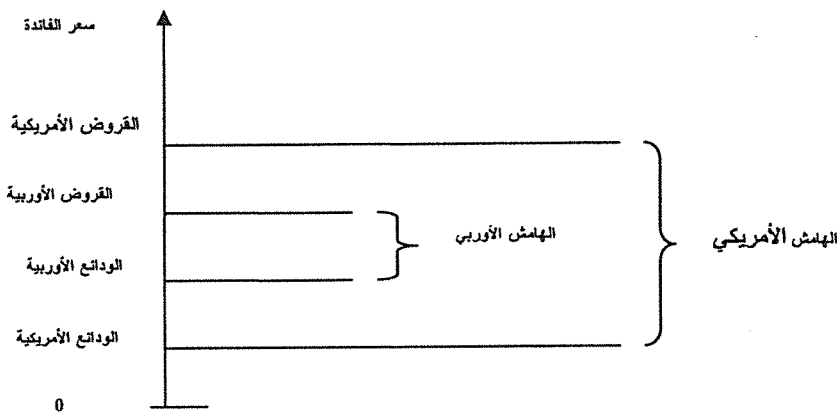
من الأسباب العديدة التي ساهمت في ظهور ونمو هذا السوق مايلي:

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

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



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



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

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

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

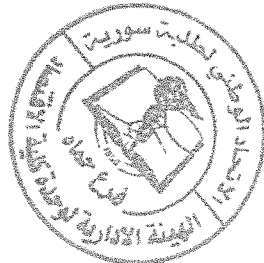


- إعلان معظم الدول الأوروبية قابلية عملاتها للتحويل؛
- عدم وجود أية قيود تنظيمية أو رقابية على المعاملات التي تجري في سوق العملات الأوروبية، ومن ثم انخفاض تكلفة الانتماء في هذه السوق بالمقارنة بتكلفة الانتماء في الأسواق المحلية.

تأثيرات أسواق اليورو دولار على النظام النقدي الدولي

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

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



المبحث الثالث

أسواق العملات الأوروبية

Euro-Currencies Markets

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

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

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



يمكن لودائع الدولار الأوروبي أن تنمو بطريقة المضاعف Multiplier عبر التوسع في خلق النقود التي تركز على فكرة الاحتياطي الجزئي Fractional Reserve^١.

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

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

المكونات الأساسية لأسواق العملات الأوروبية

تتشكل هذه الأسواق رئيسياً من ثلاثة مكونات هي:

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

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

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



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

الخصائص الأساسية لأسواق العملات الأوروبية

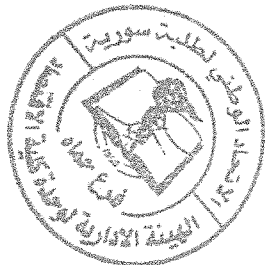
■ تحكمها القواعد الأساسية للمنافسة الحرة، في حين أن معظم الأسواق المحلية للعملات تضم عناصر احتكارية ومقيدة للمعاملات. فعدم وجود القيود الخاصة بضرورة الاحتفاظ باحتياطات الودائع يسمح بتوظيف الودائع بالكامل وبإمكانية دفع فوائد أعلى على هذه الودائع، كما أن عوامل المنافسة تقلل الهامش الموجود بين أسعار الإقراض وأسعار الاقتراض. وعمليات الإقراض والاقتراض معفاة من الضرائب والقيود على التحويل الخارجي، فالتنافس الحر في هذه الأسواق يوفر شروطاً أفضل للمدين؛

■ تعتبر أسواق العملات الأوروبية شديدة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على الأرصدة المالية، إذ يرتفع معدل العائد على العملات الأوروبية نتيجة لزيادة الطلب الأمر الذي يؤدي إلى جذب الأرصدة المالية من مختلف الأسواق الوطنية. فإيداع بعض المصارف الأوروبية جزءاً من احتياطياتها في سوق العملات بشكل مباشر أو غير مباشر عن طريق مصرف التسويات الدولية، ساعد على توسيع القاعدة الائتمانية لأسواق اليورو دولار لأن عمليات إعادة الإقراض لهذه الاحتياطيات قد ولد مضاعفاً انتمانياً كبيراً؛

■ تعتبر هذه السوق بمثابة سوق جملة حيث إن القروض التي تتم في حالات كثيرة هي قروض بمبالغ كبيرة، ويتم عقدها باستخدام وسائل الاتصال المعروفة، ومن ثم فإن ترتيب القروض على هذا النحو يخفض تكلفة المعاملات إلى أدنى حد؛



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



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

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



ملخص الفصل الرابع

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



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

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



الفصل الخامس
أسواق المال الدولية
International Financial Markets
(أسواق رأس المال)
المبحث الأول
سوق السندات الدولية
The International Bond Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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



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

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

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

أقسام سوق السندات الدولية

ينقسم هذا السوق إلى قسمين:

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

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

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



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

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

سوق السندات الأوروبية (اليوروبوند) Euro-bond Market

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

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



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

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

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

ومن أهم الأطراف الداخلة في السوق

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

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

العوامل المؤثرة في نمو وتطور سوق اليوروبوند

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



- تصدر في إطار خال من القيود أو الإجراءات التنظيمية التي تسود الأسواق المحلية والتي يضعها عادة المصرف المركزي أو السلطات النقدية والمالية في هذه الأسواق؛
 - عادة لا تكون متاحة لاشتراك الجمهور في إصداراتها وإدارتها، ولكن عملية إدارة وتنظيم الإصدار تتم بواسطة مصارف الاستثمار أو التجمعات المصرفية التي يخول إليها حق إصدار وترويج السندات نيابة عن المقترض مقابل عمولة تحسب بنسبة معينة من القيمة الاسمية للإصدار ويتم بعد ذلك تشكيل مجموعة البيع التي تتمثل في مجموعة واسعة الانتشار من المصارف والوسطاء. وتتولى مجموعة البيع سائلة الذكر تسويق الإصدار بين المستثمرين النهائيين من الأفراد والمؤسسات؛
 - عادة ما تكون الفوائد المستحقة على هذه السندات معفاة من الخضوع لأي نوع من الضرائب على عكس ما يحدث في بعض الأسواق المحلية أو الأجنبية؛
 - تتأثر معدلات الفائدة المستحقة الدفع على السندات الأوربية عادة بظروف السوق ونفضيلات المستثمرين.
- وتؤثر في تطور سوق اليوروبوند عوامل كثيرة منها:
- الضرائب؛
 - توزيع المناطق الزمنية Time Zone Distribution أي توزيع الأسواق الرئيسية الدولية مما يسمح بتداول السندات على مدار الساعة وتحويل السندات من سوق إلى آخر (من نيويورك إلى طوكيو إلى لندن وهكذا)؛
 - التغييرات القانونية والتنظيمية كما حدث في أسواق لندن ونيويورك؛
 - إيجاد مؤسسات مثل "اليوروكليز والسيدال".
 - حصة قروض المصارف المجمعمة والتقليدية من سوق الإقراض، فقد قللت المصارف كثيراً من حجم الإقراض السيادي Sovereign Lending بعد أزمة المديونية في الثمانينيات مما جعل سوق السندات يزدهر على حساب سوق القروض المجمعمة؛



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

سوق سندات اليورو ين Euro- Yen Bond Market

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

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



المبحث الثاني سوق السندات الأجنبية Foreign-Bond Market

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

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

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



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

خصائص السندات الأجنبية Foreign-bond

تتميز السندات الأجنبية:

- بانخفاض تكاليف عملية الإصدار خاصة إذا ما قورنت بتكاليف إصدار السندات الأوروبية. فتكلفة السندات المصدرة بالدولار في نيويورك أقل من تكلفة الإصدار لنفس السندات بالدولار ولكن في مراكز مالية أخرى. وعلى الرغم من ذلك فإن السندات الأوروبية تزيد على ثلاثة أضعاف السندات الأجنبية المصدرة في لأسواق الدولية كافة.
- ويرجع ذلك في حقيقة الأمر إلى صعوبة ارتياد أسواق السندات الأجنبية نتيجة القيود التي قد تضعها السلطات المحلية على هذه الإصدارات، فإذا أرادت إحدى المؤسسات إصدار سندات دولارية في نيويورك فيجب أولاً استيفاء كافة المتطلبات القانونية التي تضعها لجنة البورصات من حيث إعداد نشرة الإصدار ومراجعتها فضلاً عن مراعاة كافة القواعد الخاصة بممارسة الأنشطة المالية. ونفس الأمر في معظم المراكز المالية الدولية مع وجود الاختلافات من حيث درجة التشدد والقيود الإدارية والقانونية المتعلقة بعملية الإصدار للسندات الأجنبية.

أسواق السندات الأجنبية الرئيسية

سوق سندات اليانكي Yankee Bond Market

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



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

سوق سندات الساموراي Samurai Bonds

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

سوق سندات الفرنك السويسري Swiss Franc Bond Market

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

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



Rating of Bonds تصنيف السندات

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

الجدول رقم (١-٥)

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



المبحث الثالث

أنواع السندات الدولية

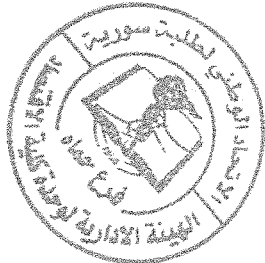
بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

• أنواع السندات في السوق الدولية.

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

وتمثل السندات بفائدة معومة Floating Rate Bonds أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، حيث يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دورياً كل ستة أشهر وربما لفترات أقل من ذلك. وتتغير أسعار الفائدة وفقاً لما يطرأ من تغيرات على أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال الدولية. فقد تنص شروط الإصدار الأصلية مثلاً، على جعل سعر الفائدة ممثلاً بسعر الفائدة السائد بين المصارف في لندن LIBOR مضافاً إليه ٠,٢٥% أو ٠,٥٠%. ويجري تغيير السعر كل ستة أشهر أو أقل حسب شروط الإصدار.

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



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

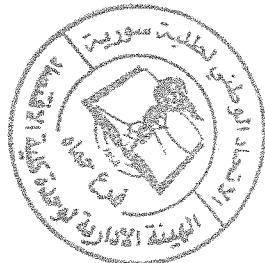
وتعطي السندات بحق تحويل إلى أسهم حاملها الحق في تحويلها إلى أسهم ملكية في أي فترة سابقة على تاريخ استحقاقها، بحيث يصبح حاملها مالكا لأسهم الشركة المصدرة. ويتم تحديد سعر التحويل من سند إلى سهم مسبقاً في شروط الإصدار الأصلية. وفي هذه الحالة فإن المستثمر يصبح شريكاً في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة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

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

ونعرض فيما يلي لأهم أنواع السندات في السوق الدولية.

١- السند ذو سعر الفائدة العائم Floating Rate Notes

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



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

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

٢- السند القابل للتحويل لأسهم Equity Convertible Bond

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

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

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



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

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

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

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

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



٣- السند ذو الضمان بالتملك Bond with Warrants

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

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

٤- السندات القابلة للتمديد والسندات القابلة للدفع المسبق

Extendable & Retractable Bonds

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

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

٥- السندات القابلة للإطفاء والسندات القابلة للشراء

Sinking & purchase Bonds

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



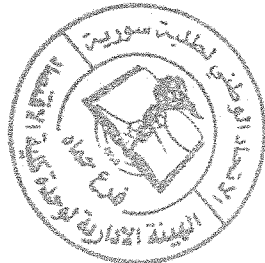
ويمكن أن تكون قيمة السندات قابلة للشراء عندما يتعهد المقترض بشراء عدد معين من السندات إذا ما تم تداولها في السوق بأقل من سعر معين خلال فترة معينة. وغالباً يكون هذا الترتيب مرتبطاً بتداول السندات بأقل من سعرها الاسمي Discount Form Par. ويؤثر موضوعاً الإطفاء والشراء على متوسط عمر السند Average Life لأن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

تطبيق عملي: تم إصدار سندات بقيمة ٥٠ مليون دولار لمدة خمس سنوات وقابلة للإطفاء ابتداء من السنة الثانية وحتى السنة الرابعة بمبلغ ٦ مليون دولار سنوياً، فما هو متوسط عمر السند؟
متوسط عمر السند = $178 \div 50 = 3,56$ سنة.

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

٦- السندات القابلة للطلب Bonds by Optional Call

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

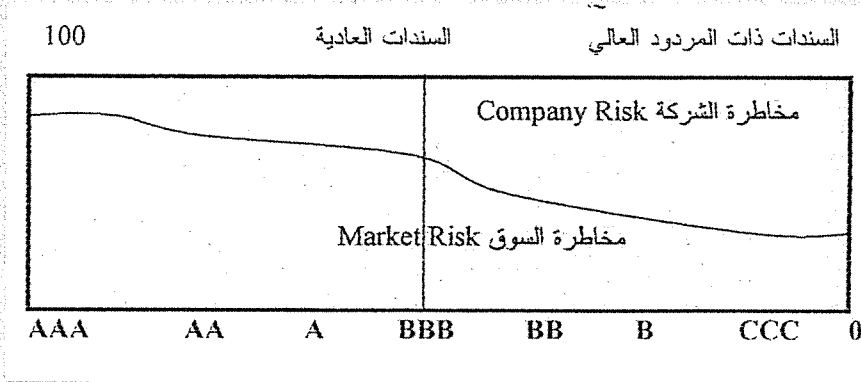


٧- السندات العالية المردود High Yield Securities

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

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

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



المبحث الرابع

عناصر النظام المالي لإصدار السندات

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

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

المشاركون في عملية الإصدار

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



مكونات عملية الإصدار

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

مراحل إصدار السندات

تمر عملية الاتصال بالعملاء المقترضين بالمراحل التالية:

المرحلة الأولى - تحديد التصنيف الائتماني للمقترض.

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



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

المرحلة الثانية - تحديد المبالغ المطلوبة ومتطلبات التمويل.

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

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

المرحلة الثالثة - تحديد بدائل التمويل المتاحة.

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

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

الإطار رقم (٥-٥). غالباً ما تلجأ المنشآت إلى عدة مصادر للتمويل، ويكون لكل عنصر من عناصر التمويل كلفة معينة ونادراً ما تتساوى كلفة العناصر كلها بعضها مع بعض. والمقصود بالكلفة المرجحة للأموال Weighted Average Cost of



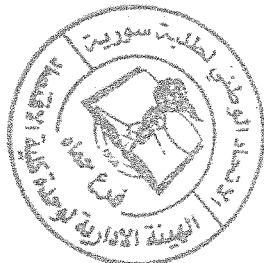
Capital هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزناً معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى.

المرحلة الرابعة - الشروط والأسعار المقترحة للبدل المختار.

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

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

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



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

العائد على السندات Yield

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

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

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

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

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

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

العمولات والمصاريف

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

- عمولة إدارة Management Fee

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



- عمولة التغطية Underwriting Fee

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

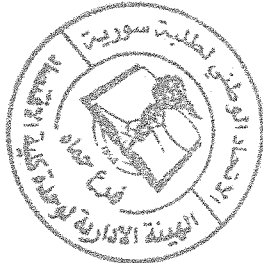
- عمولة البيع Selling Concession

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

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

التعامل بالسندات في السوقين الأولي والثانوي

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



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

أ- يوم الإعلان Announcement Day

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

ب- يوم العرض Offering Day

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

ت- يوم الإغلاق Closing Day

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

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



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

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

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

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

العوامل المؤثرة على سعر السند

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

المجموعة الأولى:

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

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

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



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

المجموعة الثانية:

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

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

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

