الرقم التسلسلي: .....

جامعة سعيدة – الدكتور مولاي الطاهر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

أطروحة

مقدمة لنيل شهادة

دكتوراه الطور الثالث

التخصص: مالية وبنوك

الفرع: علوم المالية والمحاسبة

من طرف:

حاجي عبير

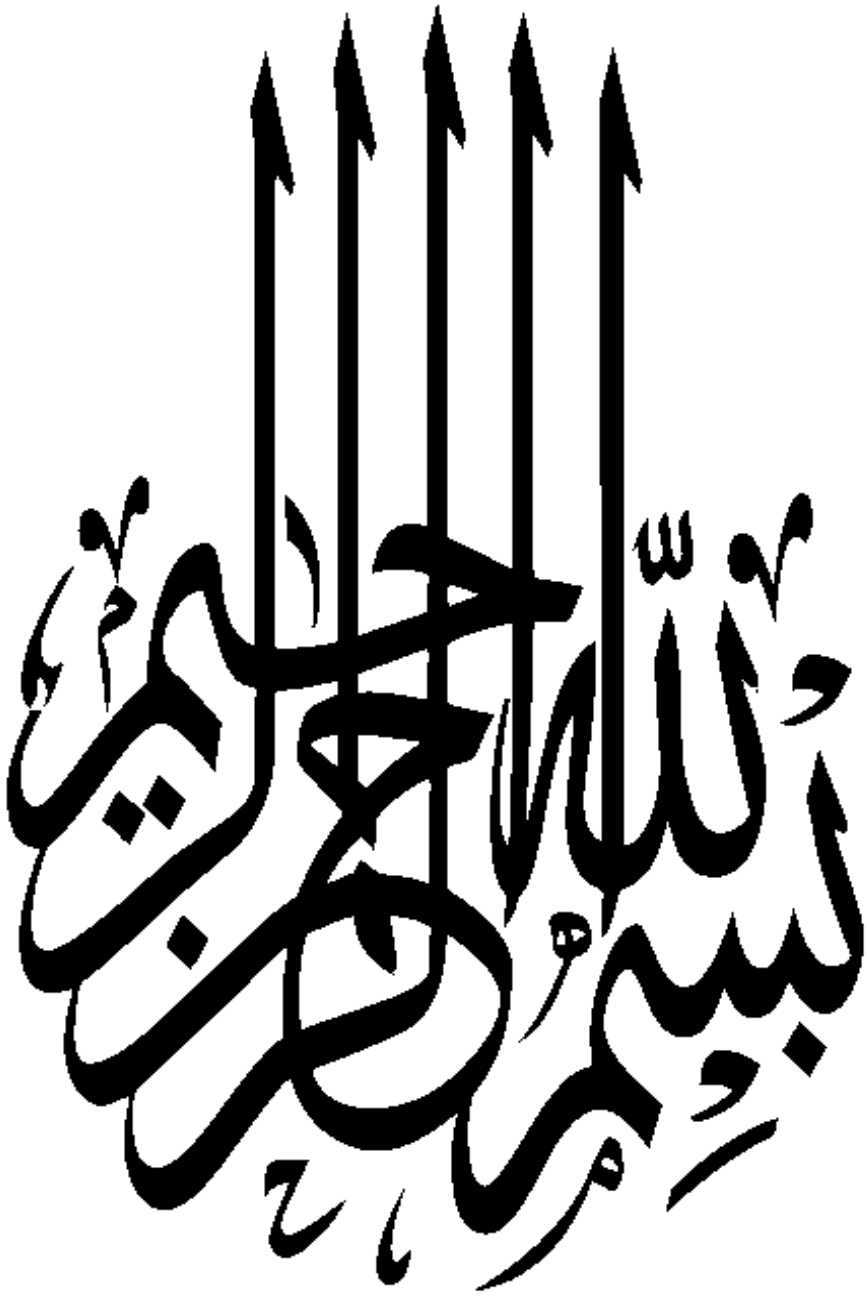
عنوان الأطروحة:

فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف: دراسة نظرية وقياسية

أطروحة مناقشة بتاريخ 2026/05/05 أمام لجنة المناقشة المشكلة من:

الرقم	اللقب والاسم	الرتبة	المؤسسة	الصفة
01	مسكين الحاج	أستاذ التعليم العالي	جامعة سعيدة – د مولاي الطاهر	رئيسا
02	جبوري محمد	أستاذ التعليم العالي	جامعة سعيدة – د مولاي الطاهر	مشرفا
03	بختاوي فاطمة الزهراء	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة سعيدة – د مولاي الطاهر	مشرفا مساعدا
04	بختي عمارية	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة سعيدة – د مولاي الطاهر	ممتحنا
05	سحنون خالد	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة تيارت – ابن خلدون	ممتحنا
06	بعلاش عصام	أستاذ محاضر قسم "أ"	جامعة تيارت – ابن خلدون	ممتحنا

السنة الجامعية: 2026/2025


بسم الله الرحمن الرحيم

الإهداء

إلى الوالدان الكريمان أطال الله في عمرهما

إلى السند والرفيق زوجي العزيز حفظه الله

إلى ابنتي وقرة عيني "بيسان" رعاها الله في حماه وجعل فيها الخير والنفع

إلى إخوتي وفقهم الله وبارك فيهم

إلى العائلة الكريمة

إلى كل من هم في ذاكرتي ولم تسع كتاباتي لذكرهم

أهدي هذا البحث المتواضع راجية من المولى

عز وجل أن يجد القبول والنجاح.

حاجي عبير.

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، والحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا الواجب ووفقنا إلى إنجاز هذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل، والامتنان العظيم، إلى الأستاذ المشرف أ.د جبوري محمد والأستاذة المشرف المساعد د. بختاوي فاطيمة الزهراء، اللذان لم يبخلا على بتوجيهاتهما ونصائحهما، وآرائهما السديدة التي كانت عونا لي في إتمام هذا العمل

والشكر موصول كذلك إلى أعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة هذا البحث وحضورها للمشاركة في إثراء جوانبها بأفكارهم وملاحظاتهم.

وأخيرا أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد سواء بالفعل أو بالدعاء.

قائمة

المحتويات

قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
الإهداء	**I**
شكر وتقدير	**II**
قائمة المحتويات	**III**
قائمة الجداول	**VII**
قائمة الأشكال	**IX**
قائمة الملاحق	**XI**
مقدمة	أ
الفصل الأول: تدخلات البنك المركزي ودورها في تحقيق السياسة النقدية	**1**
تمهيد	**2**
المبحث الأول: البنك المركزي: المفهوم الوظائف والأهداف	**3**
المطلب الأول: تطور طبيعة البنك المركزي ومفهومه	**3**
المطلب الثاني: وظائف وأهداف البنوك المركزية	**7**
المطلب الثالث: دور البنوك المركزية في البلدان المتقدمة والنامية	**13**
المبحث الثاني: السياسة النقدية ودور البنك المركزي	**19**
المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وأهدافها	**19**
المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية	**28**
المطلب الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية	**34**
المبحث الثالث: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية	**41**
المطلب الأول: استقلالية البنوك المركزية: المفهوم، المبررات	**41**
المطلب الثاني: معايير قياس استقلالية البنك المركزي	**47**
المطلب الثالث: أثر استقلالية البنك المركزي على سعر الصرف ومصداقية السياسة النقدية	**54**
خلاصة الفصل	**58**
الفصل الثاني: أهم أنظمة أسعار الصرف ودور البنك المركزي في تحديد وتوجيه سعر الصرف	**60**
تمهيد	**61**
المبحث الأول: ماهية سعر الصرف	**62**

المطلب الأول: مفهوم، أشكال وأهداف سعر الصرف	**62**
المطلب الثاني: ترتيبات أنظمة الصرف الحديثة	**69**
المطلب الثالث: محددات سعر الصرف (النظريات المفسرة لسعر الصرف)	**79**
المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبي	**88**
المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف، خصائصه ووظائفه	**88**
المطلب الثاني: عمليات وأنواع سوق الصرف الأجنبي	**97**
المطلب الثالث: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي	**101**
المبحث الثالث: تقلبات سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه	**105**
المطلب الأول: تقلبات سعر الصرف الأجنبي	**105**
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تقلب سعر الصرف الأجنبي	**108**
المطلب الثالث: سياسات الصرف الأجنبي، أهدافها وأدواتها	**112**
خلاصة الفصل	**119**
الفصل الثالث: فعالية تدخلات البنك المركزي في إدارة سوق الصرف الأجنبي	**120**
تمهيد	**121**
المبحث الأول: نظرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي	**122**
المطلب الأول: مفهوم ودوافع تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي	**122**
المطلب الثاني: آليات تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي	**129**
المطلب الثالث: الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف	**136**
المبحث الثاني: قنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف	**142**
المطلب الأول: قناة توازن المحفظة Portfolio balance channel	**142**
المطلب الثاني: قناة الاشارة (التوقعات) Signaling channel	**145**
المطلب الثالث: قناة التأثير المنسق والمشترك Coordination channel	**148**
المطلب الرابع: قناة تداول الضوضاء Noisetrading channel	**150**
المبحث الثالث: البنك المركزي والاحتياطات الصرف الأجنبي	**153**
المطلب الأول: البنك المركزي ووظيفة إدارة الاحتياطات الأجنبية	**153**
المطلب الثاني: علاقة احتياطات الصرف الأجنبي بسعر الصرف	**159**
المطلب الثالث: تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي	**162**
المطلب الرابع: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في العالم والجزائر	**165**

خلاصة الفصل	**171**
الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لفعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي خلال الفترة (1994-2023)	**173**
تمهيد	**174**
المبحث الأول: دور بنك الجزائر في تسيير سوق الصرف الأجنبي	**175**
المطلب الأول: دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل تعويم الدينار الجزائري	**175**
المطلب الثاني: إنشاء سوق الصرف البينية للبنوك	**178**
المطلب الثالث: دور بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي	**184**
المطلب الرابع: تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي	**189**
المبحث الثاني: الدراسة القياسية لفعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف على سعر الصرف	**194**
المطلب الأول: البيانات والنموذج العام الدراسة	**194**
المطلب الثاني: دراسة استقرارية المتغيرات الاقتصادية المحددة للنموذج	**211**
المطلب الثالث: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية	**216**
المبحث الثالث: تقدير متغيرات الدراسة وفق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL وسببية Toda Yamamoto	**218**
المطلب الأول: خطوات تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة باستعمال (ARDL)	**218**
المطلب الثاني: النتائج القياسية بعد تقدير متغيرات الدراسة وفق نموذج ARDL	**222**
المطلب الثالث: اختبار سببية قرانجر المطورة (تودا ياماموتو Toda Yamamoto)	**233**
خلاصة الفصل	**239**
خاتمة	**241**
قائمة المراجع	**249**
الملاحق	**270**

قائمة

الجداول

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	الأوزان النسبية المستعملة في بناء مؤشر قياس الاستقلالية القانونية لـ Cukierman	50
(1-2)	الحجم اليومي لتبادلات الصرف في مختلف الأماكن	90
(2-2)	العملات الرئيسية المتداولة في سوق الصرف الأجنبي	94
(3-2)	العوامل التي تؤثر على تقلبات أسعار الصرف	111
(1-3)	أهم أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي	124
(2-3)	قائمة الدول حسب احتياطي الصرف الأجنبي	168
(1-4)	هيكل العملات المكونة للدين الخارجي (لاحتياطي الصرف) خلال الفترة 2002-2013	187
(2-4)	ملخص حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)	192
(3-4)	التعريف بالمتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة	195
(4-4)	مصادر بيانات الدراسة	209
(5-4)	الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة	209
(6-4)	نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل محل الدراسة في المستوى	215
(7-4)	نتائج اختبار جذر الوحدة لسلاسل الدراسة في الفرق الأول	216
(8-4)	نتائج اختبار ديكي فولر (ADF) واختبار فيليب بيرون (PP)	216
(9-4)	نتائج تقدير نموذج ARDL	222
(10-4)	نتائج اختبارات تشخيص استقرارية نموذج ARDL المقدر	224
(11-4)	نتائج اختبار الحدود bounds test	225
(12-4)	نتائج تقدير المعلمة في الأجل القصير	226
(13-4)	نتائج تقدير المعلمة في الأجل الطويل	228
(14-4)	نتائج اختبار تحديد درجة التأخير المثلى لنموذج VAR	234
(15-4)	نتائج اختبار سببية (Toda Yamamoto)	235

قائمة

الأشكال

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	استراتيجية السياسة النقدية لبلوغ الأهداف النهائية	27
(1-2)	أنواع أنظمة سعر الصرف	70
(2-2)	أهم المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي	104
(3-2)	الحلقة الفاضلة للعملة القوية	116
(1-3)	تطور الاحتياطات الرسمية من النقد الأجنبي في العالم بملايين الدولارات الأمريكية (1995-2019)	167
(2-3)	تطور احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر وأسعار النفط في السوق العالمية (1992-2019)	170
(1-4)	تطور سعر الصرف الاسمي للدينار مقابل الدولار في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	199
(2-4)	تطور احتياطات الصرف في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	201
(3-4)	تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	203
(4-4)	تطور ميزان المدفوعات في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	205
(5-4)	تطور المعروض النقدي في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	207
(6-4)	تطور سعر الفائدة في الجزائر خلال الفترة 1994-2022	208
(7-4)	القيم البيانية لنموذج ARDL	223
(8-4)	نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات البواقي	230
(9-4)	اختبار مدى قدرة النموذج على التنبؤ بالاعتماد على معامل ثايل (Theil)	231

قائمة

الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
(01)	الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة	270
(02)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لسعر صرف الدينار EXR	270
(03)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لتغييرات الاحتياطات INT	272
(04)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة للعرض النقدي M 2	273
(05)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لميزان المدفوعات BOP	275
(06)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لمعدل التضخم INF	276
(07)	اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لسعر الفائدة DIR	277
(08)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لسعر صرف الدينار EXR	278
(09)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لتغييرات الاحتياطات INT	280
(10)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة للعرض النقدي M2	282
(11)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لميزان المدفوعات BOP	284
(12)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لتضخم INF	286
(13)	اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لسعر الفائدة IR	287
(14)	تقدير نموذج ARDL	288
(15)	اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير النموذج	289
(16)	نتائج اختبار الارتباط الخطي للنموذج	289
(17)	نتائج اختبار عدم ثبات التباين للنموذج	290
(18)	اختبار الحدود للنموذج	292
(19)	نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل والعلاقة طويلة الأجل للنموذج	292
(20)	نتائج اختبار سببية قرانجر المطورة Toda Yamamoto (تودا ياماموتو)	294

مقدمة

مقـدمـة

يعتبر تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف أحد السمات البارزة التي تميز البلدان التي تحولت من نظم الصرف الثابتة الى النظم المرنة لاسيما عقب انهيار نظام "بروتين وودز" لأسعار الصرف الثابتة عام 1973. ويعتبر هذا التدخل أداة ضرورية للحد من التقلبات القصيرة الأجل لسعر الصرف وأثاره العكسية على الاقتصاد الكلي. حيث يعتبر التدخل الرسمي للسلطات النقدية بهدف الحفاظ على ظروف السوق المنظمة، والتي تساعد في النهاية على تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي الشاملة.

وقد وُجدت ممارسة التدخل منذ فترة، إلا أنها ازدادت حدة بعد انهيار نظام بريتون وودز. قبل ذلك، كان التدخل مسموحا به من أجل الحفاظ على أسعار الصرف ضمن نطاقات التكافؤ المتفق عليها. ومع ذلك، بعد زوال نظام سعر الصرف الثابت، أصبحت سلطة التدخل في سوق الصرف الأجنبي ملزمة للدول الفردية وسلطاتها النقدية. ولهذا السبب، أصدر صندوق النقد الدولي إرشادات حول كيفية قيام الدول الأعضاء بأنشطة التدخل الخاصة بها. تاريخياً، وقّعت دول مجموعة الخمس، التي تضم اليابان وألمانيا والولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، اتفاقية بلازا عام 1995. وتمحورت الاتفاقية حول التدخل المنسق. ونتيجةً لذلك، تدخلت جميع الدول المتقدمة الرئيسية، على مر السنين، في سوق الصرف الأجنبي في مناسبات عدة، وإن كان تواتر ذلك ضئيلاً للغاية في الوقت الحالي. ومع ذلك، أصبحت الدول النامية الآن أكثر نشاطا في هذا المجال.

التدخل في سوق الصرف الأجنبي هو العملية التي تقوم من خلالها البنوك المركزية والسلطات النقدية الأخرى إما بشراء أو بيع العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي عادةً مقابل عملاتها المحلية، بما يتماشى مع هدف سياسي معين. تشمل بعض هذه الأهداف، من بين أمور أخرى، السيطرة على التضخم أو الحفاظ على التوازن الداخلي؛ والحفاظ على التوازن الخارجي ومنع سوء تخصيص الموارد أو الحفاظ على القدرة التنافسية وتعزيز النمو؛ ومنع أو معالجة الأسواق أو الأزمات غير المنظمة. ولتحقيق هذه الأهداف، قد تسعى البنوك المركزية إلى استهداف مستوى سعر الصرف، أو الحد من تقلباته، أو التأثير على حجم الاحتياطيات الأجنبية.

هناك عدة أسباب لتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف الأجنبي. ومع ذلك، هناك أربعة أسباب شائعة: تهدئة الأسواق المضطربة (تخفيف حدة التقلبات)، ومعالجة اختلال أسعار الصرف، والتنبؤ بالسياسة النقدية المستقبلية، وبناء الاحتياطيات الدولية.

التقلب هو أحد السمات السائدة للبيانات المالية بما في ذلك أسعار الصرف. وتُظهر أسعار الصرف، كغيرها من الأصول المالية، اتجاهات تقلب قد تؤدي إلى فقدان السيولة. يُعتقد أن التقلب المفرط في أسعار

الصرف يتعارض مع كفاءة سوق الصرف الأجنبي. حيث يعتبر سعر الصرف متغير شديد الحساسية فأي اضطراب أو تذبذب في سعر الصرف من شأنه خلق مضاعفات اقتصادية كلية غير مرغوبة على مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية كالناتج الإجمالي والقطاعي ومستوى السعر وحجم التجارة الدولية والاستثمار الأجنبي وبالتالي التأثير على الاقتصاد ككل، ويهدد سير العمل في السوق. وعليه يسعى البنك المركزي بصفة دائمة إلى المحافظة على استقرار العملة المحلية من خلال التدخل في سوق الصرف مستخدما عدة تقنيات لتهدئة هذا السلوك المضطرب.

هناك أوقات تنحرف فيها أسعار الصرف عن الأساسيات وما تعتبره السلطات النقدية مستوى التوازن. لذلك، قد تضطر البنوك المركزية إلى محاولة عكس هذا الاختلال وإعادة سعر الصرف إلى مساره الطبيعي.

تتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف الأجنبي عندما تستهدف مستويات معينة من سعر الصرف. حتى عندما لا تستهدف سعراً معيناً، فإنها قد تتدخل عندما يكون هناك تقلب مفرط في سعر الصرف، مما قد يزعزع استقرار المتداولين والمستهلكين العاديين. عند مواجهة فوائض الحساب الجاري أو تدفقات رأس المال، ينتهي الأمر بالبنوك المركزية التي تستهدف سعر الصرف إلى تجميع كميات كبيرة من احتياطيات العملات الأجنبية. يمكن أن يكون تراكم الاحتياطيات أيضاً أحد أعراض انخفاض سعر الصرف الذي استخدمته بعض الحكومات لتشجيع الصادرات – أو لمنع ارتفاع الأسعار الذي قد يقوض القدرة التنافسية.

حتى وقت قريب جداً، لم يتوصل الاقتصاديون إلى توافق في الآراء حول ما إذا كان تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي يوفر أدوات فعالة أو دائمة لتحديد أسعار الصرف؛ حيث كانت للدراسات التي تحاول قياس فعالية التدخل في سوق الصرف الأجنبي من حيث اتجاهات وتقلبات أسعار الصرف نتائج مختلطة. ونظراً لأهمية التدخل، ربما ليس من المستغرب أن تكون هذه الأدبيات مكاناً لخلاف اقتصادي كبير ومستمر.

ومع ذلك، فإن السؤال الرئيسي في الأوساط الأكاديمية والسياسية والحكومية هو مدى فعالية هذا التدخل. وللأسف، ظل هذا السؤال والنقاش حوله محتدماً منذ تطبيق نظام سعر الصرف العائم في أوائل سبعينيات القرن الماضي، ولا يبدو أنه في طريقه إلى الانحسار. هناك قدر كبير من التناقض بين الاقتصاديين وصانعي السياسات والمشاركين في سوق الصرف فيما يتعلق بفعالية التدخل الرسمي في أسواق الصرف الأجنبي.

وهناك ثلاث وجهات نظر مختلفة حول هذه المسألة. يرى أحد المذاهب أن عمليات التدخل لا تؤثر إطلاقًا على مستوى سعر الصرف أو تقلبه. بينما يرى آخر أن التدخل، وإن لم يكن غير فعال في التأثير على مستوى سعر الصرف فحسب، إلا أنه يزيد أيضاً من تقلبه. ينص الاتجاه الفكري الأخير على أن عمليات التدخل تؤثر بالفعل على سعر الصرف، كما أنها تُهدئ الأسواق المضطربة، مما يُسهم في الحد من التقلبات. في حين يعتقد محافظو البنوك المركزية ضمنيا أن أنشطة تدخلهم فعالة.

أشارت الدراسات التجريبية التي أُجريت في أوائل الثمانينيات إلى أن التدخل، سواءً كان مُعقّماً أم لا، غير فعال في التأثير على سعر الصرف. ومن الجدير بالذكر تقرير يورغنسن لعام 1983، الذي أكد بشكل قاطع أن التدخل كان في معظمه غير فعال. ومع ذلك، تُشير الدراسات التي أُجريت على هذه الظاهرة بعد التسعينيات، باستخدام بيانات تدخل البنوك المركزية عالية التردد، والتي كانت غائبة في دراسات الثمانينيات، إلى أن التدخل له تأثير في نهاية المطاف. وقد أشارت لذلك العديد من الدراسات الاقتصادية التي اهتمت بهذا الموضوع. فعلى سبيل المثال فقد حاولت دراسة (Diana Weymark, 1997) قياس درجة التدخل في سوق الصرف في اقتصاد صغير مفتوح على الخارج، مع التركيز على حالة كندا خلال الفترة 1975–1990، وتوصلت إلى أهمية هذا التدخل في استقرار سعر صرف الدولار الكندي. أما دراسة (Jorge Ivan, et al., 2003) فقد حاولت تحديد أهم الشروط الواجب توفرها لإنجاح عملية التدخل في سوق الصرف باعتبارها عملية محفوفة بالمخاطر، لأنه قد يترتب عنه استنزاف لاحتياطات البلد من النقد الأجنبي. في حين أن دراسة (Guimaraes & Karacadag, 2004) فقد قامت بقياس مدى فعالية التدخلات في أسواق الصرف في البلدان الناشئة بالتركيز على حالة المكسيك وتركيا حيث توصلت إلى نتائج مختلفة، ففي تركيا ساعدت التدخلات في الحد من التقلبات القصيرة الأجل في سعر الصرف في حين فشلت في المكسيك.

وتجدر الإشارة أيضا إلى أنه على الرغم من التشكيك في فعالية التدخل في كل من الأوساط الأكاديمية وقطاعات السياسات العامة، فمن المفارقات أن معظم البنوك المركزية، سواء في البلدان النامية أو المتقدمة، لا تزال تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي. لذا، يُشير هذا إلى اعتقاد البنوك المركزية بأن التدخل فعالٌ وناجحٌ في تحقيق أهداف سياساتها. تدخلت جميع الدول المتقدمة، على مر السنين، في سوق الصرف الأجنبي في مناسبات عدة، وإن كان تواتر ذلك ضئيلاً للغاية في الوقت الحالي. ومع ذلك، أصبحت الدول النامية الآن أكثر نشاطا في هذا المجال.

تتمتع البنوك المركزية في البلدان النامية أيضا بميزة معلوماتية على الجهات الفاعلة الاقتصادية، وهو ما لا تتمتع به نظيراتها في الاقتصادات المتقدمة. على سبيل المثال، قد يكون لدى بعضها فهم أفضل

لتدفقات أوامر الصرف الأجنبي الإجمالية، بما في ذلك السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف المستقبلية، مقارنةً بالجهات الفاعلة الاقتصادية. لذا، عند دراسة فعالية التدخل، يُعدّ هذا التمييز الواضح بين بيئات اقتصادات الأسواق الناشئة والمتقدمة أمرا بالغ الأهمية. يبدو أن العوامل المذكورة أعلاه تجعل تدخل البنوك المركزية في الاقتصادات النامية والانتقالية أكثر فعالية منه في الاقتصادات المتقدمة. ويدعم ذلك عدد من الدراسات (إديسون وآخرون، 2003) (ديسياتات وجالاتي، 2005) (سيماتيلي، 2004) (دوماك وميندوزا، 2004) (كيم وآخرون، 2000). وكشف كاناليس–كريجينكو (2003) في دراسة استقصائية لتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي أن البنوك المركزية التي تُصدر عملات رئيسية نادراً ما كانت نشطة في سوق الصرف الأجنبي، لأنها وضعت أطراً سياسية تستهدف أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وسياسات سعر صرف تحد من تدخل النقد الأجنبي لتهدئة ظروف السوق غير المنظمة. من ناحية أخرى، كانت معظم البنوك المركزية في الاقتصادات النامية والانتقالية أكثر نشاطاً في سوق الصرف الأجنبي عبر جميع أنظمة سعر الصرف.

ركزت الدراسات الموسعة حول تدخلات النقد الأجنبي تقليديا على الاقتصادات المتقدمة. ومع ذلك، فقد تغيرت الحقائق التجريبية المُصممة لتدخلات النقد الأجنبي في السنوات الأخيرة بطرق مهمة عدة. تراجعت وتيرة تدخل البنوك المركزية الكبرى في الاقتصادات المتقدمة، وخاصةً تلك المنتمية لمجموعة السبع، بعد عام 1996 من ناحية أخرى، شهدت العديد من البنوك المركزية في الأسواق الناشئة، وخاصةً في آسيا، توسعات كبيرة في ميزانياتها العمومية من خلال تراكم الاحتياطيات الأجنبية، مصحوبةً بتدخلات أكثر تواتراً في سوق الصرف الأجنبي. على الرغم من أننا شهدنا مؤخراً اتجاهاً متزايداً لمشاركة البنوك المركزية في إدارة أسعار الصرف التنافسية في الأسواق الناشئة، إلا أن الأدلة على فعالية التدخل لا تزال نادرة.

وتعد الجزائر أحد البلدان النامية التي قامت بتعويم عملتها الوطنية وهذا بعد أن طبقت نظام الصرف الثابت لعدة عقود من الزمن. حيث تحولت ابتداء من منتصف التسعينات –بالتزامن مع تنفيذ برنامج للتصحيح الهيكلي (1994–1998) يدعمه صندوق النقد الدولي– نحو نظام الصرف، حيث تبنت تبعا لذلك "التعويم الموجه" كخيار جديد لسياسة سعر صرف الدينار، التي أصبح هدفها الرئيسي هو الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعال للدينار باعتباره عاملا مساعدا في حماية القدرة التنافسية الخارجية، وبناء الأرضية الملائمة لتنويع الاقتصاد المرتكز أساسا على قطاع النفط. ومن أجل ضمان إنجاح التحول نحو "التعويم الموجه" تم إنشاء سوق الصرف الأجنبي البينية للبنوك مع نهاية عام 1995، حيث يتدخل فيها بنك الجزائر (البنك المركزي) دوريا بصفته العارض الأساسي للعملات الصعبة في هذا السوق.

وبملاحظة التطورات الحاصلة في سعر صرف الدينار الجزائري منذ قرار تعويمه يتضح بجلاء تحركاته في اتجاه واحد فقط وهو الانخفاض المستمر، فعلى سبيل المثال فقد انتقل سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي في السوق الرسمي من 47.6847 دج لكل دولار أمريكي عام 1995 ليبلغ 141.99 دج لكل دولار في سنة 2022 وهو مستوى قياسي لم يبلغه من قبل. وهذا التحرك في اتجاه الانخفاض فقط يتعارض مع ما تقتضيه عملية تعويم العملة التي تفترض نظريا ارتفاع قيمتها أحيانا وتراجعها أحيانا أخرى.

إشكالية الدراسة:

من خلال هذه التوطئة البسيطة تم تحديد إشكالية الدراسة والمتمثلة في التساؤل الموالي:

- **ما مدى فعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار الجزائري؟**

تتفرع إلى جانب الإشكالية تساؤلات فرعية والتي سنحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث:

- ❖ لماذا تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي؟
- ❖ كيف تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي؟
- ❖ ماهي قنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي؟

فرضيات الدراسة:

لمعالجة الإشكالية المطروحة والأسئلة الفرعية التي تندرج ضمنها، يكمن الانطلاق في بحثنا بفرضية أساسية تحمل في طياتها العديد من الفرضيات الجزئية والتي تنص على أنه:

- ❖ لتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي تأثير على سعر صرف الدينار الجزائري في الحد من التقلبات القصيرة الأجل لسعر صرف الدينار.

أهداف الدراسة:

بغرض المساهمة في إيجاد الحلول المناسبة للمشكلة التي تتصدى لها الدراسة فإن الباحث يهدف من خلال هذا البحث إلى ما يلي:

- ✓ تحديد أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من سعر الصرف وسياسة تدخلات البنك المركزي.

- ✓ إلقاء الضوء على الجدل الدائر حول إشكالية فعالية تدخلات البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على أسعار صرفها وتقليل تقلباتها.
- ✓ التعرف على أنواع التدخلات التي تمارسها البنوك المركزية ومميزاتها، والقنوات التي تتبعها البنوك المركزية عند قيامها بوظيفة التدخلات في سوق الصرف الأجنبي للتصدي للتقلبات في أسعار الصرف المحدثة لعدم الاستقرار.
- ✓ قياس فعالية تأثير تدخلات بنك الجزائر (البنك المركزي) في سوق الصرف الأجنبي على سعر الصرف.

أهمية الدراسة:

تكتسب الدراسة أهميتها من عمق الجدل الذي يتمحور حول فعالية تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف للتأثير على سعر الصرف والحد من تقلباته، لم تشهد سياسات الاقتصاد الكلي نقاشا حادا كسياسة سعر الصرف. حيث يعتبر سعر الصرف حلقة الوصل في العلاقات الاقتصادية الدولية، كونه يمثل أهم العناصر الأساسية في توجيه كل المعاملات الخارجية للدول، فهو يعكس الوضع الاقتصادي لأية دولة خارجيا، حيث أن استقرار سعر الصرف يعكس مدى سلامة الأسس الاقتصادية والسياسات المالية والنقدية المتبعة وقدرتها على الاستجابة للصدمات الخارجية التي يتعرض لها اقتصاد البلد.

ويتضح أكثر الغرض من هذه الدراسة من خلال محاولة إبراز فعالية تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار الجزائري. حيث أن الجدل في الأدبيات النظرية والتطبيقية بخصوص فعالية التدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر الصرف يعطي أهمية كبيرة لدراستنا وإعادة اختبارها في الجزائر.

حدود الدراسة:

تنحصر حدود هذه الدراسة في إطارين زماني ومكاني، بالنسبة للإطار الزماني فقد تم تحديد الفترة الزمنية من سنة 1994 إلى غاية 2023، ولقد تم الاعتماد على هذه الفترة كون أن فترة ما بعد 1994 هي فترة التحول نحو نظام الصرف المرن وتبني الجزائر لسياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي التي تقوم على فكرة التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار. أما فيما يخص الإطار المكاني فقد أجريت هذه الدراسة على الاقتصاد الجزائري.

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب البحث وفي إطار الموضوعية، سيتم إتباع:

- **المنهج الوصفي:** سيعتمد عليه في الإطار النظري للدراسة وذلك من خلال عرض مختلف الجوانب المتعلق بالموضوع من خلال جمع مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المرتبطة بموضوع البحث.
- **المنهج التحليلي:** سوف يعتمد عليه في الدراسة القياسية من خلال استخدام أدوات التحليل الاقتصادي والقياسي لاختبار فعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف في التأثير على سعر الصرف. دراستها وتحليلها، للوصول إلى النتائج المتوخاة من البحث.

صعوبات الدراسة:

من بين الصعوبات التي صدفناها في إنجاز هذه الدراسة يمكن تحديدها في الأتي:

❖ إحدى مشكلات اختبار تدخل البنك المركزي في سوق سعر الصرف هي محدودية المعلومات المتعلقة بهذا التدخل. ولذلك، يُستخدم مؤشر لتدخل البنك المركزي.

تقسيمات البحث:

من أجل بلوغ أهداف البحث والإجابة عن الإشكالية المطروحة وإثبات مدى صحة الفرضيات الموضوعة، سيتم تقسيم البحث إلى أربعة فصول رئيسية.

الفصل الأول الموسوم بـ: "**تدخلات البنك المركزي ودورها في تحقيق السياسة النقدية**"، حيث تطرقنا من خلاله إلى مفهوم ووظائف وأهداف البنك المركزي ودوره في البلدان المتقدمة والنامية، وأيضا إلى مفهوم السياسة النقدية وأهدافها وأدواتها وقنوات إبلاغها، وإلى أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية من خلال مفهوم ومبررات ومعايير قياس استقلالية البنك المركزي، وأثر استقلالية البنك المركزي على سعر الصرف ومصداقية السياسة النقدية.

أما **الفصل الثاني** تم عنونته بـ: "**أهم أنظمة أسعار الصرف ودور البنك المركزي في تحديد وتوجيه سعر الصرف**". والذي خصص لدراسة سعر الصرف مفهومه وأشكاله وأهدافه وترتيبات أنظمة الصرف الحديثة والنظريات المفسرة لسعر الصرف وأيضا تطرقنا إلى سوق الصرف الأجنبي، مفهومه ووظائفه وعمليات وأنواع سوق الصرف الأجنبي والمتدخلون فيه، كما تطرقنا إلى تقلبات سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه من خلال عرض مفهوم تقلبات سعر الصرف وأنواع التقلبات والعوامل المؤثرة في تقلبات سعر الصرف، وتطرقنا إلى سياسات الصرف الأجنبي، أهدافها وأدواتها.

بينما **الفصل الثالث** ورد تحت عنوان: "**فعالية تدخلات البنوك المركزية في إدارة سوق الصرف**". وفيه تم تناول نظرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي من خلال مفهوم ودوافع تدخل البنك المركزي في سوق الصرف وآليات تدخله والشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف، وقنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف. وكذلك التطرق إلى البنك المركزي وإدارة احتياطيات الصرف الأجنبي وإلى علاقة احتياطات الصرف الأجنبي بسعر الصرف، وتعقيم احتياطات الصرف الأجنبي، والتعرض إلى تطور احتياطي الصرف الأجنبي في العالم والجزائر.

وأخيرا **الفصل الرابع** من الدراسة مخصص للدراسة التطبيقية وجاء تحت عنوان: "**دراسة تحليلية قياسية لفعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي خلال الفترة (1994-2023)**". وتطرقنا فيه إلى دور بنك الجزائر في تسيير سوق الصرف وإدارة سياسة سعر الصرف في ظل تعويم الدينار الجزائري ودوافع وهدف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر وإلى سوق الصرف البينية للبنوك والعمليات المستعملة في سوق الصرف ما بين البنوك ودور بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي وتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف، ثم عرض البيانات ونموذج الدراسة، ثم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ودرجة تكاملها، والتطرق إلى خطوات تقدير نموذج الدراسة، وكذلك تم دراسة اتجاه العلاقة القياسية وتقديرها بين المتغيرات وتحليل النتائج.

الدراسات السابقة:

لقد سبق هذه الدراسة دراسات سابقة نذكرها على سبيل المثال لا الحصر فيما يلي:

الدراسات باللغة العربية:

- **دراسة عبد الحميد مرغيت (2018) بعنوان: محاولة قياس درجة تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي باستخدام نموذج (Levy-Yeyati & Sturzengger) .**

تحاول هذه الدراسة تقديم تفسير اقتصادي للتدهور المستمر الحاصل في القيمة الخارجية للدينار الجزائري مقابل مختلف العملات الرئيسية ولاسيما الدولار الأمريكي، وسبل الحد منه نظرا لآثاره السلبية على الاقتصاد والمجتمع. باستخدام نموذج (Levy-Yeyati & Sturzengger) الذي يسمح بقياس درجة تدخل البنك المركزي في سوق العملات الأجنبية، وهذا باستخدام بيانات شهرية تغطي الفترة الممتدة من جانفي 2008 إلى غاية جوان 2015. وقد خلصت الدراسة إلى أن الانخفاض المستمر في قيمة الدينار الجزائري مرده

ضعف درجة التدخلات الشهرية لبنك الجزائر في سوق الصرف، وبناءا على ذلك ومن أجل سياسة سعر صرف أكثر فاعلية تقترح الدراسة ضرورة تقوية درجة التدخل لضمان استقرار القيمة الخارجية للدينار.

❖ **دراسة محمد جبوري (2019) بعنوان: فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف.**

يهدف هذا البحث إلى دراسة فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف، وتناولت الدراسة التجريبية بحث أثر وفعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف على الفترة 1980-2015، باستخدام طريقة المربعات ذات المرحلتين (2SLS) لمعالجة مشاكل التحيز خاصة السببية العكسية بين التدخلات وتقلبات أسعار الصرف.

أشارت نتائج الدراسة إلى فعالية التدخلات النقدية للبنك المركزي في تحقيق استقرار الدينار الجزائري لتوجيه مسار سعر صرف الدينار الجزائري نحو الاتجاه المرغوب فيه الذي تنشده السلطة النقدية.

الدراسات باللغة الأجنبية:

❖ **دراسة Aguilar and Nydahl(2000) بعنوان:**

Central bank intervention and exchange rates: the case of Sweden

تهتم هذه الدراسة بدراسة التدخلات المعقمة للبنك المركزي السويدي بين عامي 1993 و1996، لنمذجة تقلب العملة السويدية مقابل الدولار الأمريكي، فاستخدم البحثان مقاربة (ARCH) نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بوجود عدم ثبات التباين ونموذج التقلب الضمني على عقود خيارات العملات، فأظهرت النتائج أن تأثير التدخلات المعقمة كان ضعيفا ومحدوداً على سعر الصرف.

❖ **دراسة Sarno and Taylor(2001) بعنوان:**

Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?

والتي هدفت إلى ما إذا كان التدخل الرسمي في سعر الصرف فعالاً أم لا في التأثير على أسعار الصرف، والوسائل التي يتم من خلالها ذلك الأليات، وكيف يعمل هذا التدخل. استخدمت مقاربات نظرية الألعاب في تحليل التفاعل بين البنك المركزي والمضاربين الخواص العقلانيين في سوق الصرف في الاستجابة

للصدمة، حيث يهدف البنك المركزي إلى امتصاص آثار الصدمة على سعر الصرف والعمل على استقراره، وبالنظر إلى أن مستوى التدخل ليس معنوياً وليس كافياً مقارنة بمستوى حجم الصفقات اليومية في سوق الصرف، فإن البنك المركزي يميل إلى التدخل سراً لمفاجأة المضاربين الخواص وزيادة فعالية التدخلات. لكن يتوقع المضاربون مستوى أكبر من التدخلات وبالتالي ستكون النتيجة النهائية للمباراة تراجع فعالية التدخل في سوق الصرف.

❖ **دراسة Ilker & Alfonso (2004) بعنوان:**

Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework? Evidence from Mexico and Turkey

دراسة حول تدخلات البنك المركزي ودورها في توجيه سعر الصرف في ظل أنظمة استهداف التضخم في كل من المكسيك وتركيا باستخدام نموذج(GARCH) ، حيث أشارت النتائج إلى أن تدخلات البنك المركزي من خلال شراء وبيع العملة الأجنبية ساهمت في الحد من تقلب أسعار صرف البلدان المدروسة وبالتالي إمكانية استهداف التضخم عن طريق احتواء الآثار السلبية لصدمات أسعار الصرف المؤقتة على التضخم والاستقرار المالي.

❖ **دراسة Kearns and Rigobon (2005) بعنوان:**

Identifying the Efficacy of Central Interventions: Evidence from Australia and Japan

تهدف هذه الدراسة إلى استخدام نموذج ديناميكي يأخذ بعين الاعتبار العلاقة الداخلية (endogène) بين أسعار الصرف وتدخلات البنك المركزي الأسترالي ونظيره الياباني، حيث استخداما فيها الطريقة العامة للعزوم (GMM) على البيانات اليومية الاسترالية واليابانية، كشفت النتائج أن شراء 100 مليون دولار من قبل البنك الاسترالي قاد إلى ارتفاع الدولار الاسترالي بنسبة تتراوح بين 1,3 % و 1,8 %، في حين كانت النسبة 0,2 % فقط بالنسبة للين الياباني، تؤكد النتائج أن البنكين المركزيين نجحا في تخفيض التقلب في سعر صرف العملتين.

❖ **دراسة Seok Gil Park (2008) بعنوان:**

Solving Endogeneity in Assessing the Efficacy of Foreign Exchange Market Interventions

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة الخصائص الرئيسية للتدخلات اليومية على سعر الصرف الثنائية الدولار الأمريكي–الدولار الاسترالي من قبل البنك الاسترالي خلال الفترة 1997 – 1983 فوجد علاقة ارتباط موجبة بين اتجاه التدخل، المتوسط والتباين المشروط لعوائد سعر الصرف.

وأشارت نتائج الدراسة إلى أن التدخلات الكبيرة والمستمرة لها تأثير فعال يعمل على استقرار سوق الصرف، وفي ظل غياب هذه التدخلات، يصبح السوق عرضة لمزيد من التقلبات.

❖ **دراسة Adler and Tovar(2011) بعنوان:**

Foreign Exchange Intervention: A Shield against Appreciation Winds

تبحث هذه الورقة في ممارسات التدخل في النقد الأجنبي وفعاليتها باستخدام قاعدة بيانات نوعية وكمية جديدة لمجموعة من 15 اقتصادا تغطي 2004–2010، مع التركيز بشكل خاص على أمريكا اللاتينية. تقوم الدراسة بتقييم فعالية التدخلات المعقمة في التأثير على سعر الصرف باستخدام نهج two–stage IV–panel data للتغلب على تحيز التجانس (endogeneity bias).

تشير النتائج إلى أن التدخلات تبطئ وتيرة الارتفاع، لكن الآثار تتناقص بسرعة مع درجة انفتاح حساب رأس المال. في الوقت نفسه، تكون التدخلات أكثر فعالية في سياق أسعار الصرف "المبالغة في تقديرها" بالفعل.

❖ **دراسة Seerattan Dave (2012) بعنوان:**

The Effectiveness of Central Bank Interventions in The Foreign Exchange Market

دراسة لقياس فعالية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف لمجموعة من البلدان في كل من أستراليا واليابان باعتبارهما من أكبر أسواق الصرف والأكثر تقدما والتي قام فيها البنك المركزي بالتدخل في العقود الماضية، باستخدام النموذج القياسي (VAR–GARCH) خلال الفترة 2000 إلى غاية 2006، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن التدخل البنك المركزي عن طريق سياسة أسعار الفائدة كان فعالا والذي بدوره أثر على أسعار الصرف بالشكل المرغوب فيه وساهم في الحد من تقلباته.

❖ **دراسة Daude and Levy Yeyati, Nagengast (2014) بعنوان:**

On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets

تقوم هذه الدراسة بتحليل فعالية تدخلات أسعار الصرف لمجموعة مكونة من 18 من اقتصادات السوق الناشئة خلال الفترة 2003–2011. باستخدام نهج نموذج تصحيح الخطأ (VECM).

وقد أظهرت النتائج أن التدخلات في سعر الصرف في الأسواق الناشئة فعالة بشكل عام، بمعنى أنها تحرك سعر الصرف الحقيقي في الاتجاه المطلوب للتدخل.

❖ **دراسة Dayyabu and Adnan, Sulong (2016) بعنوان:**

Effectiveness of Foreign Exchange Market Intervention in Nigeria (1970–2013)

بحثت هذه الورقة في فعالية عمليات تدخل البنك المركزي النيجيري في سوق الصرف الأجنبي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية لأربعة متغيرات. المتغيرات هي سعر الصرف، وعرض النقود، وصافي الأصول الأجنبية (وكيل لمتغير التدخل)، وسعر الإقراض. للفترة من 1970 إلى 2013. باستخدامVECM لتتبع العلاقة وطبيعة السببية بين سعر الصرف ومتغيرات التدخل.

تظهر النتائج وجود علاقة طويلة المدى بين عملية تدخل CBN وNaira Exchange علاوة على ذلك، تؤكد نتائج اختبار السببية على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تمتد من متغيرات التدخل إلى عرض النقود. وهذا له تأثير شديد على استقرار الأسعار.

❖ **دراسة *Dua and Suri* (2018) بعنوان:**

Exchange Rate and Central Bank Intervention in INDIA: An Empirical Analysis

تستخدم هذه الدراسة إطار معادلات متزامنة لفحص فعالية تدخل. يتم تقدير نموذج المعادلات المتزامنة باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM –IV). تستند هذه الدراسة إلى بيانات ثانوية على أساس التكرار الشهري، تمتد من عام 1996: 08 إلى 2016: 10.

وتشير نتائج الدراسة إلى أن تدخل بنك الاحتياطي الهندي فعال في استقرار سعر الصرف الهندي لمواجهة الصدمات المحلية والخارجية. علاوة على ذلك، تتأثر عائدات سعر الصرف بشكل كبير بتدخل بنك الاحتياطي الهندي ومتغيرات الاقتصاد الكلي ومتغير الهيكل الجزئي.

❖ **دراسة Adlera and Lisack, Mano (2019) بعنوان:**

Unveiling the effects of foreign exchange intervention: A panel approach

تدرس الورقة تأثير التدخل في سوق العملات الأجنبية على مستوى سعر الصرف بالاعتماد على panel data يتمثل التحدي الرئيسي في تقييم تأثير FXI على أسعار الصرف في تجانس التدخلات في تحركات أسعار الصرف.

للتغلب على التجانس، نستخدم نهج المربعات الصغرى ذات المرحلتين مع المتغيرات الآلية التي تعتمد على تحديد الاختلافات الخارجية في مؤشر أسعار الصرف (أي التدخلات غير المرتبطة بتحركات أسعار الصرف).

وتشير النتائج أن التدخل يؤثر على سعر الصرف بطريقة ذات مغزى من منظور الاقتصاد الكلي. حيث يتسبب شراء عملة أجنبية بنسبة نقطة مئوية واحدة من إجمالي الناتج المحلي في انخفاض أسعار الصرف الاسمية والحقيقية في حدود [1.7 – 2.0] في المائة و [1.4 – 1.7] في المائة على التوالي. وُجد أن التأثيرات ثابتة ومتناسقة لعمليات شراء وبيع العملات الأجنبية.

❖ **دراسة Idil (2019) بعنوان:**

Understanding the dynamics of foreign reserve management

لتسليط الضوء على فعالية البنك المركزي في إدارة سعر الصرف عن طريق استخدام احتياطات الصرف في كل من الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) وطريقة (PSM) خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2017، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى فعالية تدخلات البنوك المركزية عن طريق احتياطات الصرف في التأثير على سلوك أسعار الصرف.

❖ **دراسة Ghosh & Kundu (2019) بعنوان:**

Central Bank Intervention in Foreign Exchange Market under Managed Float: A Three Regime Threshold VAR Analysis of Indian Rupee–US Dollar Exchange Rate.

لدراسة فعالية تدخل البنك المركزي بالهند على سعر صرف الروبية الهندية مقابل الدولار في ظل سعر الصرف العائم المدار، باستخدام النموذج القياسي (VAR) خلال الفترة 1992 الى 2017 ، حيث توصلت

النتائج إلى أن تدخلات البنك المركزي في الهند عن طريق سياسة السوق المفتوحة ساهم في توجيه سعر الصرف الروبية الهندية مقابل الدولار ضمن النطاق المرغوب فيه، والتخفيف من التضخم من جهة، ومن جهة أخرى توصلت النتائج إلى أن نظام سعر الصرف العائم المدار يعتبر سبب رئيسي لوصول الاقتصاديين لنتائج متضاربة عند تقييم فعالية تدخلات البنك المركزي لمعالجة تقلبات أسعار الصرف.

❖ **دراسة Rishad, Gupta and Sharma (2021) بعنوان:**

Official Intervention and Exchange Rate Determination: Evidence from India

تسعى هذه الدراسة إلى إيجاد دليل تجريبي على مدى قدرة السلطة النقدية على تحقيق هدف سياستها المتمثل في توجيه سعر الصرف في المسار المتوقع. استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي الموزع (ARDL) و (GARCH) مع بيانات شهرية وأسبوعية من يونيو 1995 إلى يونيو 2019.

تشير نتائج الدراسة أن شراء 1 ٪ من احتياطي النقد الأجنبي (صافي التدخل) أدى إلى انخفاض قيمة الروبية الهندية بنسبة 0.255 ٪ على المدى الطويل. بينما على المدى القصير، اتبع التدخل سياسة "الميل ضد الريح" للحد من غموض السوق.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال استعراض ومراجعة الدراسات السابقة التي تناولت موضوع فعالية تدخلات البنك المركزي على سوق الصرف الأجنبي، اتضح وجود اختلاف في نتائج هذه الدراسات، كما نلاحظ أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات الأجنبية في أنها مطبقة على الاقتصاد الجزائري، وتتميز عن الدراسات الجزائرية في أنها الوحيدة على حد علم الباحث التي استخدمت نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL Bound test Approach) وسببية قرانجر المطورة تودا ياماموتو (Toda Yamamoto) لغرض اختبار فعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي لتحقيق الاستقرار في سعر صرف الدينار الجزائري في المدى القصير والطويل خلال فترة تمتد من سنة 1994 إلى غاية 2023. وتختلف هذه الدراسة عن سابقتيها العربية والأجنبية من خلال المتغيرات التي أخذت مجتمعة.

تحاول هذه الدراسة كونها دراسة قياسية أن تخدم بنتائجها وتوصياتها الاقتصاد الجزائري بشكل خاص.

الفصل الأول: تدخلات البنك المركزي ودورها في تحقيق السياسة النقدية

تمهيد:

تعتبر البنوك المركزية في الاقتصاديات المعاصرة سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية هي السلطة النقدية المسؤولة عن إدارة السياسة النقدية بأهدافها المختلفة، والبنك المركزي يتميز عن غيره من البنوك، ويبرز هذا التميز من خلال وظائفه التي يقوم بها، والتي تكشف الدراسات في هذا المجال أنها تنطوي على وظائف متعددة، وعموما فإن البنوك المركزية تتشابه في وظائفها في مختلف دول العالم، وإن كانت هناك بعض الفروق فهي ليست في الأسس ذاتها وإنما في الطريقة التي تتبعها هذه البنوك في سعيها لتحقيق أهدافها.

كما تناط بالبنك المركزي مهام متعددة من أهمها إدارة السياسة النقدية بغرض تحقيق الاستقرار النقدي. ومن المعروف أن السياسة النقدية في الدولة، هي إحدى السياسات الاقتصادية العامة التي تتخذ ليتحقق من خلالها مجموعة من الأهداف. وإن السياسة النقدية في الدولة تمارس عملها من خلال التأثير في حجم العرض النقدي، بواسطة مجموعة من الأدوات، وتعرف هذه الأدوات بأدوات السياسة النقدية.

وفي هذا الإطار تأتي أهمية تعزيز استقلالية البنوك المركزية في كونها تمكن البنوك المركزية من تجنب تعارض الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، والتغلب على الهيمنة المالية للحكومة على عمليات البنوك المركزية، كما أنها توفر قدرا أكبر من الشفافية وتساعد على مساءلة البنوك المركزية عن مدى نجاحها في تحقيق أهداف السياسة النقدية وكلها عوامل معززة للاستقرار الاقتصادي.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بكل الجوانب المتعلقة بالبنوك المركزية ودورها في تحقيق السياسة النقدية وذلك من خلال ثلاث مباحث، حيث يتناول المبحث الأول البنك المركزي: المفهوم الوظائف والأهداف، في حين يتناول المبحث الثاني السياسة النقدية ودور البنك المركزي، أما المبحث الثالث فخصص لدراسة أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية.

المبحث الأول: البنك المركزي: المفهوم الوظائف والأهداف.

يعتبر البنك المركزي من أهم المؤسسات المالية في مختلف دول العالم، حيث يختلف عن باقي البنوك في أهدافه وخصائصه ووظائفه، فهو يحظى بسلطة الإشراف والرقابة على شؤون النقد. ومن هنا يتضح لنا أهمية البنوك المركزية في النشاط الاقتصادي، ولأجل ذلك بات ضروريا التعرف عليه وعلى وظائفه.

لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث عرض مفهوم ووظائف وأهداف البنك المركزي وأيضا دور البنوك المركزية في البلدان المتقدمة والنامية.

المطلب الأول: تطور طبيعة البنك المركزي ومفهومه.

للبنك المركزي أهمية كبيرة في النظام المصرفي لأي دولة، يمثل الركيزة الأساسية لهذا النظام المصرفي. ويعد البنك المركزي أعلى سلطة نقدية يقع على عاتقها مسؤولية إدارة السياسة النقدية والاشراف المصرفي وإدارة سعر الصرف، والحفاظ على الاستقرار المالي، وبالتالي إرساء أسس نمو اقتصادي قابل للاستمرار.

أولا: تطور طبيعة البنك المركزي ومفهومه

عرفت البنوك المركزية منذ ثلاثة قرون إلا أنها لم تنتشر ولم تتوسع ولم تتبلور وظائفها على الشكل الذي عليه الآن إلا في القرن العشرين. وبعد الحرب العالمية الأولى على وجه التحديد أصبحت جزءا لا يتجزأ من مظاهر استقلال البلاد السياسي وعلامة هامة من علامات استقلالها الاقتصادي، فهناك عدد قليل جدا من البلدان المستقلة التي لا تملك بنك مركزي حاليا، وقد اختلفت العوامل والأسباب الداعية لنشأة هذه البنوك من دولة لدولة أخرى بحسب تطورها الاقتصادي وعلاقتها بالعالم الخارجي.

نشأة البنوك المركزية غالبا ما نشأت البنوك المركزية كبنوك تجارية ثم تحولت إلى بنوك عامة تملكها الدولة، ويعد بنك ريكس السويدي أقدم بنك مركزي إذ يعود تاريخ تأسيسه إلى منتصف القرن السابع عشر غير أن بنك إنجلترا الذي تأسس في أواخر القرن السابع عشر يرجع إليه الفضل في تطوير المبادئ التي يقوم عليها الفن المصرفي المركزي ثم تلا بعد ذلك نشأة البنوك المركزية في الدول الأوروبية في القرن التاسع عشر، وتأخر نشأة البنك الفيدرالي الأمريكي إلى بداية القرن العشرين، وبقيت دول الشرق بدون بنوك

مركزية لكون أغلبها كانت تحت الاستعمار، إلى ما بعد الحرب العالمية الأولى والثانية، حيث فكرت في إنشائها بعد نيل استقلالها.[1]

ويعد البنك المركزي من المؤسسات النقدية والائتمانية المتميزة في النظم النقدية والمصرفية لمعظم دول العالم المعاصر، ويطلق عليها أسماء مختلفة ففي الولايات المتحدة الأمريكية يطلق عليها " نظام الاحتياطي الفيدرالي" وفي الهند " البنك الفيدرالي " وفي فرنسا " بنك فرنسا " ويطلق عليه في بعض الدول " مؤسسة النقد " مثل مؤسسة النقد السعودي في السعودية ومؤسسة النقد البحريني في دولة البحرين. وعلى الرغم من تعدد التسميات إلا أن وظائفها إلى حد ما متشابهة.

إن احتلال البنوك المركزية هذا الموقع المتميز بين البنوك الأخرى دفع بالاقتصاديين بوضع عدة تعاريف لها نصت معظمها على وظائف البنوك المركزية:[2]

وفي هذا الصدد يعرف "Vera Smith" الذي ركز على وظيفة الاصدار النقدي أن الصيرفة المركزية هي نظام مصرفي يتولى فيه بنك واحد الاحتكار الكامل أو الجزئي لإصدار الأوراق النقدية. في حين "W. Show" يعرف البنك المركزي بأنه البنك الذي يتحكم في الائتمان وينظمه. ويرى "Seyers" "أن البنك المركزي هو عضو أو جزء من الحكومة الذي يأخذ على عاتقه إدارة العمليات الخاصة للحكومة وبواسطة إدارة هذه العمليات المالية للحكومة يستطيع التأثير في سلوك المؤسسات المالية مما يجعلها تتوافق مع السياسة الاقتصادية للدولة"، في حين يركز "Hawtry" على وظيفته كملجأ أخير للإقراض. أما "A. Day" إذ يرى البنك المركزي هو " البنك الذي ينظم السياسة النقدية ويعمل على استقرار النظام المصرفي".

ويعرف "Samualson " البنك المركزي من خلال وظيفة التحكم في عرض النقد " هو بنك البنوك ووظيفته هي التحكم في القاعدة النقدية التي من خلالها يستطيع أن يتحكم في عرض النقد".[3]

ويعرف البنك المركزي بأنه " شخصية اعتبارية عامة مستقلة تقف على قمة النظام المصرفي، حيث يتولى تنظيم السياسة النقدية والائتمانية والمصرفية والإشراف على تنفيذها وفقا للخطة العامة للدولة وتعتبر

[1] حمدي صالح محمد، علاقة البنك المركزي بالمصارف الإسلامية، مجلة كلية العلوم الإسلامية – الصراط–، العدد الحادي عشر، 2005، ص203.

[2] حشاد نبيل، استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة، اتحاد المصارف العربية، بيروت لبنان، 1994، ص39.

[3] يوسف حسن يوسف، البنوك المركزية ودورها في اقتصاديات الدول، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2014، ص 24-25.

أموال البنك أموال خاصة وله الحق في الاطلاع على دفاتر وسجلات البنوك بما يكفله الحصول على كافة المعلومات التي تساعده على تحقيق أغراضه." [1]

وفي تعريف آخر أنه: " هو المؤسسة التي تقوم على مهام الصيرفة المركزية، والتي تتمثل بدورها في مجموعة السياسات العامة التي تهدف إلى تعزيز الاستقرار النقدي والمالي.[2]

ويعرف أيضا بصفة أشمل: " البنك المركزي هو أهم مؤسسة تشرف على شؤون النقد لذلك فإن علاقتها بالحكومة كبيرة جدا لأنه يمثل الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الحكومة للتأثير في السياسة الاقتصادية وبوجه خاص في السياسة النقدية، وهو أيضا وثيق الصلة بالبنوك التجارية حيث يقوم بالإشراف والرقابة على نشاطها".[3]

إن البنوك المركزية أخذت حيزاً كبيراً من اهتمامات المفكرين والاقتصاديين وتعددت التعاريف والتسميات للبنوك المركزية لتتماشى مع التطورات الحاصلة في النشاط الاقتصادي في مختلف النظم الاقتصادية.[4]

إذن، إن أي تعريف للبنك المركزي مشتق من وظائفه وهي تختلف من دولة إلى أخرى وتتطور من وقت لآخر، وعليه يمكن تحديد ماهيته من الخصائص المجتمعة فيه كشخصية معنوية أو مؤسسة مركزية نقدية تتربع على قمة الجهاز المصرفي، تعمل كبنك للبنوك ووكيل مالي للحكومة ومسؤولة عن إدارة وتوجيه الائتمان وشؤون النقد في البلاد واحتكار عملية إصدار النقود، فضلا عن كونه المشرف والمنظم والرقيب الأول على الجهاز المصرفي. علاوة على ذلك، البنك المركزي منشأة مصرفية لا تضع الربح في اعتبارها –خلافا للبنوك التجارية –بقدر ما تستهدف تدعيم النظام النقدي والاقتصادي في الدولة. ونظرا لأهمية هذا الهدف، فإنه يدخل في قطاع السيادة حيث يجب أن يكون مملوكا للدولة التي تقوم بالإشراف والرقابة عليه، وفي البلاد التي لا تكون فيها هذه البنوك مملوكة بكاملها للدولة فإن هذه الأخيرة تخضعها لرقابتها.[5]

---

[1] حنفي عبد الغفار، إدارة البنوك، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1997، ص 59.

[2] Ugolini Stefano, The Historical Evolution of Central Banking, Handbook of the History of Money and Currency, UK: Springer Nature, 2018, p. 2.

[3] الموسوي ضياء مجيد، اقتصاديات النقود والبنوك، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية،2002، ص243.

[4] عجمية محمد عبد العزيز، قريعة تادريس صبحي، النقود والبنوك والتجارة الخارجية، المكتبة الاقتصادية، دار المعارف، مطبعة الكرنك، مصر، 1970، ص158.

[5] مبارك موسى أحلام، آلية رقابة البنك المركزي على أعمال البنوك في ظل المعايير الدولية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير– فرع: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص4.

ثانيا: خصائص البنوك المركزية:

لا يمكن تحديد سمات وخصائص تشترك فيها جميع البنوك المركزية في جميع الدول. ذلك أن التماثل بين البنوك المركزية هو نتاج التطور النقدي وتاريخ هذا التطور في مختلف الدول. ولذا يحتفظ كل بنك مركزي في أي دولة من الدول بسمات خاصة هي وليدة الظروف والتطور التاريخي النقدي في كل بلد.[1]

قد يختلف البنك المركزي من حيث الشكل والوظائف من دولة لأخرى، لكنه يتميز في كل الأحوال ببعض الميزات والخصائص الأساسية التي تتوفر في معظم البنوك في العالم. ويمكن تحديد أهم الخصائص التي تتميز بها البنوك المركزية كما يأتي:

1. تعد البنوك المركزية مؤسسات نقدية ذات ملكية عامة، فالدولة هي التي تتولى إدارتها والاشراف عليها من خلال القوانين التي تقرها، والتي تحدد بموجبها أغراضها وواجباتها، وما دامت هذه البنوك تعد احدى أجهزة الحكومة فإن قراراتها يجب أن تكون متناسقة مع السياسة الاقتصادية العامة للبلد.
2. يعد البنك المركزي ممثلا للسلطة النقدية التي تدير النظام النقدي وتشرف على سير العمل المصرفي والنشاط الائتماني والتحكم في عرض النقد المالي بما يحقق المحافظة على القيمة الداخلية والخارجية للنقد الوطني وتعزيز الانتاج والاستخدام وتحقيق التوازن في المدفوعات الخارجية للبلد. كما أن البنك المركزي يمتلك من الأدوات التي تمكنه من فرض سيطرته على المصارف التجارية وجعلها تستجيب للسياسة النقدية التي ترغب بتنفيذها.
3. تمثل البنوك المركزية مؤسسات لا تعمل من أجل تعظيم الربح وإنما وجدت بهدف تحقيق الصالح العام للدولة.
4. تركز البنوك المركزية جل أعمالها مع مؤسسات الحكومة والخزينة العامة والمؤسسات المصرفية الأخرى ونادرا ما تتعامل مع الأفراد كما هو الحال بالنسبة للبنك الوطني البلجيكي وبنك ايطاليا.
5. يمثل البنك المركزي المؤسسة الوحيدة في البلاد التي تحتكر إصدار العملة.

[1] عبد الرحمن يسرى أحمد، اقتصاديات النقود والبنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص61.

6. يوجد في كل بلد بنك مركزي واحد باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يوجد فيها (12) مؤسسة للإصدار النقدي خاضعة لسلطة نقدية مركزية ممثلة بمجلس الاحتياط الفدرالي الذي يحدد السياسة النقدية للبلد، والتي تلتزم بتنفيذها جميع بنوك الاصدار.[1]

7. البنك المركزي مؤسسة نقدية قادرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية، والأصول النقدية إلى أصول حقيقية، فهو مصدر للنقود القانونية والتي تعد أدوات الدفع التي تتمتع بالقدرة النهائية والإجبارية على الوفاء بالالتزامات، وهو المهيمن على شؤون النقد والائتمان في الدولة.[2]

رغم وجود اتفاق عام حول الخصائص العامة والرئيسية للبنوك المركزية، والتي تميزها عن غيرها من المؤسسات الاقتصادية الأخرى لابد من ملاحظة وجود اختلافات مهمة في هياكلها التركيبية وصلاحيتها القانونية في البلدان المختلفة تبعا للمتغيرات التالية:[3]

- مرحلة التطور الاقتصادي للدولة وحجم وتنوع مواردها المالية؛
- التنظيم الهيكلي للائتمان وعمل الصيرفة بشكل عام؛
- مدى تطور الأسواق المالية والنقدية في كل دولة.

المطلب الثاني: وظائف وأهداف البنوك المركزية

اختلف الاقتصاديون في تعداد وظائف البنك المركزي وترتيبها، حيث يقوم البنك المركزي بدور مهم في الهيكل المالي والمصرفي، فهو بنك الحكومة ويدها القوية التي تساعدها في إدارة السياسة النقدية والرقابة على البنوك التجارية وأيضا التحكم في عرض النقد وتنظيم إصدارها.

وعليه سنذكر فيما يلي أهم وظائف وأهداف البنوك المركزية التي تزاولها في مختلف الأنظمة الاقتصادية المعاصرة، وذلك على النحو التالي:

أولا: وظائف البنوك المركزية

[1] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص78-79.

[2] ناشر عدلي سوزي، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي، بيروت،2005، ص 256.

[3] عجلان صباح، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2019، ص10.

أ. الوظائف التقليدية للبنوك المركزية

تتمثل الوظائف التي يقوم بها البنك المركزي فيما يلي:

1- البنك المركزي بنك الإصدار:

يعد البنك المركزي الجهة الوحيدة المخولة من قبل الحكومة بحق اصدار العملة الوطنية المتداولة، وهذه المهمة أو الوظيفة تقتصر عليه دون غيره من المؤسسات المالية والمصرفية الأخرى. وتعد هذه الوظيفة من أولى الوظائف التي تكفل بها البنك المركزي، وارتبطت بمبررات تأسيسه بوصفه بنكاً للإصدار من الناحية التاريخية تمييزاً له عن بقية المصارف والمؤسسات المالية الأخرى التي تزاول العمل المصرفي والائتماني.[1]

والواقع أن تركيز الإصدار في مؤسسة واحدة إنما يرجع إلى عوامل أهمها:[2]

- الرغبة في توحيد النقد المتداول ومنع تعدد العملات؛
- إنه مع انتشار العادات المصرفية واتجاه البنوك التجارية إلى خلق النقود الكتابية فإن احتكار إصدار النقد لدى البنك المركزي يعطيه سلطة واسعة وهيمنة على عملية خلق الائتمان. فحجم الائتمان يتحدد إلى حد كبير بحجم الرصيد النقدي الذي تحدده مؤسسة الإصدار؛
- إن تركز عملية الإصدار في مؤسسة واحدة تسندها الدولة يزيد من ثقة الجمهور في النقد المتداول.

2- البنك المركزي بنك الحكومة:

من أهم وظائف البنك المركزي قيامه بدور بنك الحكومة ومستشارها المالي، وذلك مهما تنوعت أشكال ملكية البنك المركزي.[3] ويتولى البنك المركزي تقديم كافة الخدمات المصرفية التي تطلبها الحكومة، حيث تحتفظ الدولة لديه باحتياطاتها من الذهب والعملات الأجنبية، كما يعتبر البنك المركزي، الجهة المسؤولة عن تحديد سعر الصرف للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، كما يتولى تنظيم العلاقات النقدية مع البنوك المركزية الدولية. ومع المؤسسات النقدية الدولية (مثل صندوق النقد الدولي، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير...إلخ). كما يعتبر وكيلاً مالياً للحكومة في إصدار وإدارة القروض العامة التي تطرح للاكتتاب العام، ويقوم بالنيابة عن الحكومة بدفع أية أموال في داخل الدولة، وخارجها، وتحويلها وتحصيلها، وقبولها كأمانة، وفتح الاعتمادات المستندية.

---

[1] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص79-80.

[2] عبد الرحمن يسرى أحمد، مرجع سبق ذكره، ص64.

[3] قناوي عزت، أساسيات في: النقود والبنوك، دار العلم للنشر والتوزيع، 2005، ص222-223.

هذا بالإضافة إلى قيامه بتقديم سلف بدون فائدة للحكومة، في حالات العجز المؤقت في الموازنة الناتج عن زيادة المصروفات الحكومية على الواردات وفوق ذلك كله فإنه يقوم بتقديم المشورة الفنية للحكومة عندما تقوم برسم السياسة الاقتصادية.[1]

3- البنك المركزي بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض:

البنك المركزي هو الجهة المختصة بإصدار تراخيص إنشاء البنوك التجارية والبنوك الإسلامية وفروع البنوك الأجنبية.[2] فهو البنك الذي تتعامل معه البنوك بصفة عامة والبنوك التجارية بصفة خاصة.[3] يقوم البنك المركزي بهذه الوظيفة من خلال قبوله ودائع البنوك، والقانون يلزم البنوك التجارية بضرورة الاحتفاظ بنسبة معينة من ودائعها لدى البنك المركزي وذلك بهدف تمكين البنك المركزي من مزاولة سلطته في الإشراف والرقابة على الائتمان المصرفي سواء بزيادة قدرة البنوك على منح الائتمان أو الحد منها.[4]

أما عن مهمته الأخرى كمقرض أخير للجهاز المصرفي والائتماني من خلال تقديمه للقروض والتسهيلات المصرفية التجارية التي تتطلب منه ذلك، سواء كانت تلبيته لحاجتها عن طريق القروض المباشرة أو غير مباشرة، مثل اعادة خصم الأوراق المالية المقدمة إليه من قبل هذه البنوك، أو قيامه بعمليات السوق المفتوحة، بهدف المحافظة على سيولة النظام الائتماني أو الجهاز المصرفي.[5]

4- البنك المركزي هو المشرف على شؤون الائتمان:

وهي من أهم وظائف البنك المركزي في العصر الحديث نظرا للأهمية التي تحتلها السياسة النقدية في التأثير على مجرى الحياة الاقتصادية. وفي هذا الصدد يقوم البنك المركزي بالاشتراك مع الحكومة في وضع أهداف السياسة النقدية وفي تدبير الوسائل اللازمة لتحقيقها.[6]

وإن الأهداف الأساسية للبنك المركزي من عملية الاشراف والرقابة على الائتمان تتحدد في توجيه الائتمان إلى الاتجاهات المرغوبة للنشاط الاقتصادي. إضافة إلى إدارة السياسة النقدية بكفاءة وبالشكل الذي يضمن تحقيق الاستقرار النقدي وتنظيم عرض النقود. وهو الأمر الذي يعتبر ضرورياً لتحقيق استقرار الأسعار والحفاظ على استقرار قيمة العملة الوطنية.

---

[1] بني هاني علي حسين، اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ، دار الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2014، ص192.

[2] الأفندي أحمد محمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مركز الكتاب الأكاديمي، ط1، عمان، 2018، ص 378.

[3] عبد الرحمن يسرى أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 68.

[4] قناوي عزت، مرجع سبق ذكره، ص 224.

[5] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 85.

[6] عبد الرحمن يسرى أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 71.

ومن ناحية أخرى، فإن الرقابة تستهدف المتابعة المستمرة لمدى ملائمة البنوك وكفاية رأس المال في البنوك التجارية وبما يمكنها من الوفاء بالتزاماتها المختلفة والحيلولة دون التعرض إلى أية مخاطر خطيرة تؤثر سلبا على نجاعة النظام المصرفي أو تؤثر على المودعين والمساهمين.[1]

ب. الوظائف الحديثة للبنوك المركزية:

تتطلع البنوك المركزية للقيام بوظائف حديثة أهمها:[2]

1. **التكيف مع المعاملات الالكترونية:** تغير شكل السوق في زماننا هذا وتبدل مكانه، فبعد أن كانت المحلات تتوزع على جنبات الشوارع وتتراص بجوار بعضها البعض، أصبحت مراكز ومجمعات التسوق اليوم هي البديل المريح للتسوق، وانتشرت أجهزة الصراف الآلي في كل مكان، موفرة بديلاً عملياً لفروع البنوك، مما يُعد انعكاسا طبيعيا لتطور العصر يتماشى مع تطور تقنيات وأدوات المعاملات المالية الإلكترونية وتأثيرها على التجارة خصوصا والمجتمع عموما وبالتدريج ومع التنامي المطرد في استعمال الحاسوب وتقنيات المعلومات، تطورت عموما نظرة المجتمع إلى بطاقات الائتمان وبطاقات الخصم كوسيلة للدفع المالي، وأخذت بالتحول تدريجيا من النظرة السلبية المتشككة إلى نظرة إيجابية واثقة، وفي الوقت ذاته، بدأ اعتماد المجتمع للعملة الورقية، باعتبارها الوسيلة الوحيدة للدفع المالي بالتراجع والتحول من النظرة الإيجابية الواثقة إلى النظرة السلبية المتشككة، وأصبح ذلك ينعكس يوميا وفي كل مكان على المعاملات التجارية والمالية المختلفة، حيث يزداد الاعتماد على استعمال بطاقات الائتمان والخصم وغيرها من أشكال النقد الإلكتروني مقابل التراجع المستمر في نسبة الاعتماد على العملة الورقية والمعدنية.

2. **الإشراف على أنظمة الدفع والتسوية:** يمثل الإشراف على أنظمة الدفع والتسوية وظيفة من وظائف البنوك المركزية الحديثة التي تهدف لضمان سلامة وكفاءة هذه الأنظمة من خلال متابعة هذه الأنظمة وتقييم عملها وفقا لذلك، وإحداث التغيير في هذه الأنظمة في حال استدعى الأمر ذلك لضمان السلامة والكفاءة.

3. **الإشراف على أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزية المخاطر:** تعتبر المخاطرة جزء لا يتجزأ من العمل المصرفي خصوصا مع ارتفاع حدة المنافسة والتطور التكنولوجي وزيادة حجم المعاملات المصرفية والحاجة إلى بنوك ذات أحجام كبيرة، فالبنوك أصبحت اليوم تواجه مخاطر مصرفية متنوعة تتفاوت في درجة خطورتها من بنك إلى آخر وإن أحسن التقييم والتحليل والدراسة، ومن ثم إدارة مجمل المخاطر

[1] الأفندي أحمد محمد، مرجع سبق ذكره، ص 379.

[2] صندوق النقد العربي، المبادئ الأساسية لنظم الدفع الهامة نظاميا ومسؤوليات المصارف المركزية، أبو ظبي، 2006، ص 3-6.

المحتملة من العوامل المساعدة على نجاح البنك وضمان استمراره في السوق المصرفية بعوائد مرضية ومخاطر متدنية.

وباعتبار البنوك من المنشآت ذات الطبيعة الخاصة التي تواجه العوائد والمخاطر على اختلاف أشكاله على حد سواء، فإن المخاطر الائتمانية التي تواجهها والناتجة من المعاملات المصرفية مع العملاء والمؤسسات والتي تصنف إلى أنواع مختلفة يمكن قياسها بمؤشرات متطورة تسمح للبنك من تحديدها بدقة والتنبؤ بها مستقبلا وهو ما يساعدها على التحكم أو التقليل منها هذا إذا كان من الصعب القضاء عليها.

ومن هذا المنطلق، تركز الدراسات المعاصرة اهتمامها على كيفية إدارة مخاطر الائتمان المصرفي والتحكم فيها، واتخاذ القرارات الاستثمارية والمالية على ضوء نظم وأساليب رقابية وإدارية صارمة تضمن للبنك تحديدا أوضح لتلك المخاطر وتصنيفها، وبالتالي اتخاذ القرارات المناسبة التي تقود إلى تحقيق أهدافه بصورة أفضل.

4. **البنوك المركزية وجذب الاستثمارات:** الجاذبية الاقتصادية والمالية تهم البنوك المركزية على أكثر من صعيد، فمن الوجهة الأولى، تساهم البنوك المركزية في الجاذبية الاقتصادية للبلد مادامت مهمتها هي السهر على الاستقرار النقدي والمالي.[1]

يكون ضمان الاستقرار النقدي عن طريق تأمين استقرار الأسعار مما يبقي على تنافس الأسعار في الاقتصاد.

كما يتم السهر على حفظ الاستقرار المالي، بالسماح ببروز وسط مالي مهيأ لتمويل الاقتصاد، لأن البنك المركزي بصفته مقرض الملاذ الأخير يضمن السيولة للنظام المالي.[2]

أما من الوجهة الثانية، فإن الجاذبية الاقتصادية ارتداد عكسي على عمل البنوك المركزية لأن إنشاء المؤسسات المبدعة يمكن أن يؤثر على قنوات الاتصال للسياسة النقدية.

5. **البنوك المركزية والرقابة الفعالة على البنوك:** البنوك المركزية في غالبية الأمر هي هيئات مكلفة بالرقابة على البنوك، فعلى الصعيد الدولي تطبق البنوك المركزية مقررات لجنة بازل، أما على الصعيد

[1] Morisson Gilles, Investissment Direct Etranger, Croissance et Politique D'attractivite (problématique et enjeu pour les banques – centrale), Banque de France, institut bancaire et financier international, CONFERANCE, BANQUE D'ALGERIE, Alger, avril, 2012, P69.
[2] Morisson Gilles, Op- cit, P70.

الوطني فتتولى الرقابة هيئات مكلفة ولجان متخصصة، والأزمة المالية الأخيرة زادت من تقوية الرقابة وإشراك البنوك المركزية على الرقابة الفعالة.[1]

في منطقة اليورو، الرقابة البنكية ليست من المهام الأساسية للبنك المركزي الأوربي، فهو غير معني بطريقة مباشرة، وإنما يهتم بطريقة غير مباشرة بحكم مكانته في الهيكلة الجديدة للرقابة المالية الموضوعة مؤخرا في أوروبا، هذه الهيكلة الجديدة تسمح بتحسين التنسيق ما بين مختلف سلطات الرقابة للبنوك.

إن تكرار الأزمات النقدية والمالية وامتدادها الجغرافي زاد من المخاطر المعاصرة مما أدى بالبنوك المركزية إلى الالتفات أكثر فأكثر في حل عدم التوازن، من خلال القيام بمتابعة الوضعية المالية للبنوك، وتوفير السيولة الطارئة، وكذا السهر على تقوية مكونات السوق.

لأن فيما قبل الأزمة المالية الأخيرة كانت وكالات مراقبة البنوك لا تقوم إلا بمراقبة سطحية لنظام البنوك، مما جعلها تعجز عن كبح المخاطر، كما كان أيضا للمستوى العالي من الأرباح المحقق من قبل البنوك نتيجة شراؤها كمية ضخمة من الأصول والمضاربة في سعرها، بسبب السيولة المبالغ في ضخها من طرف البنوك المركزية في النظام المالي.

ولتدارك نقائص الرقابة البنكية قامت لجنة بازل لمراقبة البنوك بسن قوانين جديدة تدخل ضمن بازل3.

ثانيا: أهداف البنوك المركزية

تتشابه الأهداف الرئيسية للبنوك المركزية في جميع أنحاء العالم وكذلك فهي تتشابه في مسؤولياتها ووظائفها العامة إلا أن الإطار العام الذي تؤدي فيه هذه البنوك مسؤوليتها يختلف من بلد لآخر نوعاً ما لأنه يتأثر بعوامل مختلفة منها:[2]

1- مرحلة النمو الاقتصادي العام للبلد.

2- حجم الموارد المالية المتاحة.

3- مدى اتساع وتطور سوق النقد وسوق المال.

4- تركيبة الهيكل الائتماني السائد في البلد.

5- نوع النظام النقدي الذي يعمل البنك المركزي في ظله.

[1] Morisson Gilles, LA Crise Financiere Actuelle (Conséquences pour les banques), Banque de France, institut bancaire et financier international, CONFERANCE, BANQUE D'ALGERIE, Alger, avril, 2012, P25.

[2] رمضان سليم زياد، جودة احمد محفوظ، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، 2006، ص173.

6- طبيعة العلاقات المالية الدولية للبلد بصورة عامة.

وقد اختلف الاقتصاديون في تقرير ما هي أهم وظيفة يقوم بها البنك المركزي، ومهما تكن هذه الوظيفة فإننا نعتبر أن أبرز أهداف البنك المركزي هي:[1]

يهدف إلى توجيه النشاطات الإجمالية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية التي تتبناها الدولة، ومن جملتها اتباع سياسة نقدية تؤدي إلى تحقيق التنمية الاقتصادية المتوازنة، والحفاظ على قيمة العملة الوطنية، واستقرار معدل صرفها بالعملات الأجنبية، ومحاربة التضخم، والعمل على الاستقرار النسبي للأسعار.

المطلب الثالث: دور البنوك المركزية في البلدان المتقدمة والنامية.

تعتبر البنوك المركزية في الاقتصاديات المعاصرة سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية هي السلطة النقدية المسؤولة عن إدارة السياسة النقدية بأهدافها المختلفة، وبالرغم من تشابه وظائف البنوك المركزية في دول عديدة، إلا أنها تختلف من حيث إطار تنفيذها بين بلد وآخر وعلى ذلك نرى الدور الذي يقوم به البنك المركزي في بلد متقدم يختلف قليلاً عنه في بلد نام حيث تلقى على كاهله مسؤوليات أكبر في حالة البلد النامي. فهو عادة يقوم بوظائف تنظيمية تتعلق بالجهاز المصرفي وبالكتلة النقدية وباستقرار الأسعار وقابلية العملة للتحويل في البلد المتقدم وهو يقوم إلى جانب هذه الأشياء بدور قيادي إنمائي في البلد النامي.

وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب عرض والتعرف على دور البنوك المركزية في البلدان المتقدمة والنامية.

أولا: دور البنوك المركزية في البلدان المتقدمة

اختلفت النظرة لدور البنوك المركزية في الدول المتقدمة اختلافا كبيرا عنها في الدول النامية. ويرجع اختلاف تلك النظرة إلى الجذور التاريخية لنشأة البنوك المركزية في كلا المجموعتين من الدول. فقد نشأت البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة نتيجة الحاجة إلى مؤسسات تتولى الإشراف على البنوك العاملة وإدارة القطاع المالي، وكأحد المؤسسات التي تتكامل مع المؤسسات الأخرى في منظومة اقتصادية قائمة على أسس مستقرة نسبيا، وبيئة محيطة ملائمة لعمل الفكر الاقتصادي الرأسمالي الحر وقوى السوق

[1] حمدي صالح محمد، مرجع سبق ذكره، ص204.

بكفاءة، بينما كانت نشأة البنوك المركزية في معظم الدول النامية نتيجة للاستقلال العسكري والسياسي، وأصبحت مظهرا من مظاهر الاستقلال ومكملا له في المجال الاقتصادي.[1]

تمارس البنوك المركزية في الدول المتقدمة العديد من الوظائف المصرفية والتنظيمية والإشرافية، فلها مسؤوليات عامة جوهرية ومنظومة واسعة من القوى التنفيذية.

توكل الدولة في الاقتصاديات المتقدمة إلى البنك المركزي مهمة الرقابة على الائتمان الذي تقوم بخلقه البنوك التجارية بقصد تحقيق الأغراض الاقتصادية عن طريق تلك الرقابة، والجدير بالذكر أن هناك نوعين رئيسيين من أنواع الرقابة الكمية على النشاط الائتماني للبنوك التجارية يتضمن كل منها عددا من الأساليب أو الوسائل أو السياسات. فهناك الرقابة الكمية التي تهدف إلى التأثير على حجم الائتمان في مجموعه بغض النظر عن أوجه استخدامه، وهناك الرقابة النوعية التي تهدف إلى توجيه الائتمان إلى نواحي الاستخدام المرغوب فيها.

ولكل من هذه الأساليب درجات متفاوتة ومتباعدة من مقدار الفعالية والنجاح، ويصعب التعميم في هذا الموضع لأن الظروف والأوضاع الاقتصادية والنقدية بالإضافة إلى العديد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية الأخرى، تتداخل لتقوي أو تضعف التأثير ومن هنا فإن استعمال وسيلة دون أخرى يخضع عادة لآراء تقديرية يصعب الحكم عليها بموضوعية علمية دقيقة. لا سيما وأن بعض هذه الأساليب يحمل في طياته آثار جانبية متعددة تنعكس على الاستثمار والنشاط الاقتصادي ومستوى الأسعار.[2]

يقوم البنك المركزي في البلاد المتقدمة بوظائف تنظيمية تتعلق بالجهاز المصرفي، بالكتلة النقدية وباستقرار الأسعار وقابلية العملة للتحويل. وعليه تتلخص وظائف البنك المركزي في البلاد المتقدمة في:[3]

- مقابلة متطلبات القطاعات الاقتصادية المختلفة من الائتمان.
- تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من الاستخدام، وابعاد الاقتصاد الوطني عن التعليمات الحادة في حجم الاستخدام وفي الدخل الحقيقي؛ حيث لا وجود للبطالة ولا وجود للتضخم.
- الرقابة على الائتمان الذي تقدمه البنوك التجارية ويمارس البنك المركزي هذه الرقابة بقصد تحقيق الأغراض الاقتصادية التي يهدف إليها.

[1] أحمد شعبان محمد على، الأزمات والمتغيرات الاقتصادية ودور القطاع المصرفي، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط1، الاسكندرية، 2011، ص145.

[2] عجلان صباح، مرجع سبق ذكره، ص21.

[3] رمضان زياد، جودة محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 177.

ثانيا: دور البنوك المركزية في البلدان النامية

كانت نشأة البنوك المركزية في معظم الدول النامية نتيجة للاستقلال العسكري والسياسي، وأصبحت مظهرا من مظاهر الاستقلال ومكملا له في المجال الاقتصادي.

ونظرا للحالة الاقتصادية غير المستقرة والمتخلفة نسبيا بتلك الدول النامية التي تركها الاستعمار بعد استنزاف مواردها الاقتصادية بالإضافة إلى عدم توافر البيئة الاقتصادية الملائمة لعمل قوى السوق بكفاءة، فقد تم توجيه سياسة وعمل البنك المركزي والقطاع المصرفي أساسيا لتوفير الاحتياجات التمويلية لحكومات هذه الدول.[1]

وتلقى على عاتق البنوك المركزية في الدول النامية مسؤوليات أكبر من تلك المتولاة من قبل البنوك المركزية في الدول المتقدمة نظرا لاختلاف الإطار الذي تعمل ضمنه هذه البنوك. ولكي يتضح الدور الذي يلعبه البنك المركزي في البلدان النامية علينا أن نوضح الإطار الذي يعمل ضمنه، ويتألف هذا الإطار من خصائص النظام المصرفي في البلدان النامية وهذه الخصائص هي:

– ضعف الوعي المصرفي الناتج عن تدني مستوى إدراك الأفراد بدور وأهمية المصارف، والذي يؤثر سلبا في التعامل مع المصارف، مما يسبب الانخفاض في قيمة الودائع قياسا بالكتلة النقدية، وبالتالي تؤدي إلى الحد من قدرة وفاعلية الجهاز المصرفي على خلق الودائع والتوسع في الائتمان.

– محدودية مساحة السوق النقدية بسبب ندرة المقترضين وضعف المؤسسات المالية والنقدية التي تتعامل بالوساطة، مما أدى إلى ضعف تعامل المصارف مع تلك الأسواق بشكل عام.

– تواجد فروع البنوك الأجنبية بشكل كبير في معظم الدول النامية مما يجعلها تعتمد على مراكزها الرئيسية في دولها عندما تحاول البنوك المركزية فرض السياسة النقدية في البلد عن طريق الرقابة على الائتمان أو التغيير في نسبة الاحتياطي، أو الزيادة في معدلات نسبة السيولة، مما يؤدي إلى تحجيم دور البنوك المركزية بالضغط على تلك المصارف الأجنبية.

– السيولة الكبيرة، حيث تقل المدخرات كثيراً عن المعدلات المطلوبة لتراكم رؤوس الأموال في الدول النامية نظرا لانخفاض الدخل الحقيقي وارتفاع الجزء المقتطع من ذلك الدخل والموجه للنواحي الاستهلاكية، هذا يؤدي إلى مشكلة شبه مزمنة وهي تمويل العجز في الموازنة العامة، حيث تكون النفقات المصروفة أكبر

[1] Sylvia Maxfield, Financial Incentives and Central Bank Authority in Industrializing Nations, World Politics, Vol. 46, no. 4, 1994, p 563.

من الإيرادات المحققة، مما يجعلها تقوم بالاقتراض من المصرف لتمويل هذا العجز وبالتالي إصدار نقود لتغطية القروض الحكومية مما يولد سيولة كبيرة في الجهاز المصرفي.[1]

– الازدواجية في القطاع المصرفي، حيث يلاحظ في البلدان النامية أن مؤسسات الجهاز المصرفي تتركز في مناطق محددة ولا تنتشر في شتى أنحاء البلاد وهذا أدى إلى تركيز المؤسسات النقدية في الأماكن والمدن؛ مما أدى إلى ظهور سوق نقدية متقدمة نسبياً في تلك الأماكن في حين أدى عدم انتشار هذه المؤسسات في المناطق الأخرى إلى عدم تطور الأسواق النقدية فيها.

– سوء تفسير اللجوء إلى إعادة الخصم أو الاقتراض من البنك المركزي.[2]

وفي ظل هذه الظروف فإن المهمة الأساسية للبنوك المركزية في الدول النامية هي زيادة الثقة بين الشركاء المحليين والأجانب في مصداقية العملة المحلية قدرة العملة المحلية على الوفاء بالالتزامات، وأنها وحدة محاسبية مستقرة وقابلة للاستمرار، وفي قدرة نظام التمويلي المحلي على تحمل المسؤولية.

أن قدرة البنوك المركزية محدودة على التحكم في مصداقية العملات الخاصة بها، ويعود ذلك للسياسات المالية والعجز المالي المرتفع، والذي يجب أن يمول إما بواسطة طبع النقود، أو من خلال الاقتراض المحلي أو الخارجي، وفي كلتا الحالتين فإن ذلك يقود إلى التضخم وانخفاض الثقة في العملة المحلية.

إذا كانت البنوك المركزية قادرة على تنفيذ وظائفها التنظيمية والادارية بكفاءة عالية في الدول المتقدمة لأن هذه الدول تتمتع باقتصاديات متكاملة وأنظمة مالية ناضجة، فإن الدور الذي تلعبه البنوك المركزية في هذه الدول يختلف اختلافا كبيرا عن الدور الذي تقوم به في البلدان المتقدمة. فالبنوك المركزية في هذه الدول تقوم بدور ذو شقين، الأول تنظيمي أو رقابي، والثاني تطويري أو تنموي. لهذا يعد البنك المركزي المحرك المالي لعملية التنمية في البلاد النامية. وقد سعت هذه الأخيرة جاهدة لزيادة سرعة تقدمها وتحقيق مستويات عالية من الدخل والاستهلاك والاستثمار، لذلك فقد أعطت للدور التطويري الذي تقوم به البنوك المركزية فيها أهمية خاصة تفوق كثيرا أهمية الدور التنظيمي. هذا لا يعني إهمال الدور التنظيمي كلية والتركيز على الدور التطويري (التنظيمي) للبنك المركزي، بل على العكس فإن كلا الدورين يكمل كل منها الأخر ويتناسق معه دون تناقض أو تضارب.[3]

[1] الدوري زكريا، السمرائي يسرى، البنوك المركزية والسياسات النقدية، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع،2006، ص28.

[2] رمضان زياد سليم، جودة أحمد محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 179.

[3] عجلان صباح، مرجع سبق ذكره، ص22–23.

1) **الدور التنظيمي الرقابي:** حيث حددت معظم تشريعات وقوانين البنوك المركزية العاملة في البلاد النامية بوضوح مهام هذه البنوك وبينت علاقتها بالبنوك التجارية ومضمون سياستها واتجاهها وكذلك الأدوات والأساليب المختلفة التي تمكنها من التأثير في أنشطة وفعالية هذه البنوك. ولا تختلف هذه الأدوات عما هو متبع في البلاد المتقدمة، غير أن نجاحها يتوقف على ظروف وشروط معينة ترتبط أساسا بالإطار الذي تعمل ضمنه هذه البنوك وهي ليست إلى حد ما في متناول يد البنوك المركزية العاملة في الدول النامية.[1]

2) **الدور التطويري التنموي:** لقد تغيرت النظرة في البلدان النامية إلى البنك المركزي من مؤسسة تنظيمية تهتم بالسوق النقدية إلى مؤسسة تهتم بأمور التنمية ووكيل لحشد الموارد المتاحة في البلاد واستغلالها استغلالا أمثلا. وكان رواد هذه النظرة اقتصاديين من دول أمريكا اللاتينية حيث دعوا إلى قيام البنك المركزي بتمويل التنمية الصناعية بشكل مباشر. ولعل من الأسباب التي دفعت بهذه البنوك إلى ممارسة هذا الدور هو زيادة الاهتمام بقضايا التنمية الاقتصادية خاصة بعد الحرب العالمية الثانية وظهور أسس فلسفية جديدة للسياسة الاقتصادية والاجتماعية في كثير من الدول تتمثل في مبدأ تدخل الدولة المباشر في إدارة شؤون الاقتصاد (الدولة الرأسمالية المتدخلة). ومن أهم المظاهر المبرزة لدور البنك المركزي في التنمية الاقتصادية: إقامة وتطوير أسواق المال والنقد المحلية الملائمة لعملية التنمية، تشجيع الادخار وتسهيل الاستثمار، قيامه بتمويل التنمية بشكل مباشر وغير مباشر، ويتم التمويل المباشر عن طريق زيادة كمية النقود المصدرة وتقديم الائتمان بصفة مباشرة من خلال نشر فروعه في المناطق التي تفتقر إلى أجهزة ائتمانية. ورغم أن لهذا الأسلوب محاذيره وحدوده التي لا يمكن تجاهلها وأهمها الاحتمال الكبير للتأثير التضخمي والآثار السلبية على ميزان المدفوعات، إلا أنه يمكن اعتماد هذه الطريقة باستخدام الزيادة في الإصدار لتمويل الاستثمارات التي لا تحتاج لمدة طويلة لإعطاء مردودها، ومع شرط أن تكون الزيادة على دفعات تدريجية تتناسب والظروف القائمة. أما التمويل غير المباشر فيتم عن طريق تأسيس بعض الهيئات والمؤسسات الائتمانية التي تتخصص في تمويل التنمية (مثل البنوك المتخصصة) وإذا ما اتبع البنك المركزي الوسائل الفعالة لتحقيق ذلك، فإن النتيجة تعني مردودا مجزيا في مجال توفير الائتمان المتخصص.[2]

مما سبق يمكن القول أنه بالرغم من أن عملية التنمية الاقتصادية ليست من اختصاص البنوك المركزية في الدول الصناعية المتقدمة، إلا أنها من اختصاصها في الدول النامية، وذلك بسبب اختلاف الظروف الاقتصادية والمالية في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية، ذلك أن حكومات الدول النامية

[1] رمضان سليم زياد، جودة أحمد محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 181.

[2] أحلام مبارك موسى، مرجع سبق ذكره، ص 11.

تعتبر بنوكها المركزية مؤسسات حكومية مسؤولة عن إدارة النظام النقدي في البلاد، ومن ثم عليها أن تساهم في التنمية الاقتصادية مع المؤسسات الأخرى، وعليه يمكن اعتبار مسؤولية البنوك المركزية في الدول النامية هي العمل على توفير نظام مالي مستقر وسليم لتلبية متطلبات القطاعات الاقتصادية المختلفة ذات الأولوية في عمليات التنمية.[1]

يأتي إسهام البنك المركزي في دفع عملية التنمية الاقتصادية بالبلدان النامية من خلال مفهوم أوسع وأكثر شمولاً من هدف تحقيق استقرار قيمة العملة الوطنية. حيث إن الدور الذي ينبغي على البنك المركزي كأحد مؤسسات الدولة أن يمارسه في مواجهة مشكلات التخلف في البلدان النامية، لا يشمل فقط على الرقابة الفاعلة على حجم المعروض النقدي وحجم الائتمان المصرفي والعمل على تحقيق الاستقرار النقدي – في إطار دوره التقليدي – وإنما يتعدى ذلك إلى تطوير الأنظمة المصرفية والائتمانية، وبحيث يتم توجيه الائتمان المصرفي إلى القطاعات المنتجة، والصناعات الثقيلة، وصناعات التقنية الحديثة، والمشروعات الصغيرة، والمشروعات التصديرية، وتشجيع الاستثمار الخاص، وذلك إلى مستوى يتلاءم مع متطلبات عملية التنمية الاقتصادية.

بالإضافة إلى العمل على زيادة المقدرة على الادخار الحقيقي (وذلك من خلال تحقيق الهدف الأساسي للسياسة النقدية وهو تحقيق الاستقرار النقدي)، زيادة المقدرة على تعبئة المدخرات المحلية المتاحة (حتى بفرض عدم إمكانية زيادتها) واستخدامها بشكل أكثر فعالية في التمويل الاستثماري وبالتالي دفع عملية التنمية الاقتصادية.[2]

[1] Banque des Réglements Internationaux, Les banques centrales et le défi du développement, Bale Suisse, mai 2006, p11.

[2] أحمد شعبان محمد على، مرجع سبق ذكره، ص 157-158.

المبحث الثاني: السياسة النقدية ودور البنك المركزي.

تعتبر السياسة النقدية من بين أهم السياسات الاقتصادية التي نالت اهتمام المحللين الاقتصاديين والتي تعتمد عليها الدولة في تحقيق أهدافها المختلفة، فهي وسيلة مباشرة لتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي من طرف البنك المركزي من أجل تحقيق أهدافها، من خلال التأثير في حجم المعروض النقدي والائتمان بإحداث تغيرات عليه بما يتلاءم والظروف الاقتصادية السائدة بهدف امتصاص السيولة الزائدة في حالات التضخم.

المطلب الأول: مفهوم السياسة النقدية وأهدافها

إن السياسة النقدية تحتل اليوم مكان الصدارة ضمن هيكل السياسات الاقتصادية الكلية، باعتبارها جزءا أساسيا ومهما من أجزائها ومن بين أهم أدواتها. وتقوم السياسة النقدية بمعالجة الاختلالات الاقتصادية بغية تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية.

وسنحاول في هذا المطلب التعرف على مفهوم السياسة النقدية وأنواعها إضافة إلى التطرق لأهم أهدافها.

أولا: مفهوم السياسة النقدية

هناك عدة تعاريف للسياسة النقدية تختلف باختلاف وتطور النظم الاقتصادية والتشريعات النقدية للدول ومن أهم هذه التعاريف نذكر ما يلي:

تمثل السياسة النقدية أحد مكونات السياسة الاقتصادية، ويقصد بها مجموعة الإجراءات التي تستخدمها السلطة النقدية (البنك المركزي) للتحكم في المعروض النقدي والرقابة على البنوك والائتمان والتأثير فيه، كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية العامة للدولة.[1]

تعرف السياسة النقدية بأنها: " مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد، بمعنى مجموعة القواعد والأحكام التي تتخذها الحكومة أو أجهزتها المختلفة للتأثير في النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في الرصيد النقدي لإيجاد التوسع والانكماش في حجم القوة الشرائية للمجتمع بما يتفق وتحقيق مجموعة أهداف السياسة الاقتصادية".

[1] أحمد شبعان محمد على، مرجع سبق ذكره، ص 22.

وتعرف أيضا بأنها: " مجموعة من الوسائل التي تطبقها السلطات النقدية المهيمنة على شؤون النقد والائتمان، وتتم هذه الهيمنة إما لإحداث تأثير في كمية النقود أو كمية وسائل الدفع بما يلاءم الظروف الاقتصادية المحيطة والهدف من التأثير هو امتصاص السيولة الزائدة أو حقن الاقتصاد بتيار نقدي جديد".[1]

وتعرف السياسة النقدية بأنها: " العمل الذي يستخدم لمراقبة عرض النقود من البنك المركزي وذلك كأداة لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية ".[2]

وتعرف السياسة النقدية بأنها: " مجموعة من الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي للتحكم في عرض النقود ومعدلات الفائدة وحجم الائتمان المصرفي، وذلك من أجل تحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية، مثل دفع عجلة النمو الاقتصادي، أو الحد من التضخم، وهذا باستخدام أدوات يمارسها البنك المركزي من أجل ذلك ".[3]

وتعرف السياسة النقدية أيضا: " هي معيار مصمم للتأثير على حجم واتجاه النقود والاعتمادات لتحقيق الأهداف الاقتصادية، والتي يمكن التعبير عنها بالمتغيرات الاقتصادية الكلية مثل :التضخم والناتج الحقيقي والبطالة ".[4]

في ضوء التعريفات السابقة للسياسة النقدية، فإنه يلزم لوضع أي إطار للسياسة النقدية أن يتضمن مجموعة المفاهيم والمكونات التالية:[5]

- الإجراءات والتدابير العملية التي تقوم بها السلطة النقدية، المتمثلة عادة في البنك المركزي، لمواجهة تحديات اقتصادية قائمة أو التحوط ضد وقوع تحديات محتملة.
- الفصل بين السياسة النقدية والنظرية النقدية، حيث تهتم النظرية النقدية بصورة أساسية بمحاولة تفسير الظواهر الاقتصادية، وتبيان طرق معالجتها، ذلك من منظور علمي مجرد، بحيث يتم وفق هذا المنظور رسم صورة نظرية لما يجب أن يكون عليه النظام الاقتصادي، في حين أن السياسة النقدية تهتم بالإجراءات العملية للتعامل مع تلك الظواهر وتوجيهها إلى ما يحقق المصالح الاقتصادية المرجوة.

---

[1] مطاي عبد القادر، بن شنينة كريمة، فعالية السياسة النقدية في مواجهة التضخم، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 03، 2016، ص 9.

[2] pattat Jean pierre, monnaie institutions financières et politiques monétaires, 4em édition, Economica, paris, 1987, p 277.

[3] بركان زهية، فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010، ص 43.

[4] Abaenewe Zeph C, Ndugbu Michael O, Analysis of the Effect of monetary policy development on equity pricesin nigeria, Journal of Industrial and Academic Research, West African, vol 5, N°1, 2012, P 141.

[5] الشاذلي شفيق أحمد، قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي، صندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، العدد 39، 2017، ص 3-4.

- الوسائل التي تمكن السلطات النقدية، بما يتاح لها من وسائل، من القيام بالمتابعة والرقابة المباشرة على المتغيرات النقدية، كسعر الفائدة وحجم الائتمان الممنوح، وسعر الصرف، والتعاملات في أسواق ما بين المؤسسات المالية (الانتر بنك) لضبط الممارسات التي تؤثر في عملية خلق وعرض النقود.
- الأهداف التي تعمل السياسة النقدية على تحقيقها.

وعموما هناك اتفاق واسع على أن الأهداف الرئيسية والنهائية للسياسة الاقتصادية بشكل عام وللسياسة النقدية بشكل خاص:[1]

- تحقيق التشغيل الكامل.
- تحقيق معدل عالي من النمو الاقتصاد.
- تحقيق توازن ميزان المدفوعات.
- تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار.

وتنقسم السياسة النقدية إلى:[2]

- **السياسة النقدية التوسعية:** وهي السياسة التي تتبعها السلطات النقدية إذا مر اقتصادها بظاهرة الانكماش وارتفاع في معدلات البطالة، حيث ينقص الطلب على السلع والخدمات بالنسبة للسلع والخدمات المعروضة أي العرض أكثر من الطلب مما يدفع بالسلطات النقدية إلى التدخل بزيادة حجم السيولة المتداولة في السوق لإعادة التوازن بين العرض والطلب، وتضييق الفجوة الانكماشية من خلال إتباع إحدى أدوات السياسة النقدية كتخفيض سعر إعادة الخصم، تخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي ودخول البنك المركزي مشتريا للأوراق المتداولة في السوق المالي، مما تزيد من قدرة البنك على الائتمان وخلق الودائع، مما يترتب عليه انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستثمار وزيادة مستوى الإنتاج والدخل وكذلك مستوى التوظيف.
- **السياسة النقدية الانكماشية:** وهي سياسة تتبعها السلطات النقدية إذا مر اقتصادها بظاهرة التضخم، حيث يكون الطلب أكثر من العرض، ويكون الهدف من هذه السياسة تخفيض حجم السيولة المتداولة داخل الاقتصاد من خلال إتباع إحدى أدوات السياسة النقدية كرفع سعر الخصم، رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي ودخول البنك المركزي بائعا للأوراق النقدية في السوق المالي، مما يحد من قدرة البنك على منح الائتمان وارتفاع سعر الفائدة، وانخفاض الاستثمار وانخفاض مستوى الدخل، مما يترتب عليه انخفاض الطلب الكلي وبالتالي امتصاص القوة الشرائية المتزايدة بالمجتمع وهو ما يحد من التضخم.

[1] Delaplace Marie, "Monnaie et Financement de l'économie", Paris, édition Dunod, 2017, p118.

[2] فيلالي يوسف، طالب دليلة، فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم، مجلة دفاتر MECAS، المجلد 17، العدد 4، 2021، ص 358.

ثانيا: أهداف السياسة النقدية

يتحقق تأثير البنك المركزي على النشاط الاقتصادي من خلال السياسة النقدية، تسعى السياسة النقدية، بصفة عامة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية، حيث تختلف أهداف السياسة النقدية من دولة لأخرى ما بين الدول المتقدمة والدول النامية، تبعا لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات المختلفة، والنظم الاقتصادية والاجتماعية السائدة وظروف واحتياجات هذه المجتمعات.

ففي الدول الرأسمالية المتقدمة ترتكز أهداف هذه السياسات في المقام الأول في المحافظة على العمالة الكاملة للاقتصاد الوطني في إطار من الاستقرار النقدي الداخلي، وكذلك في مواجهة التقلبات الاقتصادية المختلفة، أما في الدول النامية فان الأهداف الرئيسية لسياساتها الاقتصادية ومن بينها السياسة النقدية، ترتكز في خدمة أهداف التنمية وتوفير التمويل اللازم لها، بمعنى أن السياسة النقدية في هذه الدول تتجه في المقام الأول نحو تعبئة أكبر قدر ممكن من الموارد المالية الميسورة ووضعها في خدمة التنمية للاقتصاد الوطني.

وفي سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية، تسعى السلطات النقدية لتحقيق مجموعة من الأهداف الأولية (التشغيلية) والأهداف الوسيطة وصولا إلى الأهداف النهائية.

1- الأهداف الأولية للسياسة النقدية (التشغيلية):

تمثل نقطة البداية في استراتيجية السياسة النقدية، وهي متغيرات يحاول البنك المركزي التحكم فيها للتأثير على الأهداف الوسيطة، فمثلا عندما يتقرر تغيير معدل نمو النقود الإجمالية فإنه يجب تبني متغير احتياطات البنوك وظروف سوق النقد المتفقة مع إجمالي النقود في الأجل الطويل ولهذا فالأهداف الأولية ماهي إلا صلة تربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف الوسيطة.

تتكون الأهداف الأولية من مجموعتين من المتغيرات: الأولى، هي مجمعات الاحتياطات وتتضمن القاعدة النقدية، مجموع احتياطات البنوك، احتياطات الودائع الخاصة والاحتياطات غير المقترضة، أما المجموعة الثانية فهي تتعلق بظروف سوق النقد وتشمل الاحتياطات الحرة ومعدل الأرصدة وأسعار الفائدة الأخرى في سوق النقد.[1]

[1] ديش فاطيمة الزهرة، دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2018، ص 35-36.

2- الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية:

لتحقيق الأهداف النهائية لسلطات النقدية تسعى إلى التأثير على المتغيرات الوسيطة، وهذا التأثير لا يكون مباشر مثلا على الناتج المحلي الخام، وإنما يكون التأثير على المتغيرات التي تؤثر على الناتج المحلي الخام، فالأهداف الوسيطة هي تلك المتغيرات النقدية التي يمكن بواسطة إدارتها ومراقبتها الوصول إلى تحقيق بعض أو كل الأهداف النهائية، ويشترط استجابة الأهداف الوسيطة لما يلي:

- إمكانية مراقبتها بما للسلطات النقدية من أدوات.
- وجود علاقة مستمرة بينها وبين الهدف أو الأهداف النهائية.[1]

والأهداف تتمثل فيما يلي:

- **المجاميع النقدية:** تمثل المجاميع النقدية مؤشرات إحصائية لكمية النقود المتداولة، تعكس قدرة المتعاملين في السوق المحلية على الإنفاق، وتتضمن وسائل الدفع المتاحة لديهم. ويطلق على هذه المؤشرات المسح النقدي. يوفر المسح النقدي معلومات للسلطات النقدية تمكنها من تحليل المتغيرات النقدية الكلية التي تتأثر بتدخلاتها.[2]
- **معدلات الفائدة:** السلطة النقدية تسعى أحيانا للوصول إلى معدل فائدة حقيقي كهدف وسيط للسياسة النقدية، غير أن هذا الهدف يطرح عدة مشاكل من بينها طبيعة العلاقة بين معدلات الفائدة سواء طويلة أو قصيرة المدى والنقود.[3] كما أن التغيرات في سعر الفائدة لا تعكس في الواقع نتائج جهود السياسة النقدية وحدها، وإنما عوامل السوق. ذلك أن معدلات الفائدة تتجه نحو الارتفاع أو الانخفاض تبعا للوضعية التي يمر بها الاقتصاد (الدورة الاقتصادية)، فضلا عن كون الجمهور عادة ما يلجا إلى ربط تحركات معدلات الفائدة بتشدد السلطات، إضافة إلى أن معدل الفائدة مثلما يمكن أن يستخدم كهدف وسيط يمكن أن يستخدم كقناة إبلاغ ووسيلة للسياسة النقدية.[4]
- **سعر الصرف:** إن استقرار سعر الصرف يضمن وضعية مستقرة للبلاد اتجاه الخارج، وبانخفاضه يعمل على تحسين وضعية ميزان المدفوعات، لهذا تحرص بعض الدول على ربط عملاتها بعملات قوية قابلة للتحويل من جهة، وعلى استقرار صرف عملتها مقابل تلك العملات، فكثرة المضاربة الشديدة على العملات تحدث التقلبات لسعر الصرف، مما تجد السلطات النقدية صعوبة التحكم في هذا الهدف،

[1] حولية يحيى، بلعربي عبد القادر، تأثير متغيرات السياسة النقدية على سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري، النشرة المصرفية العربية- الفصل الأول، 2015، ص 99.

[2] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص7.

[3] الدماغ أسامة بشير، الجورمد أثيل عبد الجبار، المقدمة في الاقتصاد الكلي، دار المناهج، عمان، الأردن، 2003، ص 360.

[4] قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 75.

وتؤثر عليه باستعمال ما لديها من احتياطات محاولة منها الحفاظ على قيمة عملتها اتجاه العملات التي ترتبط بها، دون ضمان نجاح.[1]

يستخدم سعر الصرف، كهدف وسيط للسياسة النقدية، في الدول التي تتبع سياسة مرنة لسعر الصرف، حيث يمكنها التدخل في أسواق الصرف، للحفاظ على سعر يحقق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية، وعلى وجه الخصوص السياسات التجارية. أما في حالة الدول التي تربط عملتها بعملة دولة أخرى، فيكون تدخل السلطات النقدية من خلال التأثير غير المباشر على أسعار الفائدة المحلية، عنها في دولة عملة الربط، للحيلولة دون تحول حائزي الودائع بالعملة المحلية للاحتفاظ بالعملة الأجنبية للاستفادة من فروقات أسعار الفائدة.[2]

إن التدخل المقصود، والهادف إلى رفع سعر صرف النقد تجاه العملات الأخرى قد يكون عاملا لتخفيض التضخم. وهذا ما يتطابق مع الهدف النهائي للسياسة النقدية. وعادة ما تُوظف السياسة النقدية في ميدان سعر الصرف إذا كان ثابتا أو ضمن حدود معينة، أما إذا كان سعر الصرف عائما فلن يكون سعر الصرف من بين أهداف السياسة النقدية.[3]

وعندما يتخذ معدل الصرف كهدف وسيط فانه يظهر العديد من العيوب لأن أسواق الصرف ليست منتظمة فهي تتعرض لتقلبات، ومعدل الصرف يلعب دورا مهما في معرفة الاستراتيجية الاقتصادية والمالية لحكومة ما.[4]

3- الأهداف النهائية للسياسة النقدية:

تعبر الأهداف النهائية عن المساعي الحقيقية المراد الوصول إليها من وراء استخدام وسائل وأدوات السياسة النقدية. من مجمل الأهداف النهائية للسياسة النقدية نذكر:

- **استقرار المستوى العام للأسعار:** تعتبر المحافظة على استقرار الأسعار من أهم العوامل التي تؤثر على النشاط الاقتصادي والمؤشرات الاقتصادية الرئيسية.[5] ويأتي هدف استقرار الأسعار في مقدمة الأهداف النهائية للسياسة النقدية. وهو من أهم أهداف السياسة النقدية، حيث تسعى كل دولة إلى تلافي التضخم واحتواء تحركات الأسعار إلى أدنى مستوى لها ومن تحقيق الاستقرار النقدي والاقتصادي.[6]

---

[1] حولية يحيى، بلعربي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 100.

[2] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 8.

[3] الغالبي عبد الحسين جليل، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 64

[4] مفتاح صالح، مرجع سبق ذكره، ص 128.

[5] الدوري زكريا، السامرائي يسرى، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 187.

[6] كنعان علي، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، ط1 ، دار المنهل اللبناني،2012 ، ص 455.

إن المحافظة على ثبات مطلق في مستوى الأسعار في جميع الأوقات كما يرى بعض الاقتصاديين هي ذات فائدة، حيث تسهل عملية التخطيط لدى المشاريع بسبب التيقن بالأسعار والتكاليف والأرباح المتوقعة، إلا أن الصعوبة في ذلك تكمن في عدم امكانية المحافظة على أسعار ثابتة للسلع التي تدخل في احتساب المستوى العام للأسعار، أي عدم ثبات أسعار السلع المكونة للرقم القياسي للأسعار نفسها.

لذا فإن الاستقرار في مستوى الأسعار هي سياسة وهدف مرغوب فيه من قبل السلطة النقدية طالما أنه يؤدي إلى القضاء على أي اختلال يطرأ على الاقتصاد. ويمكن تحقيق الاستقرار في الأسعار من خلال ضبط سياسات الائتمان المقدم للمصارف والمؤسسات المالية والمصرفية والسيطرة على كمية النقد في التداول.[1]

يُعد تحقيق هدف استقرار الأسعار تحققا آليا للأهداف الأخرى، وهو ما لوحظ فعلا في الدول مثل ألمانيا وسويسرا وغيرهما، حيث انخفضت معدلات التضخم وقل عجز الموازنة موازاة مع تحقيق النمو الاقتصادي.[2]

لكن الآراء تتباين حول ما إذا كانت السياسة النقدية تهدف إلى الاستقرار الكامل للأسعار أم تهدف إلى تحقيق معدل تضخم معقول أو معتدل يكون مرغوبا فيه، ويبقى على السلطات النقدية أن تعمل على استقرار مستويات الأسعار.[3]

- **تحقيق مستوى عال من الاستخدام:** هناك إجماع بين الاقتصاديين على أن يكون ضمان مستوى مرتفع من التشغيل من بين الأهداف التي تسعى إليها السياسة النقدية. ويراد بذلك أن تحرص السلطات النقدية على تثبيت النشاط الاقتصادي عند أعلى مستوى ممكن من التوظيف للمواد الطبيعية والبشرية. وعلى السلطات النقدية اتخاذ جميع الإجراءات الكفيلة بتجنيب الاقتصاد البطالة، وما يرافقها من عوامل انكماشية في الإنتاج والدخل واضطرابات في العلاقات الاجتماعية. ومن هذه الإجراءات رفع حجم الطلب الكلي إلى المستوى اللازم لتشغيل الموارد الإنتاجية غير المستغلة.[4]

[1] بوكرشاوي براهيم، استقلالية البنوك المركزية ودورها في رسم معالم السياسة النقدية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، تخصص مالية، جامعة تلمسان، 2020، ص 27.

[2] بن دعاس جمال، السياسة النقدية في النظامين الاسلامي والوضعي: دراسة مقارنة، المجلس الأعلى للغة العربية، الجزائر، 2008، ص 91-92.

[3] عبد المطلب عبد الحميد، السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص 93.

[4] الدليمي عوض فاضل، النقود والبنوك، دار الحكمة للنشر، الموصل، 1990، ص 586.

- **تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي:** إن هدف تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع يأتي في مقدمة أهداف السياسات الاقتصادية،[1] ويعتبر الاقتصاديون أن هذا الهدف هو الهدف الأولي والرئيسي للسياسة النقدية.[2]

تسعى كل من الدول الصناعية والنامية على حد سواء إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادية عالية، بهدف تحقيق معدلات نمو مستمرة للزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لبلدانها والرفع من مستوى متوسط الدخل الفردي الحقيقي، حيث تسعى الدول إلى بلوغ هذا كل بحسب قدرتها ومؤهلاتها الاقتصادية ومواردها المتاحة.[3]

وفعالية السياسة النقدية في تشجيع النمو تتم من خلال تأثيرها في الاستثمار كواحد من أهم محدداته، فالتغيرات التي تحدثها السياسة النقدية في الاحتياطيات النقدية للبنوك التجارية في عرض النقد تنعكس في صورة تغيرات مقابلة في سعر الفائدة التي تحدد بدورها حجم الاستثمار الخاص. بافتراض بقاء الأشياء الأخرى على حالها.[4]

- **إحداث توازن في ميزان المدفوعات:** إن هدف السياسة النقدية هو تحقيق التوازن الخارجي فضلاً عن التوازن الداخلي وذلك بتحسين ميزان المدفوعات وتحصينه ضد التقلبات، مع ضمان ثبات قيمة العملة الخارجية فضلاً عن ثبات قيمتها الداخلية– وما يتعلق بذلك من إجراءات خاصة بالمحافظة على أرصدة نقدية أجنبية كافية لمواجهة التقلبات التي قد تحصل في ميزان المدفوعات من جهة، ولتغطية متطلبات التنمية من جهة أخرى.[5]

تلعب السياسة النقدية دورا كبيرا في تخفيف العجز في ميزان المدفوعات من خلال رفع سعر إعادة الخصم الذي يدفع البنوك التجارية إلى رفع أسعار الفائدة على القروض التي تمنحها لعملائهما، فيتسبب ذلك في انخفاض حجم الائتمان والطلب المحلي على السلع والخدمات، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المحلية، الأمر الذي يشجع المستوردين من خارج البلد على زيادة استيرادهم من السلع والخدمات المحلية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يعتبر عامل جذب للأموال الأجنبية للداخل، وهذا من شأنه زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم تقليل العجز في ميزان المدفوعات.[6]

---

[1] الشاذلي أحمد شفيق، مرجع سبق ذكره، ص 7.

[2] الدوري زكريا، السامرائي يسرى، مرجع سبق ذكره، ص 190.

[3] عدنان حسين يونس، علي إسماعيل عبد المجيد، الهيمنة المالية للدول الريعية، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 78.

[4] Suraj B. Gupta, Monetary Economics, Del Hi-S. Chand and Company LTD, 1996, p.357.

[5] بوكرشاوي براهيم، مرجع سبق ذكره، ص 29.

[6] القطابري ضيف الله محمد، دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية–تحليلية–قياسية)، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 23.

شكل رقم (1-1): استراتيجية السياسة النقدية لبلوغ الأهداف النهائية

Source: Frederic's Mishkin, The economics of money banking & financial markets, Columbia University, Addison Wesley Inc., Sixth edition, 2001. P459

يتبع البنك المركزي استراتيجية من أجل بلوغ أهداف السياسة النقدية، ابتداء باختيار أداة من أدوات السياسة النقدية ثم الهدف الأولي (التشغيلي)، فالوسيط وصولا إلى الهدف النهائي، ولكن هذا يتطلب من البنك المركزي استخدام أهداف نقدية متصلة ببعضها البعض حتى الوصول إلى الهدف النهائي المنشود، وإلا اعتبرت الاستراتيجية غير كاملة.

المطلب الثاني: أدوات السياسة النقدية.

يقوم البنك المركزي بصفته المسؤول عن رسم وتنفيذ السياسة النقدية استخدام مجموعة من الأدوات والوسائل لغرض تحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية. حيث يستخدم البنك المركزي وسائله النقدية والائتمانية لتحقيق رقابته وسيطرته على الائتمان المصرفي كمهمة أساسية يتولاها دون غيره من مؤسسات الجهاز المصرفي بهدف زيادة النمو والتنمية الاقتصادية.

كما تتنوع أدوات السياسة النقدية التي يستخدمها البنك المركزي في التأثير على عرض النقود أو المعروض النقدي إلى أدوات كمية وأدوات نوعية أو كيفية وأدوات مباشرة. والتي سنحاول إيجازها وبشكل مختصر.

أولا: الأدوات الكمية للسياسة النقدية (غير المباشرة)

إن الهدف من استخدام الأدوات الكمية يتحدد في التأثير على كمية أو حجم الائتمان المصرفي، والذي ينعكس بدوره على مستوى النشاط الاقتصادي. وذلك عن طريق التأثير على جملة الاحتياطيات النقدية المتوافرة لدى النظام المصرفي، بما يترتب على ذلك من التأثير بطريقة غير مباشرة على الحجم الكلي لقروض البنوك واستثماراتها.

ويطلق عليها أيضا بالأدوات التقليدية لأنها نمت مع البنوك المركزية واستعملت ولا تزال تستعمل على نطاق واسع في البلدان المتقدمة اقتصاديا وكذا النامية لتوفر شروط معينة خاصة بها. وتتمثل الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية في كل من سياسة إعادة الخصم وسياسة السوق المفتوحة، بالإضافة إلى سياسة متطلبات الاحتياطي القانوني.

1- سياسة إعادة الخصم:

سعر إعادة الخصم* وهو عبارة عن السعر الذي يفرضه البنك المركزي على القروض الممنوحة إلى البنوك التجارية مقابل إعادة خصم أذونات الخزانة أو الأوراق المالية والتجارية. وقد اعتمدت البنوك المركزية أسلوب سعر إعادة الخصم للسيطرة على حجم الائتمان داخل الاقتصاد الوطني. وعن طريق اجراء التغيرات في سعر إعادة الخصم يكون باستطاعة البنك المركزي السيطرة على حجم الائتمان الكلي عن طريق تأثيره غير المباشر على معدلات الفائدة التي بدورها تحدد الحجم الكلي للقروض والاستثمارات داخل الاقتصاد الوطني.[1]

* ويسمى أيضا سعر الخصم والذي يطلق عليه أيضا سعر البنك .(Bank rate)

[1] مجيد ضياء، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008، ص 260-261.

وسياسة تغيير سعر إعادة الخصم من أقدم الوسائل التي تستخدم في التأثير على حجم الائتمان وعن طريقها يمكن التأثير على جملة الاحتياطيات النقدية المتوافرة لدى النظام المصرفي، عن طريق تعديل نفقة الاقتراض بتغيير سعر الفائدة على إعادة الخصم ارتفاعاً أو انخفاضاً برفع أو خفض سعر إعادة الخصم.[1]

عندما يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم، فإن ذلك يعني ضمنيا رفع كلفة حصول البنوك على الأموال. بالتالي تقوم البنوك بدورها برفع أسعار فائدة الإقراض الممنوحة لعملائها بما يعني سياسة نقدية انكماشية، في حين يقوم البنك المركزي في حالة تبني سياسة نقدية توسعية بخفض سعر الخصم، بالتالي تشجيع البنوك على خفض أسعار فائدة الإقراض لعملائها.[2]

وبالنسبة لفعالية أداة سعر إعادة الخصم نجد أنها تتوقف على مدى اتساع سوق النقد بوجه عام وسوق الخصم بوجه خاص، مما يتطلب للفعالية وجود أسواق نقدية نشطة ووجود حجم ونسبة كبيرة من الأوراق التجارية (الكمبيالات التجارية) والسندات الحكومية، فضلاً عن ضرورة اعتماد البنوك التجارية على البنك المركزي في تدبير ما يلزمها من الأموال.[3] ومثل هذه السوق لا تتوفر عادة في البلدان النامية، لهذا فإن وسيلة سعر إعادة الخصم ذات أهمية متواضعة في البلدان النامية.[4]

2- سياسة السوق المفتوحة:

يقصد بسياسة أو عمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي بدخول سوق الأوراق المالية بائعا أو مشتريا للأوراق المالية من المتعاملين في السوق المالية سواء كانوا بنوكا أو أفرادا من جميع الأنواع وخاصة السندات الحكومية وذلك بهدف خوض أو رفع قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان وقد يصل الأمر أحيانا ليشمل إلى جانب الأوراق المالية الذهب والعملات الأجنبية وذلك للتقليل من السيولة لدى الأفراد في حالة قيامه ببيع الأوراق المالية وزيادتها في حالة قيامه بشرائها.[5]

ففي حالة التضخم يقوم البنك المركزي ببيع هذه الأوراق للحصول على قيمتها، مما يؤدي إلى نقص كمية النقد المتداولة، فتنخفض سيولة البنوك التجارية، لأن شراء الأفراد لهذه الأوراق يعني سحب المبالغ المقابلة لها من البنوك التجارية مما يحد من قدرتها على منح الائتمان، أما في حالة الكساد فإن البنك

[1] حسون سمير، الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، ط2، لبنان، 2004، ص 182.

[2] ادريس محمد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[3] عبد العال أحمد رمزي محمد، العلاقة التبادلية بين معدلات الدولرة وفعالية السياسة النقدية، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف، مصر، 2014، ص 70.

[4] المغربي محمد الفاتح محمود بشير، نقود وبنوك، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2016، ص 118.

[5] مسعود درواسي، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 244.

المركزي يقوم بشراء هذه أوراق المالية فيزيد حجم الودائع النقدية لدى البنوك التجارية، وتزداد قدرتها على مضاعفة عرض النقد.[1]

تتحدد الأهداف المنتظر تحققها من جراء استخدام هذه الأداة من خلال ثلاثة أبعاد أساسية:

- التأثير على حجم الاحتياطات الفائضة لدى البنوك التجارية بالزيادة أو النقص، مما يؤثر على كل من حجم الائتمان، حجم المعروض النقدي، والطلب على الاستثمار بالشكل الذي يتماشى مع الأهداف الاقتصادية للدولة؛
- محاولة إيجاد علاقة مستقرة بين سعر الفائدة في كل من السوق النقدية وسوق رأس المال، حيث يتم تحركهما بصورة متسقة سواء بالارتفاع أو بالانخفاض للتأثير على تكلفة منح الائتمان المصرفي، وبالتالي على حجم الاستثمار في الدولة؛
- محاولة التغلب على أي تقلبات موسمية أو عرضية قصيرة الأجل في حجم المعروض النقدي والناتجة عن عوامل السوق.[2]

تتوقف فعالية سياسة السوق المفتوحة في تحقيق أهداف السياسة النقدية وجود أسواق نقدية ومالية متطورة ومنظمة وتتمتع بقدر كبير من الديناميكية، كما يتوقف نجاحها أيضا على حجم ومكونات محفظة الأوراق المالية لدى البنك المركزي، وحجم الطلب عليها، ودرجة تقدم وتطور سوق السندات الحكومية وأذون الخزانة.[3] وهذه العوامل تكاد تكون معدومة في الدول النامية.

3- سياسة متطلبات الاحتياطي القانوني (الإجباري):

تلتزم البنوك التجارية بوضع نسبة معينة من اجمالي ودائعها على شكل سائل لدى البنك المركزي. وأن هذه النسبة تكون عرضة للتغير من وقت لآخر تبعا للظروف الاقتصادية السائدة في البلاد. وتستهدف هذه الوسيلة تمكين البنك المركزي من توسيع أو تقليص قدرة البنوك التجارية على تقديم القروض إلى عملائها. إلا أنه في البداية استهدفت هذه الوسيلة حماية المودعين ضد الأخطار الناجمة عن أخطاء البنوك التجارية في كيفية استخدام أموال المودعين. وفي الوقت الحاضر تلجأ البنوك المركزية إلى استخدام وسيلة نسبة الاحتياطي القانوني لغرض مكافحة الكساد أو وضع حد لمشكلة ارتفاع الأسعار.[4]

تعتبر هذه الأداة من بين أهم أدوات وأساليب السياسة النقدية في الرقابة على الائتمان، ففي حالات التضخم يقوم البنك المركزي باتباع سياسة نقدية انكماشية من خلالها يستطيع التحكم في الائتمان المصرفي،

---

[1] العلواني عديلة، الميسر في الاقتصاد النقدي، دار الخلدونية، الجزائر، 2014، ص 114.

[2] حسين كامل فهمي، أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة: المملكة العربية السعودية، 2006، ص 16.

[3] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

[4] ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 269-270.

فعندما يرفع البنك المركزي نسبة الاحتياطي النقدي القانوني للبنوك التجارية، فقد ينتج عن ذلك تقليص الاحتياطات النقدية لدى هذه البنوك ومن ثم تقليل امكانياتها في منح القروض للأفراد والمؤسسات. أما في حالات الركود الاقتصادي فإنّ البنك المركزي يخفض من نسبة الاحتياطي الاجباري مما يؤدي إلى رفع قدرة البنوك التجارية للتوسع في منح الائتمان إلى الأفراد وأصحاب المشاريع الاقتصادية، وهذا الذي يؤدي بدوره إلى التأثير على الاستثمار إيجابا بما ينشط الاقتصاد.[1]

وتعتبر هذه الأداة من بين الأدوات الفعالة للبنك المركزي خاصة في الدول النامية أين يستحيل استخدام عمليات السوق المفتوحة لضيق وضعف الأسواق المالية، كما أن سياسة سعر إعادة الخصم تكون محدودة الأثر لضيق أسواق الخصم ومحدودية التعامل بالأوراق التجارية وغيرها في هذه الدول.[2]

تكون سياسة متطلبات الاحتياطي القانوني أكثر فعالية ونجاعة إذا كان وعاء الاحتياطيات الاجبارية شاملا لجميع أنواع الودائع، وكذا افتراض عدم وجود تسرب نقدي (اكتناز) وعدم وجود طرق أخرى أمام البنوك التجارية للحصول على موارد نقدية خارج البنك المركزي، ومدى استجابة ومرونة القطاعات الانتاجية لتلك التغيرات المطبقة من قبل السلطات النقدية.[3]

ثانيا: الأدوات الكيفية (النوعية) للسياسة النقدية

يستخدم البنك المركزي إلى جانب الأدوات الكمية التي تؤثر في حجم الائتمان أدوات كيفية (نوعية) بهدف التأثير في نوعية ووجهة الائتمان المصرفي بما ينسجم مع أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن هذه الأدوات تستطيع توجيه الائتمان إلى المجالات المرغوبة وحجبه عن المجالات الأخرى، ويستخدم البنك المركزي الأدوات النوعية لتدعم الأدوات الكمية وصولاً إلى سياسة نقدية فاعلة. والتي تتمثل في: سياسة تأطير الائتمان والسياسة الانتقائية للقرض.

1- سياسة تأطير القرض:

هو إجراء تنظيمي تقوم به السلطات النقدية بوضع حد أعلى لإجمالي الائتمان الذي تمنحه البنوك التجارية وفق نسب محددة خلال العام كأن لا يتجاوز ارتفاع مجموع القروض الموزعة نسبة معينة. قد تكون

[1] المشهداني خالد أحمد فرحان، العبيدي رائد عبد الخالق عبد الله، مبادئ الاقتصاد، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان: الأردن، 2013، ص 154.
[2] شبيلة عائشة وآخرون، السياسة النقدية والمصرفية من منظور إسلامي، مجلة التسويق الدولي الإسلامي، 2015، ص 05.
[3] بن علي بلعزوز، محاضرات في النظريات والسياسات النقدية، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017، ص 128.

هذه النسبة على أساس إجمالي رأس مال البنك أو إجمالي المبالغ المتوفرة لديه. وفي حالة تجاوز البنك لهذه النسبة المحددة يكون عرضة لعقوبات من طرف البنك المركزي.[1]

تهدف هذه السياسة إلى تحديد نمو المصدر الأساسي لخلق النقود بشكل قانوني وهو القروض الموزعة من طرف البنوك والمؤسسات المالية،[2] وتسمى تخصيص الائتمان وتكون هذه السياسة كبيرة الفعالية إذا كان الاقتصاد هو اقتصاد الاستدانة، فهي لم تشمل فقط تحديد المبلغ المتاح لكل طلب للقرض بل إضافة للشروط التي يطلبها فيما يتعلق بالأوراق التجارية القابلة لإعادة للخصم.[3]

يقوم البنك المركزي بهذه السياسة بهدف منح الائتمان حسب القطاعات ذات الأولوية، ففي أوقات التضخم مثلا يقيد الائتمان للقطاعات التي هي السبب في ذلك، والعكس على القطاعات الأخرى، أما في حالات التضخم الجامح تكون سياسة تأطير القروض إجبارية.[4]

2- السياسة الانتقائية للقرض:

تهدف هذه الإجراءات الانتقائية إلى تسهيل الحصول على أنواع خاصة من القروض أو مراقبة توزيعها أحيانا أخرى، وعادة ما تكون هذه القروض في شكل سقوف مخصصة لأهداف معينة والهدف من هذه الإجراءات هو التأثير على اتجاه القروض نحو المجالات المراد النهوض بها أو لتسهيل نقل الموارد المالية إلى قطاع آخر.[5] والتي تتماشى وأهداف السياسة الاقتصادية للدولة.

إنّ هذه الإجراءات الانتقائية قد تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في بعض القطاعات مما يؤدي إلى وجود فجوة تضخمية، هذا بالإضافة إلى ظهور بعض المشاكل الإدارية كأن تقوم الفئة المحددة من المقترضين بتحويل رؤوس أموالهم إلى نشاطات أقل أهمية، الأمر الذي يتطلب متابعة ومراقبة صارمتين.[6]

---

[1] دولي لخضر، عبد المجيد عبود، أثر السياسة النقدية على استقرار سعر الصرف في الجزائر، مجلة مجاميع المعرفة، عدد 2018-06، 2018، ص 190.

[2] pattat Jean pierre, monnaie, institions financière et politiques monétaire, 5 éme éditions, economica, paris, 1993, p 398.

[3] لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجزائرية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005، ص220.

[4] نوال بوشنتوف، الطيب فتان، أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية في الجزائر، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمنت، المجلد 04، العدد 02، 2017، ص 103.

[5] Michelle de morgues, la monnaie, système financière et théorie monétaire, Economica, Paris, 3éme édition, 1993, p238.

[6] درواسي مسعود، مرجع سبق ذكره، ص 250.

ثالثا: أدوات أخرى للسياسة النقدية (مباشرة)

تستخدم السلطات النقدية إجراءات أخرى مباشرة وهذا ما يسمى بالرقابة المباشرة. يقصد بأدوات الرقابة المباشرة الطرق والوسائل التي يلجأ إليها البنك المركزي بهدف دعم وتقوية دور الأدوات غير المباشرة (كمية) وكذلك النوعية، حيث يقوم عن طريق هذه الأدوات بإعطاء تعليمات سواء كانت ملزمة أو غير ملزمة للبنوك التجارية فيما يخص الاحجام أو التوسع في منح القروض أو تطبيق سعر فائدة معين في فترة زمنية معينة سواء كانت على القروض الممنوحة أو على الودائع، وعادة ما تكون أدوات الرقابة المباشرة سمة من سمات الاقتصادات التي تتحكم فيها الدولة.

وتأخذ هذه الأدوات صورا مختلفة، كالإقناع الأدبي والتعليمات، والجزاءات والعقوبات وغيرها من الأدوات الأخرى، ويمكن ذكر البعض منها على سبيل المثال لا الحصر كالآتي:

1- أسلوب الاقناع الأدبي:

يستطيع البنك المركزي التأثير على البنوك التجارية بالإقناع الأدبي لكي تتصرف بالاتجاه الذي يرغبه. فإذا افترضنا أن البنوك التجارية تتوسع في منح الائتمان وأن البنك المركزي يرى أن المصلحة العامة تقتضي ألا تتوسع البنوك التجارية في ذلك فيكون في مقدور البنك المركزي أن يطلب من البنوك التجارية تقليل منح الائتمان، دون الحاجة إلى اتخاذ إجراء كمي معين كرفع سعر الخصم، أو رفع نسبة الاحتياطي القانوني. وقد تلتزم البنوك التجارية بالإقناع الأدبي. فالإقناع الأدبي إذن عبارة عن مجرد قبول البنوك التجارية بتعليمات وإرشادات البنك المركزي أدبيا بخصوص تقديم الائتمان وتوجيهه حسب الاستعمالات المختلفة.[1]

وتتوقف فعالية ونجاعة هذه الطريقة على خبرة ومكانة البنك المركزي ومدى تقبل البنوك التجارية التعامل معه وثقتها في إجراءاته، ومدى قدرة البنك المركزي على مقاومة الضغوط التي يتعرض لها وإتباع سياسة مستقلة في إدارة شؤون التمويل.[2]

2- أسلوب الأوامر والتعليمات المباشرة والملزمة:

قد تجد البنوك المركزية في بعض الحالات لا مفر من التدخل بصورة صريحة وحازمة للتأثير على حجم الائتمان والتحكم في اتجاهه، وذلك عن طريق إصدار التعليمات والأوامر المباشرة للبنوك التجارية. ويختلف هذا الأسلوب عن أسلوب الاقناع الأدبي، في أن هذه الأوامر تكون ملزمة للبنوك التجارية ولا يمكن أن تتجاهلها وإلا تعرضت لبعض أنواع العقوبات التي تفرضها عليها البنوك المركزية. فمثلا قد يصدر البنك

[1] ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 270-271.

[2] دولي لخضر، عبد المجيد عبود، مرجع سبق ذكره، ص 190.

المركزي تعليمات بشراء سندات حكومية أو توجيه جزء من أصول البنوك التجارية إلى الاستثمارات طويلة أو متوسطة الأجل.[1]

3- أسلوب الجزاءات والعقوبات:

وهو آخر أسلوب قد يلجأ إليه البنك المركزي ليضمن تنفيذ سياسته النقدية من قبل البنوك التجارية والزامها بالتوجيهات الصادرة عنه، وقد تكون هذه الجزاءات إيجابية إذا قام البنك المركزي بتشجيع البنوك التجارية المنفذة للتعليمات والأوامر والتوجيهات من خلال توفير سلة من الحوافز لمكافئتها، الأمر الذي قد يحفز البنوك الأخرى على الالتزام بالسياسة العامة للبنك المركزي.

كما قد تكون الجزاءات سلبية تجاه البنوك التجارية التي لم تلتزم بالأوامر والتوجيهات مثل الحرمان من الائتمان الممنوح من قبل البنك المركزي وأنواع الخصم المرتبطة به، وقد يصل الأمر إلى إيقاف نشاط البنك وتجميده بشكل مؤقت أو بصورة دائمة حسب طبيعة المخالفة المرتكبة.[2]

المطلب الثالث: قنوات إبلاغ السياسة النقدية.

ينتقل تأثير السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال أدوات السياسة النقدية عبر عدد من القنوات. فقناة الإبلاغ تعبر عن الطريق الذي من خلاله يصل أثر أدوات السياسة النقدية إلى الهدف النهائي تبعا لاختيار الهدف الوسيط.[3]

تفسر هذه القنوات بالآلية التي تبحث من خلالها تأثيرات التغيرات في عرض النقود على القطاع الحقيقي من خلال خلق التغيرات في الدخل وفي مستوى السعر.[4] فهذه القنوات تعمل على خلق مجموعة

[1] بن عمرة عبد الرزاق، السياسة النقدية والمالية وأثرهما على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص: اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2022، ص 28.

[2] صالح صالحي، أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية، مداخلة تدخل ضمن فعاليات الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الاسلامية، جامعة فرحات عباس: سطيف، كلية العلوم الاقتصادية، يومي 19-20 أفريل 2010، ص 19.

[3] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.

[4] الهيتي أحمد حسين، أيوب أوس فخر الدين، دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد04، العدد08، 2012، ص 20.

من الروابط والعلاقات السببية التي من خلالها يتم تحويل آثار السياسة النقدية إلى الناتج المحلي الاجمالي والمستوى العام للأسعار.[1]

ويعد الانتقال النقدي موضوعاً معقداً ومثيراً للاهتمام لأنه لا توجد قناة واحدة، بل قنوات عديدة تعمل من خلالها السياسة النقدية.[2] فعلى الرغم من الاختلاف بين المهتمين بالسياسة النقدية حول هذه القنوات وفعالية كل منها، إلا أنه يوجد شبه اتفاق حول القنوات الرئيسية التي تنتقل من خلالها آثار تنفيذ السياسة النقدية إلى الاقتصاد، وإن اختلفت كل من هذه القنوات فيما يتعلق بالمدى الزمني لانتقال آثار السياسة النقدية من خلالها، إلا أنها تتفق في قدرتها على التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية.[3]

سيتم التطرق إلى أهم هذه القنوات، وقنوات السياسة النقدية تنحصر فيما يلي:

1. قناة سعر الفائدة The Interest rate Channel

تعد قناة سعر الفائدة من القنوات التقليدية لانتقال أثر السياسة النقدية إلى هدف النمو، ويمكن اعتبارها، القناة الرئيسية للسياسة النقدية.[4]

وتعد سعر الفائدة المباشرة حسب النموذج الكينزي **(IS–LM)** أهم قناة تعمل على تحويل أثر السياسة النقدية إلى النشاط الاقتصادي باعتبارها حلقة وصل ما بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وهذا من خلال التأثيرات التي تحدثها على قرارات الاستثمار والانفاق، حيث تؤكد الرؤية الكينزية للسياسة النقدية من خلال هذه القناة على قدرة البنك المركزي في التأثير على التكلفة الحقيقية للاقتراض أو ما يسمى بتكلفة رأس المال المستخدم عن طريق سياسة تغيير أسعار الفائدة الإسمية، حيث تتحول هذه التغيرات من خلال النظام المصرفي إلى معدلات على القروض طويلة الأجل، مما يؤدي إلى تعديل الطلب النسبي على الائتمان مقابل ودائع القطاع الخاص.[5]

---

[1] Maxym Kryshko, Bank Lending Channel and Monetary Transmission Mechanism in Ukrane, A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, the National University "Kyiv-Mohyla Academy, 2001, p 04.

[2] Kenneth N. Kutther and Patricia C. Mosser, The transmission mechanism of monetary policy, New York, 2002, p. 16.

[3] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 16– 17.

[4] Kenneth N.Kutther and Patricia C. Mosser, Op. Cit, p. 16.

[5] Al-Mashat Rania, Billmeier Andreas, The Monetary Transmission Mechanism in Egypt, IMF Working Paper, WP/07/285, December 2007, p 06.

وتأتي أهمية هذه القناة من خلال قدرتها في التأثير المباشر على الاقتصاد الحقيقي، وخلال مدى زمني قصير نسبياً.[1] ويمكن وصف آلية (ميكانيزم) انتقال أثر السياسة النقدية عبر هذه القناة من وجهة نظر النموذج الكينزي التقليدي **IS-LM** من خلال العلاقة التالية:[2]

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

ويعني ذلك، حسب المفهوم الكينزي أنه في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية من خلال زيادة المعروض النقدي M، فإنه سيؤدي إلى حدوث انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية i_r في سوق النقد، مما ينتج عنه انخفاض تكلفة رأس المال، ومن ثم زيادة الإنفاق الاستثماري I، وحدوث زيادة في الطلب الكلي وبالتالي الناتج الكليy.[3]

يستمر الحال على هذا المنوال إلى أن يصل الاقتصاد إلى مرحلة التشغيل الكامل، بعدها يصل الجهاز الانتاجي إلى مرحلة انعدام المرونة، ويتوقف الانتاج عن الزيادة حيث لا تكون هناك أي موارد عاطلة وبالتالي تزيد الأسعار.[4]

من السمات الهامة لهذه القناة التأكيد على أن أسعار الفائدة الحقيقية، وليست الإسمية، هي التي تؤثر بشكل كبير على قرارات المستهلكين والمستثمرين. كما تؤكد هذه القناة على أن الأثر الأكبر على الإنفاق يكون لأسعار الفائدة الحقيقية طويلة الأجل.[5]

2. قناة سعر الأصول The asset price Channel

تعتبر هذه القناة عن وجهة نظر المدرسة النقدية في تحليل أثر السياسة النقدية على الاقتصاد وذلك نتيجة أنهم يعتبرون أن تأثير السياسة النقدية على الاقتصاد ينتقل عبر قناتين رئيسيتين وهما:[6] قناة توبين Tobin للاستثمار وقناة Modigliani للاستهلاك (أثر الثروة على الاستهلاك).

- قناة توبين للاستثمار والتي تعتمد على ما يعرف بمؤشر توبين للاستثمار (q- Tobin). والذي هو عبارة عن القيمة السوقية للشركة مقسومة على تكلفة استبدال رأس المال المادي لديها، اذ يعكس ارتفاع هذا المؤشر قدرة الشركة على اقتناء آلات جديدة ورفع حجم استثمارها وتعني بشكل آخر ارتفاع قيمة أسهم الشركة. بالنسبة لعمل السياسة النقدية من خلال هذه القناة فأن انخفاض المعروض النقدي يؤدي

[1] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[2] Frèderic S. Mishkin, Monnaie banque et marchè financiers, Pearson Education, France, 2010, p 803.

[3] إبراهيم علي آمال، دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري، ص 133-134.

[4] ناشد عدلي سوزي، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2007، ص 46.

[5] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 18

[6] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 77.

إلى انخفاض الإنفاق الخاص بالأوراق المالية، ذلك أن انخفاض عرض النقد يؤدي إلى زيادة نسبة الأوراق المالية وانخفاض نسب الأرصدة النقدية في المحفظة الاستثمارية، لذلك يحاول المتعاملون التخلص من الأوراق المالية الزائدة عن طريق بيعها مما يدفع بأسعارها إلى الهبوط وتنخفض الاستثمارات الأجنبية يتبعها انخفاض في الاستثمار المحلي الإجمالي.[1] ومنه يتراجع الناتج المحلي.

يمكن توضيح ذلك في معادلة الاتجاهات التالية:[2]

$$M \downarrow \Rightarrow P_A \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

وعند تطبيق سياسة نقدية توسعية، كما تنص نظرية Tobin على أن السياسة النقدية التوسعية والتي تؤدي إلى زيادة المعروض النقدي يترتب عنها انخفاض أسعار الفائدة مما يجعل السندات أقل جاذبية مقارنة بالأسهم. وينتج عن ذلك ارتفاع أسعار أسهم الشركات، ومن ثم زيادة قيمتها السوقية مقارنة بتكلفة رأس المال مما يشجع الشركات على إصدار أسهم جديدة بأسعار أعلى، واستخدام العائد المحقق في شراء سلع استثمارية. وبما أن الاستثمار هو أحد مكونات الطلب الكلي فارتفاعه يؤدي إلى ارتفاع الناتج الوطني وهكذا استطاع Tobin أن يربط بين السياسة النقدية التوسعية وبين زيادة الاستثمار.[3] كما يتضح ذلك من معادلة الاتجاهات التالية:[4]

$$M \uparrow \Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- قناة أثر الثروة على الاستهلاك طبقا لنظرية دورة حياة الاستهلاك للاقتصادي فرانكو موديقلياني Franco Modigliani سنة 1963، أول من ناقش هذا الأثر، من خلال دراسة قرارات المستهلكين المختلفين وتأثيراتها، وملخص هذا الأثر أن نفقات الاستهلاك تتحدد بواسطة مصادر المستهلكين طوال حياتهم.[5]

حيث ينتقل أثر السياسة النقدية للاقتصاد بالتأثير على الاستهلاك من خلال التأثير على مستوى الدخل الدائم للفرد. يشمل هذا الدخل رأس المال الحقيقي، إلى جانب الثروة المالية،[6] حيث تمثل الأسهم الممتازة أحد أهم مكونات الثروة المالية التي يحتفظ بها المستهلكون وفقا لقناة آثار الثروة على الاستهلاك، لذلك فإن السياسة النقدية التوسعية في شكل انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل تحفز الطلب على الأصول

[1] خليل حقي رغد، غيدان جليل كامل، تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وعجز الموازنة العامة في العراق للمدة (2004-2017)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العشرون، العدد 72، 2022، ص 91.

[2] الطاهر عبد الله، الخليل علي موفق، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، ط1، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2004، ص 341.

[3] بن عمرة عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص 33.

[4] Frèderic S. Mishkin, Op. Cit, p 806

[5] إبراهيم علي آمال، مرجع سبق ذكره، ص 135.

[6] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

المالية كالأسهم العادية، مما يؤدي الى ارتفاع القيمة السوقية للثروة المالية لهذه الأصول ويزيد من الموارد المتاحة القابلة للاستهلاك، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الانفاق الاستهلاكي، وهو ما ينتج عنه زيادة في الطلب الكلي ومن ثم الناتج المحلي.[1] وفق معادلة الاتجاهات التالية:[2]

$$M \uparrow \Rightarrow P_A \uparrow \Rightarrow R \uparrow \Rightarrow C \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

3. قناة سعر الصرف The exchange rate Channel

تعد قناة سعر الصرف إحدى أهم القنوات التي ينتقل من خلالها أثر السياسة النقدية، خاصة في الاقتصادات التي تتسم بدرجة كبيرة من الانفتاح على الأسواق العالمية، وعادة ما تتعاظم أهمية تلك القناة في الدول التي تتصف فيها أسعار الفائدة بعدم المرونة.[3] كما تأخذ قناة سعر الصرف مكانة كبيرة في السياسات النقدية لعدد كبير من الدول خاصة التي تبحث عن استقرار سعر صرف عملتها، وتستخدم هذه القناة كوسيلة لتنشيط الصادرات من جهة، وفي استقطاب الاستثمار الأجنبي من جهة أخرى، حيث تعود الأهمية إلى كون تأثير تغير سعر الصرف يصل إلى الاقتصاد المحلي من خلال تأثيره على حجم التجارة الخارجية والميزان التجاري وميزان المدفوعات وكذلك من خلال تأثيره على الاستثمار الخارجي وتدفق رأس المال.[4]

وتعمل هذه القناة من خلال تأثيرات أسعار الفائدة، حيث أن انخفاض أسعار الفائدة سوف تخفض من حجم الودائع الأجنبية في البلد المعني، وسيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة العملة المحلية بالمقارنة مع العملات الأجنبية، والتي أصبحت نادرة نسبيا في سوق الصرف. يعبر عن ذلك في انخفاض قيمة العملة المحلية، وهذا يجعل من السلع المحلية رخيصة بالنسبة لسلع الدول الأجنبية. مما يؤدي إلى ارتفاع صافي الصادرات.[5] ومن ثم زيادة الناتج الكلي المحلي.

يتضح تأثير السياسة النقدية التوسعية من خلال قناة سعر الصرف في معادلة الاتجاهات التالية:[6]

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

وفي الحالة التي تستعمل فيها سياسة انكماشية ينخفض عرض النقود فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصاد الوطني عنها في الخارج وهو ما يعمل على استقطاب رأس المال الأجنبي ورفع الطلب على

---

[1] Maxym Kryshko, Op. Cit, p 07.
[2] Frèderic S. Mishkin, Op. Cit, p 807.
[3] خليل حقي رغد، غيدان جليل كامل، مرجع سبق ذكره، ص 89.
[4] frederik mishkin, the Economics of money banking and finacial markets, boston: scott foresman and company 2nd ed, 1989, p134.
[5] الطاهر عبد الله، الخليل علي موفق، مرجع سبق ذكره، ص 343.
[6] Frederik Mishkin, Christian Bordes : monnaie banque et marchés financiers, 8eme édition, nouveau horizons, 2008, p 805.

العملة المحلية وهذا ما يزيد من قيمة العملة الوطنية ويؤثر على الصادرات التي تكون معاينته من خلال الحساب الجاري في ميزان المدفوعات فينخفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مما يصيب الاقتصاد الوطني بالركود وهي أثار غير مرغوب فيها ينصح الكثير بضرورة مصاحبتها بسياسات أخرى لمعالجة هذه الآثار السلبية.[1]

أن قناة سعر الصرف تكون أكثر فعالية في ظل نظم سعر الصرف المرنة. وقد أصبح هناك اتفاق في الأدبيات الاقتصادية على أن الاقتصاد المفتوح، الذي يسمح بقدر كبير من المرونة في تحركات رؤوس الأموال، يحتاج لإتباع سعر صرف مرن نسبيا.[2]

4. قناة الائتمان Credit Channel

تعرف كذلك بالقنوات الحديثة. والتي تؤثر من خلالها السياسة النقدية في جانب عرض الموارد المالية وتتجلى في قناة الاقراض البنكي التي تسمى كذلك بالقناة الضيقة للقرض وقناة الميزانية التي تسمى كذلك بالقناة الموسعة للقرض.[3]

وهي تعد قناة متطورة من قنوات انتقال آثار السياسة النقدية، والتي أكدت عليها المدرسة الكينزية الجديدة التي تركز على مشاكل المعلومات غير المتماثلة مثل المخاطر الأخلاقية والاختيار السلبي في أسواق رأس المال، حيث تؤكد قناة الائتمان بشكل رئيسي على دور الائتمانات المصرفية في نقل آثار السياسة النقدية على الاقتصاد الحقيقي،[4] ولا ينظر إلى قناة الائتمان باعتبارها خروجاً عن قناة سعر الفائدة ولكنها تعززها، فتؤثر السياسة النقدية من خلال آثار عدم التماثل المعلوماتي بين المقرض والمقترض.[5]

- قناة الاقراض البنكي وهي تستند على المعروض من القروض الذي يلعب فيه السلوك البنكي دورا مركزيا، كما تلعب البنوك دور هام في الوساطة المالية وفي سيرورة السياسة النقدية، حيث أن حالة الانكماش النقدي تؤدي إلى التقليل من مجموع احتياطات البنك والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض القروض المصرفية، يتراجع حجم الانفاق الكلي خاصة لما تعتمد المؤسسات والعائلات على القروض لتمويل

[1] الصادق على توفيق وآخرون، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية السياسة النقدية في النقدية في الدول العربية أبوا ظبي، 1996، ص 63.

[2] الشاذلي شفيق أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 23.

[3] بقبق ليلى أسمهان، آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2014-2015، ص 117.

[4] Aslan Ozgur, Korap H. Levent, Monetary Transmission mechanism in an open economy framework: the case of Turkey, Istanbul University, faculty of economics, Turkey, 2007, P 43.

[5] Chileshe M. Patrick & Olusegun Ayodele Akanbi, The relative importance of the channels of Monetary policy transmission in a developing country: The case of Zambia, African journal of economic review, volume V, issue II, July, 2017, p15.

مشترياتها واستثماراتها، في هذه الحالة تسعى البنوك لتكوين علاقات مع مقترضين معينين كالمؤسسات الصغيرة أين تغيب مشكلة المعلومات غير المتماثلة.[1]

أما في حالة سياسة نقدية توسعية فإن كمية النقود تزداد والتي تؤدي إلى زيادة احتياطات وودائع البنوك مما يزيد من حجم القروض البنكية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة في نفقات الاستثمار وبالتالي الناتج المحلي الإجمالي. وينتقل أثر السياسة النقدية التوسعية عبر قناة الاقراض البنكي وفق معادلات الاتجاهات التالية:[2]

$$M \uparrow \Rightarrow Db \uparrow \Rightarrow Pb \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- قناة الميزانية يرجع أصل وجود هذه القناة إلى مشكل عدم تماثل المعلومات في أسواق الائتمان وتشير إلى أن ضعف الوضعية الصافية الذي تتسم به أي مؤسسة كلما كان مشكل الانتقاء العكسي الذي يعني قبول المقترض لمعدلات فائدة مرتفعة مع مخاطر كبيرة في الإقراض وذلك بسبب سوء انتقاء المقترضين عند إتباع سياسة نقدية انكماشية[3] والخطر المعنوي كبير عندما تريد الاقتراض، وعليه عندما تتراجع الوضعية الصافية للمؤسسة فإنها تقدم ضمانات قليلة للمقرضين فالانخفاض في عرض النقود يؤدي إلى انخفاض صافي قيمة المؤسسات وضماناتها إضافة إلى أن ارتفاع سعر الفائدة يعمل على تخفيض التدفق النقدي لتلك المؤسسات مما يزيد من مخاطر إقراضها وهو ما لا يحفز البنوك على إقراضها ولهذا كله بطبيعة الحال أثر على الاستثمار ومنه الناتج الوطني.[4]

أما في حالة إتباع سياسة نقدية توسعية فإن كمية النقود تزداد مما يؤدي إلى زيادة في أسعار السهم وتدعم القيمة الصافية للمؤسسات فيرتفع الإنفاق الاستثماري بالتالي الطلب الإجمالي يرتفع لأن مشكل الانتقاء السلبي والخطر المعنوي ينخفض.[5]

إن قناة الائتمان مؤكد عليها تطبيقياً للولايات المتحدة الأمريكية من قبل Kashyap and Stein (2000) الذي وجد بأن أثر التوسع النقدي على الإقراض المصرفي أقوى بالنسبة للمصارف ذات كشوف الميزانيات الأقل سيولة.[6]

---

[1] بن لدغم فتحي، ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص نقود– بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2011–2012، ص 175.

[2] Frèderic S. Mishkin, Op. Cit, p 809.

[3] الصادق علي توفيق وآخرون، صندوق النقد العربي، مرجع سبق ذكره، ص 64– 65.

[4] أحمد شعبان، محمد علي، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية، دراسة تحليلية تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006، ص 123.

[5] Frederik mishkin et christin bordes : monnaie, banque et marchés financiers, Op. cit, p 810.

[6] Kashyap Anil K, Stein Jeremy C., what Do a Million Observations Banks say about the Transmission of Monetary policy?, American Economic Review, 2000, pp.407-428.

المبحث الثالث: أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية.

تعد استقلالية البنك المركزي من أهم الجدالات المطروحة في عصرنا الحالي على الساحة المصرفية، حيث من شأن هذه الاستقلالية أن تزيد من مصداقية البنوك المركزية وفعالية السياسة النقدية. وقد لوحظ خلال العقدين الماضيين تنامي الاتجاه نحو استقلالية البنك المركزي على المستويين النظري والعملي، خاصة بعد تبني صندوق النقد الدولي لها رسميا في توصياته الخاصة بالإصلاح المالي والمصرفي. حيث تعتبر هذه الاستقلالية الشرط الأساسي لإمكانية قيام البنك المركزي بوضع وتنفيذ أهداف السياسة النقدية، بما يضمن تحقيق الهدف الرئيسي لها والمتمثل في تحقيق استقرار الأسعار والمحافظة على قيمة العملة.

للبنك المركزي دور كبير في تحقيق الاستقرار النقدي، حيث إن توفر استقلالية البنوك المركزية شرط ضروري لأداء دورها الفاعل في الاستقرار النقدي والشامل وتحقيق أهداف السياسة النقدية لأي بلد، وعلى هذا الأساس نجد أن العديد من بلدان العالم قد سعت لضمان وتحقيق استقلالية بنوكها المركزية. وكان من أهم أسباب المناداة إلى هذه الاستقلالية هي عدم فعالية السياسة النقدية.

المطلب الأول: استقلالية البنوك المركزية: المفهوم، المبررات

لقد أدت التطورات الاقتصادية والمالية خصوصا في أواخر السبعينيات وبداية الثمانينيات إلى الاهتمام بموضوع استقلالية البنك المركزي. ويعد موضوع استقلالية البنك المركزي من المواضيع التي تحظى بأهمية كبيرة في الدراسات الاقتصادية لاسيما المالية والمصرفية لأهمية دور البنك المركزي في عملية تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

أولا: مفهوم استقلالية البنوك المركزية

يتمثل مفهوم استقلالية البنك المركزي في منحه الاستقلال الكامل في إدارة السياسة النقدية من خلال عزله عن أية ضغوط سياسية من قبل السلطة التنفيذية من ناحية، ومن خلال منحه الحرية الكاملة في وضع وتنفيذ السياسة النقدية من ناحية أخرى، وهذا هو المفهوم الأكثر ارتباطا بممارسة البنوك المركزية لعملها في الوقت الحالي.

قبل الحرب العالمية الأولى وبعدها بقليل كان الاتجاه السائد آنذاك هو تقوية ودعم استقلالية البنوك المركزية، وكان ذلك امتدادا لمبدأ الحرية الاقتصادية الذي كان سائدا منذ نشأة البنوك المركزية وحتى منتصف القرن التاسع عشر والمعروف بـ" دعه يعمل دعه يمر"، وقد تم التأكيد على هذه الاستقلالية في مؤتمر بروكسل 1920 م ثم مؤتمر جنوة 1922 م.

لكن في أعقاب الأزمة الاقتصادية العالمية (1929– 1933م) أخذت العلاقة بين البنوك المركزية والحكومات منحى جديدا تمثل في تأميم البنوك المركزية القائمة، أما التي أنشئت بعد ذلك فكانت ملكيتها تخضع للدولة.

ثم حدث بعد ذلك تطور هام جدا تمثل في تدخل الحكومات في إدارة البنوك المركزية بتعيين في محافظي هذه البنوك ومديريها، وقد أدى هذا التدخل إلى زيادة تدخل الحكومات في أعمال البنوك المركزية بسبب اضطراب الموقف المالي لكثير من الدول بسبب الأزمة العالمية، وكذلك التخلي عن قاعدة الذهب مما أدى إلى زيادة الاقتراض الحكومي من البنوك المركزية، ثم ليتعزز هذا الضغط أكثر بالاقتراض لتغطية نفقات الحرب العالمية الثانية، وهنا برزت الحاجة ملحة في معظم الدول لتحديد طبيعة العلاقة بين الحكومات والبنوك المركزية في قوانين هذه الأخيرة، وكانت نيوزيلندا من أوائل الدول في العالم التي تم فيها تحديد العلاقة قانونيا بين الحكومة والبنك المركزي، ثم تتبعها الدول الأخرى، إلا أن درجة الاستقلالية بقيت مختلفة بين دولة وأخرى.[1]

حددت "بورسلاهكس" أستاذة الاقتصاد بجامعة أوكسفورد أن البنك المركزي ليس مجرد محافظ ونائب محافظ ومجموعة موظفين وإنما البنك المركزي هو مجموعة من العقول ذات المعارف العلمية والخبرة الواسعة في الشؤون النقدية والاقتصادية والقانونية والتي ينتظم عملها في مؤسسة لها صلاحيات واسعة واستقلالية في ممارسة أعمالها لتحقيق الأغراض التي وصل العالم المتقدم إلى إقرارها بأنها أغراض البنوك المركزية كونها تتمتع باستقلالية وحرية في إدارة السياسة النقدية بعيدا عن السلطة التنفيذية بما لا يسمح بتسخير السياسة النقدية كأداة لتمويل العجز في الميزانية العامة، نظرا لما قد يشكله تمويل العجز عن طريق زيادة الإصدار من تضخم.[2]

ويشير "استقلال البنك المركزي" إلى "استقلاله عن السلطات الحكومية التنفيذية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية"، بحيث يتم "الفصل بن السلطة النقدية المتمثلة في البنك المركزي، والسلطة الاقتصادية المتمثلة في الحكومة، وذلك في إدارة السياسة النقدية والائتمانية أو الهيكل التنظيمي للبنك".

غير أن استقلالية البنك المركزي لا تعني انفراد البنك في تحديد الأهداف النهائية للسياسة النقدية، وإنما يكون الاتفاق على تحديد هذه الأهداف بين الحكومة والبنك المركزي، على أن تكون قرارات البنك المركزي، بجانب استقلاليتها، متسقة مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة.[3]

---

[1] حشاد نبيل، استقلالية البنك المركزي بين التأييد والمعارضة، مرجع سابق، ص89 وما بعدها.

[2] عوض الله زينب، الفولي محمد أسامة، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية،2005، ص 218.

[3] علي صلاح، البنوك المركزية: تصاعد الجدل حول استقلالية السياسة النقدية في العالم، أوراق أكاديمية، المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، العدد 5، أبريل 2019، ص 07.

يذكر رئيس البندز بنك الألماني بأن استقلالية البنك المركزي تعني:

– استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان (استقلالية مؤسسية).

– إتاحة أدوات السياسة النقدية بالكامل والحرية السياسية والاقتصادية في استخدام هذه الأدوات (استقلالية الأدوات).

– تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار من الأعضاء الذين يستقلون في أرائهم عن أي رأي خارج البنك المركزي (استقلالية الشخصية).

وتعني استقلالية البنك المركزي استقلالية هذا البنك في إدارة السياسة النقدية بعيدا عن تدخل السلطة التنفيذية، وبما لا يسمح بتسخير السياسة النقدية كأداة لتمويل العجز في الميزانية العامة، وهو ما يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع التضخم كما أن استقلالية البنك المركزي ترتبط بطبيعة السياسة النقدية فبقدر ما تكون ملتصقة بهدف استقرار الأسعار بقدر ما تكون مستقلة، وعندما تكلف بأهداف أخرى فإن ذلك يحد من استقلاليتها لأن العمل على تحقيق هذه الأهداف يمكن أن يعيق السلطة النقدية في تحقيق هدفها الرئيسي.[1]

يقصد باستقلالية البنك المركزي أن يكون البنك مفوضا بالعمل على تحقيق الأهداف المناطة به، وأن يكون بالتالي مستقلا عن الدولة في إدارة السياسة النقدية. استقلالية البنوك المركزية ترتبط ارتباطا وثيقا بتحقيق الاستقرار السعري وتجنب تعارض الأهداف، وتعمل على توفير قدرا أكبر من الشفافية، وتساعد على مسائلة البنوك المركزية عن مدى نجاحها في تحقيق اهداف السياسة النقدية التي تعتبر من أهم العوامل لتعزيز الاستقرار الاقتصادي.[2]

قد يبدو للوهلة الأولى أن مفهوم استقلالية البنوك المركزية يعني استقلاليتها التامة عن الحكومة في كل شيء، سواء من ناحية إدارة السياسة النقدية، أو الرقابة على عملية الائتمان، إلا أن المفهوم الحقيقي لاستقلالية البنوك المركزية لا يعني الانفصال التام عن الدولة حيث أن البنك المركزي ما هو إلا مؤسسة من مؤسسات الحكومة تعمل في الإطار النظامي للدولة، ولكن معنى الاستقلالية يتجسد في القرارات التي تصدر عنه، بحيث يجب أن تكون قرارات تعطي الأولوية في المحافظة على استقرار الأسعار (هدف رئيسي) ، أي أن تكون السياسة النقدية مستقلة إلى حد كبير عن السياسة الاقتصادية العامة للدولة.

[1] بحوصي مجدوب، استقلالية بنك الجزائر (مؤسسة الرقابة الأولى) بين قانون النقد والقرض 10/90 والأمر 11/03، مجلّة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 16، 2012، ص 93-94.

[2] ادريس محمد، السياسة النقدية، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (17)، 2021، ص 28.

كما يرتكز مفهوم استقلالية البنوك المركزية على فكرة عزل السياسة النقدية عن الضغط السياسي المستمر من قبل السلطة التنفيذية، بما يخدم مصالحها وهذا ما أكدته بعض الدراسات الميدانية مثل دراسة "باد" و "باركيم" على 12 دولة حيث أكدت أنه كلما ارتفعت درجة الاستقلالية كلما كان معدل التضخم منخفض، كما تعمل الاستقلالية على كبح توجه الحكومات نحو إقرار العجز الموازني نتيجة الرفض الذي تبديه مقابل تمويل عجز الموازنة عن طريق الإصدار النقدي، أو زيادة بيع السندات الحكومية وأذونات الخزينة.[1]

تتحقق استقلالية البنك المركزي إذا كان يتميز بالوحدة العضوية مميزة عن الحكومة، ويستطيع رسم وتطبيق السياسة النقدية حسب قرارات أعضاء البنك المركزي وذلك بدون تأثير مباشر أو مضاد من قبل الحكومة.[2] ومنه يمكن تحديد مفهوم استقلالية البنك المركزي في إدارة السياسة النقدية من خلال عزل السياسة النقدية عن الأمور السياسية ومنح البنك المركزي الاستقلال التام في إدارة السياسة النقدية دون أي تدخل من الحكومة.[3]

أما الاستقلالية وفقا لرأي ساملسون فهي: "عدم تبعية البنك المركزي إلى السلطات الثلاث في البلد (التشريعية، التنفيذية والقضائية)، ويعمل البنك المركزي وفقا لما يراه مناسبا لصياغة السياسة النقدية ولتحقيق المصلحة الاقتصادية القومية للدولة، وعادة يكون البنك المركزي مسؤول بشكل مباشر أمام السلطة التشريعية".[4]

ويرى ألن بليندر (Alan Blinder) أن مصطلح الاستقلالية ينصرف إلى مفهومين:[5]

الأول: للبنك المركزي الحرية الكاملة في تقرير كيفية الوصول إلى أهدافه.

الثاني: تعد القرارات التي يتخذها البنك المركزي عصية عند مزاولة الحكومة تعطيلها.

[1] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 94.

[2] Pietro nosetti, les banques centrales et l'approche contractuelle de l'indepandance (cas de la néo-zélandais) thèse de doctorat d'état, faculté des sciences économiques et sociales – l'université de fribourg (suisse), 2003.

[3] Sylvester eijffinger, macro heoberrichts, the trade off between central bank indepandance conservativeness, oxford, economic papers, vol 50, n° 03, july, 1998, p 309.

[4] ساملسون بول، ووليام نوردهاوس، الاقتصاد، ترجمة هشام العبد الله، عمان: الدار الأهلية، 2001، ص 58.

[5] بليندر ألن، استقلالية البنك المركزي، تعريب مظهر محمد صالح، بغداد: بيت الحكمة، مطبعة الزمان، 2008، ص 6.

ويقصد بالاستقلالية من الناحية القانونية حجم السلطات الممنوحة للبنك المركزي في رسم وصياغة وتنفيذ السياسة النقدية وإدارتها، ومن ثم مدى إمكانية مسائلة البنك المركزي عن المحافظة وتحقيق الاستقرار بالأسعار في ضوء النظام الأساسي للبنك المركزي.[1]

وترتبط استقلالية البنك المركزي بطبيعة أهداف السياسة النقدية، فبقدر ما تكون هذه الأهداف مرتبطة بهدف استقرار الأسعار بقدر ما زادت استقلالية البنك المركزي، وعندما يكلف البنك المركزي بأهداف أخرى، بقدر ما يمثل ذلك انتقاصاً كبيراً من استقلالية البنك المركزي. ولذلك يمكن القول بأن استقلال البنك المركزي يظهر بطبيعة الحال من واقعية الأهداف التي يختارها ومن قدرته على الحفاظ على استقلاله.[2]

ثانيا: مبررات استقلالية البنوك المركزية

هناك عدة مبررات ودوافع للاتجاه نحو استقلالية البنوك المركزية، وهناك عدة دراسات وتجارب أثبتت ضرورة التوجه نحو استقلالية البنوك المركزية، تتمثل أهم أسباب الاتجاه نحو استقلالية البنك المركزي والدراسات فيما يلي:

- زيادة مصداقية السياسة النقدية وقدرتها على تحقيق والإبقاء على استقرار طويل الأجل للأسعار ومع الحد الأدنى من التكاليف الاقتصادية الحقيقية، وذلك في حالة قيام مسؤولين بعيدين عن السياسة بصياغة السياسة النقدية يكون باستطاعتهم النظر إلى المدى البعيد.[3]
- تضمن استقلالية البنك المركزي فصل موازنته عن الموازنة العامة للدولة.
- تمكن الاستقلالية البنك المركزي من المحافظة على قيمة النقد والقوة الشرائية له، وبالتالي تحقيق الاستقرار النقدي.
- تدعم استقلالية البنك المركزي مواجهته للتأثيرات السياسية التي تستخدم عرض النقد لأغراض سياسية، وضمان مرونة السياسة النقدية.[4]

[1] منصوري الزين، استقلالية البنك المركزي وأثرها على السياسة النقدية، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية– واقع وتحديات، جامعة حسيبة بن بوعلي– الشلف، الجزائر، 2004، ص 424.

[2] شعبان رأفت محمد، دور البنك المركزي في إرساء ونجاح قواعد السياسة النقدية، مجلة القانون والاقتصاد، جامعة القاهرة، العدد 92، ص 621.

[3] الدوري زكريا، السامرائي يسري، البنوك المركزية والسياسة النقدية، دار اليازوني العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 119.

[4] بنابي فتيحة، علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية، مجلة معارف قسم: العلوم الاقتصادية، العدد 22، جوان 2017، ص 67.

- استقلالية البنوك المركزية تمكنها من تحقيق أهداف السياسة النقدية بدرجة أكبر من الفعالية والدقة، وكذلك فهي تحقق شروط الشفافية والإفصاح في عمل هذه البنوك.[1]

- إن مصداقية السياسة النقدية ترتبط بمدى ثقة الفاعلين الاقتصاديين في البنوك المركزية وقدرتها على تحقيق الاستقرار النقدي.

- كما تمثل الاستقلالية شرطاً ضرورياً لمساءلة البنك المركزي عن النجاح أو الفشل في وضع السياسة النقدية وتنفيذها، والتمكن من تحقيق أهدافها.

- إن السياسيين والمسؤولين الحكوميين يميلون إلى دفع الاقتصاد للنمو بمعدلات أسرع وأكثر مما تسمح به قدرته الاستيعابية، وفي مثل هذه الظروف تصبح استقلالية البنك المركزي مهمة لتجنب حدوث ذلك.

- تُناط بالبنك المركزي مسؤولية مراقبة وتوجيه النظام المالي والنقدي في الدولة، واستقلاليته تضمن قدرته على التعامل مع المؤشرات الحقيقية المتعلقة بالتضخم والركود في الاقتصاد، بعيداً عن الضغوط الحكومية.

- إن تزايد عولمة الأسواق المالية واقترانها بالأزمات المالية المتكررة، يستدعي استقلالية البنك المركزي في التصدي لهذه الأزمات من خلال استخدام الأدوات النقدية المناسبة، لاسيما أن الاستقلالية تمنحه

- المرونة وحرية الحركة والفاعلية وفقاً للظروف والمستجدات الاقتصادية الحقيقية.[2]

- إذا كان البنك المركزي مستقلا فإن السياسة التي يتبعها في هذه الحالة سوف تؤدي إلى انخفاض التضخم واستقرار مستويات الأسعار. وقد استندت هذا الفهم إلى العديد من الدراسات التي بحثت في العلاقة بين درجة استقلالية البنوك المركزية والتضخم، وانتهت إلى وجود علاقة عكسية بينهما خاصة في البلدان المتقدمة، بمعنى أنه كلما كانت درجة استقلالية البنك المركزي أعلى كلما كان معدل التضخم أقل، الأمر الذي يدعم وجهة النظر القائلة بأن توفير درجة أعلى من الاستقلالية للبنك المركزي يساعد على تخفيف عبء التضخم.

- تستطيع البنوك ذات الدرجة العالية من الاستقلالية مقاومة طلبات الحكومة لتمويل عجز الموازنة العامة سواء عن طريق إصدار المزيد من النقود أو حيازة سندات الدين العام. وبشكل أدق تعني استقلالية

[1] غدير غدير هيفاء، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، المجلد 11 من دراسات اقتصادية، (دمشق: الهيئة العامة السورية للكتاب)، 2010، ص 207.

[2] علي صلاح، مرجع سبق ذكره، ص 8.

البنك المركزي عن الحكومة في هذا السياق أن الأخيرة لا تستطيع إجبار البنك المركزي على تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة.

- إن الأمور المتعلقة بالنقود يجب إبعادها عن نفوذ السياسيين لأن أعضاء الحكومة والبرلمان يعطون الأولوية لإرضاء ناخبيهم، فيتبعون سياسات تتفق مع مصالحهم السياسية والانتخابية. فغالبا ما تلجأ الحكومات إلى إرضاء الناخبين وذلك من خلال زيادة النفقات العامة كلما اقترب موعد الانتخابات دون النظر إلى أهداف السياسة النقدية مطلقا.[1]
- هنالك اتجاه دولي نحو استقلالية البنوك المركزية يتمثل في اجبار بعض الدول لمنح بنوكها المركزية الاستقلالية، وذلك من طرف صندوق النقد الدولي كشرط لتقديم العون المالي لتلك الدول.[2]

المطلب الثاني: معايير قياس استقلالية البنك المركزي

نظراً للدور المهم الذي يؤديه مفهوم استقلالية البنك المركزي في إجراء عدد من الإصلاحات بالبنوك المركزية، بحيث تقلص دور الحكومة في تحديد السياسة النقدية وزاد بالتالي دور البنك المركزي في هذا المجال، فلابد من أن يتم التعامل مع الأبعاد المختلفة لذلك المفهوم، حيث تتعدد معايير التي يمكن قياس استقلالية البنك المركزي من خلالها من الناحية القانونية (السياسية) والاقتصادية.

ولقياس استقلالية البنك المركزي، تعود أول المحاولات لقياس استقلالية البنوك المركزية إلى الدراسات التي قام بها كل من BADE – PARKIM (1982)، A–ALESINA (1988)، V–GRILLI. D–MASCIANDARA. G–TABELLNI (1991) ، A–CUKIERMAN (1992). وتم التوصل إلى نتائج فيما إذا كان من الضروري منح الاستقلالية للبنك المركزي من أجل تحقيق أداء أكبر له في القيام بوظائفه أو العكس، ولقد اختلفت دراسات هؤلاء الباحثين في نوع الاستقلالية المقاسة وكذا نوع المؤشرات المعتمد عليها كأساس لدراستهم، ونجد منها:

- ❖ دراسة BADE – PARKIM (1982) قاما ببناء نموذج لقياس استقلالية البنك المركزي لاثني عشر دولة استنادا إلى الاستقلالية السياسية للبنك المركزي، وباستخدام نفس معايير A–ALESINA (1988)، أضافا أربعة دول أخرى وأجريا عليها الدراسة، حيث تعتمد الاستقلالية السياسية وفقا لهما

[1] محمد جمعة حياة، علوش باقر جعفر، استقلالية البنك المركزي وتأثرها بالمالية العامة، مجلة لارك للفلسفة واللسانيات والعلوم الاجتماعية، المجلد 2، العدد 32، 2019، ص365.

[2] شعبان أحمد، علي محمد، انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية دراسة تحليلية – تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 300.

على العلاقة المؤسسية بين البنك المركزي والسلطة التنفيذية، وإجراءات تعيين وإقالة محافظ البنك المركزي، مدى تواتر الاتصالات بين السلطة التنفيذية والبنك المركزي.[1] والتي تعتمد على مقياسيين رئيسيين وهما:[2]

1) مدى تأثير الحكومة على سياسات البنك المركزي، من حيث تعيين أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي، ومدى تمثيل الحكومة في هذا المجلس.

2) مدى تأثير الحكومة على سياسات البنك المركزي، من حيث تحديد أجور أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي، وعلى التحكم في ميزانية البنك المركزي وكيفية توزيع أرباحه.

❖ دراسة Grilli et Misciandro et Tabellini (1991) فقد قاموا ببناء مؤشر لاستقلالية البنك المركزي يعكس كل من الاستقلالية السياسية والاستقلالية الاقتصادية، وتم خلالها تطوير مؤشر لقياس استقلالية البنوك المركزية في ثمانية عشرة دولة متقدمة من خلال صياغة 16سؤالا تتعلق بالاستقلالية السياسية والاقتصادية للبنوك المركزية وبحيث يتم منح نقطة عن كل إجابة بنعم على أي من هذه الأسئلة. بالتالي تتراوح قيمة المؤشر ما بين (0 نقطة بما يمثل تبعية كاملة للبنوك المركزية للحكومة) وبين (16 نقطة للبنوك الأكثر استقلالية).[3]

حيث تم تعريف الاستقلالية السياسية أساسا كما عرفها BADE – PARKIM (1982)، وهي قدرة البنك المركزي على تحديد أهداف سياسته بدون تأثير الحكومة، ويقوم هذا الإجراء على معايير أو عوامل مختلفة مثل: إذا كان المحافظ وأيضا مجلس إدارة البنك المركزي يتم تعيينهم من قبل الحكومة أو لا، طول مدة تعيينهم، مدى وجود ممثلي الحكومة في مجلس إدارة البنك المركزي، موافقة الحكومة على قرارات السياسة النقدية، وعما إذا كان هدف الحفاظ على استقرار الأسعار هو الهدف الأساسي المحدد بشكل واضح في قوانين البنك.

وتم تعريف الاستقلالية الاقتصادية وفقا (Grilli, Misciandro et Tabellini) على أنها القدرة على استعمال أدوات السياسة النقدية بدون فرض القيود الأكثر شيوعا على إدارة السياسة النقدية، وهي مدى

[1] معمري ليلى، يحياوي سمير، أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 02، العدد02، 2017، ص 61.

[2] عزوز علي، قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة، مداخلة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، 11-12 مارس 2008، جامعة ورقلة، ص 04.

[3] Grilli Vittorio, Masciandaro Donato, Tabellini Guido, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries." Economic Policy, Vol 06, No 13, 1991, p. p 341–92.

تمويل البنك المركزي للعجز الحكومي. وهذا المؤشر للاستقلالية الاقتصادية للبنك المركزي يقيس أساسا كيف هو سهل بالنسبة للحكومة تمويل عجزها من خلال الحصول على قروض مباشرة من البنك المركزي.

❖ دراسة A-CUKIERMAN (1992) وبالنسبة لهذا المؤشر لقياس درجة استقلالية البنك المركزي، فقد ركز على الاستقلالية القانونية مشيرا إلى أن الاستقلالية القانونية تعتبر من أهم مكونات الاستقلالية الفعلية للبنك المركزي، وذلك راجع لكون الاستقلالية القانونية توحي بما هي درجة الاستقلالية التي ينوي المشرعون القبول بها في البنك المركزي، كما أن كل المحاولات القائمة بشأن التوصيف النظامي لاستقلالية البنك المركزي تعتمد فقط على الجوانب القانونية للاستقلال، وهناك حاجة لتوفر المؤشر العام للاستقلالية القانونية للبنك المركزي لغرض المقارنة مع الدراسات السابقة.

عموما هناك اختلافات كبيرة في التركيز ودرجة التفصيل في القوانين المختلفة للبنك المركزي، فالعديد من الأحكام ليس لها تأثير مباشر على استقلالية البنك المركزي في الوقت الذي يعتبر فيه روح القانون ومدى تطبيقه على أرض الواقع أكثر أهمية من نصوص القانون.[1]

وفقا لمؤشر ((Cukierman (1992) تم تقسيم متغيرات الاستقلالية القانونية للبنك المركزي إلى أربع مجموعات:[2]

- ✓ المجموعة الأولى: متغيرات تتعلق بتعيين وإقالة ومدة ولاية الرئيس التنفيذي للبنك المركزي (عادة المحافظ)؛
- ✓ المجموعة الثانية: متغيرات تتعلق بحل النزاع بين أعضاء السلطة التنفيذية وبين البنك المركزي، ودرجة مشاركة البنك المركزي في صياغة السياسة النقدية والقضايا المالية؛
- ✓ المجموعة الثالثة: تضم هذه المجموعة الأهداف النهائية للبنك المركزي كما هي واردة في التشريع؛
- ✓ المجموعة الرابعة: تتعلق بالقيود القانونية المفروضة على قدرة القطاع العام على الاقتراض من البنك المركزي، حيث تأخذ شكل مختلف القيود على الحجم، آجال الاستحقاق، أسعار الفائدة، وتضم القروض المباشرة وقروض التوريق من البنوك المركزية إلى القطاع العام.

ويتم ترميز العناصر السابقة كما يلي:

- ✓ CEO الرئيس التنفيذي للبنك المركزي (المحافظ).

[1] معمري ليلى، يحياوي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 61-62.

[2] معمري ليلى، يحياوي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 62-63.

- ✓ PF صياغة السياسة النقدية.
- ✓ OBJ الأهداف النهائية للبنك المركزي.
- ✓ LL حدود الإقراض.

ويتم إعطاء أوزان نسبية لكل عنصر من العناصر التي يتم ترميزها كما يلي:

الجدول رقم (1-1): الأوزان النسبية المستعملة في بناء مؤشر قياس الاستقلالية القانونية لـ Cukierman

المتغيرات	الأوزان النسبية
Ceo	0.20
Pf	0.15
obj	0.15
lla	0.15
lls	0.10
ldec	0.10
lwidth	0.05
Lm	0.10
المجموع	1

Source: Cukierman A, central bank strategy credibility, and independence, theory and evidence, the Mit press, Cambridge, 1992, p380.

حيث:

Lla : حدود الإقراض غير التوريقي.

Lls : حدود الإقراض التوريقي.

Ldec : الجهة التي تقرر مراقبة آجال القرض.

Lwidth : المقترضون الذين يمكنهم الاقتراض من البنك المركزي.

Lm : حدود الإقراض.

قام الاقتصادي كوكيرتمان بقياس درجة استقلالية البنك المركزي كميا فيما أصبح يعرف لاحقا "بمؤشر كوكيرتمان لاستقلالية البنك المركزي (The Cukierman Index for Central Bank Independence)"، حيث يتم من خلال هذا المؤشر قياس مدى استقلالية البنك المركزي سلوكيا وقانونيا.

تتراوح قيمة المؤشر ما بين الصفر(بما يمثل تبعية نقدية كاملة للبنك المركزي للحكومة) ، والواحد الصحيح (استقلالية كاملة للبنك المركزي). ما يجدر ذكره، أن كوكيرتمان قد قام بتضمين عدد من المؤشرات الفرعية.

تشير الأدبيات إلى أن إسهام كوكيرتمان رغم كونه لم يكن الوحيد في حقل قياس استقلالية البنك المركزي كميا، حيث يوجد عدد من الاقتصاديين الذين كان لهم أيضا إسهامات قياس بحثية في درجة استقلالية البنك المركزي كما سبق الإشارة لهم، إلا أن دراسة كوكيرتمان تعتبر الأشمل حيث غطت 68 دولة في حين تراوحت شمولية الدراسات الاخرى ما بين 12 إلى18 دولة.

كذلك يتميز إسهام كوكيرتمان بارتفاع عدد المتغيرات ذات الصلة باستقلالية البنوك المركزية المتضمنة في دراسته إلى ما يبلغ حوالي 26 متغير. كما تعتبر دراسة كوكيرتمان ثاني أكثر الدراسات تضمينا لمتغيرات بعد دراسة بنك إنجلترا المركزي الذي اعتمدت على مسح احصائي استهدف 93 دولة وتضمن حوالي 54 متغيرا لقياس استقلالية البنوك المركزية.[1]

كما أنه هناك دراسات أخرى، وكل هذه الدراسات اجتمعت على أن وجود بنك مركزي مستقل في دولة ما، من شأنه أن يؤدي إلى خفض معدلات التضخم دون التأثير السلبي على معدلات النمو، وبالتالي هذه الدراسات نادت بضرورة استقلالية البنوك المركزية.

وكما ذكرنا فقد أجريت مجموعة من الدراسات لتحديد مدى استقلالية البنوك المركزية، حيث هنالك صعوبات كبيرة تواجهها الدراسات المعنية باستقلالية البنوك المركزية في قياس درجة الاستقلالية كميا وبشكل دقيق، لما يحكمها من عوامل تحتمل أحكاما قيمية ونسبية، وعموما يمكن القول أن درجة استقلالية البنوك المركزية يمكن قياسها من خلال التقدير الذي يبين إلى أي مدى يعطي القانون للبنك المركزي الحرية والاستقلالية في تحديد أهدافه (الاستقلال القانوني أو السياسي)، أو إلى أي مدى يعطى البنك المركزي الحرية في اختيار أدوات السياسة النقدية اللازمة لتحديد تلك الأهداف (الاستقلال الاقتصادي). وهذه الدراسات اجتمعت على مجموعة من المعايير التي يمكن استخدامها لقياس درجة استقلالية البنك المركزي،

[1] عبد المنعم هبة، طلحة الوليد، استقلالية البنوك المركزية، موجز سياسات، صندوق النقد العربي، العدد السادس، سبتمبر 2019، ص 3-4.

مع التباين في ترتيب هذه المعايير، والوزن النسبي لكل منها، ويمكن أن نعطي مجموعة من المعايير. ومن أهم المعايير التي تقاس بها مدى استقلالية البنك المركزي ما يلي:

- مدى سلطة وحرية البنك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية، ومدى حدود التدخل الحكومي في ذلك، ومن هو صاحب القرار النهائي في حال وجود خلاف بين البنك المركزي وبين الحكومة بشأن هذه السياسة.[1] فكلما كانت البنوك المركزية لها صلاحيات واسعة في صياغة السياسة النقدية وتقاوم السلطة التنفيذية في حالات التعارض فتوصف على أنها أكثر استقلالية وأن البنك المركزي الذي يكون لديه سلطة واسعة في وضع وتحديد السياسة النقدية ودور مؤثر وفاعل في التنسيق والمشاركة مع الأجهزة الحكومية المختصة فيما يتعلق بتحديد واختيار قطاعات وأنشطة خطط التنمية الاقتصادية المستهدفة يكون أكثر استقلالا من ناحية عنصر صياغة السياسة النقدية،[2] أما عندما تحدد السياسة النقدية من قبل الحكومة ويتولى البنك المركزي تنفيذها وتحديد أهدافها فهنا يكون البنك المركزي غير مستقل بل تابع للحكومة ويسير وفقا للتوجهات التي ترسمها له وكأنه جهاز من أجهزة الدولة.[3]

- مدى سلطة الحكومة في تعيين وعزل محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها ومؤسساتها ومدة ولايتهم ومعدل استقرارهم في وظائفهم، من الملاحظ أنه في معظم بلدان العالم يتم تعيين محافظ وكبار مسؤولي البنوك المركزية من قبل السلطة التنفيذية (الحكومة) وهذا لا يتعارض مع استقلالية تلك البنوك، الا أنه في البلدان التي تتمتع بنوكها المركزية بدرجة عالية من الاستقلالية فإن هناك قيود ومحددات على الحكومة في مجال تعيين وإقالة محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها. ومن أهم تلك القيود هي عند تعيين كبار المسؤولين في البنك المركزي يشترط أخذ موافقة البرلمان قبل التعيين، هذا فضلا عن تحديد فترة البقاء في المنصب بحيث تكون طويلة نسبيا، وعلى هذا الأساس فأنه كلما كانت المدة القانونية لمحافظ البنك المركزي وباقي أعضاء مجلس الإدارة أطول فأن البنك المركزي يكون أكثر استقلالية.[4]

- التمثيل الحكومي في إدارة البنك المركزي، يؤثر تكوين مجالس إدارات البنوك المركزية تأثيراً كبيراً على طبيعة العلاقة بين البنوك والحكومات، ففي بعض الحالات تعد هذه المجالس بمثابة قناة رسمية للحكومة

[1] بالطيب جمال، نمر الخطيب محمد، أثر استقلالية بنك الجزائر على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد08 ، العدد02 ، 2021، ص 166.

[2] الفولي محمد أسامة، عوض الله زينب، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة، الازاريطة، مصر، 2007، ص 254.

[3] الجبوري خلف محمد حمد، دور استقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 07، العدد 23، 2011، ص 77.

[4] الغالبي جليل عبد الحسين، الجبوري كريم هودان سوسن، أثر استقلالية البنك المركزي على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 3، 2017، ص 440.

لممارسة تأثيرها بصورة مباشرة على قرارات البنك المركزي. وفي كثير من الدول تقوم الحكومة بتعيين معظمهم، إن لم يكن كل أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي. الأمر الذي يمكن الحكومة من ممارسة تأثيرها من خلال وجودها المباشر في تلك المجالس. وقد يتمتع ممثلو الحكومة بكافة حقوق بقية الأعضاء بما في ذلك حق التصويت على قرارات البنك المركزي ما يمنحهم قدرة أكبر في التأثير على قرارات البنك وسياساته.[1]

- مدى أهمية هدف المحافظة على استقرار الأسعار وقيمة العملة كهدف أساسي للسياسة النقدية بعبارة أخرى، هل يكون لهدف المحافظة على استقرار الأسعار الأولوية في حالة تعارضه مع الأهداف الأخرى أم أنه يتساوى في الأهمية مع باقي الأهداف فإذا كان قانون البنك المركزي يحدد استقرار الأسعار كهدف رئيسي ويفضل تحقيقه على باقي الاهداف الاخرى فإن البنك المركزي يوصف بأنه أكثر استقلالا.[2]

- تمويل العجز في الموازنة العامة ومدى الالتزام بشراء أدوات الدين الحكومية. إذا كانت النفقات الحكومية أكبر من الإيرادات يكون هناك عجز يمكن تمويله عن طريق بيع السندات الحكومية أو عن طريق الاقتراض، وعادة ما يقوم البنك المركزي ببيع تلك السندات طوعيا إذا كان البنك مستقلا، ولكن تحت استقلالية البنك المركزي لا تستطيع الحكومة إلزام البنك المركزي على القيام بذلك، وقد ركز ريكاردو في أوائل القرن التاسع عشر على عدم تمويل العجز الموازني من قبل البنك المركزي، وفي عام1913 أكد كينز على نفس الشيء في كلمته لدى افتتاح بنك الاحتياطي الهندي.[3]

- سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي (الاستقلال المالي). أن تدخل الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي من خلال الاشتراط على حصول موافقة مسبقة من الحكومة للموازنة قد تشكل وسيلة غير مباشرة تستخدمها الحكومة للتأثير على هذا البنك عن طريق الحد من قدرته للحصول على الموارد المالية اللازمة له في حالة عدم إتباعه لتوجيهاتها، فكلما انخفض تدخل الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي كلما كان أكثر استقلالا.[4]

- المساءلة والشفافية للبنوك المركزية، لا شك أن أهمية وجود نظام كفء للبنك المركزي يتيح بيانات كافية ومناسبة وبأوقات محددة مما يمكنه من متابعة أداء البنك والتدخل في الوقت المناسب، إلا أن

[1] محمد جمعة حياة، جعفر باقر علوش، مرجع سبق ذكره، ص 367.

[2] Ahsan Amirul and other, "Determinants of Central Bank Independence and Governance: Problems and Policy Implications" Ahsan, Skully & Wickramanayake, JOAAG, Vol. 1, No. 1, 2006, p 60 .

[3] بغداوي جميلة، عميش عائشة، حضري دليلة، أثر استقلالية البنك المركزي في رسم وتنفيذ أهداف السياسة النقدية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17، العدد 25، 2021، ص 27.

[4] الجبوري خلف محمد حمد، مرجع سبق ذكره، ص 78.

ذلك غير كاف ويستلزم الأمر توفر المعلومات المناسبة عن البنك المركزي للجمهور، إذ أن ذلك يساعد على مكافأة إدارة البنك أو معاقبته وكبار مساهميه بالسرعة الممكنة. لذا يتطلب من البنوك المركزية الملتزمة بالمعايير الدولية أن تنشر معلومات عن تلك العمليات أمام المساهمين وقيام المراجعين الخارجيين بإجراء التقييم لها.[1]

- مدى التزام البنك المركزي بمنح التسهيلات الائتمانية للحكومة ومؤسساتها، إذ تكون البنوك المركزية أكثر استقلالية عندما تزيد من فرض القيود المحددة على تقديم الإقراض العام للقطاعات الحكومية.[2]

المطلب الثالث: أثر استقلالية البنك المركزي على سعر الصرف ومصداقية السياسة النقدية

لعل من أهم الأسباب التي أدت إلى المناداة باستقلالية البنوك المركزية هو عدم فعالية السياسة النقدية في بعض الدول. لهذا يعتبر موضوع استقلالية البنوك المركزية غاية في الأهمية كونه يضمن مصداقية السياسة النقدية وفعاليتها بما يساعد على تحقيق أهداف البنك المركزي المنشودة وعلى رأسها استقرار الأسعار والمحافظة على قيمة العملة.

يتحقق تأثير البنك المركزي على النشاط الاقتصادي من خلال السياسة النقدية، فإن هذه السياسة تسمح للبنوك المركزية بممارسة تأثير مهما على عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية ومن بينها النمو، والعمالة، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وميزان المدفوعات، وتوزيع الدخول.

أولا: العلاقة بين استقلالية البنك المركزي وسعر الصرف.

يتأثر سعر الصرف بالعديد من العوامل السياسية والاقتصادية، من بينها درجة استقلالية البنوك المركزية، وقد ظهرت محاولات لربط هذه الاستقلالية بسياسة سعر الصرف، ولاسيما فيما يخص نظام سعر الصرف المعوم (المرن)، فكلما كان البنك المركزي يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية فإنه يكون أكثر تأثيرا وفعالية في تحديد سياسة سعر الصرف ستؤدي إلى حدوث الاختلاف والتناقض بين أهداف سعر الصرف وبين الأهداف النقدية الأخرى التي يسعى كل من البنك المركزي والحكومة لتحقيقها لاسيما عند حدوث الأزمات المفاجئة وسيكون تدخل البنك المركزي لمعالجة الموقف غير مؤثر، بسبب اشتراك السلطة السياسية وتدخلها في مهام سياسة سعر الصرف للبنك المركزي. والواقع أن مثل هذا الرأي فيه من التطرف الكثير،

[1] عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص 382-383.

[2] الغالبي جليل عبد الحسين، الجبوري كريم هودان سوسن، مرجع سبق ذكره، ص 441.

لأنه حتى في البلدان التي تتمتع بنوكها المركزية بدرجات عالية من الاستقلال، فإن عملية تحديد نظام وآلية سعر الصرف الملائم تكون تحت رقابة الحكومة.

ثانيا: أثر استقلالية البنك المركزي على مصداقية السياسة النقدية

أكدت تجارب الدول خلال عقود من مواجهة حالات عدم الاستقرار الاقتصادي ضرورة توفر معايير عامة لضمان نجاح البنوك المركزية في القيام بدورها، بما يشمل أهمية ضمان استقلالية وشفافية آلية اتخاذ القرارات الخاصة بالسياسة النقدية، ومسؤولية البنوك المركزية عن هذه القرارات.

وإن ما تتمتع به البنوك المركزية باستقلاليتها عن سلطة الحكومة تجعل سياستها النقدية أكثر مصداقية وشفافية، إذ أن بعض الاقتصاديين يرون أن ضعف المصداقية وانعدام الشفافية كانت وراء العوامل المهمة لنشوء الأزمات النقدية التي عصفت باقتصاديات بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية في النصف الثاني من عقد التسعينات.[1]

فالبنك المركزي هو المسؤول عن وضع وتنفيذ السياسة النقدية التي تأتي بثمارها بعد فترة معينة وهو ما قد يحدث نوع من التعارض ما بين أهداف البنك المركزي وأهداف بعض السياسات الاقتصادية وخاصة السياسة المالية، فقد يتم الايعاز للبنك المركزي بالتوسع في الائتمان مثلا أو التوسع في طباعة العملة وذلك بدوره يضر بالاستقرار الاقتصادي على المدى البعيد. من هنا تأتي أهمية استقلالية البنك المركزي في وضع السياسة النقدية.[2]

فلعل من أهم الأسباب التي أدت إلى المناداة باستقلالية البنوك المركزية هو عدم فعالية السياسة النقدية في بعض الدول في محاربة التضخم. فتضارب الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها السلطة النقدية من جهة والدولة من جهة أخرى، بحيث أن زيادة النمو تصاحبها ارتفاع في الأسعار بينما يصاحب الاستقرار في الأسعار ركود في النشاط الاقتصادي، قد يجعل البنك المركزي يحيد عن المحافظة على استقرار الأسعار في المدى الطويل – الذي يمثل الهدف الرئيسي لكل البنوك المركزية –نظرا لعدم تمتعها بالاستقلالية الكافية عن السلطات المالية أو التنفيذية في متابعة أهدافها. ولهذا نجد العديد من الدول، خاصة التي عاشت تجربة التضخم المتسارع، تعطي أهمية أكبر وأولوية أسبق لاستقرار الأسعار مقارنة بهدف نمو الناتج، وبالتالي تمنح بنوكها المركزية درجة عالية من الاستقلالية عن الحكومة في إدارة السياسة

[1] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 184.

[2] ادريس محمد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

النقدية لتكون أكثر فعالية في تحقيق هدفها الرئيسي والمتمثل في المحافظة على المستوى العام للأسعار (أي مكافحة التضخم).[1]

إن استقلالية البنك المركزي تضمن مصداقية السياسة النقدية والمصداقية معناها ثقة الجمهور في تنفيذ الأهداف التي أعلن عنها ضمن الاستراتيجية النقدية، ذلك أن صياغة سياسة نقدية من طرف مسؤولين لا يمارسون السياسة وملتزمين بمهامهم يكونون جديرين أكثر من غيرهم والنظر إلى المدى البعيد لتحقيق الأهداف المسطرة، وكل تدخل من أية جهة كانت لصياغة السياسة النقدية يفقدها مصداقيتها. كما أن السلطة النقدية المستقلة تستطيع توفير ونشر المعلومات المتعلقة بإجراءات ومؤشرات السياسة النقدية التي تبين مدى سعي البنك المركزي للإعلان عن تحقيق أهداف نقدية معينة، كالتوسع في المعروض النقدي بمعدل يتناسب مع نمو الناتج المحلي الإجمالي أو تحقيق معدل تضخم يلتزم البنك المركزي على تحقيقه. كما تكمن أهمية السياسة النقدية الأكثر شفافية في ترسيخ فكرة الاعتماد على البنك المركزي من قبل المتعاملين الاقتصاديين، إضافة إلى حصول دعم ومساندة الرأي العام لسياسة البنك المركزي في أداء مهامه وبالتالي يصبح بإمكان الرأي العام الحكم على هذا الأداء بالنجاح أو الفشل في رسم السياسة النقدية.[2]

وإن من شأن مصداقية السياسة النقدية التي تتمتع بها هذه البنوك أن تتطور وتتحسن إذا ما منحت مهمة رسم السياسة النقدية لأيدي مختصة بعيدة عن ضغوط رجال السياسة، إذ يستطيع المختصون النظر إلى المدى البعيد وكيف يجب أن تكون فعالية السياسة النقدية ضمن مجمل النشاط الاقتصادي.[3]

ذهب العديد من المفكرين الاقتصاديين إلى أن استقلالية البنك المركزي خير ضمان لفعالية السياسة النقدية ومصداقيتها لاسيما فيما يتعلق بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار.[4]

وأثبتت الدراسات أن زيادة استقلالية البنوك المركزية تساهم في خفض معدلات التضخم. كما أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين استقلالية البنك المركزي ومستوى عجز الموازنة العامة للدولة، حيث إن الدول التي تتمتع فيها البنوك المركزية بدرجة أكبر من الاستقلالية سجلت مستويات أقل من عجز الموازنة العامة للدولة.[5]

---

[1] أحلام مبارك موسى، مرجع سبق ذكره، ص 12.

[2] معيزي قويدر، فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر (1990-2006)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2008، ص130.

[3] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 178.

[4] معمري ليلى، يحياوي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 64.

[5] ادريس محمد، مرجع سبق ذكره، ص 29.

وبناء عليه، وإذا قبلنا بضرورة استقلالية السلطة النقدية للقيام بدورها الهام في التنمية والمتمثل في المحافظة على استقرار الأسعار، فإنه من الأهمية بمكان الأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة التي تربط السلطتين النقدية والمالية بشكل عام، والحسم في هذا الأمر ليس بالسهل. ذلك أن استقلالية السلطات النقدية لا تتحدد فقط بما تنص عليه النصوص التشريعية، ولكن ترتبط أيضا بعوامل أخرى مثل تعدد الأهداف، والإمكانات البشرية العاملة في البنك المركزي، وكذلك التقاليد المتبعة بالنسبة لعلاقات العمل بين السلطة النقدية والحكومة والصفات الشخصية لكبار المسؤولين في البنك المركزي، بالإضافة إلى امتداد صلاحية السلطة النقدية لتشمل سياسة سعر الصرف، حيث أن إبقاء هذه الأخيرة ضمن صلاحيات الحكومة وبمعزل عن السلطة التنفيذية، لا يحقق غرض استقلاليتها، وذلك لشدة ترابط فعالية السياسة النقدية بسياسة سعر الصرف.

ولكن على العموم، تضمن استقلالية السلطة النقدية مصداقية أكبر للسياسة النقدية، ذلك أن السلطة النقدية المستقلة تكون أكثر جدارة من السلطات السياسية في المحافظة على استقرار عملها ومهامها لتحقيق هدفها، لأنها تكون بعيدة على التناقضات والصراعات السياسية. ونظرا لصعوبة مراقبة أداء السياسة النقدية وتقييمه بحكم أن العلاقات النقدية الأساسية يصعب فهمها فهما كاملا، فإن ضرورة تحسين السياسة النقدية تستوجب توضيحها للرأي العام، والسلطة النقدية بوسعها نشر وتوفير المعلومات النقدية والمالية للجمهور من منطلق ضرورة الشفافية، حيث أن الشفافية تسهم إلى حد كبير في ترسيخ فكرة الاعتماد على البنوك المركزية لدى المتعاملين الاقتصاديين وذلك لما تحققه من نتائج تؤدي إلى زيادة انضباط النظام في رسم السياسة النقدية وحتى تطبيقها.[1]

يمكن استخلاص أهم الآثار الناتجة عن العلاقة بين استقلالية البنوك المركزية والسياسة النقدية فيما يلي:[2]

1. استبعاد تأثير تدخل الدولة في رسم وتحديد السياسة النقدية.
2. رفع كفاءة تنفيذ السياسة النقدية بسبب تحسن مصداقية السياسة النقدية وجعلها أكثر شفافية.
3. التصدي لحالات التوسع في سياسة التمويل بالعجز.

[1] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص94.

[2] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 206.

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل تدخلات البنك المركزي ودورها في تحقيق السياسة النقدية، حيث تم التطرق في **المبحث الأول** إلى البنك المركزي: المفهوم، الوظائف والأهداف. بحيث يعد البنك المركزي من أهم المؤسسات المالية، ويأتي على قمة النظام المصرفي، وهو المؤسسة التي تقوم على مهام الصيرفة المركزية. ويقوم البنك المركزي بعدة وظائف، وظائف تقليدية تتمثل في أن البنك المركزي بنك الإصدار وبنك الحكومة، بنك البنوك والملجأ الأخير للإقراض وهو المشرف على شؤون الائتمان. أما وظائف البنك المركزي الحديثة تمثلت في التكيف مع المعاملات الالكترونية، الاشراف على أنظمة الدفع والتسوية وأيضا الاشراف على أنظمة الاستعلام الائتماني ومركزية المخاطر وجذب الاستثمارات والرقابة الفعالة على البنوك. ويهدف البنك المركزي إلى توجيه النشاطات الإجمالية لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية التي تتبناها الدولة. ويختلف دور البنك المركزي في الدول المتقدمة عن دوره في الدول النامية، حيث تتحمل البنوك المركزية في الدول النامية مسؤوليات أكبر. فهي تمارس وظائف تنظيمية تتعلق بالجهاز المصرفي، والكتلة النقدية، استقرار الأسعار، وقابلية العملة للتحويل، بالإضافة إلى دورها القيادي في التنمية في الدول النامية.

تم التطرق في **المبحث الثاني** إلى السياسة النقدية ودور البنك المركزي. تعتبر السياسة النقدية إحدى السياسات الاقتصادية العامة للدولة وهي مجموعة من الإجراءات والتدابير التي تتخذها السلطات النقدية ممثلة عن طريق البنك المركزي، للتأثير والرقابة وضبط المعروض النقدي وحجم الائتمان لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية. وبالرغم من أهمية السياسة النقدية إلا أننا نجد في مضمونها أنه هناك نوعين، يتوقف كل منها على حجم الكتلة النقدية ومدى استخدامها في الاقتصاد، فالأولى توسعية والثانية انكماشية ولكل منها أهداف. وتهدف السياسة النقدية إلى تحقيق جملة أهداف السياسة الاقتصادية وهي: استقرار المستوى العام للأسعار، العمالة الكاملة، تحقيق معدل عال من النمو الاقتصادي وتحقيق توازن ميزان المدفوعات. وفي سبيل تحقيق أهداف السياسة النقدية، تسعى السلطات النقدية لتحقيق مجموعة من الأهداف الأولية (التشغيلية) والأهداف الوسيطة وصولا إلى الأهداف النهائية. ويستخدم البنك المركزي مجموعة من الأدوات المختلفة لتحقيق الأهداف النهائية للسياسة النقدية. ترتكز أدوات السياسة النقدية على نوعين من الأدوات منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي وكل نوع من الأنواع يستعمل كوسيلة لبلوغ غاية. كما ينتقل تأثير السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال أدوات السياسة النقدية عبر عدد من قنوات إبلاغ السياسة النقدية متمثلة في قناة سعر الفائدة، قناة سعر الأصول، قناة سعر الصرف، وقناة الائتمان والتي تتجلى في قناة الإقراض البنكي (القناة الضيقة للقرض) وقناة الميزانية (القناة الموسعة للقرض).

وبعد التطرق في **المبحث الثالث** إلى أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية اتضح أنه يقصد باستقلالية البنك المركزي أن يكون مستقلا عن الدولة في إدارة السياسة النقدية، في رسم واتخاذ

القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية (الأهداف والأدوات) في إطار متسق مع سياسات الاقتصاد الكلي بعيدا عن أي ضغوط سياسية. وفي هذا الإطار حاول بعض المفكرين الاقتصاديين تقديم نماذج لقياس استقلالية البنك المركزي بالاعتماد على مؤشرات معينة، ويمكن أن نعطي مجموعة من المعايير. ومن أهم المعايير التي تقاس بها مدى استقلالية البنك المركزي هي: مدى سلطة وحرية البنك المركزي في وضع وتنفيذ السياسة النقدية، ومدى حدود التدخل الحكومي في ذلك، ومن هو صاحب القرار النهائي في حال وجود خلاف بين البنك المركزي وبين الحكومة بشأن هذه السياسة. مدى سلطة الحكومة في تعيين وعزل محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها ومؤسساتها ومدة ولايتهم ومعدل استقرارهم في وظائفهم. التمثيل الحكومي في إدارة البنك المركزي. مدى أهمية هدف المحافظة على استقرار الأسعار وقيمة العملة كهدف أساسي للسياسة النقدية. تمويل العجز في الموازنة العامة ومدى الالتزام بشراء أدوات الدين للحكومة. سلطة الحكومة بشأن ميزانية البنك المركزي (الاستقلال المالي). المساءلة والشفافية للبنوك المركزية. مدى التزام البنك المركزي بمنح التسهيلات الائتمانية للحكومة ومؤسساتها.

ولاستقلالية البنك المركزي أثر على سعر الصرف ومصداقية السياسة النقدية، حيث إن العلاقة بين استقلالية البنك المركزي وسعر الصرف هي أنه كلما كان البنك المركزي يتمتع بدرجة عالية من الاستقلالية فإنه يكون أكثر تأثيرا وفعالية في تحديد سياسة سعر الصرف. أما فيما يخص أثر استقلالية البنك المركزي على مصداقية السياسة النقدية، فإن استقلالية البنوك المركزية عن سلطة الحكومة تجعل سياستها النقدية أكثر مصداقية وفعالية في تحقيق أهدافها خاصة فيما يتعلق بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار، فكلما زادت هذه الاستقلالية زادت الفعالية في تحقيق الأهداف المسطرة. فاستقلالية البنوك المركزية مهمة لتحقيق استقرار الأسعار– واستقرار الأسعار مهم لاتساق النمو على المدى الطويل.

الفصل الثاني: أهم أنظمة أسعار الصرف ودور البنك المركزي في تحديد وتوجيه سعر الصرف

تمهيد

يعد سعر الصرف عاملا مهما في الاقتصاد الكلي الدولي، وقد شهدت السنوات الأخيرة تأثير سعر الصرف على مختلف أزمات العملة في العديد من الاقتصادات وجذب تركيز صناع السياسة في جميع أنحاء العالم. وقد أثبت سلوكه في تحديد الوضع الاقتصادي للبلدان في عصر العولمة وتحرير التجارة. بحيث يعتبر سعر الصرف حلقة الوصل في العلاقات الاقتصادية الدولية، كونه يمثل أهم العناصر الأساسية في توجيه كل المعاملات الخارجية للدول، فهو يعكس الوضع الاقتصادي لأية دولة خارجيا، حيث أن استقرار سعر الصرف يعكس مدى سلامة الأسس الاقتصادية والسياسات المالية والنقدية المتبعة وقدرتها على الاستجابة للصدمات الخارجية التي يتعرض لها اقتصاد البلد؛ وقد مر سعر الصرف على العديد من أنظمة الصرف التي عرفها النظام النقدي الدولي، فقد تطورت أنظمة الصرف مع تطور النظام النقدي الدولي. وبقيت أنظمته المختلفة محل نقاش عن أفضلية نظام عن غيره. فسعر الصرف كان ومزال موضع جدل بين نظريات الفكر الاقتصادي، حيث تتعدد النظريات الاقتصادية التي تفسر كيفية تحديده والعوامل المؤثرة فيه. ويتم تحديد سعر الصرف كأي سلعة وفقا لقوى السوق (العرض والطلب) في سوق الصرف الأجنبي. فقد أصبحت أسواق الصرف الأجنبي من أضخم الأسواق في العالم لتداول العملات وبمبالغ ضخمة، فقد أولت سوق الصرف الدول أهمية بالغة لأسعار صرف عملتها ومراقبتها عن كثب وقد تتدخل لإنقاذها والعمل على توفير الاستقرار لها متى دعت الحاجة إلى ذلك. إذ تتدخل الدول، ممثلة ببنوكها المركزية، بصورة مستمرة في أسواق الصرف.

تعتبر سياسة سعر الصرف الأجنبي أحد أهم أدوات السياسة الاقتصادية، وذلك لكونها تشكل إلى جانب السياسات الأخرى آلية فعالة لحماية الاقتصاد المحلي من الصدمات الداخلية والخارجية. ويشكل سعر الصرف بالنسبة لكثير من الدول معيارا حقيقيا لقياس مدى نجاح هذه الدول في إدارة الاقتصاد الكلي لذلك فإن التدخلات الحكومية في إدارة سعر الصرف تقلل من الحركات الحادة لهذا الأخير وتساعد على مواجهة الآثار السلبية التي قد تحدث جراء هذه التقلبات الحادة.

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بكل الجوانب المتعلقة بأسعار الصرف وذلك من خلال ثلاث مباحث، حيث يتناول المبحث الأول ماهية سعر الصرف، في حين يتناول المبحث الثاني سوق الصرف الأجنبي، أما المبحث الثالث فخصص لدراسة تقلبات سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه، سياسات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول: ماهية سعر الصرف.

يعتبر سعر الصرف من المتغيرات النقدية، ومن أهم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية، لكونها آلية ناجعة تستطيع حماية الاقتصاد المحلي من الصدمات المتوقعة. ومؤشرا على تنافسية الدولة عالميا فهو يعكس قوة العملة الوطنية بالنسبة للعملات الأجنبية، والمتغير الذي يربط الاقتصاد المحلي بالعالم الخارجي، وتختلف درجة تأثير سياسة سعر الصرف في الاقتصاد على مدى استقرار السعر الأمثل، الذي يتوقف على نظام الصرف القائم.

نحاول في هذا المبحث الإلمام بالمفاهيم والتعاريف الخاصة بسعر الصرف وأنواعه الرئيسية، ثم بعد ذلك نقوم بعرض بعض النظريات المحددة لسعر الصرف، ثم يتم تقديم النظرة الجديدة لأنظمة الصرف.

المطلب الأول: مفهوم، أشكال وأهداف سعر الصرف.

يعتبر سعر الصرف حلقة ربط بين الاقتصاديات الدولية، وله دور هام في النشاطات الاقتصادية الخارجية لأي دولة، ومقياسا هاما لحجم معاملاتها، وبذلك أصبح سعر الصرف يكتسب أهمية بالغة كأداة من أدوات الاقتصاد الكلي، كما أن هناك أهمية كبيرة لأسعار الصرف نظرا لدورها الحيوي في تسهيل عمليات التبادل التجاري الدولي.

أولا: مفهوم سعر الصرف الأجنبي

توجد العديد من التعاريف التي وضحت مفهوم سعر الصرف ومردها تعدد وجهات النظر التي ينطلق منها المفكرين الاقتصاديين ولكنها تتضمن نفس المعنى. وسوف نذكر منها ما يلي:

توجد في كل دولة من دول العالم عملة نقدية محلية تستخدمها داخل حدودها وهذا بدوره سوف يسهل عملية التبادل داخليا، فمثلاً الجزائر تستخدم الدينار لبيع وشراء السلع والخدمات، والولايات المتحدة تستخدم الدولار، وبريطانيا الجنيه الإسترليني، وهكذا نجد دول مختلفة تستخدم عملاتها الوطنية المختلفة.

إن قيام التجارة والتبادل والاستثمار وانتقال رؤوس الأموال بين هذه الدول أظهر الحاجة إلى عملة دولية أخرى غير العملة المحلية، وهذا يتطلب إيجاد علاقة مشتركة بين هاتين العملتين، وهنا فإن سعر الصرف الأجنبي (هو سعر عملة دولة ما إزاء عملة دولة أخرى)، وبعبارة أكثر تحديداً يمكن القول بأن

سعر الصرف بالنسبة لعملة دولة ما هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي تعادل وحدة واحدة من العملة المحلية أو عدد الوحدات من العملة المحلية التي تعادل وحدة واحدة من العملة الأجنبية.[1]

وكذلك فإن سعر الصرف هو السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية، أي السعر الذي يتم بموجبه تحويل العملة المحلية بالعملة الأجنبية.[2]

سعر الصرف هو نسبة مبادلة عملتين، فأحد العملتين تعتبر سلعة والأخرى تعتبر ثمنا لها، وهو ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة دولة مع بقية دول العالم.[3]

ويعرف أيضا على أنه الآلية التي من خلالها يمكن تسوية المدفوعات الدولية وربط أسعار السلع والخدمات المحلية بنظيرتها الدولية وذلك بتحديد المقدار المساوي لوحدة نقدية محلية واحدة من النقود الأجنبية.[4]

كما يعرف سعر الصرف بأنه سعر عملة بصيغة عملة أخرى أو مقابل العملات الأخرى،[5] وهو بهذا يجسد أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات فضلا عن كونه وسيلة هامة للتأثير على التخصيص بين القطاعات الاقتصادية وعلى ربحية الصناعات التصديرية وتكلفة الموارد المستوردة، ومن ذلك على التضخم والانتاج والعمالة، وهو بالإضافة إلى ذلك يربط بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في السوق العالمية، فالسعر العالمي والسعر المحلي للسلعة مرتبطان من خلال سعر الصرف.[6]

ويوجد طريقتان لتسعير العملات هما:[7]

1) **التسعيرة المباشرة (المؤكد):** وهو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية وهذه الطريقة قليلة الاستعمال من طرف الدول.

---

[1] William J Boumol, Economic Principal Policy, Seventh the Dryden Press, New York, university,1988, p 821.

[2] الساعدي صبحي حسون، عبد حماد أياد، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص 88.

[3] لحلو موسى بخاري، سياسة سعر الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة سعر الصرف الأجنبي، مكتبة حسن العصرية، بيروت، لبنان، 2010، ص 120.

[4] لباز الأمين، مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر – دراسة تحليلية للنظم والنتائج، مجلة رؤى اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، العدد 11، 2016، ص 04.

[5] بن رجم خميسي محمد، بومدين وفاء، أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري الجزائري، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، المجلد 06، العدد 03، 2019، ص 344.

[6] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 103.

[7] Albert Ondossa, Economie monétaire internationale, Edition ESTEM, Paris, 1999, p 43.

2) **التسعيرة غير المباشرة (غير المؤكد):** وهو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، وهي الطريقة الشائعة عند معظم الدول.

ثانيا: أشكال (صيغ) سعر الصرف

في الواقع العملي لا يمكن أن تتحدد العلاقة بين عملة دولة معينة وعملات أخرى من خلال التسعيرات اليومية المعلن عنها في فترة معينة، وإنما تدخل اعتبارات أخرى تكسب سعر الصرف صيغا عديدة، لكل منها مدلولها وبالتالي استعمالها الخاص. يأخذ سعر الصرف عدة صيغ وتتمثل فيما يلي:

- **سعر الصرف الاسمي:**

يشار إلى سعر الصرف الذي هو عبارة عن السعر النسبي لعملة بدلالة عملة أخرى بأنه سعر الصرف الاسمي فهو معرف بدلالة الوحدات الاسمية وليس بدلالة القوة الشرائية وكمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بدلالة العملة المحلية.[1] سعر الصرف الاسمي لا يأخذ بعين الاعتبار القوة الشرائية من سلع وخدمات بين البلدين.

يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي بأنه مقياس لقيمة عملة بلد ما يمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر، حيث تتحدد هذه الأخيرة على أساس تعادل عنصري الطلب والعرض عليها في سوق الصرف الأجنبي في لحظة زمنية ما، وبهذا يتغير بتغير الطلب والعرض حسب نظام سعر الصرف المعمول به في البلد.[2]

ويتغير سعر الصرف الاسمي إما تدهورا أو تحسنا، وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي أي معمول به فيما يخص المبادلات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازي وهو سعر صرف معمول به في الأسواق الموازية. بمعنى أنه يمكن أن يوجد أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة وفي بلد واحد.

نستنتج أن سعر الصرف الإسمي لا يأخذ بعين الاعتبار معدلات التضخم للدول، ونتيجة لإهماله هذا الأخير فهو إذن لا يبين حقيقة العملة، ولا يعتبر معيار يعتمد عليه لقياس تنافسية الدول في الأسواق الخارجية.

[1] Frederic, S. Mishkin, macroeconomics, policy and practice, Addison-wisely, United states, 2012, p 242.
[2] عبود عبد المجيد، دولي لخضر، مرجع سبق ذكره، ص 191.

- **سعر الصرف الحقيقي:**

سعر الصرف الحقيقي كمفهوم نظري له تعريفين رئيسيين، الأول يأتي من خلال نظرية التجارة الدولية. أما المفهوم الثاني ينطلق من خلال نظرية تعادل القوة الشرائية. عموما هناك مفهومين لسعر الصرف الحقيقي وهو السعر النسبي للسلعتين. الأول يتعلق بالمفهوم الداخلي والذي يعبر عن السعر النسبي بين السلع التبادلية بالنسبة إلى السلع غير التبادلية في البلد. أما الثاني وهو المفهوم الخارجي: يشير سعر الصرف الحقيقي لنسبة المؤشر الإجمالي للأسعار الأجنبية إلى إجمالي المؤشر للأسعار المحلية، وبنفس العملة. وكثيرا ما تستخدم مؤشرات أسعار الاستهلاك خاصة في البلدان النامية.[1]

أو بعبارة أخرى، يعبر سعر الصرف الحقيقي عن الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، أو العكس.[2] يعطي القيمة الحقيقية للعملة الوطنية مقابل عملة أجنبية، ويعكس القوة التنافسية للأسعار المحلية مقابل الأسعار الأجنبية، وهذا بأخذ في الحسبان تطور سعر الصرف الاسمي وكذا حركية الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية. بمعنى آخر يقيس سعر السلع الوطنية مقابل سعر السلع الأجنبية عندما تقيم بعملة مشتركة،[3] ويعتبر سعر الصرف الحقيقي من أحد الأدوات المناسبة لمتابعة أداء السياسات الاقتصادية الكلية.[4]

وكلما كان سعر الصرف الحقيقي قريب من سعر الصرف الاسمي، كلما كان معدل التضخم منخفض، كما أنه يفيد المتعاملين الاقتصاديين في عملية اتخاذ القرارات.

فإذا كان مستوى الأسعار العام في بلد ما هو (p) وفي البلد الأجنبي (p*) وكان (E) هو سعر الصرف الاسمي فإن سعر الصرف الحقيقي (Er) يعرف كالتالي:

$$Er = EP^*/P$$

حيث يعكس (Er) الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية.[5]

---

[1] رملي محمد، أثر اختلال سعر الصرف على التجارة الخارجية، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص: مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2015-2016، ص 61.

[2] صيد أمين، سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت – لبنان، 2013، ص 24.

[3] Ferrari Jean- Baptiste, Economie Financière Internationale, collection Amphi, Paris, 2000, P17.

[4] Mireille Linjouom, Impact de Taux de Change Réel sur La Politique de Change du Cameron, cahier de recherche Eurisco, Paris, 2004, P68.

[5] لحلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 120.

- **سعر الصرف الفعلي:**

يمكن حساب سعر الصرف الخاص بسلة من العملات الأخرى وليس الثنائي فقط، وفي هذه الحالة يسمى سعر الصرف الفعلي ويوجد نوعين حسب معدلات التضخم.[1]

- **سعر الصرف الفعلي الاسمي:**

تعتبر الصيغة الأكثر استعمالا في إنشاء مؤشر لسعر الصرف الفعلي المتعدد الأطراف، فهو متوسط مرجح لأسعار الصرف الاسمية محسوب بالنسبة إلى فترة أساس، وبما أن الغرض من الترجيحات هو التعبير عن الأهمية النسبية لكل عملة أجنبية، بالنسبة إلى البلد المحلي فان اختيارها الملائم متعلق بالغرض الذي تستخدم من أجله مؤشر سعر الصرف الفعلي، ويستخدم في العادة حصص التجارة الخارجية الثنائية كترجيحات (حصص الاستيراد أو حصص الصادرات أو متوسط الاثنين)، لكن لا تعكس القدرة التنافسية لصادرات بلد ما بالكامل لأن الصيغة لا تحتوي على مؤشر للأسعار النسبية.[2] كما يعرف على أنه تطور سعر صرف البلد موضع الاعتبار مقابل، ليس عملة أجنبية واحدة وانما عملات أهم الشركاء التجاريين لهذا البلد، وأي تغير في سعر صرف عملة هذا البلد مقابل سلة ثابتة من العملات خلال فترة زمنية، لا تعكس القدرة التنافسية لهذا البلد بالشكل الكامل إلا بعد إدخال الرقم القياسي للأسعار النسبية لتكون مؤشرا حقيقيا للتنافسية الدولية للبلد المعني.[3]

- **سعر الصرف الفعلي الحقيقي:**

هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، وحتى يصبح هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة من أجل قياس تنافسية البلد تجاه الخارج لا بد أن يخضع هذا المعدل إلى التصحيح من خلال إزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية.[4]

---

[1] حمريط محسن، دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل بين التضخم ومستويات سعر الصرف الاسمي الفعال في الجزائر من خلال نموذج أشعة الانحدار الذاتي، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية– دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، المجلد 27، العدد 01، ص 109.

[2] بوساق عبد المجيد، برارة فريد، تطبيق نموذج أشعة تصحيح الخطأ VECM لدراسة العلاقة بين سعر الصرف الفعلي الاسمي والتضخم الشهري في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، المجلد 15، العدد01، 2021، ص 338.

[3] لزعر علي، آيت يحي سمير، معدل الصرف الفعلي الحقيقي وتنافسية الاقتصاد الجزائري، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 11، العدد 11، 2012، ص 50.

[4] الغالبي جليل عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 32.

يعتبر مؤشر سعر الصرف الفعلي الحقيقي مقياس للقدرة التنافسية أكثر من كونه مؤشر لسعر الصرف، وهو مؤشر يدخل بعين الاعتبار الأسعار الاسمية لسعر الصرف للدولة مع أهم الشركاء التجاريين ومن زاوية أخرى، يمكن النظر إلى هذا المؤشر للأسعار النسبية مخفض بمؤشر سعر الصرف الفعلي الاسمي، ويقيس التغير في الأسعار النسبية للدولة المعنية مقارنة بالخارج وذلك بعد تعديلها بالتغير في سعر الصرف الفعلي الاسمي، مقيما بذلك مدى التغير في القدرة التنافسية للسلع المحلية المتاجرة مقارنة بالخارج.[1]

بدأ استخدام مؤشرات سعر الصرف الفعال بالمؤشرات الإسمية ولكنه فيما بعد توسع ليتضمن المؤشرات الحقيقية في صيغتها الأكثر معيارية، ومثل هذه المؤشرات ماهي إلا مؤشرات سعر الصرف الفعال الإسمي المخفض أو المكيف والخاضع إلى التصحيح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، وقد تم استخدام المؤشر الحقيقي عندما لوحظ أن كثيرا من الاختلافات في المؤشرات النسبية يرجع إلى الاختلافات التضخمية بين الاقطار، ولهذا فقد خفض المؤشر الإسمي بهذا المؤشر ليصف معدلات التضخم النسبية، وعلى وجه الدقة فقد أزيلت آثار الأسعار على حركات سعر الصرف المقاسة بالمؤشر الإسمي من أجل أن تكون النتيجة نظير حقيقي يقيس بشكل ملائم الأثر الحقيقي لتغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري.[2]

- **سعر الصرف التوازني:**

سعر الصرف التوازني هو السعر الذي تحدده قوى العرض والطلب عند تساوي القيمة المطلوبة مع القيمة المعروضة من إحدى العملات بغض النظر عن أثر المضاربة وحركات رؤوس الأموال غير العادية فسعر الصرف التوازني مثل سعر التوازن لأي سلعة من السلع المتداولة في الأسواق الحرة في وجود المنافسة التامة، ويكون هذا السعر متزامنا مع التوازن في ميزان المدفوعات.[3]

يمثل سعر الصرف التوازني *e توازنا مستديما لميزان المدفوعات عندما ينمو الاقتصاد بمعدل طبيعي، وهو سعر الصرف السائد في ظروف اقتصادية غير مختلة، إن الصدمات الاسمية (النقدية) المؤقتة تؤثر على سعر الصرف الحقيقي وتبعده عن مستواه التوازني، بالإضافة إلى أن الصدمات الحقيقية تؤثر على المستوى التوازني، ولهذا فإنه من الضروري تحديد هذا المستوى التوازني وتفسير

[1] حمريط محسن، مرجع سبق ذكره، ص 109.

[2] الغالبي جليل عبد الحسين، مرجع سابق، ص 31- 32.

[3] العباس بلقاسم، سياسات أسعار الصرف، المعهد العربي للتخطيط، إصدارات جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23، الكويت، نوفمبر 2003، ص 07.

مجراه، ويعتمد تحديد سعر الصرف التوازني على معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي وتحديد كيفية تأثير هذه الأساسيات على سعر الصرف ومنه تكون مؤشرات لسعر الصرف التوازني وهناك عدة مناهج في تحديد سعر الصرف التوازني أبسطها المبنية على مفهوم تعادل القوة الشرائية (ppp) والتي من خلالها يتناسب سعر الصرف مع السعر النسبي المحلي والخارجي.[1]

ثالثا: أهداف سعر الصرف.

يعتبر سعر الصرف عنصراً مؤثراً في العلاقات الاقتصادية الدولية ويلعب دوراً هاماً على مستوى النشاط الاقتصادي سواء في الانتاج والتصدير والاستيراد والاستثمار وغيرها. وتسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها: [2]

1- **مقاومة التضخم:** يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسن مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير يكون الانخفاض في تكاليف الاستيراد له أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، وتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتها.
2- **تخصيص الموارد:** يؤدي سعر الصرف الحقيقي (الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية) إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية الموجهة إلى التصدير، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير. وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها.
3- **توزيع الدخل:** يؤدي سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو القطاعات المحلية العاملة المختلفة. فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي مثل: (المواد الأولية في الزراعة) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال، وعند

[1] بن حمودة فاطمة الزهراء، أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 38.

[2] أنظر:

- حامد صلاح الدين، أسعار صرف العملات، إضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 12، الكويت، ص 03.
- فضل حسن توكل أحمد، أثر السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان1990-2014، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، المجلد 01، العدد 02، جامعة الحدود الشمالية، 2016، ص 90.

انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور.

4- تنمية الصناعات المحلية: يمكن للبنك المركزي تخفيض سعر الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية، مما يشجع الصادرات. كما أن تخفيض العملة من قبل البنك المركزي يحمي السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات.

المطلب الثاني: ترتيبات أنظمة الصرف الحديثة.

يعرف نظام سعر الصرف بأنه مجموعة القواعد المحددة لتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف بغرض التأثير على سلوك سعر الصرف.

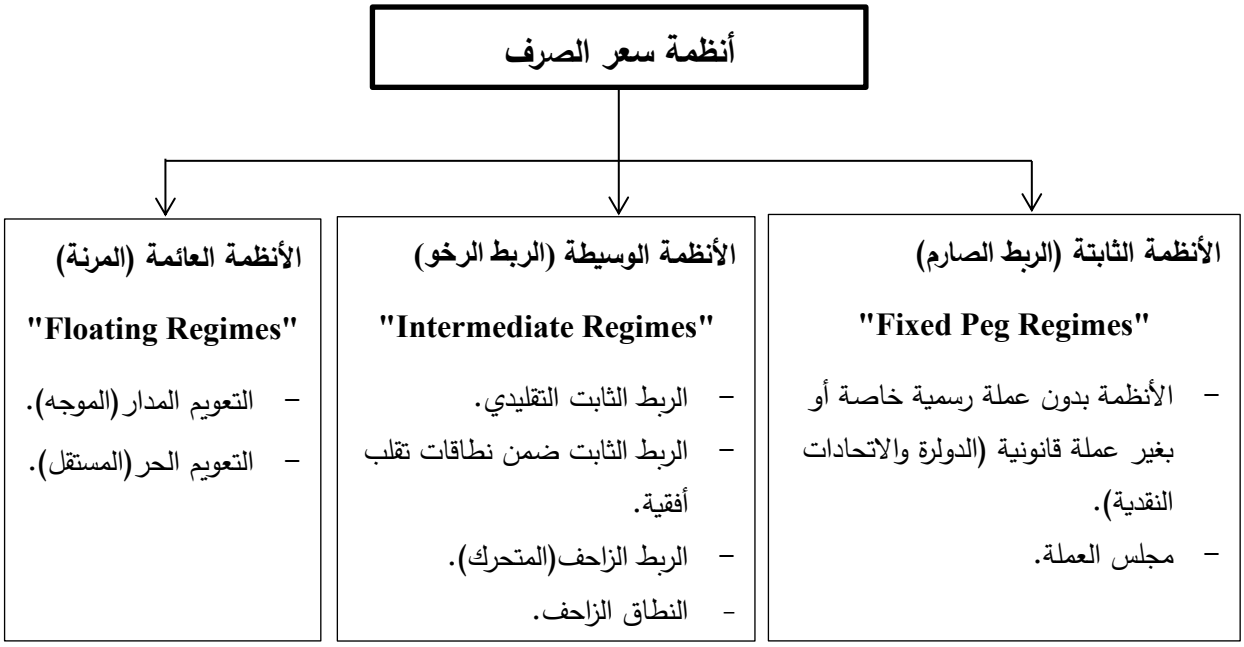
ويعرف أيضا بالقواعد المؤسسية التي توضح كيفية تحديد سعر صرف العملة مقابل العملات الأجنبية الأخرى.[1] فنظام الصرف هو الإطار القانوني الذي يتحدد في ظله سعر صرف العملة، كما أنه يبين السياسة المنتهجة من طرف الدولة لتحديد هذا السعر.

وبالتالي نظام سعر الصرف يترجم طبيعة سياسة سعر الصرف المتبناة من طرف البلد لتحديد سعر صرف عملتها، فمن جهة سياسة سعر الصرف يمكن أن تترك قوى السوق تحدد سعر الصرف، أو من جهة أخرى يمكن أن تكون من أجل التدخل الفعال في سوق الصرف والاحتفاظ بسعر الصرف في المستوى المرغوب فيه.[2] ولقد عرف نظام الصرف عدة محطات في تطوره بدأ من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى النظام العائم.[3]

تتدرج ترتيبات أنظمة أسعار الصرف ابتداء من أشد الأنظمة ثباتا إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هاذين النظامين الركنيين مجموعة من الأنظمة تتفاوت فيها درجة المرونة، فإن الترتيب السائد في أنظمة أسعار الصرف يقسمها إلى ثلاثة أنواع متمثلة في الأنظمة الثابتة والأنظمة الوسيطة ثم المرنة، ويندرج في كل نوع منها عدد من الترتيبات الخاصة بهذه الأنظمة.[4] وسيتم عرض هذه الأنظمة بصورة موجزة وفقا للشكل التالي:

[1] Larbi Dohni, Canol Hainaut, Les taux de change, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.19.
[2] Andrew Harrison et Autres, Business international et mondialisation, 1ère édition, édition de Boeck université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.303.
[3] Faugere. Jean Pierre, Voisin Colette, le système financier et monétaire international, édition nathar, 1994, P 80.
[4] Frankel.Jeffrey A, Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies, KSG Faculty Research Working Papers Series RWP03-011 Februry, 2003, p.18.

الشكل رقم (2-1): أنواع أنظمة سعر الصرف.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

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

أولا: أنظمة الصرف الثابتة:

ويعرف نظام الصرف الثابت بأنه ذلك النظام الذي يتم فيه تدخل السلطات النقدية في تحديد مستوى سعر الصرف، وذلك على أساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي وحجم احتياطات الدولة من العملات الأجنبية.[1] حيث تكون العلاقة بين العملات محددة إداريا وبطريقة نظرية باتفاق بين السلطات النقدية لمختلف الدول، فالدولة تقوم بتثبيت عملتها على أساس معين،[2] وذلك دون أن تعطي

[1] موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، دار صفاء للنشر، عمان، 2008، ص 46.

[2] بربور مشهور هذلول، العوامل المؤثرة على انتقال أسعار صرف العملات الاجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، تخصص المصارف، الأردن، 2008، ص 37.

أهمية كبيرة لقوى العرض والطلب على العملات الأجنبية كما هو الحال في نظام الصرف الحر، وفي ظل ثبات أسعار الصرف تفرض الدولة رقابة على أسعار الصرف لتحقيق التثبيت وبالتالي الاستقرار.[1]

وفقا لهذا النظام يتم ربط العملة الوطنية وتثبيتها بقيمة تعادل عملة أجنبية أو بسلة من العملات، ففي الحقيقة لا يكون سعر الصرف المحدد ثابتا بصفة دائمة بحيث أن السلطات النقدية تثبت العملة وتغير قيمة تعادلها عند الحاجة فمن أجل العمل الجيد لنظام الصرف الثابت يجب على الدولة أن تلتزم التزاما كليا بالدفاع عن قيمة تعادل العملة سواء في حالة تعرضها لصدمات داخلية أو خارجية وأن تكون لديها احتياطات صرف كافية من أجل رد عمليات المضاربة ضد العملة، بحيث عندما ترفع من سعر الصرف فإنها تقوم بتخفيض عملتها وعندما تنقص من سعر صرفها فإنها تقوم بإعادة تقييم.[2]

ترتيبات أنظمة الصرف الثابتة:

من أهم الصور والحالات التي يكون عليها نظام الصرف الثابت ما يلي:

- **الأنظمة بدون عملة رسمية خاصة أو بغير عملة قانونية:** هذا النوع من الأنظمة يعد من الحالات الأكثر ثبات وصرامة بحيث يتميز بحالتين هما:
- **الدولرة (Dollarisation):** وتشير إلى الميكانيزم الذي من خلاله تحل العملة المحلية بالدولار الأمريكي وتصبح العملة الرسمية في البلد كمستودع للقيمة ووحدة حساب ووسيلة دفع وتبادل ولذلك يتوقف البلد عن إصدار عملته الخاصة، كما يطلق عليها بعض الاقتصاديين تسمية" الوصفة السحرية "والتي تعمل على الحلول لأغلب المشاكل الاقتصادية في البلد لأن تبني هذا النظام من طرف السلطات المحلية ما هو إلا رغبة منها في تحقيق استقرار متغيرات الاقتصاد الكلي بما في ذلك سعر الفائدة، الميزانية وميزان المدفوعات، بالإضافة إلى تحريك وتنشيط النمو المحلي بفضل الاندماج السريع في الاقتصاد الدولي.[3]

تكون السياسة النقدية تابعة ومرتبطة بالبلد الأجنبي الذي تستخدم عملته، بمعنى تتخلى السلطات – النقدية عن استقلال سياستها النقدية.

[1] يوسف عبد الرحيم توفيق، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 71.

[2] العباس بلقاسم، مرجع سبق ذكره، ص 18.

[3] بدراوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2014– 2015، ص 19.

وقد استخدم هذا النظام النقدي في عدة دويلات وأهمها: بنما، إكوادور والسلفادور ودول جنوب الباسيفيك الأربع. وهذه الدول ليس لها عملات مستقلة ويتم التعامل داخلها بالدولار الأمريكي.[1]

- **الاتحادات النقدية (اتحادات العملة):** يعرف الاتحاد النقدي بأنه "مجموعة من الدول الأعضاء التي ترتبط عملاتها الوطنية بنظام سعر الصرف الثابت، وبالمقابل ترتبط عملات الدول الأعضاء في المنطقة النقدية بنظام صرف مرن".[2]

يتمثل جوهر هذا النظام في إنشاء عملة مشتركة في مجموعة دولية ترتبط بشكل كبير ببعضها البعض ويتم السماح لأسعار الصرف بالتقلب بين التكتلات من الدول، ومثل تلك المجموعة من الدول يشار إليها بمنطقة العملة المثلى، تتسم بأسعار صرف جامدة تماما بين أعضائها الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة وتضمنت المعايير التي وضعها Mc Kinnon و R. Mundell لإيجاد منطقة العملة المثلى.[3]

وعليه يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للاتحادات النقدية بحسب طبيعة ومستوى التنسيق النقدي القائم بين دول الاتحاد كما يلي:[4]

- الاتحاد النقدي القائم على أساس تبني مجموعة من الدول لعملة إحدى دول الاتحاد لتكون عملة تداول مشتركة ومثال ذلك "منطقة النقد المشتركة" في جنوب إفريقيا والتي تستخدم عملة دولة جنوب إفريقيا كعملة تداول في كل من سويتو، سوازيلاند وناميبيا.
- الاتحاد النقدي القائم على اتفاق مجموعة من الدول على مثبت مشترك لعملاتها كالدولار الأمريكي على سبيل المثال، بحيث تكون أسعار صرف عملاتها أمام المثبت المشترك غير قابلة للتعديل بما يضمن ثبات سعر صرفها البيني ويكفل لتلك العملات حرية التحويل والتداول في دول الاتحاد، ومثال ذلك الوضع السائد في دول مجلس التعاون الخليجي منذ 2003 وإلى غاية 2007.
- الصيغة القوية للاتحاد النقدي والمتمثلة بقيام مجموعة من الدول بإلغاء عملاتها الوطنية وتبني عملة مشتركة ومثال ذلك: الاتحاد النقدي الأوروبي الذي شهد ميلاد عملة "اليورو".

---

[1] الهنداوي عماد عمر محمود علي، علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2011، ص 8.

[2] سامي خليل، الاقتصاد الدولي، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005، ص 245.

[3] جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي :دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012- 2013، ص 43.

[4] السلطان بن محمد عبد الرحمن،" مدى أهمية العملة الموحدة ضمن مسيرة التكامل الخليجي"، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (التكامل الاقتصادي الخليجي :الواقع والمأمول)، الرياض، المملكة العربية السعودية، 26-28 ماي2009 ، ص 04.

- **مجالس العملة (Currency Board):** مجالس العملة هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت غير قابل للتعديل، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزامات القانونية، ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي، وأن تظل مكفولة تماما بالأصول الأجنبية، مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية، غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي، حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة.[1]

لقد أثبتت التجارب السابقة لمجالس العملة بأن قيام هذا النظام يتطلب وجود نظام بنكي قوي وسياسات ميزانية صارمة ودقيقة فبموجبه لا يمكن للبنوك المركزية تقديم قروض لجهاز الحكومة، ولذلك فإن هذا النظام يوفر مصداقية كاملة في السياسة الاقتصادية لأن التكلفة السياسية المرتبطة بكل تغيير في سعر الصرف تكون باهظة هذا ما يؤدي إلى تحقيق نتائج هامة في مكافحة التضخم.[2]

ثانيا: أنظمة الصرف الوسيطة

وفق هذا النظام يتم تثبيت سعر الصرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية مع السماح لها بالتذبذب انخفاضا وارتفاعا بحدود معينة في كلا الاتجاهين.[3] وبالتالي يعتبر نظام الصرف الوسيط مزيج بين نظامين(نظام الصرف الثابت ونظام الصرف المرن)، فهو لا يتميز بالثبات كنظام الصرف الثابت ولا يسمح بتغيرات كبيرة لسعر صرف العملة كما في نظام الصرف المرن، فهو يأخذ الاستقرار من نظام الصرف الثابت واستقلالية السياسة النقدية من نظام الصرف المرن.[4] أي أن البنك المركزي يمكنه التدخل لتحديد تحركات أسعار الصرف بشكل مسبق وذلك للحد من تقلبات هذه الأسعار. ومن مؤيدي هذا النظام الاقتصادي Krugman (1992)، Reinhart (1998) و Williamson (2000)، بحيث يرون بأن نظام الصرف الوسيط يعتبر أحسن من نظام الصرف الثابت أو نظام الصرف المرن وذلك لأنها بمثابة أنظمة صرف تعطي فرصا معتبرة لاقتصاد البلد من أجل مواجهة الصدمات الخارجية والتي تضم عناصر ثابتة وعناصر مرنة.[5]

---

[1] International Monetary Fund, Annual Report 2002, Exchange Rate Arrangements and Anchors of Monetary Policy as of 31 December 2001, Washington, 2002, p 117.

[2] بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 20.

[3] مطر موسى سعيد، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، مرجع سبق ذكره، ص 47.

[4] برياطي حسين، أنظمة الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول دراسة "حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2016- 2017، ص 72.

[5] بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 24.

ترتيبات أنظمة الصرف الوسيطة:

تعرف هذه الترتيبات بأنها أنظمة صرف تجمع بين التثبيت والمرونة ولكن في الغالب يتم تصنيفها على أنها قريبة من نظم الصرف الثابتة، وتأخذ الأنظمة الوسيطة الأشكال التالية:

- **الربط الثابت التقليدي:** تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسميا أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر، أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع إعطائها أوزانا تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة يكون السعر المركزي قابلا للإلغاء، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن 1% صعودا وهبوطا حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة 3 أشهر على الأقل.[1] وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء، للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/ شراء النقد الأجنبي في السوق)، أو التدخل غير المباشر (الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسات النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الاستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة، وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية إمكانية تعديل مستوى سعر الصرف، وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبيا.[2]
- **الربط الثابت ضمن نطاقات تقلب أفقية Pegged within horizontal band:** تعتبر مشابهة للأنظمة الثابتة التقليدية ولكن هناك إمكانية أكبر للتقلب بإضافة بعض الهوامش لزيادة التقلب الاسمي أو الحقيقي،[3] ولكن داخل نطاق معين أو هامش محدد وتتدخل السلطات النقدية في حالة الخروج عن هذا النطاق.

ويتيح هذا النظام قدرا محدودا من الصلاحية في تنفيذ السياسة النقدية تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب، بحيث تحتفظ البنوك المركزية في ظل هذا النظام ببعض الهامش للتدخل في سوق الصرف إذا لزم الأمر وإن كان ذلك في حدود هوامش ضيقة، إلا أنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في

[1] Karl Habermeier and others, Revised system for the classification of Exchange rate arrangement, Working Paper, international monetary fund, 2009, p12.

[2] زيات عادل، إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، 2017/2016، ص 62.

[3] بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 23.

حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها حسب مجال ونطاق التقلب المحدد، كما تعرض هذا النظام بشدة إلى أزمات متلاحقة وأصبح أقل جاذبية على المستوى الدولي منذ عام 2001.[1]

- **الربط الزاحف Crawling peg:** وتسمى كذلك بالربط المتحرك، في هذا النظام يقوم البنك المركزي بتعديل قيمة العملة تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات.[2]

فهذا النظام يتمثل في تبني أسعار ثابتة ولكن مع توسيع الحدود التي يمكن أن تتقلب فيها أسعار الصرف وتسمح هذه الأنظمة للدول التي تعاني من عدم التوازن بالإعلان عن تغيرات صغيرة في أسعار صرفها كل فترة إلى أن يتحقق التوازن.[3]

- **المجال الزاحف Crawling band:** وفقا لهذا الترتيب يحافظ البنك المركزي على قيمة العملة من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي، ضمن هوامش للتقلب لا تقل عن 1% ± حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%، مع تعديل السعر المركزي أو هوامش التقلب دوريا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. وبعبارة أخرى يعلن البنك المركزي سلفا معدلا دوريا لخفض سعر الصرف المركزي في شكل رقم ثابت أو دالة للتضخم مع المحافظة على سعر الصرف ضمن نطاقات تقلب معلنة سلفا تدور حول السعر المركزي، وهذا النطاقات يتم تغييرها دوريا.[4]

كما أن الدولة تلتزم بإبقاء تغير سعر الصرف داخل المجال وهكذا فإن درجة استقلالية السياسة النقدية سوف تعتمد على حجم المجال المسموح به لتقلب سعر الصرف. إن نظام المجال الزاحف يسمح للسياسات النقدية أو الصرف بأن تتم فيها التسوية لحماية الاقتصاد من آثار الصدمات المرتبطة بالانفتاح المالي، بحيث أثبتت بعض التجارب بأن هذا النظام يوفر مرونة أكبر من الثبات في سعر الصرف وهذا ما يضمن استقرار معتدل في سعر الصرف واستقلالية معتدلة في السياسة

[1] قليل زينب، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2015/ 2016، ص 24.

[2] دوتاغويتا روبا، فيرناندیز غيلدا، كاراكاداغ سيم، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة ؟، قضايا اقتصادية، عدد 38، صندوق النقد الدولي، 2005، ص 03.

[3] بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2016/2015، ص 94.

[4] دوتاغويتا روبا، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 04.

النقدية وبالتالي السماح للسلطات النقدية من التدخل للقضاء على جزء من التقلبات، أما الجزء الآخر فيترك إلى تقدير وحنكة الأسواق.[1]

ثالثا: أنظمة الصرف العائمة (المرنة)

في ظل هذا النظام يتحدد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة لتفاعلات قوى العرض والطلب من العملة الوطنية والأجنبية،[2] ولعل سعر الصرف المعوم يرمز له في الغالب إلى السعر الذي يصحح نفسه بنفسه تلقائيا حيث أن التغير في معادلة العرض والطلب على العملة سوف يؤدي حتما تغير سعر الصرف الخاص بالعملة بصور آلية دون تدخل من البنك المركزي.[3]

حسب "Fränkel,1999" فإن هذا النظام يأخذ شكلا موحدا تتحدد فيه من خلال قوى العرض والطلب العملة محل الدراسة في سوق الصرف.[4]

لقد كان الحوار والنقاش في الثمانينات متمركزا حول الاختلالات الخطيرة في الميزان الجاري لمختلف الاقتصاديات المتطورة، نتيجة عدم التناسق العميق فيما يخص السياسة النقدية للو.م. أ وأوروبا واليابان، وكذا ظهور نظام التعويم بصفة غير متحكم فيها، وهي الحالة التي شهدها الدولار عندما تحسنت قيمته خلال الفترة 1980-1985 مما زاد من فجوة الفوارق.[5] لذلك يعتقد الكثير مثل Rivil,2000و Fisher,2001، و Benassy-Quéré et Coenré,2002 أنه من أجل تحقيق هدف الانفتاح الأمثل على الأسواق الدولية وتصحيح الاختلالات القائمة، فإن نظام سعر الصرف الأمثل المتبع يجب أن يكون معوما، حيث كلما كان الانفتاح على العالم الخارجي أكبر، كلما كان التعرض للأخطار أكثر كلما زادت حتمية نهج نظام سعر صرف معوم لتسهيل عملية إعادة التنظيم. كما أن Bailliu 2003وMurray ، يعتقدان أنه في عالم تكون فيه حركة رؤوس الأموال لا تخضع لقيود تتميز بسرعة دوران، فإن نظام التعويم يكون الحل لمجاراة هذه الحركة.[6]

[1] بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 24.

[2] كبداني سيدي أحمد، قاسم محمد فؤاد، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ " MENA "، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 03، 2013، ص 116.

[3] عوض طالب، التجارة الدولية نظريات وسياسيات، مرجع سبق ذكره، ص 216.

[4] El Hammas Hanène, Salah Salem, Choix de régime de change optimal et croissance économique, Cas de la Tunisie, The Théorie And Practice Of Economie Policy, Tradition And Change 15-17 June 2006, Italy, P 03.

[5] Ruimy. M., Economie Monétaire, Op-Cit, p 209.

[6] El Hammas Hanène, Salah Salem., Op-Cit, p 08.09.

ويتفق كل من Friedman و Mundell-fleming و S.Fisher وصندوق النقد الدولي على أن سعر الصرف العائم يوفر لاقتصاد البلد الحماية من الصدمات الحقيقية مثل التغير في الطلب على الصادرات أو في معدلات التبادل التجاري ... الخ.[1]

ترتيبات أنظمة الصرف العائمة (المرنة):

تتضمن الأنظمة العائمة نظام الصرف الحر(المستقل، النظيف) ونظام الصرف المدار(الموجه، غير النظيف).

- **التعويم المدار(الموجه):** حيث يتحدد سعر الصرف بتفاعل قوى العرض والطلب على العملات، وتتدخل السلطات النقدية في السوق لإدارة سعر الصرف وذلك لمنع التقلبات الحادة في السوق، دون تحديد مستوى معين لمسار سعر الصرف. ويطلق صندوق النقد الدولي على هذا النوع من أنظمة سعر الصرف، التعويم المدار مع عدم التحديد المسبق لمسار سعر الصرف، ومن خلال هذا النظام تستطيع السلطات النقدية التأثير على حركة سعر الصرف، بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي، وللتأثير على اتجاه سعر الصرف في الأجل الطويل دون سابق تحديد لمسار سعر الصرف أو استهدافه، ويمكن أن يكون هذا التدخل مباشر أو غير مباشر.[2]

ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطيات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية.

والتعويم المدار أصبح من أكثر الأنظمة شيوعا خصوصا في سنوات التسعينات، كما ارتبط ببرامج الإصلاح الاقتصادي، الذي استهدف على وجه التحديد مكافحة التضخم.

ويمكن اعتبار التعويم المدار الحل الوسيط بين الثبات والتعويم الحر، وهو ما يتلاءم مع الوضع النقدي ووضع التجارة الدولية.

- **التعويم الحر(المستقل):** يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر من أجل الحد من التقلبات القوية في سعر الصرف.[3] وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف، والحيلولة

[1] محمد أمين بربري، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 07، جامعة الشلف، السداسي الثاني، 2009، ص 27.

[2] الهنداوي عماد عمر محمود علي، مرجع سبق ذكره، ص 10- 11.

[3] أيت يحي سمير، التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 09، 2011، ص62.

دون حدوث تقلبات مفرطة، وليس تحديد مستوى معينا له.[1] بمعنى أن تحديد مستوى معين لسعر الصرف لا يدخل في أجندة ولا حسابات السلطات النقدية. وبالمقابل هناك بعض الدول التي تتبنى التعويم المستقل وغالبا ما لا تتدخل مطلقا في سوق الصرف مثل: نيوزيلندا، السويد، أيسلندا، الولايات المتحدة، دول منطقة اليورو.

وخوفا من مخاطر التعويم الحر تقوم السلطات النقدية بالموازاة بإنشاء أموال موازنة الصرف، من خلال تخصيص أرصدة من الاحتياطات النقدية والذهب، وتقوم السلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي عن طريق البيع والشراء للنقد الأجنبي حسب الحالة من أجل حماية سعر صرف العملة المحلية من التغيرات العارضة التي تنشأ بسبب عمليات المضاربة، وتعتبر أموال موازنة الصرف وطرق استخدامها قواعد اللعبة في ظل أسعار الصرف الحرة.[2]

وما تجدر الإشارة إليه أن الحد الفاصل بين الأنظمة الثابتة والوسيطة، هو ما إذا كانت السياسة إلزامية إلى التثبيت، والحد الفاصل بين الأنظمة الوسيطة والعائمة هو ما إذا كان هناك نطاق مستهدف محدد تتدخل ضمنه السلطات النقدية.[3]

ولقد قام صندوق النقد الدولي في سنة 2009 بتعديل منهجية التصنيف، ونتج عن ذلك إلغاء كل من نظام التعويم المدار(الموجه) والتعويم المستقل، وتعويضهما بأربعة أنواع جديدة تتمثل في الأنظمة الشبيهة بأنظمة الربط الزاحف، أنظمة صرف مدارة أخرى، التعويم، التعويم الحر، وبهذا التعديل أصبح عدد الأنظمة المعتمدة في صندوق النقد الدولي منذ تصنيف سنة 2008 يقدر بعشرة أنظمة.

[1] دوتاغويتا روبا، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 04.

[2] راتول محمد، الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقويم، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 04، جامعة الشلف، 2006، ص 140-141.

[3] بربري محمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص 27.

المطلب الثالث: محددات سعر الصرف (النظريات المفسرة لسعر الصرف).

إن تعدد النظريات المفسرة لتكوين سعر الصرف يرجع بطبيعة الحال إلى تعدد الأنظمة النقدية الدولية، هذا بالإضافة إلى اختلاف المتغيرات المستعملة والمكونة لكل نظرية وكذا لكل منها فرضيات ومتطلبات تختلف عن الأخرى التي تعمل على تحديد نمط سعر الصرف. وفيما يلي سوف نتطرق لأهم هذه النظريات:

أولا: نظرية تعادل القوى الشرائية (PPA).

يعود أصل نظرية تعادل القوة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي "Gustav Cassel" الذي قام بصياغتها عام 1921، عندما أصدر كتاب بعنوان "النقود وأسعار الصرف الأجنبي بعد عام 1914".[1] حيث حاول أن يبحث على أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة لأخرى بخلاف قاعدة الذهب، وتوصل إلى "نظرية تعادل القوة الشرائية" والتي تقوم على فكرة أن سعر التعادل بين عملتين تتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى، وذلك بعد تحويلها لعملة هذه الأخيرة وفقا لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل.[2]

وخلاصة هذه النظرية فان قيمة العملة تتوقف على مستويات الأسعار المحلية والأجنبية مما يؤدي الى تعادل القوة الشرائية بين البلد المحلي والاجنبي. وقد بين Cassel في تفسيره أن تدهور أسعار الصرف ناتج عن تدهور القوة الشرائية المصاحبة للتضخم.

ولنظرية تعادل القوة الشرائية صيغتين هما:

1- الصيغة المطلقة:

تعتبر هذه الصيغة امتداد لقانون السعر الواحد، والذي يفترض أن السوق سوق منافسة تامة، تغيب فيها الحواجز الجمركية أمام حركات السلع والخدمات، إضافة إلى أن المعلومات تامة الانتقال، وتتوفر سوق دولية في ظل المنافسة التامة، فضلا عن تجانس السلع في كل البلدان. كما تبين هذه الصيغة أن سعر الصرف التوازني لعملتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما تكون مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر؛[3] أي أن سعر الصرف بين عملتين هو عبارة

[1] بن قدور علي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

[2] شعيب بونوة، خياط رحيمة، سياسة سعر الصرف في الجزائر "دراسة قياسية للدينار الجزائري"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد01، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011، ص 124.

[3] علي بن قدور، مرجع سبق ذكره، ص 22.

عن النسبة بين مستوى الأسعار في كلا البلدين، كما أن كل وحدة من العملة المحلية تسمح لنا بالحصول على كمية من السلع والخدمات لنفس المقدار أو الكمية التي نحصل عليها في الخارج بنفس العملة بعد تحويلها إلى عملة أجنبية.

ومن خلال الصيغة المطلقة يتحدد سعر الصرف التوازني وفق العلاقة التالية:

$$E = \frac{P}{P*}$$

E : سعر بين العملتين الصرف.

P : سعر سلة السلع بالعملة المحلية.

*P : سعر نفس سلة السلع بالعملة الأجنبية.

عرفت هذه الصيغة صعوبات في تطبيقها لوجود اختلاف بين أسعار السلع في مختلف الأسواق في نفس الوقت، ويفسر بعض الاقتصاديين هذا الاختلاف إلى صعوبة تحويل السلع المتبادلة بها دوليا وبدون تكلفة بين الأسواق غير متجانسة الأسعار، بالإضافة إلى صعوبة تحصيل المعلومات عن حركة الأسعار في السوق والقيود على التجارة التي تزيد من تكلفة العملية. ومن منطلق هذه الصعوبات ظهرت الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية[1]. أي عدم منطقية الفروض التي قامت عليها.

2- الصيغة النسبية:

تعتبر الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية امتداداً للصيغة المطلقة، لكن على عكس الصيغة المطلقة، فإن الصيغة النسبية تأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل، حرية انتقال المعلومات وإزالة الحواجز التجارية. فالصيغة النسبية لنظرية PPA أكثر واقعية.

تم اشتقاق هذه الصيغة انطلاقا من الصيغة المطلقة بافتراض أنه في سعر الصرف لا يمكن أن تتساوى الأرقام القياسية للأسعار في أي وقت من الأوقات، بل أنها تتغير نسبيا في نفس الفترة أخذا بعين الاعتبار معدلات التضخم التي لها تأثير مباشر على سعر الصرف، بحيث أن ارتفاع معدلات التضخم يعني انخفاض الطلب على منتجات الدولة المعنية، وبالمقابل ازدياد الطلب على منتجات دول أخرى تكون فيها معدلات التضخم أقل نسبيا، وهذا يؤدي إلى ارتفاع الطلب على عملات هذه الدول، وبالتالي انخفاض سعر الصرف بالنسبة للعملة المحلية، وفي هذه الحالة يكون سعر الصرف التوازني الجديد

[1] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 12.

مساويا للسعر القديم مضروبا في معامل التضخم في كل من البلدين، ويعتبر هذا السعر بمثابة التعادل الجديد للعملتين.[1] أي بمعنى آخر يحقق توازن سعر الصرف عندما يساوي معدل التغيير في سعر الصرف مع التغير في النسبة بين الأسعار.

توضيح الصيغة الرياضية لتكافؤ القوة الشرائية النسبية في:[2]

سعر الصرف التوازني الجديد = نسبة التغير في سعر الصرف × سعر الصرف القديم

نسبة التغير في سعر الصرف = نسبة التضخم المحلي –نسبة التضخم الأجنبي

ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$E' = \pi - \pi^*$$

بحيث 'E هو معدل تغير سعر الصرف، π، π^* معدل التضخم المحلي والأجنبي على الترتيب.

ويتضح من الصيغة النسبية أن معدلات التضخم هي العامل الأساسي المؤثر في أسعار الصرف التوازنية. فكلما ارتفع معدل التضخم في دولة ما، كلما انخفض الطلب على منتجاتها وخدماتها في الدول الأخرى الأقل تضخماً وبالتالي فإن ذلك ينعكس على سعر صرف العملة.

ولقد تم اختبار هذه النظرية، فتبين أنها ذات دلالة في المدى الطويل أكثر منها في المدى القصير، كما أن العملات قليلة الأهمية في حركة رؤوس الأموال الدولية أقل استجابة لنظرية تعادل القوة الشرائية.[3]

ثانيا: نظرية تعادل معدلات الفائدة (PTI).

استطاع الاقتصادي كينز عام 1923، أن يستكشف العلاقة بين سعر الصرف ومعدل الفائدة وتحديد كيفية تأثير التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار الصرف، واضعا على ضوء ذلك النظرية الشهيرة لتعادل أسعار الفائدة، من خلال قوله "سعر الصرف الآجل يتبع التغيرات في أسعار الفائدة " وقد

[1] بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2011/2010، ص 23.

[2] العامري مشكور، جايد سعود، المالية الدولية، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 151.

[3] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

وضع في تصويره الهدف الذي تلعبه حركات رؤوس الأموال في تحديد سعر الصرف بحيث أنه هناك ارتباط بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات معدلات الفائدة في مختلف العمليات.[1]

تعبر نظرية تعادل أسعار الفائدة عن العلاقة الموجودة التي تصل بين السوق النقدي وسوق الصرف حيث أن مستوى معدل الفائدة في البلدين يجب أن يعكس العلاقة في تغييرات أسعار الصرف المنتظرة.[2]

فحسب هذه النظرية تؤثر أسعار الفائدة السائدة في دولتين بعد مدة معينة على سعر الصرف نقدا لعملتي هاتين الدولتين، وكقاعدة عامة تنخفض قيمة عملة بلد معين مقابل عملة بلد آخر بعد مدة معينة إذا كان سعر الفائدة بعد تلك المدة السائد في ذلك البلد أكبر من معدل الفائدة بعد نفس المدة السائد في البلد الآخر.[3] والعكس صحيح. أي أن الاختلاف بين معدلات الفائدة في بلدين يؤدي إلى تحسن أو تدهور العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية.

وترى نظرية تعادل معدلات الفائدة بأنه لا يمكن للمستثمر أن يحصل على عائد أكبر في الخارج من العائد الذي يحصل عليه في السوق المحلي، عند توظيفهم لأموالهم في دول أين سعر الفائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، كون الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الحاضر وسعر الصرف الآجل. أي أن معدلات الفائدة تؤثر على أسعار الصرف حيث أن الفارق بين أسعار الفائدة الاسمية لدولتين يتبعه تغير في سعر الصرف لتعويض هذا الفارق.

ما يمكن استخلاصه هو أن نظرية تعادل أسعار الفائدة تسمح بربط الأسواق النقدية الوطنية حيث أن هذه النظرية مبنية على تحركات الفوائد لتفسير أسعار العملات على المدى القصير إذ تتحرك أسعار العملات كاستجابة أسعار الفوائد، على عكس نظرية تعادل القوة الشرائية التي لا تفسر تحركات أسعار العملات على المدى القصير وإنما أثرها يكون على المدى الطويل.

ويمكننا أن نميز بين صيغتين لنظرية تعادل أسعار الفائدة هما:

[1] Drunat Jérôme, Dufrenot Gilles, Mathieu Laurent. Les théories explicatives du taux de change : de Cassel au début des années quatre-vingt. In : Revue française d'économie, volume 9, n°3, 1994. P 68

[2] اليوسف عبد الرحمان نورة، تعادل أسعار الفائدة بين الدول الصناعية الكبرى ودول مجلس التعاون الخليجي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 01، المجلد العشرون، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004، ص 07.

[3] لطرش الطاهر، مرجع سبق ذكره، ص 104.

1- تعادل أسعار الفائدة المغطاة P.T.I. Couvert

إن نظرية تعادل أسعار الفائدة المغطاة تنشأ علاقة بين سعر الصرف الآجل وسعر الصرف العاجل وذلك بواسطة أبعاد سعر الفائدة. تظهر لنا العلاقة بين معدل الصرف العاجل والآجل وهذا من خلال الفرق في المعدلات الفائدة.

فهذه النظرية تحمل معها مخاطر وهذا لأن سعر الصرف الآجل المتوقع غير مؤكد. ولذلك فإن المستثمر يمكن أن يحمي نفسه ضد خطر سعر الصرف وهذا بالتوظيف في سوق الصرف الآجل.

2- تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة P.T.I Non Couvert

هذه النظرية تقدم تنبؤات لقيم مستقبلية للصرف وتضع بوضوح الهدف الأساسي للمضاربة في سوق الصرف. أي تبين لنا مدى أهمية عملية المضاربة في أسواق الصرف.

تقوم هذه النظرية على عدم وجود تغطية ضد خطر الصرف فهي تضم عمليات المضاربة القائمة بين مختلف الأعوان الاقتصاديين (المتعاملين في سوق الصرف لا يقومون بالتغطية ضد الأخطار التي تتولد عن التغيرات الفجائية لسعر الصرف)، كما تظهر لنا وجود علاقة بين فروق أسعار الفائدة وتوقعات أسعار الصرف المستقبلية.

ثالثا: نظريات أخرى مفسرة لسعر الصرف

بالإضافة إلى النظريات السابقة المفسرة لسعر الصرف، هناك عدة نظريات أخرى نذكرها باختصار فيما يلي:

- **نموذج توازن المحفظة المالية**

يعتبر (Dornbusch) 1980، أن نموذج توازن المحفظة هو أحد أهم المداخل النقدية لتحديد سعر الصرف؛ حيث يقدم أبعادا أكثر عمقا وثراءا فيما يتعلق بالمتغيرات المحددة لهذا الأخير، بالإضافة إلى علاقات أكثر تشابكا من تلك التي تقدمها النماذج الأخرى لتحديد سعر الصرف.[1]

[1] الوكيل نشأت، التوازن النقدي ومعدل الصرف، دراسة تحليلية مقارنة، شركة ناس للطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006، ص 313.

طريقة توازن محفظة الأوراق المالية أو ما يسمى بنموذج أسواق الأصول تقوم على الفرضيات التالية:

- تفترض طريقة المحفظة بأن الأسهم المحلية والأجنبية ذات بدائل غير كاملة.
- يتحدد سعر الصرف من خلال توازن العرض مع الطلب على الأصول المالية (حيث تدخل النقود كأحد عناصرها فحسب).
- للتجارة دور أساسي في تحديد سعر الصرف.

وتأسيسا على ذلك، تعد هذه النظرية أكثر واقعية من الطرق السابقة وهي توضح بأن الزيادة في عرض النقد للقطر الأم ستقود إلى انخفاض مباشر في سعر الفائدة للقطر، وسيتحول الطلب على الأسهم المحلية إلى العملات والأسهم الأجنبية، وسينجم عن هذا الانتقال انخفاض مباشر في قيمة عملة ذلك القطر ومع مرور الوقت، سيحفز هذا الانخفاض في قيمة العملة صادرات القطر نحو الزيادة مقابل تخفيض الواردات، الأمر الذي سينجم عنه بالتبعية فائض تجاري وارتفاع في قيمة العملة المحلية بقدر يعادل الانخفاض الذي حصل فيها في بداية الأمر.[1]

نظرية المحفظة تفسر تكوين سعر الصرف عن طريق الحركة الدولية لرأسمال الناجمة عن العمليات المحفظة في الدول المعنية.[2]

- **نظرية الأرصدة (ميزان المدفوعات)**

تقوم هذه النظرية على أساس أن سعر الصرف لدولة ما، خاصة التي تتبع نظام الصرف المرن يتحدد وفقا لحالة ميزان المدفوعات، فإذا حقق هذا الميزان فائضا فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع قيمتها الخارجية، ويحدث العكس عندما يكون ميزان المدفوعات في حالة عجز، والذي يعني أن هناك زيادة في العرض النقدي للعملة الوطنية، وبالتالي انخفاض قيمتها الخارجية.[3] وفي حالة ما إذا حقق رصيد ميزان المدفوعات توازن فهذا يدل على حدوث توازن في عرض العملة المحلية والطلب عليها وهذا يؤدي إلى ثبات القيمة الخارجية للعملة المحلية.[4]

ويرى أصحاب هذه النظرية أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على موازين المدفوعات من تغيير، ففي حالة رصيد موجب فإن الطلب على العملة الوطنية سوف يزداد مما يؤدي إلى

[1] الحسني تقي عرفان، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، 1999، ص 168.

[2] Michel Jura, technique financière international, 2 éme édition, Dunod, Paris, 2003, p127.

[3] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 123.

[4] عباس علي، إدارة الأعمال الدولية، ط3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013، ص 116.

ارتفاع في قيمتها الخارجية والعكس فإن الزيادة في عرض العملة الوطنية سوف يؤدي إلى انخفاض في القيمة الخارجية للعملة، فضلا عن تغير كمية النقود وسرعة تداولها.

لقد تم إثبات صحة هذه الفرضية خلال فترة الحرب العالمية الثانية، حيث لم تتأثر قيمة المارك الألماني رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وأيضا ارتفاع مستوى الأسعار، وذلك نتيجة توازن الميزان التجاري لألمانيا وهو ما انعكس على رصيد ميزان المدفوعات.[1]

نستخلص من خلال هذه النظرية أن وضعية ميزان المدفوعات وما يتضمنه من عمليات دائنة ومدينة هي التي تحدد سعر صرف العملة المحلية، وبناء على هذه النظرية يمكن لسعر الصرف المساهمة في معالجة الاختلالات الحاصلة في ميزان المدفوعات للدولة من خلال تخفيض وزيادة سعر الصرف.

- **النظرية النقدية (الكمية)**

ترتكز هذه النظرية على أن سعر الصرف هو ظاهرة نقدية بحيث تؤدي الزيادة في كمية النقود إلى ارتفاع الأسعار المحلية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلع المحلية وبالتالي نقص الصادرات وزيادة الواردات لأن سعر السلع الأجنبية يصبح أقل مقارنة بأسعار السلع المحلية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية لتسديد قيم الواردات، وانخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيمة الصادرات وبالتالي ارتفاع سعر الصرف في حالة تحديده بشكل حر، ويحدث العكس في حالة انخفاض كمية النقود.[2]

- **نظرية سعر الخصم**

يعتبر Wicksell أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى زيادة القيمة الخارجية لعملة ذلك البلد، وذلك لأن رفع سعر الخصم يؤدي إلى زيادة في سعر الفائدة فيعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبذلك يزداد طلب الأجانب على عملة ذلك البلد مما يؤدي إلى ارتفاع في سعر صرفها، والعكس يحدث إذا ما انخفض سعر الفائدة فينخفض الطلب على عملة تلك الدولة وبالتالي انخفاض قيمتها الخارجية، أي انخفاض سعر صرفها.[3]

---

[1] قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 123- 124.

[2] لحلو موسى بخاري، مرجع سبق ذكره، ص 133.

[3] بن بوزيان محمد، درقال يمينة، دراسة تقلبات أسعار الصرف على المدى القصير، اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 39، أوت 2015، ص 29.

- **نظرية الإنتاجية**

استنادا لهذه النظرية ومن أجل تحقيق التوازن الاقتصادي والاستقرار النقدي يجب أن يسير سعر الصرف في نفس اتجاه القوى الإنتاجية لهذه الدولة، فكلما زادت إنتاجية القطاعات المختلفة للاقتصاد الوطني كلما ازدادت حركة رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل قصد الاستثمار ومنه الطلب على العملة المحلية وبالتالي تحسين سعر صرف العملة ويحدث العكس تماما في حالة انخفاض مستوى الإنتاجية بحيث يؤدي ذلك إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية وارتفاع تكاليف الإنتاج وبالتالي انخفاض القوة التنافسية للاقتصاد الوطني ومنه انخفاض الطلب على العملة المحلية وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية.[1]

- **نظرية رد الفعل المفرط لسعر الصرف**

قدمت هذه النظرية سنة 1976 من قبل الاقتصادي Dornbusch، يشرح فيه سبب التغيرات في أسعار الصرف حيث هناك تفسيرين لهذه الظاهرة هما: مجموعة التوقعات وحساسية الأسواق المالية.

وفيما يتعلق بالتوقعات، فانه على المدى الطويل أن سعر الصرف التوازني يتحدد بالحساب الجاري لتعادلات القوة الشرائية وعلى المدى القصير فانه يعاني من أثر حركات رؤوس الأموال التي تستجيب لتفاضلات معدلات الفائدة، حيث تكون حساسية الأسواق المالية مهمة لسوق الصرف باستجابتها من رد فعل الصدمات. وفي هذا الإطار يقتصر Dornbusch على مبدأ تعادل أسعار الفائدة.[2]

- **نظرية فقاعة المضاربة**

تنص نظرية فقاعات المضاربة على أن تغيرات سعر الصرف تتعلق أساسا بحركات أسواق الأصول، فهي تعطي دورا هاما للتوقعات بحيث تستطيع تغيير اتجاه سعر الصرف عن مساره الأساسي،[3] وتحدث فقاعات المضاربة حينما يعتقد أغلبية المتعاملين في السوق أن سعر عملة أجنبية سينخفض عن قيمته الأصلية المحددة وفق نظرية معينة، وهي معرضة للانفجار في أي وقت، وتعود كلمة مضاربة لكونها موافقة لتنظيم وبسيكولوجية الأسواق المالية.

[1] سعيدي نعمان، البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر،2011، ص 170.

[2] رملي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 77.

[3] Larbi Dohni et Carol Hainaut, Les taux de change, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.158.

فإذن هذه النظرية تقوم على فكرة إمكانية وجود فوارق دائمة بين سعر الصرف (أو أسعار الأصول المالية) الملاحظة في السوق وقيمة التوازن المتعلق بالأساسيات الاقتصادية (ميزان المدفوعات، تضخم، سعر الفائدة...)، وهذا الفرق يطلق عليه اسم فقاعة المضاربة ويمكن صياغتها رياضيا كالتالي:[1]

$$S = S^{EQ} + B$$

S : سعر الصرف في السوق.

S^{EQ} : سعر الصرف التوازني.

B : فقاعة المضاربة.

إن آلية الفقاعات مبنية على فكرة أساسية تتمثل في تأثير التوقعات على تغيرات سعر الصرف حيث إن تغير المعلومة في السوق يؤثر سلبا أو إيجابا على سعر الصرف التوازني، لكن في الأخير سعر الصرف سيصحح هذا الخلل وبالتالي تنفجر الفقاعة.

[1] لحلو موسى بخاري، مرجع سبق ذكره، ص 133.

المبحث الثاني: سوق الصرف الأجنبي.

إن نمو التبادل التجاري وكذلك زيادة حركة رأس المال بين الدول المختلفة يتطلب عمليات صرف تدفع الوكلاء الاقتصاديين إلى تحويل عملتهم الوطنية مقابل العملات الأجنبية، ويتم تبادل العملات في سوق الصرف الأجنبي. وقد نما هذا الأخير للانتقال من سوق ما بين البنوك بشكل أساسي إلى سوق يضم العديد من المؤسسات المالية الأخرى والشركات غير المالية وشركات الاستثمار وصناديق التقاعد وصناديق التحوط.

في هذا المبحث سوف نتطرق لمفهوم سوق الصرف ووظائفه، ثم سنرى من هم المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي وما هي معاملات الصرف الأجنبي المختلفة، والمبادئ التي تحكم عمله.

المطلب الأول: مفهوم سوق الصرف، خصائصه ووظائفه.

يتم تحديد سعر صرف العملات في سوق الصرف Foreign Exchange Market وفقا لقوى السوق من عرض وطلب في معظم الحالات. ولقد عرف سوق الصرف تطورا كبيرا وأصبح يكتسي أهمية كبيرة باعتباره أكبر الأسواق وأوسعها تداولا وسيولة، ويُمكن العملة المحلية من أن تحظى بقبول أوسع في الخارج من خلال تحويل قوتها الشرائية إلى عملة أخرى مقبولة. كما ويعتبر سوق الصرف من أكثر الأسواق اتحادا في العالم، بفضل توفر وسائل اتصال فورية بين المراكز المالية العالمية الرئيسية، حيث يضم هذا السوق مختلف أسواق العملة.

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى كل المفاهيم المتعلقة بسوق الصرف، مفهومه، خصائصه ووظائفه.

أولا: مفهوم سوق الصرف

بما أن العملة المحلية قد تكون غير مقبولة أو غير قابلة للتحويل إلا داخل الدولة. وجب على المصدرين، الموردين والمستثمرين الأجانب تحويل عملاتهم إلى العملة التي يرغبون فيها، والوسيط الذي يمكنهم من بيع وشراء العملات المحلية المختلفة هو سوق الصرف الأجنبي. إذ يعتبر الإطار التنظيمي

الذي يقوم فيه الأفراد، والمؤسسات والبنوك بتبادل مختلف العملات من خلال عمليات العرض والطلب (شراء وبيع) بهدف تلبية احتياجاتهم.[1]

السوق الدولي للعملات الأجنبية عبارة عن سوق عالمي يتم فيه بيع وشراء العملات لمختلف الدول، أنشئ سنة 1970، يحدد فيه سعر أي عملة مقابل عملة أخرى وفقا لقانون العرض والطلب من طرف المتعاملين في السوق. حيث تسوده حرية المنافسة من خلال إمكانية المتعاملين من اتخاذ قرار إبرام الصفقات أو لا، في هذا الصدد لا يمكن توجيه السوق الدولي للعملات الأجنبية من طرف أي متعامل فيه. فتنفيذ العديد من الصفقات فيه يوما بعد يوم بشكل مستمر يجعله أكثر الأسواق المالية سيولة، حيث يتوافر على سيولة مالية تفوق 4,5 تريليون دولار أمريكي يوميا. يتم التداول فيه من خلال الاتصالات وشبكة الإنترنيت على مدى 24 ساعة يوميا خلال 5 أيام في الأسبوع من الساعة 00:00 بتوقيت غرينتش من يوم الاثنين إلى غاية الساعة 10:00 مساء بتوقيت غرينتش من يوم الجمعة.[2]

يعرف سوق الصرف بأنه التقاء البائعين والمشترين للعملات المختلفة، بغض النظر عن الزمان والمكان، ويتم الاتفاق على معلومات وآليات وأنظمة معينة للاستفادة من فروقات الأسعار، أو لتحقيق احتياجات عمليات تبادل السلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى.[3]

وأيضا سوق الصرف يعبر عن المكان الذي يتم فيه تبادل العملات من خلال تنفيذ عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية وهو الذي يسمح بالتقاء العرض والطلب على العملات الصعبة، ليعطي بذلك سعرا أو معدل بين العملة الوطنية وما يقابلها من عملة أجنبية للحصول عليها أو التخلص منها، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها وشبكات اتصال أو أقمار صناعية نتيجة اختلاف التوقيت في هذه الأسواق.[4]

ويعرفه (Jean marc siroèn) على أنه السوق الذي يتم فيه تبادل العملات الأجنبية مقابل عملات وطنية، وإذا تم هذا التبادل في نفس اليوم يسمى "فوري"، أما إذا تم الاتفاق على أن يكون الدفع في المستقبل يسمى بـ "الصرف الآجل".[5]

---

[1] بربري محمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص 10.

[2] James Dicks, Trading strategies for the forex market, 1 st Edition, Mc Graw Hill, USA, 2010, P 3-4.

[3] هوشيار معروف، تحليل الاقتصادي الدولي، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2006، ص 281.

[4] بن حمودة فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، ص 42.

[5] Jean Marc Siroèn, Finances Internationales, Arnaud colin, Paris, 1993, p 78.

ويعرف أيضا هو السوق الذي يتم عن طريقه بيع وشراء العملات القومية المختلفة، فالوظيفة الأساسية لهذه السوق هي أن تحول قوة شرائية بين الدول أي تبادل العملة المحلية بالعملة الأجنبية.[1]

هذه الأسواق ترتبط مع بعضها عن طريق شبكة الهاتف وشاشات فديو أو أقمار صناعية، وتكون على اتصال دائم مع بعضها البعض، ومن ثم تكون في الحقيقة سوق دولية واحده للصرف الأجنبي.

يعتبر سوق الصرف الأجنبي من أكثر الأسواق اتحادا وسعة في العالم، ويتحدد سوق الصرف الأجنبي مثل بقية الأسواق الأخرى بالتقاء العرض والطلب على الصرف الأجنبي.[2] ويضم سوق الصرف الأجنبي مختلف أسواق العملة، والتي تتعامل مع السلع مثل الجنيه الاسترليني والدولار والين واليورو وغيرها من العملات المتداولة. وتعتبر الأسواق المالية في كل من لندن ونيويورك وسنغافورة أكبر المراكز المالية حجما في العالم، وقد بلغ الحجم الاجمالي لتجارة العملة أرقاما قياسية، ففي عام 1989 بلغ متوسط التداول اليومي للعملات ما يقارب 500 مليار دولار أمريكي، شكلت حصة سوق لندن المالي وحده 187 مليارا، تلتها سوق نيويورك بـ 129 مليارا ثم سوق طوكيو بـ 115 مليارا، وفي سنة 1998 بلغ المتوسط اليومي لتجارة العملة 1.7 ترليون دولارا أمريكيا، شكلت سوق لندن المالي منها 637 مليارا.[3]

وتجدر الإشارة هنا إلى أن سوق الصرف يحتل المرتبة الثانية من حيث حجم المبادلات بعد سوق أسعار الفائدة، ولكنه الأكثر سيولة وعمقا من حيث المنتجات المتداولة أو عدد المتدخلين، ففي سنة 2004 بلغت قيمة تداولات الصرف يومياً بمعدل 1900 مليار دولار منها 600 مليار للتعاملات النقدية و1300 مليار للتعاملات الآجلة، إلى جانب 140 مليار دولار من المنتجات المشتقة، في حين بلغت 3.2 تريليون دولار في اليوم سنة 2007 حسب إحصائيات صندوق النقد الدولي.[4]

الجدول رقم (2-1): الحجم اليومي لتبادلات الصرف في مختلف الأماكن (بالنسبة المئوية %)

الدولة	أفريل 1998	أفريل 2001	أفريل 2004	أفريل 2007
المملكة المتحدة	32	31.1	31.3	34.1

[1] جويدان جمال، الأسواق المالية والنقدية، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2002، ص 20.

[2] بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2015 /2016، ص 14.

[3] الحجار بسام، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2009، ص 97- 98.

[4] Patrice fontaine, Marché des changes, Paris, Pearson Education, France, 2008, p 17.

الولايات المتحدة	18	15.7	19.2	16.6
اليابان	8	9.1	8.3	6.0
سنغافورة	7.1	6.2	5.2	5.8
هونغ كونغ	4.0	4.1	4.2	4.4
سويسرا	4.2	4.4	3.3	6.1
ألمانيا	4.8	5.4	4.9	2.5
فرنسا	3.7	3	2.6	3.0
أماكن أخرى	18.2	21	21	21.5

Source : Patrice fontaine, Marché des changes, Paris, Pearson Education, France, 2008, p. 17.

ويمكن أن تنقسم أسواق الصرف في العالم إلى أربع مجموعات رئيسية على أساس جغرافي وذلك كما يلي: [1]

المجموعة الأولى: أسواق الشرق الأقصى

تمتاز هذه المجموعة بأنها أول من يتيح أبوابه للتعامل نظرا لطلوع الشمس فيها قبل أي مجموعة أخرى ومن أهم هذه الأسواق:

أ. **سوق طوكيو:** وذلك نظرا لازدياد دور اليابان في التجارة الخارجية بين دول العالم، فقد ازدادت أهمية هذا السوق وأخذ يلعب دورا كبيرا في المنطقة.

ب. **سوق هونج كونغ:** برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت هونج كونج قاعدة صناعية عالمية قريبة من الصين أكبر دول العالم في تعداد السكان.

ج. **سوق سنغافورة:** برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية ومالية تخدم منطقة جنوب شرق أسيا.

[1] رضوان عامري، العلاقة بين النمو وسعر الصرف: حالة الدول النامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية: تخصص اقتصاد مالي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي ليابس بسيدي بلعباس، 2017/2016، ص 71-72.

المجموعة الثانية: أسواق الشرق الأوسط

لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجة لزيادة إيرادات بعض دول المنطقة من عائدات النفط، وهي تفتح أسواقها بعد 05 ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى ومن أهم أسواق المجموعة:

أ. **سوق البحرين:** حيث تعتبر البحرين مركزا ماليا للعمليات المصرفية الخارجية، تخدم منطقة البحرين والخليج العربي والسعودية.

ب. **سوق دبي:** ولهما أهمية مالية خاصة الإمارات العربية المتحدة، ومنطقة الخليج العربي.

ج. **سوق الرياض:** تبرز أهمية الرياض كونها عاصمة المملكة العربية السعودية التي تمتلك أكبر مخزن نفطي في العالم ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي.

المجموعة الثالثة: أسواق أوروبا

ويبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث ساعات بعد بدء العمل في سوق الشرق الأوسط ومن أهم هذه الأسواق.

أ. **سوق لندن:** ويعتبر أكبرها على الإطلاق، إذ يشكل مركزا عالميا مهما لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ طويل نظرا لكون بريطانيا دولة عظمى، كما تهتم الحكومة البريطانية بدعم هذا السوق نظرا للفائدة الاقتصادية التي تحققها من ذلك.

ب. **سوق فرانكفورت:** تبرز أهمية هذا السوق كون ألمانيا تشكل عاملا مهما في التجارة الدولية، وكون المارك الألماني من العملات الرئيسية في المعاملات التجارية الدولية.

ج. **سوق زيوريخ:** تعتبر زيوريخ مركزا ماليا مهما نظرا لما تتمتع به سويسرا من موقع سياسي واقتصادي، وكذلك تميز قوانينها بالسرية في التعاملات البنكية.

د. **سوق باريس:** وهو من الأسواق الأوروبية المهمة نظرا لحجم الاقتصاد الفرنسي، وحجم التبادل التجاري الفرنسي مع العالم.

المجموعة الرابعة: أسواق أمريكا الشمالية

تفتح هذه الأسواق أبوابها للتعامل بعد 05 ساعات من أسواق أوروبا ومن أهم هذه الأسواق:

أ. **سوق نيويورك:** وتعتبر نيويورك أهم مركز مالي في أمريكا الشمالية.

ب. سوق شيكاغو: حيث تعتبر شيكاغو مركزا ماليا صناعيا مهما في الولايات المتحدة الأمريكية.

ج. سوق لوس أنجلوس: تعتبر لوس أنجلوس مركزا ماليا تجاريا في الولايات المتحدة الأمريكية.

د. سوق تورتينو: حيث تعتبر تورتينو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا.

ونظرا لاختلاف التوقيت في العمل بهذه الأسواق، فإن ذلك يوفر قدرة على التعامل بالعملات على مدار الساعة في كل يوم بحيث تستطيع كل سوق بدء العمل والاستفادة من أسعار الإغلاق للأسواق التي أغلقت أبوابها.

إن لكل دولة نظامها النقدي الخاص بها وعملتها الخاصة بها أيضا، وأن هذه العملة إنما تؤدي وظائفها بالداخل ولكنها تعجز عن أداء ذلك في الخارج، وذلك لعدم تمتع العملات المختلفة بالقبول العام في الخارج، يأتي هنا دور سوق الصرف الأجنبي ليمكّن هذه العملات من أداء وظائفها في الخارج، إذ إن الوظيفة الأساسية لهذه السوق هي تحويل القوة الشرائية من دولة أو من عملة ما الى دولة أو عملة أخرى أي تمكين العملة المحلية من أن تحظى بقبول أوسع في الخارج من خلال تحويل قوتها الشرائية الى عملة أخرى مقبولة.

ثانيا: العملات المتداولة في سوق الصرف الأجنبي

تظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كنتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية والعلاقات بين الدول التي يترتب عليها دفع قيمة وارداتها من السلع، الخدمات ورؤوس الأموال بعملات أخرى غير عملاتها الوطنية، وقبض جزء من قيمة صادراتها من السلع، الخدمات ورؤوس الأموال بعملات أخرى غير عملاتها الوطنية، الأمر الذي يحتم إنشاء سوق دولي لتبادل العملات الأجنبية والتعامل بها.[1]

توجد المئات من العملات في سوق العملات الأجنبية، ولكن التداول يتركز بشكل أساسي في هذه السوق على العملات الرئيسية التالية المبينة في الجدول التالي:

[1] بشوندة رفيق، شريفي إبراهيم، تأثير استعمال الشموع اليابانية على سلوك المضاربة في السوق الدولي للعملات الأجنبية دراسة حالة زوج الجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي (GBP/USD)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 04، 2018، ص 167.

الجدول رقم (2-2): العملات الرئيسية المتداولة في سوق الصرف الأجنبي

الوحدة: نسبة مئوية

العملات	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010	2013
الدولار	82	83.3	87.3	90.4	88	85.6	84.9	87
اليورو	/	/	/	37.6	37.4	37	39.1	33.4
الين الياباني	23.4	24.1	20.2	22.7	20.8	17.2	19	23
الجنيه الإسترليني	13.6	9.4	11	13.2	16.5	14.9	12.9	11.8
الدولار الأسترالي	2.5	2.7	3.1	4.2	6	6.6	7.6	8.6
الفرنك السويسري	8.4	7.3	7.1	6.1	6	6.8	6.4	5.2
الدولار الكندي	3.3	3.4	3.6	4.5	4.2	4.3	5.3	4.6
دولار هونغ كونغ	1.1	0.9	1.3	2.3	1.8	2.7	2.4	1.4
عملات أخرى	10.5	9.2	13.9	19	19.3	24.9	22.4	25

Sources :

- Bank for International Settlements (BIS) (BIS): "Triennial central bank survey, report on foreign exchange and derivatives market activity in 2001 ", Basel, Switzerland, March 2002.

- Bank for International Settlements (BIS) (BIS): "Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013 ", Basel, Switzerland, December 2013.

من خلال الجدول نلاحظ هيمنة الدولار على المعاملات في سوق الصرف حيث يعتبر الدولار الأمريكي العملة العالمية الرئيسية، حيث أن كل العملات وبشكل عام تُسعر مقابل الدولار الأمريكي، ويمثل العملة الأكثر تداولا في سوق الصرف حيث أنه يستحوذ على أكثر من 87 % من حجم المعاملات في هذا السوق. ويرجع سبب هيمنة الدولار على المعاملات في سوق الصرف إلى حجم الاقتصاد الأمريكي والواقع الذي خلفه نظام بريتون وودز من خلال اعتماده التام على الذهب والدولار الأمريكي أين تم اعتبار هذه العملة جيدة مثل الذهب وكانت العملة الوحيدة القابلة للتحويل إلى هذا المعدن بمعدل 35 دولار لكل أوقية واحدة. إلى جانب ذلك، فالدولار حاليا يمثل أكبر سوق للائتمان

قصير الأجل في العالم، ويتفرد سوق المال الأمريكي بخاصية العمق والاتساع والسيولة التي لا مثيل لها في سوق آخر، ويساعده حجم ضخم جدا من أدوات الدين التي تمكن دول العالم من استخدام الدولار كعملة احتياط من جانب، والانتفاع بالعوائد المحققة من تلك الاحتياطيات من خلال توظيفها في أدوات الدين الأمريكي قصير الأجل من جانب آخر.

ويمثل الدولار الأمريكي وفقاً للظروف الاقتصادية العالمية والاضطرابات السياسية العملة الأكثر أماناً للمستثمرين وقد ثبت ذلك خلال الأزمة الآسيوية عامي 1997-1998.

ويمكن القول أن أكثر العملات تداولاً مقابل الدولار هي: اليورو، الين الياباني، الجنيه الإسترليني، الفرنك السويسري.

ويعد الدولار من أكثر العملات التي يتم التعامل بها في سوق بيع وشراء العملات الأجنبية، نظراً لأنه مقبول بدرجة أكبر من العملات الأجنبية الأخرى في نطاق التعامل الدولي، ولأنه يتخذ كعملة احتياطية في العديد من الدول، ولأنه العملة الأوسع التي يتم التدخل من خلالها للتأثير على أسعار العملات الأجنبية في الأسواق المالية والنقدية الدولية.

ثالثا: خصائص ووظائف سوق الصرف الأجنبي

من خلال مفهوم سوق الصرف الأجنبي يتضح لنا أنه يتميز بالخصائص التالية:

- سوق الصرف الأجنبي ليست بورصة منظمة مثل بورصة الأوراق المالية أو البضائع فليس لها مكان مركزي يجتمع فيه المتعاملون كما وأنها ليست قاصرة على أي بلد، فمن الأفضل أن نفكر فيها على أنها ميكانيزم يتم بواسطته الجمع بين مشتري وبائعي الصرف الأجنبي؛
- يتكون سوق الصرف أساسا من عدد من البنوك تزاول بنشاط عملية استبدال العملات، فالبنوك هي التي تصنع سوق الصرف الأجنبي، ويحتفظ كل بنك برصيد من العملات الأجنبية لدى بنوك مراسلة في الخارج يضيف إليه أو يطرح منه في معرض تعامله مع عملائه المعتادين؛
- تعمل يوميا على مدار 24 ساعة وبالتالي كلما ازدادت شبكات الاتصالات الدولية تطورا واتساعا وانخفضت تكاليف هذه الشبكات ازدادت نشاطات أسواق الصرف وتعددت دون أن تقيد بزمان أو مكان؛

- الحجم الكبير للتعامل حيث يبلغ المتوسط اليومي لحجم التعامل في هذه الأسواق على مستوى العالم 5,1 تريليون دولار وتشكل أسواق نيويورك ولندن وطوكيو أهم تلك الأسواق وتجدر الإشارة إلى أن المدفوعات المتعلقة بالتجارة الدولية تشكل نسبة بسيطة من إجمالي تعاملات الصرف الأجنبي، وأن معظم تلك التعاملات تكون بسبب تبادل الأصول الأخرى.[1]
- يتميز سوق الصرف الأجنبي بمنافسة قوية، معلومات فورية وشبه كاملة نتيجة تكنولوجية المعلومات والحرية الكاملة للمبادلات والتسويات، بالإضافة إلى العمل المتواصل والمتتالي عبر كامل الأسواق المالية، كما أن سوق الصرف ليس له وجود جغرافي، وإنما هو عبارة عن شبكة عالمية أين تتم العمليات من خلال اتصالات أجهزة المعلوماتية.[2]

ويقوم سوق الصرف بعدة وظائف اقتصادية نوجز أهمها فيما يلي:

1- تحويل الأموال أو نقل القوة الشرائية من بلد إلى آخر:

أهم وظيفة لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من دولة إلى أخرى، ويتم عادة هذا التحويل عن طريق التحويل التلغرافي، الذي هو عبارة عن شيك يرسل بالبرق بدلا عن البريد، وعن طريقه يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن يدفع قدرا معينا من العملة المحلية السائدة هناك إلى أي شخص أو مؤسسة أو حساب.[3]

ويتم نقل القوة الشرائية بين البلدان من خلال وسائل عدة من أهما سند السحب (الكمبيالة) ويقوم السوق بأداء المدفوعات الدولية حيث تنتقل إلى أيدي المصدرين قوة شرائية من البلد المستورد.

2- حماية المتعاملين من تقلبات العملات أو ما يسمى بتغطية مخاطر الصرف الأجنبي:

حيث يستطيع من يتوقع ارتفاعاً في سعر العملة الأجنبية مقارنة بالعملة الوطنية أن يشتري حصة من تلك العملة ويحتفظ بها لحماية نفسه من الارتفاع المرتقب.

[1] موردخاي كريانين، الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات، تعريب محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007، ص 256.

[2] David henaux, les mouvements internationaux des capitaux, educagri éditions, France, 2009, p 45.

[3] السربيتي السيد محمد أحمد، التجارة الخارجية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 249.

3- الموازنة والتحكيم في الأوراق المالية:

يخفف السوق من حدة التقلبات في أسعار الصرف بين العملات بفضل حرية انتقال العملات بين الدول المختلفة فعند انخفاض أسعار عملة معينة تقوم البنوك مثلا، بشرائها لغرض بيعها لاحقا للتجار والمستوردين الذين بذمتهم ديون بتلك العملة لحساب تجار وشركات في دول أخرى.[1]

4- تقديم الائتمان اللازم لتمويل التجارة الخارجية:

وذلك من خلال قيام أحد البنوك بمنح ائتمان، فعندما يقوم البنك بفتح اعتمادات بالعملات الأجنبية أكثر من حجم الودائع لديه فإنه يكون قد منح ائتمانا لتمويل التجارة الخارجية.[2]

المطلب الثاني: عمليات وأنواع سوق الصرف الأجنبي.

تتنوع أسواق الصرف؛ حيث هناك عدة تصنيفات، ويعد التصنيف الزمني لأسعار الصرف من أهم التصنيفات وهذا وفقا للمدة آجال عملية المبادلة بين الطرفين لنجد:

1) سوق الصرف العاجل:

يسمى هذا السوق أيضا بالسوق الفوري (الحاضر) أو السوق الآني وهو السوق الذي تتم فيه معاملات بيع وشراء العملات الأجنبية بسعر يتحدد عند التعاقد يكون تسليم وتسلم العملات موضوع التعامل فور الانتهاء من عقد الصفقة، أو على الأكثر في مدة لا تتعدى 48 ساعة بعد تاريخ العملية، تتخذ صورة الشراء أو البيع فورا، وهذا ما يسمى بالصرف الحاضر.

وعادة ما يتم شراء العملات الأجنبية في السوق الحاضرة لعدة أسباب مثل: تمويل عمليات الاستيراد أو شراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات أو العقارات، أو لتمويل المصارف الخاصة بالإجازات ورحلات العمل...إلخ.

وسوق الصرف العاجل من أكثر الأسواق شيوعا في سوق الصرف تصل حصتها إلى 60% من عمليات الصرف في سوق الصرف؛ تشمل الجانب الأكبر من النشاط في أسواق الصرف الأجنبي.

[1] الرحاحلة عبد الرزاق، ديري زاهد محمد، دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية، مكتبة عربي للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2010، ص 118.

[2] السريتي السيد محمد، مرجع سبق ذكره، ص 249.

حسب استقصاء حول سوق الصرف يقوم به بنك التسويات الدولية كل ثلاث سنوات، بلغت قيمة المعاملات إلى 3200 مليار دولار في أفريل 2007، منها 1005 مليار دولار خاصة بالسوق الآني، 34% من هذه المعاملات خاصة بسوق لندن و17% بسوق نيويورك، كما بلغت معاملات الصرف 16 مرة الإنتاج العالمي و115 مرة التجارة العالمية للسلع والخدمات في نفس السنة.

وتتغير التدفقات في هذا السوق بصفة متواصلة ويومية، وتتحدد أسعار الصرف وفق لعمليات العرض والطلب على العملات ويتحقق التوازن عندما تتساوى الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة منها؛ حيث يتحقق التوازن في سوق الصرف العاجل من خلال بعض العمليات التي يقوم بها المشاركون وهي:

أ- **المراجحة أو التحكيم:** وهي تعني استغلال الفروقات في أسعار عملة من العملات على مستوى المراكز المالية المختلفة في زمن معين، ويتم من خلال هذه العملية شراء العملات في الأسواق المنخفضة السعر وإعادة بيعها في الأسواق مرتفعة السعر مباشرة بهدف تحقيق ربح نتيجة فروق الأسعار خلال دقائق معدودة.

فأسعار صرف العملات تميل إلى أن تكون متقاربة إلى حد كبير في مختلف المراكز المالية الدولية، إلا أن هذا لا يستبعد إمكانية وجود فروق بسيطة في أسعار صرف العملات من مركز مالي إلى آخر لعدة أسباب منها:

- اختلاف العرض والطلب على العملات الأجنبية من سوق إلى آخر.
- تفاوت درجات نشاط التعامل في أسواق الصرف الأجنبي.
- يجري التعامل أحيانا بين البنوك المحلية العاملة في سوق واحد من خلال سماسرة يتقاضون عمولة تضاف إلى قيمة العملة، في حين يجري التعامل مع بنوك خارجية مباشرة بدون سماسرة مما يترتب عليه وجود اختلافات بسيطة في أسعار العملات.

والمراجحة لا تلغي إمكانية تغير السعر وإنما تساعد في توحيد السعر بجميع أسواق الصرف الدولية وينتهي التحكيم بتعادل أسعار صرف العملات في أسواق الصرف الأجنبية، وتؤدي المراجحة إلى القضاء على الفروق أو الاختلافات في أسعار صرف العملات ويجعل أسواق الصرف أكثر سيولة وبالتالي يسهم في رفع الكفاءة، وأهم ما يميزها أنها لا تحتوي على مخاطر لأن أسعار الصرف تكون معلنة لدى المتعاملين.

ب- **عمليات المقاصة:** قليل ما يلجأ المتعاملون إلى التعامل المباشر فيما بينهم، بل يتعامل المصدرون مباشرة مع البنوك المقيمة في بلدانهم حيث تقوم هذه الأخيرة بعمليات البيع والشراء فيما بينهم أو مع

سماسرة الصرف، وفي هذه الحالة يقوم البنك بعملية مقاصة بين المبالغ الدائنة والمدينة حسب العملة التي يريدها المصدر.

2) سوق الصرف الآجل:

يتم في هذا السوق بيع أو شراء عملة ما في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام عقد الصفقة؛ اتفاق على مبادلة عملة بأخرى في المستقبل، حيث يتم تحديد سعر التبادل وقيمة العملات المتبادلة وتاريخ التسليم في نفس وقت إجراء عقد الصفقة، وعادة ما يتضمن السوق مجموعة من المهل المعيارية (300يوم، 90 يوم، 60 يوم، 180 يوم أو سنة) ويمكن استخدام بعض المهل الأخرى على ضوء العرض والطلب على السيولة في السوق. وإن كانت العمليات التي تقل عن ستة أشهر هي الأكثر تداولا وسوقها دائما نشطة وعميقة، بعكس العقود التي تزيد عن ذلك. لقد تطورت أسواق الصرف الآجل كثيرا منذ انتشار أسعار الصرف العائمة في بلدان العالم بسبب تدويل الأسواق المالية وذلك تحوطا من مخاطر الصرف في المعاملات الدولة.

وسوق الصرف الآجل يلجأ إليها ثلاثة أصناف رئيسية لتفادي التذبذبات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف العاجل وهم :المتعاملون في التجارة الخارجية من سلع وخدمات وذلك من أجل التغطية مدراء المحافظ المالية الذين يمارسون عمليات المراجحة المغطاة على سعر الفائدة على معدل خال من مخاطر الصرف الأجنبي، ومدراء المحافظ المالية، الذين يقبلون تحمل مخاطر المضاربة عن طريق اتخاذ مواقف مكشوفة بالعملات الأجنبية ويحدد السعر الآجل لعملتين بدلالة علاقته بالسعر العاجل لتلك العملتين من خلال إضافة علاوة إلى سعر الصرف العاجل أو طرح خصم من هذا الأخير، حيث يتمكن المتعاملون في سوق الصرف من تجنب الخسارة الناجمة عن انخفاض قيمة العملة موضوع العقد قبل تاريخ التسوية، فإذا كان من المتوقع ارتفاع سعر العملة الأجنبية المتعاقد على شرائها مقابل العملة المحلية، تضاف علاوة على السعر الحاضر والعكس صحيح حيث يتم الخصم من السعر الحاضر إذا كان من المتوقع مستقبلا انخفاض قيمة العملة الأجنبية بالنسبة للعملة المحلية.

السعر الآجل = السعر العاجل + علاوة

السعر الآجل = السعر العاجل – خصم

وتتمثل أهم عمليات التي تتم على مستوى سوق الصرف الآجل في:

أ- **التغطية:** يواجه المتعاملون في أسواق الصرف مخاطر كبيرة من جراء تغير أسعار صرف العملات المختلفة والتي تحدث فجأة وبحدة في كثير من الأحيان. فعقب انهيار اتفاقية بريتون وودز والتي كانت تعمل على تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف وبعد أن تحول النظام النقدي الدولي إلى سياسة تعويم أسعار صرف العملات، أصبحت الحاجة ماسة إلى إيجاد أدوات لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف في الاتجاه غير المأمول، ويقصد بالتغطية التجنب والتحوط من الخسائر في سعر الصرف وهي ما يطلق عليها تغطية الوضع المكشوف للمتعامل في أسواق الصرف. دون أن تتضمن هذه العملية تسليم صرف أجنبي أو دفع الثمن بالعملة المحلية في الحال وإنما هو مجرد اتفاق على بيع وشراء صرف أجنبي عن طريق بنك تجاري في سوق الصرف يسلم مستقبلا بناءا على ثمن يتفق عليه في الحال ومقابل ذلك يتقاضى البنك فائدة معينة.

فقد تتعرض قيمة الصادرات أو الواردات لهذه الأخطار باعتبار أن عملية التسديد تستغرق في أغلب الأحيان فترة من الزمن، مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الاستيراد عند ارتفاع سعر الصرف، ويقلل من حصيلة المصدر عند انخفاض هذا الأخير، تكون التغطية ضد مخاطر الصرف الناجمة عن العمليات التجارية والمالية من خلال إبرام اتفاق يتضمن شراء أو بيع كمية معينة من العملة الأجنبية في تاريخ لاحق يتفق عليه اليوم، إذ يبيع المصدر في الأجل قيمة صادراته إلى بنكه الخاص، ليتحدد حاضرا المبلغ بدلالة العملة الوطنية المستحق في تاريخ لاحق، ويقوم المستورد بشراء لأجل مبلغ معين من عملة الاستيراد تتوافق ومجموع ديونه، وتعتبر هذه العملية مكلفة إذا ما بقي سعر الصرف العاجل على حاله ولم يعرف الانخفاض طول مدة العقد الآجل.

ب- **المضاربة:** على عكس المتعامل الذي يقوم بالتحوط، يقوم المضارب طواعية بالمخاطرة على أمل الحصول على ربح. فالمضاربة تتمثل في التعرض للمخاطر، من خلال اتخاذ مركز صرف مفتوح، بهدف تحقيق ربح محتمل في المستقبل القريب في شكل مكاسب رأسمالية. وتستند هذه العمليات بالكامل على التوقعات المتعلقة بتغير العملات.

وتتمثل المضاربة في عملية شراء وبيع العملات من طرف المضاربين من أجل الاستفادة من اختلافات سعر إحداهما بهدف تحقيق أرباح مستندة إلى تنبؤات وتغيرات في أسعار الصرف للعملات المختلفة في المستقبل، وهي أكثر العمليات التي تعبر عن مبدأ المخاطرة وتحمل المضاربين للخسارة ناتجة عن الفرق بين السعرين، السعر المستقبلي للصرف والسعر الحاضر له. في حالة اتجاه السعر

إلى الجهة المعاكسة للتوقعات. والمضاربون هم عادة الأفراد، البنوك والشركات ذات الثروات الكبيرة. ويمكن التمييز بين نوعين من المضاربين في سوق الصرف الأجنبي:[1]

مضارب على الصعود (Bull): وهو الذي يتوقع ارتفاع سعر صرف العملة في المستقبل فيدخل مشتريا لها بالسعر الفوري متخذا بذلك مركزا طويلا أو مركزا دائنا (بمعنى أن أصوله من العملة الأجنبية تكون أكبر من التزاماته منها).

مضارب على الهبوط (Bear): وهو الذي يتوقع انخفاض سعر صرف العملة في المستقبل فيدخل بائعا لها بالسعر الفوري متخذا بذلك مركزا قصيرا أو مركزا مدينا بمعنى أن أصوله من العملة الأجنبية تكون أقل من التزاماته منها.

المطلب الثالث: المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي.

يعتبر سوق الصرف الأجنبي سوقا مهما للغاية باعتباره المكان الذي يتحدد من خلاله سعر صرف عملة دولة معينة مقابل عملة دولة أخرى، حيث يتميز بسيولة عالية بفضل تنوع الأطراف المتدخلة فيه، بحيث لكل متدخل أهداف معينة حسب اختصاصه وطبيعة عمله، تشكل البنوك المركزية، البنوك التجارية، الشركات المتعددة الجنسيات، المستثمرون، السماسرة والعملاء المتدخلون الرئيسيون فيه. أي طرف يتدخل في سوق الصرف سواء كان بائع أو مشتري يعتبر عضوا مشاركا فيه.

فيتدخل في سوق الصرف الأجنبي مجموعة من المتعاملين الرئيسيين من أجل شراء أو بيع العملات الأجنبية. وفي هذا المطلب سنتعرف على هؤلاء المتعاملين.

1- **البنوك التجارية:** وتعتبر من أهم المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي ومن أكثر المؤسسات المساهمة في عمليات الصرف الأجنبي والأكثر تأثيرا على المعاملات فيه، وتتولى مهمة ضمان السيولة في السوق من خلال توفير العملات الأجنبية، فالجانب الأكبر من الحجم الكلي للعمليات المتداولة تتم بواسطة البنوك. وتتدخل البنوك التجارية لحسابها الخاص أو بالنيابة عن عملائها داخل السوق من خلال الوسطاء، حيث يتم اتصال البنك مع الوسيط في السوق إما عارضا بيع عملة معينة أو طالبا شراءها بسعر معين.[2]

[1] محمود يونس محمد، علي عبد الوهاب نجا، الاقتصاد الدولي والتجارة الخارجية، دار التعميم الجامعي، الإسكندرية، 2016، ص 276.

[2] بشوندة رفيق، شريفي إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 168.

البنوك هي التي تجمع أوامر الزبائن لبيع وشراء العملات، تتعامل هذه البنوك مع سوق الصرف إما كوسيط لعملائها الراغبين في التعامل مع السوق، حيث تقوم بشراء وبيع العملات الأجنبية بالنيابة عنهم، أو أن تتعامل مع هذا السوق لحسابها الخاص، وذلك لأنه في الوقت الذي تشتري فيه عملات أجنبية من عملائها أو تبيع لهم، فان أوضاعها من هذه العملات تتأثر فما يترتب عليه القيام بعمليات الشراء والبيع اللازمة لتصحيح أوضاعها بما يتناسب والسياسات الموضوعة لها فهي بذلك تعد جزء لا يتجزأ من عمليات إدارة احتياطاتها وتغذية حساباتها[1] لزبائنها من مؤسسات أو أفراد وتتطلب تلبية حاجيات الزبائن من العملة الصعبة من طرف البنوك نشاطا وتواجدا مستمرا في هذه الأسواق.

2- **البنوك المركزية:** يتدخل للقيام (يقوم) بعمليات السوق المفتوحة من جهة وينفذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة، وكل هذا قصد حماية مركز العملة المحلية، كما أن تدخل البنك المركزي يكون بصورة منتظمة باعتباره منظمة رسمية.

وأيضا التأثير على أسعار الفائدة التي تؤثر بدورها على القرارات المتعلقة بتوظيف رؤوس الأموال، فالبنوك المركزية ترفع أسعار الفائدة بغرض رفع سعر صرف عملتها أو تجنباً لانخفاض هذا الأخير.

وتعد البنوك المركزية من أهم المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي، فهي تلعب دوراً غاية في الأهمية في سوق الصرف الأجنبي، حيث تلعب دور المنظم لسوق الصرف للحفاظ على الصرف في حدود معينة، من خلال مراقبة و (أو) الدفاع عن قيمة عملتها. وتسير احتياطاتها من العملات الأجنبية الصعبة لأهداف اقتصادية أو لتنفيذ سياسة نقدية معينة.

3- **سماسرة الصرف:** يقوم سماسرة الصرف بدور الوساطة والتفاوض ما بين الأطراف البائعة والمشترية للصرف الأجنبي، ويعتمدون على ممارستهم وخبرتهم ومعرفتهم بظروف السوق وحجم المخاطر التي تنجم عن عمليات الصرف، حيث دورهم يتجلى في القيام بتجميع أوامر الشراء والبيع للعملات لصالح بنوك أو متعاملين آخرين، كما يقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء دون الإفصاح عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشترية لهذه العملة.[2]

تدخلهم يسهل عملية تكامل الأوامر. مما يضمن الحصول على أحسن العروض موافقة للعملة الأجنبية بسرعة وبتكلفة منخفضة جداً. مقابل تقاضي عمولة سمسرة فهم موجودون من أجل منح تسهيلات للدخول في السوق، حيث يؤدون دورا هاما من خلال تنظيمه.

4- **الأفراد والشركات:** تعتبر الشركات الضخمة ضمن الأطراف الرئيسية في سوق العملات الأجنبية، حيث أن إجمالي كميات التداول الضخمة التي تقوم بها هذه الشركات تستطيع أن تؤثر بشكل كبير

[1] توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، الطبعة الأولى، دار النشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 57.

[2] عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات سعر الصرف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2016، ص 87.

في السوق من خلال تأثيرها في عمليات العرض والطلب على هذه العملات.[1] وتتدخل الشركات في سوق الصرف لتغطية احتياجاتها من النقد الأجنبي الناتجة عن معاملاتها التجارية (التصدير أو الاستيراد) والمالية(إقراض، اقتراض واستثمار) مع العالم الخارجي، أو التحوط من مخاطر الصرف، من خلال التعامل في الأسواق الآجلة والمشتقة كعقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات. ويلجأ الأفراد لسوق الصرف بغية تسوية معاملاتهم الدولية الخاصة من النقد الأجنبي الناتجة عن السفر، العلاج، الدراسة ...الخ. وما تجدر الإشارة إليه أن حجم هذه المعاملات صغير جدا ولا يمثل إلا نسبة ضعيفة من إجمالي ما يتم تداوله في سوق الصرف.[2]

5- المؤسسات المالية غير البنكية: لقد كان لتحرير الأسواق أثر إيجابي على نشاط المؤسسات المالية غير البنكية، حيث خول لها تقديم خدمات متنوعة، معظمها مماثلة للخدمات المقدمة من البنوك المركزية، متضمنة الخدمات المرتبطة بمعاملات العملة الصعبة، وكمثال عن هذه المؤسسات نذكر: فروع الشركات المالية للمجموعات الصناعية، المؤسسات الاستثمارية.[3] (صناديق المعاشات، صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، أقسام البنوك التجارية المكلفة بتسيير مبالغ الزبائن الخواص).[4]

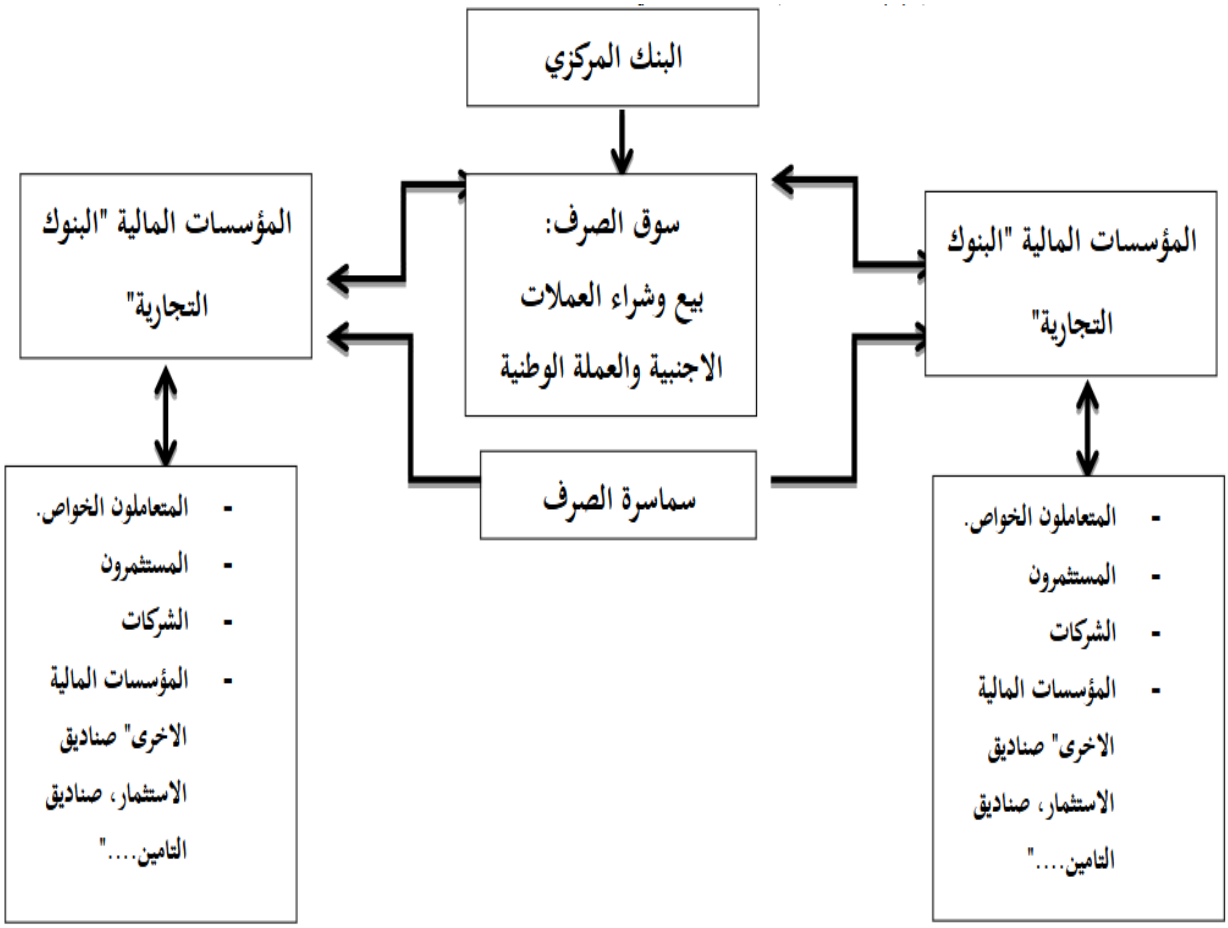
[1] Cheng Grace, 7 Winning Strategies for Trading Forex, Harriman House Ltd, London, UK, 2007, p.49.

[2] زيات عادل، مرجع سبق ذكره، ص 27.

[3] Paul krugman, Maurice Obstfeld, Gunther capelle, Blancard, Mathien crozet, Economie Internationale, Paris, Nouveau horizons, 8 ème édition, 2009, p .333.

[4] Mondher cherif, les taux de changes, Revue Banque Edition, Paris, 2002, p. 40.

الشكل رقم (2-2): أهم المتدخلون في سوق الصرف الأجنبي.



المصدر: بضياف صالح، أداء وسيط التبادل التجاري على وضعية التجارة الخارجية: دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 8، العدد 1، ص ص 293-305، 2017، ص296.

يوضح الشكل أعلاه مختلف الأطراف التي تتعامل في سوق الصرف، ومن خلاله يمكننا توضيح العلاقات التي تربط بين المتعاملين وكذا قراءة آلية عمل ودور كل طرف، انطلاقا من الشكل يتبين لنا أن البنك المركزي هو المتدخل الجوهري والمتحكم في سوق الصرف لدى الدول وخاصة النامية منها، نظرا لخطورة تغير سعر الصرف؛ وأن كل من المتدخلين الآخرين كالبنوك التجارية والمؤسسات غير المالية والمستثمرين وسماسرة الصرف والمتعاملون الخواص يؤثرون على أسعار الصرف باعتبارهم من محركي آلية سوق الصرف، ولذا كان لزاما على البنك المركزي أن يضبط سوق الصرف ليحقق الاستقرار الاقتصادي ويحمي مصالح الدولة.

المبحث الثالث: تقلبات سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه

بدأ موضوع تقلبات سعر الصرف في أن يكون موضوعا ومجالا للدراسة بصورة رئيسية منذ انهيار نظام بريتون وودز في السبعينات، وبعد انهيار هذا النظام، بدأت غالبية البلدان بتبني نظام سعر الصرف المرن/العائم وواجهت تقلبات هائلة في قيمة أسعار عملاتها. حيث أصبح تقلب سعر الصرف عنصرا فاعلا في الأسواق المالية، وازدادت أنشطة التداول والمضاربة، وأصبحت موضوعاً للكثير من الأبحاث. وتشير التقلبات إلى جميع التحركات والتغيرات التي تكون فعالة في انخفاض قيمة العملة أو ارتفاعها، وأشارت عدة دراسات إلى أن تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر سلباً على مؤشرات الاقتصاد الكلي الرئيسية، بما في ذلك الاستثمار والإنتاجية والاستهلاك والتجارة وتدفقات رأس المال. حيث يوجد العديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر على تقلب سعر الصرف.

المطلب الأول: تقلبات سعر الصرف الأجنبي.

على مدى العقود القليلة الماضية، أصبحت تحركات وتقلبات أسعار الصرف موضوعا مهما لتحليل الاقتصاد الكلي وحظيت باهتمام كبير من الأكاديميين والاقتصاديين الماليين وواضعي السياسات، خاصة بعد انهيار اتفاقية بريتون وودز بشأن أسعار الصرف الثابتة بين الدول الصناعية الكبرى. فتقلبات أسعار الصرف هي سمة طبيعية لأسواق العملات وقد أشارت عدة دراسات إلى أن تقلبات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر سلباً على مؤشرات الاقتصاد الكلي الرئيسية، بما في ذلك الاستثمار والإنتاجية والاستهلاك والتجارة الدولية وتدفقات رأس المال.

أولا: مفهوم تقلبات أسعار الصرف

يرتبط تقلب أسعار الصرف بحركات غير متوقعة في السعر النسبي في الاقتصاد. كما يشير إلى التقلبات أو التقلبات في سعر الصرف على مدى فترة من الزمن أو الانحرافات عن سعر الصرف المرجعي أو سعر الصرف المتوازن. يعد تقلب سعر الصرف مساهما مهما في المخاطر في العالم المالي. خلال فترة الحركات المفرطة في أسعار الصرف، يمكن أن تتأثر التجارة الخارجية والاستثمارات سلبا.[1]

[1] Hassan A, Abubakar M, Dantama Y. U, Determinants of Exchange Rate Volatility: New Estimates from Nigeria, Eastern Journal of Economics and Finance, vol.3, no.1, pp. 1-12, 2017, p. 2.

وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدرا لمخاطرة إضافية أو أن تخفض تلك المخاطرة وذلك يعتمد على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها.[1]

إن تقلبات أسعار الصرف تشير إلى حالة عدم التأكد من كمية التغيرات التي تطرأ على سعر صرف عملة ما، والتي تكون نتيجة لعوامل مالية أساسية أو فنية. تشير زيادة تقلبات سعر الصرف إلى زيادة اتساع حركة العملة بين سعر الطلب (Ask price) وسعر العرض (Bid price)، يعني ذلك أن سعر الصرف يتذبذب بشكل سريع بين سعري العرض والطلب على تلك العملة.[2]

تقلبات سعر الصرف هي التباين (التذبذب أو عدم الاستقرار) في سعر عملة ما مقابل عملة أخرى. وتشير التقلبات إلى جميع التحركات والتغيرات التي تكون فعالة في انخفاض قيمة العملة أو ارتفاعها.[3]

وتولد هذه التقلبات حالة من عدم التأكد في الاقتصاد، وتزيد من مخاطر الأعمال التجارية والاستثمار، مع ما يترتب على ذلك من آثار سلبية غير مباشرة على المدى الطويل في حالة اقتصادات الأسواق النامية والناشئة.[4]

فسعر الصرف الذي ينحرف بشكل كبير عن مستواه التوازني سيكون شديد التقلب في الوقت الحاضر وفي المستقبل من أجل الوصول إلى سعر توازنه، ويكون ذلك إما من خلال قواه الخاصة أو من خلال التدخلات الحكومية في سوق الفوركس (سوق الصرف).[5]

إن نظام سعر الصرف العائم / المرن أكثر عرضة للتقلبات، مقارنة بسعر الصرف الثابت. لاحظ فريدمان (1953) أن عدم الاستقرار في سعر الصرف هو أحد أعراض عدم الاستقرار في البنية الاقتصادية الأساسية. وجادل بأن نظام أسعار الصرف المرن لا يجب أن يكون بالضرورة غير مستقر، ولكن عندما يكون غير مستقر، فإن ذلك يرجع في المقام الأول إلى عدم استقرار الظروف الاقتصادية. تم تأكيد وجهة نظر فريدمان من قبل ماكينون وشنابل Mckinnon and Schnabel (2004) وستانسيك Stancik (2006)، حيث أشاروا إلى أن استقرار سعر الصرف هو خاصية أساسية للتنمية الاقتصادية

[1] Anne, Krueger, Exchange rate determination, London Cambridge University press, 1984, p. 18.

[2] شاهين عبد الله محمد، تقييم وتحديد أسعار الصرف للعملات العالمية الرئيسية، دار الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص 76.

[3] Kilicarslan Zerrin, Determinants of exchange rate volatility: empirical evidence for Turkey, Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA), V.5(2), p.204-213, 2018, p. 204.

[4] Oaikhenan H. E., Aigheyisi, O. S, Factors explaining exchange rate volatility in Nigeria: theory and empirical evidence. CBN Economic and Financial Review, 53(2), 2015, p.47-77. P.47

[5] Giannellis Nikolaos, Papadopoulos P.Athanasios, what causes exchange rate volatility? Evidence from selected EMU members and candidates for EMU membership countries, Journal of International Money and Finance, 30, 2011, p.39–61, p. 41.

المستقرة. ويعني ذلك أن التنمية الاقتصادية غير المستقرة أو تقلب الناتج هو سبب رئيسي لتقلب سعر الصرف.[1]

بالنظر إلى أن سعر الصرف متغير داخلي، فإن تقلبات سعر الصرف تعتمد على تقلبات الأساسيات الاقتصادية. من ناحية أخرى، قد تكون أساسيات الاقتصاد الكلي متقلبة إذا انحرفت معدلاتها الفعلية عن قيمها طويلة المدى (المستدامة). وهذا أيضا هو الأصل الأساسي لاختلال سعر الصرف.

ويعني ما سبق أن سعر الصرف سيكون عند مستويات التوازن إذا كانت أساسيات الاقتصاد الكلي عند مستوياتها المستدامة. ونتيجة لذلك، لا يتوقع أن يظهر سعر الصرف تقلبات شديدة استجابة لظروف الاقتصاد الكلي. ومع ذلك، قد تكون أسعار الصرف متقلبة حتى لو لم تنحرف أساسيات الاقتصاد الكلي بشكل كبير عن قيمها المستدامة (أي عدم اختلال سعر الصرف). ويرجع ذلك إلى أن عوامل أخرى، مثل الأسواق المالية التي تؤثر أيضًا على سلوك أسعار الصرف[2]. وغالبا ما تعد تقلبات أسواق الصرف الأجنبي انعكاسا لتقلبات أسواق السلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى. لأن عرض العملات الأجنبية والطلب عليها مشتقان من الطلب والعرض السائدين في تلك الأسواق.[3]

ثانيا: أنواع تقلبات سعر الصرف

بالنسبة لتقلبات أسعار الصرف الأجنبي، يجري التمييز عادة بين الحالات الثلاثة التالية:

- **تقلبات غير منتظمة:** ترتبط بالتعويم الحر لأسعار الصرف وهي تأتي استجابة للتغيرات التي تحدث في الطلب والعرض السائدين، فمثلا أن الدولار خلال الفترة (1985 – 1988) انخفضت قيمته أمام الين بأكثر من 50 %، وخلال العامين 2004 و2005 ولأقل من اثني عشر شهرا خسر حوالي ثمن قيمته أمام الأورو.[4]
- **تقلبات دورية شبه منتظمة:** أحيانا تتبع حالات الكساد والرخاء التي تتوالى على الاقتصاديات السوقية الرأسمالية وتشمل مؤشرات الاقتصاد الكلي وفي مقدمتها الناتج الحقيقي، الإنفاق الاستثماري، تشغيل القوى العاملة، الطاقة الإنتاجية الرأسمالية، مستويات أسعار السلع والخدمات والموارد والأصول والعملات، وهي تختلف غالبا من حيث شدة تأثيرها وفترات استمرارها ومجالات انعكاساتها المكانية والقطاعية والمؤسسية.

[1] Oaikhenan, H. E., Aigheyisi, O. S. Op. Cit. P. 48.
[2] Giannellis Nikolaos, Papadopoulos P.Athanasios, Op. Cit, P. 41.
[3] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 65.
[4] بن الزاوي عبد الرزاق، سعر الصرف الحقيقي التوازني، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان 2016، ص 42.

- **تغييرات هادفة أو مخططة** ضمن أطر السياسات التجارية، المالية والنقدية للدولة وذلك بهدف التأثير في حركات التبادلات الدولية للسلع والخدمات والأصول للبلد مع البلدان الأخرى، من خلال رفع (Revaluation) أو تخفيض (Devaluation) سعر صرف العملة الوطنية.[1]

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تقلب سعر الصرف الأجنبي.

بما أن سعر الصرف يمثل حلقة ربط بين الاقتصاد المحلي والاقتصاديات الأجنبية فإنه هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر على سعر الصرف وتقلباته، حيث يوجد العديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر في العرض والطلب على العملة الاجنبية، والذي يؤدي بدوره إلى التأثير على أسعار الصرف الأجنبي.

التغيرات في العوامل الاقتصادية الرئيسية تجعل أسعار الصرف أكثر تقلبا من خلال إحداث تغييرات غير متوقعة في مستوى سعر الصرف. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تؤدي التغييرات في هذه العوامل إلى زيادة نمو التقلب، من خلال تجاوز الهدف لسعر الصرف المتوازن طويل الأجل على المدى القصير. تتسبب جميع العوامل التي تحدد العرض والطلب بالعملات الأجنبية في تغيير تقلبات أسعار الصرف غير المباشرة. هناك العديد من العوامل التي تؤثر على تقلب سعر الصرف الحقيقي، حتى لو كان تأثير كل منها يعتمد على الظروف الاقتصادية لدول العالم.[2]

تنحصر العوامل التي لها تأثير على قيمة العملة في عوامل اقتصادية وأخرى غير اقتصادية. ومن بين أهم هذه العوامل نجد:

- **كمية النقود:** أن الافراط في الإصدار النقدي وتزايد المعروض النقدي يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع في المستوى العام للأسعار، وبالتالي جعل سلع الدولة المعنية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى، مما يتسبب في زيادة الواردات وانخفاض الصادرات ويقابل ذلك زيادة في الطلب على عملات تلك الدول وانخفاض في الطلب على العملة المحلية، الأمر الذي ينتج عنه ارتفاع في أسعار صرف العملات الأجنبية.[3]

[1] هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 66.

[2] Kilicarslan Zerrin, Op. Cit, P. 204-205.

[3] الغالبي الجليل عبد الحسين، مرجع سبق ذكره، ص 62-63.

- **التغيرات النسبية في معدلات الفائدة:** إن التغير في معدلات الفائدة الحقيقية يحفز رأس المال الأجنبي للانسياب إلى الداخل بغرض الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تمتلك تأثيرا في الطلب على العملات وعرضه، وبالتالي التأثير في أسعار الصرف.

الزيادة في معدلات الفائدة المحلية بالمقارنة بمعدلات الفائدة الأجنبية تؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي بعد مرور فترة زمنية معينة والعكس صحيح فالارتفاع في معدلات الفائدة في البلدان الأجنبية سيحفز المستثمرين المحليين في الأجل القصير على استبدال عملتهم بعملات تلك البلدان وذلك لجني الأرباح في السوق الأجنبي، وعليه فإن ارتفاع أسعار الفائدة في الخارج سيعمل على زيادة الطلب على العملات الأجنبية وهذا ما يؤثر على سعر الصرف.[1]

- **تغير معدلات التضخم:** للتضخم أثر في تغير سعر صرف العملات المختلفة، يتجلى في انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف في حال ارتفاع مستويات التضخم المحلي، فيما تؤدي حالة الركود إلى ارتفاع قيمة العملة.

إن زيادة التضخم المحلي بنسبة أكبر من معدلات التضخم الأجنبي يقلل من تنافسية الصادرات الوطنية في الأسواق الدولية، وفي نفس الوقت يجعل أسعار الواردات أكثر رخصا من السلع المحلية، وهذا سيؤثر في الطلب الأجنبي على العملة الوطنية، ومن ثم سيؤثر على سعر الصرف للعملة المحلية بالانخفاض.

يؤثر التضخم في سعر صرف العملات المختلفة، حيث يؤدي ارتفاع مستوى التضخم المحلي إلى انخفاض في قيمة العملة في سوق الصرف، بينما تؤدي حالة الركود إلى ارتفاع قيمة العملة، أي أن العلاقة بينهما هي علاقة عكسية.

- **الرقابة الحكومية:** تعد الرقابة التي تفرضها الحكومة على النشاط الاقتصادي العامل الرابع من العوامل التي تؤثر في أسعار الصرف، فالحكومة يمكن أن تؤثر في سعر الصرف التوازني بطرق مختلفة، تتضمن:

✓ فرض القيود على الصرف الأجنبي.
✓ فرض القيود على التجارة الأجنبية.
✓ التدخل ببيع وشراء العملات في أسواق الصرف الأجنبي.
✓ التأثير على المتغيرات الكلية كالتضخم، معدلات الفائدة، ومستويات الدخل.

[1] النعيمي تايه عدنان، إدارة العملات الأجنبية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص 160.

الرقابة الحكومية على النشاط الاقتصادي من خلال فرض قيود على الصرف الأجنبي، والتجارة الخارجية، والتدخل في أسواق الصرف الأجنبي عن طريق بيع وشراء العملات.

- **التغير في الميزان التجاري:** توجد علاقة وثيقة بين الميزان التجاري وسعر صرف عملة البلد، فعندما ترتفع قيمة الصادرات نسبة إلى الواردات ستتجه قيمة العملة إلى الارتفاع نتيجة لتزايد طلب الأجانب عليها. وما يمكن استنتاجه هو أن سعر الصرف يرتبط بعلاقة طردية بالميزان التجاري، فكلما كان التصدير أكبر من الاستيراد كلما أدى ذلك إلى تحسين الميزان التجاري لصالح الدولة المصدرة وزيادة احتياطي الدولة من العملات الأجنبية.
- يعد **الدخل** من المؤثرات المهمة في أسعار الصرف، النظام النقدي العالمي، نظام سعر الصرف، عمليات المضاربة، السياسة الضريبية، التقدم التكنولوجي.
- **الإشاعات والتوقعات المستقبلية:** تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة، فأحيانا تصدر بعض الإشاعات من بعض المتعاملين حول مستقبل عملة ما، ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير ولا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها. فيرتفع أو ينخفض سعر صرف العملة حسب طبيعة الخبر أو الإشاعة، وحسب مدى تجاوب المتعاملين في السوق.
- **خبرة المتعاملين في أسواق الصرف:** عادة ما يقوم المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي بتحديد اتجاه الأسعار بناء على خبراتهم ومهاراتهم واتخاذ القرارات المناسبة بشأن هذه الانحرافات، وبناءً عليه فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين، فضلا عن ذلك فإن أسعار الصرف تتأثر أيضا بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة، كما تتأثر بحجم التزاماتهم القائمة فإن كانت كبيرة يتطلب اقناعهم بالتزامات اضافية تؤدي إلى تغير جذري في السعر ليغريهم بزيادة حجمها والعكس.

لا يوجد إجماع في الأدبيات المتعلقة بالعوامل التي تؤثر على أسعار الصرف وتقلباتها وطريقة حصرها بدقة، وعادة يمكن تقسيمها إلى مجموعتين: العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية، حيث نميز في المجموعة الأولى العوامل الطويلة والقصيرة الأجل لتحليل تأثير العوامل المختلفة على سعر الصرف، كما يجب أن تؤخذ القيم النسبية في الاعتبار فيما يتعلق بالوضع في الخارج– لا سيما في البلدان الشركاء

التجاريين الرئيسيين-، ويمكن إيجاز العوامل التي تؤثر على تقلبات أسعار الصرف بصورة مختصرة في الجدول رقم (03) كما يلي:[1]

الجدول رقم (2-3): العوامل التي تؤثر على تقلبات أسعار الصرف.

العوامل الاقتصادية	
في الأجل القصير	- معدل النمو الاقتصادي. - معدل التضخم. - سعر الفائدة المحلي والأجنبي. - ميزان الحساب الجاري وحساب رأس المال. - المضاربة على العملات.
في الأجل الطويل	- مستوى التنمية الاقتصادية للبلاد. - القدرة التنافسية للاقتصاد. - التنمية التقنية والتكنولوجية. - حجم الديون الخارجية. - عجز الميزانية. - الأسعار المحلية والأجنبية النسبية. - تدفقات رأس المال.
العوامل الغير الاقتصادية	
- المخاطر السياسية (مثل مخاطر الصراع المسلح). - الكوارث الطبيعية. - نهج سياسة والعوامل النفسية.	

المصدر: غربي سي لاخضر يسين، مرجع سبق ذكره، ص 17.

[1] غربي سي لاخضر يسين، علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر: دراسة قياسية تحليلية (1970-2015)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: دراسات اقتصادية ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2019/2018، ص 16.

المطلب الثالث: سياسات الصرف الأجنبي، أهدافها وأدواتها

تعتبر سياسات أسعار الصرف آلية فعالة لحماية الاقتصاد المحلي للدولة من الصدمات الخارجية والداخلية، ويتوقف تأثير هذه السياسات على مدى استقرار السعر الأمثل الذي يتوقف على نظام سعر الصرف القائم في الدولة، كما أن سياسات أسعار الصرف تعد جزءا من السياسة الاقتصادية تسمح بتحقيق أهداف التشغيل الكامل، النمو، استقرار الأسعار والتوازن الخارجي، وتعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.

تعتبر سياسة الصرف جزءا من السياسة الاقتصادية حيث يؤدي سعر الصرف دورا حاسما ومهم في تحقيق التوازنات الكلية باعتباره جزءا لا يتجزأ من السياسة الاقتصادية، وذلك من خلال ارتباطه المباشر وغير المباشر مع متغيرات الاقتصاد الكلي وباعتباره أداة من أدوات تدعيم فعالية السياسة النقدية والسياسة المالية فقد لعب دورا هاما في تحديد الفعالية الكلية للاقتصاد.

سنحاول في هذا المطلب التعرف على سياسة سعر الصرف بشكل دقيق لفهم أعمق لأثارها على النشاط الاقتصادي وفي تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للبلد.

أولا: مفهوم سياسة سعر الصرف

يمكن تعريف سياسة سعر الصرف على أنها الطريقة التي تدير بها الدولة عملتها بالنسبة إلى العملات الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي حيث أن عملية صياغة سياسة سعر الصرف تتطلب توازن بين الأهداف المختلفة والمتضاربة في بعض الأحيان من خلال النظر في دور سعر الصرف في تعزيز القدرة التنافسية للسلع المنتجة محليا إلى جانب الآثار المترتبة للقوة الشرائية الدولية للعملة، وعلى الأخص أثر التغيرات في سعر الصرف على التضخم المحلي.[1]

تتمثل سياسة الصرف الأجنبي في مختلف الإجراءات التي يمكن للسلطات النقدية أن تتخذها في ظل أي نظام تعتمده قصد توجيه عملتها المحلية خدمة لاقتصادها وبرامجها التنموية والتي ترمي في مجملها تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي وتعتبر سياسة الصرف سياسة اقتصادية تتزايد أهميتها يوما بعد يوم. وتختلف من دولة إلى أخرى حسب الأهداف والأولويات والأنماط الاقتصادية المختلفة لكل دولة.

[1] غربي سي لاخضر يسين، مرجع سبق ذكره، ص 96.

هي سياسة اقتصادية تظهر أهميتها في كثير من الاستخدامات والمجالات تلجأ لها الدول من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف، كتنمية الصناعة المحلية، التشغيل، توزيع الدخل، تخصيص الموارد، محاربة التضخم وتعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف ضبط وتسيير الاقتصاد ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.[1]

أضحت سياسة سعر الصرف، سياسة اقتصادية قائمة بذاتها تنتهجها الدولة في سبيل التأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية، كنظام الأسعار، حجم التجارة الخارجية، ووضع ميزان المدفوعات، بل وأصبحت آلية تستخدمها كذلك لمعالجة الاختلالات التي يمكن أن تؤثر على الأداء الاقتصادي، خاصة في ظل التحديات التي تفرضها شروط التبادل التجاري.

وتعتبر سياسة سعر الصرف من أهم السياسات الاقتصادية في الوقت الحالي، إذ أنها تعبر عن مجموع التوجيهات والتصرفات السلطات النقدية والتي لها انعكاسات على نظام وواقع سعر الصرف. كما تعتبر سياسة سعر الصرف أهم مجالات السياسة الاقتصادية والتي تتخذ من معطيات سعر الصرف موضوعا لتدخلها معتمدة في ذلك على العلاقة الموجودة بين سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الأخرى.[2]

تعد سياسة سعر الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية لبلدان العالم بهدف إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.[3]

كما أنها تعتبر من أهم السياسات الاقتصادية التي تأخذ من معطيات سعر الصرف موضوعا لتدخلها معتمدة في ذلك على العلاقة الموجودة ببن سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الأخرى، فهدفها الرئيسي والشامل هو تحقيق الرفاهية العامة، فهي تسعى إلى تحقيق معدل نمو اقتصادي جيد والبحث عن التشغيل الكامل والتوازن الخارجي، والتحكم في التضخم.[4]

---

[1] بن عبيزة دحو، سياسة سعر الصرف والنمو الاقتصادي: دراسة اقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس سيدي بلعباس، 2017/2016، ص 70.

[2] بعلول نوفل، أثر نظام سعر الصرف على ميزان المدفوعات الجزائري: دراسة مقارنة مع مجموعة من الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2018/2017، ص 41.

[3] حميدات محمود، مدخل للتحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 105.

[4] بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013-2014، ص 101.

ثانيا: أهداف وأدوات سياسة سعر الصرف

- **أهداف سياسة سعر الصرف**

تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف من أجل تحقيق أهداف الدولة التي من بينها:

تهدف سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، والتي يكون في مضمونها أهداف اقتصادية، إلا أنها قد تكون استراتيجية كحماية قطاع ما، أو اجتماعية كالمحافظة على القدرة الشرائية للمجتمع، أو سياسية كتوثيق للعلاقات مع دولة ما أو العكس، وأهم الأهداف المستهدفة من طرف واضعي سياسة سعر الصرف ما يلي:

- **تنمية الصناعات المحلية**

يمكن للبنك المركزي أن يعتمد سياسة تخفيض سعر الصرف أو رفعه من أجل توجيه قطاع التجارة الخارجية وجلب رؤوس الأموال الأجنبية،[1] التقليل من الواردات والرفع من الصادرات ومنه تشجيع ودعم الصناعة المحلية وتنميتها.[2] مثلما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة تخفيض العملة لحماية سوقها المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات أي الرفع من الصادرات. وأيضا قام البنك الفيدرالي الألماني عام 1948 بتخفيض للعملة مما شجع الصادرات، وفي مرحلة ثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية.

- **تخصيص الموارد**

من خلال اعتماد سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير) وهذا ما يعمل على توسع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد السلع القابل للتصدير كبير وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها،[3] ويزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا من خلال استراتيجية إحلال الواردات، والسلع التي يمكن تصديرها، وهكذا ينعكس أثر تغيير

[1] بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية–دراسة حالة الجزائر–، مرجع سبق ذكره، ص 64.

[2] بن عبيزة دحو، مرجع سبق ذكره، ص 71.

[3] بعلول نوفل، مرجع سبق ذكره، ص 42.

سعر الصرف الحقيقي في إعادة تخصيص الموارد في أسواق عوامل الإنتاج، إذ يؤدي انخفاضها إلى زيادة استخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للاستيراد.[1]

- **توزيع الدخل**

يؤدي سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية، فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعة) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال. وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فيؤدي ذلك إلى تقلص استثمارها، وبهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي يلجأ أصحاب القرار أحيانا إلى اعتماد أسعار صرف متعددة: سعر الصرف للصادرات التقليدية، سعر صرف للواردات الغذائية .... الخ.

- **الحفاظ على قيمة العملة ومقاومة التضخم**

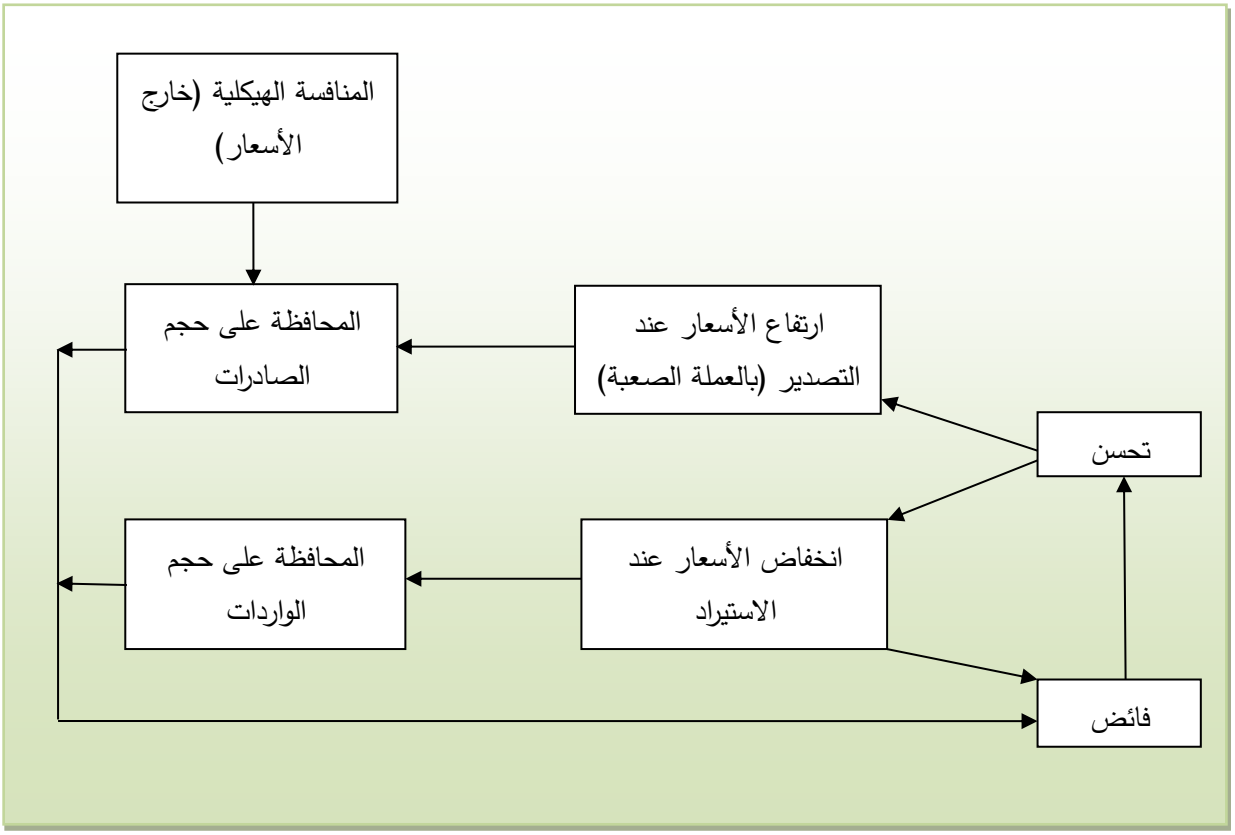
يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى التنافسية المؤسسات والحفاظ على القدرة الشرائية للمجتمع، ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط وهذا ما يمكن المؤسسات من عوائد إنتاجية وإنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتها. تقوم هذه السياسة لغرض المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية بالتنسيق مع السياسة النقدية التي تهدف إلى تخفيض معدلات التضخم.[2]

وتم اعتماد هذه السياسة من قبل فرنسا سنة 1983 لغرض مجابهة التضخم وسميت بظاهرة الحلقة الفاضلة **(Vertueuse)** للعملة القوية ويتم شرحها من خلال الشكل الموالي:

[1] بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية–دراسة حالة الجزائر–، مرجع سبق ذكره، ص 63.

[2] بعلول نوفل، مرجع سبق ذكره، ص 42–43.

الشكل رقم (2-3): الحلقة الفاضلة للعملة القوية



المصدر: عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره، ص132.

- **أدوات سياسة سعر الصرف**

لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تعتمد السلطات النقدية على عدة وسائل وأدوات، ومن أهم الوسائل المستخدمة في إطار سياسة الصرف من أجل تحقيق أهداف الاقتصاد الوطني أهمها ما يلي:

- **تعديل سعر صرف العملة**

إن السلطات النقدية في ظل تعديل ميزان المدفوعات تلجأ للتأثير على العملة المحلية إما بتخفيض قيمتها النقدية أو إعادة تقويمها وهذا في ظل نظام سعر الصرف الثابت أما في ظل نظام سعر الصرف المرن فتعمل على التأثير على تحسين أو تدهور قيمة العملة.[1]

[1] بعلول نوفل، مرجع سبق ذكره، ص 41.

تقوم بعض الدول بتعديل سعر صرف عملتها مقارنة بعملات الدول الأخرى، وذلك لمعالجة الخلل في ميزان المدفوعات، حيث تلجأ العديد من الدول إلى استعمال سياسة تخفيض قيمة عملتها لحل مشكلة العجز في ميزان المدفوعات، ففي فترة الكساد العالمي عانت الكثير من الدول من العجز في ميزان المدفوعات، فقامت بعض هذه الدول علاج هذه المشكلة عن طريق تخفيض قيمة عملتها حتى تخفف الضغط على ميزان المدفوعات.

فتخفيض القيمة الخارجية لعملة دولة معينة يؤدي إلى انخفاض أسعار سلعها مقومة بوحدات النقد الأجنبية مما يؤدي إلى تنشيط الصادرات، كما أن أسعار السلع الأجنبية مقومة بعملة تلك الدولة تصبح مرتفعة مما يؤدي إلى الحد من الواردات، وتتوقف النتيجة النهائية لسياسة تعديل سعر الصرف عملة ما على مدى مرونة طلب وعرض صادراتها وواردتها، فإذا كان الطلب الخارجي على صادرات الدولة التي قامت بالتخفيض مرنا وكان العرض من منتجاتها المعدة للتصدير مرنا، فإن قيمة تخفيض العملة يؤدي إلى زيادة الصادرات.[1]

- **استخدام سعر الفائدة**

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة أسعار الفائدة المرتفعة لتعويض خطر انهيار العملة، في النظام النقدي الأوربي عندما اعتبر الفرنك أضعف من المارك الألماني، عمد بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من أسعار الفائدة الألمانية، إلا أن التكلفة المرتفعة للقرض تهدد النمو.[2]

ارتفاع سعر الفائدة في بلد ما يؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال إلى هذا البلد فيزيد الطلب على عملته المحلية ويرتفع سعر الصرف. حيث يحول المستثمرون رؤوس أموالهم إلى الدول ذات أسعار الفائدة المرتفعة. ويؤدي رفع أسعار الفائدة إلى الرفع من سعر العملة.

- **مراقبة الصرف**

تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة بالنسبة للمضاربين، ومن التدابير التي تعتمدها السلطات النقدية:

[1] بنين بغداد، مرجع سبق ذكره، ص 34.

[2] بن عبيزة دحو، مرجع سبق ذكره، ص 80.

– منع التسوية القبلية للواردات.

– الالتزام بإعادة العملات الأجنبية المحصل عليها في الخارج نتيجة التصدير ضمن فترة زمنية محدد.[1]

– تحديد المخصصات بالعملة الصعبة الموضوعة تحت تصرف المسافرين إلى الخارج قصد السياحة.

– تقسيم الحسابات البنكية إلى حسابات لغير المقيمين تستفيد من التحويل الخارجي للعملة، وحسابات للمقيمين لا يمكن عن طريقها تسوية المعاملات مع الخارج إلا بترخيص مرتبط بعملية تجارية أو مالية مبررة.[2]

– إقامة سعر صرف متعدد

يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة. ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة. أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو أدوات القطاعات المراد دعمها وترقيتها، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات غير الأساسية فتخضع لسعر الصرف العادي.[3]

يقصد بها إقامة مستويين أو أكثر لأسعار الصرف، يتناسب كل منهما مع طبيعة النشاط الذي يستخدم فيه، ويهدف سعر الصرف المتعدد إلى تشجيع بعض الأنشطة الاقتصادية والحد من بعضها الآخر تحقيقا لأهداف اقتصادية محددة، ويمكن أن يكون هذا السعر مرتفعاً لطالبي العملات الأجنبية لغرض استيراد السلع الكمالية ومنخفضاً أو مشجعاً لطالبي العملة لغرض استيراد السلع الضرورية كالغذاء والدواء، إلا أنه يؤخذ على هذا الأسلوب صعوبة إدارته لأنه يضع عدة أسعار صرف للعملة، وهذا أصعب من اعتماد سعر صرف واحد.

رغم عدم نجاح هذه الأداة في العديد من الدول التي طبقتها باعتبارها تؤدي إلى تذبذب أسعار الصرف والأسعار المحلية، إلا أنها نجحت على المدى القصير في بعض الدول النامية للحصول على أفضل مزايا التخصص والدعم لسعر الصرف.

[1] بن عبيزة دحو، مرجع سبق ذكره، ص 80.

[2] بنين بغداد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[3] لحلو بخاري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 127.

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل أهم أنظمة أسعار الصرف ودور البنك المركزي في تحديد وتوجيه سعر الصرف، حيث تم التطرق في **المبحث الأول** إلى ماهية سعر الصرف، لسعر الصرف أهمية كبيرة في اقتصاديات جميع الدول فهو أداة ربط بين مختلف اقتصاديات الدول والوسيلة الأساسية لتسوية المدفوعات الدولية. حيث أن سعر الصرف يعبر عن العلاقة بين عملة دولة ما وبقية دول العالم، وعادة ما يتم التمييز بين عدة أشكال لسعر الصرف، كما أن أنظمة سعر الصرف مرت بعدة محطات في مراحل تطورها، التي تراوحت بين التثبيت الجامد والتعويم الحر، وبين هذا وذاك ما يزيد عن ستة أنظمة صنفت على أنها أنظمة وسيطة. وحاولت الكثير من النظريات تفسير الاختلاف في أسعار الصرف بين البلدان، وكان لكل نظرية فرضيات مختلفة عن النظريات الأخرى، وكان لكل نظرية نتائج مختلفة عن النظريات الأخرى، ومنها نظرية تعادل القوة الشرائية التي فسرت تحركات أسعار الصرف إلى المدى الطويل، ونظرية تعادل أسعار الفائدة التي بينت العوامل المؤثرة إلى أسعار الصرف في المدى القريب ونظرية كمية النقود ونظرية الأرصدة...إلخ.

تم التطرق في **المبحث الثاني** إلى سوق الصرف الأجنبي، يتم تداول مختلف العملات في سوق الصرف أين يتم بيع وشراء العملات الدولية، حيث يتحدد سعر الصرف في سوق الصرف تبعا لعاملي العرض والطلب على العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية. ويتدخل في سوق الصرف مجموعة من الوكلاء نتيجة الأوامر التي ترسل لهم من أصحاب الحاجة لمختلف العملات، ومن الأطراف المشاركة فيه البنوك والمؤسسات المالية، السماسرة، الوسطاء المعتمدين والبنك المركزي، فهو يخضع لسلوكيات هؤلاء المتعاملين والذين تتعدد أهدافهم التي تسعى دائما إلى تعظيم الربح والعزوف عن المخاطرة من خلال اتخاذ وضعيات وسلوكيات معينة من تحكيم أو تغطية أو مضاربة.

وبعد التطرق في **المبحث الثالث** إلى تقلبات سعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه، سياسات الصرف الأجنبي. اتضح أن تقلبات سعر الصرف تشير إلى جميع التحركات والتغيرات التي تكون فعالة في انخفاض قيمة العملة أو ارتفاعها. وعادة ما يتم التمييز بين ثلاث حالات لتقلبات سعر الصرف، تقلبات غير منتظمة، تقلبات دورية شبه منتظمة، وتقلبات هادفة أو مخططة. ويتعرض سعر الصرف لتغيرات وتقلبات مستمرة نتيجة لعدة عوامل اقتصادية وغير اقتصادية. حيث توجد العديد من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر في العرض والطلب على العملة الأجنبية، والذي بدوره يؤدي إلى التأثير على أسعار الصرف الأجنبي. وتعتبر سياسة سعر الصرف من بين أهم أدوات السياسة الاقتصادية التي تعتمد عليها الدول لإدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.

الفصل الثالث: فعالية تدخلات البنوك المركزية في إدارة سوق الصرف

تمهيد

أصبحت التدخلات في سوق الصرف الأجنبي بارزة بشكل متزايد. حيث يعتبر تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف أحد السمات البارزة التي تميز البلدان التي تحولت من نظم الصرف الثابتة الى النظم المرنة لاسيما عقب انهيار نظام "بروتين وودز" لأسعار الصرف الثابتة العام 1973. كما أصبح صناع السياسات، وخاصة في صندوق النقد الدولي (IMF)، أكثر انفتاحاً على تطبيق تدخلات سوق العملات الأجنبية كأداة سياسية من ذي قبل، وأصبحت البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم ترى هذه الأداة كجزء لا يتجزأ من مجموعة أدواتها وتطبقها وفقا لذلك.

وقد دفعت التقلبات المتزايدة في أسعار الصرف وابتعاد سعر الصرف الاسمي عن مستواه المتوازن والاختلالات الطويلة في الحساب الجاري وارتفاع حركة رأس المال في دفع معظم البنوك المركزية (مثل بنك اليابان، إنجلترا ومعظم الاقتصادات الناشئة في أمريكا اللاتينية) بإدارة سعر الصرف بدلا من تركه حرا، أين تستخدم على نطاق واسع التدخل في سوق الصرف الأجنبي ويعتبر هذا التدخل أداة ضرورية لتخفيف التقلبات قصيرة الأجل ومنع التقلبات الغير مبررة في سعر الصرف بدلا من تحديد مستوى لها، ومواجهة اضطراب السوق، تصحيح اختلال سعر الصرف الاسمي عن مستواه الحقيقي، الحد من تمرير تقلبات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية والحفاظ على معدل الصرف المستهدف، وأثاره العكسية على الاقتصاد الكلي، كما أشارت لذلك العديد من الأدبيات الاقتصادية التي اهتمت بهذا الموضوع والتي تبين أن التدخلات في سوق الصرف الأجنبي يمكن أن يكون لها آثار إيجابية على الاقتصادات التي تطبقها.

وتستخدم احتياطيات الصرف الأجنبي على نطاق واسع كوسيلة رسمية للتدخل في أسواق الصرف الأجنبي لضمان استقرار سعر صرف العملة.

على ضوء ما تقدم سنقوم بتخصيص هذا الفصل لدراسة فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف على سعر الصرف الذي نتناول فيه ثلاث مباحث نقوم بعرضها كالتالي: يتطرق المبحث الأول إلى تبيان نظرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، أما المبحث الثاني، فيهتم بدراسة قنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف، يليه في الأخير المبحث الثالث الذي نتناول فيه دور البنك المركزي في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي.

المبحث الأول: نظرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي.

يعتبر سعر الصرف من أهم الأسعار المستخدمة كأداة من أدوات السياسة الاقتصادية وفي تحقيق الاستقرار الاقتصادي، لذلك فإن البنوك المركزية في جميع البلدان تأخذ على عاتقها مراقبة سوق الصرف عن كثب وتتخذ الإجراءات الكافية للحد من التقلبات الحادة في سعر صرف عملاتها إذا دعت الضرورة إلى ذلك تتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف لتحقيق أهداف معينة، حيث تسعى البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم إلى المحافظة على استقرار سعر الصرف من خلال التدخل في سوق الصرف مستخدمة عدة تقنيات.

المطلب الأول: مفهوم ودوافع تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي.

في هذا المطلب سيتم التعرف على ماهية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، مع إبراز أهم المبررات التي تدفع إلى ذلك.

أولا: مفهوم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف

التدخل في صرف العملات الأجنبية هو ممارسة السلطات النقدية أو وزارات المالية لشراء وبيع العملات الأجنبية للتأثير على أسعار الصرف. ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، تتعاون وزارة الخزانة الأمريكية والاحتياطي الفيدرالي بشكل عام في قرارات التدخل في صرف العملات الأجنبية، وعادة ما يقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك بإجراء مثل هذه العمليات نيابة عن كليهما.[1]

ويعرف التدخل على أنه "قيام البنك المركزي بشراء أو بيع أصول بالعملات الأجنبية في سوق الصرف وذلك من أجل التأثير على سعر صرف عملته سواء برفعه أو خفضه". وعموما يتم هذا التدخل عن طريق:

- تبادل عملة محلية مقابل عملة أجنبية؛
- تبادل عملة وطنية مقابل أذون الخزينة الأجنبية؛
- تبادل أذون الخزينة المحلية مقابل أذون الخزينة الأجنبية.[2]

[1] Neely Christopher J, A foreign exchange intervention in an Ere of Restraint. Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, 93 (5), 2011, pp 303-324, p. 304.

[2] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

يعرف التدخل بشكل ضيق على أنه أي بيع أو شراء رسمي للأصول الأجنبية مقابل الأصول المحلية في سوق الصرف الأجنبي. وبشكل عام، فإن التدخل في سوق الصرف الأجنبي هو أي معاملة أو إعلان من قبل وكيل رسمي للحكومة يهدف إلى التأثير على قيمة سعر الصرف.[1]

ويحدث التدخل الرسمي في سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي عندما تقوم السلطات بشراء أو بيع العملات الأجنبية، عادة مقابل عملتها الخاصة من أجل التأثير على سعر الصرف.[2]

إن التدخلات الرسمية في سوق الصرف الأجنبي (فوركس) هي عمليات بيع أو شراء الأصول الأجنبية بهدف التأثير على المستوى و/ أو تقلب سعر الصرف. وإذا اعتبر البنك المركزي أن سعر الصرف انحرف بشكل مفرط عن توازنه، فإنه يبيع (يشتري) العملة المحلية خلال فترات الضغوط التصاعدية (التنازلية).[3]

بمعنى أن التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي يحدث عندما تقوم سلطات البنوك المركزية بشراء أو بيع الدولار الأمريكي، عادة مقابل عملاتها الخاصة، من أجل التأثير على مستوى سعر الصرف المحلي.

إن نطاق هذه التدخلات هو خفض التقلبات المتوقعة أو الفعلية في أسواق العملات الأجنبية. فإذا انخفضت قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي، يتدخل البنك المركزي ببيع الدولار الأمريكي، وإذا ارتفعت قيمة الدينار الجزائري، يشتري البنك المركزي الدولار الأمريكي.

قد يكون التدخل في سوق الصرف أما من جانب واحد أو بالتنسيق مع بنوك مركزية أخرى. فعلى سبيل المثال خلال الأزمة المالية العالمية 2008 قامت مجموعة السبعة بتنسيق تدخلاتها في أسواق الصرف في عدة مناسبات وهذا بغرض الحد من التقلّبات الشديدة في أسعار صرف العملات الرئيسية لاسيما اليورو والدولار.[4]

تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لأسباب مختلفة وبأساليب مختلفة ووفقا لنظام سعر الصرف المتبع في البلد حيث إن لطبيعة نظام سعر الصرف أهمية بالغة في تحديد نمط هذا التدخل من حيث مقداره وتوقيته.

---

[1] Chipili Jonathan Mpundu, Central bank intervention and exchange rate volatility in zambia. *Journal of African Business, 15*(2), 2014, p. p 114-121, p117

[2] Sarno L., Taylor, M. P, Official intervention in the foreign exchange market : Is it effective and, if so, how does it work ? *Journal of Economic Literature, 39*(3), 2001, p. p 839-868, p. 839.

[3] Broto Carmen, the effectiveness of forex interventions in four Latin American countries, Emerging Markets Review, Vol 17, 2013, p. p 224–240, p 224.

[4] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

غالبا ما يهدف التدخل في سوق الصرف في ظل نظام الصرف الثابت إلى تقليص الفجوة بين العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين من خلال التّحديد المسبّق لتوقيت التدخل وحجمه. تظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت، وبالمقابل في ظل النظام العائم يتوقف تحديد سعر الصرف على آليات العرض والطلب على العملات في سوق الصرف مع الغياب التام لتدخل السلطات النقدية في السوق من أجل مساندة عملتها المحلية أو اتخاذ قرارات اقتصادية مدفوعة باعتبارات تتعلق بسعر صرف عملتها.[1]

إلا أن النظام العائم يتخلله في حالات واردة قفزات عالية لأسعار الصرف، ومن هذا المنظور فإن القليل من الاقتصاديات التي قد صرحت بأنها تتبنى أنظمة عائمة فإنها تترك عملاتها عائمة بحرية تامة، وهذه الظاهرة تسمى بالتخوف من التعويم.[2]

ففي ظل التحرك نحو نظام الصرف المرن فان التدخل سيكون على أساس اختياري أو استنسابي، كما يقتضي صياغة سياسات تحكم تدخلات البنك المركزي، وتعنى أساسا بأهداف التدخل ومقداره وتوقيته.

أما في النظام الوسيط تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف كأحد الأطراف المشاركة فيه للتأثير على الأسعار من خلال إدارة احتياطاتهما الرسمية، إلا أنه ينُظر إلى البنوك المركزية على أنها أطراف هامشية، لا تتدخل إلا لإعادة التوازن بما يتماشى مع أهداف الاقتصاد الكلي.[3]

- **أهم أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي:**

الجدول رقم (3-1): أهم أنظمة الصرف ودرجة تدخل البنك المركزي

النظام	درجة تدخل البنك المركزي	مميزاته
التعويم الحر	عدم تدخل والحرية التامة لقوى السوق من الناحية النظرية رغم أن من الناحية العملية تدخل البنك المركزي عند الضرورة بدرجة محدودة جدا.	_استجابة سعر الصرف مباشرة للضغوط في سوق الصرف. _يتحدد سعر الصرف في سوق ما بين البنوك وعملائها أما في ظل

[1] Jean-Pierre Allegret, *Les régimes de change dans les marchés émergents,* Paris : librairie Vuibert, 2005, p. 13.
[2] Guillermo A. Calvo and Carmen M. Reinhart, Fear of floating, *The quality journal of economics,* vol. 117, no. 2, 2002, p.18.
[3] Nyahoho Emmanuel*, Finances internationales,* Canada : Presses de l'Université du Québec, 2éme édition, 2002, p.93.

		سوق المزادات حصة الصادرات وخدمات يسدده البنك المركزي بالسعر السائد.
التعويم المدار	يقوم البنك المركزي وليس السوق بتحديد سعر الصرف وتدخله يكون للحد من تقلبات سعر الصرف والتأثير على ميزان المدفوعات.	تتدخل في تحديد سعر الصرف عوامل تقدير منها: سعر الصرف الفعلي الحقيقي، الاحتياطات الصرف، معدلات التضخم، رصيد ميزان المدفوعات.
نظام الربط المقيد (سلة عملات والربط بعملة واحدة)	يحاول البلد تثبيت قيمة عملته بربطها بعملة رئيسية مثل الدولار واليورو أو سلة عملات تختار وفقا لمعايير معينة.	_يتم تبني هذا النوع من الأنظمة من قبل البلدان التي لديها ضعف في الجهاز المصرفي. _يوفر معدلات تضخم منخفضة نسبيا. _أسعار فائدة اقل في ظل تثبيت سعر الصرف.
مجلس العملة	يتم استبدال عملة محلية بعملة أجنبية عند معدل ثابت لا يقبل التغيير، ويفقد البنك المركزي دوره كمقرض الملاذ الأخير.	_التزام سياسي وقانوني من قبل السلطات النقدية بتثبيت سعر الصرف. _معدلات فائدة منخفضة ومستقرة. _ترتبط درجة مصداقية هذا النظام بامتلاك البنك المركزي احتياطا رسميا من العملة الاجنبية يكفي لتغطية على الاقل نسبة 100 % من عرض النقود.

المصدر: رنان راضية، دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل التعويم المدار خلال الفترة 2000-2013، مجلة الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 12، العدد 2، 2015، ص ص 274-286، ص 277.

ثانيا: دوافع ومبررات تدخل البنك المركزي في سوق الصرف

من أجل تقييم فعالية التدخل، يجب التعرف على دوافع أنشطة البنوك المركزية في هذا المجال. حيث هناك أسباب رسمية تدعو البنك المركزي والسلطات النقدية التدخل بشكل رئيسي في أسواق الصرف الأجنبي، تتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي من أجل تحقيق مجموعة متنوعة من الأهداف الاقتصادية، حيث أن الدوافع الحقيقية وراء التدخل في سوق الصرف؛ هي سعي البنوك المركزية للتأثير على مستوى سعر الصرف (تستهدف مستوى أسعار الصرف)، أو التأثير على سرعة معدل ارتفاع قيمة العملة أو انخفاضها، واحتواء التقلبات في سعر الصرف، أو تؤثر على حجم احتياطيات الصرف من العملات الأجنبية، وهي من أكثر أولويات البنوك المركزية.

يتكون سوق الصرف الأجنبي من سوق التداول بالجملة بين البنوك، حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين، وسوق للتداول بالتجزئة حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين والعملاء النهائيين وفي ظل الترابط بين الأسواق الدولية، فعادة ما تستند العمليات الرسمية لشراء وبيع العملات الأجنبية بهدف سد فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي، عند سعر معين إلى قواعد محددة، غير أن طبيعة سعر الصرف المتبع من طرف الدول، يعتبر الأساس الاقتصادي في تبرير تدخل الدولة من خلال السياسة النقدية في استدراك الاختلالات المتعلقة بالتدخل، ففي ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق الصرف الأجنبي، إما على أساس اختياري أو تقديري، مع بقاء السلطات النقدية قادرة على التدخل لتصحيح الاختلالات في سوق الصرف الأجنبي.

غير أن الأسباب الاقتصادية المبررة للبنوك المركزية في التدخل في سوق الصرف الأجنبي، تختلف من دولة إلى أخرى، ومن اقتصاد إلى آخر حيث يتم هذا التدخل بهدف التأثير على مستويات سعر الصرف، أو قيمة العملة سواء بارتفاعها أو انخفاض قيمتها، أو تغطية التقلبات في سعر الصرف.

وتتمثل أهم الدوافع والمبررات المعلنة رسميا لتدخل البنك المركزي في سوق العملات الأجنبية فيما يلي:

1- **تصحيح اختلالات أسعار الصرف:** يعتبر هذا الدافع حاسم بالنسبة للسلطات النقدية سبب التداعيات التي يحدثها اختلال سعر الصرف على الاقتصاد الكلي.

تتضمن اختلالات أسعار الصرف العديد من النتائج المترتبة على سلوك سعر الصرف. فإلى جانب دوره كممتص للصدمات الاقتصادية الطبيعية، فإن استقرار سعر الصرف الاسمي والحقيقي (التوازن) أمر ضروري للاقتصادات. ويشير استقرار سعر الصرف الاسمي إلى الاستقرار الاقتصادي، خاصة عندما تكون المصداقية مفقودة. وقد تؤدي الحركات المفاجئة قصيرة الأجل في أي من الاتجاهين إلى تعريض مراكز الديون والودائع المقومة بالعملة الأجنبية للخطر. ويحدد الاستقرار الحقيقي، والأهم من

ذلك بكثير، توازن سعر الصرف الحقيقي المستقر، القدرة التنافسية الدولية للبلاد وتعرضها للمخاطر وفي حين أن سعر الصرف الحقيقي المقدر بأقل من قيمته الحقيقية قد يخلق ضغوطاً غير متوازنة، فإن سعر الصرف الحقيقي المبالغ في قيمته الحقيقية قد يقوض القدرة التنافسية للمنتجين المحليين في السوق العالمية. وفي كل الأحوال، يعمل استقرار سعر الصرف الاسمي والحقيقي (التوازن) على تقليل خسائر الرفاهة، المرتبطة بعدم التوافق بين العملات. لذلك يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف لتصحيح هذا الاختلال في سعر الصرف والتحكم في سلوكه.

2- **تهدئة الأسواق المضطربة:** كما تمنح البنوك المركزية أهمية كبيرة لتهدئة هيجان أسواق الصرف التي تكون غالبا مكان اختفاء السيولة والتطاير المفرط لأسعار الصرف.

قد ينجم هذا الاضطراب بسبب عدم كفاية أو عدم تساوي الباعة والمشتريين في أسواق الصرف ما يخلق مشكل نقص سيولة السوق، وتبعا لذلك سيواجه وسطاء السوق صعوبة في التوفيق بين موردي العملات الأجنبية والمستخدمين النهائيين لها، ومن ثم يمكن أن يؤدي استمرار هذه الاضطرابات إلى انعكاسات خطيرة على الاقتصاد الحقيقي مثل: تسارع في تغيرات سعر الصرف، اتساع الفروق بين سعري الشراء والبيع، ارتفاع كبير في رقم أعمال سوق ما بين البنوك على حساب سوق التجزئة (البنوك-الزبائن). وعليه يتدخل البنك المركزي لمعالجة هذه الاضطرابات.[1]

3- **تراكم احتياطيات الصرف:** غالبا ما كان تراكم الاحتياطي من أولويات البنك المركزي، لا سيما في أعقاب حدوث أزمة العملة،[2] حيث بعد الأزمة المالية الأسيوية، قامت العديد من البنوك المركزية بتجميع احتياطات؛ ركزت الأزمة الضوء على الدافع الاحترازي للاحتفاظ بالاحتياطات وقيمتها التأمينية في مواجهة ضغوط العملة.[3] من أجل بناء الثقة لدى المستثمرين وتقوية القدرة على سداد الدين والوصول إلى الأسواق. يضاف إلى ذلك أنه عندما يتحول البلد إلى نظام الصرف المرن فهو بحاجة إلى إعادة تقييم سياسة إدارة احتياطاته الدولية، فمن جهة ستكون مستوى الاحتياطيات اللازمة للحفاظ على سعر صرف مرن أقل من تلك المطلوبة في ظل سعر صرف ثابت. وبالمقابل فان إلغاء الرقابة على حركة رؤوس الأموال بالموازاة مع مرونة الصرف، يمكن أن يخلق الحاجة إلى احتياطيات

[1] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 114-115.

[2] Basu Kaushik, Varoudakis Aristomene, How to move the exchange rate if you must : The diverse practice of foreign exchange intervention by central banks and a proposal for doing it better. The World Bank, Policy Research Working Paper Series, No.6460, 2013, p. 6.

[3] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Foreign exchange intervention : strategies and effectiveness, BIS Working Papers, No 499, Bank for International Settlements, 2015, p.6.

عالية لتعزيز ثقة الأسواق والتقليل من تقلّبات سعر الصرف، وتخفيض إمكانية حدوث الأزمات، وزيادة فعالية التدخل.[1]

وفقا لـ أدلر وامورا (2011) فإن ما نسبته 50 % من تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف خلال الفترة ما بين 2004-2010 كانت أهم دوافعها هي الرغبة في تراكم احتياطيات الصرف،[2] وغالبا ما يكون الهدف الذي تسعى إليه من وراء ذلك هو الدواعي الوقائية والاحترازية لمواجهة الظروف الاستثنائية من أجل الوفاء بهدف محدد متعلق بسعر الصرف.

وقد اعتُمدت هذه السياسة من قبل السلطات النقدية في تشيلي، والمكسيك وجنوب افريقيا التي أعلنت بوضوح عن عزمها تكوين وتراكم احتياطيات الصرف.

4- تزويد السوق والاقتصاد بصفة عامة بالصرف الأجنبي (ضمان السيولة): تتدخل البنوك المركزية أيضاً في سوق الصرف لضمان السيولة الكافية في السوق من أجل ضمان فعالية عمل السوق وتجنب الضغوط المالية، حسب بنك التسويات الدولية (2013) خلال الأزمة المالية لعام 2008، فإن أكثر من نصف عدد البنوك المركزية الكبرى تدخلت لضخ السيولة في سوق الصرف.[3] ففي البلدان النامية غالبا ما يكون البنك المركزي هو وكيل القطاع العام الذي يعتبر المصدر الأول للحصول على النقد الأجنبي (تصدير السلع الأساسية، الاقتراض الخارجي، الحصول على معونات بالنقد الأجنبي)، وعليه يكون البنك المركزي هو العارض الرئيسي وبشكل دوري لهذا النقد في أسواق الصرف.[4]

يرتبط نجاح تخفيض اختلال سعر الصرف وتهدئة الأسواق بفعالية تدخلات الصرف وكفاءة السلطات النقدية في الاحاطة بأهم قنوات التأثير التي تصطدم بمؤشرات مصداقية استشراف المستقبل للسياسة النقدية وسعر الصرف.

يعد التدخل في أسواق الصرف السمة المميزة للبلدان النامية كونها تتبنى في معظمها أنظمة التعويم المُوجه الأمر الذي يفرض عليها التدخل الدوري من أجل الدفاع عن قيمة عملاتها أو الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف، أما في البلدان الصناعية التي تتبنى نظم التعويم الحر فتقل درجة التدخل باستثناء اليابان.

---

[1] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 115.

[2] Abbuy Kwami Edem, An empirical test for the effectiveness of central bank intervention in foreingn exchange markets : An application to the Canadian and Swiss Central Banks. *Journal of Economics and Political Economy, 5*(4), 2018, p.p 450-458, p. 451.

[3] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Op. Cit, p.6.

[4] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 115.

المطلب الثاني: أليات تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي

يفرض تعدد الأهداف على البنوك المركزية الاختيار بين عدة استراتيجيات التدخل ويشير King 2003 أنه يجب على السلطات النقدية أولا امتلاك معرفة معمقة للميكانيزمات التي تتحكم بوظيفة سوق الصرف وقدرتها في تراكم المعلومات والمؤشرات المحصلة واستعمالها بفعالية للطرق التحليلية والنماذج الاقتصادية في اتخاذ القرارات المتعلقة بالإستراتيجية المتبناة للتدخل.

عادة ما يتم التمييز بين أربع أليات رئيسة للتدخل وهي: التدخل المعقم، التدخل غير المعقم، التدخل المعلن (الشفهي)، والتدخل غير المعلن(السري).

1. التدخل المعقم

اعتمدت العديد من البلدان على سياسة التعقيم، والتي يمكن تعريفها على نطاق واسع بأنها العملية النقدية التي يتم من خلالها التعويض عن الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية بانخفاض في صافي الأصول المحلية، وبالتالي الحفاظ على القاعدة النقدية ثابتة. فهي تعتمد على فكرة جوهرية تشرح آلية التعويض بين النظراء النقديين (الأصول الأجنبية والمحلية على حد سواء) لعزل القاعدة النقدية بشكل فعال عن حركة رأس المال.[1]

ويعرف هذا النوع من التدخل على أنه قيام البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف للتأثير على سعر صرف عملته دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير حجم المعروض النقدي من النقود المركزية في الاقتصاد. أي أن هذا التدخل لا يتعارض ولا يؤثر على السياسة النقدية المنتهجة من قبل البنك المركزي، بمعنى يدع المعروض النقدي أو سعر الفائدة المحدّد كسياسات عامة دون تغيير.[2]

ويتم التعقيم من خلال معاوضة مشتريات أو مبيعات البنوك المركزية من النقد الأجنبي بعمليات السوق المفتوحة (مبيعات أو مشتريات السندات الحكومية).[3] وكمثال على ذلك قد يتدخل البنك المركزي في الجزائر لدعم الدينار من خلال استخدام حيازاته من النقد الأجنبي لشراء الدينار، وتؤدي هذه العملية إلى تقليص المعروض النقدي من الدينار وهو ما يعادل رفع أسعار الفائدة، وهي إجراءات قد تكون في غير صالح الاقتصاد إذا كان على حافة الانكماش. وعليه لإرجاع المعروض النقدي وسعر الفائدة لمستواهما الأصلي يقوم البنك المركزي بشراء السندات الحكومية (سندات الخزينة) في السوق المفتوحة لضخ دينارات.

[1] Aissa Djedaiet, Mohamed Tergou, The Algerian Bank′s Sterilization Policy and the Sustainability Problematic : Roberto Frenkel′s Scenarios (2005-2015), Journal of Al-Quds Open University for Administrative & Economic Research, Vol. (3), No. (9) June 2018, p 02.

[2] عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره، ص 115.

[3] أتيش غوش، إعادة العملات لوضعها الطبيعي، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008، ص 41.

يسمح التعقيم بفصل تأثيرات السياسة النقدية على سعر الصرف عن تأثيراتها على الأهداف الأخرى مثل التحكم في التضخم، دعم النشاط الاقتصادي، وتوفير السيولة في حال تعرض النظام المالي لأزمة سيولة. بمعنى آخر، يعمل التعقيم على منع توجيه السياسة النقدية بشكل كامل لتحقيق هدف سعر الصرف فقط من خلال رفع أو خفض سعر الفائدة، وذلك دون المساس ببقية أهداف السياسة النقدية الأخرى.

تكون التدخلات الرسمية معقمة عندما تقوم السلطات بشكل متزامن أو مع فارق زمني قصير جداً إجراءات لتعويض أو "تعقيم" التأثيرات المترتبة على التغير في حيازة الأصول الأجنبية على القاعدة النقدية المحلية.[1]

فإذا واجهت العملة المحلية اتجاهاً نزولياً واضحاً في قيمتها، يقوم البنك المركزي بشراء عملته الخاصة في سوق الصرف مقابل العملات الأخرى، ولتجنب أن ينجم عن العملية انخفاض في المعروض النقدي من العملة المحلية وحتى لا تسبب نقصاً في العملة المحلية التي تؤدي بدورها إلى رفع أسعار الفائدة المحلية، فإن البنك المركزي يعقم مشترياته عن طريق ضخ مبلغ مساوي من العملة المحلية في النظام المالي. في حين إذا كان البنك المركزي يواجه ارتفاعاً سريعاً في قيمة العملة، فإنه سيعمل على بيع عملته المحلية مقابل العملات الأخرى، ومن ثم إحداث زيادة في المعروض النقدي من العملة في سوق الصرف، الأمر الذي ينتج عنه كبحاً في ارتفاع قيمة العملة المحلية. وبالمثل لتعويض تأثير هذه المبيعات، فإنه يسحب نفس الكمية من العملة المحلية في النظام المالي.[2]

تقوم أغلب البنوك المركزية بشكل روتيني بـ "تعقيم" عمليات الصرف الأجنبي؛ أي أنها تشتري وتبيع السندات المحلية لعكس تأثير عملية الصرف الأجنبي على المعروض النقدي المحلي. على سبيل المثال، إذا اشترى بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك 100 مليون دولار من اليورو في عملية تدخل في الصرف الأجنبي، فإن القاعدة النقدية الأمريكية سوف تزيد بمقدار 100 مليون دولار في غياب التعقيم. وإذا كانت العوامل الأخرى متساوية، فإن أسعار الفائدة والأسعار سوف تتغير أيضاً. ولمنع حدوث تغييرات في أسعار الفائدة والأسعار المحلية، فإن بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك سوف يعقم التدخل. يبيع 100 مليون دولار من الأوراق المالية الحكومية ويمتص السيولة وسوف يتطلب التعقيم الكامل أيضاً أن يقوم البنك المركزي الأجنبي، البنك المركزي الأوروبي في حالة اليورو بعكس تأثير التدخل على سوق النقد الأجنبي تلقائياً من خلال زيادة المعروض من العملات الأجنبية من خلال

[1] Abbuy Kwami Edem, Op. Cit, p. 452.

[2] جبوري محمد، فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف دراسة قياسية لحالة الجزائر للفترة 1980-2015، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 80، 2019، ص. ص 30-49، ص 36-37.

عمليات السوق المفتوحة. إن التأثير الصافي لهذا الإجراء سوف يكون زيادة العرض النسبي من الأوراق المالية الحكومية الأمريكية في مقابل الأوراق المالية الأجنبية، ولكن مع ترك المعروض من النقود المحلية والأجنبية دون تغيير. ولأن التدخل المعقم بالكامل لا يؤثر على الأسعار أو أسعار الفائدة، فإنه لا يؤثر على سعر الصرف بشكل مباشر. ولكن التدخل الرسمي يؤثر على سوق الصرف الأجنبي بشكل غير مباشر من خلال قنوات مختلفة.[1]

وقد استخدمت العديد من البنوك المركزية التدخل المعقم، بما في ذلك بنك اليابان، وبنك الاحتياطي الأسترالي، والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، والبنك الوطني السويسري، والبنك الوطني، وبنك كندا ...وما إلى ذلك. ولقد كانت فعالية التدخل المعقم موضع تساؤل منذ فترة طويلة وما زال النقاش مستمراً. تؤثر التدخلات المعقمة على أسعار الصرف من خلال القنوات الافتراضية التالية: قناة رصيد المحفظة، وقناة الإشارات، وقناة تدفق الأوامر (البنية الدقيقة)، وقناة التنسيق، وقناة التداول الضجيج.. والتي سنتطرق لها بالتفصيل في المبحث الثالث.

2. التدخل غير المعقم

يحدث التدخل عندما تقوم السلطة النقدية بشراء (بيع) العملات الأجنبية، فإن هذا الإجراء سيؤثر على القاعدة النقدية (من خلال الزيادة للشراء أو النقصان للبيع)، وأسعار الفائدة، وتوقعات السوق، وسعر الصرف بشكل وثيق. ويسمى هذا النوع من التدخل بالتدخل غير المعقم.[2]

يكون تدخل البنك المركزي إما معقما (مع عمليات شراء متزامنة للفواتير التي لا تتأثر القاعدة النقدية) أو غير معقم (مع عدم شراء الأصول، وبالتالي التأثير على القاعدة النقدية). يؤثر التدخل غير المعقم على سعر الصرف من خلال التغيرات في عرض النقود، وتؤثر هذه التغييرات بدورها على سعر الفائدة، مما يجعل العملة أكثر أو أقل جاذبية للمستثمرين.[3]

التدخل غير معقم يكون عندما يقوم البنك المركزي بشراء أو بيع العملة الخاصة به بطريقة تستهدف مسار سعر الصرف دون اللجوء إلى تعويض التأثير المحدث على المعروض النقدي.[4]

التدخل غير المعقم يكون عندما يشتري (يبيع) البنك المركزي عملته الخاصة في مقابل عملة أجنبية، فإنه يقلل (يزيد) من كمية عملته المتداولة، مما يخفض (يرفع) المعروض النقدي المحلي. في حد

[1] Neely, Christopher J, An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Intervention, WORKING PAPER 2005-030B, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, 2005, p. 4-5.
[2] Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, Omri Abdelawhed, Sterilized intervention within a heterogeneous expectation exchange rate model: evidence from the reserve bank of Australia. The Australian Economic Review, 44(3), p.p 256-268, 2011, p. 256.
[3] Naef Alain, Blowing against the wind ? a narrative approach to central bank foreign exchange intervention. *EHES Working paper, No. 188*, 2020, p. 4.
[4] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 37.

ذاته، تؤثر هذه المعاملة على أسعار الصرف بنفس الطريقة التي تؤثر بها عمليات السوق المفتوحة المحلية العادية.[1]

التدخلات غير المعقمة لها تأثير على سعر الصرف من خلال التغيرات في العرض النقدي النسبي. فعندما تستخدم البنوك المركزية التدخل غير المعقم في سوق الصرف الأجنبي، فإنه يغير العرض النقدي المحلي. ويؤثر هذا التغير في عرض النقود على أسعار الفائدة ومستويات الأسعار على المدى القصير والتضخم على المدى الطويل. وبما أن البنوك المركزية تهدف عادة إلى تحقيق أهداف اقتصادية تتمثل في الحفاظ على أسعار الفائدة المناسبة، وانخفاض معدل البطالة ونمو الناتج المحلي الإجمالي، فإن التدخل غير المعقم غالبا ما يفرض صراعات على سياسات الاقتصاد الكلي.[2]

بشكل عام، هناك إجماع قوي على أن التدخل غير المعقم يمكن أن يؤثر على سعر الصرف على نحو مماثل للسياسة النقدية من خلال إحداث تغييرات في مخزون القاعدة النقدية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى إحداث تغييرات في المجاميع النقدية الأوسع، وأسعار الفائدة، وتوقعات السوق، وفي نهاية المطاف سعر الصرف.[3]

يمكننا التمييز بين التدخلات المعقمة، حيث يتم تحييد التأثيرات النقدية من خلال موازنة تدابير السيولة المحلية، والتدخلات غير المعقمة، التي تعمل على تغيير المعروض من النقود، ولا تؤثر التدخلات المعقمة على الأسعار أو أسعار الفائدة بشكل مباشر. ومن ناحية أخرى، تعمل التدخلات غير المعقمة على تغيير الفوارق في أسعار الفائدة ومن ثم سعر الصرف. وبالتالي تنطوي على ممارسة مشتركة للسياسة النقدية وسياسة سوق سعر الصرف.

وتوصلت الدراسات التجريبية حول فعالية كل من التدخلات المعقمة وغير المعقمة إلى نتائج متباينة؛

لقد كان الإجماع السابق يرى أن تدخل البنك المركزي لا يمكن أن يؤثر على أسعار الصرف، فقد تم تحدي هذا من خلال دراسات أحدث حول فعالية التدخلات المعقمة وغير المعقمة. في دراسة سيوك بارك (2008) وجد علاقة ارتباط موجبة بين اتجاه التدخل، المتوسط والتباين المشروط لعوائد سعر الصرف. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن التدخلات الكبيرة والمستمرة لها تأثير فعال يعمل على استقرار سوق الصرف، وفي ظل غياب هذه التدخلات، يصبح السوق عرضة لمزيد من التقلبات. وفي دراسة

[1] Neely Christopher J, An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Intervention, Op. Cit, p. 4-5.
[2] Mongkol Kulachet, Is intervention effective after all?, Journal of Economics and International Finance Vol. 3(1), pp. 29-36, 2011, p. 30.
[3] Sarno L., Taylor M. P, Op. Cit, p 841.

شملت مجموعة من البلدان تحلل 35 دولة، أظهر بلانشارد وأدلر وفيلهو (2015) أن التدخل المعقم يمكن أن يعيق ارتفاع قيمة العملة غير المرغوب فيه بسبب تدفقات رأس المال. في حين يرى فراتشير وآخرون (2019) أن التدخل فعال في أكثر من 80٪ من الحالات وفقاً لإدارة التقلبات. ومن خلال تقديم أدلة من 33 دولة، يزعمون أن تدخل البنوك المركزية كان فعالا في تحقيق الأهداف التي حددها صناع السياسات في الفترة من 1995 إلى 2011. ومن المثير للاهتمام، وبغض النظر عما قد يعتقده خبراء الاقتصاد الكلي، فإن محافظي البنوك المركزية أنفسهم، عندما شملهم الاستطلاع، يعتقدون عموما أن التدخل وسيلة فعالة للتأثير على أسعار الصرف.

وحيث يرى إيجيرت وكوماريك (2006) أن الدراسات تُجمع على نطاق واسع بأن التدخلات غير المعقمة تمارس تأثيراً فعالاً على سعر الصرف من خلال التغيرات المحدَّثة على المعروض النقدي المحلي.

يتفق أغلب الاقتصاديين على أن التدخل غير المعقم فعال في التأثير على سعر الصرف (لأنه يستلزم تغيير موقف السياسة النقدية)، ولكن الحجة لصالح فعالية التدخل المعقم أقل وضوحا على الأسس النظرية والتجريبية.

3. التدخل المعلن (الشفهي)

يكون هذا النوع من التدخل عن طريق التصريحات التي يدلي بها مسئولون بالغوا الأهمية في السلطة النقدية أو حواراتهم مع وسائل الإعلام، والتي غالبا ما يقوم المشاركين في السوق بإدخالها في توقعاتهم، وبالتالي تنعكس على تعاملاتهم وصفقاتهم في السوق. وتعتبر شبكة Reuters News أهم شبكة يتم اعتمادها من قبل مسئولي السلطة النقدية لنشر هذه التصريحات والحوارات ونقلها للجمهور بصفة عامة ولأسواق الصرف بصفة خاصة.[1]

4. التدخل غير المعلن (السري)

التدخلات السرية هي عمليات صرف العملات الأجنبية التي لا يتم الكشف عنها للمشاركين في السوق. وكانت أغلب عمليات التدخل الفعلية في سوق الصرف الأجنبي سرية إلى حد كبير. ولا تزال كذلك. ولم تعلن عنها السلطات النقدية علناً. ولكن من الصعب تفسير هذه السرية التي تحيط بالتدخل

[1] Fratzscher M, Communication and exchange rate policy, ECB Working paper, No.363, 2004, pp.1-21, p 11.

الرسمي، وذلك نظراً لأن قناة الإشارة من المتوقع أن تعمل من خلال تغيير توقعات وكلاء السوق الآخرين من خلال الإعلانات السياسية التي تصدرها السلطات النقدية.[1]

هناك أسباب عديدة للتدخل السري. يُستخدم التدخل السري لتصحيح الاتجاه الحالي في سعر الصرف، والذي يتعارض مع هدف السياسة النقدية. وبالتالي، يمكن للتدخل السري تحقيق هدف سعر الصرف دون فقدان مصداقية السياسة النقدية. قد يحقق البنك المركزي الذي يفتقر إلى المصداقية النتائج المرجوة من خلال التدخل السري. فمن شأن التدخل السري أن يقلل من تقلبات سعر الصرف.[2]

واقترح بين وبرنال (2007) عدة أسباب قد تجعل البنوك المركزية تحافظ على سرية تدخلاتها: عدم الاتساق مع هدف سعر الصرف، والفشل السابق في التدخل، وعدم الاتساق مع الأساسيات الكلية، والتدخل المخالف للاتجاهات الأخيرة. وقد وجد نيلي (2008) أن النتائج الإجمالية للمسح الذي أجري للبنوك المركزية في 23 دولة تتفق مع هذه العوامل.

وحسب دومينغيز وفرانكل (1993) هناك عدة احتمالات للسرية: فعندما تتعارض الأساسيات مع التدخل، تفضل السلطات النقدية عدم لفت الانتباه إلى التدخل. أو ربما تفتقر السلطة النقدية إلى المصداقية الكافية لإرسال إشارات جديرة بالثقة. أو ربما ترغب السلطة النقدية ببساطة في تعديل حيازات العملة في محفظتها. ويقدم باتاتشاريا وويلر (1997) تفسيراً محتملاً آخر للسرية، فهما يقدمان نموذجاً حيث تكشف كميات صغيرة من التدخل عن معلومات السلطة لأطراف خاصة، وبالتالي تؤثر على أسعار الصرف.[3]

وفي دراسة سارنو وتايلور تم تحديد ثلاثة أنواع من الحجج لصالح سرية التدخل الرسمي: الحجة القائمة على رغبة البنك المركزي في تقليص آثار عملية التدخل غير المرغوب فيها (على سبيل المثال لأن القرار اتخذ خارج البنك المركزي، على سبيل المثال من قِبَل وزارة الخزانة)، والحجة القائمة على المخاطر والتقلبات المتصورة في سوق الصرف الأجنبي والتي قد تتفاقم بسبب الإعلان عن التدخل الرسمي، وحجة تعديل المحفظة. وقد يكون هناك تفسير آخر مفاده أنه على الرغم من أن السلطات النقدية تتدخل من أجل استهداف قيمة العملة الأجنبية، إلا أن أساسيات العملة الأجنبية لا تساوي بالضرورة هذا الهدف، وبالتالي فإن السلطات النقدية لا تملك الحافز للكشف عن عمليات التدخل التي تقوم بها، ولن يكون أي إعلان عن أنشطتها ذا مصداقية. وفي حين أن بعض هذه الحجج قد تنطبق في بعض الأحيان، فإن أياً منها لا يبدو أنه يفسر بشكل كامل الممارسة الواسعة النطاق لعمليات التدخل السرية، وهناك حاجة إلى مزيد من الدراسة لتحليل هذه القضايا بشكل أكبر وتحسين فهمها. وأنه المزيد

[1] Sarno L, Taylor M. P, Op. Cit, p. 857.
[2] Tsen Wong Hock, Exchange Rate and Central Bank Intervention, Journal of Global Economics, Volume (2), e104, 2014, p.01.
[3] Neely Christopher J, The practice of central bank intervention : looking under the hood, Federal Reserve Bank of St. Louis Review May/June 2001, 1-10., p. 7.

من التحليل لنماذج أزمة العملة من الجيل الثاني قد يلقي في نهاية المطاف بعض الضوء على هذا اللغز: فقد تكون سرية التدخل محاولة للتأثير على سعر الصرف من خلال قناة رصيد المحفظة دون إثارة هجوم ذاتي التحقق على العملة. ولكن في الوقت الراهن، لا تزال سرية الكثير من التدخلات الرسمية تشكل لغزاً إلى حد ما.[1]

يشير شتاين (1989) إلى أن السرية شرط أساسي لتدخل البنك المركزي، حيث سيجد البنك المركزي دائماً أنه من المربح أن يتمتع بميزة التحرك الأول. وبما أن البنوك المركزية هي المؤسسات الوحيدة التي يمكنها اتخاذ مواقف تداول العملات التي قد تكون خاسرة، فإن هذا الامتياز المؤسسي الممنوح للبنك المركزي يمنحه القدرة على تنسيق أسعار الصرف وتوجيهها في اتجاه معين.[2]

ويقترح كينغ (2003) ضرورة إجراء التدخل السري عندما ترغب البنوك المركزية في الحد من تقلبات سعر الصرف أو مقاومة الاتجاه قصير الأجل.[3]

وقد ميز غنابو وتيليتشي (2009) بين استراتيجيتين أساسيتين للتدخل. الاستراتيجيات المرئية من خلال قنوات الإشارة والتنسيق، والاستراتيجيات الخفية من خلال قنوات تداول البنية المجهرية والضوضاء. وفي دراستهم لحالة بيانات بنك اليابان، اقترحوا أن السياسات الشفافة (أي التدخلات الشفهية والعامة) تبدو أكثر فعالية بالنسبة لبنك اليابان.[4]

فأحيانا قد تفضل البنوك المركزية أن تكون تدخلاتها سرية وغير مصرح بها أي لا يعلم بها السوق، حيث تتجه للتعامل مع متعامل مفضل لديها كسمسار للصرف أو إلى بعض البنوك المختارة والذين لهم مصلحة من عدم إشاعة معلومة التدخل في السوق. والتدخلات السرية تكون مفضلة في الأزمنة التي لا يكون هدف البنك المركزي فيها هو تغيير سعر الصرف وإنما اعتبارات أخرى كإعادة بناء احتياطياته من النقد الأجنبي. فعلى سبيل المثال إذا توفر البنك المركزي على بعض المعلومات المسبقة الخاصة كأرقام سيئة عن الميزان التجاري والتي إذا ما أطلع عليها السوق نجم عنها تحركات مفاجئة لسعر صرف العملة وعلى نحو غير مناسب للاقتصاد، فإن البنك المركزي بالتدخل سرا سيكشف جانبا من معلوماته ومن ثم يجعل سعر الصرف يتحرك في الاتجاه الصحيح ومتجنبا بذلك حركة مباغتة عندما تعلن المعلومات.[5]

---

[1] Sarno L, Taylor M. P, Op. Cit, p. 857-858.

[2] Roy Trivedi S, The Moses effect: can central banks really guide foreign exchange markets?, *Empirical Economics, vol* 58, 2020, p.p 2837–2865, p. 2840.

[3] Chutasripanich Nuttathum؛ Yetman James, Op. Cit, p. 8.

[4] Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, The effecteveness of central bank intervention through the noise trading channel: evidence from the Australian and Japan case. SSRN Electronic Journal, 2009, p. 4-5.

[5] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 117.

وإن معظم البنوك المركزية اليوم لا تزال تتدخل سراً. وقد وجد موهانتي وبيرجر (2013) أن 18% فقط من البنوك المركزية أبلغت بشكل متكرر عن عمليات التدخلات التي قامت بها. وهذا يعني أن معظم البنوك تتدخل سراً، على الرغم من أن الأدبيات تقول إن الإبلاغ عن التدخل أكثر فعالية.[1]

المطلب الثالث: الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف.

إن التدخل في أسواق الصرف الأجنبي هو عملية محفوفة بالمخاطر، لأنه قد يترتب عنه استنزاف لاحتياطيات البلد من النقد الأجنبي، حيث يمكن ذكر على سبيل المثال حالة كل من المكسيك التي أوقفت تدخلها في عام 1994، وكذلك تايلندا التي توقفت عن التدخل للدفاع عن عملتها في النصف الأول من عام 1997 وهذا بعد استنفادهما لاحتياطياتهما الدولية. وعليه فان فاعلية التدخل في سوق الصرف تتطلب الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من العناصر من أجل أفضل ممارسة وهي:

1. القواعد مقابل حرية التقدير

يشير هذا إلى ما إذا كانت تدخلات البنوك المركزية محكومة بقواعد أم أنها تتم بطريقة تقديرية. حيث أنه يمكن أن تختلف الوسائل التي تتدخل بها البنوك المركزية في أسواق الصرف الأجنبي عبر عدد من الأبعاد. على سبيل المثال، يمكن أن يكون التدخل قائماً على القواعد أو تقديرياً، ويمكن أن يختلف حجم المعاملات وتكرارها.[2]

فهل ينبغي للبنك المركزي أن يستند في تدخله إلى قواعد قائمة أم إلى حرية التقدير، والإجابة أن ذلك يبقى مرتبط بظروف كل دولة، فقد يحدّد البنك المركزي قواعد تدخله من خلال تحديده المسبق والمعلن لمبالغ البيع أو الشراء للعملة الأجنبية، كما قد يجعل تدخله حرا ومرتبطا بتقديراته الخاصة لظروف السوق.

فعندما نعتمد على القواعد، فإننا مهتمون بفحص السمات الرئيسية لهذه القواعد. على وجه الخصوص، نقوم بتصنيف القواعد على أنها: **(أ)** "قائمة على سعر الصرف" إذا تم التدخل من خلال بعض التدابير المتعلقة بسعر الصرف (على سبيل المثال، التغيير أو التقلب)،[3] وتحدد القواعد القائمة على سعر الصرف نوع التدخل الذي سينجم عن بعض تطورات سعر الصرف، وعادةً ما يكون ذلك

[1] Naef Alain, Op. Cit, p. 13.
[2] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Op. Cit, p. 8.
[3] Adler Gustavo, Camilo E, Tovar Mora, Foreign exchange intervention : A shield against appreciation winds? IMF Working papers 11/165, international monetary fund, 2011, p. 7.

بهدف احتواء التقلبات. وقد تم استخدام مثل هذه القواعد في كولومبيا والمكسيك وغواتيمالا؛[1] أو **(ب)** "على أساس الكمية" إذا كانت القاعدة لا تحدد أي محفز للتدخل، ولكنها تحدد مبلغ التدخل الذي سيتم ممارسته خلال أفق زمني معلن (جنباً إلى جنب مع كميات التدخل اليومية أو الأسبوعية).[2] أي تعلن القواعد القائمة على الكمية مسبقاً عن حجم التدخلات خلال فترة معينة، وعادةً لتحقيق بعض أهداف تراكم الاحتياطي. تهدف القواعد في كثير من الأحيان إلى زيادة وضوح التدخلات في سوق العملات الأجنبية. وقد تم استخدام مثل هذه القواعد في المكسيك بعد أزمة البيزو عام 1994؛ وفي تركيا بعد أزمة 2002؛ وفي تشيلي في عام 2011.[3]

كما تمارس أغلب البنوك المركزية السلطة التقديرية في تحديد متى ومقدار التدخل، وعادة ما تصدر بيانات المعاملات الفعلية بفارق زمني. تسمح السلطة التقديرية للبنوك المركزية بتقييم ظروف السوق وإفساح المجال للمناورة التكتيكية. ويقال عادة أنه على الرغم من أن قواعد التدخل قد تكون مفيدة كقواعد عامة، إلا أن التقدير قد يكون أفضل لأن القواعد قد تكون غير ضرورية في ظل وجود مرتكزات اسمية أخرى (مثل استهداف التضخم). يقال أحياناً أن المشاركين في السوق يمكنهم الاستفادة من قواعد التدخل للمضاربة ضد البنك المركزي.[4]

تدعم بعض الدراسات النظرية فكرة أن التدخل "القائم على القواعد" يمكن أن يكون فعالا. وقد طور كروجمان (1991) نموذجاً بسيطاً يظهر أنه إذا حددت البنوك المركزية بوضوح نطاقات أسعار الصرف، أو مناطق الهدف، فإن ذلك قد يؤثر على سلوك أسعار الصرف بحيث تظل ضمن النطاقات دون الحاجة إلى أي تدخل من جانب البنك المركزي. وفي نموذجه، تكون توقعات الإجراءات المستقبلية للبنك المركزي كافية للتأثير على أسعار الصرف. وعلى نحو مماثل، يوضح باسو (2012) وباسو وفارواداكيس (2013) أنه يمكن تجنب تراكم الاحتياطيات الأجنبية إذا تبنت البنوك المركزية استراتيجية تدخل "جدولة"، والتي تعادل الالتزام بشراء أو بيع العملات الأجنبية للحد من التقلبات المفرطة إذا ارتفعت قيمة العملة المحلية أو انخفضت إلى ما يتجاوز المستويات المحددة مسبقاً. ولكن هذه الحجج تعتمد بشكل حاسم على تمتع البنك المركزي بمستوى عال من المصداقية. وعلى النقيض من ذلك، خلصت دراسة كاناليس–كريلينكو وآخرون (2003) إلى أن قواعد السياسة يمكن أن تخدم بشكل أفضل كـ "قواعد عامة" للبنوك المركزية المتدخلة. ومن المرجح أن تكون قابلية تطبيق أي قاعدة محددة على مجموعة

[1] Basu Kaushik, Varoudakis Aristomene, Op. Cit. p. 8.
[2] Adler Gustavo, Camilo E, Tovar Mora, Op. Cit. p. 7.
[3] Basu Kaushik, Varoudakis Aristomene, Op. Cit. p. 7.
[4] Basu Kaushik, Varoudakis Aristomene, Op. Cit. p. 7.

واسعة من الظروف التي قد يواجهها البنك المركزي محدودة. وعلاوة على ذلك، قد يكون التدخل التقديري، وخاصة الحفاظ على خيار مفاجأة الأسواق، مفيدا من وجهة نظر تكتيكية لتعزيز الفعالية.[1]

وقد أوضحت تجارب العديد من البلدان (كالبرازيل وكندا) بأن استناد البنك المركزي لقواعد في تدخله يكون مؤقتا فقط لمساعدة البلد في عرض النقد الأجنبي أو بناء الاحتياطيات دون التأثير على سعر الصرف، ولكن سرعان ما يتم التخلي عنها أو تغييرها.

كما تتساءل الدراسات التجريبية عموماً عن أهمية التقدير. والبحث حول ما إذا كان التدخل التقديري أكثر فعالية من السياسات القائمة على القواعد. وحيث وجد أدلر وتوفار (2011) أن التمييز بين القواعد مقابل التقدير غير مهم. بل إن ما يهم بالنسبة لفعالية التدخل هو درجة انفتاح حساب رأس المال وما إذا كان سعر الصرف مبالغا فيه.

2. المبلغ والتوقيت

أي متى وبأية مبالغ ينبغي للبنك المركزي أن يتدخل في سوق الصرف الأجنبي؟ المبلغ ووقت التدخل يتغير حسب طبيعة وسعة الصدمات والأهداف المرجوة من قبل البنك المركزي. حيث لا توجد قاعدة بسيطة تتيح تحديد القدر الأمثل من المبالغ التي يجب التدخل بها وإنما تحدد البنوك المركزية ذلك من خلال التجربة والخطأ. أما التوقيت فهو مسألة ذاتية بدرجة كبيرة فهو يتضمن تحليل مؤشرات السوق وظروف البلد الخاصة. ويتوقف توقيت التدخل على تقييم البنك المركزي لمجموعة من العوامل منها: مدى أهمية اختلال تعادل سعر الصرف الحقيقي حيث كلما زادت درجة الاختلال تطلب ذلك تدخلا من أجل التحكم في سلوك سعر الصرف الحقيقي، ثم طبيعة الصدمات التي يواجهها الاقتصاد إن كانت دائمة أو مؤقتة، فالأولى لا يجب التدخل عندها (كصدمات معدلات التبادل التجاري مثلا) لأنها سوف تؤدي إلى تغيير في التوقعات للأعوان الاقتصاديين والى تصحيح في سعر الصرف ومن ثم لا ينبغي مقاومتها بالتدخل، أما الصدمات المؤقتة فتبرر التدخل إذا كانت الصدمة تسبب تقلبا غير مبرر في سعر الصرف ولكنها لا تؤثر في أساسيات الاقتصاد الكلي.[2]

يتحدد مبلغ وحجم التدخلات حسب وظيفة الهدف المسطر تطبيقيا، بمعنى يتغير مع طبيعة وسعة الصدمات والأهداف المرجوة من قبل البنك المركزي. فتدخلات الصرف محددة بطريقة ذاتية ومستنبطة من تجارب وأخطاء ماضية تتعلق بتدفقات الأوامر، العمولات والمخاطر والتوقعات، وحسب Mihaljek 2005 تؤثر مجموع التدخلات على فعالية الاستراتيجية فعند استهداف مستوى احتياطات أقل أثرا على

[1] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Op. Cit, p. 8.

[2] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

مستوى سعر الصرف تكون مجموع التدخلات الرسمية ضعيفة نسبيا بتواتر مرتفع، وفي حالة رغبة السلطات النقدية التأثير على سعر الصرف يكون من الملائم جدا التدخل مرارا وبمبالغ هامة ويجب توفر مستوى احتياطات كافي لأن أغلبية الدول النامية تتميز بمستوى ضعيف للاحتياطات، ويبقي تحديد وقت التدخل مرتبط بآراء وقرارات السلطات النقدية.[1]

وعموما في ظل نظام سعر الصرف المرن وعندما يتجنب البنك المركزي التدخل المتكرر، فإن ذلك يعزز ثقة الأسواق في التزامه بمرونة سعر الصرف ويزيد من فعالية تدخلاته المحتملة. وعلى الرغم من أن التدخل يكون أكثر نشاطاً في الدول التي تتبنى أنظمة سعر صرف داخل نطاقات تقلب متحركة كمرحلة انتقالية نحو مزيد من المرونة، يُفضل تقليل عدد هذه التدخلات واستغلال مرونة سعر الصرف الكاملة التي توفرها هذه النطاقات. فالبنوك المركزية في العديد من الدول المتقدمة، مثل كندا ونيوزيلندا والمملكة المتحدة، نادراً ما تتدخل في سوق الصرف.

3. درجة الشفافية

السؤال المطروح هنا هو هل يجب للبنك المركزي إعلان التدخل صراحة أو أن يقوم بذلك سرا؟ والجواب هو أن هذا الأمر يبقى مرتبطا بالأهداف المرجو تحقيقها من خلال التدخل وتقدير البنك المركزي لظروف السوق المتغيرة باستمرار، فمثلا قد يتدخل سرا من أجل المحافظة على عنصر المفاجأة. يضاف إلى ذلك أن الشفافية تلعب دورا مهما في بناء الثقة لنظام الصرف الجديد (المرن) وخاصة في أعقاب الخروج الاضطراري من أنظمة الربط الثابتة عقب أزمة عملة.[2]

درجة شفافية التدخلات تلعب دورا هاما في تعزيز فعالية التدخلات وزيادة مصداقية السلطات النقدية، والتي قد تعتبر عائقا عندما تحاول البنوك المركزية تقليل تأثير تدخلاتها على سعر الصرف. وتعتبر درجة الشفافية ضمان تحسن مصداقية السلطات النقدية وبناء سمعتها، فالشفافية تتيح تنويع تحقيق الأهداف المرجوة للبنك المركزي لأن السلطات النقدية قد تكون أقل مصداقية عند خشيتها إثارة هجمات المضاربة ومهما كانت الأهداف فإن عدم إفشاء كل المعلومات المتعلقة بإستراتيجية تدخلات البنك المركزي يفقد الثقة والسيطرة على العناصر الحاسمة التي تحتوي المبلغ والوقت أو اختيار أراء مخالفة.[3]

وقد أوضحت تجارب العديد من البلدان مثل: الفيليبين وتركيا أنها تصدر تصريحات وتقارير رسمية تؤكد التزامها بمرونة نظام الصرف وأنها لن تتدخل في السوق لاستهداف مستوى معين من سعر

[1] جديدن لحسن، تقييم أنظمة الصرف في الدول النامية– دراسة قياسية–، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2010–2011، ص 138.

[2] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

[3] جديدن لحسن، مرجع سبق ذكره، ص 137– 138.

الصرف، أما استراليا والسويد فهي مثال عن الدول التي تقوم بنشر كل ما يتعلق بسياسات التدخل، أما المملكة المتحدة فتصرح بالمعلومات حول التدخل من خلال بيانات صحفية شهرية، في حين أن البنك المركزي الأوروبي فيقوم بذلك في تقارير شهرية، أما الخزانة الأمريكية فتؤكد تدخلاتها في اليوم الذي ستحدث فيه وتوفر معلومات إضافية في تقارير كل ثلاثة أشهر، وتعد منطقة لوس أنجلوس من بين أكثر المناطق شفافية، حيث ارتفع مستوى الشفافية على مدى السنوات الماضية، وخاصة بالمقارنة مع مناطق أخرى من العالم. وعلاوة على ذلك، تميل بلدان منطقة لوس أنجلوس إلى نشر المعلومات في وقت أقرب من غيرها التي تنشر أيضاً.

4. الأسواق والأطراف المناظرة

أي بأية أزواج من العملات أو أدوات أو مواقع تجارية يجب أن يتم التدخل ومع من يجب أن يتدخل البنك المركزي وكيف يجب أن يتعامل معهم؟ والأرجح أن التدخل لابد أن يكون في الأسواق الفورية دون الآجلة من أجل التأثير على سعر الصرف الفوري، أما عملات التدخل فلابد أن تكون العملة الأكثر تداولا لخفض التكاليف وتسهيل عمليات التسوية، كما يجب على البنك المركزي وضع معايير موضوعية وشفافة لاختيار النظراء للتدخل والاتجار فيه ولاسيما في أسواق الصرف الكفؤة والمنافسة[1].

وتتحدد فعالية البنك المركزي في التدخل في سوق الصرف من خلال قدرته في التأثير على مستوى واستقرار سعر الصرف، كما تجدر الإشارة إلى أن فعالية إدارة البنك المركزي تكون مقيدة حسب الدرجة التي يكون فيها المعدل المستهدف لسعر الصرف أو النطاق متوافقاً مع مزيج السياسة وأساسيات اقتصادية أخرى مما يدل على أن التدخل غير قابل للاستدامة على المدى الطويل.[2]

فحسب Canales-Kriljento 2003 يكون تواتر التدخلات في الاقتصاديات الناشئة أكبر أثرا منه في الاقتصاديات الصناعية والتي تكون أكثر فعالية في الدول النامية، بالرغم من درجة المصداقية العالية التي تلعبها البنوك المركزية في الدول الصناعية إلا أنها غير محصنة نظاميا وحجم مبالغها هامة مقارنة بحجم التحويلات في السوق وأثرها أكبر على سعر الصرف بسبب القوانين المفروضة من قبل البنك المركزي وصرامة النشاط النقدي والمصرفي المطبق من قبل السلطات النقدية لرفع القدرة العملياتية

[1] مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 119.

[2] بوزيان مختارية، بن يحي يحي، تقييم دور البنك المركزي الجزائري في توجيه وتحديد سعر الصرف: دراسة قياسية على سعر الصرف الاسمي للدينار مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1990-2017)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 03، ص 441-462، 2020، ص 445- 446.

للسوق، كما يجب أن تكون تدخلات الصرف للاقتصاديات الناشئة ذات فعالية معلوماتية فدور البنك المركزي ينتج عنه رقابة إدارية وقوانين صرف.[1]

- **هل التـدخـل فـعال؟**

لقد كانت فعالية التدخل في سوق الصرف الأجنبي محل جدال حاد، حيث توصلت الدراسات الحالية إلى استنتاجات متباينة. وبشكل عام، يبدو أن هناك فجوة بين آراء صناع السياسات في البنوك المركزية والنتائج التجريبية في أوراق البحث. وقد أظهرت العقود القليلة الماضية نمواً ملحوظاً في عدد الدراسات حول فعالية التدخل، سواء من منظور الأكاديميين أو الممارسين. وفي هذا الصدد، فإن السؤال المهم هو إلى أي مدى يكون التدخل فعالاً في التأثير على سعر الصرف. وتجد الدراسات الاستقصائية للبنوك المركزية دعماً ساحقاً للرأي القائل بأن التدخلات فعالة. حيث، يعتقد حوالي 70% من البنوك المركزية المشاركة أن تدخلها خلال الفترة 2005–2012 كان ناجحاً حسب بنك التسويات الدولية، (2013). وعلى نحو مماثل، ترى معظم البنوك المركزية المدرجة في بنك التسويات الدولية (2005) أن التدخل أداة فعّالة لتهدئة أسواق الصرف الأجنبي غير المنظمة، وتصحيح اختلالات أسعار الصرف و/أو تثبيت أسعار الصرف. وخلصت إلى أن تدخل البنوك المركزية له تأثير مؤقت على أسعار الصرف، على الرغم من أنها وجدت ارتباطاً ضئيلا بين عمليات التدخل والمحددات الأساسية لأسعار الصرف. وتتفق هذه النتائج مع نتائج المسح الذي أجراه نيلي (2001، 2008) الذي وجد أن محافظي البنوك المركزية يعتقدون أن عمليات التدخل قادرة على التأثير على مستويات أسعار الصرف ولا تسبب تقلبات مفرطة في السوق. وفي المقابل، كانت الدراسات التجريبية حول فعالية التدخل في سوق الصرف الأجنبي التي أجريت خارج مجتمع البنوك المركزية مختلطة للغاية. ومن الناحية الإيجابية، قدم بونسر–نيل وآخرون (1998) نموذج دراسة الحدث وأفادوا بأن التدخل في سوق الصرف الأجنبي من قبل بنك الاحتياطي الفيدرالي ضروري وناجح في تثبيت قيمة الدولار. وزعم كوريهارا (2011)، وريتز وتايلور (2012)، وسيراتان (2012)، وهيلبراند وشنابل (2008) في دراسة حالة اليابان أن تدخل بنك اليابان في السوق الأجنبية كان ناجحا وله دور في تثبيت قيمة الين الياباني. ووجد التحليل التجريبي الذي أجراه مينكهوف (2010) أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي يمكن أن يؤثر على مستوى سعر الصرف في الاتجاه المطلوب بقوة. ويزعم أدلر وتوفار (2011) أن التدخل فعال بقوة من حيث إبطاء وتيرة ارتفاع سعر الصرف، وخاصة إذا كانت انفتاح حساب رأس المال محدودا. وجد نيومان وآخرون (2011) أن التأثير على سعر الصرف قصير الأجل. وفي دراسة لاهور وفيجا (2013) قاما بفحص الارتباط بين البيانات

[1] جديدن لحسن، مرجع سبق ذكره، ص 135–136.

اليومية غير المعلنة وسعر الصرف بين البنوك ومبالغ الدولار المشتراة والمباعة باستخدام نموذج الانحدار التلقائي للمتجه الهيكلي (VAR)، وتوصلوا إلى أن التدخل في الصرف الأجنبي في البيرو أثر على سعر الصرف في الاتجاه الصحيح. وفي دراسة أوموجولايبي وغباديبو (2014) قاما بتحليل تأثير تدخل سوق النقد الأجنبي على استقرار سعر صرف النيرة. وأشارت النتائج إلى أن البنك المركزي لديه علاقة توازن طويلة الأجل بين تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي والعوامل المؤثرة في المعروض النقدي. وبالتالي، فإن عملية تدخل البنك المركزي النيجيري تعتبر غير معقمة. وفي دراسة إديل (2019) لتسليط الضوء على فعالية البنك المركزي في إدارة سعر الصرف، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى فعالية تدخلات البنوك المركزية في التأثير على سلوك أسعار الصرف.

المبحث الثاني: قنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف.

تنتقل فعالية تدخل البنك المركزي من خلال عدة تأثيرات أو قنوات بهدف التأثير على سعر الصرف وبالتالي الوصول إلى سعر الصرف المستهدف أو من أجل استقرار سوق الصرف الأجنبي. وقد نوقشت هذه التأثيرات على نطاق واسع في الأدبيات الاقتصادية وفق نهجين. الأول ينشأ من نظرية الاقتصاد الكلي الكلاسيكية، والثاني يتعلق بنظرية البنية المجهرية. ينشأ تأثير الإعلان (قناة الإشارة) وتأثير المحفظة (قناة رصيد المحفظة) من تحليل الاقتصاد الكلي، في حين ينشأ تأثير تداول الضوضاء وتأثير التنسيق (قناة التنسيق) في البنية الدقيقة للأسواق.

وسوف نتطرق في هذا المبحث إلى القنوات التي قد تؤثر من خلالها التدخلات في العملات الأجنبية على أسعار الصرف؛ قناة توازن المحفظة وقناة الإشارة (التوقعات)، قناة التأثير المنسق والمشترك وقناة تداول الضوضاء.

المطلب الأول: قناة توازن المحفظة Portfolio balance channel

تؤثر التدخلات المعقمة على مستوى سعر الصرف من خلال قناة توازن المحفظة. وفقاً لنهج توازن المحفظة، يؤثر التدخل المعقم على تكوين محافظ المستثمرون عندما تقوم البنوك المركزية بشراء/بيع الأصول المحلية في جهود التعقيم، وبالتالي يؤثر على الأسعار النسبية للأصول المحلية

والأصول المقومة بالعملة الأجنبية في السوق، بشرط أن تكون هذه الأصول بدائل غير كاملة في محافظ المستثمرين.[1]

تعتمد قناة توازن المحفظة على افتراض أن الأصول المقومة بالعملة المحلية والأجنبية تشكل بدائل غير كاملة لبعضها البعض. إن التدخلات التي تغير حصص السندات المحلية والأجنبية في محافظ مستثمري القطاع الخاص ستؤدي أيضاً إلى تغيير أسعارها النسبية، وبالتالي، سعر الصرف، حتى عندما لا تكون هناك تغييرات مصاحبة في السياسات النقدية المحلية والأجنبية. وتؤكد قناة توازن المحفظة عدم القدرة على استبدال السندات المحلية والأجنبية بشكل كامل.[2]

فقناة توازن المحفظة، والتي تعمل عندما لا تكون هناك إمكانية استبدال كاملة بين الأصول المحلية والأجنبية وتزداد علاوة المخاطر مع المعروض من الأصول المحلية. وبالتالي فإن مؤسسات الاستثمار الأجنبي تعمل على توسيع حجم الأصول المحلية مما قد يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطرة، ومن خلال المراجحة، تنخفض قيمة العملة.[3]

وأيضا تعمل القناة من خلال صدمات محفظة المستثمرين، والتي تؤثر على كمية السندات المتداولة وعلاوات المخاطر الخاصة بها، وبالتالي تؤثر على سعر الصرف.[4] بحيث يفترض في قناة توازن المحفظة أن الوكلاء الاقتصاديين يكرهون المخاطرة، وأن السندات الأجنبية والمحلية تشكل بدائل غير كاملة لبعضها البعض في محفظة الوكلاء. وهي تعمل عندما لا تكون هناك إمكانية استبدال كاملة بين الأصول المحلية والأجنبية وتزداد علاوة المخاطر مع المعروض من الأصول المحلية. وهذا يعني أن إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية في الأسواق المالية المغلقة من المرجح أن تكون منخفضة. إذا كان البنك المركزي، باعتباره لاعباً رئيسياً في السوق، يؤثر على العرض أو الطلب على الأصول المالية من خلال أنشطته التجارية الخاصة، فمن المرجح أن يؤدي ذلك إلى قيام المشاركين الآخرين في السوق بإعادة موازنة محافظ أصولهم المالية.[5]

ففي الاقتصاديات أو الأسواق المالية الأقل انفتاحاً على الأصول الأجنبية، فإن الإحلال بين الأصول المحلية والأجنبية يكون منخفضا. وبما أن التدخلات المعقمة تعدل نسبياً عرض الأصول المحلية

[1] Tashu Melesse, Motives and Effectiveness of Forex Interventions: Evidence from Peru, IMF Working Paper, 14, 217, Washington, DC, 2014, p. 8.
[2] Naef Alain, Op. Cit, p. 5.
[3] Adler Gustavo, Camilo E, Tovar Mora, Op. Cit, p. 12.
[4] Naef Alain, Op. Cit, p. 4.
[5] Abbuy K. E, Op. Cit, p. 452.

والأجنبية ومستويات المخاطر ذات الصلة، فإن المستثمرين سيقومون أيضاً بتعديل مخصصات مخاطر أصولهم المحلية والأجنبية في محفظة السوق، وبالتالي إحداث تغيير في سعر الصرف التوازني.[1]

يؤدي البيع المعقم للأصول المقومة بالعملة المحلية إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون حيث إنهم سيكونون أكثر عرضة للتغيرات غير المتوقعة في قيمة العملة المحلية.

يظهر هذا الأثر من خلال تأثير معروضات البنك المركزي من الأصول (السندات الحكومية) على علاوة مخاطرها ومن ثم على سعر الصرف. فبافتراض أن بنكا مركزيا يريد خفض قيمة عملته مقابل الدولار الأمريكي، فإنه في هذه الحالة سيقوم بشراء الدولارات مقابل عملته، وهو ما سيؤدي إلى زيادة المعروض النقدي المحلي. وبعد ذلك لابد أن يقوم بتعقيم هذا التدخل من خلال بيع السندات الحكومية المقومة بعملته مقابل الحصول على مال، ومن ثم يعيد المعروض النقدي إلى مستواه الأصلي وتكون النتيجة زيادة العرض من السندات الحكومية المقومة بعملته. وفي هذه الحالة إذا لم تكن الأصول بديلا كاملا فان الزيادة في المعروض النسبي من الأصول ستزيد من علاوة مخاطرها مما يؤدي بدوره إلى تخفيض قيمة سعر الصرف[2].

وفقا لقناة المحفظة، فإن التدخل يغير العرض والطلب على العملات المعنية في السوق، مما يؤثر على السعر، أي سعر الصرف.

بمعنى أن من خلال قناة المحفظة فأن التدخل المعقم يمكن أن يؤثر على سعر الصرف عن طريق تغيير العرض النسبي وبالتالي العائدات النسبية للأصول الأجنبية والمحلية.[3]

فإن تدخل بنك إنجلترا لدعم سعر الجنيه الاسترليني/المارك الألماني من خلال بيع المارك الألماني مقابل الجنيه الاسترليني سوف يقلل من حصة الجنيه الاسترليني في محافظ المستثمرين من القطاع الخاص. وهذا يزيد من سعر الجنيه الاسترليني ويقلل من الفرق في سعر الفائدة بين الجنيه الاسترليني والمارك الألماني، مما يقلل بدوره من الضغط على الجنيه الاسترليني.

وقد أيد دومينغيز وفرانكل (1993) فعالية تدخلات البنك المركزي من خلال تأثير المحفظة. تكون هذه القناة فعالة بالنسبة لبعض اقتصادات الأسواق الناشئة، خاصة إذا كان حجم التدخلات في النقد الأجنبي كبيراً.[4] ويزعم جالاتي وميليك (2002) أن قناة المحفظة قد تكون أكثر أهمية بالنسبة للأسواق الناشئة لأنها أكثر عرضة لامتلاك محافظ احتياطية كبيرة نسبة إلى حجم التداول في سوق الصرف

[1] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 40.

[2] غوش أتيش، مرجع سبق ذكره، ص 42.

[3] Hillebrand, Eric ; Schnabl, Gunther, Op. Cit, p. 8.

[4] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Op. Cit, p. 7.

الأجنبي المحلية أو مخزون السندات المحلية القائمة.[1] كما يُنظر إلى قناة المحفظة بشكوك متزايدة فيما يتعلق بالأسواق المتقدمة بسبب أحجام معاملاتها الضخمة مقارنة بمبالغ التدخل المحدودة.[2] لأن التدخلات عادة ما تكون كثيرة وأصغر بكثير من أن تغير الكميات النسبية للسندات بشكل كبير.

المطلب الثاني: قناة الاشارة (التوقعات) Signaling channel

يعد إرسال الإشارات قناة محتملة أخرى لتدخل البنك المركزي. وإذا كان لدى البنوك المركزية "معلومات داخلية" حول تفضيلاته ونواياه، فإن التدخل قد يكون وسيلة للإشارة إلى ذلك بمصداقية.[3]

ويشير موسى (1981) إلى أن البنوك المركزية قد تعطي إشارات بشأن التغيرات المستقبلية غير المتوقعة في السياسة النقدية من خلال تدخلاتها المعقمة، حيث تشير مبيعات أو مشتريات النقد الأجنبي إلى تشديد السياسة النقدية أو تخفيفها على التوالي. وسيترتب على ذلك آثار مباشرة على الأساسيات المستقبلية حيث سيقوم المتداولون على الفور بتعديل أسعار الصرف الفورية. ويشير موسى إلى أن مثل هذه الإشارات يمكن أن تكون قوية بشكل خاص – أكثر من مجرد إعلان نوايا السياسة النقدية – لأن التدخلات تمنح السلطات النقدية مراكز مفتوحة بالعملات الأجنبية قد تؤدي إلى خسائر إذا فشلت في تأكيد إشاراتها. وقد أضفى ريفز (1997) طابعاً رسمياً على نهج موسى وأظهر أنه إذا لم تكن الإشارة واقعية تماماً أو إذا لم يستخدم السوق جميع المعلومات المتاحة، فإن استجابة التدخل في سعر الصرف ستكون منخفضة.[4]

ولكي تكون قناة الإشارة صالحة، فلابد أن تكون هناك معلومات غير متماثلة بين المشاركين في السوق والبنك المركزي. وإذا كان الأمر كذلك، فإن البنك المركزي قادر على نقل المعلومات من خلال التدخل. وقد يكون لدى البنك المركزي معلومات حول أساسيات سعر الصرف أو التطور المستقبلي للتضخم غير معروفة للسوق، لأن البنك المركزي لديه إمكانية الوصول إلى البيانات التي لا تتوفر للجمهور (أو متاحة مع تأخير). وعلى وجه الخصوص، قد يوفر التدخل المعقم معلومات حول السياسة النقدية المستقبلية. وقد يشير البنك المركزي إلى سياسة أكثر انكماشا من خلال شراء العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي. وسيتوقع المشاركون في السوق سياسة نقدية مستقبلية أكثر صرامة وسيراجعون

[1] Chang M, Suardi S, Chang Y, Foreign exchange intervention in Asian countries : What determine the odds of success during the credit crisis?, International Review of Economics and Finance, Vol. 51, 2017, p.p 370-390, p. 372.
[2] Menkhoff Lukas, Rieth Malte, Stöhr Tobias, The dynamic impact of FX interventions on financial markets, Kiel Working Paper, No. 2151, Kiel Institute for the World Economy (IFW), Kiel, 2020, p. 29.
[3] Naef Alain, Op. Cit, p. 5.
[4] Kisu Simwaka, The effectivness of official intervention in the foreign exchange market in Malawi. *MPRA Paper*, No 1123, 2006, p. 23

توقعاتهم بشأن سعر الصرف المستقبلي. وعلى هذا فإن سعر الصرف سوف يرتفع؛ لأنه سعر مستقبلي، حتى ولو تم تعويض التأثيرات المباشرة للتدخل على القاعدة النقدية.[1]

تأثير التوقعات أو تأثير الإشارة يمثل القناة الأكثر أهمية لنقل تأثير سياسة سعر الصرف، تستمد هذه القناة فعاليتها بناءاً على فرضيتين: الأولى تتعلق بعدم تناظر المعلومات بين البنك المركزي الذي هو مُطلع على المعلومات المتعلقة بأساسيات سعر الصرف مقارنة بالأطراف الأخرى المشاركة في السوق، والثانية هي قدرة البنك المركزي على نقل هذه المعلومات بطريقة موثوقة وواضحة من خلال أدواته.[2]

وتشير قناة الإشارة إلى أنه من خلال التدخلات الشفافة في سعر الصرف، ينقل البنك المركزي معلومات داخلية إلى المشاركين في السوق وبالتالي يغير توقعاتهم بشأن الديناميكيات المستقبلية لسعر الصرف. قد تشير التدخلات أيضا إلى التزام البنك المركزي بقيمة محددة لسعر صرف. وينشأ المكسب المعلوماتي لأن البنوك المركزية لديها على الأقل معلومات داخلية حول إجراءاتها وسياساتها المستقبلية التي لا يمتلكها المشاركون الآخرون في السوق. وبالتالي فإن تدخلات البنك المركزي تعتبر "big news" "أخبارا كبيرة" في السوق وتنقل إشارة إلى المشاركين في السوق حول الأساسيات المستقبلية.[3]

في هذه القناة، يشير البنك المركزي من خلال التدخلات في سعر الصرف الأجنبي إلى موقف سياسته المستقبلية. على سبيل المثال، يمكنه أن يشير إلى استعداده لتعديل موقفه النقدي (أي خفض أسعار الفائدة) لمنع المزيد من الارتفاع في قيمة عملته. إن احتمالات انخفاض سعر الفائدة من شأنها أن تؤدي عادة إلى انخفاض قيمة السوق الفورية. ومن الممكن أن يؤدي التعقيم بأدوات تحمل فائدة إلى تعزيز هذه القناة من خلال زيادة المكاسب المالية المترتبة على خفض أسعار الفائدة. ويمكن للتدخلات أن تساعد أيضا في تنسيق توقعات السوق حول المستوى المناسب لسعر الصرف، إذا اعتقد المشاركون في السوق الصرف أن البنك المركزي لديه ميزة معلوماتية في هذا الصدد.[4]

في قناة الإشارة، من المفترض أن يؤثر التدخل على سعر الصرف من خلال توفير المعلومات حول السياسة النقدية المستقبلية والأساسيات الاقتصادية الكلية ذات الصلة. على سبيل المثال، ستؤدي

[1] Javiera Aguilar, Stefan Nydahl, Central bank intervention and exchange rates : the case of Sweden, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol 10, 2000, P.P 303–322, P 306.

[2] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

[3] Chen Yu-Fu, Funke Michael, Glanemann Nicole, "The Signalling Channel of Central Bank Interventions: Modelling the Yen / US Dollar Exchange Rate", Dundee discussion papers in economics 260, Economic studies, University of Dundee, 2011, p. 3-4.

[4] Adler Gustavo, Camilo E. Tovar Mora, Op. Cit, p. 12.

المعلومات الموثوقة حول المستوى المستقبلي لمخزون النقود إلى تغيير في سعر الصرف الفوري المتوقع في المستقبل، مما سيؤدي إلى تغيير في السعر الحالي.[1]

فإن تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف هو وسيلة لإرسال إشارات معلوماتية للمتعاملين في السوق عن الاتجاهات الحالية والمستقبلية للسياسة النقدية، وبالتالي تمكين المتعاملين الاقتصاديين من مراجعة توقعاتهم وتصحيح مراكزهم التي يأخذوها في الأسواق.[2]

كان متعاملو بنك إنجلترا يعرفون عن السياسة النقدية أكثر من المتداولين الآخرين. ولكي ينجح تأثير قناة الإشارة، يجب أن يتمتع البنك المركزي بالمصداقية. إذا لم يتابع البنك المركزي التغييرات في السياسة النقدية، فسوف يخسر البنك الأموال بعد تحرك العملة في اتجاه غير مرغوب فيه.[3]

ووفقا لهذه القناة يؤثر البنك المركزي على سعر العملة من خلال تبليغ أسواق الصرف بمقاصد سياساته أو بالمعلومات الخاصة التي قد تكون لديه بخصوص العرض أو الطلب في المستقبل بشأن العملات (أو بشكل مرادف مسار سعر الفائدة)، بما ينعكس على إحداث تغيير على مستوى توقعات المشاركين في السوق وفق ما يريده البنك المركزي. فمثلا إذا كان البنك المركزي يعتقد أن سعر الصرف قوي جدا وأنه سيكون في غير صالح الاقتصاد الاستمرار في هذا الاتجاه، فانه سيقوم بإبلاغ السوق بأنه على استعداد لتغيير سياسة سعر الفائدة عند الضرورة، وعندئذ تؤدي توقعات السوق إلى بيع العملة المحلية ومن ثم إضعافها كما هو مستهدف.[4]

وفقاً لقناة الإشارة، ينقل التدخل معلومات إضافية أكثر من مجرد بيع أو شراء العملات الأجنبية، مما يؤثر على سعر الصرف.

ففي هذه القناة، تؤثر الاتصالات الشفهية أو التدخلات الفعلية على توقعات المستثمرين وأسعار الأصول إما عن طريق الإشارة إلى معلومات خاصة للسلطات النقدية حول الأساسيات الاقتصادية ذات الصلة و/أو الكشف عن نوايا السلطات بشأن السياسة المستقبلية.[5]

وقد قوبلت قناة الإشارة أيضاً بالشكوك لأنه ليس من الواضح ما هي "المعلومات الإضافية" التي يمكن الإشارة إليها. وإذا كانت هذه المعلومات تتعلق بالسياسة النقدية، فإن التدخل سيكون أداة اتصال

[1] Banerjee B, Zeman, J, Ódor L' *et al.* On the Effectiveness of Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market: The Case of Slovakia, 1999–2007. *Comp Econ Stud,* vol 60, p.p 442–474, 2018, p 446.

[2] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

[3] Naef Alain, Op. Cit, p. 6.

[4] غوش أتيش، مرجع سبق ذكره، ص 42.

[5] Fratzscher Marcel, Communication and exchange rate policy. *ECB Working paper, No. 363*, 2004, p. 9-10.

للسياسة النقدية بدلا من أن يكون أداة مستقلة.[1]

وهناك القليل من الأدلة التجريبية لدعم هذه القناة، فقد يكون من المتوقع أن تكون أكثر أهمية عندما يتمتع البنك المركزي بتاريخ من الشفافية ويعتبر ذو مصداقية عالية. وتشمل الأدلة التي تثبت أهمية هذه القناة حقيقة أن معظم التدخلات لا يتم الكشف عنها علناً وأن العديد من البنوك المركزية تتصرف كما لو كانت تعتقد أن التدخل السري في أسواق الصرف الأجنبي سيزيد من التأثير في السوق.[2]

في هذا الإطار، قدمت عدة دراسات بحثت في العلاقة بين المعلومات النوعية في السوق وتقلبات أسعار الصرف، فأشارت نتائجها إلى أن تقلبات أسعار الصرف تكون ضعيفة عندما تكون المعلومات عن السوق واضحة بينما تزداد التقلبات إذا كانت المعلومات غامضة أو نادرة.

المطلب الثالث: قناة التأثير المنسق والمشترك Coordination channel

اقترح تايلور (1994، 2004، 2005؛ سارنو وتايلور، 2001) قناة تنسيق، حيث يمكن النظر إلى تدخل البنك المركزي على أنه حل لفشل التنسيق في سوق الصرف الأجنبي. ونظراً لانتشار التأثيرات غير الأساسية في سوق الصرف الأجنبي مثل التحليل الفني، فضلاً عن التباين العام وتنوع الآراء حتى بين المتداولين الذين يستندون في تحليلاتهم على الأساسيات الاقتصادية، فقد تكون هناك فترات يتحرك فيها سعر الصرف بقوة وبشكل مستمر بعيداً عن مستوى التوازن الأساسي. على سبيل المثال، يرسم كيليان وتايلور (2003) نموذجاً بسيطاً حيث يميل المتداولون الفنيون أو المتداولون في الرسوم البيانية، الذين يبنون توقعاتهم على الاستقراء، إلى الهيمنة طالما ظل سعر الصرف ضمن النطاق الواسع من التقديرات التي يقدمها الأصوليون، لأن المجموعة الأخيرة سوف تتميز بالخلافات فيما يتصل بالتوقعات الاتجاهية وكذلك النقطية لسعر الصرف بينما يقع سعر الصرف ضمن هذا النطاق. ولكن بمجرد تحرك سعر الصرف خارج نطاق تقديرات أغلب الأصوليين للتوازن الأساسي، ينشأ إجماع بين الأصوليين بشأن التوقعات الاتجاهية (على سبيل المثال، يتفقون في الغالب على أن العملة مبالغ في قيمتها، حتى وإن كانوا يختلفون بشأن مدى المبالغة في القيمة). ولكن في هذه المرحلة، ولأن صفقات الأصوليين القائمة على توقعاتهم الخاصة كانت لتكون غير مربحة للغاية في الماضي القريب، وهو الوقت الذي كان فيه المتداولون غير الأصوليين مسيطرين، فإن الأصوليين إما أن يفقدوا الثقة، أو يفقدوا مصداقيتهم مع مديريهم، أو يستنفدوا سيولتهم، أو الثلاثة معا. وهذا من شأنه أن يردع المتداولين الأصوليين عن دخول

[1] Menkhoff Lukas, Rieth, Malte, Stöhr Tobias, Op. Cit.; p. 29.
[2] Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, Op. Cit, p. 7.

السوق والتداول على أساس توقعات تستند إلى الأساسيات. وفي الحالات المتطرفة، قد يمتنع المتداولون الأصوليون عن دخول السوق تماما، بينما في الحالات الأقل تطرفا قد يقلل المتداولون ببساطة من مراكز التداول استنادا إلى التحليل الأساسي. وعلى أية حال فإن وزن الأموال التي تدعم توقعات أسعار الصرف المستندة إلى الأساسيات يتضاءل. وفي مثل هذا الموقف، يمكن أن نرى أن سوق الصرف الأجنبي يعاني من فشل التنسيق لأن المتداولين المستندين إلى الأساسيات يخشون اتخاذ مواقف كبيرة على أساس التحليل الأساسي، حتى مع علمهم بأنه إذا فعلوا ذلك جميعا بطريقة منسقة، فإنهم سيجبرون على إعادة سعر الصرف إلى مستوى يتوافق من الأساسيات. وعندما يدرك البنك المركزي هذا الموقف، يدخل السوق ويعلن عن تدخله، فيعمل فعليا كإشارة تنسيقية للأصوليين، الذين يتبعونه في السوق، ويعيدون سعر الصرف إلى مستوى يتوافق مع الأساسيات الاقتصادية. هذه هي قناة التنسيق لفعالية التدخل.[1]

قُدم تأثير تنسيق التدخلات من قبل تايلور (2004، 2005) ثم طُور نظرياً واختبر تجريبياً من قبل ريتز وتايلور (2008). ووفقا لهذا التأثير، يمكن للتدخل أن يعمل كآلية تنسيق، عندما يكون السوق ضعيفًا ويفقد المتداولون الثقة في قدرة أساسيات الاقتصاد الكلي على تحديد السعر، يمكن للبنك المركزي التدخل وتوفير التوجيه.[2]

وتشير قناة التنسيق إلى أن التدخل قد يكون مهما في تنسيق توقعات المشاركين في السوق، وحظيت باهتمام كبير في الآونة الأخيرة، ولقد أكدت دراسة سارنو وتايلور (2001)، ودراسة تايلور (2005)، ودراسة ريتز وتايلور (2008) على أهميتها المحتملة في نقل الرسالة بأن السلطات تعتبر أن سعر الصرف غير متوازن ينحرف بشكل كبير عن قيمته على المدى الطويل. خلال هذه الفترات، قد يكون من الخطر للغاية بالنسبة المستثمرين الأفراد استثمار رأس المال بكميات كبيرة على أمل العودة إلى التوازن على المدى الطويل. على الرغم من أن سعر الصرف يمكن أن يستمر في الانحراف عن مستوى التوازن على المدى الطويل لفترة زمنية طويلة. ومع ذلك، فإن التدخل في سعر الصرف الأجنبي يمكن أن ينسق توقعات المشاركين في السوق ويدفع المستثمرين إلى دفع سعر الصرف نحو توازنه على المدى الطويل.[3]

في قناة التنسيق، يُنظر إلى تدخلات البنك المركزي على أنها حل لفشل التنسيق في سوق الصرف الأجنبي. يوضح ألين وتايلور (1990، 1992)، وتشيونغ وتشين (2001)، وهوويت (2003) أنه في بعض الأحيان يتحرك سعر الصرف بقوة وباستمرار بعيداً عن مستوى توازنه الأساسي، ويبدأ

[1] Reitz Stefan, Taylor Mark P, The coordination channel of foreign exchange intervention: A nonlinear microstructural analysis, European Economic Review, Elsevier, vol. 52(1), 2008, p. p 55-76, p. 57-58
[2] Naef Alain, Op. Cit, p. 6.
[3] Chang M, Suardi S, Chang Y, Op. Cit, p. 372.

المتداولون في الشك في توقعاتهم، ويستنزفون سيولتهم ويغادرون السوق. وهنا يمكن للبنك المركزي أن يعلن عن سياسة التدخل لتشجيع المتداولين على العودة إلى السوق وتنسيق التداول لتحريك سعر الصرف في اتجاه التوازن وبما يتوافق مع الأساسيات.[1]

يكون التدخل منسقاً أو متفقاً عليه في سوق الصرف إذا كان بين بنكين مركزيين أو أكثر في وقت واحد بعد إبرام اتفاق متبادل على التعاون الصريح أو الضمني لاستهداف مستوى أو مستويات معينة في أسعار الصرف. وبالنظر إلى حجم سوق الصرف ومبالغ احتياطيات الصرف لدى البنوك المركزية، فإن تدخلاتها منفردة تعتبر محدودة، ولكي تكون فعالة، يجب تنسيق هذه التدخلات.[2]

وينبع الأساس المنطقي للتنسيق الدولي للتدخل الرسمي من وجود تأثيرات جانبية كبيرة للسياسات المحلية عبر البلدان. على سبيل المثال، في ظل نظام سعر الصرف العائم، قد يُتوقع أن يؤدي التدخل الرسمي في بلد ما إلى تغيير قيمة العملة المحلية مقارنة بالعملات الأخرى، وبالتالي التأثير على اقتصادات الشركاء التجاريين. وتشير النظرية الاقتصادية القياسية إلى أنه في اقتصاد عالمي مترابط، قد يتسنى تحقيق نتيجة باريتو المثلى من خلال الأخذ في الاعتبار التأثيرات غير المباشرة للسياسات الاقتصادية الكلية وتشكيل سياسات تستغل وجود هذه الترابطات المتبادلة بين البلدان لتحقيق المنفعة المتبادلة للمشاركين في التدخل المنسق.[3]

على سبيل المثال، قامت مجموعة دولية في مارس 2011 مكونة من البنوك المركزية للدول التالية: كندا، الولايات المتحدة، إنجلترا، بنوك أوروبية أخرى واليابان بقيادة تدخل منسق يهدف إلى تثبيت العملة اليابانية لتحقيق مكاسب مشتركة للبلدان المشاركة بالتدخل في سوق الصرف.

المطلب الرابع: قناة تداول الضوضاء Noisetrading channel

تمت دراسة تدخلات البنوك المركزية على نطاق واسع في الأدبيات الاقتصادية على مدى العقدين الماضيين، وفقا لنوعين من الأساليب: أحدهما تقليدي، ويسمى أيضا تأثير الاقتصاد الكلي (قناة الإشارة وقناة توازن المحفظة)؛ أما الآخر فهو نهج بديل يأخذ مصدره من البنية الدقيقة لسعر الصرف. من خلال قناة "التداول بالضجيج"، التي قدمها هونغ (1997) وطورها هوانغ (2007) نظرياً.

[1] Gabriela Mundaca, Central bank interventions in a dollarized economy: managed floating versus inflation targeting, Empirical Economics, Springer, vol. 55(4), 2018, p. p 1507-1535. P. 1510.

[2] جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 41.

[3] Sarno L., Taylor M. P, Op. Cit. p 845-846.

تم تقديم قناة "تداول الضوضاء" بواسطة هونغ 1997. استنادًا إلى الأداء والبنية الدقيقة لسوق الصرف الأجنبي. فمتداولو الضوضاء هم متداولون لا يتأثر سلوكهم ومعتقداتهم بالمتغيرات الأساسية بل بالمشاعر. يتبنون السلوك التشارتي ويستكشفون ملاحظات الماضي. وبعبارة أخرى، فإنهم يستخدمون ما يسمى بقواعد التنبؤ "التغذية الراجعة". ولكي يكون التدخل فعالا، يقترح هونغ أن السوق يجب أن يهيمن عليها تجار الضوضاء وأن التدخل يجب أن يكون سريا. بمعنى، يتعين على البنك المركزي أن يكون على دراية بوظيفة رد فعل المتداولين الضوضائيين وأن يكون قادراً على إجراء تدخل سري. تم إثراء الأدبيات المتعلقة بهذا المجال من قبل مؤلفين آخرين. أظهر فيتالي (1999)، من خلال اختيار نظرية البنية الدقيقة، أن السلطات النقدية لا تميل إلى الكشف عن اختيارها عند التدخل في سوق الصرف الأجنبي من أجل جعل الأهداف المراد تحقيقها أكثر مرونة. وبنفس المعنى، قام هوانغ (2007) بتطوير تمثيل تحليلي للفرضيات التي طرحها هونغ (1997). ويجادل بأن التدخل من المرجح أن ينجح عندما يكون سريا وفي ظل وجود تقلبات عالية. بمعنى تنص النظرية المتعلقة بتأثير "التداول بالضوضاء" على وجوب ضمان التدخل خلال فترة يهيمن عليها "تجار الضوضاء"، الذين يظهرون سلوكا بيانياً وفي ظل وجود معلومات غامضة عن سوق الصرف الأجنبي.[1]

وفقا لهونغ (1997)، تفترض قناة تداول الضوضاء فرضيتين. الأولى هي أن التجار الضجيجين يجب أن يسودوا سوق الصرف الأجنبي، على الأقل، في بعض الأحيان. والثانية، يتم تحديد سعر الصرف من خلال تدفق توازن السوق. وبمجرد التحقق من هذه الفرضيات، ينبغي للبنك المركزي أن يتدخل في فترات السوق شديدة التقلب وأن يحافظ على سرية تدخلاته. وقد أنشأ ريتز (2005) تعميماً لآلية تداول الضوضاء من أجل اختبار تأثير تدخل البنك المركزي على أسعار الصرف. وقد أخذ النموذج الاطاري الذي اقترحه ريتز (2005) في الاعتبار عدم تجانس توقعات سعر الصرف؛ يتميز المتداولون بالمخططين والأصوليين. وباستخدام نهج ماركوف في تبديل النظام، وجد أن تدخلات بنك الاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الألماني قد عززت القدرة التنبؤية لتقنيات التنبؤ لرسامي المخططات على المدى القصير. وكما قام هوانغ (2007) بتوسيع عمل بهاتاشاريا وويلر (1997) واقترح تفسيراً نظرياً لفرضية قناة تداول الضوضاء. كما أجرى دراسة تجريبية على بيانات التدخلات اليومية للاحتياطي الفيدرالي والبنك المركزي الألماني وبنك اليابان ووجد نتائج تدعم افتراضاته النظرية. إلى جانب بين وآخرون (2009). استخدم نهج تبديل ماركوف لتحديد تأثير تدخل البنك المركزي في نموذج قناة تداول الضوضاء

[1] Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, Omri Abdelawhed, Efficacité de l'intervention de la banque centrale Islandaise en présence d'asymétrie d'information avec les spéculateurs, In : Economie appliquée, 64 (1), 2011, pp. 43-67, p. 49

مع المخططين البيانيين والأصوليين، ووجد أن التدخلات تزيد من نسبة الأصوليين وبالتالي تمارس تأثير استقرار على سعر الصرف.[1]

وتوضح قناة التداول الضجيج لهونج (1997) أن البنوك المركزية قد تتبع في بعض الأحيان استراتيجيات تدخل سرية لدفع رسامي الرسوم البيانية إلى الاعتقاد بأن الاتجاه السائد لسعر الصرف قد تم كسره وأن الاتجاه ينعكس. وقد يقوم المتداولون الضجيج بعد ذلك بتغيير مواقفهم، مراهنين على الانعكاس المستوحى من التدخل.[2]

وفقا لقناة التداول الضوضائي، فإن سوق الصرف الأجنبي تتكون من مجموعتين من المشاركين في السوق. تعتمد المجموعة الأولى، والتي يطلق عليها "تجار الضوضاء"، على منظور قصير الأجل (بين اليومين أو داخل اليوم)، وتستند في تداولاتها إلى أي شيء تعتقد أنه ذو صلة بأسعار المستقبل (أسعار الصرف) حتى لو لم يكن متسقا مع الأساسيات الاقتصادية طويلة الأجل. وبالتالي، فإن تحليل وجهات النظر الاقتصادية طويلة الأجل ليس جزءا حاسما من استراتيجيات التداول الخاصة بها. يمكن تقسيم مجموعة تجار الضوضاء نفسها إلى جزأين غير متجانسين من المستثمرين، وفقا لأنماط التداول الخاصة بهم يتصرف بعض تجار الضوضاء مثل "رسامي الرسوم البيانية" فكرتهم هي أن الأسعار تشمل جميع جوانب السوق، سواء كانت: "اقتصادية أو غير اقتصادية، عقلانية أو غير عقلانية... ". إن المتداولين الضوضائيين يعتمدون في تجارتهم على نماذج تتضمن تحليل تحركات الأسعار السابقة للتنبؤ بحركات أسعار الصرف المستقبلية. أما القسم الثاني من المتداولين الضوضائيين، والذين يطلق عليهم "غير المتعاملين في الرسوم البيانية"، فيحاولون تعظيم أرباحهم من خلال التنبؤ بردود أفعال السوق تجاه أي أخبار أو خرافات. ومن ثم فإن استراتيجيات التداول لا تستند إلى أي نموذج، بل إلى التعليقات والإعلانات والتكهنات. وعلى النقيض من المتداولين الضوضائيين، فإن المجموعة الثانية من المشاركين في السوق تتألف من "الأصوليين" أو "وكلاء الأموال الأذكياء"، الذين يسعون إلى تعظيم أرباحهم بشكل عقلاني، والذين يستندون في قراراتهم الاستثمارية، وإن لم يكن ذلك على نحو حصري، إلى تحليل أساسي. ومن خلال ما يسمى "التحكيم المكشوف"، يعيد وكلاء الأموال الأذكياء سعر الصرف إلى قيمته الأساسية. ومن ثم فإن الأصوليين يشترون العملة عندما تكون مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، ويبيعونها عندما تكون مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية. وينبع احتمال عدم توازن أسعار الصرف على مدى فترة طويلة من الزمن، أو تقلبها بشكل مفرط، من تفاعل مجموعات السوق غير المتجانسة. إن الافتراض الأساسي هنا هو أن التحكيم غير المكشوف الذي يمارسه الأصوليون محدود، وذلك بسبب اعتبارات المخاطر التي

[1] Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, The effecteveness of central bank intervention through the noise trading channel: evidence from the Australian and Japan case, Op. Cit, p. 6.
[2] Gabriela Mundaca, Op. Cit, P. 1510.

يراعيها وكلاء الأموال الذكية. وفي الأساس، تعمل تصرفات تجار الضوضاء على دفع سعر الصرف بعيدا عن قيمته الأساسية. وهذا يفتح المجال أمام الأصوليين لوضع استثماراتهم، ولكن بما أن المخاطرة تشكل عاملا حاسما في التداول الأساسي، فقد لا يتمكن وكلاء الأموال الذكية من استعادة سعر الصرف. ويمكن لتجار الضوضاء أن يدفعوا سعر الصرف بعيدا جدا عن قيمته "الحقيقية"، بحيث لا يفتح الأصوليون مراكز موازنة. وبالتالي، يمكن أن يستمر اختلال سعر الصرف لفترة طويلة. وعلاوة على ذلك، يمكن لوكلاء الأموال الذكية أن يتحولوا مؤقتا إلى تجار ضوضاء. على سبيل المثال، يؤدي حدوث تأثيرات قوية إلى إجبار الأصوليين على الانخراط في أنشطة تؤدي إلى المزيد من الظروف الفوضوية في السوق، وتؤدي إلى تقلبات مفرطة في السوق. وتؤدي العلاقة بين تجار الضوضاء والأصوليين إلى تحديد سعر الصرف المتوازن المعدل حسب المخاطر.

المبحث الثالث: البنك المركزي والاحتياطات الصرف الأجنبي

إن أحد الأمور المؤكدة للاستقرار النقدي والاقتصادي الكلي في أي بلد هو أن يكون لديه احتياطيات كافية من النقد الأجنبي، وإن احتياطيات النقد الأجنبي لأي بلد تعمل كحاجز ضد نقاط الضعف في الحساب الجاري. ولأن احتياطيات النقد الأجنبي هي أحد مصادر الأموال للبلد والتي يمكن استخدامها لاحقا لتمويل المعاملات الدولية، فإنها تعتبر المؤشر الأكثر أهمية لقوة البلد الاقتصادية، وخاصة في صناعات التصدير والاستيراد. وإن المفتاح الرئيسي الذي يمكن لأي دولة من خلاله تجنب الأزمة هو وجود احتياطي، وخاصة بالنسبة للدول التي تلتزم بنظام اقتصادي مفتوح لأنها تشارك في التجارة الدولية في السلع والخدمات وكذلك الأصول المالية، حيث تكون تدفقات رأس المال من الخارج عرضة للغاية للصدمات من دول أخرى والتي تسمى تأثير العدوى.

يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي عنصرا هاما في اقتصاديات الدول لما له من أهمية كبيرة في تفعيل السياسات الاقتصادية. وإن إدارة الاحتياطيات الصرف الأجنبي والمحافظة على سلامتها وتنميتها من الوظائف الأساسية للبنك المركزي نظرا للدور الذي تلعبه الاحتياطات فهي تدعم الثقة في سياسة إدارة سعر الصرف من طرف البنك المركزي من خلال التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للمحافظة على استقرار سعر صرف عملتها، وتحد من التعرض الاقتصاد للتقلبات الخارجية السلبية فيعتبر احتياطي الصرف الأجنبي لبلد ما من الضروريات التي تلجأ إليها الدول عند الضرورة.

المطلب الأول: البنك المركزي ووظيفة إدارة الاحتياطات الأجنبية.

تعمل احتياطات الصرف على تحسين وضعية ميزان مدفوعات البلد، وإعطاء ثقة أكبر للعملة الوطنية وللمستثمرين الأجانب، والحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي. وتعد وظيفة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي أحد الوظائف المهمة للبنوك المركزية.

أولا: احتياطي النقد الأجنبي

- **مفهوم الاحتياطي النقد الأجنبي:** هناك العديد من التعاريف المقدمة من أجل تعريف احتياطي الصرف الأجنبي، والتي نذكر منها:

يعرفها صندوق النقد الدولي على أنها الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة، كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الدولي.[1]

وتعرف أيضا على أنها عبارة عن وسائل الدفع المقبولة دوليا، مثل الذهب والعملات القوية المعروفة باعتبارها تتميز بالاستقرار. وتجدر الإشارة إلى أن الدولار باعتباره العملة الرئيسية في تكوين الاحتياطيات الدولية إذ عادة ما تكون نسبته في تكوين الاحتياطي العالمي لا تقل عن 60%.[2]

كما يعرفها Aizenman بأنها الأصول الخارجية السائلة من العملات الأجنبية وسندات العملات الأجنبية والذهب الخاضعة لسيطرة البنك المركزي.[3]

يعرف Jone Williamson احتياطات الصرف الأجنبي أنها: بمثابة صمام أمان يحتفظ به البلد ويلجأ إليه عند الضرورة لكي يحمي نفسه من آثار الصدمات الخارجية والتي يمكن أن يتعرض لها الاقتصاد الوطني من جراء علاقته الاقتصادية مع الخارج.[4]

---

[1] صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية، الولايات المتحدة الأمريكية: صندوق النقد الدولي، 2013، ص 03.

[2] بوشمال محمد، حميدة مختار، أثر احتياطي النقد الأجنبي على سعر الصرف دينار/دولار في الجزائر دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 1990 – 2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02، ص 359 – 377، ص 361.

[3] بن هراوة محمد أمين، ترقو محمد، أثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر–دراسة قياسية–، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 15، العدد 1، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2023، ص. ص: 517 – 526، ص 521.

[4] Williamson Jone, exchange reserves as shock absorbers, (O. U. Press, Ed.) series in economic development, 1988, p165.

وتعرف احتياطات الصرف بشكل واسع على أن كل أصول السلطات النقدية القابلة للاستعمال سواء بشكل مباشر أو قابلية التحويل على أصول أخرى في ظل نسبة معينة للتبادل مع وجود عجز في ميزان مدفوعات الدولة.[1]

مما سبق نجد أن احتياطيات الصرف الأجنبي تعددت في مفاهيمها لكنها كلها تصب في مفهوم واحد وشامل وهو أن احتياطيات الصرف الأجنبي هي عبارة عن الأصول الأجنبية التي تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية للدولة وتكون في أعلى درجات السيولة لمواجهة الظروف الطارئة غير المتوقعة، وغالبا ما يشمل هذا المصطلح على الحيازات الرسمية من الذهب، العملات الأجنبية القابلة للتحويل، الشريحة الاحتياطية لدى صندوق النقد الدولي وحقوق السحب الخاصة. ومن ثم فإنه لابد من توفر شرطين في الأصول لاعتبارها أصول احتياطية وهي: أن تكون خاضعة لسيطرة السلطات النقدية (البنك المركزي)، ومتاحة بسهولة أي تتمتع بسيولة عالية، حيث يمكن شراؤها أو بيعها أو تصفيتها بسرعة وبأقل تكلفة.[2]

- **مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي**

تتكون احتياطيات الصرف الأجنبي "من كافة الأصول المالية ووسائل الدفع التي تقبل في تسوية المدفوعات الدولية، والتي تسمح بإزالة الاختلالات المسجلة حينما يكون مجموع الجانب المدين في ميزان المعاملات الجارية والرأسمالية أكبر من الجانب الدائن فيهما، أي إجراء التسوية الحسابية لصافي العجز على مستوى ميزان المدفوعات لبلد ما".[3]

ولقد تطورت مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي بتطور طبيعة العلاقات الاقتصادية الدولية، ففي ظل نظام قاعدة الذهب، كان حجم السيولة الدولية يتوقف على كمية الذهب النقدي المتاحة، حيث كان هذا النظام يتضمن الظروف الكفيلة بتحقيق التوازن بين البلدان، وبرغم من عدم الاتفاق ما بين الاقتصاديين في تحديد العناصر التي تكون احتياطيات الصرف الأجنبي، غير أنه يمكن تمييز أربعة عناصر رئيسية لاحتياطيات الصرف الأجنبي كما يتضح ذلك من بنود ميزان المدفوعات كالتالي:

أولا: الذهب النقدي.

[1] Horne Jocelyn, Nahm Daehoon, International Reserves and Liquidity : A Reassessment, Kredit und Kapital, ISSN 0023-4591, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 34, Iss. 3, 2001, pp. 356-392, P. 356

[2] لخضاري إبراهيم، غزازي عماد، دراسة تحليلية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (2000–2019)، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص 137– 154، ص 139.

[3] Paul R. Krugman, Maurice Obfled, Marc Miliez, économie internationale, 9 eme édition, Pearson Education, France, 2012, P. 345.

ثانيا: المركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي (حق السحب غير المشروط من الصندوق في حدود الشريحة الاحتياطية)

ثالثا: وحدات حقوق السحب الخاصة SDRs.

رابعا: العملات الأجنبية القابلة للتحويل (الارتكازية).[1]

- **دوافع حيازة الاحتياطيات الأجنبية:**

وتتعدد دوافع الدول للاحتفاظ باحتياطيات الصرف الأجنبي حيث تشمل دوافع تجارية لمواجهة التقلبات في التجارة الدولية، الادارة الفعالة لسعر الصرف، تحقيق الاستقرار المالي، تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدولة، زيادة الجدارة الائتمانية للدولة وزيادة الاستثمار والحصول على عوائد مناسبة.

وهناك عدة نظريات اقتصادية عمدت إلى حصر أهم دوافع حيازة الاحتياطات الأجنبية والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:[2]

- تكوين مخزون وقائي لحماية الاقتصاد من الاختلالات السلبية الغير متوقعة.
- من خلال امتلاك السلطة النقدية لاحتياطي الصرف الأجنبي تسعى إلى تعويض تكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات ويتم ذلك من خلال إدارة هذه الاحتياطيات والمحافظة عليها من التآكل وتوظيف جزء منها.
- إدارة السياسات النقدية من قبل البنك المركزي، حيث يتيح امتلاك البنك المركزي لاحتياطي الصرف الأجنبي إدارة السياسات النقدية، إذ يحتاج في كثير من الأحيان إلى حجم كبير من العملات الأجنبية بيعا وشراء من خلال عمليات السوق المفتوحة وإدارة غطاء النقد واستثمار موجوداته من العملات الأجنبية لدى البنوك المراسلة في الخارج وتوفير العملات الأجنبية للبنوك التجارية من أجل الوفاء بالتزاماتها باتجاه مختلف المتعاملين وعليه فالاحتياطيات هي مصدر للسيولة.
- تأمين واردات البلد من سلع وخدمات: مواجهة موجة الزيادة المتوقعة في الواردات وتزايد العجز في الميزان التجاري بعد تحرير التجارة الخارجية.
- تمويل تحويلات وعوائد المستثمرين الأجانب الذين لهم مشروعات في البلد وتنتج للسوق المحلي.

[1] بلقيوس عبد القادر، زايري بلقاسم، أثر تعقيم الأصول الاحتياطية من الصرف الأجنبي على سياسة التوسع النقدي في الجزائر خلال الفترة 2005-2015، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018، ص. ص 221-236، ص 223.

[2] فرديه اسماعيل، شربي محمد الأمين، أثر الاحتياطي من النقد الأجنبي على سعر صرف العملة – دراسة حالة الجزائر (1990-2019)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص. ص 121 – 132، ص 125.

- المحافظة على توفير السيولة لتفادي الحالات التي يكون فيها الوصول إلى الاقتراض أو تقليص القروض مكلفا جدا.
- اللجوء إليه في المستقبل القريب لدفع الديون الخارجية وأعبائها.
- التدخل في أسواق الصرف وذلك من أجل دعم سياسة سعر الصرف سواء بهدف الحصول على سعر الصرف مستقر أو المحافظة على قيمة العملة ولذلك تمتلك جميع الدول احتياطيات دولية بعملات أجنبية مختلفة ويفضل الخبراء تنوع هذه العملات ما بين العملات الرئيسية المتمثلة في الدولار الأمريكي، اليورو، الجنيه الإسترليني والين الياباني ... الخ. وذلك بهدف التحوط ضد خسائر تقلبات أسعار الصرف.
- وتمثل هذه الاحتياطيات الدولية خط الدفاع الأول عن قيمة العملة لضمان استقرار أسعار صرف عملتها وكذلك لتمويل الاختلالات المتوقعة في الحساب الجاري مع العجز الخارجي أثناء وقوعه.

- **الأهمية الاقتصادية لاحتياطيات الصرف الأجنبي:**

ينظر للأهمية الاقتصادية لاحتياطي الصرف الأجنبي من ناحيتين أساسيتين هما:[1]

- **الناحية الأولى:** أنه يغطي العملة المصدرة من طرف البنك المركزي والموجهة للتعامل بها من قبل الجمهور والمصارف، فالبنك المركزي الوطني هو في حقيقة الأمر مدين إلى المواطنين الذين يملكون هذه العملة.
- **الناحية الثانية:** يمكن أن ينظر للاحتياطي على أنه الرصيد النقدي الذي يمكن أن يمول الاستيراد لأطول مدة ممكنة عندما يتوقف الإنتاج أو يتوقف تولد الموارد المالية بشكل تام نتيجة للحروب والكوارث.

إذا فالبنك المركزي لا يهدف من وراء الاحتفاظ بهذا الاحتياطي إلى منع الموارد عن الحكومة، وإنما إلى أن يكون هذا الاحتياطي جاهزا للاستخدام عند حدوث الأزمات الكبيرة سواء كانت اقتصادية أو غير اقتصادية، التي من الممكن أن يتعرض لها البلد في أي وقت من الأوقات، وبالتالي تحول دون تولد موارد مالية جديدة للبلد.

ثانيا: إدارة احتياطي الصرف الأجنبي

يعد البنك المركزي المسؤول الوحيد عن إدارة احتياطي الصرف الأجنبي. وإن سياسة إدارة احتياطي الصرف الأجنبي أحد الركائز المهمة في البنك المركزي، وذلك للأثر الكبير الذي أصبحت تؤديه

[1] لخضاري إبراهيم، غزازي عماد، مرجع سبق ذكره، ص 142-143.

في تحقيق الاستقرار الاقتصادي نتيجة ارتباطها الوثيق بسياسة أسعار الصرف، فالعلاقة التشابكية بين سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الكلية هي التي جعلت سعر الصرف يؤدي أهمية بالغة في المحافظة على الاستقرار الاقتصادي ومنع الكثير من الصدمات الاقتصادية المؤثرة على حركة الاقتصاد المحلي.

إن إدارة الاحتياطات من مهمة البنك المركزي والمحافظة عليه لمواجهة الكوارث والسيطرة على مخاطر السيولة والسوق. حيث يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي صمام الأمان لأي دولة لتسوية مدفوعاتها الخارجية والتي تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية للبلد واستقطاب المستثمرين الأجانب، إضافة للتحديات والرهانات التي تنتظر الاقتصاد الوطني في ظل التطورات السريعة في سعر الصرف خاصة فيما يتعلق بالتجارة الخارجية والمبادلات الدولية.

كما أن تراكم الاحتياطيات يصاحبه آثار اقتصادية كلية عديدة، مما يتطلب إدارتها بكفاءة لتعظيم الاستفادة منها، خاصة مع زيادة الاختلال الخارجي، وعدم الاستقرار الاقتصادي.

- **مفهوم إدارة احتياطي الصرف الأجنبي**

ويقصد بها الصيغ والأساليب المتبعة في التحكم بالأصول الأجنبية المملوكة للقطاع العام على نحو يكفل إتاحة هذه الأصول للاستخدام في أي وقت، مع ضمان العائد على الأموال الموجهة للاستثمار في باقي الأصول المختلفة.[1]

إدارة الاحتياطيات هي الهامش المالي المتأتي من عمليات استثمار الأصول الأجنبية المختلفة المملوكة للقطاع العام، بهدف تحقيق أهداف اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية طويلة أو متوسطة المدى، مع ضمان استردادها في مجابهة الحالات الحرجة أو الصعبة للاقتصاد الداخلي، والعمل على حمايتها من كافة المخاطر الاقتصادية أو التناقص في قيمتها المالية.[2]

يرى بلاكمان (1982) أن إدارة احتياطيات النقد الأجنبي في البلدان المتقدمة هي أداة من أدوات سياسة سعر الصرف. ومع ذلك، بالنسبة للبلدان الأقل نمواً، فإن إدارة احتياطيات النقد الأجنبي ليست

[1] عبابسة نور الدين، أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية – دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة العربي ابن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2017/2016، ص 102.

[2] Jacobo De León, La gestion des réserves de change de la Banque du Canada, REVUE DE LA BANQUE DU CANADA, HIVER 2000-2001, p,2.

وسيلة لتحقيق مستوى مثالي لأسعار الصرف أو الحفاظ على ظروف تجارية منظمة في أسواق الصرف الأجنبي، بل هي عنصر أساسي في أي استراتيجية للتنمية الاقتصادية.[1]

ووفقاً لصندوق النقد الدولي، فإن إدارة الاحتياطي الأجنبي هي العملية التي يتم من خلالها توفير كمية كافية من أصول القطاع العام الخارجي والتحكم فيها من قبل السلطات لتمكينها من تلبية مجموعة من الأهداف المحددة جيداً لبلد أو اتحاد نقدي.[2] ويؤكد الصندوق على أن الممارسات الضعيفة في إدارة الاحتياطي، قد يترتب عليها تكاليف اقتصادية واجتماعية ضخمة.

ويؤكد Akanni and Bukola (2016)؛ Emmanuel(2013) على أن الإدارة غير المثلى للاحتياطي تقلل من فعاليات السياسات الاقتصادية المستخدمة، كما أنها يجب أن تراعي التوازن بين قيود السيولة والمخاطرة والعائد.

وباختصار، يمكن تعريف إدارة الاحتياطيات الدولية بأنها تقنية تحسين الأصول الخارجية للبلد لتلبية احتياجاته الاقتصادية.

تكفل إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي قدر كاف من الأصول الأجنبية الرسمية المملوكة للقطاع العام للسلطات المختصة بصفة دائمة، وذلك من خلال مجموعة من الإجراءات والسياسات، بهدف تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي المحددة ضمن الخطة الإستراتيجية للدولة، كما تكفل سيطرة السلطات عليها لتحقيق طائفة محددة من أهداف الدولة، تتسم الممارسات السليمة لإدارة الاحتياطيات بالأهمية، نظرا لأنها يمكن أن تزيد من القدرة الكلية للدولة أو المنطقة على تحمل الصدمات.[3]

إن إدارة احتياطيات النقد الأجنبي كانت تشكل في كثير من الأحيان أولوية لدى البنوك المركزية، وخاصة في أعقاب الأزمات النقدية. كما حدث في تركيا في عام 2001 وجنوب أفريقيا في عام 2002. وكان أحد الأهداف الرئيسية ضمان مستوى كاف من الاحتياطيات لمواجهة التزامات سداد الديون وتعزيز ثقة السوق. ويتمثل هدف آخر في بناء احتياطيات كافية ضد تقلب تدفقات رأس المال وعدوى السوق. ولكن تصحيح التراكم المفرط للاحتياطيات قد يكون أيضاً أحد أهداف التدخل في النقد الأجنبي، لأن الاحتفاظ باحتياطيات مفرطة يستلزم تكاليف شبه مالية وتكاليف الفرصة.

---

[1] Ouaret Samira, Yaici Farid, The Management of Foreign Exchange Reserves in Algeria, Roa Iktissadia Review, 10 (02), Algeria: University Eloued, 2020, pp 75-92, p. 79.

[2] FMI. (2001). *Directives pour la Gestion des Réserves de Change, p. 04.* https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/fra/guidef.pdf (19/09/2024).

[3] بن عيسى كمال الدين، حزام نسيم، بونشادة نوال، العلاقة السببية بين سعر الصرف واحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM للفترة 1990–2020، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الوادي، المجلد 08، العدد01، 2023، ص 239.

المطلب الثاني: علاقة احتياطات الصرف الأجنبي بسعر الصرف.

تعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية من أجل إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه، والحد من اختلالات توازنه وذلك من خلال العمل على تكييف سياسات سعر الصرف حسب المعطيات الاقتصادية.[1]

ويعد احتياطي الصرف الأجنبي من الأدوات الهامة التي تستخدمها السلطات النقدية والمتمثلة في البنوك المركزية للحد من التقلبات التي قد تحدث على أسعار الصرف.

وفي ظل تحرير العمليات التجارية الخارجية والمدفوعات الدولية، أصبحت جميع البلدان تؤمن بضرورة تبنيها نماذج وإستراتيجيات موجهة نحو الخارج، وتوظيفها للروابط التجارية والمالية فيما بينها. مما جعل هذه البلدان تحرص على تكوين قدر ملائم من الاحتياطيات بالعملات الأجنبية للوفاء بالتزاماتها نحو شركائها التجاريين، ودعم الثقة في سياسات إدارة سعر صرف العملة الوطنية.[2] حيث تمثل الاحتياطات خط الدفاع الأول عن قيمة العملة المحلية، تحتفظ الدول بالاحتياطيات لإدارة أسعار الصرف وتكاليف التقلب في التجارة الدولية وتكاليف التسوية.

وفقاً لغاندي (2006) فإن احتياطيات النقد الأجنبي هي أصول البنك المركزي المخزنة بعملات مختلفة. ويوضح فريدريك ميشكين (2001) أن العلاقة بين سعر الصرف واحتياطيات النقد الأجنبي هي أنه كلما زاد النقد الأجنبي أو النقد الأجنبي الذي تحتفظ به الحكومة، زادت قدرة البلد على تنفيذ المعاملات الاقتصادية والمالية الدولية وزادت قيمة العملة. إلى جانب ذلك، مع ارتفاع سعر الصرف لعملة البلد نفسها، فإن هذا يدل على أن اقتصاد البلد يزداد قوة، بحيث يمكنه الحصول على المزيد من النقد الأجنبي. وأوضح برايدي وسيكار (2008) أن احتياطيات النقد الأجنبي هي المفتاح الرئيسي للبلد لتكون قادرة على تجنب الأزمات الاقتصادية والمالية.[3]

فبدون احتياطات كافية يكون أي التزام بالدفاع عن سعر صرف ثابت، التزاماً ما لا يدعو إلى المصداقية، وهذا ما اختبرته أسواق الصرف الأجنبي على وجه السرعة، بحيث تصل عمليات الصرف الأجنبي إلى 2.5 تريليون دولار في اليوم في العالم أجمع، وبالتالي الأمر يتعقد بكثير مع عمليات

[1] عبابسة نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص 81.

[2] دقيش جمال، هني جعفر محمد، بلقيوس عبد القادر، أثر احتياطيات الصرف الأجنبي على النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية خلال الفترة (1998-2016)، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 01، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2020، ص. ص 551-561، ص 551.

[3] Antoni Akmal, Irwan Muslim, long-term relationships of macroeconomic variables on Indonesian foreign exchange reserves, Menara Ekonomi, Volume V, No. 2, 2019, p. 2.

المضاربة والمراجحة التي يمارسها سماسرة الصرف، ما يكفي السلطات النقدية أن تتدخل يومياً من أجل الحفاظ على استقرار سعر عملتها.[1]

إن كثير من الحكومات تحرص على تكوين قدر ملائم أو أمثل من الاحتياطيات الدولية، نظرا لأهميتها في الدفاع عن مستوى سعر الصرف القائم بين العملة المحلية للدولة وغيرها من العملات، وكلما زادت كمية هذه الاحتياطيات زادت احتمالات المحافظة على ثبات سعر الصرف، إذا ما تعرض سوق الصرف الأجنبي إلى اضطرابات تبعده عن توازنه المرغوب.[2]

تعتبر احتياطات الصرف الأجنبي من أهم أدوات تجسيد سياسة سعر الصرف، ففي ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة، تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.[3]

تلعب الاحتياطات التي توفرها الدولة لمواجهة الأزمات دورا كبيرا في رسم سياسة سعر الصرف المناسبة بحيث كلما انخفضت هذه الاحتياطات كلما كانت الحاجة أكبر إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية وتعديلات لميزان المدفوعات وبالتالي التغير في قيمة سعر الصرف من خلال تمويل العجز اعتمادا على فروق أسعار الصرف والعكس أيضا كلما زادت الاحتياطات كلما قل الاعتماد على تصحيح ميزان المدفوعات وبالتالي يبقى سعر الصرف ثابت ومنه عند الانخفاض سياسة سعر الصرف المعوم وعند الارتفاع سياسة سعر الصرف الثابت.[4]

وللحفاظ على استقرار سعر الصرف، يتدخل البنك المركزي بائعا للدولار مستخدما ما لديه من احتياطيات دولية. تقوم احتياطات بتلبية احتياجات التدخل في سوق الصرف الأجنبي حيث يعتبر التدخل أهم مصدر للطلب على الاحتياطات، وخاصة بالنسبة لتلك البلدان المفتوحة جدا على أسواق رأس المال وأسواق السلع و/ أو أسعار الصرف الثابتة، إن التخفيف من تقلب سعر الصرف الحقيقي له أهمية كبرى

[1] بربري محمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص 75.

[2] فرديه اسماعيل، شربي محمد الأمين، مرجع سبق ذكره، ص 125.

[3] بوكرديد عبد القادر، بلعزوز بن علي، كيحل عبد الباقي، أثر احتياطيات الصرف الأجنبي على سعر صرف الدينار/ اليورو في الجزائر دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 2000، 2019. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08، العدد 01، 2022، ص 245.

[4] عامري رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 157.

لتنمية البلدان، خاصة الأكثر اعتمادا على السلع، فالأدلة المقدمة أن امتلاك احتياطات كافية يمكن من خفض تقلبات سعر الصرف.[1]

تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف للحد من تغير أو تقلب سعر الصرف سواء ببيع العملات الصعبة التي تحتفظ بها مقابل العملة المحلية للحد من انهيار أو انخفاض قيمة عملتها، والعكس في حالة ارتفاع قيمة العملة عن الحد الذي ترغب فيه السلطات النقدية بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، ويتوقف تطبيق هذه الوسيلة على حجم احتياطي الصرف للدولة.[2]

المطلب الثالث: تعقيم احتياطات الصرف الأجنبي.

ملائمة احتياطات الصرف تعتبر عنصراً أساسياً في إدارة الاقتصاد الكلي، حيث تسهم في تخفيف آثار الصدمات العشوائية والطارئة على ميزان المدفوعات، والحفاظ على توازن سعر الصرف. يقلل تخفيف التكاليف الاقتصادية لتسوية الصدمات الدائمة من تذبذب سعر الصرف، كما أن الحفاظ على مستوى مرتفع من احتياطات الصرف في أسواق ضعيفة السيولة يساهم في الحد من هذه التقلبات. تشير معظم الدراسات الحديثة إلى الدور المهم الذي تلعبه ملائمة احتياطات الصرف في تقليل احتمال حدوث أزمات الصرف والاضطرابات المفاجئة في التمويل الخارجي.

إن عملية تجميع وتراكم احتياطات الصرف المناسبة تتطلب تكاليف تمويل كبيرة، مما يشكل تحديا كبيرا لميزانيات البنوك المركزية والنظام المصرفي وحتى القطاع الخاص. يتطلب تعديل مكونات هذه الميزانيات رؤية شاملة للاقتصاد الكلي، تأخذ بعين الاعتبار طبيعة تمويل التدخلات. قد تؤدي هذه التعديلات إلى التأثير سلبا على فعالية التعقيم المالي، مما يؤدي إلى نتائج تضخمية ومخاطر أخرى مثل التكلفة العالية للتدخلات والارتفاع الكبير في أسعار الأصول، الأمر الذي قد يضعف فعالية النظام المالي. دفعت هذه المخاطر العديد من دول أمريكا اللاتينية في أوائل التسعينيات إلى التخلي عمليا عن سياسة التراكم الكبير لاحتياطات الصرف.

من الضروري تحقيق توازن جيد بين الفوائد والتكاليف عند الاحتفاظ بمستوى عالٍ من احتياطات الصرف. وقد سعى العديد من الباحثين إلى تقدير المستوى الأمثل لهذه الاحتياطات. في عام 1981، قدم

[1] بوكرديد عبد القادر، متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية – دراسة حالة بنك الجزائر– ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص: علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي –الشلف–، 2016/2015، ص 50–51.

[2] بوشمال محمد، حميدة مختار، مرجع سبق ذكره، ص 363.

كل من فرانكل ويوفانوفيتش نموذجا للطلب على الاحتياطات الدولية يعتمد على الموازنة بين تكاليف تسوية الاقتصاد الكلي وتكاليف الفرصة البديلة. بينما قدَّم باحثون آخرون نماذج تقدير المستوى الأمثل للاحتياطات بالنسبة للاقتصادات الناشئة، من خلال موازنة مخاطر التوقف المفاجئ للتمويل الدولي مع الاضطرابات المالية.

في عام 2005، قدم كل من آيزنمان ولي نموذجا ظرفيا لتحديد المستوى الأمثل للاحتياطات الدولية قائما على التوقعات ذاتية التحقيق. كذلك حاول كل من جان ورانسيير في عام 2006 تطوير نموذج للاقتصادات الناشئة التي شهدت توقفات مفاجئة في تدفقات رأس المال. وأشار أجينور في عام 2004 إلى أنه من الضروري لأي اقتصاد يسعى إلى تحرير الحساب المالي وزيادة مرونة سعر الصرف الاحتفاظ بمستوى مرتفع وكافٍ من الاحتياطات. فالانتقال من نظام الصرف الثابت إلى نظام التعويم يتطلب الاستعداد الكامل قبل أن تصل الاحتياطات إلى مستوى حرج. وقد أظهرت الأزمة الآسيوية أن استنفاد الاحتياطات يمكن أن يؤدي إلى هجمات مضاربة وانهيار نظام الصرف وما يترتب على ذلك من نتائج كارثية اقتصاديا وسياسيا واجتماعيا. مع ذلك، يصعب عمليا تحديد النقطة الحرجة لاحتياطات الصرف وبداية القلق بشأن نظام الصرف. يجب التنويه إلى أن المراحل الأولى للتحول نحو نظام التعويم غالبا ما تكون مصحوبة بتقلبات كبيرة في سعر الصرف، مما يستدعي الاحتفاظ بمستوى كافٍ من الاحتياطات للسيطرة على هذه التقلبات المحتملة.

بهدف تعديل أثار زيادة التراكم في الاحتياطات الدولية يمكن للبنك المركزي تعقيم الأصول الأجنبية من خلال التركيز على الأصول المحلية من جهة أو تطبيق أساليب أخرى للسياسة النقدية. ويبقى المستوى الكافي لاحتياطات الصرف هو السبيل الأمثل لعدم تحمل تكاليف إضافية من جهة وعدم تشكيل ضغوط على المتغيرات النقدية من جهة أخرى، وعلى هذا الأساس اهتمت العديد من الدول بهذا الجانب والالتزام بالمستوى الكافي من الاحتياطات في ظل نظام سعر الصرف المتبع فيها.

إن التغيرات في احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية هي انعكاس للتطورات الحاصلة في ميزان المدفوعات فعند حدوث فائض في ميزان المدفوعات تزداد الأصول الخارجية للبنك المركزي عن طريق التدخل في سوق الصرف لشراء الفائض وقد تزداد أيضا القاعدة النقدية، مما يشكل تحديا للسياسة النقدية في ظل تراكم احتياطي الصرف الأجنبي ويمكن للبنوك المركزية التخفيف من أثار تراكم الاحتياطات على القاعدة النقدية والمعروض النقدي من خلال سياسة التعقيم.

تعرف سياسة التعقيم النقدي كذلك بسياسة تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي، وهي عبارة عن سياسة نقدية تنتهجها السلطة النقدية (البنك المركزي) للتأثير على التدفقات المالية الدولية الداخلة أو الخارجة من الاقتصاد، وتعبر سياسة التعقيم النقدي عن الدرجة التي يصل إليها تضييق السلطة النقدية

على الائتمان المحلي من أجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية (الأساس النقدي) المرتبط بتراكم الاحتياطات الأجنبية، أو المدى الذي تصل إليه قدرة السلطة النقدية على تحصين السيولة المحلية من التدخل في أسواق النقد الأجنبي.[1]

تعبر سياسة التعقيم على أنها عدم السماح للتغيرات الكبيرة في حيازة السلطات النقدية من الأصول الخارجية بأن تنتقل إلى القاعدة النقدية فإذا لم يسمح للتغيرات القاعدة النقدية أن تؤثر في المخزون النقدي نقول عندئذ بأن التغيرات في الاحتياطات الدولية قد تم تعقيمها.[2]

وتعني محاولة البنوك المركزية منع التغيرات في الموجودات الأجنبية من أن تؤثر بالنقود المحلية عن طريق إجراء تغييرات موازنة أو معادلة في الائتمان المحلي.[3]

ويعرفها Cardarelli Roberto على أنها: العملية النقدية التي من خلالها ذلك الارتفاع في صافي الأصول الأجنبية يقابله انخفاض في صافي الأصول المحلية وبالتالي الحفاظ على القاعدة النقدية ثابتة.[4]

كما تعرف سياسة التعقيم بأنها خط الدفاع الأول ضد الآثار غير المرغوبة للزيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي على نمو الائتمان المحلي، يحتجز فيها البنك المركزي مبالغ كبيرة في صورة احتياطات رسمية، مما يحد من تأثر البلد عند مواجهة انعكاس التدفقات.[5]

ويوجد عدة مؤشرات لقياس درجة التعقيم، ويسجل مؤشر التعقيم المدى الذي تصل إليه قدرة السلطة النقدية على تحصين السيولة المحلية من التدخل في أسواق النقد الأجنبي. وعلى وجه التحديد يقيس هذا المؤشر الدرجة التي يصل إليها تضييق السلطة النقدية على الائتمان المحلي من أجل موازنة التوسع في القاعدة النقدية المرتبطة بتراكم الاحتياطات الأجنبية،[6] ومن هذه المؤشرات مؤشر التعقيم الذي يستند إلى المعامل في الانحدار السنوي بطريقة المربعات الصغرى العادية باستخدام مشاهدات 12 شهرا. حيث:

---

[1] طيبة عبد العزيز، طهرات عمار، دور سياسة التعقيم النقدي في الحد من التضخم دراسة تحليلية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 01، 2020، ص. ص 753-772، ص 755.

[2] بوكرديد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 40.

[3] عباس صبحي حسون، المضامين النقدية لسياسة التعطيل النقدي في الدول النامية دراسة حالة كوريا، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية السنة السادسة العدد17، 2008، ص 3.

[4] Roberto Cardarelli, Capital inflows: Implications and policy responses, IMF WORKING PAPER, 2009, p. 17.

[5] طيبة عبد العزيز، فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 12- 2014، ص 26-34، ص 30.

[6] صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة وعدم المساواة، واشنطن، أكتوبر 2007، ص 116.

$$\Delta NDA_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \beta_{i,t}\,\Delta NFA_{i,t,m} + u_{i,t,m}$$

$\Delta NDA_{i,t,m}$: هو التغير الشهري في صافي الأصول المحلية لدى البنك المركزي في البلد i في الشهر m من السنة t، ويقيس جهد البنك المركزي من اجل تعقيم أثر الزيادة في احتياطات الصرف الأجنبي على القاعدة النقدية، وذلك عن طريق تخفيض رصيد الأصول المحلية عن طريق أدوات التعقيم.

عندما تكون قيمة المؤشر مساوية 1- أو أقل منه فإنها تعني التعقيم الكامل بينما تعني قيمته عند الصفر عدم التعقيم.

وهناك تقدير لمؤشر أوسع للتعقيم يعكس جهد البنك المركزي من أجل منع تسبب الزيادة في القاعدة النقدية في توسيع عرض النقود عن طريق أدوات التعقيم، بالنسبة للبلد i في السنة t يصبح هذا المؤشر الأوسع هو المعامل في الانحدار السنوي استنادا إلى مشاهدات 12 شهرا:

$$\Delta M2_{i,t,m} = \alpha_{i,t} + \delta_{i,t}\,\Delta NFA_{i,t,m} + u_{i,t,m}$$

حيث:

$\Delta M2_{i,t,m}$: هو التغير الشهري في عرض النقود بمفهوم M2 لدى البلد i في الشهر m من السنة t.

في هذه الحالة عندما تكون قيمة تساوي الصفر، فإنها تعني التعقيم النقدي الكامل، بينما تمثل القيمة واحد صحيح عدم وجود تعقيم.[1]

[1] صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة وعدم المساواة، مرجع سابق، ص 130، 131.

المطلب الرابع: تطور احتياطي الصرف الأجنبي في العالم والجزائر.

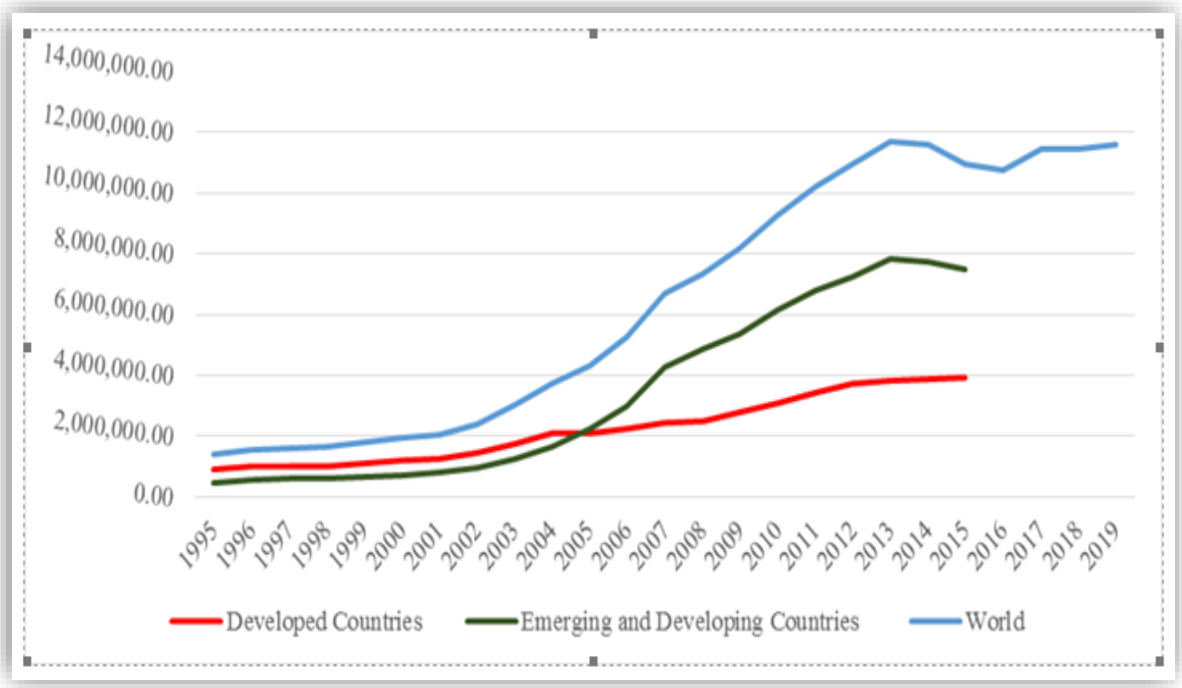
لقد نمت الاحتياطات النقدية بسرعة خلال العقد الماضي وبالأساس في اقتصاديات الأسواق الناشئة والدول النفطية، كما أن حجم صادرات وواردات البلد له دور في تحديد مستوى احتياطي النقد الأجنبي، والتي بدورها تتأثر بقيمة سعر صرف العملة المحلية ولا سيما في الدول التي تطبق نظام التعويم في تحديد سعر صرف عملتها.

تطور احتياطيات النقد الأجنبي في العالم:

بعد أن شهدت بعض الاستقرار في النصف الثاني من تسعينيات القرن العشرين، بدأت احتياطيات النقد الأجنبي في الارتفاع بسرعة منذ عام 2000، وخاصة منذ عام 2004. ففي عام 2000، بلغت هذه الاحتياطيات نحو 1935 مليار دولار أميركي، وفي عام 2013، ارتفعت إلى مستوى قياسي بلغ أكثر من 11683 مليار دولار أميركي (انظر الشكل(01)). وقد نمت احتياطيات النقد الأجنبي في البلدان الناشئة والنامية بشكل أسرع من تلك الموجودة في البلدان المتقدمة. ويرجع هذا الارتفاع الكبير في السنوات الأخيرة إلى الفوائض التجارية التي تحققت خلال نفس الفترة في البلدان الناشئة والنامية وإلى تدفقات رأس المال الأعلى إلى البلدان الناشئة مقارنة بالماضي. والواقع أن الصين وحدها، وفقاً لصندوق النقد الدولي، تحتفظ بأكثر من 3839.54 مليار دولار أميركي في نهاية عام 2013، أي حوالي 33% من الاحتياطيات العالمية. الصين، وهي دولة يعتمد نموذجها الاقتصادي على استراتيجية التصدير من خلال الحفاظ على سعر صرف عملتها مقابل الدولار عند مستوى منخفض (دوافع تجارية)، والدول المصدرة للنفط: بما في ذلك الجزائر ودول الخليج، التي استفادت من ارتفاع متوسط أسعار برميل النفط خلال هذه الفترة، شهدت كل من الدولتين زيادة في احتياطياتها من النقد الأجنبي. ففي عام 2014، انخفضت الاحتياطيات بنسبة 0.76٪ مقارنة بالعام السابق واستمرت في الانخفاض في عام 2016 لتصل إلى 1027.41 مليار دولار أمريكي. وفي عام 2017، بدأت الاحتياطيات في الارتفاع مرة أخرى وفي عام 2019، تم تسجيل مبلغ احتياطي قدره 11590.87 مليار دولار أمريكي. وقد يكون هذا الانخفاض بسبب انخفاض قيمة سعر الليوان الصيني/الدولار الأمريكي بنسبة 2٪ في أغسطس 2015. والواقع أن البنك المركزي الصيني قرر بيع الدولار في سوق الصرف الأجنبي من أجل دعم الليوان. في عام 2015، انخفضت احتياطيات النقد الأجنبي للصين، وهي الأعلى في العالم، بمقدار 513.97 مليار دولار أمريكي مقارنة بالعام السابق (وفقا لموقع صندوق النقد الدولي، بلغت هذه الاحتياطيات 3859.16 مليار دولار أمريكي في عام 2014 و3345.19 مليار دولار أمريكي في عام 2015). وقد يكون هذا الانخفاض راجعاً أيضاً إلى انخفاض أسعار النفط منذ النصف الثاني من عام 2014. وكان انخفاض الأسعار في يونيو 2014 راجعاً إلى أهمية العرض، والذي يمكن

تفسيره بالتوسع السريع في إنتاج النفط غير التقليدي في الولايات المتحدة (طريقة استخراج النفط الصخري والغاز الصخري لها تكلفة منخفضة نسبيًا). علاوة على ذلك، خلال هذه الفترة، لم يكن للصراعات في الشرق الأوسط وأوروبا الشرقية تأثير كبير على إمدادات النفط حيث استمرت ليبيا والعراق في إمداد سوق النفط العالمية. بالإضافة إلى ذلك، كان للصراع بين روسيا وأوكرانيا تأثيرا هامشيا على سوق الطاقة الأوروبية. من جانبها، فضلت أوبك الحفاظ على مستوى إنتاجها. وقد أدى انخفاض الطلب، بسبب النمو العالمي الأبطأ من المتوقع، والذي حدث بشكل رئيسي في الصين وأوروبا، إلى هذا الانخفاض في الأسعار أيضاً.

الشكل رقم (3-1): تطور الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي في العالم بملايين الدولارات الأمريكية (2019-1995)



المصدر: الاحصاءات المالية الدولية (IFS) وتكوين العملات لاحتياطات النقد الأجنبي الرسمية (COFER)، 2019.

تطور احتياطات النقد الأجنبي في الجزائر:

تحتل الجزائر المرتبة (25) عالميا من حيث حيازتها لاحتياطي الصرف الأجنبي وهذا حسب إحصائيات البنك الدولي في أواخر سنة 2018، إذ أن الصين تحتل المرتبة الأولى كما لديها تقريبا 04 أضعاف ما تمتلكه دول منطقة الأورو مجتمعة، لتأتي بعدها اليابان باحتياط يقارب النصف ما تمتلكه الصين لوحدها، وهذا ما يلاحظ من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (3-2): قائمة الدول حسب احتياطي الصرف الأجنبي (أخر تحديث لنهاية 2018)

الوحدة: مليار دولار

الترتيب	الدولة	إجمالي الاحتياطي الأجنبي	الترتيب	الدولة	إجمالي الاحتياطي الأجنبي
1	الصين	3168.21	**14**	ألمانيا	198.02
2	اليابان	1270.46	**15**	المكسيك	176.39
3	منطقة اليورو	822.552	**16**	المملكة المتحدة	172.65
4	سويسرا	787.021	**17**	فرنسا	166.48
5	المملكة العربية السعودية	509.46	**18**	إيطاليا	152.36
6	روسيا	468.64	**19**	الجمهورية التشيكية	142.51
7	الولايات المتحدة الأمريكية	449.9	**20**	اندونيسيا	120.66
8	منطقة هونغ كونغ الخاضعة للصين	424.61	**21**	بولندا	116.95
9	جمهورية كوريا	403.08	**22**	ماليزيا	101.45
10	الهند	399.16	**23**	الإمارات	99.5
11	البرازيل	374.7	**24**	تركيا	92.98
12	سنغافورة	292.17	**25**	الجزائر	87.38
13	تايلاند	205.64			

المصدر: إحصائيات البنك الدولي متوفرة عبر الموقع: www.albankaldawli.org ،

تاريخ الزيارة: 2020/01/07.

شهد الاحتياطي النقد الأجنبي في الجزائر ارتفاعا ملحوظ إذ وصل إلى 194.012 مليار دولار سنة 2013، أي ما يعادل تغطية 35 شهرا من الواردات من السلع والخدمات. فإن تسيير احتياطيات الصرف يعتبر من مواضيع الهامة، إذ يمثل تحديا للعديد من الدول ومنها الجزائر، بالنظر للحجم الكبير من الاحتياطات التي حازتها، بفضل الارتفاع في أسعار النفط في بداية الألفية الجديدة، حيث حققت فوائض مالية كبيرة من النقد الأجنبي.

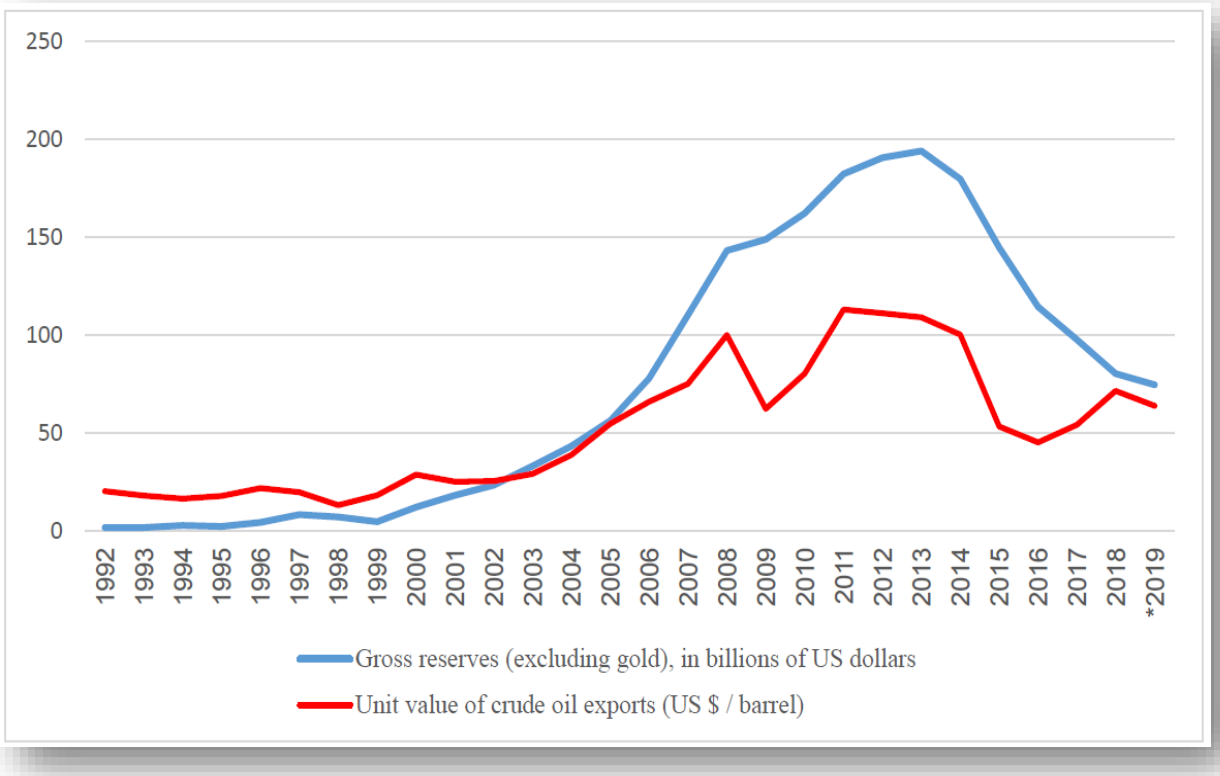
وتعود مسؤولية إدارة وتسيير احتياطات الصرف إلى بنك الجزائر، فهو يعمل على المحافظة على قيمتها الحقيقية وحمايتها من الاستنزاف والتآكل وهي تستعمل في معالجة الكثير من المشاكل الاقتصادية مثل تسديد الدين الخارجي، تنويع الصادرات، رفع مستواها الخارجي المحروقات، معالجة العجز في ميزان المدفوعات والتصدي للأزمات المالية...إلخ.

إن تطور حجم احتياطات الصرف الأجنبي في الجزائر مرتبط بشكل أساسي بتطور أسعار النفط في الأسواق الدولية، تبني الجزائر احتياطاتها الرسمية من النقد الأجنبي من خلال تصدير المحروقات. كما أن أسعار النفط، التي لا يزال تأثيرها على ميزان المدفوعات كبيرا، تشكل أيضا عاملا رئيسيا في تكوين هذه الاحتياطيات.

خلال تسعينيات القرن العشرين، ظل مستوى هذه الاحتياطيات منخفضا. فقد بلغت الاحتياطيات 1.5 مليار دولار أميركي في عام 1992 و4.4 مليار دولار أميركي في عام 1999. وانخفضت الاحتياطيات مقارنة بعام 1997، عندما سجلت الجزائر مستوى 8.05 مليار دولار أمريكي. ويرجع هذا الانخفاض إلى الصدمة الخارجية في عامي 1998 و1999 (هبوط أسعار النفط). وكان عام 2000 بداية إعادة بناء احتياطيات النقد الأجنبي الرسمية بعد هذه الصدمة الخارجية. والواقع أن الاحتياطيات بدأت في الارتفاع بشكل مطرد. وبلغت احتياطيات النقد الأجنبي الرسمية 143.1 مليار دولار في نهاية عام 2008. وعلاوة على ذلك، بعد الانخفاض الحاد في أسعار النفط للبرميل في عام 2009، بأكثر من 37 دولارا، لم تنخفض احتياطيات النقد الأجنبي الجزائرية. بلغت 148.91 مليار دولار في تلك السنة واستمرت في النمو بشكل كبير في السنوات اللاحقة حتى بلغت ذروتها في عام 2013 عند 194.01 مليار دولار. من ناحية أخرى، أدى الانخفاض الحاد في أسعار النفط في يونيو 2014 إلى خفض عائدات المحروقات وكان له تأثير على احتياطيات النقد الأجنبي التي انخفضت. في عام 2014، خسرت الجزائر حوالي 15 مليار دولار بمستوى احتياطي بلغ 178.93 مليار دولار. استمر هذا الانخفاض وانخفض إلى 62.75 مليار دولار في نهاية عام 2019 (بنك الجزائر)، وهو ما يمثل خسارة قدرها 131.26 مليار دولار، أي حوالي 67.66٪ من احتياطيات النقد الأجنبي للجزائر في ست سنوات.

العملات التي تشكل محفظة احتياطي النقد الأجنبي الجزائري في أبريل 2018 هي الدولار واليورو والجنيه الإسترليني بحصص 61.30٪ و20.90٪ و17.81٪ على التوالي. يعكس اختيار العملات أهمية العلاقات التجارية بين الجزائر وكل من الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي وبريطانيا على التوالي. من ناحية أخرى، تم التخلي عن الين الياباني في عام 2006، والسبب الرئيسي هو انخفاض أو حتى انعدام أسعار الفائدة المسجلة في اليابان في السنوات الأخيرة، إلى جانب انخفاض مستوى التجارة بين الاقتصاديين.

الشكل رقم (3-2): تطور احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر وأسعار النفط في السوق العالمية (2019-1992)



المصدر: بنك الجزائر وصندوق النقد الدولي 2019.

خلاصة الفصل

تضمن هذا الفصل فعالية تدخلات البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي على سعر الصرف، حيث تم التطرق في **المبحث الأول** إلى نظرية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، والتي تعرف على أنها: يحدث التدخل الرسمي في سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي عندما تقوم سلطات البنك المركزي بشراء أو بيع العملات الأجنبية، عادة مقابل عملتها الخاصة من أجل التأثير على سعر الصرف. وقد تم استخدام التدخل في العملات الأجنبية بشكل نشط كأداة سياسية في العديد من الدول. وتتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لأسباب مختلفة وبأساليب مختلفة. فتتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي من أجل تحقيق مجموعة متنوعة من الأهداف الاقتصادية، حيث أن الدوافع الحقيقية وراء التدخل في سوق الصرف؛ تخفيف تقلبات أسعار الصرف وتصحيح الاختلال؛ تهدئة السوق المضطربة؛ تجميع احتياطيات الصرف الأجنبي؛ وتوريد الصرف الأجنبي إلى السوق. وإن التدخل في سوق الصرف الأجنبي يمكن أن يكون معقماً أو غير معقم. فالتدخل المعقم ينطوي على معاملة تعويضية للأصول المحلية تترك القاعدة النقدية دون تغيير، في حين تعمل التدخلات غير المعقمة على تغيير القاعدة النقدية. ولا تؤثر التدخلات المعقمة على الأسعار أو أسعار الفائدة بشكل مباشر. ومن ناحية أخرى، تعمل التدخلات غير المعقمة على تغيير الفوارق في أسعار الفائدة وبالتالي سعر الصرف. كما يمكن أن يكون التدخل معلن (شفهي) مصرح به أو غير معلن (سري) لا يتم الكشف عنها للمشاركين في السوق. ولتكون عملية التدخل فعالة هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف ففعالية التدخل في سوق الصرف تتطلب الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من العناصر من أجل أفضل ممارسة كمنهجية التقدير، والأطر السياسية والمؤسسية التي يتم بموجبها التدخل. إذا كانت تدخلات البنوك المركزية محكومة بقواعد أو تتم بطريقة تقديرية. المبلغ وتوقيت التدخل وأيضا الشفافية والمصداقية. وتؤكد الدراسات أيضاً أن فعالية التدخل تعتمد على أشكال التدخل والقناة التي يؤثر من خلالها على سعر الصرف.

وتتحدد فعالية البنك المركزي في التدخل في سوق الصرف من خلال قدرته في التأثير على مستوى واستقرار سعر الصرف، كما تجدر الإشارة إلى أن فعالية إدارة البنك المركزي تكون مقيدة حسب الدرجة التي يكون فيها المعدل المستهدف لسعر الصرف أو النطاق متوافقاً مع مزيج السياسة وأساسيات اقتصادية أخرى مما يدل على أن التدخل غير قابل للاستدامة على المدى الطويل.

تم التطرق في **المبحث الثاني** إلى قنوات انتقال تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، حيث تنتقل فعالية تدخل البنك المركزي من خلال عدة تأثيرات أو قنوات بهدف التأثير على سعر الصرف؛ قناة توازن المحفظة وقناة الإشارة (التوقعات)، قناة التأثير المنسق والمشترك وقناة تداول

الضوضاء. في إطار قناة توازن المحفظة يؤدي التغيير في تكوين العملة لمحافظ الأصول المرتبطة بالتدخل المعقم إلى إحداث تغيير في علاوة المخاطر، مما يؤدي إلى تعديل سعر الصرف مع إعادة الوكلاء لتوازن محافظهم. في ظل قناة الاشارة قد يضبط المشاركون في السوق توقعاتهم لسعر الصرف عندما يرون أن التدخل يشير إلى تغيير في السياسة النقدية المستقبلية. وفي ظل قناة التنسيق، وهي أحد أشكال قناة الإشارة. وفي هذه القناة، يمكن للتدخل في سوق الصرف الأجنبي أن ينسق توقعات المشاركين في السوق وينقل فكرة وجود انحراف كبير في سعر الصرف عن قيمته التوازنية. وفي ظل قناة تداول الضوضاء، فإن بعض المشاركين في سوق الصرف الأجنبي يحافظون على مراكز الصرف الأجنبي وفقاً لمعتقداتهم ومشاعرهم التي لا تتفق مع الأساسيات الاقتصادية، والتي غالباً ما لا ترتبط بالتحليل الأساسي. وإذا اتبع عدد ممثل من الوكلاء هذه المعتقدات، فقد يظل سعر الصرف بعيداً عن قيمته الأساسية. إن التدخلات السرية للسلطة النقدية يمكن أن تؤدي إلى تغيير معتقدات المتداولين تجاه اتجاهات السوق المختلفة، الأمر الذي قد يدفعهم بدوره إلى تفكيك مراكزهم، وبالتالي تغيير قيمة سعر الصرف في الاتجاه الذي يرغب فيه البنك المركزي.

وبعد التطرق في **المبحث الثالث** إلى البنك المركزي ووظيفة إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي. يعد البنك المركزي الجهة الوحيدة المسؤولة عن إدارة احتياطيات الصرف الأجنبي والحفاظ على سلامتها وتنميتها، حيث تعتبر سياسة إدارة هذه الاحتياطيات من الركائز الأساسية في مهامه، نظرا لأهمية الدور الذي تلعبه هذه الاحتياطيات، فهي تعزز الثقة في سياسة البنك المركزي لإدارة سعر الصرف من خلال التدخل في أسواق العملات الأجنبية لضمان استقرار عملته. ودورها الكبير في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، كما تعد مؤشرا مهما على الحالة الاقتصادية، وتحد من تعرض الاقتصاد للتقلبات الخارجية السلبية. وأن العلاقة بين سعر الصرف واحتياطيات الصرف الأجنبي التي تحتفظ بها الحكومة، زادت قدرتها على تنفيذ المعاملات الاقتصادية والمالية الدولية مما يعزز قيمة العملة الوطنية، والدفاع عن سعر الصرف القائم بين العملة المحلية والعملات الأجنبية الأخرى، بالإضافة إلى ذلك، عندما يرتفع سعر صرف العملة المحلية، فإن ذلك يعد مؤشرا على قوة الاقتصاد ذلك البلد حيث يكون قادرا على جلب المزيد من النقد الأجنبي. وتعد احتياطيات الصرف الأجنبي من أبرز أدوات تنفيذ سياسة سعر الصرف، فتستخدم الاحتياطيات لتلبية احتياجات التدخل في سوق الصرف الأجنبي كوسيلة رسمية. وللحد من تقلبات سعر الصرف. ويعتمد نجاح هذه الاجراءات على حجم احتياطيات الصرف الأجنبي التي تمتلكها الدولة. لذلك تحرص العديد من الحكومات على تكوين مستوى مناسب أو مثالي من الاحتياطيات الدولية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لفعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي خلال الفترة (1994-2023)

تمهيد

بعد التطرق في الفصل الثالث إلى فعالية تدخلات البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي نظريا. حيث يعتبر تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف أحد السمات البارزة التي تميز البلدان التي تحولت من نظم الصرف الثابتة إلى النظم المرنة لا سيما عقب انهيار نظام "بروتين وودز" لأسعار الصرف الثابتة. ويعتبر هذا التدخل أداة ضرورية للحد من التقلبات القصيرة الأجل لسعر الصرف وآثاره العكسية على الاقتصاد الكلي.

وتعد الجزائر أحد البلدان النامية التي قامت بتعويم عملتها الوطنية وهذا بعد أن طبقت نظام الصرف الثابت لعدة عقود من الزمن. حيث تحولت ابتداء من منتصف التسعينات- بالتزامن مع تنفيذ برنامج للتصحيح الهيكلي (1994- 1998) يدعمه صندوق النقد الدولي – نحو نظام الصرف، حيث تبنت تبعا لذلك "التعويم الموجه" كخيار جديد لسياسة سعر صرف الدينار، التي أصبح هدفها الرئيسي هو الحفاظ على استقرار سعر الصرف للدينار باعتباره عاملا مساعدا في حماية القدرة التنافسية الخارجية. ومن أجل ضمان إنجاح التحول نحو "التعويم الموجه" تم إنشاء سوق الصرف الأجنبي البينية للبنوك مع نهاية عام 1995، حيث يتدخل فيها بنك الجزائر (البنك المركزي) دوريا بصفته العارض الأساسي للعملات الصعبة في هذا السوق.

وبالتالي فإن الهدف الرئيسي في هذه المرحلة من الدراسة هو قياس تأثير تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار قيمة الدينار الجزائري، وذلك بالاعتماد على بيانات سنوية للاقتصاد الجزائري، خلال الفترة الممتدة من 1994 إلى غاية سنة 2023، وذلك بناء على البيانات والمعطيات المتوفرة بهدف الإلمام بأكبر قدر من المعلومات.

وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، بحيث تضمن المبحث الأول دور بنك الجزائر في تسيير سوق الصرف الأجنبي، أما المبحث الثاني تم من خلاله التطرق إلى الدراسة القياسية لفعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف على سعر الصرف، وأخيرا، المبحث الثالث تضمن تقدير متغيرات الدراسة وفق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL وسببية Toda Yamamoto.

المبحث الأول: دور بنك الجزائر في تسيير سوق الصرف الأجنبي

إن بنك الجزائر هو من يؤثر في سوق الصرف، حيث يتحصل البنك على موارده من العملة الصعبة من إيرادات المحروقات، وهو من يحافظ على استقرار الاقتصاد الكلي من خلال إدارة وتسيير سعر الصرف للعملة الوطنية. وقد اختارت الجزائر بعد الاستقلال عدة نظم لأسعار الصرف من أجل تكييف أدوات سياسة سعر الصرف مع متطلبات تنمية الاقتصاد الوطني والقيود التي يخضع لها. من سعر الصرف الثابت إلى نظام سعر الصرف العائم. وتم اعتماد نظام التعويم المدار لتحديد سعر صرف الدينار الجزائري، وذلك بداية بنظام التثبيت إلى غاية 1995 ثم سوق الصرف ما بين البنوك ابتداء من سنة 1996 إلى يومنا هذا.

المطلب الأول: دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل تعويم الدينار الجزائري

لقد قامت السلطات النقدية الجزائرية باتخاذ العديد من الإصلاحات، التي مست سعر صرف الدينار الجزائري. فخلال عشرية التسعينات دخلت الجزائر في إصلاحات اقتصادية شاملة مدعومة من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، تجسدت في برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998) وذلك بغرض الانتقال نحو اقتصاد السوق. وقد كان من بين بنود هذا البرنامج إصلاح نظام سعر الصرف من خلال التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحرك نحو نظام الصرف المرن ابتداء من أكتوبر 1994، وعلى إثر ذلك تبنت الجزائر خيار التعويم الموجه كنظام جديد لإدارة سعر صرف الدينار، وأصبح أهم هدف لسياسة الصرف هو الحفاظ على استقرار سعر الصرف للدينار. وإنشاء سوق الصرف والتدخل فيه من طرف بنك الجزائر.

أولا: تعريف بنك الجزائر ومهمته قبل التعويم

تم إنشاء بنك الجزائر ووضع النظام الأساسي للبنك المركزي بموجب القانون رقم 62-144 المعتمد من طرف الجمعية التأسيسية في 13 ديسمبر 1962،[1] ويعرف قانون النقد والقرض 90-10 المؤرخ في 14 أفريل 1990 بنك الجزائر في مادته 11 بأنه مؤسسة وطنية تتمتع بشخصية المعنوية والاستقلال المالي ومنذ صدور هذا القانون أصبح البنك المركزي يسمى مع الغير بنك الجزائر. وحددت صلاحياته في مجال الصرف من خلال المخطط الوطني للقرض في قانون 86-12 المؤرخ في 19

[1] بوكرديد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 187.

سبتمبر 1986 والمتعلق بنظام البنوك والقرض في مجال الصرف،[1] والذي تم بموجبه استعادة البنك المركزي وظيفته كبنك البنوك، وأصبح يتكفل بالمهام التقليدية للبنوك المركزية، ليدعم مهامه بموجب القانون رقم 90-10، ليمنح الاستقلالية العضوية والوظيفية لبنك الجزائر، وقد دعم مهامه بالأمر رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 والمتعلق بالنقد والقرض، وقد جاء الأمر رقم 10-04 بتاريخ 26 أوت 2010 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 03-11 بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض، ووفقا لهذا الأمر تتم إدارة وتنظيم بنك الجزائر من قبل المحافظ، ومجلس الإدارة برئاسة المحافظ واثنين من المراقبين، ويضم المجلس ثلاثة نواب للمحافظين وثلاثة من كبار المسؤولين يشهد لهم بالكفاءة في المسائل الاقتصادية والمالية،[2] حيث أصبح للبنك المركزي دورا أكثر أهمية من خلال مشاركته في إعداد التشريعات والتنظيمات المتعلقة بالصرف والتجارة الخارجية وتمثلت أهم مهامه فيما يلي:[3]

- يقوم بالتداول النقدي، تيسير منح الائتمان، تسيير المديونية الخارجية ومراقبة وتنظيم سوق صرف.
- له الحق في احتكار الإصدار النقدي والذي يجب أنه تقابله سبائك ذهبية وعملات أجنبية وسندات الخزينة العمومية.
- يستطيع القيام بجميع عمليات البيع والشراء، الرهن وإقراض العملات الأجنبية لحساب الخزينة العمومية كما تستطيع الشركات أن تفتح حسابات بالعملة الصعبة.

ثانيا: مهام بنك الجزائر في ظل تعويم الدينار الجزائري

تتمثل مهمة بنك الجزائر في الحرص على استقرار الأسعار باعتباره هدفا من أهداف السياسة النقدية وتوفر أفضل الشروط في ميادين النقد والقرض والصرف والحفاظ عليها.

لهذا الغرض يكلف بتنظيم حركة النقدية ويوجه ويراقب بكل الوسائل الملائمة توزيع القرض وتنظيم السيولة ويسهر على حسن التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف والتأكد من سلامة النظام المصرفي وصلابته.

[1] رنان راضية، مرجع سبق ذكره، ص 280.
[2] بوكردید عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 187.
[3] رنان راضية، مرجع سبق ذكره، ص 280.

ويعتبر تحقيق استقرار سعر الصرف الفعلي الحقيقي (تقريب سعر الصرف الحقيقي الفعلي من السعر الصرف الإسمي) من أهم الأهداف التي يسعى بنك الجزائر إلى تحقيقها وذلك من خلال أهم العمليات التالية:

- التنظيم القانوني لسوق الصرف.
- تفعيل لدور البنوك في السوق الصرف البينية.
- ضبط سوق البينية للصرف.
- الحفاظ على احتياطات الصرف.[1]

ثالثا: دوافع وهدف التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر

لم يكن تخلي الجزائر عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو مرونة سعر صرف تحولا متدرجا، بل كان تحولا سريعا ومدفوعا بأزمة ميزان المدفوعات التي شهدها البلد خلال النصف الأول من التسعينات في ظل التراجع الكبير في احتياطاته من النقد الأجنبي، بالموازاة مع التحسن الكبير في سعر الصرف الحقيقي والعجز المستمر في الحساب الجاري لميزان المدفوعات. كما سجلت المديونية الخارجية للبلد مستويات غير قابلة للاستمرار، فمثلا في عام 1993 بلغت نسبة خدمة الدين إلى الصادرات مستوى قياسي قدره 82.11% أما في عام 1994 فقد وصلت نسبة الدين إلى الصادرات رقما قياسيا بلغ 331.46%. وهذا الوضع الخطير أجبر الحكومة على طلب مساعدة صندوق النقد الدولي، الذي فرض عليها تطبيق برنامج للتكييف الهيكلي (1994-1998)، كان من بين بنوده إصلاح نظام إدارة سعر الصرف من خلال إجراء تخفيض في قيمة الدينار أولا لاستعادة التوازن الخارجي، ثم التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو نظام صرف مرن. وعموما تكمن أهم دوافع ومبررات هذا التحول فيما يلي:

- أن النظام المرن يساعد في التصدي للصدمات الخارجية القوية التي يتعرض لها الاقتصاد الجزائري، كما يساعد في حماية القدرة التنافسية.
- أن النظام المرن يكفل إلغاء التقييم المفرط للدينار الناجم عن ثبات سعر الصرف لفترة طويلة بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم المحلية، وبالتالي تقليص الفرق بين السعر الرسمي والموازي الذي تزايد بشكل حاد.

[1] رنان راضية، مرجع سبق ذكره، ص 280-281.

- يسمح النظام المرن بإعادة بناء الاحتياطيات الدولية وبالتالي توفير هوامش أمان للوقاية من الصدمات الخارجية.
- النظام الثابت لا يتناسب مع توجهات الجزائر نحو الانفتاح والتجارة الحرة وتبني سياسة نقدية مستقلة.

أما بالنسبة للهدف الجديد لسياسة سعر الصرف في الجزائر في هذه المرحلة فقد أصبح استهداف قيمة سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار، وذلك عن طريق التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار. وقد كان المبرر الأساسي من وراء تبني سياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي هو تعزيز وتحسين القدرة التنافسية للصادرات خارج المحروقات في الأسواق الدولية، لتكون مصدرا مهما للدخل الوطني يسهم في حماية الاقتصاد الوطني من الصدمات النفطية المعاكسة وآثارها الوخيمة على الأداء الاقتصادي الكلي للبلد.[1]

المطلب الثاني: إنشاء سوق الصرف البينية للبنوك

يتطلب تبني نظام سعر الصرف المرن وجود سوق صرف على درجة كافية من السيولة والكفاءة بحيث تسمح بتحديد سعر الصرف وفقا لقوى السوق أي العرض والطلب. وبالنسبة للجزائر فقبل أن تقوم بإنشاء سوق الصرف البينية للبنوك عام 1996، فقد كان تطبيق التعويم الموجه للدينار يتم بواسطة جلسات التثبيت اليومية التي تم إقرارها في شهر أكتوبر 1994. وفي هذا المطلب سنحاول تقديم لمحة حول آلية التثبيت، ليليها بعد ذلك استعراض لسوق الصرف البينية للبنوك.

أولا: جلسات التثبيت (أو مزاد العملة)

في أواخر سبتمبر 1994 تم اتخاذ قرار التخلي عن نظام الربط إلى سلة من العملات، ليعوض بنظام جلسات التثبيت "Fixing" بداية من 1994/10/01.[2]

فبعد أن تم التخلي عن نظام الصرف الثابت والتحول نحو التعويم الموجه للدينار قام بنك الجزائر بوضع طريقة جديدة لتسعير الدينار الجزائري أصطلح عليها "جلسات التثبيت" (Fixing)، والتي تم إقرارها بمقتضى الأمر رقم 94/61 المؤرخ في 28 سبتمبر 1994 والصادر عن بنك الجزائر. وقد استمرت هذه الآلية لمدة خمس عشرة شهرا ابتداء من أكتوبر 1994 وإلى غاية ديسمبر 1995.[3] وتعتبر مرحلة

[1] Banque d'Algérie, Rapport 2010, Op. Cit., p.45.

[2] بربري محمد أمين، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[3] Benlhafsi Abderrahmane, "Extraversion Economique et Risque de Change", Revue Sciences Humaines, Université de Constantine, No.16, Décembre 2001., p.99.

جلسات التثبيت بمثابة مرحلة انتقالية للوصول في النهاية إلى وضع سوق صرف ما بين البنوك أو السوق البينية. ويتم تحديد سعر الدينار في جلسات التثبيت اليومية التي يتشارك فيها بنك الجزائر مع بنوكه التجارية الستة.

طريقة عمل نظام التثبيت، فهي تتم من خلال تنظيم جلسات لممثلي البنوك التجارية المقيمة تحت إشراف بنك الجزائر، كانت في البداية أسبوعية لتصبح في وقت لاحق يومية أين يقوم بنك الجزائر عند فتح الجلسة بعرض المبلغ المتاح من العملة الصعبة معبرا عنه بدلالة العملة المحورية وهي الدولار الأمريكي، على أساس سعر صرف أدنى بعدها تقوم البنوك بعملية عرض المبلغ المراد الحصول عليه وبالسعر الذي يناسبها، ليتم تعديل سعر صرف الدينار تدريجيا من خلال عرض بنك الجزائر وطلب البنوك التجارية إلى أن يتحدد سعر الصرف عند أقل سعر معروض من طرف البنوك التجارية.

وفي هذا الإطار يأخذ بنك الجزائر بعين الاعتبار بعض المعايير مثل تحويل الموارد الناتجة عن تصدير المحروقات، احتياطات الصرف وطلبات البنوك الأولية، وهذا قبل تحديد معدلات الدينار القصوى، والتي من خلالها يقبل التخلي عن العملة الصعبة لصالح البنوك التجارية، يمكن لجلسات التثبيت أن تتم في دورة واحدة أو عدة دورات، وهذا حسب تلبية عرض بنك الجزائر، أولا للطلب المعبر عنه في السعر الأولي، والذي حسبه تصدر أوامر الشراء، سعر التوازن المحدد خلال الحصة هو صالح لكل الصفقات في ذلك اليوم. امتد هذا النظام من 1994/10/01 إلى غاية 1995/12/31، وشهدت هذه المرحلة التخلي عن النظام المحدد إداريا لقيمة الدينار، وكذلك عن نظام سعر الصرف الثابت، والدخول في نظام التعويم، وسعر الصرف الناتج عن حصص التثبيت هو شبه سعر صرف حقيقي محدد بآليات قوى السوق (العرض والطلب)، ويسمح بتوحيد سوق الصرف. سمحت هذه المرحلة للبنك الجزائري بتسيير سعر الصرف حسب الأهداف المسطرة خصوصا احتياطات الصرف والسياسة النقدية خصوصا وأنه العارض الوحيد للعملات الصعبة. كما استطاعت الجزائر وفق هذا النظام تخطي شوطا كبيرا نحو الانتقال إلى اقتصاد السوق، وبروز شبه حقيقي للدينار ناتج عن تضارب قوى العرض والطلب عليه، غير أن عرض العملات بقي حكرا على بنك الجزائر، رغم تعدد الطلب على الدينار.

ثانيا: سوق الصرف البينية للبنوك

هذه السوق جاءت بعد جلسات التثبيت، فمنذ عام 1995 اتبعت الجزائر نظام الصرف العائم المدار، ففي أوائل جانفي 1996 اعتمدت سوق الصرف ما بين البنوك (بنك الجزائر والبنوك الأولية

والمؤسسات المالية الأخرى) وذلك من خلال عمليات مبادلة العملة الوطنية بباقي العملات بين البنوك التجارية والمؤسسات المالية المعتمدة.

مع نهاية عام 1995 أصدر بنك الجزائر التنظيم رقم 08/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 والمتعلق بإنشاء سوق الصرف البينية للبنوك لتحل محل آلية التثبيت، وقد أصبح هذا السوق عمليا ابتداء من 2 جانفي 1996. وقد أتبع هذا التنظيم لاحقا بتعليمتين من أجل التطبيق وهما: التعليمة رقم 95/78 المؤرخة في 26 ديسمبر 1995 والمتضمنة للقواعد المتعلقة بوضعيات الصرف، والتعليمة رقم 95/79 المتعلقة بتنظيم وسير سوق الصرف البينية للبنوك.[1]

نظرا لأهمية سوق الصرف الأجنبي في تحديد أسعار الصرف، تم تأسيس سوق ما بين البنوك، الذي أصبح من خلاله الدينار يتحدد وفق العرض والطلب، الذي تمارسه يوميا جميع البنوك التجارية بما فيها البنك المركزي والمؤسسات المالية مع إجبارية تدخل البنك المركزي من أجل حماية الدينار من تدهور قيمته.

لقد عرفت المادة الثانية من التنظيم أعلاه سوق الصرف البينية للبنوك بأنه سوق بين البنوك والمؤسسات المالية، يختص بكل عمليات الصرف الفورية والآجلة بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بكل حرية.[2] أما المادة الثانية من التعليمة رقم 95/79 فتعرفه بأنه السوق الذي يستطيع فيه المتدخلون القيام بعمليات شراء وبيع بين العملة الوطنية والعملات الأجنبية القابلة للتحويل بكل حرية.[3]

يهدف سوق الصرف ما بين البنوك إلى معالجة جميع عمليات الصرف (بيع وشراء) على الحساب ولأجل بين العملة المحلية والعملات الأجنبية الأخرى القابلة للتحويل بحرية. كما يتم فيه أيضا تحديد سعر صرف العملات عن طريق ميكانيزم التقاء العرض مع الطلب. ولقد بدأت أولى العمليات لسوق الصرف ما بين البنوك تتحقق انطلاقا من 02 جانفي 1996، ومنذ ذلك الحين أصبح يتم تسيير سعر صرف الدينار حسب نظام التعويم المدار مما يمكن البنك المركزي من تعديله إن كانت لذلك ضرورة وهو النظام المطبق بحسب تصريحات بنك الجزائر إلى غاية الآن، وذلك دون الإعلان المسبق لمسار التعويم.

[1] عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره، ص 174.

[2] Article2, Réglement No.95/08 du 23décembre1995 relatif au marché interbancaire des changes.

[3] Article2, Instruction No.79/95du 27décembre 1995 portant organization et fonctionnement du marché interbancaire des changes.

ويتميز سوق الصرف في التشريع الجزائري بمجموعة من الخصائص يمكن إبرازها فيما يلي:[1]

- ✓ لا مكانية السوق: فحسب المادة السادسة من التعليمة 95/79 يتميز سوق الصرف بأنه ليس له مكان محدد، حيث تتم معالجة العمليات بواسطة أجهزة الهاتف، التلكس، والأنظمة الالكترونية الأخرى. ويتدخل الوسطاء المعتمدون فيه لتنفيذ أوامر زبائنهم أو لتحسين مردودية خزينتهم بالعملة الوطنية أو الأجنبية.
- ✓ استمرارية نشاط السوق: حيث تنص المادة الثامنة من التعليمة أعلاه على أن السوق يشتغل بصفة مستمرة، فالمتدخلون فيه يستطيعون عقد الصفقات خلال كل الأيام المفتوحة.
- ✓ تعقد صفقات الصرف على مستوى السوق وفقا لإجراء "التراضي" (المادة الثامنة).
- ✓ يلتزم المتدخلون في السوق بنشر أسعار الصرف الفورية للشراء والبيع للعملات المتداولة عادة مقابل الدينار الجزائري وذلك بشكل متواصل وبغرض الإعلام (المادة الثامنة).

ويكون تدخل بنك الجزائر في هذا السوق وفي إطار تسيير احتياطاته من العملات الأجنبية والذهب بواسطة مداخيل صادرات المحروقات والمنتوجات المنجمية. كما يشتغل هذا السوق بصفة مستمرة، وينجز المتدخلون فيه عملياتهم كل أيام الافتتاح، وتعالج العمليات بواسطة الهاتف والتلكس والأنظمة الالكترونية الأخرى...إلخ.

2- أقسام سوق الصرف

حسب المواد (3،4،5) من التعليمة 95/79 المتضمنة تنظيم وسير سوق الصرف البينية للبنوك، يتكون سوق الصرف في الجزائر من قسمين وهما: السوق الفوري (Spot) والسوق الآجل (Forward).

أ- سوق الصرف الفوري (الآني)

ينفذ فيه المتدخلون عمليات صرف فورية، هذه الأخيرة تعرفها المادة 12 من التعليمة 95/79 بأنها صفقة بموجبها يتبادل طرفان عملة مقابل أخرى بسعر محدد يسمى السعر الفوري، أما تسليم هذه العملات فيكون غالبا في اليوم الثاني المفتوح (أيام العمل) تبعا لتاريخ عقد الصفقة.

كما يمكن للأطراف الاتفاق على تسليم العملات المتبادلة في نفس اليوم أو خلال اليوم المفتوح بعد تاريخ عقد الصفقة.

[1] عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره، ص 175.

ب-سوق الصرف الآجل

هو السوق الذي ينفذ فيه المتدخلون عمليات صرف آجلة، هذه الأخيرة تعرفها المادتين 12 و13 من التعليمة 95/79 بأنها صفقة بموجبها يتبادل طرفان عملة مقابل أخرى بسعر محدد يسمى السعر الآجل، أما تسليم العملات المتبادلة فيتم في تاريخ لاحق في المستقبل يمتد من ثلاثة أيام إلى غاية السنة.

3- المتدخلون في سوق الصرف ما بين البنوك: يشتمل سوق الصرف على العديد من المتدخلون.

أ- **بنك الجزائر:** من جانب العرض، يبقى بنك الجزائر المتدخل الرئيسي في سوق الصرف ما بين البنوك، باعتبار أن جزءا كبيرا من إيرادات صادرات المحروقات يغذي الاحتياطات الرسمية للصرف التي يسيرها بنك الجزائر في وضع يتميز بضعف هيكلي للصادرات خارج المحروقات، لذا يبقى بنك الجزائر عبر تدخلاته المورد الرئيسي للعملة الصعبة المعروضة في سوق الصرف ما بين البنوك، وكجزء من إدارة الاحتياطات، يشارك بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي ما بين البنوك الفوري، وذلك باستخدام عائدات تصدير النفط.

ب- **البنوك والمؤسسات المالية العاملة في سوق الصرف ما بين البنوك:** تتمثل الموارد بالعملات الصعبة المتاحة للبنوك والمؤسسات المالية العاملة في السوق الصرف ما بين البنوك في:

- الإيرادات من الصادرات الغير النفطية ومنتجات التعدين، باستثناء الجزء الذي يعزى إلى المصدر.
- حصيلة أي اقتراض مالي أو اقتراض العملة من البنوك والمؤسسات المالية لاستخدامها الخاص أو لعملائها.
- أي موارد أخرى والتي تحدد حسب الاقتضاء من طرف بنك الجزائر.[1]

4- العمليات المستعملة في سوق الصرف ما بين البنوك:

يرخص للبنوك والمؤسسات المالية في إطار تسيير خزينتها العمومية القيام بالعمليات التالية[2]:

- بيع للبنوك غير المقيمة العملة المحلية (الدينار الجزائري) مقابل العملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية.

[1] بوكردید عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 183-184.

[2] http:// www.bank-of-algeria.dz/marcheint1.htm

- بيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية مقابل العملة المحلية.
- شراء وبيع العملات القابلة للتحويل مقابل عملات أجنبية قابلة للتحويل أيضا.
- شراء وبيع العملات الأجنبية القابلة للتحويل بحرية مقابل العملة الوطنية ما بين المتدخلين في سوق الصرف.

5- مراقبة سوق الصرف ما بين البنوك:

تم تدعيم سوق الصرف ما بين البنوك بأنظمة مراقبة وضعيات الصرف وهكذا من زاوية الحذر، وبالتالي فعلى البنوك والمؤسسات المالية احترام ما يلي[1]:

- تحديد نسبة 10% كحد أقصى بين قيمة الوضعية الطويلة والقصيرة للعملة الأجنبية وقيمة الأموال الخاصة.
- تحديد نسبة 30% كحد أقصى بين أعلى قيمة للوضعيات الطويلة والقصيرة للعملات الأجنبية في مجموعها وقيمة الأموال الخاصة.

على هذا الأساس، ينبغي على البنوك التجارية والمؤسسات المالية المتدخلة في سوق الصرف ما بين البنوك امتلاك نظام دائم يسمح بتسجيل (بصفة دائمة) جميع العمليات التي تقام بالعملات الأجنبية، حساب النتائج، تحديد وضعيات الصرف الإجمالية ووضعيات الصرف لكل عملة أجنبية ثم إرسالها لبنك الجزائر في شكل تقارير خلال فترات زمنية منتظمة.

6- تقييم سوق الصرف ما بين البنوك:

يمكن إيجاز أهم نقاط تقييم سوق الصرف ما بين البنوك فيما يلي:

- بقي هذا السوق بصفة عامة محتكرا من طرف عارض واحد وهو بنك الجزائر.
- وجود عيوب تنظيمية على مستوى أغلبية الوسطاء المعتمدين في هذا السوق.

[1] اللائحة رقم 95-07 المؤرخة في 23 ديسمبر 1995 المتعلقة بنظام مراقبة الصرف الأجنبي.

- التفرقة الكلية بين غرفة السوق، وهي الهيكل القديم الذي أوكلت له عمليات المدفوعات مع العالم الخارجي، حيث يلعب الآن دور الوظائف الإدارية Back-office والهيكل المكلف بالعمليات التجارية، وهيكل حركة وتسيير القروض الخارجية، مما جعل الربط بين الهياكل الثلاثة صعب التحقيق.
- تسيير الحسابات بالعملة الصعبة بواسطة هيكل رابع -مديرية الشبكة- عقد أكثر عملية تشغيل غرفة السوق.
- أدى الربط الجغرافي بين المحكمين والهياكل المذكورة إلى صعوبة الربط بينهما.
- استفادة الصيارفة من تكوين نظري متبوع بتربصات تطبيقية داخل بنك الجزائر وبنوك أجنبية تعميقا لمعلوماتهم الميدانية ولرفع قدراتهم في تحليل آثار المعلومات السياسية، الاقتصادية والمالية على سلوك سوق الصرف.

المطلب الثالث: دور بنك الجزائر في إدارة احتياطات الصرف الأجنبي

يعتبر بنك الجزائر المالك والمسؤول عن تسيير احتياطات الصرف الأجنبي، لذا يجب السعي إلى إدارتها بكفاءة من خلال المستوى الكافي لها وتوظيفها أحسن توظيف.

بتفحص قوانين النقد والقرض نجد أن وظيفة إدارة الاحتياطات هي من وظائف بنك الجزائر وفقا للمواد التالية:

- يسلم المحافظ دوريا لرئيس الجمهورية مع الإبلاغ لرئيس الحكومة ومجلس النقد والقرض تقريرا حول إدارة احتياطات الصرف الأجنبي.
- يدير بنك الجزائر احتياطات الصرف الأجنبي ويوظفها.
- يحدد مجلس النقد والقرض كيفيات تسيير احتياطات الصرف الأجنبي.[1]

تمثل الاحتياطيات للجزائر جهاز أمان يمكنها اللجوء إليه لسد العجز الحادث في ميزان مدفوعاتها سواء كانت هذه الاحتياطيات ذهبا أو عملات أجنبية، وهذا لكي لا تضطر إلى تخفيض سعر صرف عملتها أو الاقتراض بتكلفة باهظة. ويرتكز تسيير بنك الجزائر لاحتياطات الصرف الرسمية أساسا على تنويع مزيج تركيبها وسيولتها واستثمارها بهدف تحقيق أقصى ربح ممكن وأدنى خسارة ممكنة وذلك عن طريق توزيع المخاطرة. كما يتم الاحتفاظ بالاحتياطيات على شكل ودائع مصرفية في بنوك دولية وعلى

[1] بوكردید عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 187.

شكل سندات متعددة الأطراف يصدرها بنك التسوية الدولية والبنك الدولي وصندوق النقد العربي في بعض الأحيان ويقوم بنك الجزائر بتوظيف هذه السندات، ومن أهم صلاحياته ما يلي:

- يجوز لبنك الجزائر أن يأخذ كوديعة كل سندات الدفع المحررة بالعملات الأجنبية وكذا كل الأرصدة بالعملات الأجنبية ويدير احتياطات الصرف ويوظفها.
- يجوز لبنك الجزائر الاقتراض والاكتتاب بسندات مالية محررة بعملات أجنبية ومسعرة بانتظام من الفئة الأولى لدى الأسواق المالية الدولية.
- يقوم بنك الجزائر بتسيير احتياطات الصرف.

وعليه يتضح أن تسيير الاحتياطي من العملة الصعبة يرتكز على ثلاثة معايير هي الأمن، السيولة والمردودية فيتم توظيفها على شكل ودائع مصرفية في بنوك دولية أو الاكتتاب في الهيئات المالية الدولية المتعددة الأطراف، ويتم ذلك مقابل معدلات فائدة مرتفعة تحقق مردودية ملائمة في ظل أدنى حد من المخاطر ولتحقيق ذلك لابد من حسن اختيار المزيج المناسب من العملات المكونة لاحتياطات الصرف.[1]

تعتبر وظيفة إدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية أهم الوظائف التي يقوم بها بنك الجزائر لما لها من انعكاسات على الاقتصاد الكلي، حيث يقوم بإدارة الاحتياطات من العملة الأجنبية القابلة للتحويل وذلك بيعا أو شراء حسب حاجة الطلب والعرض عليها واستخدامها في عمليات التجارة الدولية ويعمل أيضا على المحافظة على استقرار قيمة سعر صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية، ويتم ذلك من خلال الاستثمار في صناديق الأوراق المالية خاصة في الخارج وكذلك استثمارها في شكل سندات لها هامش كبير من الضمانات المقدمة، ويعمل البنك المركزي على تحقيق هدف تعويض تكلفة الفرصة البديلة بإدارة حافظة الأوراق المالية إدارة مربحة دون أن يعرض احتياطياته للخطر انطلاقا من ضمان سلامة رأس المال، وكذلك يعمل على تنويع العملات المشكلة للاحتياطيات لتجنب المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات وذلك باختيار عملات مقبولة يكثر استعمالها في الساحة الدولة، كما يتخذ البنك المركزي إجراءات إدارة الحوافظ المالية بزيادة العائدات من كل عملة إلى أقصى حد مع مراعاة التقليل من المخاطر إلى أدنى حد، إذ بظهور الأورو قام بنك الجزائر مثلا بإتباع سياسة استقرار سعر الصرف إزاء القيمة الحقيقية للدينار بالموازاة مع اتخاذ إجراءات حذرة في السياسة النقدية من خلال نظام قائم على التثبيت الاسمي الضمني بطريقة تمكنها من المحافظة على استقرار الأسعار واستهداف التضخم، لذلك

[1] بوحنيك هدى، دور بنك الجزائر في تسيير العمليات المالية المرتبطة بالخارج، مجلة الباحث، 08/ 2010، ص 114- 115-116.

بقي تأثير ارتفاع الأورو بداية من ماي 2003 على الاقتصاد الوطني محدود، بفضل حسن إدارة احتياطيات الصرف من طرف بنك الجزائر.[1]

كما عمل بنك الجزائر على إدارة الاحتياطيات من خلال تحديد المستوى الكافي، حيث تراكمت للجزائر احتياطيات صرف أجنبي ضخمة خلال الفترة 2000–2014، وبلغت ذروتها في سنة 2013 بنحو 194.012 مليار دولار، وقد تراكم هذا المخزون من الاحتياطيات نتيجة الإدارة الحكيمة للاقتصاد الكلي في سياق أسعار النفط المرتفعة، ورغم أن الأزمة الاقتصادية العالمية من 2008–2009 أظهرت أهمية امتلاك مستوى كاف من الاحتياطيات، فقد أثيرت أيضا تساؤلات حول مدى كفاية مستوى الاحتياطي لبنك الجزائر. ومع ذلك، هناك إجماع بين واضعي السياسات أن احتياطات بنك الجزائر تشكل مستوى كاف من منظور وقائي.[2]

ويندرج التسيير الحذر للاحتياطيات الرسمية للصرف المتبع من طرف بنك الجزائر في الهدف الاستراتيجي المتمثل في تعزيز الوضعية المالية الخارجية للجزائر، ويعتبر مستوى احتياطيات الصرف الرسمية ذا أهمية خاصة إذ يمثل صمام أمان ضد صدمات خارجية محتملة، وعليه يرتكز الاستقرار المالي الخارجي على المدى المتوسط والطويل على مواصلة التسيير الحذر لاحتياطيات الصرف الرسمية من طرف بنك الجزائر، وتتمثل الأهداف المتبعة في هذا المجال في:[3]

أ- **الحفاظ على قيمة رأس المال:** التقليل من خطر خسارة القيمة السوقية للأصول، بالاحتفاظ على محفظة متنوعة للأصول ذات النوعية الرفيعة وبتطبيق ممارسات ملائمة لتخفيف المخاطر.

ب- **الحفاظ على مستوى عال من السيولة:** توظيف الاحتياطيات في أصول بتاريخ استحقاق قريب أو التي يمكن إعادة بيعها بسرعة دون فقدان القيمة.

ت- **الحصول على المردود الأمثل:** الحصول على أفضل مردود ممكن مع احترام الأهداف المتعلقة بالأمن والسيولة.

بالنسبة لإدارة الاحتياطيات، اختارت الجزائر دائماً سياسة إدارة احتياطيات حكيمة، والتي تنطوي على استثمار هذه الأموال في الأوراق المالية الحكومية بعائد متواضع ومخاطر ضئيلة مع ضمان السيولة. إن تكوين محفظة احتياطي النقد الأجنبي الجزائري من حيث فئات الأصول غير متاح. لا ينشر بنك الجزائر أو يبلغ بهذه المعلومات. ومع ذلك، في العديد من الخطب والمراسلات التي أدلى بها محافظ

[1] بوحنيك هدى، مرجع سبق ذكره، ص 116.

[2] بوكرديد عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 191.

[3] محمد لكصاسي، عرض التقرير السنوي التطورات الاقتصادية والنقدية في 2010 من طرف محافظ بنك الجزائر، في 25 أوت 2010، ص 2.

بنك الجزائر السابق، يتم استثمار أكثر من 80٪ من احتياطيات النقد الأجنبي في الخارج. تتم جميع هذه الاستثمارات تقريبا، المنتشرة بين الولايات المتحدة وأوروبا، في محافظ الأوراق المالية السيادية (الأوراق المالية الحكومية). أما النسبة المتبقية البالغة 20٪ فهي في شكل ودائع لدى بنوك خاصة دولية ذات تصنيفAAA .

كما اتخذت الجزائر، كجزء من إدارة احتياطيات النقد الأجنبي وخلال العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، والتي تزامنت مع إعادة بناء الاحتياطيات، عدة تدابير استراتيجية: خفض الديون (السداد المبكر للديون الخارجية) وإنشاء صندوق لتنظيم عائدات ضريبة المحروقات. وقد سمح هذا لاقتصادنا بتحقيق نمو اقتصادي في وقت شهدت فيه العديد من البلدان الأخرى المنتجة للنفط نمواً سلبياً مع التضخم.

مزيج الاحتياطيات في الجزائر: يتمثل مزيج الاحتياطيات في الجزائر في الاتي

أ- **الذهب:** لقد قام بنك الجزائر بشراء أول احتياطاته من الذهب مع نهاية الستينات من قبل أول محافظ لبنك الجزائر والمقدرة بأكثر من 50 طن، وكان من أهم استعمالاته خلال الثمانينات ضمان الديون الخارجية والوصول إلى الأسواق المالية الدولية، ولقد ظل مخزون الذهب لبنك الجزائر يعرف استقرار منذ سنة 2000 حيث تمتلك الجزائر وفقا لإحصائيات مجلس الذهب العالمي حوالي 173.65 طن من الذهب، أي يعادل 1.5 مليار دولار سنة 2000 لينتقل إلى 4.8 مليار دولار في نهاية 2008 وانتقل إلى 6.7 مليار في نهاية 2014 بفضل المستوى العالي الذي بلغته أسعار الذهب حيث فاق المتوسط سنوي لسنة 2014 1.266.4 دولار للأونصة، أما وفقا لإحصائيات بنك الجزائر فقيمته ثابتة منذ سنة 2000 إلى سنة 2014 بقيمة 1.14311248.06 دج والسبب يعود إلى أنه في حالة بنك الجزائر يقيم الذهب بالسعر التاريخي، ولا يعتبره بنك الجزائر صمام أمان ضد الصدمات أي أن الذهب ليس معيارا لتقدير مقاومة الاقتصاد أمام الصدمات الخارجية بسبب تذبذب أسعار هذا المعدن الثمين في الأسواق العالمية، ويقدم بنك الجزائر بانتظام احتياطات الصرف الأجنبي والتي لا تتضمن احتياطاته من الذهب.[1] ويرجع الانخفاض في استخدام الذهب كوحدة احتياطية إلى تدخل الولايات المتحدة الأمريكية ومحاولة إلغاء دور الذهب في مركز النظام النقدي وسيطرة مكانه الدولار الأمريكي، ونجحت في هذا الشأن حيث أنه منذ أن أصبح سعر الذهب متغيرا نادرا ما تعاملت به البنوك التجارية مع بعضها البعض ولجأت إلى اكتناز الذهب لانخفاض قيمته السوقية عن سعره الرسمي.[2]

[1] بوكردید عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 213-214.

[2] بوحنيك هدى، مرجع سبق ذكره، ص 115.

ب-العملات الأجنبية: منذ بداية تكوين الاحتياطيات في الجزائر والدولار الأمريكي هو المسيطر الأساسي في قيمة الاحتياطيات، حيث وصلت نسبة احتياطي الدولار 48% سنة 2000 ونسبة 45% سنة 2001 وما أكسب الدولار ميزة العملة الصعبة يستخدم من خلالها كأساسي احتياطي هي مرونة تمويل العجز في ميزان مدفوعات الولايات المتحدة الأمريكية لأن تمويله يكون أكثر سهولة من تمويل العجز لدى الدول الأخرى على أساس أسعار الصرف السائدة، ومنذ بداية 2002 ظهر الأورو كعملة منافسة للدولار إذ سجلت الجزائر نسبة احتياطياتها من الدولار 42% والملاحظ هو انخفاض هذه النسبة بنسبة 6.2% عن سنة 2001، وبلغ احتياطي الجزائر من الأورو 30% من إجمالي الاحتياطيات ومثلت باقي العملات الأخرى نسبة 28% وقدرت نسبة الين الياباني منها 12%، ويتم تحديد الأصول الاحتياطية في الجزائر بالطلب حيث يعمل بنك الجزائر على تحديد حجم الاحتياطيات التي يمكنه تكوينها وبعدها يقرر العملات التي يشكل منها الاحتياطيات.[1]

إن تكوين عملات احتياطات الصرف الأجنبي لبنك الجزائر يتوافق مع العملة المستخدمة في المعاملات المالية وبالخصوص تركيبة عملات الدين الخارجي التي توزعت في سنة 2013 إلى 38% دولار، 53% أورو، 0.61% الين، 8.39% عملات أخرى كما هو في الجدول (01) والتجارية مع العالم الخارجي وبالخصوص الواردات التي توزعت على 41% أورو و 59% دولار في سنة 2013، وحاليا توزع محفظة الأوراق المالية المستثمر فيها احتياطيات الصرف الأجنبي على ثلاث عملات والمتمثلة في 52% دولار الأمريكي، 37% للأورو، 9.6% جنيه الإسترليني، أما محفظة الودائع فتتوزع عبر سلة من العملات 61% دولار أمريكي 28% أورو، 11% عملات أخرى.

الجدول رقم (4-1): هيكل العملات المكونة للدين الخارجي (لاحتياطي الصرف) خلال الفترة 2002-2013 (%)

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
الدولار	42	39	39	44	43	40	43	40	44	46	42	38
اليورو	30	35	39.9	40	47	49	49	51	47	47	50	53
الين	12	12	10.6	8	5	4	4	3	3	0.6	0.66	0.61
ع أخرى	16	14	10.5	8	5	7	4	6	6	6.4	7.34	8.39

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر

[1] دردوري لحسن، لقليطي لخضر، سياسة سعر الصرف في الجزائر، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي -جامعة المسيلة- العدد 01، 2017، ص 135-136.

المطلب الرابع: تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي

بعد تبني نظام التعويم المدار أصبح للبنك المركزي الجزائري مهام أوسع في مجال إدارة سياسة سعر الصرف. يتدخل بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي سواء مشتريا للعملة أو بائعا لها، بهدف ا لمحافظة على قيمة العملة الوطنية وحمايتها من مختلف التقلبات الاقتصادية سواء الداخلية أو الخارجية لتظل صامدة في مواجهة باقي العملات.

ويتناول هذا المطلب عرضا للسياسة التي تحكم تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف في ظل التحول نحو ترتيبات الصرف المرنة، بالإضافة إلى تقديم لمحة مختصرة حول تدخلاته الفعلية خلال الفترة (2002-2015).

أولا: سياسة إدارة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف

قام بنك الجزائر في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن باستحداث آلية مرنة وديناميكية لإدارة تدخلاته في سوق الصرف بما يتماشى مع الهدف الجديد لسياسة سعر الصرف منذ 1995 ألا وهو استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي، وفي هذا السياق يتدخل بنك الجزائر بشكل دوري في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي في إطار سياسة التعويم الموجه للدينار، ولأجل ذلك ترتكز سياسة التدخل للبنك على المتابعة اليومية لتطور أسعار الصرف الاسمية للدينار الجزائري مقابل مختلف العملات الرئيسية وكذلك آفاق تطور الأسعار النسبية مع أهم الشركاء التجاريين للبلد.[1]

يعتبر سوق الصرف الفوري مكان تدخلات بنك الجزائر، وذلك في إطار إدارة احتياطياته من النقد الأجنبي الناجمة عن تصدير المحروقات والموارد المنجمية، وذلك بموجب المادة السابعة من التنظيم 08/95 المؤرخ في 23 ديسمبر 1995 والمتعلق بإنشاء سوق الصرف البينية للبنوك. حيث يعتبر بنك الجزائر أهم عارض للعملات الأجنبية وخاصة الدولار الأمريكي على مستوى السوق، وذلك بعد أن تم تحويل كافة مداخيل الصادرات النفطية من شركة النفط الوطنية "سوناطراك" إلى بنك الجزائر في أكتوبر 1994.[2]

[1] عبد الحميد مرغيت، مرجع سبق ذكره، ص 177.

[2] كريم النشاشيبي، "الجزائر: تحقيق الاستقرار والتحول إلى اقتصاد السوق"، تقرير لصندوق النقد الدولي، واشنطن، 1998، ص 116.

يهدف بنك الجزائر من خلال تدخله في سوق الصرف إلى تدعيم العملة الوطنية وضمان استقرارها، ولتحقيق هذه الأهداف يقوم البنك بالعمليات التالية:[1]

- تتمثل مهمة بنك الجزائر في ميدان الصرف في توفير أفضل الشروط والحفاظ عليها لنمو سريع للاقتصاد، ويسهر على حسن تسيير التعهدات المالية تجاه الخارج وضبط سوق الصرف.
- شراء أو بيع أو خصم أو إعادة خصم سندات الدفع المحررة بالعملات الأجنبية.
- إمكانية رهن واسترهان هذه السندات وكذا قبولها كوديعة أو إيداعها لدى هيئات مالية أجنبية.
- الاقتراض والاكتتاب بسندات مالية محررة بعملات أجنبية ومسعرة بانتظام ضمن الفئة الأولى لدى الأسواق المالية الدولية.
- تحديد أهداف سياسة سعر الصرف وكيفية ضبط الصرف.
- التنظيم القانوني للصرف وتنظيم سوق الصرف.
- إدارة وتوظيف احتياطيات الصرف.

ولتحقيق هذه المجهودات المبذولة على مستوى الصرف الأهداف المرغوب فيها من تحكم في حركة رؤوس الأموال والاستفادة من مزايا التدفقات المالية دوليا، لابد وأن ترتبط باكتساب الخبرات والمهارات اللازمة لاستعمال وإدارة التكنولوجيا المالية، ومن الضروري أيضا إيجاد نظام معلومات فعال ومرن يساهم في متابعة التغيرات الطارئة على مستوى سوق الصرف الأجنبي ومحاولة الاستفادة من المزايا وتفادي المساوئ.[2]

ثانيا: لمحة حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)

يصعب معرفة التفاصيل الدقيقة حول سياسة تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف، نظرا لغياب التقارير الرسمية وكذا البيانات والإحصائيات حول هذا الموضوع. وحتى التقارير السنوية التي يصدرها بنك الجزائر حول التطورات الاقتصادية والنقدية تشير بشكل مقتضب جدا لموضوع التدخلات في سوق الصرف وغالبا ما تربطها مع موضوع استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي للدينار. وعموما فان تتبع التقارير المتاحة على موقعه الالكتروني من سنة 2002 وإلى غاية 2015 مكنتنا من إعداد الجدول الموالي:

[1] المواد 35، 40، 62، من الأمر 03-11 المؤرخ في 26 أوت 2003 والمتعلق بقانون النقد والقرض.

[2] بوحنيك هدى، مرجع سبق ذكره، ص 111.

الجدول رقم (4-2): ملخص حول تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف (2002-2015)

التقرير السنوي	وصف تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2002	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف كعارض أساسي للعملات الأجنبية في سوق الصرف البينية للبنوك في ظل ارتفاع مستوى الواردات من السلع والخدمات، ومعدل تضخم معتدل مقارنة بأهم الشركاء التجاريين للجزائر.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2003	قام بنك الجزائر في السداسي الثاني بالتدخل على مستوى سوق الصرف بعرض معزز للعملات الأجنبية في ظل طلب مرتفع نسبيا عليها.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2004	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف في الثلاثي الرابع بعرض كميات متزايدة من العملة الأجنبية لمواجهة الزيادة في الطلب عليها خلال هذه السنة. وقد تم تحقيق توازن سوق الصرف على الرغم من غلاء اليورو مقابل العملات الأخرى، كما تمت المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن الذي وصل إليه نهاية 2003.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2005	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف خلال السداسيين الأول والثاني في ظل تزايد الطلب على العملات الأجنبية وتراجع الدينار أمام اليورو والدولار.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2006	واصل بنك الجزائر تدخله في سوق الصرف حيث زاد من عرضه للعملات الأجنبية وذلك لمقابلة الطلب المتزايد والناشئ بالأساس عن التسديد المسبق للمديونية الخارجية.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2007	تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف في السداسي الثاني من هذا العام بعرض متزايد للعملات الأجنبية، وذلك لمواجهة الزيادة في الطلب والتي كانت أقل مقارنة بالعام السابق وذلك بسبب التسديد المسبق للمديونية والتي تمت عامي 2005 و2006.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2008	تدخل بنك الجزائر خلال السداسي الأول والثاني من أجل الحفاظ على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي وذلك في ظل التقلبات الشديدة التي عرفتها أسواق الصرف الدولية وعدم وضوح تطور مسار التضخم لدى أهم الشركاء التجاريين للجزائر. حيث عرف السداسي الثاني من هذا العام صدمة الأسعار النسبية وتقلبات شديدة في مؤشرات أسعار المستهلكين وكذلك انخفاض أحد أهم أساسيات الاقتصاد الجزائري ألا وهو سعر النفط. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر بتحسين المتوسط السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي بنسبة 4.85%.

التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2009	تميز الظرف الاقتصادي العالمي خلال عام 2009 بصدمة قوية تمثلت في انخفاض سعر النفط بنسبة 37.73%، وانكماش اقتصادي في أغلب البلدان الشريكة للجزائر، وتذبذبات قوية في أسواق الصرف الدولية لاسيما سعر صرف اليورو–دولار. ولمواجهة هذا الظرف قام بنك الجزائر بتعزيز آلية متابعة سوق الصرف بين البنوك من خلال الرصد والمتابعة اليومية لتطورات سعر الصرف الاسمي الفعلي مع الأخذ بعين الاعتبار لآفاق تطور الأسعار النسبية في الأجل القصير للبلدان الشريكة للجزائر. وقد تميز الربع الرابع من عام 2009 بضبط سعر الصرف الحقيقي الفعلي عبر تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف مما سمح بتصحيح سعر صرف الدينار مقابل العملات الأخرى واحتواء الأثر المسبق لتغيرات الأسعار النسبية على توازن سعر الصرف الحقيقي. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف بتراجع المتوسط السنوي لسعر الصرف الحقيقي الفعلي بمعدل 1.2% مقارنة بسنة 2008.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2010	تميز عام 2010 باستمرار الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وأزمة الديون السيادية في منطقة اليورو، والتي كان من نتائجها حدوث تقلبات شديدة لأسعار صرف أهم العملات العالمية ولاسيما اليورو والدولار. وعليه واصل بنك الجزائر سياسة المحافظة على استقرار سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه المتوازن في الأجل المتوسط على الرغم من تزايد مخاطر الصرف الناجمة عن تقلبات أسعار صرف اليورو–دولار. وفي المتوسط السنوي تحسن سعر الصرف الحقيقي الفعلي تبعا لتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف بمعدل 0.44%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2011	تميز الظرف الدولي عام 2011 باستمرار تداعيات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية وزيادة حدة التقلبات في أسعار الصرف العالمية. وهو ما استدعى من بنك الجزائر تعزيز وتقوية الآلية المرنة لإدارة تدخلاته في سوق الصرف من خلال المتابعة اليومية لتطور سعر الصرف الإسمي وآفاق تطور الأسعار النسبية مع أهم الشركاء التجاريين. وقد سمحت تدخلات بنك الجزائر بتحسن متوسط سعر الصرف الحقيقي الفعلي بـ 0.25%.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2012	سمحت تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف البينية للبنوك بالتصدي لتقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية على الاقتصاد الوطني ولاسيما التقليل من تأثيراتها على الأسعار الداخلية.

التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2013	في ظل التقلبات التي تشهدها العملات الرئيسية وآثارها السلبية على الاقتصاديات الناشئة لاسيما منذ ماي 2013، فقد قام بنك الجزائر بتقوية الآلية المرنة والديناميكية لإدارة تدخلاته في سوق الصرف البينية للبنوك، ولاسيما من خلال تكثيف المتابعة والرصد اليومي لتطور كل من سعر الصرف الاسمي وآفاق تطور الأسعار النسبية.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2014	تميز عام 2014 بصدمة انهيار أسعار النفط، وعليه فقد كثف بنك الجزائر من عمليات الرصد والمتابعة للتطورات الحاصلة في الأسواق المالية وأسواق الصرف الدولية، وهذا بغية إنجاح تدخلاته في سوق الصرف البينية للبنوك من أجل كبح تأثير التقلبات المالية على الاقتصاد الوطني.
التقرير السنوي لبنك الجزائر لعام 2015	نظرا لاستمرار صدمة انهيار أسعار النفط والتقلبات في أسواق الصرف الدولية وتزايد الاختلالات الداخلية والخارجية في الجزائر (العجز المزدوج في المالية العامة وميزان المدفوعات)، فقد واصل بنك الجزائر تدخلاته اليومية خلال 2015 في سوق الصرف البينية للبنوك من أجل إعادة سعر الصرف الحقيقي الفعلي إلى مستواه التوازني بعد أن كان أعلى من هذا المستوى المحدد بأساسيات الاقتصاد.

المصدر: مرغيت عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 179.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لفعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف على سعر الصرف

لدراسة وتحليل فعالية تدخلات البنك المركزي (بنك الجزائر) في سوق الصرف، تم الاعتماد على بعض الأساليب الإحصائية المتمثلة في أدوات القياس الاقتصادي. حيث يعتبر القياس الاقتصادي أحد فروع علم الاقتصاد الذي يبحث في التحليل الكمي بظواهره الاقتصادية الحقيقية مستعينا في ذلك بتطور النظرية الاقتصادية والأساليب الإحصائية، كما تتمثل مهمة نظرية الاقتصاد القياسي في تقدير العلاقات وتكييفها مع مميزات الظواهر الاقتصادية التي يمكن إخضاعها إلى التجربة والقياس وذلك بتطبيق أدوات إحصائية طورت لملاءمتها، بهدف تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية في إطار دراسة علمية دقيقة.

يمر التحليل القياسي بعدة خطوات مهمة، تنطلق من النظرية الاقتصادية ثم بناء النموذج القياسي بالاعتماد على البيانات الإحصائية المتوفرة لدينا، بعد ذلك يتم تقدير هذا النموذج باستخدام الطريقة القياسية اللازمة لذلك واختبار فرضياته وتقييمه اقتصاديا واحصائيا وقياسيا، لتحديد فيما إذا كان مقبولا ليتم استخدامه في التنبؤ وتوجيه السياسات الاقتصادية، أو مرفوضا مما يدفعنا إلى العودة إلى النظرية الاقتصادية ومعالجة الخلل.

يقدم هذا المبحث البيانات الرئيسية والمنهجية المستخدمة في اختباراتنا القياسية الاقتصادية لمدى فعالية تدخل بنك الجزائر في سوق الصرف على سلوك سعر الصرف وأخيرا عرض ومناقشة وتحليل النتائج.

المطلب الأول: البيانات والنموذج العام للدراسة

في هذا الجزء من البحث سيتم تقديم نموذج الدراسة وكذا تعريف لكل متغير من هذه المتغيرات باستخدام بعض الأساليب الكمية.

النموذج العام للدراسة

تستخدم هذه الدراسة بيانات ثانوية وتستند أساسا على أساليب البحث الكمي. تعتبر بيانات السلاسل الزمنية من أهم أنواع البيانات التي تستخدم في الدراسات التطبيقية خاصة تلك التي تعتمد على بناء نماذج الانحدار لتقدير العلاقات الاقتصادية، إن السلاسل الزمنية تعتبر من بين أهم الأساليب

الإحصائية الحديثة والتي يمكن من خلالها معرفة طبيعة التغيرات التي تطرأ على قيم الظاهرة مع الزمن وتحديد الأسباب والنتائج، وتفسير العلاقات المشاهدة بينها وكذا التنبؤ بما سيحدث من تغير على قيم الظاهرة في المستقبل على ضوء ما حدث لها في الماضي.

في هذه الدراسة، تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الموزع الذي يرمز له: ARDL (Auto Regressive Distributed Lag Model) لتحديد تأثير تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف. علاوة على ذلك، تم استخدام برنامج EViews 12 للتحليل.

تهدف هذه الدراسة القياسية إلى تحديد وتقييم تأثير تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف على سعر الصرف خلال الفترة (1994–2023)، حتى يتسنى لنا بناء نموذج قياسي يتماشى مع إشكاليتنا ويتماشى مع الواقع الاقتصادي الجزائري، قد تم الاعتماد على الدراسات التجريبية السابقة وكذا النظرية الاقتصادية لكتابة النموذج من أجل دراسة هذه العلاقة، وذلك باستخدام ثلاثة أنواع من المتغيرات تتمثل في كل من متغير سعر الصرف (EXR: متغير تابع)، متغير احتياطات الصرف كبديل لتدخلات البنك المركزي (INT: متغير مستقل)، ومتغيرات أخرى مفسرة أساسية التي لها تأثير، وتتمثل في: المعروض النقدي (M2)، ميزان المدفوعات (BOP)، معدل التضخم (INF)، سعر الفائدة (DIR).

مبررات اختيار فترة الدراسة:

إن المتغيرات التي تم اعتمادها في الدراسة هي معطيات سنوية ابتداء من سنة 1994 إلى غاية 2023، ويرجع السبب في أخذ البيانات من سنة 1994 أنه فترة ما بعد 1994 هي فترة التحول نحو نظام الصرف المرن وتبني الجزائر لسياسة استهداف سعر الصرف الحقيقي التي تقوم على فكرة التدخل الدوري لبنك الجزائر في سوق الصرف من أجل توجيه سلوك سعر الصرف الاسمي بما يحقق هدف سعر الصرف الحقيقي للدينار.

وصف المتغيرات المستعملة في النموذج

تتضمن المعادلة (01) المتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة كما يلي:

$$EXR = f(INT, M2, BOP, INF, DIR) \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (01)$$

يتضمن الجدول رقم (03) التعريف بالمتغيرات التي يحتويها النموذج المذكور أعلاه، بالإضافة إلى رموزها:

الجدول رقم (4-3): التعريف بالمتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة

نوع المتغير	رمز المتغير	التعريف بالمتغير
سعر الصرف الاسمي	**EXR**	سعر صرف رسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة) Official exchange rate (LCU per US$, period average).
تغييرات احتياطات الصرف الأجنبي كبديل لتدخل	**INT**	التغير في نسبة الاحتياطيات (حيث يتم حساب الاحتياطيات باعتبارها موقف الأصول الأجنبية الصافية للبنك المركزي باستثناء الذهب) proxy for intervention, the change in the reserves (where reserves are computed as the central bank's net foreign asset position excluding gold).
المعروض النقدي	**M2**	المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي) Broad money (% of GDP).
التضخم	**INF**	التضخم، الأسعار التي يدفعها المستهلكون (% سنويا) Inflation, consumer prices (annual %).
ميزان المدفوعات	**BOP**	ميزان المدفوعات Balance of paiements (current US$).
سعر الفائدة	**DIR**	سعر الفائدة على الودائع (%) Deposit interest rate (%).

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على متغيرات النموذج محل الدراسة.

يتناول التحليل نموذجاً لتأثير التدخل في سوق الصرف الأجنبي على استقرار سعر الصرف مع تغييرات الاحتياطيات الدولية كبديل للتدخل ومتغيرات التحكم الأخرى، والتي لها تأثير مباشر على استقرار سعر الصرف في الجزائر. تظل الاحتياطيات الدولية الجزائرية متغيراً اقتصادياً كلياً مهماً حيث ساعدت دائماً البنك المركزي الجزائري على دعم تدخلات النقد الأجنبي وتقليل الضغوط على العملة المحلية مقابل

العملات الدولية الرئيسية. لذلك، يجند العمل بالاحتياطيات للتدخلات بالوكالة. حيث تتمثل إحدى المشكلات في اختبار تدخل البنك المركزي في سوق أسعار الصرف في محدودية المعلومات الخاصة بتدخل البنك المركزي. وبالتالي يتم استخدام وكيل تدخل البنك المركزي مثل التغييرات في الاحتياطيات الدولية. يقال إن هناك علاقة قوية بين الاحتياطيات الدولية وسعر الصرف.

إن تحديد هذا التأثير ليس بالأمر البسيط، لأنه لا يستلزم فقط حساباً جيداً للعوامل الأخرى التي قد تكون ضاغطة على سعر الصرف ومستوى الاحتياطيات، بل وأيضاً مقياساً دقيقاً للتدخل نفسه. إن البيانات المتعلقة بالتدخل نادرة وغالباً ما تحل محلها تغييرات الاحتياطيات، والتي قد تحدث لأسباب لا علاقة لها بتدخل البنك المركزي، بما في ذلك استحقاق الفائدة، أو تصفية إيصالات النقد الأجنبي من قِبَل الشركات العامة، أو إعادة بناء أو تقليص احتياطي الاحتياطي بدافع من الاعتبارات الحصيفة. والعديد من البدائل أو الأدوات التكميلية للتدخل (التغييرات في تكوين العملة في الدين الحكومي أو في سعر الفائدة المحلي، أو التدخل في أسواق العقود الآجلة)، على الرغم من كونها هامشية عادة مقارنة بالتدخل الفوري، يصعب تتبعها بشكل منهجي وغالباً ما يتم تجاهلها في الاختبارات التجريبية.

وعلاوة على ذلك، تحدث التدخلات عادة عندما يتحرك سعر الصرف أو من المتوقع أن يتحرك في الاتجاه المعاكس للتأثير المتوقع للتدخل. وعادة ما تؤدي مشكلة "الذاتية" هذه إلى ظهور التدخل بعلامة خاطئة في معادلات انحدار سعر الصرف، مع ارتباط عمليات شراء (مبيعات) الدولارات بارتفاع (انخفاض) قيمة العملة المحلية، وعدم وجود طريقة بسيطة لتقدير سعر الصرف الواقعي في غياب التدخل. ولتصفية الدافع الحصيف للتدخل والحد من تحيز الذاتية، اقترح ليفي ييلتي وآخرون (2013) استخدام التغير في نسبة الاحتياطيات إلى المعروض النقدي (M2) (حيث يتم حساب الاحتياطيات باعتبارها موقف الأصول الأجنبية الصافية للبنك المركزي باستثناء الذهب) كبديل "صارم" للتدخل.

وتم اختيار المتغيرات المستعملة في الدراسة بالاعتماد على الدراسات التجريبية السابقة التي تناولت موضوع العلاقة بين تدخلات البنك المركزي وسعر الصرف، بحيث تم الاعتماد على ثلاثة أنواع من المتغيرات، تمثلت في كل من سعر الصرف وهو المتغير التابع، تغييرات الاحتياطيات وهو المتغير المستقل، ومتغيرات التحكم وهي متغيرات أخرى والتي لها تأثير مباشر على استقرار سعر الصرف، وذلك من أجل تحديد طبيعة العلاقة الناتجة عن تأثير تدخلات بنك الجزائر على سعر الصرف، من خلال استخدام سلسلة بيانات سنوية للاقتصاد الجزائري، وهي تشمل جميع المتغيرات السابقة والتي تمتد على مسار سنوات من 1994 إلى 2023، حيث تتضمن هذه السلاسل مجموعة من المراحل المختلفة من حيث منهج سير الاقتصاد الجزائري والتي تختلف في معطياتها من مرحلة إلى أخرى.

يتم تحليل تأثير تدخلات البنك المركزي على سعر الصرف من خلال التحكم في بعض العوامل الأخرى التي من المحتمل أن يكون لها تأثير معنوي، تتمثل متغيرات التحكم المستعملة في النموذج القياسي في كل من المعروض النقدي، ميزان المدفوعات، التضخم وسعر الفائدة. وفيما يلي شرح مفصل لمختلف المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي.

سعر الصرف:

يشير سعر الصرف الاسمي أو الرسمي إلى سعر الصرف المحدد في سوق الصرف، ويتم حسابه كمتوسط سنوي استنادا إلى المتوسطات الشهرية (وحدات الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي)

شهد سعر الصرف الاسمي للدينار الجزائري أمام الدولار الأمريكي تطورات هامة خلال فترة التسعينات، وقد اعتمدنا في دراستنا على الدولار الأمريكي على الرغم من أن الاتحاد الأوروبي يعتبر الشريك الأول للجزائر من حيث التصدير والاستيراد، بسبب فترة الدراسة حيث أنه لم يتم التعامل بالأورو خلال التسعينات، كما أن الدولار الأمريكي العملة التي تقوم بها الصادرات الجزائرية، باعتبار هذه الأخيرة تعتمد على قطاع المحروقات والمسعر بالدولار.

يعبر سعر الصرف عن قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية، وإن أسعار صرف الدينار مقارنة بالعملات الصعبة الرئيسية تتحدد بطريقة مرنة على مستوى السوق البينية (سوق ما بين البنوك) للصرف على أساس ظروف العرض والطلب وفقا للقواعد الدولية المعمول بها في هذا المجال، ولكن من زاوية عرض العملات الصعبة على مستوى السوق البينية للصرف فإن بنك الجزائر يبقى المصدر الأساسي للعملات الصعبة المعروضة في هذه السوق أين تحدد أسعار الصرف المطبقة على العمليات المبرمة وفقا لميكانيزمات السوق وعليه، فإن القيمة الخارجية للدينار تتمثل في سعر الصرف المحدد على مستوى السوق البينية للصرف أين يتدخل تسعة عشر مصرفا في الساحة إلى جانب بنك الجزائر.

سعر الصرف، يعد إحدى اهتمامات الحكومة الجزائرية الكبرى، لما له من تأثير على مختلف الجوانب الاقتصادية للدولة، ومن خلال الاحصائيات يتبين أن سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار عرف عدة تطورات، فسعر الصرف كغيره من المتغيرات الاقتصادية في الجزائر، شهد عدة تغيرات هيكلية، خاصة في ظل تعدد أنظمة الصرف المعروفة، بالإضافة إلى مختلف الأزمات الاقتصادية التي مست العالم، والمتعلقة منها بأسعار المحروقات على وجه الخصوص.

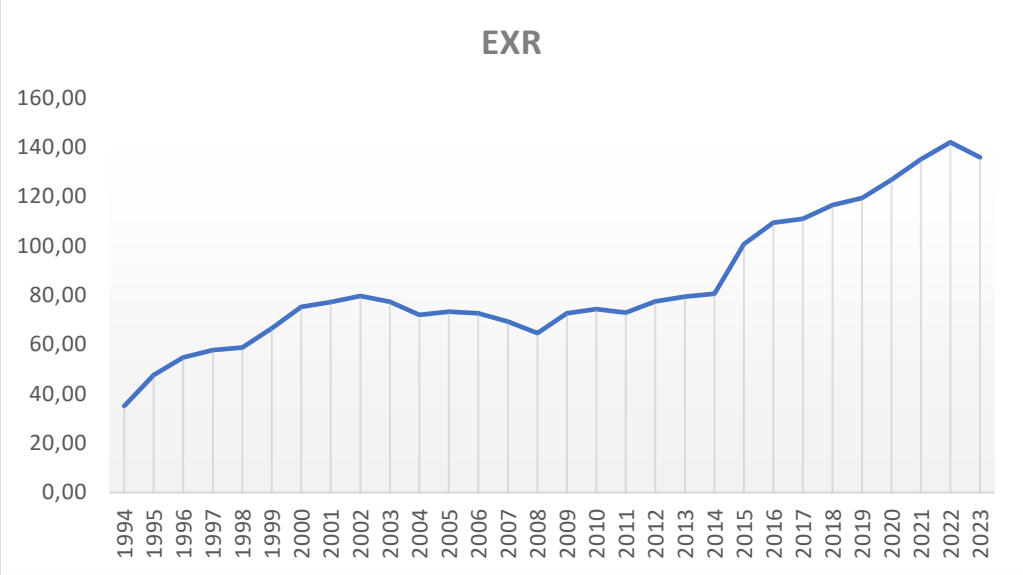
عرف سعر صرف الدينار الجزائري تذبذبا واضحا منذ 1995 مقابل الدولار الأمريكي، حيث شهدت قيمة الدينار انخفاضا تنازليا في قيمته بعد تخفيض الدينار الجزائري في سنة 1994 اتبعت

سياسة مرنة لإدارة سعر الصرف، ليواصل الانخفاض ليصل إلى 75.36 دينار للدولار سنة 2000 و77.39دينار للدولار في سنة 2003 في حين أنه لم يكن يتجاوز 50 دينار للدولار الواحد، ولقد عرف سعر الصرف الدينار الجزائري خلال الفترة 2000-2003 استقرارا نسبيا، ولعل ذلك يرجع إلى التسيير المحكم لاحتياطات الصرف الأجنبي. وفي سنة 2005 وصل سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الواحد 73.27 دينار جزائري، ليشهد سعر الصرف تحسنا في قيمته في سنة 2007-2008 ليتراوح ما بين 69.29 و64.58 للدولار الواحد، هذا يدل على تحسن قيمة الدينار الجزائري مقابل الدولار، وذلك راجع إلى الارتفاع الكبير في أسعار النفط والذي كان له انعكاسات من حيث إيرادات الميزانية واحتياطاتها من العملة الصعبة، حيث كانت الوضعية المالية الخارجية الصافية للجزائر صلبة خلال هذه العشرية وتشكل الإرساء للاستقرار المالي الخارجي. وبالتالي فإن التسيير الحذر للاحتياطيات الرسمية للصرف من طرف بنك الجزائر، في مستوى يسمح بمواجهة الصدمات الخارجية، يندرج ضمن الأهداف الاستراتيجية لتعزيز الاستقرار المالي الخارجي.

كما ساهم أيضا التسيير المرن لسعر الصرف من طرف بنك الجزائر في ظل الأزمة المالية والاقتصادية الدولية 2008-2011، بالاستقرار المالي الخارجي في السنوات الأخيرة.

واستمرت بعد ذلك القدرة الشرائية للدينار الجزائري في التدهور، حيث سجل في 2009 معدل 72.65 دج لكل دولار ليصل إلى 77.54 دج لكل دولار في سنة 2012، هذا ما يدل على انخفاض جديد لقيمة الدينار الجزائري رغم الفائض المسجل في الميزان التجاري خلال نفس الفترة نتيجة لتزايد الصادرات من المحروقات والتي وصلت إلى 98% والمسعرة بالدولار الأمريكي حسب حصص منظمة الأوبك. وقد وصل سعر صرف الدينار الجزائري بالنسبة للدولار الواحد في سنة 2014 إلى نحو 80.13 دينار لكل دولار، وهو انخفاض شديد ومتواصل خاصة في السوق الموازية. لكن الفترة 2015-2020 عرفت انخفاضا كبيرا في قيمة العملة الوطنية بـ 118 دينار كمتوسط بسبب التخفيضات المتوالية التي قام بها البنك المركزي بعد أزمة 2014 التي عصفت بأسعار البترول إلى ما دون 40 دولار للبرميل، وأيضا راجع لاتساع فارق التضخم بين الجزائر وشركائها التجاريين الرئيسيين وفي ظل هشاشة القطاع التصديري خارج المحروقات، وفي ظل زيادة الطلب على الواردات، أصبح من الضروري زيادة طبع العملة الوطنية، وتزامنا مع تدهور المستوى التوازني لسعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار انخفض السعر الصرف الاسمي للدينار. ما أثر على سعر صرف الدينار مقابل الدولار ليفوق 129 دينار سنة 2020.

الشكل رقم (4-1): تطور سعر الصرف الاسمي للدينار مقابل الدولار في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

احتياطي الصرف الأجنبي:

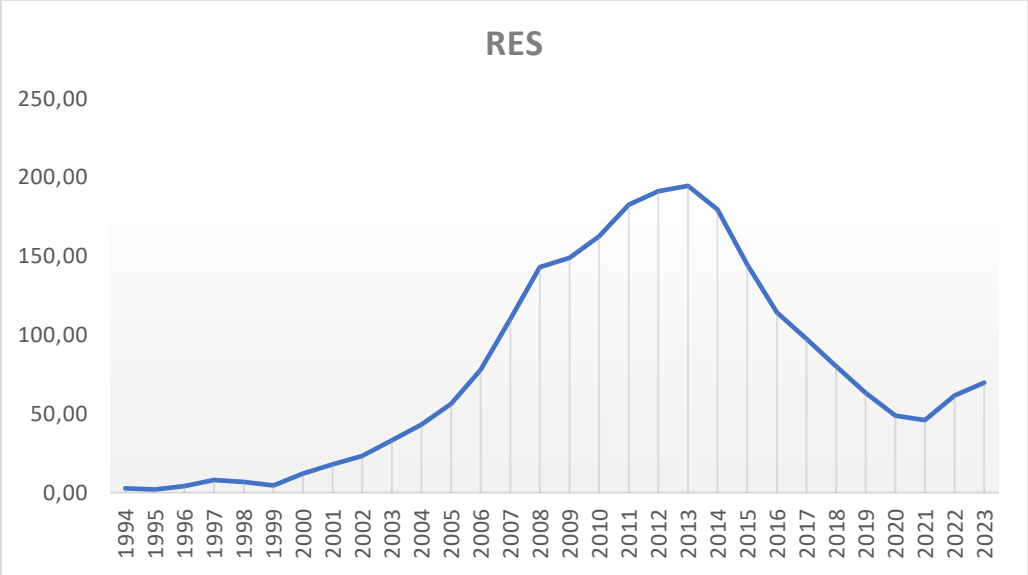
سمح التطور الحاصل في بنود ميزان المدفوعات بإعادة تشكيل احتياطات صرف مثيرة للانتباه حيث بعدما كان مستوى الاحتياطات منخفض ومثير للقلق في حدود 1.3 مليار دولار في الثمانينات انتقل إلى 4.3 في التسعينات ثم إلى 12 مليار دولار سنة 2000 بسبب الارتفاع التصاعدي لأسعار البترول، أي أن المصدر الرئيسي لتطور الاحتياطات يتمثل في عائدات المحروقات التي لا تزال مرتبطة بتقلبات أسعار البترول، وهو ما يعطي إمكانية تقلب حجم هذه الاحتياطات مستقبلا، وتجدر الإشارة إلى أن كل الزيادة التي طرأت على احتياطات الصرف الأجنبية خلال هذه الفترة القصيرة قد تحققت في الحيازات الرسمية من العملات الأجنبية (الدولار تحديدا)، أما باقي مكونات الاحتياطي فلم تطرأ عليها زيادة يعتد بها.

نلاحظ أن الجزائر تعتمد في احتياطات صرفها على العملات الأجنبية بنسبة كبيرة جدا مقارنة بمكونات احتياطات الصرف الأخرى، بل واعتمادها على احتياطي العملات الصعبة في تزايد مستمر، لقد عرفت احتياطات الصرف ارتفاعا خلال الفترة 1995-1997، إذ قدرت بـ 8.05 مليار دولار في سنة 1997 بعدما كانت 4.24 مليار دولار في سنة 1996 و2.01 مليار دولار في سنة 1995، وسرعان ما انخفضت من جديد في سنة 1998 لتصل إلى 6.9 مليار دولار ثم 4.5 مليار دولار في 1999،

ويعود التحسن في المعدلات خلال التسعينات إلى تعميق الإصلاحات الهيكلية المفروضة من قبل صندوق النقد الدولي والتي أدت إلى رفع الاحتياطات من الصرف الأجنبي، إضافة إلى تطبيق أسعار فائدة حقيقية موجبة وتحسن الوضعية المالية العامة وميزان المدفوعات، إلى جانب استقرار معدلات سعر الصرف الحقيقي، أما تراجع احتياطي الصرف في 1999 بما يعادل 4.5 مليار دولار، كخسارة صافية بمقدار 2.3 مليار دولار عن سنة 1998 والذي كان 8.05 مليار دولار سنة 1997 فتعود إلى الصدمة البترولية 1998-1999. ومنذ سنة 2000 وبسبب الطفرة السعرية في سعر البترول فاقت احتياطات الصرف من العملات الأجنبية 12.02 مليار دولار سنة 2000، والملاحظ أن نسبة العملات الصعبة تمثل 98.65% و99.9% وهو ما يعتبر خطر على الاقتصاد الوطني، حيث تشهد الساحة العالمية عدم استقرار في أسعار صرف العملات الدولية وكذا تقلبات أسعار البترول، وهو ما حدث خلال الثلاثي الرابع سنة 2014، حيث انهارت الأسعار بنحو 50% وهو ما أدى إلى تقلص احتياطات الصرف الجزائرية حيث فقدت 10 مليار دولار خلال الشهرين الأخيرين من سنة 2014، ثم فقدت ما يقارب 30 مليار دولار خلال سنة 2015، ففي سنة 2014 حدث انخفاض في حجم الاحتياطي حيث انتقل من 194.01 مليار دولار سنة 2013 إلى 178.93 سنة 2014 وهذا راجع لانخفاض سعر البترول من 109.55 دولار للبرميل سنة 2013 إلى 100.71 دولار للبرميل في 2014، بسبب زيادة إنتاج النفط الصخري في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا، بالإضافة إلى قرار السعودية بالإبقاء على حصتها باعتبارها أكبر مصدر للنفط في العالم، وتأثيرها على قرار منظمة الأوبك الذي يمثل إنتاجها حوالي ثلثي إمدادات العالم من هذه المادة (30مليون برميل يوميا) مما حذا بالإبقاء على نفس سقف الإنتاج.

ولتواصل الانهيار كل عام بسبب زيادة العجز في ميزان المدفوعات في ظل تزايد الواردات وهيمنة الصادرات النفطية على هيكل الصادرات، وفي ظل الانخفاض في سعر البترول، وأيضا توظيف أغلب احتياطات الجزائر في سندات الخزانة الأمريكية بمعدلات مردودية ضعيفة جدا لا ترقى لحجم المبالغ الموظفة، في ظل تدني معدلات الفائدة وارتفاع معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية، ناهيك عن مخاطر الصرف، هذا ما سيزيد من تآكل القيمة الحقيقية لاحتياطات البلد، فكل هذه العوامل ساهمت في تهاوي رصيد الجزائر من الاحتياطات الدولية إلى ما دون 50 مليار دولار سنتي 2019-2020.

الشكل رقم (4-2): تطور احتياطيات الصرف في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

التضخم:

يقيس معدل التضخم معدل تغير الأسعار من سنة إلى أخرى. يحدث التضخم عندما يرتفع المستوى العام للأسعار. يتم قياس المستوى العام للأسعار ومعدل التضخم باستخدام مؤشرات الأسعار – المتوسطات المرجحة لأسعار آلاف المنتجات الفردية. يعد مؤشر أسعار المستهلك (CPI) أهم مؤشر للأسعار، وهو يقوم عادة بقياس تكلفة سلة سوق ثابتة من السلع والخدمات الاستهلاكية مقارنة بتكلفة تلك السلة خلال سنة أساس معينة.

في هذه الدراسة يعكس التضخم، المُقاس بمؤشر أسعار المستهلك، التغير السنوي النسبي في تكلفة شراء سلة من السلع والخدمات للمستهلك العادي، والتي قد تكون ثابتة أو متغيرة على فترات زمنية محددة، مثل السنة. وتُستخدم عادةً صيغة لاسبير.

التضخم هو متغير تقليدي يرمز أحيانا للتوتر الاقتصادي لأي بلد وفشل البنك المركزي والحكومة في تقييد المعروض النقدي وتحقيق التوازن في الميزانية. وعادة ما تكون معدلات التضخم المنخفضة مفيدة لأنها تشير إلى نمو اقتصادي إيجابي، والعكس صحيح. إن انخفاض معدل التضخم يمثل استقرار وقوة أي اقتصاد.

يعد ارتفاع معدل التضخم دليل على التوتر الاقتصادي الداخلي وعدم قدرة أو عدم رغبة الحكومة والبنك المركزي في تحقيق التوازن في الميزانية وتقييد المعروض النقدي. وكقاعدة عامة، كلما ارتفع معدل التضخم في البلد المضيف، قل ميل صناع قرار الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاستثمار في ذلك البلد.

يؤدي التضخم المحلي في البلدان النامية إلى تخفيض قيمة عملتها في ظل أسعار الصرف العائمة.

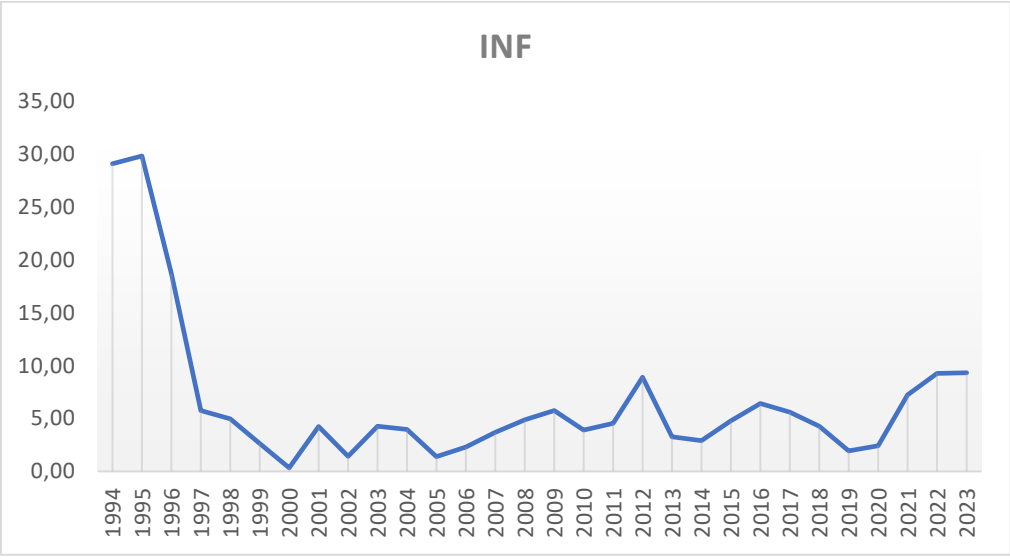
من خلال الاحصائيات الخاصة بالتضخم نلاحظ ارتفاع التضخم في الفترة 1994 و1995 ويرجع ذلك إلى عدة أسباب أهمها، التحرير الواسع للأسعار خلال هذه الفترة ورفع الدعم الحكومي عنها. أما خلال الفترة 1996–1999 تراجعت معدلات التضخم حيث بلغت نسبة 18.7% سنة 1996، لتستمر في التراجع بعدها وبلغ معدل 2.64% سنة 1999، وهذا راجع إلى التحكم في السيولة الاقتصادية واعتدال وتيرة التوسع النقدي، بالإضافة أيضا إلى تطبيق برنامج التصحيح الهيكلي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي والذي كان يهدف إلى استقرار الأسعار عند مستوى مماثل لما هو عليه لدى الشركاء التجاريين. ولقد بلغ معدل التضخم 0.34% سنة 2000 كأدنى حد لمعدل تضخم تعرفه الجزائر منذ الاستقلال. ويمكن إرجاع هذا الانخفاض إلى عدة إجراءات اتخذتها الحكومات المتعاقبة في إطار برنامج التعديل الهيكلي، كتعديل أسعار الفائدة الحقيقية، وتقليص الموازنة العامة إلى مستويات معقولة، والصرامة في تسيير الكتلة النقدية والبحث عن أساليب جديدة لتمويل الأنشطة الاقتصادية بدلا من الإصدار النقدي المفرط، مما أدى إلى تراجع معدل التضخم في حدود معقولة بل وقياسية. لكن هذا الانخفاض لم يستمر طويلا حيث سرعان ما عاد معدل التضخم إلى الارتفاع في سنة 2001 حيث بلغ 4.2% وتجاوز بذلك معدل التضخم المستهدف للسياسة النقدية والمحدد ب: 3%، ويرجع ذلك إلى نمو المجمع النقدي M2 بنسبة 22.30% جراء نمو احتياطيات الصرف، والتي تزامنت مع انطلاق برنامج الإنعاش الاقتصادي، بالإضافة أيضا إلى ارتفاع الحد الأدنى للأجر الوطني المضمون... بعد ذلك عاد معدل التضخم للانخفاض من جديد سنة 2002.

في سنة 2003 شهدت ارتفاعا جديدا في معدل التضخم حيث بلغ 4.26%، والذي يمكن إرجاعه في جزء مهم منه لنمو فائض السيولة المصرفية. وفي سنة 2005 قدر معدل التضخم ب 1.38% أي بتراجع قدره نقطتين عما كان عليه سنة 2004 هذا التراجع يفسر بانخفاض أسعار المواد الغذائية وبعودة أسعار البترول إلى مستواها الطبيعي. بالإضافة أيضا إلى انخفاض معدل السيولة المصرفية.

وفي سنة 2009 قفز معدل التضخم إلى 5.7% وهو ما يعتبر أعلى معدل في العشرية الأولى من القرن الواحد والعشرين. ويرجع هذا الضغط التضخمي أساسا إلى أسعار المواد الغذائية، كما يرجع هذا الارتفاع أيضا إلى التضخم المستورد الذي حدث منذ سنة 2008، حيث أن الأزمة المالية أدت إلى ارتفاع سعر صرف الأورو مقابل الدولار الأمريكي، مما أدى إلى ارتفاع أسعار المواد المستوردة من الاتحاد الأوروبي، خاصة وأن 60% من واردات الجزائر هي من الاتحاد الأوروبي باعتباره الشريك التجاري الأول للجزائر. أما في سنة 2012 ارتفع معدل التضخم بشكل كبير جدا حيث قفز بحوالي 4 نقاط من 4.52% سنة 2011 إلى 8.9% سنة 2012 وهو تقريبا ضعف المعدل السابق ويفسر هذا الارتفاع إلى السياسة المالية التوسعية التي انتهجتها الحكومة بداية من 2009. وقدر معدل التضخم لسنة 2015 ب 4.78% أي بزيادة قدرها 1.86 نقطة عن سنة 2014. ليواصل الارتفاع أيضا سنة 2016 ليبلغ 6.4% وهذا راجع إلى تخفيض قيمة العملة. وبعد سنتين من الارتفاع المتواصل لمعدل التضخم، عاد في سنة 2017 إلى الانخفاض نوعا ما حيث قدر ب: 5.6% واستمر في الانخفاض خلال السنتين 2018 و2019، وذلك بسبب سعي الدولة المستمر إلى تخفيض معدل التضخم والتحكم أكثر في الأسعار.

ليعود التضخم مرة أخرى الى الارتفاع بوتيرة متسارعة ليبلغ 9.01 % سنة 2022 وهي الأعلى بالنسبة إلى عشرة سنوات الأخيرة، حيث لا يزال هذا الاتجاه التضخمي متأثرا بشكل رئيسي بارتفاع أسعار المنتجات الغذائية التي تعتبر خارجية المنشأ.

الشكل رقم (4-3): تطور معدل التضخم في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

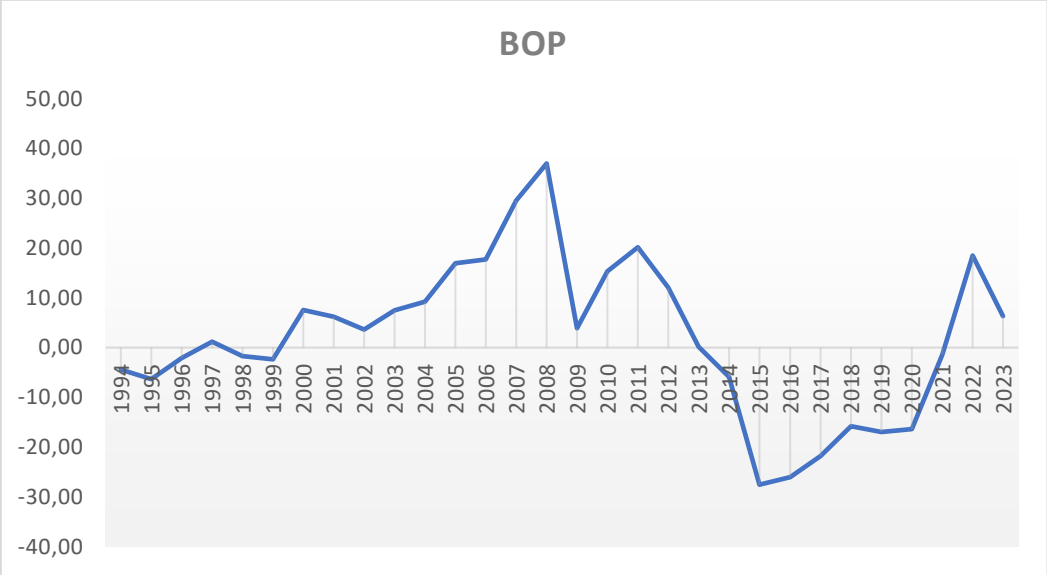
ميزان المدفوعات:

يمثل ميزان المدفوعات السجل الإجمالي الذي تدون به جميع المعاملات مع العالم الخارجي، وهو ما يكرس العلاقة الوثيقة بينه وبين سعر الصرف باعتبار هذا الأخير من الآليات البالغة الأهمية في التأثير على وضعية ميزان المدفوعات.

من خلال الإحصائيات المتعلقة بميزان المدفوعات نجد رصيده خلال فترات سالب وبعد فترات موجب، فخلال الفترة 1994–1999 كان رصيد ميزان المدفوعات سالب باستثناء سنة 1997 حيث سجل رصيد إيجابي فائضا قدر ب: 1.16 مليار دولار، أما الفترة ما بين سنة 2000 و2013 فقد عرف ميزان المدفوعات فائضا مستمرا ثم ليعود إلى حالة العجز في الفترة 2014 إلى 2017. حيث في سنة 2000 بلغ الرصيد 7.57 مليار دولار ليستقر عند نفس المستوى في سنة 2003، ثم تضاعف 5 مرات تقريبا ليصل إلى أعلى قيمة له سنة 2008 برصيد 36.99 مليار دولار، ويعود ذلك إلى الارتفاع المستمر في أسعار البترول. في حين شهدت وضعية ميزان المدفوعات ما بين الفترة 2008 و2012، حالة عدم الاستقرار قد تكون ناجمة عن الصدمات الخارجية التي تعرض لها الاقتصاد الجزائري جراء تذبذب أسعار المحروقات وتقلبات أسعار الصرف. أين بدأ يتراجع الرصيد من سنة 2013 وذلك بالنظر إلى معدلات التغير في بنود ميزان المدفوعات وفائض الميزان التجاري أي تناقص حجم الفائض في الحساب الجاري (الميزان التجاري) الذي يتأثر بدوره بأسعار المحروقات، أي الصادرات النفطية التي تمثل حوالي 97% من إجمالي الصادرات. ففي السنوات التي ارتفع فيها سعر النفط أدى إلى ارتفاع قيمة الصادرات عن الواردات وهذا ما يفسر أو يشرح أن التغير في سعر صرف الدينار كان ضعيفا في تحسين أو تسوية العجز في ميزان المدفوعات خلال فترة التسعينات وهذا بسبب أن سعر صرف الدينار لا يؤثر على الصادرات النفطية، ونرى سنة 2009 سجل ميزان المدفوعات انخفاض في الرصيد الإيجابي بـ 3.86 مليار دولار وهذا بسبب تأثير الأزمة المالية العالمية على أسعار المحروقات وانهيار أسعارها ما بين سنة 2014 إلى سنة 2017 والذي أثر على رصيد الميزان التجاري وبالتالي ميزان المدفوعات بتسجيل عجز قدره 21.76 مليار دولار سنة 2017.

غير أنه من سنة 2018 تقلص العجز إلى حدود 15.8 مليار دولار ثم 12.7 مليار دولار سنة 2020 بعد الانتعاش النسبي لسعر برميل النفط والتقليص من حجم الواردات كما ساهمت آلية تخفيض العملة في ذلك فقد وصل سعر الصرف إلى حدود 126.78 دج مقابل الدولار سنة 2020 وهو سعر صرف توازني مدعوم من تدخلات البنك المركزي نتيجة لتراجع سعر برميل النفط إلى حدود 40.04 دولار للبرميل خلال نفس الفترة.

الشكل رقم (4-4): تطور ميزان المدفوعات في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

عرض النقد بمعناه الواسع (الكتلة النقدية):

تتشكل الكتلة النقدية (M_2) في الجزائر من مجموع أدوات الدفع المحازة التي يحوزها الأعوان غير الماليين (مؤسسات المحروقات وباقي الاقتصاد الوطني) في شكل أرصدة نقدية، وودائع تحت الطلب وشبه النقود.

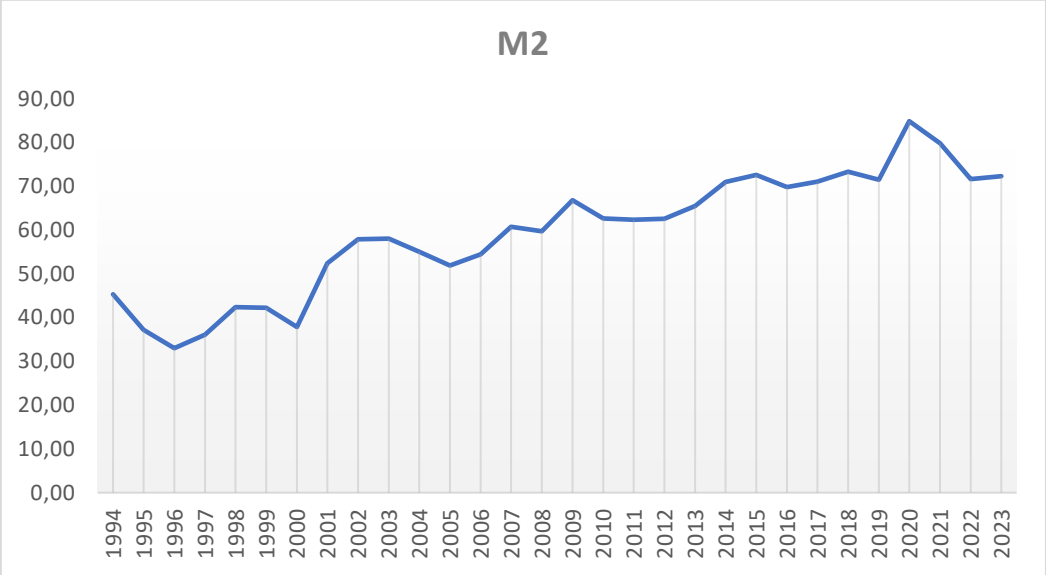
تحتوي الكتلة النقدية (M_2) بالمفهوم الواسع على مجموع المتاحات النقدية (M_1)، وشبه النقدية التي تتم إدارتها بواسطة النظام البنكي والخزينة العامة.

تميز حجم الكتلة النقدية بعد قانون النقد والقرض90-10 بالعديد من التغيرات في حجم الكتلة النقدية بصفه عامه من خلال جميع مكوناتها من النقود القانونية والودائع واشباه النقود كما تميزت هذه المرحلة كذلك ببعض التغيرات التي شهدتها مقابلات الكتلة النقدية باعتبارها مصدر التغير في حجم الكتلة النقدية.

لقد عرف العرض النقدي (M_2) ارتفاع من سنة إلى أخرى، حيث سجلت سنة 1995 قيمة 739.9 مليار دينار و1559.91 مليار دينار سنة 2000 و2403.07 مليار دينار، ويرجع تفسير ارتفاع حجم

السيولة المحلية سنة 2001 إلى 2403.07 مليار دج مقابل 1559.91 سنة 2000 أي نمو الكتلة النقدية بنسبة 35.08 %، لتواصل الزيادة حتى سنة 2010 أين بلغت مليار دينار 8280.7 و13686.7 مليار دينار سنة 2014، هذا الارتفاع راجع إلى الاصلاحات الاقتصادية التي قامت بها الدولة فيما يتعلق بالتوسع في حجم الائتمان وزيادة كتلة الأجور والزيادة في الأرصدة النقدية الصافية الخارجية، إلى جانب ارتفاع الانفاق الحكومي من خلال الزيادة في المشاريع التوسعية من خلال برامج دعم النمو (برنامج دعم النمو الاقتصادي (برنامج الانعاش الاقتصادي) 2001-2004 والبرنامج التكميلي لدعم النمو 2005-2009 وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي (برنامج التنمية الخماسي) 2010-2014 الذي جاء مكملا للبرنامجين السابقين)، هذه البرامج خصصت لها غلاف مالي جد ضخم والذي قدر بـ 520 مليار دينار لبرنامج دعم النمو و4203 مليار دينار للبرنامج التكميلي و155 مليار دينار لبرنامج توطيد النمو. وهو عبارة عن مجموعة ضخمة من المشاريع الانفاقية التي أدت إلى ضخ كمية كبيرة من النقود في الاقتصاد الوطني وهو ما يفسر القفزة النوعية في الكتلة النقدية من سنة 2010 إلى 2014 ارتفاع مستمر في عرض النقود نمو سريع. ومنذ سنة 2015 إلى غاية 2017 كانت زيادة طفيفة في عرض النقود عن الفترة السابق وهذا راجع إلى تراجع حجم الانفاق العمومي بسبب توقف الكثير من البرامج التنموية التي كان مخططا لها بسبب انهيار أسعار البترول، وخلال الفترة 2017 إلى بداية 2019 ارتفاع في عرض النقود أي الزيادة في كمية النقود المتداولة بسبب تعافي الاقتصاد الجزائري نتيجة تحسن أسعار البترول في الأسواق الدولية. مع بداية 2019 و2020 انخفاض في كمية النقود المتداولة رغم تحسنها في أواخر سنة 2020 وهذا راجع إلى الأحداث السياسية التي شهدتها الجزائر مطلع 2019 والأزمة الصحية التي شهدتها الجزائر والعالم -مرض كورونا- الذي أدخل العالم كله في أزمة اقتصادية كانت آثارها السلبية عل جميع القطاعات بما فيها قطاع المحروقات وما صاحبه من توقف لحركة النقل والسياحة والذي خفض أسعار البترول إلى أدنى مستوياتها منذ سنة 2010 وهو ما انعكس على الاقتصاد الجزائري مما أدى إلى توقف الكثير من البرامج التنموية وبالتالي التوقف عن ضخ أموال جديدة في الاقتصاد، مع أواخر 2020 إلى غاية 2023 نلاحظ ارتفاع في عرض النقود أي الزيادة في كمية النقود المتداولة.

الشكل رقم (4-5): تطور المعروض النقدي في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

سعر الفائدة:

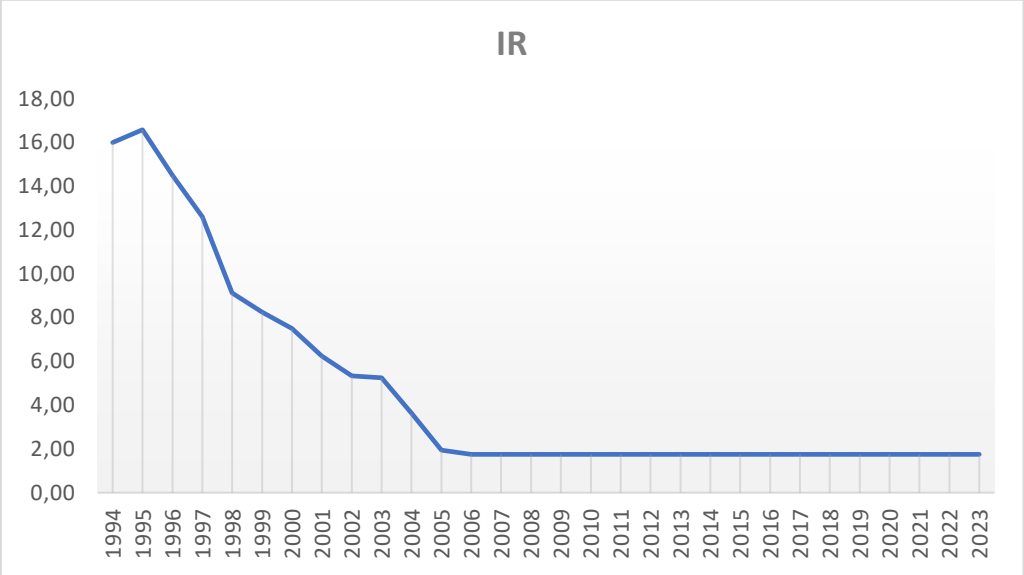
تؤدي أسعار الفائدة دورا هاما في الاقتصاد، يستخدم البنك المركزي سعر الفائدة لضبط الوضع النقدي، وبالتالي تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار كهدف نهائي للسياسة النقدية.

يعد سعر الفائدة من بين أهم المؤشرات التي تستخدم لتحليل حركة واتجاه الاقتصاد الكلي، اذ تعمل أسعار الفائدة كأداة تنظيمية تسيطر على تدفق رؤوس الأموال بين الداخل والخارج مما يسمح بنشوء تذبذبات بين العرض والطلب على العملة الوطنية، وهذا ما سوف ينجر عنه تغير في مستويات سعر صرف العملة باختلاف نظم الصرف المتبعة في تحديد سعر الصرف.

فيما يخص سعر الفائدة على الودائع، فقد تم تحريره بصفة تدريجية خاصة بعد إبرام اتفاقيات الاستعداد الائتماني (1989-1991) واتفاقيات برنامج التعديل الهيكلي (1994-1998)، فقد بدأ تحرير أسعار الفائدة على الودائع في ماي 1990 فارتفعت من 8% سنة 1990 إلى 12% سنة 1994 ليصل سنة 1996 إلى 17%، وهذا الارتفاع كان بهدف تعبئة الأموال للبنوك وتوجيهها لتمويل الاستثمار حيث اتبعت السلطات النقدية نموذج التحريري التدريجي لماكنون وشاو (Mc-Kinnon & Shaw)، وقد شهد سعر الفائدة على الودائع انخفاضا تدريجيا بعد سنة 1996 إلى أن وصل 1.75% سنة 2006 وبقي مستقرا في هذه القيمة إلى غاية 2023، ويعود هذا الاستقرار في مستوى منخفض (1.75%) منذ

2006 نتيجة للسياسة التوسعية التي اتبعتها السلطات النقدية خلال هذه الفترة وانطلاق المشاريع التنموية الكبرى في الجزائر. فهذا الانخفاض لمعدل الفائدة على الودائع كان سببه الزيادة في المجاميع غير النقدية مثل M1 وM2. انخفاض سعر الفائدة يؤثر على انخفاض معدل التضخم واستقرار أسعار الصرف.

الشكل رقم (4-6): تطور سعر الفائدة في الجزائر خلال الفترة 1994-2023.



المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Excel.

مصادر بيانات الدراسة

تتكون السلاسل الزمنية للدراسة من بيانات سنوية تمتد من 1994 إلى غاية 2023، ولقد تنوعت مصادر بيانات المتغيرات المستعملة في هذه الدراسة القياسية، بحيث تم الحصول عليها من مصادر متعددة والتي سيتم توضيحها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-4): مصادر بيانات الدراسة

المتغيرات	رمز المتغير	المصدر
سعر الصرف	EXG	قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI) للبنك الدولي (WB)
المعروض النقدي	M2	
التضخم	INF	
سعر الفائدة	DIR	الإحصاءات المالية الدولية "IFS" لصندوق النقد الدولي (IMF)
الاحتياطيات الدولية	RES	
ميزان المدفوعات	BOP	بنك الجزائر Bank of Algeria

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مصادر بيانات الدراسة

الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة:

الجدول التالي يبين الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة من خلال النموذج الذي تم اعتماده وتبيان أي توزيع تتبعه متغيرات النموذج.

الجدول رقم (4-5): الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

	EXR	INT	M2	BOP	INF	IR
Mean	84.53630	2.274517	59.39484	2.137944	6.591338	4.615972
Median	76.23741	4.483914	61.53417	2.410000	4.397101	1.750000
Maximum	141.9950	32.92540	84.87179	36.99000	29.77963	16.58333
Minimum	35.05850	-34.94026	33.00584	-27.53679	0.339163	1.750000
Std. Dev.	27.68859	16.01254	13.81695	15.49480	7.079757	4.682044
Skewness	0.626877	-0.358613	-0.332001	0.012945	2.427403	1.499898
Kurtosis	2.490155	3.066904	2.198651	2.763186	8.091140	3.923366
Jarque-Bera	2.289801	0.648613	1.353822	0.070939	61.86107	12.31422
Probability	0.318256	0.723029	0.508184	0.965152	0.000000	0.002118
Sum	2536.089	68.23550	1781.845	64.13832	197.7401	138.4792
Sum Sq. Dev.	22233.09	7435.644	5536.331	6962.573	1453.566	635.7246
Observations	30	30	30	30	30	30

المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

من خلال نتائج الجدول أعلاه، تبين الاحصائيات الوصفية أن سعر الصرف هو المتغير الأكثر تقلبا باعتباره أنه يملك الانحراف المعياري الأكبر (27.7%) يتبعها التغييرات احتياطيات الصرف وميزان المدفوعات والمعروض النقدي، التضخم أقل تقلبا في حين أن سعر الفائدة هو المتغير الأقل تقلبا باعتباره أنه يملك الانحراف المعياري الأقل (4.7).

كما يبين اختبار Jarque–Bera أن جميع المتغيرات تتميز بتوزيع طبيعي (Prob Jarque–Bera > 5%) ما عدا معدل التضخم وسعر الفائدة.

المطلب الثاني: دراسة استقرارية المتغيرات الاقتصادية المحددة للنموذج

في هذا الجزء من الدراسة سيتم دراسة خصائص السلاسل الزمنية من ناحية الاستقرارية لكل من سعر صرف الدينار وتغييرات احتياطات الصرف كبديل للتدخل وباقي المتغيرات المكونة للدراسة، وذلك للتأكد من خلو السلاسل من جذر الوحدة وتحديد درجة استقرارها.

تعتبر السلسلة الزمنية سلسلة معطيات إحصائية لها علاقة بالزمن أو هي عبارة عن سلسلة قيم ظاهرة معينة تتغير في الزمن.

يعد الاستقرار شرطا أساسيا في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية، فإن استقرار السلسلة الزمنية شرط ضروري للوصول إلى نتائج منطقية ودقيقة، لأن غيابها قد يسبب عدة مشاكل قياسية، ففي حالة غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي نحصل عليه يكون زائفاً بالرغم من النسبة المرتفعة لمعامل التحديد وتحقق معنوية المعلمات المقدرة. ومن أجل تفادي ذلك يجب إرجاع الاستقرارية للسلاسل الغير مستقرة.

تعرف السلسلة الزمنية المستقرة على أنها تلك السلسلة التي لا تتغير مستوياتها عبر الزمن، أي لا يتغير المستوى المتوسط فيها، وذلك خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، أي لا يوجد فيها اتجاه لا بالزيادة ولا بالنقصان.[1] فالسلسة الزمنية المستقرة هي تلك السلسلة الزمنية التي لا تحتوي لا على اتجاه عام ولا على تقلبات موسمية.[2]

[1] شرابي عبد العزيز، طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 30.
[2] Bourbonnais Régis, Économétrie, 11éme Édition, DUNOD, Paris, 2015, p250.

نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة لو كان الوسط الحسابي والتباين والتغاير لهذه السلسلة محدود أو نهائي وكانت المقاييس السابقة مستقلة عن الزمن. تعتبر السلسلة (y_t) مستقرة Stationary إذا تحققت الخصائص الإحصائية التالية:[1]

أ- ثبات الوسط الحسابي عبر الزمن: $E(y_t) = \mu$

ب- ثبات التباين Variance عبر الزمن: $Var(y_t) = E(y_t - \mu)^2 = \sigma^2$

ت- أن يكون التغاير Covariance بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية k بين القيمتين y_t و y_{t+k} وليس على القيمة الفعلية الزمنية الذي يحسب عندها التغاير.

$$Cov(y_t, y_{t+k}) = E[(y_t - \mu)(y_{t+k} - \mu)] = y_k$$

حيث أن الوسط الحسابي μ والتباين σ^2 ومعامل التغاير y_k ثوابت.

كما تعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية أول خطوة في التحليل الإحصائي للتأكد أن متغيرات محل الدراسة لا تحتوي على الاتجاه العام، وذلك لتفادي مشكلة الانحدار الزائف. لذلك يجب التأكد من استقرار السلاسل الزمنية لكل متغير على حدى، ولاختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات نموذج الدراسة المقترح يجب اختبار جذر الوحدة.

وإن من أهم الاختبارات لدراسة طبيعة وخصائص السلاسل الزمنية نجد "اختبار ديكي فولر" (ADF) واختبار فليب بيرون (PP)، ويتم الحكم على استقرار المتغيرات عن طريق مقارنة القيمة الجدولية-الحرجة عند كل المستويات 1%، 5% و10%- مع قيمة (T) المحسوبة، ويحكم على أن السلسلة مستقرة إذا كانت قيمة (T) المحسوبة أقل من القيمة الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية H_0.

1- اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

إن هذا الاختبار هو من أهم الاختبارات التي تسمح لنا من التأكد من استقرارية أو عدم استقرارية السلسلة الزمنية. "اختبار ديكي" ADF "Dickey-Fuller Augmented (1981) " وهو نسخة موسعة ومعززة عن اختبار DF، ومن الافتراضات الهامة لهذا الأخير هو أن البواقي (u_t) مستقلة وموزعة بشكل مماثل، أي غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، ولكن في حالة وجود مشكلة الارتباط الذاتي، فإنه لا يمكن استخدام هذا الاختبار لأنه يعطي نتائج غير دقيقة بشأن استقرار السلاسل الزمنية أو عدم استقرارها. لكن في حالة ارتباطها طور ديكي وفولر اختبارا آخر، يعرف باسم اختبار ديكي-فولر (ADF) المعزز، ويقوم

[1] Brockwell P.J, Davis R.A, Time Series: Theory and Methods, Springer Science+Business Media, Springer-Verlag, New York, 1987, p. p 11-20.

هذا الاختبار من خلال إضافة إلى المعادلات الثلاث الخاصة باختبار DF المتغير التابع مبطأ بدرجة P وذلك لتفادي مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، حيث أن اختبار (ADF) يضبط اختبار (DF) فيما يتعلق باحتمال وجود الارتباط الذاتي للأخطاء، تساهم اختبارات Dickey–Fuller في كشف سلوك الاتجاه العام للمتغير، سواء كان السلوك يتخذ نمط محدد أم عشوائي، كما تساعد هذه الاختبارات على تحديد الطريقة الملائمة لجعل السلسلة مستقرة. وتأخذ النماذج المستعملة في اختبار ADF الشكل التالي:[1]

$$\begin{cases} \Delta y_t = \Psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i \Delta y_{t-i} + \mu_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1) \\ \Delta y_t = \Psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i \Delta y_{t-i} + c + \mu_t \dots\dots\dots\dots\dots (2) \\ \Delta y_t = \Psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \alpha_i \Delta y_{t-i} + c + bt + \mu_t \dots\dots (3) \end{cases}$$

تم القيام في النماذج الثلاثة السابقة بإضافة عدد ملائم من حدود الفروق المبطئة أو المأخرة، للتخلص من الارتباط الذاتي لحد الخطأ، حتى تصبح (μ_t) غير مرتبطة ذاتية.

ويقوم الاختبار على فرضيتين:

- فرضية العدم: $(\alpha = 0 : H_0)$، وتعني وجود جذر الوحدة أو المتغير غير مستقر إذا كانت القيمة المطلقة t المحسوبة أصغر من القيمة المطلقة لـ t الجدولية، وهو ما يتطلب إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد أخذ الفرق.
- الفرضية البديلة: $(\alpha < 0 : H_1)$، تدل على استقرار السلسلة، وذلك إذا كانت القيمة المطلقة لـ t المحسوبة أكبر من القيمة المطلقة لـ t الجدولية، ومتى وجدت السلسلة الأصلية ساكنة، فإنه يقال إنها متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ ، أما إذا تطلب الأمر أخذ الفروق $(1,2,\dots d)$ لجعلها مستقرة نقول أنها متكاملة من الدرجة $I(d)$.

وعليه فإن استقرار السلسلة الزمنية عند المستوى الأصلي أو عن الفرق الأول أو عند كليهما هو الذي يحدد نوع النموذج أو المنهجية المتبعة في الاختبار الاحصائي المستخدم في القياس والتقدير.

[1] Gujarati Damodar N., Porter Dawn C., Basic Econometrics, 5éme Édition, McGraw-Hill Éducation, Usa, 2009, P 757.

2- اختبار فيليب بيرون (PP):

أوجد هذا الاختبار من قبل فيليب وبيرون Philips and Perron (1988) إذ يفترض طريقة غير معلمية لتصحيح وجود الارتباط الذاتي في بواقي معادلة جذر الوحدة لصيغة ديكي-فولر البسيط.[1] يأخذ هذا الاختبار بالاعتبار التباين الشرطي للأخطاء، فهو يسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، حيث اعتمد PP[2] على نفس التوزيعات المحددة لاختبار ADF.[3] وفي الكثير من الأحيان تعطي هذه الاختبارات نفس النتائج.

ويشمل اختبار Phillips-Perron أربع خطوات هي:[4]

أ. تقدير النماذج الثلاثة الأساسية للاختبار Dickye-Fuller بطريقة المربعات الصغرى وحساب الإحصاءات بتقدير البواقي e_t. لكل من سعر صرف الدينار والمتغيرات الاقتصادية الكلية المحددة.

ب. تقدير التباين في المدى القصير: $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} e_t^2$ حيث e_t يمثل باقي التقدير.

ج. تقدير معالم تصحيح s_t^2 (التباين في المدى الطويل) المستمدة من هيكل أو بنية التباينات المشتركة لبواقي النماذج المقدرة مسبقا، بالعلاقة التالية:

$$s_t^2 = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} e_t^2 + 2\sum_{i=1}^{l}\left(1 - \frac{i}{l+1}\right)\frac{1}{n}\sum_{t=i+1}^{n} e_t\ e_{t-i}$$

ولتقدير التباين على المدى الطويل، فمن الضروري تحديد عدد التأخيرات l (troncature de Newey- West) المقدرة على أساس عدد المشاهدات $n: l \approx 4\left(\frac{n}{100}\right)^{2/9}$

د. حساب إحصائية Philips-Perron بالعلاقة التالية:

$$t_{\phi 1}^{*} = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\phi} - 1)}{\hat{\sigma}_{\phi 1}} + \frac{n(k-1)\,\hat{\sigma}_{\phi 1}}{\sqrt{k}} \qquad \text{حيث:} \quad k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_1^2}$$

وتكون (k=1) بصفة تقريبية إذا كان e_t عبارة عن خطأ أو تشويش أبيض.

[1] Verbeek Marno, A Guide to modern Econometrics, 2th Edition, John wiley & sons Ins, England, 2004, p 273.
[2] Phillips P, Perron P, Testing a unit root in Time series Regression, Biometrica .75(2), 1988, p.p. 335-346.
[3] شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 212.
[4] Bourbonnais Régis, Op, Cit, p250.

وتتم مقارنة إحصائية PP: $t^*_{\phi 1}$ مع القيم الحرجة لجدول Mackinon (حيث أعد Mackinon جداول أكثر اتساعا وشمولا للقيم الحرجة مقارنة بجداول Dickey و Fuller التي تعتبر محدودة.

وعليه إذا كانت $t^*_{\phi 1} \geq t_{tabulé}$ ، يتم قبول الفرضية العدمية التي تنص على وجود جذر وحدة وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة والعكس صحيح.[1]

إذ يعد اختبار فيليب بيرون من أشهر الاختبارات الخاصة باختبار استقرار السلاسل الزمنية والتأكد من درجة تكاملها، ويختلف اختبار فيليب بيرون عن اختبار ديكي فولر الموسع بكونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق، واختبار فيليب– بيرون يعتمد تقديره على معادلة ديكي فولر البسيط نفسها عدا الصيغة الأولى بدون حد ثابت واتجاه زمني، إلا أنه يختلف عن اختبار ديكي فولر البسيط في طريقة معالجة وجود الارتباط الذاتي من الدرجة الأعلى فضلا عن عدم التجانس، إذ يقوم بعملية تصحيح غير معلميه وهذا فرقه عن اختبار (ADF).[2]

وإن اختبار ADF قائم على فرضية أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي AR (Autoregressive)، بينما اختبار PP فهو قائم على افتراض أكثر عمومية، وهي أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية ARIMA (Autoregressive Integrated Moving Average)، ولذا فإن اختبار PP له قدرة اختبارية أفضل، وهو أدق من اختبار ADF، لا سيما عندما يكون حجم العينة صغيرا. وفي حالة تضارب وعدم انسجام نتائج الاختبارين فإن الأفضل الاعتماد على نتائج اختبار PP.[3]

[1] Bourbonnais Régis, Terraza Michel, Analyse *des series temporelles : Application à l'économie et à la gestion,* Paris : Dunod, 3éme Edition, 2010, p. 179.

[2] العنيزي، وسام حسين علي حسين، قياس العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وميزان المدفوعات في العراق للمدة 2004–2016، مجلة جامعة جيهان– اربيل العلمية، اصدار خاص– العدد 02 (الجزء– C)، 2018، ص 314.

[3] أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970–2011)، مجلة الباحث، عدد 13، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص 124.

المطلب الثالث: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

يتم اختبار صفة سكون السلاسل الزمنية باستخدام كل من اختباري (ADF) و(PP) في المستوى (Level) وعلى أساس الفرق الأول (1st Difference)، لكل سلسلة زمنية لكل متغير من متغيرات النموذج وذلك لفترة الدراسة كلها.

يوضح الجدول رقم (06) أسفله نتائج اختبارات ديكي فولر (ADF) واختبار فيليب–بيرون (PP)، لاختبار وجود جذر الوحدة للسلسلة الأصلية محل الدراسة عند المستوى.

الجدول رقم (4–6): نتائج اختبار جذر الوحدة للسلاسل محل الدراسة في المستوى.

سلاسل الدراسة	ADF			PP			القرار
	بوجود ثابت واتجاه العام	بوجود ثابت	بغياب الثابت والاتجاه العام	بوجود ثابت واتجاه العام	بوجود ثابت	بغياب الثابت والاتجاه العام	
EXR	−0.288	1.036	3.637	−0.503	1.036	3.637	DS
INT	−0.956	−1.648	−0.850	−0.368	−1.346	−0.693	DS
M2	−3.228	−1.491	0.866	−2.906	−1.480	1.662	DS
BOP	−1.665	−1.667	−1.631	−1.665	−1.667	−1.631	DS
INF	−6.308	-7.074^{***}	-5.124^{***}	−13.611	-7.859^{***}	-4.703^{***}	مستقرة
DIR	−3.851	−7.700	-9.185^{***}	−12.355	−12.090	-9.149^{***}	مستقرة

*** معنوية عند مستوى 1%. ** معنوية عند مستوى 5%. * معنوية عند مستوى 10%.

المصدر: من اعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Eviews12.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول رقم (06) أعلاه أنه لا يمكن رفض فرض العدم الذي ينص على وجود جذر الوحدة بالنسبة لكل من: سعر صرف الدينار (EXR)، التغييرات احتياطات الصرف (INT)، العرض النقدي (M2)، وكذلك ميزان المدفوعات (BOP)، وعليه فإن جميع السلاسل السابقة الذكر غير مستقرة في المستوى ومن نوع DS، في حين يتم قبول الفرض البديل بالنسبة لسلسلة معدل التضخم (INF) وسلسلة سعر الفائدة (DIR)عند المستوى، وذلك عند المستويات 1%، 5% و10%، مما يعني أنها مستقرة من درجة (0) I.

وبما أن باقي السلاسل غير مستقرة من نوع DS لأن معلمة الاتجاه العام غير معنوية مع وجود الثابت، وبالتالي ننتقل مباشرة إلى تطبيق الفروق من الدرجة الأولى، وعليه يتم قبول الفرض البديل عند أخذ الفروق الأولى لهذه السلاسل لكل من: (EXR)، (INT)، (M2)، (BOP)، وذلك عند المستويات 1%، 5% و10%، مما يعني أن هذه السلاسل لها نفس درجة التكامل (1) I، كما يتضح ذلك من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (07) أسفله.

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار جذر الوحدة لسلاسل الدراسة في الفرق الأول.

سلاسل الدراسة	ADF			PP			درجة التكامل
	بوجود ثابت واتجاه العام	بوجود ثابت	بغياب الثابت والاتجاه العام	بوجود ثابت واتجاه العام	بوجود ثابت	بغياب الثابت والاتجاه العام	
EXR	-3.992	-3.690**	-2.948***	-3.971	-3.655	-2.943***	I (1)
INT	-2.856	-2.478	-2.522**	-2.856	-2.478	-2.522**	I (1)
M2	-5.029	-5.018***	-5.083***	-9.535	-6.492	-5.089	I (1)
BOP	-4.327	-4.448	-4.522***	-4.289	-4.414	-4.488***	I (1)
INF	-	-	-	-	-	-	I (0)
DIR	-	-	-	-	-	-	I (0)

*** معنوية عند مستوى 1%. ** معنوية عند مستوى 5%. * معنوية عند مستوى 10%.

المصدر: من اعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Eviews12.

ومن خلال نتائج اختبارات ديكي فولر (ADF) واختبار فيليب-بيرون (PP)، يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في الجدول رقم (08) كما يلي:

الجدول رقم (4-8): نتائج اختبار ديكي فولر (ADF) واختبار فيليب بيرون (PP).

البيان	EXR	INT	M2	BOP	INF	DIR
درجة التكامل	I(1)	I (1)	I (1)	I (1)	I (0)	I (0)

المصدر: من اعداد الطالبة، بالاعتماد على مخرجات Eviews12.

من خلال نتائج الجدول رقم (08)، نرفض وجود جذر أحادي في السلاسل محل الدراسة ومنه السلاسل مستقرة، وهي ليست متكاملة من نفس الدرجة كما وضحنا ذلك سابقا.

بناءً على نتائج الاستقرارية المتحصل عليها، فإنه يمكن اتباع منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة Autoregressive Distributed Lag ARDL .

المبحث الثالث: تقدير متغيرات الدراسة وفق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL وسببية Toda Yamamoto

بعد إجراء اختبارات جذر الوحدة لفحص درجة تكامل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، سوف نستخدم نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة المتباطئة (ARDL)، وذلك لقياس فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي على سعر الصرف في الجزائر.

المطلب الأول: خطوات تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة باستعمال (ARDL)

ومن أجل تحديد العلاقة التوازنية والتفاعلات الديناميكية بين متغير سعر الصرف (EXR) وتغييرات احتياطات الصرف (INT) كبديل للتدخل وباقي المتغيرات، نطبق تقنية حديثة وهي منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة باستعمال (ARDL).

ولقد تم وضع هذا المنهج وتطويره من قبل كل من Pesaran et al (2001)، (1998) Pesaran and shin، ويتوفر هذا النهج على ثلاثة مزايا بالمقارنة مع غيره من أساليب التكامل المشترك السابقة، أولها: هو أن اختبار (ARDL) لا يحتاج أن تكون جميع المتغيرات قيد الدراسة متكاملة من نفس الدرجة، أي I(0)، بل يمكن أن تكون خليط من الدرجة I(1) و I(0)، ويبقى المانع الوحيد لهذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية I(2)، مع شرط استقرار المتغير التابع عند الفرق الأول، والميزة الثانية هي أن اختبار (ARDL) يكون أكثر كفاءة نسبيا في حالة أحجام بيانات العينات الصغيرة والمحدودة، والميزة الأخيرة والثالثة هي أن نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني

الموزع (ARDL)،[1] يمكننا من تحديد العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير في نفس المعادلة. كما يقدم تقديرا غير متحيز وذي كفاءة.[2]

نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الموزع (Auto Regressive Distribbuted Lag Model) ARDL يعد من النماذج الديناميكية ويسمح بمعرفة الآثار الزمنية مثل آجال التعديلات أو التصحيحات بتفسير متغير. ويتم تفسير المتغير التابع Y_t بقيم المتغيرات المستقلة (X_t) وقيمها المبطأة في الزمن (X_{t-i})، ويأخذ الصيغة التالية:

$$Y_t = \varphi + a_1 Y_{t-1} + \ldots + a_p Y_{t-p} + b_0 X_t + \ldots + b_q X_{t-q} + e_t$$

$$Y_t = \varphi + \sum_{i=1}^{p} a_i Y_{t-i} + \sum_{j=0}^{q} b_j X_{t-j} + e_t \quad \ldots (01)$$

حيث: " b_0 " يمثل الأثر في الأجل القصير لـ (X_t) على (Y_t) ولتقدير الأثر في الأجل الطويل للمتغير (X_t) على (Y_t) تمثل (λ) وتتمثل علاقة التوازن أو علاقة الأجل الطويل في الصيغة التالية:

$$Y_t = k + \lambda X_t + u$$

حيث:

$$\lambda = \sum b_j \Big/ (1 - \sum a_i)$$

في إطار الدراسة، نبحث من أجل تحديد الأثر على سعر الصرف (*EXR*: متغير تابع) من تدخلات البنك المركزي (تغييرات الاحتياطات كبديل للتدخل *INT*: المتغير المستهدف) مع متغيرات أخرى مفسرة أساسية التي لها تأثير على استقرار سعر الصرف، تتمثل في: المعروض النقدي (*M2*)، ميزان المدفوعات (*BOP*)، معدل التضخم (*INF*)، سعر الفائدة (*DIR*)، من أجل تقدير نموذج *ARDL*.

EXR = f (f int, f m2, f bop, f inf, f dir) ..... (02)

[1] Belloumi Mounir, The Relationship Between Trade, Fdi and Economic Growth in Tunisia: An Application of Autoregressive Distributed Lag Model, Economic Elsevier Journal, Volume 38, Issue 2, Great Britain, June 2014, P.P 09-10.

[2] Afzal Muhammad et al, openness, Inflation and Growth relationships in Pakistan, An Application of ARDL bounds Testing Approach, Pakistan Economic and social review, vol.51, N. 01, 2013, p 25.

من أجل تقدير أثر الأجلين في المدى القصير والطويل للمتغيرات المفسرة على سعر الصرف، يتم تمثيل نموذج *ARDL* وفق المعادلة الآتية:

$$\Delta EXR_t = a_0 + \sum_{i=1}^{p} a_{1i}\,\Delta EXR_{t-i} + \sum_{i=0}^{q} a_{2i}\,\Delta\ int_{t-i} + \sum_{i=0}^{q} a_{3i}\,\Delta\, m2_{t-i} + \sum_{0}^{q} a_{4i}\,\Delta\, bop_{t-i} + \sum_{0}^{q} a_{5i}\,\Delta\, inf_{t-i} + \sum_{0}^{q} a_{6i}\,\Delta\, dir_{t-i} + b_1\, EXR_{t-1} + b_2\, int_{t-1} + b_3\, m2_{t-1} + b_4\, bop_{t-1} + b_5\, inf_{t-1} + b_6 dir_{t-1} + \varepsilon_t \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(03)$$

Δ: معامل الفرق الأول.

a_0: ثابت، a_1 ..... a_6 : الآثار في المدى القصير.

b_1 ..... b_6 : ديناميكية الأجل الطويل للنموذج.

ε_t: حد الخطأ العشوائي.

نتخذ معايير المعلومات (***AIC*** *– akaik*, ***SIC*** *–Shwarz* و*Hannan–Quin*) من أجل تحديد فترة الإبطاء الأمثل (***p,q***) للنموذج *ARDL* والتي تخص الفترة الأصغر.[1]

يتضمن اختبار نموذج (*ARDL*) في البداية اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، وإذا تأكدنا من وجود هذه العلاقة ننتقل إلى تقدير معلمات الأجل الطويل وكذا معلمات المتغيرات المستقلة في الأجل القصير، ولأجل ذلك نقوم بحساب إحصائية (*F*) من خلال (*Wald test*)، حيث يتم اختبار فرضية العدم القائلة ($H_0: \beta = 0$) بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج في الأجل الطويل، مقابل الفرض البديل القائل ($H_1: \beta \neq 0$) بوجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل.

بعد القيام باختبار (*Wald test*)، نقوم بمقارنة إحصائية (*F*) مع القيم الجدولية التي وضعها كل من *Pesaran et al (2001)* حيث نجد بهذه الجداول (1–2–3) قيم حرجة للحدود الدنيا عند حدود معنوية مبنية لاختبار إمكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ويفرق كل من

[1] Jonas Kibala Kuma, Modélisation ARDL, Test de cointégration aux bornes et Approche de Toda-Yamamoto : éléments de théorie et pratiques sur logiciels, Licence, Congo-Kinshasa, 2018, p. p 6-7.

Pesaran et al بين المتغيرات المتكاملة عند فروقها الأولى *I(1)*، والمتغيرات المتكاملة عند مستواها *I(0)*، أو تكون عند نفس درجة التكامل، فإذا كانت قيمة (*F*) المحسوبة أكبر من الحد الأعلى المقترح للقيم الحرجة، فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل فرضية البديلة التي تعني وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة، فإننا نقبل فرضية العدم بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

الخلاصة من أجل تقدير نموذج ***ARDL*** نتبع الخطوات التالية:[1]

1- التأكد من أن كل السلاسل الزمنية مستقرة من الدرجة 0 أو الدرجة الأولى ما عدا الدرجة الثانية *I(2)*.
2- تكوين نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد وهو نموذج خاص من نموذج *ARDL*.
3- تحديد فترة الإبطاء المناسبة في الخطوة (2) ويستحسن أن تكون درجة الإبطاء قليلة نسبيا.
4- التأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي أي الارتباط الذاتي لا يؤثر على ديناميكية النموذج.
5- التأكد من استقرارية ديناميكية النموذج.
6- تكوين اختبار الحدود (*bounds test*) لمعرفة ما إذا كانت هناك علاقة توازنية طويلة الأجل.
7- إذا كانت النتائج إيجابية، أي وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل يتم فصل نموذج تصحيح الخطأ *ECM* العادي لمعرفة ديناميكية المدى القصير بين المتغيرات.
8- استعمال النتائج في الخطوة (7) لقياس الآثار قصيرة وطويلة المدى بين المتغيرات.

[1] - Perasan M.H, chin Y., smith R. j, bounds testing approaches to the Analysis of level Relationships, Journal of applied Econometrics, vol 16, N 03, pp. 289-326.
- Gujarati dadmor N, basic econometrics, fourth edition, the MacGraw Hill company, 2004. p 656.

المطلب الثاني: النتائج القياسية بعد تقدير متغيرات الدراسة وفق نموذج *ARDL*

بالنسبة للسلاسل الزمنية التي نحاول دراستها فقد وجدناها مستقرة إما عند المستوى أو عند الفرق الأول، وبالتالي يمكننا إجراء اختبار *ARDL* عليها. وتعتبر هذه المرحلة الأولى من منهجية تقدير نموذج *ARDL*، والهدف في هذه المرحلة هو تأكيد استقرارية السلاسل الزمنية إما عند المستوى أو من الدرجة الأولى، وعدم استقراريتها عند الفروق من الدرجة الثانية فأكثر، وذلك كشرط أولي لتقدير نموذج *ARDL*.

ويمثل نموذج *ARDL* الأكثر ملائمة للاستعمال مع حجم العينة المستخدمة في هذه الدراسة والمقدرة بـ 30 مشاهدة فقط.

- **اختبار التكامل المشترك *Pesaran et al (2001)*:**
- **تحديد النموذج باستخدام *ARDL*:**

الجدول رقم (4-9): نتائج تقدير نموذج *ARDL* (*2, 1, 0, 1, 0, 1*)

Dependent Variable: EXR
Method: ARDL
Date: 05/12/25 Time: 20:58
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): INT M2 BOP INF IR
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 486
Selected Model: ARDL(2, 1, 0, 1, 0, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
EXR(-1)	0.475959	0.248930	1.912025	0.0729
EXR(-2)	0.451137	0.248908	1.812463	0.0876
INT	-0.604840	0.245782	-2.460882	0.0249
INT(-1)	-1.112914	0.386239	-2.881413	0.0104
M2	0.257426	0.220379	1.168107	0.2589
BOP	0.679469	0.285246	2.382047	0.0292
BOP(-1)	0.869077	0.325079	2.673429	0.0160
INF	0.237997	0.284605	0.836239	0.4146
IR	3.721638	1.752629	2.123460	0.0487
IR(-1)	-1.961141	1.481365	-1.323874	0.2031
C	-11.32836	13.27574	-0.853313	0.4053

R-squared	0.985889	Mean dependent var	87.62028
Adjusted R-squared	0.977588	S.D. dependent var	25.93373
S.E. of regression	3.882445	Akaike info criterion	5.837530
Sum squared resid	256.2474	Schwarz criterion	6.360896
Log likelihood	-70.72543	Hannan-Quinn criter.	5.997529
F-statistic	118.7711	Durbin-Watson stat	2.117048
Prob(F-statistic)	0.000000		

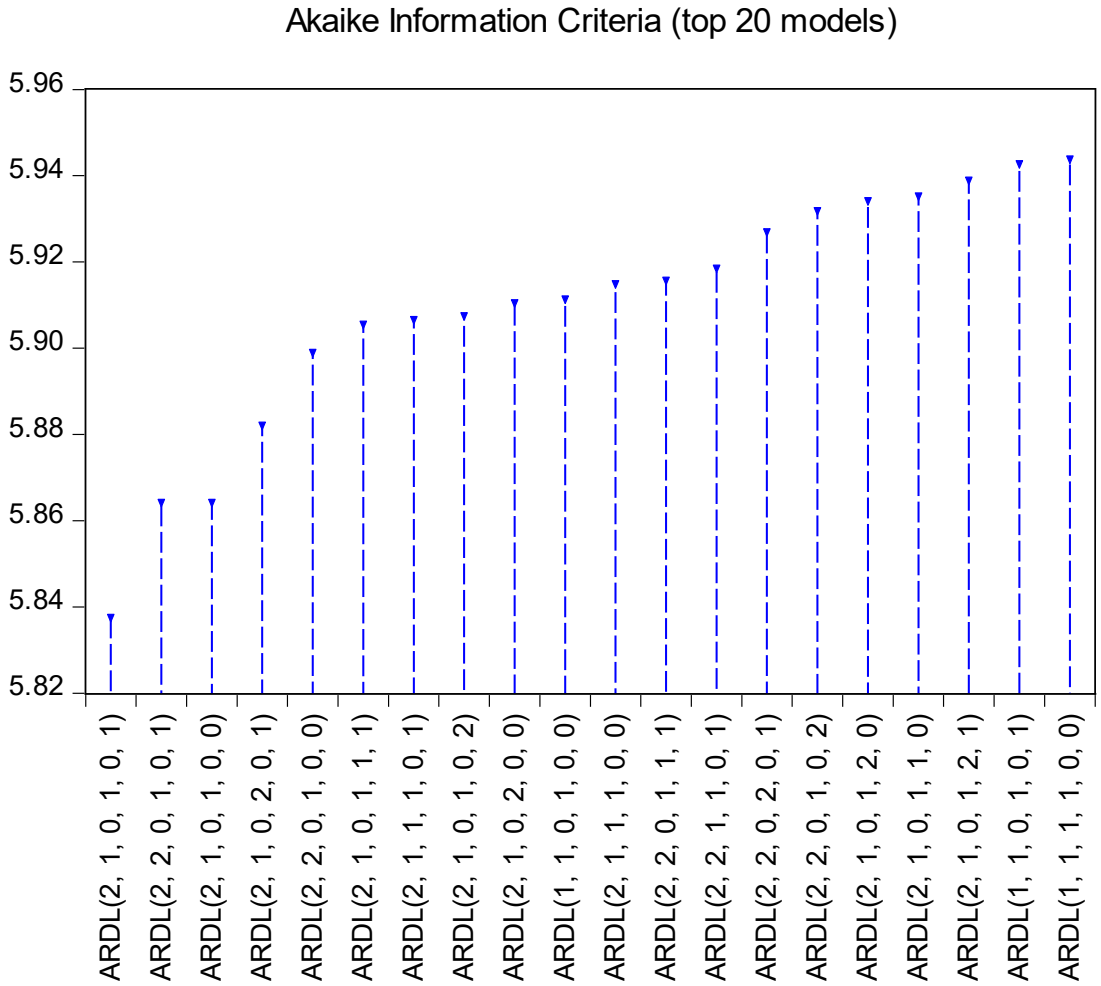
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

نلاحظ أن نموذج *ARDL* يتمتع بقوة تفسيرية كبيرة بلغت 0.97 أي أن 97% التغيرات التي تحصل في المتغير التابع مفسرة من قبل النموذج، كما أن النموذج له معنوية كلية وهو ما دلت عليه إحصائية فيشر عند مستوى معنوية أقل من 5%.

- تقدير نموذج ***ARDL*** الأمثل (***2, 1, 0, 1, 0, 1***) بيانيا:

الشكل رقم (4-7): القيم البيانية



المصدر: مخرجات برنامج *EViews*

نموذج *ARDL* (2.1.0.1.0.1) هو الأمثل من بين 19 نموذج حيث يقدم القيمة الأصغر.

- **اختبار استقرارية نموذج *ARDL*:**

من أجل التأكد من جودة النموذج وصحة المعلمات والنتائج المقدرة، نقوم باستخدام مجموعة من الاختبارات من أجل الحكم على جودة النموذج، وهذه الاختبارات تتمثل في اختبار مشكلة الارتباط الذاتي التسلسلي للأخطاء ومشكلة عدم ثبات تجانس تباين الأخطاء، بالإضافة إلى مشكلة عدم إتباع الأخطاء للتوزيع الطبيعي، الاختبارات الملخصة في الجدول الموالي، تساعد على تشخيص استقرارية نموذج *ARDL* المقدر وهي كالآتي:

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبارات تشخيص استقرارية نموذج *ARDL* المقدر

Hypothèse du test	*Tests*	*Probabilité*
Autocorrelation	***Breusch-Godfrey***	***Prob 0.3763***
Hétéroscédasticité	***Breusch-Pagan-Godfrey***	***Prob 0.9335***
	Arch-test	***Prob 0.7154***
Normalité	***Jarque bera***	***Prob 0.7314***
Spécification	***Ramsy (Fisher)***	***Prob 0.05***

المصدر: من إعداد الطالبة مستخرجة من البرنامج الاحصائي *EViews.12*

نعتمد في إطار الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي على اختبار (*LM test, Breusch-Gdfrey serail correlation*) وعلى اختبار (*Heteroskedasity test: Breusch pagan Gdfry*) المتعلق باختبار عدم ثبات التباين. فمن المهم أن تكون أخطاء النموذج مستقلة بشكل تسلسلي وإذا لم يحدث ذلك فإن تقديرات المعلمة لا تكون متسقة (بسبب القيم التخلفية للمتغير التابع التي تظهر كانحدار في النموذج).

نتائج الجدول رقم (10)، يتبين عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء وغياب تجانس الارتباط الذاتي للأخطاء، ولا يوجد توزيع طبيعي للأخطاء، حيث الفرضية العدمية مقبولة بالنسبة لكل الاختبارات، النموذج مقبول من الناحية الإحصائية. نموذج *ARDL*(2.1.0.1.0.1) في العموم مقبول حيث يفسر 98% من ديناميكية سعر الصرف خلال الفترة 1994-2023.

- **اختبار الحدود للتكامل المشترك *bounds test* لنموذج *ARDL*:**

نقوم باختبار وجود علاقة تكامل مشترك باستخدام اختبار الحدود (*bounds test*)، الذي يعتبر من أهم الاختبارات في منهجية (*ARDL*)، إن غاية اختبار الحدود هو الكشف عن العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، وذلك من خلال إذا كانت قيمة إحصائية ($F_{Statistic}$) المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة التي اقترحها (*pesaran al 2001*) فإننا نرفض فرضية العدم بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، أما إذا كانت القيم المحسوبة ($F_{Statistic}$) أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فإننا نقبل فرضية العدم ويوضح الجدول أدناه نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال اختبار الحدود.

الجدول رقم (4-11): نتائج اختبار الحدود *bounds test*

Test Statistic	*Value*	*K*
F-Statistic	*4.566538*	*5*
Critical Value Bounds		
Significance	*I0 Bound*	*I1 Bound*
10%	*2.26*	*3.35*
5%	*2.62*	*3.79*
2.5%	*2.96*	*4.18*
1%	*3.41*	*4.68*

المصدر: من إعداد الطالبة مستخرجة من البرنامج الاحصائي *EViews.12*

يلاحظ من خلال نتائج الجدول أن القيمة المحسوبة لـ *F* والمقدرة بـ ***4.566538*** أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5%، مما يدل ذلك على رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهذه النتيجة تشير أن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، بمعنى علاقة توازنية في المدى الطويل يمتد أثرها من المتغيرات المستقلة في اتجاه المتغير التابع.

- **تقدير معلمات الأجل الطويل والقصير:**

أ. **تقدير المعلمة في الأجل القصير:**

الجدول رقم (4-12): نتائج تقدير المعلمة في الأجل القصير

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.32836	2.408174	-4.704129	0.0002
D(EXR(-1))	-0.451137	0.195293	-2.310048	0.0337
D(INT)	-0.604840	0.173890	-3.478297	0.0029
D(BOP)	0.679469	0.184047	3.691830	0.0018
D(IR)	3.721638	0.917142	4.057866	0.0008
CointEq(-1)*	-0.072904	0.012243	-5.954647	0.0000

R-squared	0.689960	Mean dependent var	3.149293
Adjusted R-squared	0.619496	S.D. dependent var	5.532724
S.E. of regression	3.412860	Akaike info criterion	5.480388
Sum squared resid	256.2474	Schwarz criterion	5.765860
Log likelihood	-70.72543	Hannan-Quinn criter.	5.567659
F-statistic	9.791714	Durbin-Watson stat	2.117048
Prob(F-statistic)	0.000050		

المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

تحليل النتائج في الأجل القصير:

- إن معلمة تصحيح الخطأ تساوي 0.072904- ونلاحظ أنها معنوية والاشارة السالبة تزيد من صحة ودقة العلاقة التوازنية في المدى الطويل وأن آلية تصحيح الخطأ موجودة بالنموذج وتقيس المعلمة سرعة العودة إلى وضع التوازن في الأجل الطويل حيث بلغت هذه السرعة 7.29% في الفترة الواحدة.
- تظهر النتائج التجريبية للعلاقة في الأجل القصير أن النموذج يفسر ما نسبته 61.95% من التغيرات الحاصلة في سعر الصرف الاسمي خلال المدى القصير. كما تظهر النتائج أيضا أن معلمة معدل سعر الصرف الاسمي للجزائر بإبطاء سنة واحدة كانت معنوية عند مستوى 5% وبإشارة سالبة مما يدل على أن سعر الصرف الدينار خلال فترة الدراسة يتجه نحو الارتفاع.

- أن هناك علاقة ذات معنوية في الأجل القصير بين تغييرات الاحتياطيات وسعر الصرف الاسمي، وقد كانت الإشارة سالبة أي أن هناك علاقة عكسية بين تغييرات الاحتياطات (تدخل البنك المركزي) وسعر الصرف الاسمي. بمعنى إذا زادت تغييرات الاحتياطيات بنسبة 1% انخفض سعر الصرف الاسمي بنسبة 0.60 نقطة. وهذا يدل على حساسية سعر الصرف الرسمي لتغييرات الاحتياطيات (تدخل البنك المركزي)، ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض تغييرات احتياطيات الصرف الأجنبي يؤدي إلى تدهور قيمة العملة ومنه ارتفاع سعر الصرف.
- فيما يخص متغير ميزان المدفوعات، فهناك علاقة إيجابية (أثر إيجابي)، العلاقة طردية ومعنوية إحصائيا. حيث أن زيادة ميزان المدفوعات بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة سعر الصرف الرسمي بنسبة 0.67 %.
- فيما يخص سعر الفائدة، فتظهر النتائج إلى الأثر الإيجابي لسعر الفائدة على سعر الصرف الاسمي، والعلاقة معنوية احصائيا. فزيادة سعر الفائدة الحقيقي بنسبة 1% يزيد معدل سعر الصرف الاسمي بنسبة 3.72%. حيث أن هناك علاقة طردية بين هذا المتغير ومتغير سعر الصرف، فزيادة معدلات الفائدة على الودائع تؤدي برفع قيمة سعر صرف الدينار مقابل الدولار (انخفاض قيمة الدينار)، وهو ما يتعارض بطبيعة الحال مع النظرية الاقتصادية التي تفرض أن زيادة معدلات الفائدة على الودائع من شأنها أن تشجع زيادة الطلب على العملة المحلية من قبل المستثمرين مما يساهم في زيادة قيمتها، وبالتالي فإن هذه النتيجة تفسر بشكل آخر ضعف المنظومة البنكية من ناحية قدرتها على استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية.
- بالإضافة إلى ذلك يتبين من خلال النتائج المبينة أعلاه إلى أن احتمال قيمة فيشر أقل من 5% مما يعني أن النموذج المقدر معنوي ككل.

ب. تقدير المعلمة في الأجل الطويل:

بعد دراسة التأثير قصير الأجل للمتغيرات على سعر الصرف، سنقوم بدراسة التأثير على المدى البعيد وذلك من خلال تقدير معلمات الأجل الطويل والنتائج موضحة كالتالي:

الجدول رقم (4-13): نتائج تقدير المعلمة في الأجل الطويل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT	-23.56187	21.22559	-1.110069	0.2824
M2	3.531026	2.699677	1.307944	0.2083
BOP	21.24089	19.41187	1.094222	0.2891
INF	3.264533	4.661019	0.700390	0.4932
IR	24.14816	22.24343	1.085631	0.2928

EC = EXR - (-23.5619*INT + 3.5310*M2 + 21.2409*BOP + 3.2645*INF + 24.1482*IR)

المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

تحليل النتائج في الأجل الطويل:

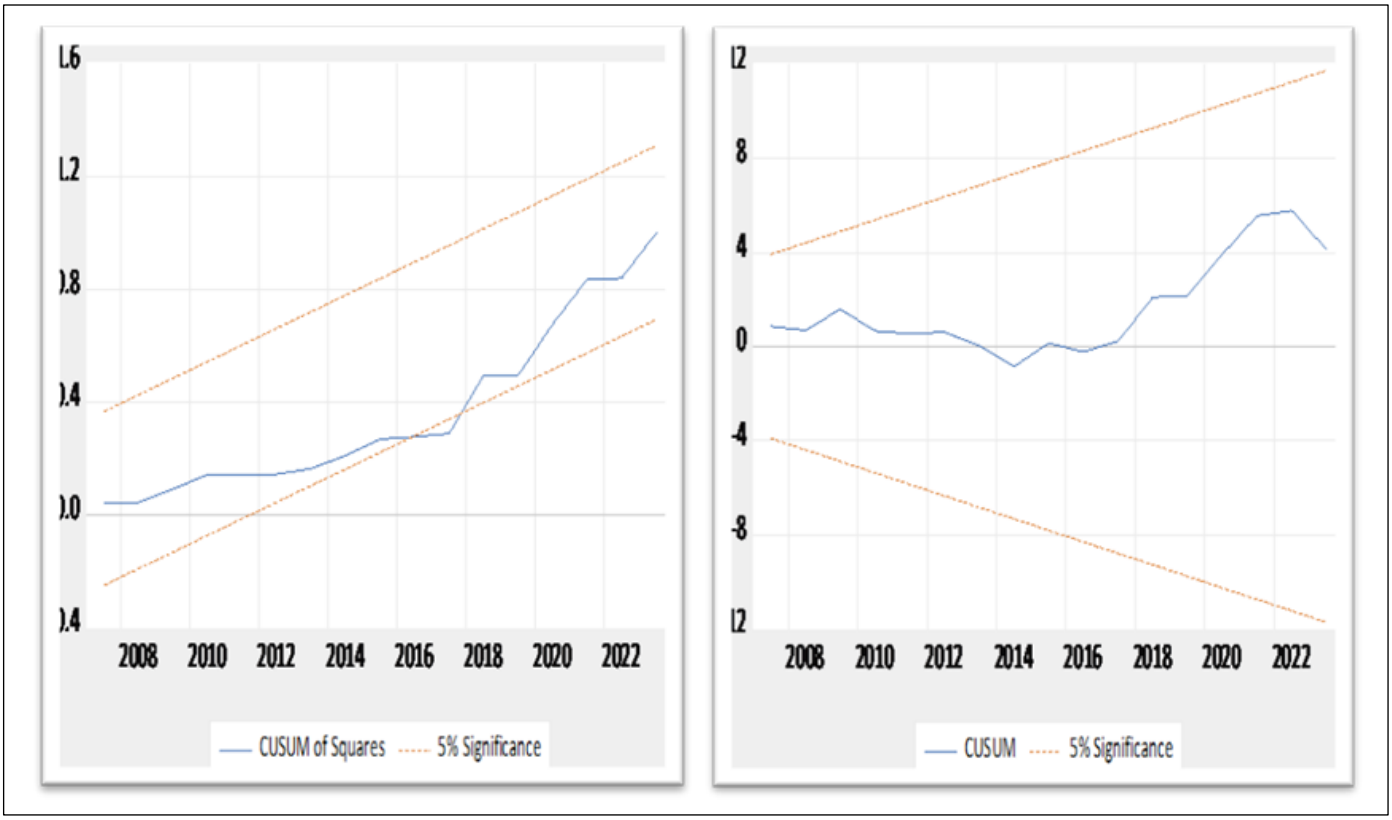
- تغييرات الاحتياطيات استمرت في تأثيرها السلبي على سعر الصرف الرسمي على المدى الطويل، فعند انخفاض تغييرات الاحتياطيات بـ 1% فإن سعر الصرف الرسمي ينخفض بنسبة 23.56 % والعلاقة غير معنوية إحصائيا. وهذا يدل على الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات.
- فيما يخص المعروض النقدي جاءت بإشارة موجبة بينها وبين سعر الصرف الرسمي، حيث أن زيادة المعروض النقدي بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة سعر الصرف الرسمي بقيمة 3.53%. غير أنها غير معنوية إحصائيا، أي ليس لها تأثير معنوي في المدى الطويل على سعر الصرف الرسمي، وكان هذا لسبب لجوء السلطات النقدية إلى سياسة تخفيض قيمة العملة بعد تعويم الدينار في سوق الصرف العالمية وهذا بهدف معالجة العجز في الميزانية العامة للدولة من خلال زيادة مداخيل الجباية البترولية وهذا دون اللجوء إلى عملية الإصدار النقدي المستثير للتضخم.
- ميزان المدفوعات استمر في التأثير الإيجابي على سعر الصرف الاسمي، فعند زيادته بنسبة 1% فإن سعر الصرف الرسمي يزيد بنسبة 21.24% والعلاقة غير معنوية إحصائيا.

- عدم معنوية معلمة متغير معدل التضخم، وهو ما يعني عدم وجود تأثير لهذا المتغير على سعر الصرف الإسمي، ومنه فإن سعر الصرف الإسمي في الجزائر يتحدد بدون الأخذ بعين الاعتبار مستويات التضخم أو مستوى القدرة الشرائية للنقود، وبالتالي فإن درجة تكيف سعر الصرف السائد قد تتطلب وقتا أكبر على المدى الطويل، وهذا من أجل الوصول إلى استجابة ودرجة مرونة بالنسبة لتغيرات سعر الصرف مع تغيرات المستوى العام للأسعار.
- سعر الفائدة استمر في التأثير الإيجابي على سعر الصرف الاسمي، فعند زيادته بنسبة 1% فإن سعر الصرف الرسمي يزيد بنسبة 24.14% والعلاقة غير معنوية إحصائيا.

- **اختبار استقرارية نموذج *ARDL* المقدر:**

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل المجموع التراكمي للبواقي المعاود (*CUSUM*) وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي (*CUSUM of squares*) وهما أهم الاختبارات المعتمدة في هذا السياق، لأنهما يوضحان أمرين مهمين وهما: إظهار وجود أي تغيير هيكلي في البيانات، ومدى استقرار وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، حيث يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعلمات المقدرة لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة إذا وقع الشكل البياني لاختبارات كل من (*CUSUM* و*CUSUM of squares*) داخل الحدود الحرجة عند مستوى 5%. والشكل رقم (08) أسفله يوضح نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات البواقي.

الشكل رقم (4-8): نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي والمجموع التراكمي لمربعات البواقي.



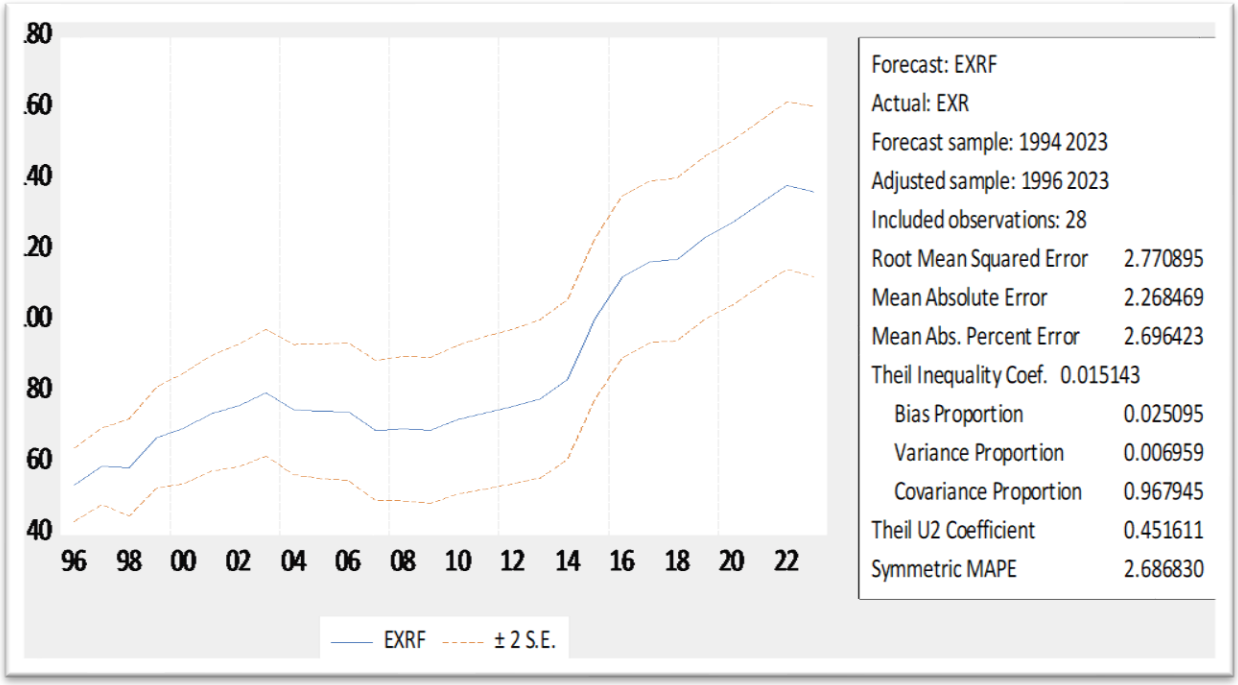
المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

من خلال الشكل رقم (08)، يوضح اختبار مجموع التراكمي لبواقي المعاودة (*CUSUM*) أن خط النموذج داخل حدود المنطقة الحرجة، وبالتالي هذا يؤكد إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5%، إلا أن اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (*CUSUM of squares*) هو عبارة عن خط وسطي يقع داخل المنطقة الحرجة إلا في الفترة 2016 حتى 2018 لكن سرعان ما يعود ليستقر داخل المنطقة الحرجة خلال باقي الفترة، ويتضح من خلال هذه الاختبارات أن هناك استقرار بين نتائج طويلة الأجل ونتائج الفترة قصيرة الأجل. أي أن النموذج مستقر عبر الزمن، وأنه يمكن الاعتماد على نتائج التصحيح للأجل القصير للوصول إلى التوازن في الأجل الطويل. والشكل البياني رقم (09) أسفله يوضح تمثيل بيانات القيم المقدرة والقيم النظرية لتأكد من القدرة التنبؤية للنموذج.

- **اختبار مقدرة النموذج على التنبؤ:**

من بين المعايير المستخدمة لاختبار مقدرة النموذج على التنبؤ نجد معيار معامل عدم التساوي لثايل *Test de Theil* والذي تتراوح قيمته U_T بين الصفر والواحد الصحيح فإذا كانت قيمة U_T تساوي الصفر فإن قدرة نموذج الانحدار المقدر على التنبؤ تكون جيدة، أما إذا كانت قيمة U_T تساوي الواحد فإن هذا يدل على قدرة النموذج على التنبؤ غير جيدة. والشكل أدناه يبين اختبار مدى مقدرة النموذج على التنبؤ.

الشكل رقم (4-9): اختبار مدى مقدرة النموذج على التنبؤ بالاعتماد على معامل ثايل.



المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

يوضح الشكل رقم (09) أعلاه تمثيل القيم المقدرة والقيم النظرية، حيث أظهرت النتائج التقارب الكبير بين القيم المقدرة والقيم النظرية وهذا ما تؤكده إحصائية Theil التي بلغت 0.015 وهي قيمة تقترب من الصفر؛ أي هناك شبه تطابق بين هذه القيم وهذا يعبر عن جودة النموذج المقدر، وبالتالي يمكن الاعتماد عليه في تحليل وتفسير النتائج والتنبؤ.

المطلب الثالث: اختبار سببية قرانجر المطورة (تودا ياماموتو Toda Yamamoto)

يوجد العديد من المنهجيات المستخدمة في دراسة السببية بين المتغيرات الاقتصادية ولعل من أشهرها سببية Sims (1980) وسببية Gwekes (1983)، سببية Granger (1996)، والتي تشترط جميعها أن تكون جميع السلاسل مستقرة من نفس الدرجة سواء عند المستوى أو عند الفروقات الأولى ولكنها غير صالحة للسلسلة الزمنية المتكاملة من الدرجة الثانية، وعلى هذا الأساس ظهرت منهجية حديثة تعالج هذا المشكل بالإضافة إلى مشكلة توصيف النموذج والانحدار الزائف التي تنتج عن تقدير نماذج VAR باستخدام سلاسل زمنية غير مستقرة متمثلة في اختبار السببية لكل من Toda and Yamamoto تعتبر طريقة بديلة لاختبار السببية لـ Granger تنطلق من معادلة السببية لهذا الأخير مع إضافة فترات الإبطاء لمعادلات النظام.[1]

لقد طور كل Toda and Yamamoto (1995) وبعده Dolado & Lutkepohl (1996) منهجا تجريبيا لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات وتحديد اتجاهها وذلك بالاعتماد على اختبار Wald المعدل (MWALD) وعلى قيود نموذج VAR(k)،[2] ومن مميزات اختبار Toda–Yamamoto test أنه يمكن استخدامه في دراسة السببية في الأجل الطويل بين سلسلتين أو عدة سلاسل زمنية ذات درجات تكامل مختلفة I(0)، I(1)، I(2)، وبغض النظر إن كانت هناك علاقة تكامل متزامن أو لا.[3]

اعتمدت دراسة Toda Yamamoto طريقة مطورة M Wald لاختبار Wald test على قيود نموذج VAR(p) حيث p طول فترة الإبطاء، حيث سيقيَم معيار wald على أساس (F) و(X^2) للحكم على فرضية العدم.[4] ولقد أثبتت دراسة Rambaldi and Doran 1996 أن طريقة MWALD لاختبار سببية Granger Causality يمكن تقديرها باستخدام نموذج VAR أي يتم تقدير VAR(p+dmax) وتمثل dmax أعظم رتبة الاستقرار أو التكامل للسلاسل،[5] أما القرار فيتم بمقارنة القيمة الاحتمالية بـ 5%

---

[1] عمير شلوفي، يوسف لزرق، يوسف رخرور، تحليل فعالية قناة الائتمان المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري باستخدام منهجية تودا ياماموتو خلال الفترة 1990 – 2019، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد02، 2021، ص 37–52، ص 43.

[2] أمين تمار، اختبار سببية toda–yamamoto بين عجز الموازنة والميزان التجاري في الجزائر للفترة (1990–2016)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، 2021، ص 251 – 266، ص 261.

[3] وفاء سبكي، مصطفى بلمقدم، اختبار سببية Toda–Yamamoto بين التعليم والنمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة الإستراتيجية والتنمية، (03 مكرر (الجزء الثاني))، 2019، ص 293 – 314، ص 303.

[4] Toda H. Y., Yamamoto T, Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes. Journal of econometrics, 66 (1), 1995, PP. 225-250.

[5] دحماني محمد أدرويش، النمو الاقتصادي واتجاه الانفاق الحكومي في الجزائر: بعض الأدلة التجريبية لقانون فانغر باستعمال مقاربة منهج الحدود ARDL، مجلة الاقتصاد والمناجمنت، منشورات كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، العدد 11، 2012، ص37.

إذا كانت p–value أكبر من 5% فهذا يعني أن لا نرفض الفرضية الصفرية أي عدم وجود علاقة سببية طويلة الأجل بين المتغيرات والعكس صحيح.

ولإجراء هذا الاختبار نتبع الخطوات التالية:[1]

- تحديد أكبر درجة تكامل للمتغيرات (Dmax) بالاعتماد على اختبارات الاستقرارية ذات جذر الوحدة مثل ADF، PP، KPSS... من خلال اختبار الاستقرارية لكل السلاسل الزمنية وهذا من أجل تحديد رتبة تكاملها، ومن ثم تحديد أكبر درجة تكامل والتي يرمز له بالرمز (Dmax).
- تحديد درجة التأخير المثلى (P) بالاستعانة بمعايير المفاضلة مثل AIC، SIC وHQ بعد تقدير نموذج VAR باستخدام السلاسل الأصلية، ويتم اختبار درجة الابطاء المثلى (P) من خلال نموذج VAR الذي يعطينا أقل قيمة لهذه المعايير.
- التأكد من صلاحية نموذج VAR(P) وخلوه من المشاكل القياسية من خلال الاختبارات التشخيصية كاختبار الاستقرارية للنموذج والارتباط الذاتي للأخطاء وثبات تباين البواقي.
- تقدير نموذج (Augmented VAR) أين نضع المتغيرات الداخلية باستخدام السلاسل الأصلية عند درجة الابطاء المثلى (P) والمتغيرات الخارجية هي نفسها المتغيرات الداخلية ولكن بدرجة تأخير (P+Dmax).
- اجراء اختبار Wald المعدل الذي يعتمد على نموذج VAR(k) بحيث K تمثل درجة الابطاء لنموذج VAR المطور والتي تساوي أكبر درجة تكامل مضاف إليها درجة الابطاء المثلى (K=Dmax+P)، ويسمى هذا الاختبار بـ (Modified wald) لأن خصائصه التقاربية تم تعديلها حتى تتوافق مع توزيع كاي تربيع بدرجة حرية P.

أحد الشروط الأساسية لتطبيق سببية تودا–ياماموتو هو ألا يتجاوز ترتيب تكامل العملية dmax طول التأخر الحقيقي k للنموذج.

[1] Honest D., Emmanuel Z, TESTING THE VALIDITY OF WAGNER'S LAW IN THE NAMIBIAN CONTEXT: A TODA-YAMAMOTO (TY) GRANGER CAUSALITY APPROACH, 1991-2013. Botsawana journal of economics, 14(01), 2016, pp. 52-70, p. 59-60.

عرض النتائج:

- **اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:**

الخطوة الأولى في تحليل السببية هي التحقق من مشكلة جذر الوحدة في البيانات. وبعد إجراء اختبارات جذر الوحدة لفحص درجة تكامل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وبما أن المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى، والدرجة صفر، نستعمل سببية (Toda and Yamamoto) التي لا تشترط أن تكون السلاسل غير مستقرة عند نفس المستوى.

تكمن أهمية هذا الاختبار في معرفة أعلى درجة لتكامل المتغيرات (dmax). بناءً على نتائج اختبار جذر الوحدة، فإن أقصى درجة للتكامل هي واحد (dmax=1).

- **تحديد فترات الإبطاء المثلى:**

الخطوة التالية هي تحديد الترتيب الأمثل لطول فترة التأخر. تعتبر هذه المرحلة مهمة وهي تحديد عدد التأخيرات المناسبة لتقدير نموذج VAR، لأن نقص المعلمات قد يؤدي إلى تحيز النتائج، بينما يقلل الافراط في المعلمات من قوة الاختبارات. وبالاعتماد على عدد من المعايير والمتمثلة في: Akaike, Schwarz, Hannan-Quinn, Final prediction error, والتي نتائجها موضحة في الجدول رقم (14) حيث نجد أن كل المعايير قد اختارت درجة التأخير فترة واحدة، (Lag=1)؛ وبالتالي فإن قيمة k=1.

الجدول رقم (4-14): نتائج اختبار تحديد درجة التأخير المثلى لنموذجVAR

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-534.0045	NA	2.27e+09	38.57175	38.85722	38.65902
1	-383.0905	226.3709*	660862.1*	30.36361*	32.36192*	30.97451*
2	-347.4513	38.18492	1008341.	30.38938	34.10052	31.52391

المصدر: مخرجات برنامج *EViews 12*

- **اختبار سببية Toda Yamamoto:**

لاختبار سببية تودا ياماموتو، تم اختيار فترات التباطؤ المناسبة وهي فترة واحدة أي K=1، أما أقصى درجة تجانس للمتغيرات هي درجة واحد (dmax=1) وبالتالي عدد فترات التباطؤ في اختبار تودا ياماموتو هي (k+dmax=2) وجاءت النتائج كما يلي.

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار سببية (Toda Yamamoto)

Dependent variable: EXR

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
INT	5.990366	2	0.0500
M2	0.706690	2	0.7023
BOP	3.466238	2	0.1767
INF	0.146688	2	0.9293
IR	0.754074	2	0.6859
All	16.37844	10	0.0893

Dependent variable: INT

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
EXR	8.403205	2	0.0150
M2	0.910120	2	0.6344
BOP	8.375524	2	0.0152
INF	4.683190	2	0.0962
IR	4.722828	2	0.0943
All	16.61648	10	0.0833

Dependent variable: M2

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
EXR	8.580633	2	0.0137
INT	4.387983	2	0.1115
BOP	2.474580	2	0.2902
INF	5.600741	2	0.0608
IR	8.632498	2	0.0133
All	23.27847	10	0.0098

Dependent variable: BOP

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
EXR	13.28668	2	0.0013
INT	35.49282	2	0.0000
M2	2.398344	2	0.3014
INF	6.304029	2	0.0428

IR	6.870083	2	0.0322
All	38.21875	10	0.0000

Dependent variable: INF

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
EXR	4.475162	2	0.1067
INT	6.276853	2	0.0434
M2	13.06783	2	0.0015
BOP	3.786188	2	0.1506
IR	10.46443	2	0.0053
All	27.84716	10	0.0019

Dependent variable: IR

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
EXR	2.244200	2	0.3256
INT	0.198722	2	0.9054
M2	0.842986	2	0.6561
BOP	0.304486	2	0.8588
INF	1.749286	2	0.4170
All	5.216665	10	0.8762

***المصدر: مخرجات برنامج* EViews 12**

يوضح الجدول (15) أعلاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة وسعر صرف الدينار.

- العلاقة السببية بين سعر الصرف وتغييرات احتياطات الصرف: كما هو موضح في الجدول أعلاه، هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تغييرات احتياطي الصرف وسعر صرف الدينار، بنسبة دلالة إحصائية 5%. وبالتالي، تؤثر التغيرات في تغييرات احتياطي الصرف وتُسبب تغيرات في سعر صرف الدينار الجزائري، وفي المقابل، تؤثر التغيرات في سعر صرف الدينار على احتياطي الصرف الأجنبي. تُستخدم هذه الأصول (احتياطي الصرف) للوفاء بالالتزامات المالية كالديون، ولتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، وللتدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر الصرف. ومنذ اعتماد الجزائر لنظام التعويم المُدار، الذي يعتمد على تراكم الاحتياطيات الأجنبية، تُعدّل السلطات أسعار صرفها بشكل متكرر بناءً على احتياطياتها من العملات الأجنبية. ووسيلة لتحقيق المستوى

الأمثل لأسعار الصرف والدفاع عن سعر صرف العملة أو الحفاظ على ظروف تجارية منظمة في أسواق الصرف الأجنبي.

- العلاقة السببية بين سعر الصرف وميزان المدفوعات: تظهر النتائج وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين سعر الصرف وميزان المدفوعات، بنسبة دلالة 5%. وبالتالي تسبب التغيرات في سعر صرف الدينار تغيرات في ميزان المدفوعات وفقا للنظرية الاقتصادية. يعد سعر الصرف أداة لتصحيح اختلال توازن ميزان المدفوعات، سواء كان هذا الاختلال مؤقتا أو هيكليا، أي لإصلاح هذا الاختلال، يجب على الدولة خفض قيمة سعر الصرف.
- العلاقة السببية بين سعر الصرف والمعروض النقدي: فيما يتعلق بالمعروض النقدي *M2* وسعر صرف الدينار، وجدت هذه الدراسة أنه لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين. ويرجع ذلك إلى أن قيم احتمالية السببية الممتدة من *M2* إلى *EXR* أكبر من مستوى الدلالة 0.05. وبالتالي، لا يؤثر المعروض النقدي أو يسبب تغيرات في سعر صرف الدينار. وهذه النتيجة لا تتماشى مع النظرية الاقتصادية. ويمكن تفسير ذلك على أن سيطرة بنك الجزائر على القاعدة النقدية ضعيفة، وبالتالي على المعروض النقدي كهدف وسيط للسياسة النقدية، ويرجع ذلك إلى ضعف إدارة السياسة النقدية بفعالية مع عدم كفاية تطوير النظام المالي في الجزائر. وهذا يقودنا إلى حقيقة أن السياسة النقدية التي يتبناها بنك الجزائر غير فعالة في تحقيق استقرار سعر الصرف.
- العلاقة السببية بين سعر الصرف والتضخم: ظهر نتيجة اختبار السببية أنه لا توجد علاقة سببية بين التضخم وسعر الصرف عند مستوى دلالة 5%. وبالتالي، فإن التغيير في معدل التضخم لا يؤثر أو يسبب تغيرات في سعر صرف الاسمي. ومنه فإن سعر الصرف الإسمي في الجزائر يتحدد بدون الأخذ بعين الاعتبار مستويات التضخم.
- العلاقة السببية بين سعر الصرف وسعر الفائدة: تظهر نتيجة اختبار السببية أيضاً أنه لا توجد علاقة سببية بين سعر الفائدة وسعر صرف دينار عند مستوى دلالة 5٪. وبالتالي، فإن التغيير في سعر الفائدة لا يؤثر أو يسبب تغيرات في سعر صرف الدينار. تتعارض هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية. على الرغم من أن أسعار الفائدة هي أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على قيمة العملة وسعر صرفها، إلا أن قناة سعر الفائدة صامتة حاليا ولا تستجيب للتغيرات في الظروف النقدية بسبب السيولة الزائدة الناتجة عن انتعاش أسعار النفط. تعمل السيولة الزائدة على إضعاف أسعار الفائدة وتعقيد السياسة النقدية من خلال منع أدوات السياسة النقدية من استخدام قناة انتقال سعر الفائدة .لا يتمتع سعر الفائدة بالمرونة اللازمة للتأثير على سعر صرف الدينار.

خلاصة الفصل:

جاءت هذه الدراسة لتحديد فعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف خلال الفترة (1994-2023)، وقد تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة *ARDL* وسببية *TODA YAMAMOTO*. فتم التوصل إلى نتائج متباينة معظمها توافقت والنظرية الاقتصادية ومنها ما هو ينطبق على طبيعة الوضع الاقتصادي للجزائر وقد خلصت النتائج إلى ما يلي:

- هناك علاقة تحكم كلا من تغييرات احتياطات الصرف (تدخل البنك المركزي) وسعر الصرف وذلك تبعا للنظرية الاقتصادية.
- أن هناك علاقة في الأجل القصير بين تغييرات الاحتياطيات وسعر الصرف الاسمي، وقد كانت الإشارة سالبة أي أن هناك علاقة عكسية بين تغييرات الاحتياطات (تدخل البنك المركزي) وسعر الصرف الاسمي. بمعنى إذا زادت تغييرات الاحتياطيات بنسبة 1% انخفض سعر الصرف الاسمي بنسبة 0.60 %. وهذا يدل على حساسية سعر الصرف الرسمي لتغييرات الاحتياطيات (تدخل البنك المركزي)، ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض تغييرات احتياطيات الصرف الأجنبي يؤدي إلى تدهور قيمة العملة ومنه ارتفاع سعر الصرف.
- تبين أن احتياطي الصرف الأجنبي له علاقة عكسية مع سعر صرف الدينار الجزائري على المدى البعيد وغير معنوية احصائيا. فعند انخفاض تغييرات الاحتياطيات بـ 1% فإن سعر الصرف الرسمي ينخفض بنسبة 23.56%. وهذا يدل على الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات.
- في حالة حدوث انخفاض حاد في احتياطيات الصرف الأجنبي، يؤدي ذلك إلى زيادة تسعير الدينار الجزائري، وسيضطر بنك الجزائر إلى خفض قيمة الدينار الرسمي.
- في ظل نظام أسعار الصرف شبه مدارة أي التعويم مدار كحالة الاقتصاد الجزائري، تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية.
- هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تغييرات احتياطي الصرف وسعر صرف الدينار، حسب سببية *Toda Yamamoto*.
- تُستخدم احتياطيات الصرف الأجنبي للتدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر الصرف. ومنذ اعتماد الجزائر لنظام التعويم المُدار، الذي يعتمد على تراكم الاحتياطيات الأجنبية، تُعدّل السلطات

أسعار صرفها بشكل متكرر بناءً على احتياطياتها من العملات الأجنبية. ووسيلة لتحقيق المستوى الأمثل لأسعار الصرف والدفاع عن سعر صرف العملة أو الحفاظ على ظروف تجارية منظمة في أسواق الصرف الأجنبي.

- احتياطيات الصرف الأجنبي في الجزائر هي الضمان الوحيد للدينار طالما أن الإنتاج المحلي بالجودة والكمية الكافية محدود.
- يعتبر احتياطي الصرف الأجنبي أداة من أدوات إدارة سعر الصرف وبالأخص في نظم الصرف الثابتة ونظم التعويم المدار.
- في الوقت الحالي، بعد أن أدرك بنك الجزائر التآكل السريع للاحتياطي الذي يعتبر السند الوحيد الذي يدعم الدينار فإنه يحاول قدر المستطاع أن يخفض قيمته عندما يكون ذلك ممكنا للاستجابة للأرصدة المالية الداخلية للخزانة.
- أبقى بنك الجزائر الدينار منخفضا جدا خلال السنوات الأولى من الانتعاش النفطي وحتى سنة 2014، تاريخ تراجع موارد الصرف الأجنبي.

خاتمة

خـاتمـة

سعت الجزائر في ظل انتقالها من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق لتطبيق مجموعة من الإصلاحات التي مست مختلف القطاعات وعلى رأسها القطاع المالي والنقدي الذي عملت على إلغاء مختلف القيود والضوابط المفروضة عليه، ومن أهم بوادر الإصلاح المتبعة في هذا السياق هو إتباع البنك المركزي لسياسة نقدية تتضمن تخفيض الدينار، حيث عمل هذا الأخير من خلال تدخله في سوق الصرف على تدعيم العملة الوطنية ومحاولة الحفاظ على استقرارها قدر الإمكان.

بناءا على ذلك فقد هدفت هذه الدراسة إلى اختبار فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي على سعر الصرف. وبهدف الإحاطة بمختلف جوانب إشكالية الدراسة، والتي تجسد مضمونها في تحديد فعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار، وذلك من خلال أربعة فصول: حيث شكل كل من الفصل الأول والثاني والثالث الأرضية النظرية للموضوع التي حاولت التعمق في إظهار الدور الذي يلعبه البنك المركزي في المحافظة على استقرار سعر الصرف من خلال أدواته وسياساته المعروفة، فهم ظاهرة تدخلات البنوك المركزية وفعالية التدخل في سوق الصرف الأجنبي للحفاظ على استقرار سعر الصرف والتقليل من تقلباته. وأخيرا، تم تخصيص الفصل الرابع للدراسة القياسية على الاقتصاد الجزائري تناولت دراسة تحليلية قياسية لفعالية تدخلات البنك المركزي الجزائري في سوق الصرف الأجنبي. وعموما فقد سمحت هذه الدراسة بالوصول إلى مجموعة من الاستنتاجات، بالإضافة إلى تقديم مجموعة من الاقتراحات، وكذا بعض آفاق الدراسة.

أولا: نتائج الدراسة

توصلت الدراسة إلى عدد من الاستنتاجات نورد أهمها فيما يلي:

- تلعب البنوك المركزية دوراً حاسماً في ضمان الاستقرار الاقتصادي والمالي. باعتبارها السلطة النقدية لاقتصاد البلد، فإن البنوك المركزية مسؤولة عن تنظيم ومراقبة النظام المصرفي للبلد المعني. مسؤول عن صياغة السياسة النقدية للبلاد، وضمان استقرار الأسعار، توصف البنوك المركزية بأنها "مقرض الملاذ الأخير"، وهي مسؤولة عن تكوين احتياطيات كافية. ووظيفة ادارة احتياطيات من النقد الأجنبي، فاعتماداً على احتياطياتها، قد تقرر البنوك المركزية شراء العملات الأجنبية أو بيع العملة المحلية من أجل التأثير على قيمتها.

خـاتمـة

- يعتبر سعر الصرف متغير اقتصادي ذو أهمية بالغة بالنسبة لكافة النشاطات والسياسات الاقتصادية، كونه يؤثر على اقتصاديات الدولة على جميع الأصعدة. فهو أداة ربط بين مختلف اقتصاديات الدول والوسيلة الأساسية لتسوية المدفوعات الدولية. فسعر الصرف يعبر عن العلاقة بين عملة دولة ما وبقية دول العالم.
- سوق الصرف الأجنبي هو المكان الذي تتم فيه تجارة العملات، حيث تُسهِّل المؤسسات شراء وبيع العملات الأجنبية. يتضمن ذلك عملية يشتري فيها أحد الطرفين كمية من عملة ما مقابل دفع كمية من عملة أخرى. حالياً، تُعدّ أسواق الصرف الأجنبي أكثر الأسواق المالية سيولة في العالم.
- إن تقلبات سعر الصرف هي التباين في سعر عملة ما مقابل عملة أخرى، كما أنها تشير إلى جميع التحركات والتغيرات التي تكون فعالة في انخفاض قيمة العملة أو ارتفاعها. وعادة ما يتم التمييز بين ثلاث حالات لتقلبات سعر الصرف؛ تقلبات غير منتظمة، تقلبات منتظمة، وتقلبات هادفة أو مخططة.
- يتأثر سعر الصرف بعدة متغيرات وعوامل اقتصادية كالعرض النقدي وأسعار الفائدة والمستوى العام للأسعار وحالة ميزان المدفوعات ونمو الانتاج وغيرها، بالإضافة إلى عوامل أخرى غير اقتصادية كعدم الاستقرار السياسي والاشاعات.
- قد تبين من خلال الأدبيات النظرية حول تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف من منظور نظري، يحدث التدخل الرسمي في سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي عندما تقوم سلطات البنك المركزي بشراء أو بيع العملات الأجنبية، عادة مقابل عملتها المحلية من أجل التأثير على سعر الصرف عند مستوى معين أو التقليل من تقلباته. وقد تم استخدام التدخل في العملات الأجنبية بشكل نشط كأداة سياسية في العديد من الدول. وتتدخل البنوك المركزية في سوق الصرف لأسباب مختلفة وبأساليب مختلفة.
- يتضح من خلال ما سبق أن الأدبيات النظرية تقدم نتائج متناقضة حول قدرة هذه التدخلات على التأثير على مستوى سعر الصرف وتقلباته.
- تتدخل البنوك المركزية عادة لمنع التطورات الكبيرة والسريعة بشكل مفرط في قيمة عملاتها. هذا يضمن أن الأخيرة ليست مقومة بأقل من قيمتها ولا مبالغ فيها لفترة طويلة للغاية.
- يُمثل التدخل في سوق الصرف الأجنبي في الدول النامية نسبةً أكبر بكثير من إجمالي حجم التداول في سوق الصرف الأجنبي مقارنةً بالدول المتقدمة.
- تلعب جميع البنوك المركزية دوراً أساسياً، يكون لبعضها تأثير أكبر على سوق الصرف الأجنبي، اعتمادا على الاقتصاد والعملة التي تمثلها. وإنهم جميعاً يشتركون في هدف مشترك؛ ضمان استقرار الأسعار داخل بلد ما أو في اتحاد نقدي. من أجل تحقيق أهدافهم، تختلف طرق تدخلهم.

خـاتمـة

- تتدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف لتحقيق أهداف معينة كمعالجة اضطراب السوق، تصحيح انحرافات سعر الصرف عن قيمه الحقيقية التوازنية، موازنة التقلبات في سعر الصرف الاسمي، الدفاع عن سعر الصرف المستهدف، حيث تسعى البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم إلى العمل على استقرارية سعر الصرف من أجل التخفيف من تكاليف التكيف وعدم اليقين التي يفرضها سعر الصرف المتقلب على الاقتصاد.
- يكون تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف عن طريق إما تعقيم التدخل في العملات الأجنبية أو عدم تعقيمه. كما يمكن أن يكون تدخل البنك المركزي معلن أو غير معلن (سري).
- من أجل التأثير على مستوى سعر الصرف المحلي. هناك عدة قنوات يمكن من خلالها أن يؤثر التدخل الرسمي على سوق الصرف الأجنبي بشكل غير مباشر. قناة توازن المحفظة وقناة الاشارة (التوقعات)، قناة التأثير المنسق والمشترك وقناة تداول الضوضاء.
- تختلف الوسائل التي تتدخل بها البنوك المركزية في أسواق الصرف الأجنبي عبر عدد من الأبعاد. يمكن أن يكون التدخل قائما على القواعد أو تقديريا، ويمكن أن يختلف حجم المعاملات وتكرارها.
- لتكون عملية التدخل فعالة هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها لنجاح عملية التدخل في سوق الصرف، ففعالية التدخل في سوق الصرف تتطلب الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من العناصر من أجل أفضل ممارسة. وتتحدد فعالية البنك المركزي في التدخل في سوق الصرف من خلال قدرته في التأثير على مستوى واستقرار سعر الصرف.
- تمثل احتياطات الصرف الأصول الخارجية الموجودة تحت سيطرة السلطات النقدية. وتستخدم كأداة للتدخل في أسواق الصرف للتأثير على قيمة العملة المحلية.
- نجاح التحول نحو مرونة سعر الصرف يستلزم توافر مجموعة من المتطلبات التشغيلية المسبقة، تبدأ بتعزيز دور سوق الصرف في تحديد سعر الصرف بكل حرية وفقا لقوى العرض والطلب، بالموازاة مع صياغة سياسة متكاملة تحكم تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف.
- تميز التحول نحو نظام الصرف المرن في الجزائر بتبني التعويم الموجه كخيار جديد لإدارة سعر صرف الدينار وهذا منذ أكتوبر 1994، وأصبح أهم هدف لسياسة الصرف هو استهداف سعر الصرف الحقيقي الفعلي باعتباره أداة لحماية القدرة التنافسية.
- من أجل إنجاح التحرك نحو مرونة سعر الصرف قامت الجزائر بتوفير مجموعة من المتطلبات التشغيلية تمثلت بالأساس بإنشاء سوق الصرف والتدخل فيه من طرف بنك الجزائر، وصياغة إطار جديد للسياسة النقدية.
- سعر الصرف الاسمي في الجزائر يتأثر بشكل مباشر بالقيم السابقة له، وهو ما يعد دليلا على التدهور المستمر في قيمة صرف العملة الوطنية.

خـاتمـة

- يتم تحديد سعر صرف الدينار رسميا من خلال مقارنة العرض الفريد لبنك الجزائر بالطلب على العملات الأجنبية من البنوك التجارية.
- تهدف سياسة سعر الصرف التي يطبقها بنك الجزائر إلى الحفاظ على سعر الصرف الفعلي الحقيقي للدينار عند مستوى توازنه الذي تحدده أساسيات الاقتصاد الوطني.
- بملاحظة تطور أسعار الصرف الاسمية والفعلية للدينار منذ التحول نحو نظام الصرف المرن يتضح التراجع المستمر لسعر الصرف الاسمي مقابل مختلف العملات الرئيسية، في حين يشهد سعر الصرف الحقيقي الفعلي استقرارا نسبيا.
- منذ اعتماد الجزائر لنظام التعويم المُدار، الذي يعتمد على تراكم الاحتياطيات الأجنبية، تُعدّل السلطات أسعار صرفها بشكل متكرر بناءً على احتياطياتها من العملات الأجنبية.
- توصلت الدراسة القياسية إلى وجود علاقة عكسية في المدى القصير بين تغييرات احتياطي النقد الأجنبي (تدخل البنك المركزي) وسعر الصرف أي كلما زاد احتياطي النقد الأجنبي نقص سعر الصرف في الجزائر. وهذا يدل على حساسية سعر الصرف الرسمي لتغييرات الاحتياطيات (تدخل البنك المركزي). وفي الأجل الطويل تصبح العلاقة غير معنوية إحصائيا وهذا يدل على الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات.
- على الرغم من اعتبار معدل التضخم من بين المؤشرات النقدية التفسيرية الهامة، إلا أنه لم يكن لهذا الأخير أي تأثير على سعر الصرف الاسمي خلال فترة الدراسة.
- لا يتأثر سعر الصرف بمعدلات التضخم، وذلك لأن قيمة الدينار الجزائري تشهد انخفاضا مستمرا، سببه قيام الدولة بتخفيض قيمة العملة الوطنية في كل مرة.
- يعزز التأثير الضعيف والمتباين لمتغيري معدل الفائدة والعرض النقدي على سعر الصرف من حقيقة أن سعر صرف الدينار لا يزال مدار رغم محاولة تحريره التي جاءت في إطار سياسات التعديل الهيكلي، ومنه فإن عدم تماشي سعر الصرف مع محدداته الأساسية هو كنتيجة حتمية لاستهداف البنك المركزي لسعر صرف حقيقي توازني مستقر كسياسة حمائية لا يمكنها استيعاب الصدمات الحقيقية.
- عند القيام باختبار سببية قرانجر المطورة بالنسبة للمدى الطويل (تودا ياماموتو) لمعرفة اتجاه السببية بين متغيرات الدراسة، توصلنا إلى أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تغييرات احتياطي الصرف وسعر صرف الدينار.
- لا توجد علاقة بين العرض النقدي وسعر صرف الدينار، وهذا يتناقض مع النظرية الاقتصادية التي تفترض وجود علاقة عكسية بينهما. إضافةً إلى ذلك، تتناقض العلاقة السببية أحادية الاتجاه بين ميزان المدفوعات وسعر صرف الدينار مع النظرية الاقتصادية التي تفترض أن سعر الصرف يؤثر على ميزان المدفوعات؛ لأنه إذا قصدت دولة ما تحفيز وارداتها وزيادتها، فإنها تُخفض قيمة عملتها، وهذا

ينعكس على ميزان التجارة وبالتالي ميزان المدفوعات. مع ذلك، في الجزائر، يؤدي انخفاض الإنتاجية والاعتماد فقط على المحروقات كواردات إلى هذه العلاقة السببية أحادية الاتجاه.

ثانيا: اختبار الفرضية:

بناءا على النتائج المتوصل إليها يمكن اختبار مدى صحة فرضية هذه الدراسة:

أظهرت الدراسة صحة الفرضية القائلة بأن " لتدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف الأجنبي تأثير على سعر الصرف في الحد من التقلبات القصيرة الأجل لسعر الصرف". أثبتت النتائج فعالية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف في توجيه مسار سعر صرف الدينار الجزائري وتحقيق الاستقرار في سعر صرف الدينار الجزائري خلال فترة الدراسة. وأن سياسة التدخلات في سوق الصرف الأجنبي في الجزائر فعالة ولها تأثير على سعر صرف الدينار على المدى القصير.

ثالثا: الاقتراحات:

تأسيسا على ما جاء في الفصول من خلال النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة ومن أجل سياسة سعر صرف أكثر فاعلية يمكن أن نقدم بعض المقترحات المتمثلة في:

- ضرورة تفعيل سياسة نقدية مستقلة تهدف إلى السيطرة على التضخم وتعمل على ضبط الكتلة النقدية وتحقيق الاستقرار النقدي، مع منح حرية وصلاحيات أكثر للبنك المركزي في قيامه بمهامه وتعزيز استقلاليته عن قرارات الحكومة.
- يجب العمل على تفعيل أدوات سياسة سعر الصرف في الجزائر وتوجيهها بما يخدم الاقتصاد الوطني، لكونها آلية تستطيع حماية الاقتصاد الوطني من الصدمات المتوقعة والحد من الخلل في توازناته الداخلية والخارجية.
- يجب على الجزائر العمل باستمرار على موازنة سعر الصرف بين السوق الموازية والسوق الرسمية، وذلك لضمان استقرار الكتلة النقدية في السوق الموازية واسترجاعها في السوق الرسمية. بالإضافة إلى تشجيع المهاجرين على تحويل الأموال عبر السوق الرسمية، فإن ذلك يساهم في زيادة المدخرات الوطنية، وبالتالي زيادة القدرة الاستثمارية ورفع مستوى احتياطيات النقد الأجنبي.

خـاتمـة

- يجب أن يكون هناك انسجام بين السياسات النقدية وسياسات التدخل، مما يزيد من فعالية جميع السياسات، لأنها تهدف إلى تحقيق نفس الهدف. وبالتالي، يمكن ضمان استقرار الدينار وقيمته النسبية.
- لكي تكون عملية التدخل ناجحة وفعالة، يجب على البنك المركزي الجزائري تجميع مبلغ معقول من الاحتياطي الأجنبي والاحتفاظ به. تُستخدم الاحتياطيات الأجنبية في معظم الدول للتدخل في سوق الصرف الأجنبي. لذا، من الضروري تنويع هيكل احتياطيات النقد الأجنبي، أي العملات المكونة لها، مع مراعاة التقلبات التي تحدث في هذه العملات. كما يجب توظيف هذه الاحتياطيات بشكل جيد للحفاظ على استقرار القوة الشرائية في العلاقات التجارية مع الدول الأخرى.
- ضرورة تنويع مصادر تراكم احتياطات الصرف الأجنبي وإقامة حواجز تجارية صارمة وفعالة على الواردات، ورفع الضغط على أسعار الصرف من خلال الحفاظ على الاحتياطات من العملة الصعبة ومراقبتها وعدم استنزافها، وهذا يساهم بدوره إلى تراجع الطلب على العملة الصعبة في سوق الموازية وبالتالي تحسن في قيمة دينار الجزائري.
- نوصي بأن تواصل السلطة النقدية توظيف احتياطياتها الأجنبية لدعم سعر الصرف من خلال زيادة تمويل عمليات سوق الصرف الأجنبي.
- ضرورة أن تولي السلطات الوصية أهمية خاصة لقضية استقرار سعر الصرف الاسمي، فاستمرار انخفاضه ستكون له تداعيات سلبية على الاقتصاد الوطني أهمها ظاهرة انكماش الناتج المحلي للبلد.
- ضرورة تقوية تدخلات بنك الجزائر في سوق الصرف لتحقيق الاستقرار في سعر صرف للدينار الجزائري مقابل العملات الأجنبية الرئيسية ولاسيما تلك المستخدمة في تقويم المستوردات وهذا بغرض الحد من تفشي ظاهرة التضخم المستوردة.
- ينبغي على البنك المركزي الجزائري إنشاء نطاق تكافؤ لسعر الصرف، بحيث لا يُسمح للدينار بالانخفاض أو الارتفاع دونه، حسب الحالة.
- يجب مراقبة تحرير سوق الصرف الأجنبي على نطاق واسع وبعناية فائقة. ويمكن تحقيق ذلك من خلال الشروع في عمليات تدخل استراتيجية (مثل إدارة تثبيت سعر الصرف) من شأنها أن تُعيد استقرار قيمة الدينار الجزائري.
- يجب على البنك المركزي الجزائري التأكد من تعقيم جميع كميات العملة المستخدمة خلال عمليات التدخل. فمن المعروف أن التدخلات غير المعقمة ترتبط بزيادة حجم النقود المتداولة. نتيجةً لذلك، يؤدي ذلك إلى التضخم، ويؤثر سلبا على الأداء الاقتصادي.
- نظرا لكون سياسة التدخلات في سوق الصرف تكون ناجعة في الأجل القصير فقط، فإن الوصول لدينار قوي ومستقر في الأجل الطويل يتطلب معالجة مواطن الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات، والتبعية القوية والخطيرة للنشاط الاقتصادي بالنسبة

للإنفاق العام. وهذا يتطلب تنفيذ الإصلاحات الهيكلية الرامية إلى تعزيز وتقوية الأساسيات الاقتصادية (كمكافحة التضخم، وتحسين الإنتاجية، وزيادة القدرة على التصدير خارج النفط)، بما ينعكس على تنويع الاقتصاد وتحسين تنافسيته، وبالتالي الرفع من قدرته على مواجهة الصدمات الخارجية وبأقل تكلفة ممكنة على مختلف متغيرات الاقتصاد الكلي كالنمو والعمالة وسعر الصرف.

رابعا: آفاق الدراسة:

بعد انتهاء من هذه الدراسة، تبين لنا هناك بعض التوجهات المحتملة للبحوث المستقبلية والتي تعد امتدادا لهذا الموضوع ونذكر منها:

- تركز دراستنا فقط على تأثير تدخلات بنك الجزائر على سعر الصرف الإسمي، ولا تتناول تأثيره على سعر الصرف الحقيقي. لذلك، سنحدد في أبحاثنا المستقبلية مدى فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف على سعر الصرف الحقيقي في الجزائر. ونقيم تأثيره في الجزائر بشكل أكثر شمولا.
- من المهم معرفة القناة/القنوات التي تؤثر بها أنشطة تدخل بنك الجزائر على سعر صرف الدينار الجزائري.
- من المهم التمييز بين التدخلات السرية والمعلنة علناً لمقارنة آثارها المختلفة على سعر صرف الدينار.
- إشكالية تطوير سوق الصرف الأجنبي في الجزائر في ظل التحول نحو نظام الصرف المرن.

قائمة

المراجع

المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أحمد شعبان محمد علي، "**الأزمات والمتغيرات الاقتصادية ودور القطاع المصرفي**"، دار الوفاء للطباعة والنشر، ط1، الاسكندرية، 2011.
2. الأفندي أحمد محمد، "**الاقتصاد النقدي والمصرفي**"، مركز الكتاب الأكاديمي، ط1، عمان، 2018.
3. الحسني تقي عرفان، "**التمويل الدولي**"، دار مجدلاوي، عمان، 1999.
4. الدماغ بشير أسامة، الجورمد عبد الجبار أثيل، "**المقدمة في الاقتصاد الكلي**"، دار المناهج، عمان، الأردن، 2003.
5. الدليمي فاضل عوض، "**النقود والبنوك**"، دار الحكمة للنشر، الموصل، 1990.
6. الدوري زكريا، السمرائي يسرى، "**البنوك المركزية والسياسات النقدية**"، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2006.
7. الرحاحلة عبد الرزاق، ديري محمد زاهد، "**دراسة متعمقة في إدارة الأعمال الدولية**"، مكتبة عربي للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2010.
8. السربيتي أحمد السيد محمد، "**التجارة الخارجية**"، الدار الجامعية، مصر، 2009.
9. العلواني عديلة، "**الميسر في الاقتصاد النقدي**"، دار الخلدونية، الجزائر، 2014.
10. العامري مشكور، جايد سعود، "**المالية الدولية**"، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
11. الغالبي جليل عبد الحسين، "**سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
12. القطابري ضيف الله محمد، "**دور السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية الاقتصادية (نظرية–تحليلية–قياسية)**"، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
13. المغربي محمود بشير محمد الفاتح، "**نقود وبنوك**"، دار الجنان للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2016.
14. المشهداني أحمد فرحان خالد، العبيدي عبد الخالق عبد الله رائد، "**مبادئ الاقتصاد**"، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
15. الموسوي ضياء مجيد، "**اقتصاديات النقود والبنوك**"، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2002.

16. النعيمي تايه عدنان، "**إدارة العملات الأجنبية**"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012.
17. الوكيل نشأت، "**التوازن النقدي ومعدل الصرف، دراسة تحليلية مقارنة**"، شركة ناس للطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006.
18. بسام الحجار، "**نظام النقد العالمي وأسعار الصرف**"، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2009.
19. بليندر ألن، "**استقلالية البنك المركزي**"، تعريب مظهر محمد صالح، بغداد: بيت الحكمة، مطبعة الزمان، 2008.
20. بني هاني علي حسين، "**اقتصاديات النقود والبنوك: الأسس والمبادئ**"، دار الكندي للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2014.
21. بن علي بلعزوز، "**محاضرات في النظريات والسياسات النقدية**"، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2017.
22. بن الزاوي عبد الرزاق، "**سعر الصرف الحقيقي التوازني**"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
23. بن دعاس جمال، "**السياسة النقدية في النظامين الاسلامي والوضعي: دراسة مقارنة**"، المجلس الأعلى للغة العربية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
24. توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، "**الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**"، الطبعة الأولى، دار النشر والتوزيع، عمان، 2010.
25. جويدان جمال، "**الأسواق المالية والنقدية**"، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، 2002.
26. حميدات محمود، "**مدخل للتحليل النقدي**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
27. حسون سمير، "**الاقتصاد السياسي في النقود والبنوك**"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، ط2، لبنان، 2004.
28. حسين كامل فهمي، "**أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي**"، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، بحث رقم 63، جدة: المملكة العربية السعودية، 2006.
29. حشاد نبيل، "**استقلالية البنوك المركزية بين التأييد والمعارضة**"، اتحاد المصارف العربية، بيروت لبنان، 1994.
30. حنفي عبد الغفار، "**إدارة البنوك**"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1997.

31. زياد سليم رمضان، محفوظ احمد جودة، "**الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك**"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، 2006.
32. ساموبلسون بول، نوردهاوس ويليام، "**الاقتصاد**"، ترجمة هشام العبد الله، عمان: الدار الأهلية، 2001.
33. سامي خليل، "**الاقتصاد الدولي**"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005.
34. سعيدي نعمان، "**البعد الدولي للنظام النقدي برعاية صندوق النقد الدولي**"، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر،2011.
35. شرابي عبد العزيز، "**طرق إحصائية للتوقع الاقتصادي**"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
36. شعبان أحمد، علي محمد، "**انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية، دراسة تحليلية تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية**"، الطبعة الاولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2007.
37. شاهين عبد الله محمد، "**تقييم وتحديد أسعار الصرف للعملات العالمية الرئيسية**"، دار الابتكار للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
38. شيخي محمد، "**طرق الاقتصاد القياسي**"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
39. صيد أمين، "**سياسة الصرف كأداة لتسوية الاختلال في ميزان المدفوعات**"، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت – لبنان، 2013.
40. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "**النقود والبنوك والمؤسسات المالية**"، ط1، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2004.
41. عبد الرحمن يسرى أحمد، "**اقتصاديات النقود والبنوك**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
42. عبد العال رمزي محمد أحمد، "**العلاقة التبادلية بين معدلات الدولرة وفعالية السياسة النقدية**"، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف، مصر، 2014.
43. عبد المطلب عبد الحميد، "**اقتصاديات النقود والبنوك الأساسيات والمستحدثات**"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
44. عبد المطلب عبد الحميد، "**السياسة النقدية واستقلالية البنك المركزي**"، الدار الجامعية، مصر، 2013.
45. عبد المطلب عبد الحميد، "**اقتصاديات سعر الصرف**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2016.
46. عباس علي، "**إدارة الأعمال الدولية**"، ط3، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013.

47. عجمية عبد العزيز محمد، قريعة تادريس صبحي، "**النقود والبنوك والتجارة الخارجية**"، المكتبة الاقتصادية، دار المعارف، مطبعة الكرنك، مصر، 1970.
48. عدنان حسين يونس، علي إسماعيل عبد المجيد، "**الهيمنة المالية للدول الريعية**"، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
49. عوض الله زينب، الفولي أسامة محمد، "**اقتصاديات النقود والتمويل**"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية،2005.
50. قدي عبد المجيد، "**المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية دراسة تحليلية تقييمية**"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
51. قناوي عزت، "**أساسيات في: النقود والبنوك**"، دار العلم للنشر والتوزيع، 2005.
52. كنعان علي، "**النقود والصيرفة والسياسة النقدية**"، ط 1، دار المنهل اللبناني،2012.
53. لحلو موسى بخاري، "**سياسة سعر الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة سعر الصرف الأجنبي**"، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010.
54. لطرش الطاهر، "**تقنيات البنوك**"، ديوان المطبوعات الجزائرية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005.
55. محمود يونس محمد، علي عبد الوهاب نجا، "**الاقتصاد الدولي والتجارة الخارجية**"، دار التعميم الجامعي، الإسكندرية، 2016.
56. مجيد ضياء، "**الاقتصاد النقدي**"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2008.
57. موردخاي كريانين، "**الاقتصاد الدولي مدخل للسياسات**"، تعريب محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007.
58. موسى مطر سعيد، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، "**التمويل الدولي**"، دار صفاء للنشر، عمان، 2008.
59. ناشر عدلي سوزي، "**مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي**"، منشورات الحلبي، بيروت، 2005.
60. هوشيار معروف، "**تحليل الاقتصادي الدولي**"، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013.
61. يوسف حسن يوسف، "**البنوك المركزية ودورها في اقتصاديات الدول**"، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، ط1، 2014.
62. يوسف عبد الرحيم توفيق، "**الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية**"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

II. الأطروحات والرسائل:

63. الهنداوي عماد عمر محمود علي، "**علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري**"، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2011.

64. بدراوي شهيناز، "**تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية**"، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2014-2015.

65. بربور مشهور هذلول، "**العوامل المؤثرة على انتقال أسعار صرف العملات الاجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن**"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، تخصص المصارف، الأردن، 2008.

66. بربري محمد أمين، "**الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية "دراسة حالة الجزائر""**، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2011/2010.

67. بركان زهية، "**فعالية السياسة النقدية لمكافحة التضخم في ظل العولمة: دراسة حالة الجزائر**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2010.

68. برياطي حسين، "**أنظمة الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول دراسة "حالة الجزائر""**، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2016- 2017.

69. بعلول نوفل، "**أثر نظام سعر الصرف على ميزان المدفوعات الجزائري: دراسة مقارنة مع مجموعة من الدول العربية**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2018/2017.

70. بقبق ليلى أسمهان، "**آلية تأثير السياسة النقدية في الجزائر ومعوقاتها الداخلية**"، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2014-2015.

71. بن عمرة عبد الرزاق، "**السياسة النقدية والمالية وأثرهما على التوازن الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2018)**"، أطروحة دكتوراه في العلوم، تخصص: اقتصاد كمي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2022.

72. بن حمودة فاطمة الزهراء، "**أثر تقلبات أسعار الصرف على التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر**"، أطروحة دكتوراه، تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، 2012.

73. بن عبيزة دحو، "**سياسة سعر الصرف والنمو الاقتصادي: دراسة اقتصادية**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليابس سيدي بلعباس، 2017/2016.

74. بن لدغم فتحي، "**ميكانيزمات انتقال السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري**"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه تخصص نقود- بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، 2011-2012.

75. بنين بغداد، "**تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2016/2015.

76. بوعبد الله علي، "**أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2013-2014.

77. بوكرشاوي براهيم، "**استقلالية البنوك المركزية ودورها في رسم معالم السياسة النقدية**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، تخصص مالية، جامعة تلمسان، 2020.

78. بوكرديد عبد القادر، "**متطلبات كفاءة ادارة احتياطات الصرف الاجنبي بالبنوك المركزية – دراسة حالة بنك الجزائر** "-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم تخصص: علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف-، 2016/2015.

79. جبوري محمد، "**تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي :دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل**"، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012- 2013.

80. جديدن لحسن، "**تقييم أنظمة الصرف في الدول النامية- دراسة قياسية-**"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2010-2011.

81. درواسي مسعود، "**السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي**"، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

82. ديش فاطيمة الزهرة، "**دور السياسات النقدية والمالية في الحد من الأزمات الاقتصادية**"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2018.

83. زيات عادل، "**إدارة خطر الصرف وسبل تطوير تقنيات التحوط في البلدان الناشئة**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، 2017/2016.

84. عامري رضوان، "**العلاقة بين النمو وسعر الصرف: حالة الدول النامية**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية: تخصص اقتصاد مالي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي ليابس بسيدي بلعباس، 2017/2016.

85. عبابسة نور الدين، "**أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاقتصاديات النامية – دراسة حالة الجزائر**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة العربي ابن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2017/2016.

86. عجلان صباح، "**دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2019.

87. غربي يسين سي لاخضر، "**علاقة سعر صرف الدينار بالمتغيرات الاقتصادية الكلية في الجزائر: دراسة قياسية تحليلية (1970-2015)**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: دراسات اقتصادية ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور الجلفة، 2019/2018.

88. قليل زينب، "**تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي**"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2015/ 2016.

89. معيزي قويدر، "**فعالية السياسة النقدية في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر (1990-2006)**"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر،2008.

90. موسى أحلام مبارك، "**آلية رقابة البنك المركزي على أعمال البنوك في ظل المعايير الدولية**"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير- فرع: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

III. المقالات والمداخلات

- **المقالات:**

91. أدرويش محمد دحماني، "**النمو الاقتصادي واتجاه الانفاق الحكومي في الجزائر: بعض الأدلة التجريبية لقانون فانغر باستعمال مقاربة منهج الحدود ARDL**،" مجلة الاقتصاد والمناجمنت، منشورات كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، العدد 11، 2012.

92. إبراهيم آمال علي، "**دور السياسة النقدية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية في مصر باستخدام مربع كالدور السحري**"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد 03، جامعة بور سعيد، كلية التجارة، مصر، 2019، ص 118-154.

93. إبراهيم شعبان رأفت محمد، "**دور البنك المركزي في إرساء ونجاح قواعد السياسة النقدية**"، مجلة القانون والاقتصاد، العدد 92، جامعة القاهرة، كلية الحقوق، مصر، 2019.

94. آيت يحي سمير، "**التعويم المدار للدينار الجزائري بين التصريحات والواقع**"، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 09، 2011.

95. اليوسف عبد الرحمان نورة، "**تعادل أسعار الفائدة بين الدول الصناعية الكبرى ودول مجلس التعاون الخليجي**"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العشرون، العدد 01، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004.

96. الجبوري محمد حمد خلف، "**دور استقلالية البنوك المركزية في تحقيق أهداف السياسة النقدية**"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 07، العدد 23، 2011.

97. الساعدي حسون صبحي، عبد حماد أياد، "**أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة**"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 04، العدد 07، 2011.

98. العنيزي وسام حسين علي حسين، "**قياس العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وميزان المدفوعات في العراق للمدة 2004-2016**"، مجلة جامعة جيهان- اربيل العلمية، اصدار خاص- العدد 02 (الجزء- C)، 2018.

99. الغالبي جليل عبد الحسين، الجبوري كريم هودان سوسن، "**أثر استقلالية البنك المركزي على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق**"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 14، العدد 3، 2017.

100. الهيتي حسين أحمد، أيوب فخر الدين أوس، "**دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي**"، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد04، العدد08، 2012.

101. بالطيب جمال، نمر الخطيب محمد، "**أثر استقلالية بنك الجزائر على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم**"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08، العدد 02، 2021.

102. بحوصي مجدوب، "**استقلالية بنك الجزائر (مؤسسة الرقابة الأولى) بين قانون النقد والقرض 10/90 والأمر 11/03**،" مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد 16، 2012.

103. بربري محمد أمين، "**مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري**"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 07، جامعة الشلف، السداسي الثاني، 2009.

104. بشوندة رفيق، شريفي إبراهيم، "**تأثير استعمال الشموع اليابانية على سلوك المضاربة في السوق الدولي للعملات الأجنبية دراسة حالة زوج الجنيه الإسترليني/الدولار الأمريكي (GBP/USD)**"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 04، 2018.

105. بضياف صالح، "**أداء وسيط التبادل التجاري على وضعية التجارة الخارجية: دراسة حالة الجزائر**"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 8، العدد 1، 2017، ص ص 293-305.

106. بغداوي جميلة، عميش عائشة، حضري دليلة، "**أثر استقلالية البنك المركزي في رسم وتنفيذ أهداف السياسة النقدية في الجزائر**"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 17، العدد 25، 2021.

107. بنابي فتيحة، "**علاقة استقلالية البنك المركزي بفعالية السياسة النقدية**"، مجلة معارف قسم: العلوم الاقتصادية، العدد 22، 2017.

108. بلقيوس عبد القادر، زايري بلقاسم، "**أثر تعقيم الأصول الاحتياطية من الصرف الأجنبي على سياسة التوسع التقدي في الجزائر خلال الفترة 2005-2015**،" مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018، ص. ص 221-236.

109. بن بوزيان محمد، درقال يمينة، "**دراسة تقلبات أسعار الصرف على المدى القصير، اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي**"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 39، 2015.

110. بن رجم خميسي محمد، بومدين وفاء، "**أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري الجزائري**"، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، المجلد 06، العدد 03، 2019.

111. بن عيسى كمال الدين، حزام نسيم، بونشادة نوال، "**العلاقة السببية بين سعر الصرف واحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ VECM للفترة 1990-2020**،" مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، جامعة الوادي، المجلد 08، العدد01، 2023.

112. بن هراوة محمد أمين، ترقو محمد، "**أثر اختيار نظام الصرف على تراكم الاحتياطات الدولية في الجزائر –دراسة قياسية–**"، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 15، العدد 1، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، الجزائر، 2023، ص. ص: 517 – 526.

113. بوزيان مختارية، بن يحي يحي، "**تقييم دور البنك المركزي الجزائري في توجيه وتحديد سعر الصرف: دراسة قياسية على سعر الصرف الاسمي للدينار مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (1990–2017)**"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 14، العدد 03، 2020، ص 441–462.

114. بوساق عبد المجيد، برارة فريد، "**تطبيق نموذج أشعة تصحيح الخطأ VECM لدراسة العلاقة بين سعر الصرف الفعلي الاسمي والتضخم الشهري في الجزائر**"، مجلة أبحاث اقتصادية وادارية، المجلد 15، العدد01، 2021.

115. بوشمال محمد، مختار حميدة، "**أثر احتياطي النقد الأجنبي على سعر الصرف دينار/دولار في الجزائر دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 1990 – 2019**،" مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 02، 2020، ص 359 – 377.

116. بوشنتوف نوال، فتان الطيب، "**أثر استقلالية البنك المركزي على أداء السياسة النقدية في الجزائر**"، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجمنت، المجلد 04، العدد 02، 2017.

117. بوكرديد عبد القادر، بن علي بلعزوز، كيحل عبد الباقي، "**أثر احتياطيات الصرف الأجنبي على سعر صرف الدينار/ اليورو في الجزائر دراسة تحليلية قياسية خلال الفترة 2000، 2019**". مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08، العدد 01، 2022.

118. تمار أمين، "**اختبار سببية toda–yamamoto بين عجز الموازنة والميزان التجاري في الجزائر للفترة (1990–2016)**"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد09، 2018، ص251 – 266.

119. جبوري محمد، "**فعالية تدخلات البنوك المركزية في أسواق الصرف دراسة قياسية لحالة الجزائر للفترة 1980–2015**،" مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 80، 2019، ص. ص 30–49.

120. حمدي محمد صالح، "**علاقة البنك المركزي بالمصارف الإسلامية، مجلة كلية العلوم الإسلامية – الصراط–**"، العدد الحادي عشر، 2005.

121. حمريط محسن، "**دراسة العلاقة السببية قصيرة الأجل بين التضخم ومستويات سعر الصرف الاسمي الفعال في الجزائر من خلال نموذج أشعة الانحدار الذاتي**"، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية– دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور بالجلفة، المجلد 27، العدد 01.

122. خليل حقي رغد، غيدان كامل جليل، "**تحليل العلاقة بين قنوات السياسة النقدية وعجز الموازنة العامة في العراق للمدة (2004-2017)**"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة العشرون، العدد 72، 2022.

123. دقيش جمال، جعفر هني محمد، بلقيوس عبد القادر، "**أثر احتياطيات الصرف الأجنبي على النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية خلال الفترة (1998-2016)**"، مجلة الباحث، المجلد 20، العدد 01، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2020، ص. ص 551-561.

124. دولي لخضر، عبود عبد المجيد، "**أثر السياسة النقدية على استقرار سعر الصرف في الجزائر**"، مجلة مجاميع المعرفة، عدد 2018-06، 2018.

125. راتول محمد، "**الدينار الجزائري بين نظرية أسلوب المرونات وإعادة التقويم**"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 04، جامعة الشلف، 2006.

126. رنان راضية، "**دور بنك الجزائر في إدارة سياسة سعر الصرف في ظل التعويم المدار خلال الفترة 2000-2013**"، مجلة الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 12، العدد 2، 2015، ص ص 274-286.

127. سبكي وفاء، بلمقدم مصطفى، "**اختبار سببية Toda-Yamamoto بين التعليم والنمو الاقتصادي في الجزائر**"، مجلة الإستراتيجية والتنمية، (03 مكرر (الجزء الثاني))، 2019، ص 293 - 314.

128. سلامي أحمد، شيخي محمد، "**اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)**"، مجلة الباحث، عدد 13، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013.

129. شبيلة عائشة وآخرون، "**السياسة النقدية والمصرفية من منظور إسلامي**"، مجلة التسويق الدولي الإسلامي، 2015.

130. شعيب بونوة، خياط رحيمة، "**سياسة سعر الصرف في الجزائر" دراسة قياسية للدينار الجزائري**"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، العدد01، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2011.

131. شلوفي عمير، لزرق يوسف، رخرور يوسف، "**تحليل فعالية قناة الائتمان المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري باستخدام منهجية تودا ياماموتو خلال الفترة 1990 – 2019**"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 12، العدد02، 2021، ص 37-52.

132. طيبة عبد العزيز، "**فعالية بنك الجزائر في تعقيم تراكم احتياطات الصرف الأجنبي خلال الفترة 2000-2011**"، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 12- 2014، ص 26-34.

133. طيبة عبد العزيز، طهرات عمار، "**دور سياسة التعقيم النقدي في الحد من التضخم دراسة تحليلية لحالة الجزائر خلال الفترة 2000-2017**"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 23، العدد 01، 2020، ص. ص 753-772.

134. عباس حسون صبحي، "**المضامين النقدية لسياسة التعطيل النقدي في الدول النامية دراسة حالة كوريا**"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية السنة السادسة العدد17، 2008.

135. فرديه اسماعيل، شربي محمد الأمين، "**أثر الاحتياطي من النقد الأجنبي على سعر صرف العملة – دراسة حالة الجزائر (1990-2019)**"، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2021، ص. ص 121 – 132.

136. فضل توكل أحمد حسن، "**أثر السياسة النقدية والمالية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان1990-2014**"، مجلة الشمال للعلوم الأساسية والتطبيقية، المجلد 01، العدد 02، جامعة الحدود الشمالية، 2016.

137. فيلالي يوسف، طالب دليلة، "**فعالية السياسة النقدية في استهداف التضخم**"، مجلة دفاتر MECAS، المجلد 17، العدد 4، 2021.

138. كبداني سيدي أحمد، قاسم فؤاد محمد، "**تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ " MENA ""**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 03، 2013.

139. لباز الأمين، "**مسار سياسة سعر الصرف في الجزائر –دراسة تحليلية للنظم والنتائج**"، مجلة رؤى اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، العدد 11، 2016.

140. لخضاري إبراهيم، غزازي عماد، "**دراسة تحليلية لاحتياطي الصرف الأجنبي في الجزائر خلال الفترة (2000-2019)**"، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 05، العدد 02، 2021، ص 137- 154.

141. لزعر علي، آيت يحي سمير، "**معدل الصرف الفعلي الحقيقي وتنافسية الاقتصاد الجزائري**"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، المجلد 11، العدد 11، 2012.

142. محمد جمعة حياة، علوش باقر جعفر، "**استقلالية البنك المركزي وتأثرها بالمالية العامة**"، مجلة لارك للفلسفة واللسانيات والعلوم الاجتماعية، المجلد 2، العدد 32، 2019.

143. مطاي عبد القادر، بن شنينة كريمة، "**فعالية السياسة النقدية في مواجهة التضخم**"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 03، 2016.

144. معمري ليلى، يحياوي سمير، "**أثر استقلالية البنك المركزي على فعالية السياسة النقدية في محاربة التضخم**"، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 02، العدد02، 2017.

- **المداخلات:**

145. صالحي صالح، "**أدوات السياسة النقدية والمالية الملائمة لترشيد دور الصيرفة الإسلامية**"، مداخلة تدخل ضمن فعاليات الندوة العلمية الدولية حول الخدمات المالية وإدارة المخاطر في المصارف الاسلامية، جامعة فرحات عباس: سطيف، كلية العلوم الاقتصادية، يومي 19-20 أفريل 2010.

146. عزوز علي، "**قياس استقلالية البنك المركزي في ظل الإصلاحات المصرفية الحديثة**"، مداخلة في إطار المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، 11-12 مارس 2008، جامعة ورقلة.

147. منصوري الزين، "**استقلالية البنك المركزي وأثرها على السياسة النقدية**"، ملتقى المنظومة المصرفية الجزائرية والتحولات الاقتصادية- واقع وتحديات، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، 2004.

148. السلطان عبد الرحمن بن محمد،" **مدى أهمية العملة الموحدة ضمن مسيرة التكامل الخليجي**"، ورقة مقدمة للقاء السنوي السابع عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (التكامل الاقتصادي الخليجي : الواقع والمأمول)، 26-28 ماي2009 ، الرياض، المملكة العربية السعودية.

IV. التقارير والمنشورات:

149. ادريس محمد، "**السياسة النقدية**"، صندوق النقد العربي، سلسلة كتيبات تعريفية العدد (17)، 2021.

150. الشاذلي أحمد شفيق، "**قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي**"، صندوق النقد العربي دراسات اقتصادية، العدد 39، 2017.

151. الصادق توفيق علي وآخرون، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، "**السياسة النقدية في الدول العربية**"، أبو ظبي، 1996.

152. بلقاسم العباس، "**سياسات أسعار الصرف**"، المعهد العربي للتخطيط، إصدارات جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 23، الكويت، نوفمبر 2003.

153. حامد صلاح الدين، "**أسعار صرف العملات**"، إضاءات مالية ومصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 12، الكويت.

154. دوتاغويتا روبا، فيرناندیز غيلدا، كاراكاداغ سيم، "**التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة ؟**"، قضايا اقتصادية، عدد 38، صندوق النقد الدولي، 2005.

155. صلاح علي، "**البنوك المركزية: تصاعد الجدل حول استقلالية السياسة النقدية في العالم**"، أوراق أكاديمية، المستقبل للأبحاث والدراسات المتقدمة، العدد 5، أبريل 2019.

156. صندوق النقد العربي، "**المبادئ الأساسية لنظم الدفع الهامة نظاميا ومسؤوليات المصارف المركزية**"، أبو ظبي، 2007.

157. صندوق النقد الدولي، "**الاحتياطات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية**"، الولايات المتحدة الأمريكية: صندوق النقد الدولي، 2013.

158. صندوق النقد الدولي، "**آفاق الاقتصاد العالمي: العولمة وعدم المساواة**"، واشنطن، أكتوبر 2007.

159. عبد المنعم هبة، طلحة الوليد، "**استقلالية البنوك المركزية، موجز سياسات**"، صندوق النقد العربي، العدد السادس، سبتمبر 2019.

160. غدير غدير هيفاء، "**السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري**"، المجلد 11 من دراسات اقتصادية، 2010.

161. غوش أتيش، "**إعادة العملات لوضعها الطبيعي**"، مجلة التمويل والتنمية، يونيو 2008.

المراجع باللغة الأجنبية

I. BOOKS:

162. Albert Ondossa, "**Economie monétaire internationale"**, Edition ESTEM, Paris, 1999.

163. Andrew Harrison et Autres, "**Business international et mondialisation"**, 1ère édition, édition de Boeck université, Bruxelles, Belgique, 2004.

164. Anne Krueger, "**Exchange rate determination"**, London Cambridge University press, 1984.

165. Bourbonnais Régis, Terraza Michel, Analyse *des series temporelles : Application à l'économie et à la gestion,* Paris : Dunod, 3éme Edition, 2010.

166. Bourbonnais Régis, **"Économétrie"**, ed DUNOD, Paris, 2015.

167. Brockwell P.J, Davis R.A, **"Time Series: Theory and Methods"**, *Springer Science+Business Media,* Springer-Verlag, New York, 1987

168. Cheng Grace, **"7 Winning Strategies for Trading Forex"**, Harriman House Ltd, London, UK, 2007.

169. Cukierman Alex, "**Central bank strategy credibility, and independence, theory and evidence"**, the Mit press, Cambridge, 1992.

170. David senaux, **"Les mouvements internationaux des capitaux"**, educagri éditions, France, 2009.

171. Delaplace Marie, **"Monnaie et Financement de l'économie"**, édition Dunod, Paris, 2017.
172. Faugere Jean Pierre, Voisin Colette, **"Le système financier et monétaire international"**, édition nathar, 1994.
173. Ferrari Jean-Baptiste, **"Economie Financière Internationale"**, collection Amphi, Paris, 2000.
174. Frederic Mishkin, **"The economics of money banking and financial markets"**, Columbia University, Addison Wesley Inc., Sixth edition, 2001.
175. Frederic Mishkin, Christian Bordes, **"Monnaie banque et marchés financiers",** 8eme édition, Pearson, 2008.
176. Frederic Mishkin, **"Macroeconomics, policy and practice"**, Addison-wisely, United states, 2012.
177. Gujarati Damodar N, **"Basic econometrics"**, fourth edition, the McGraw Hill company, 2004.
178. Gujarati Damodar N., Porter Dawn C., **"Basic Econometrics",** 5éme Edition, McGraw-Hill Education, Usa, 2009.
179. James Dicks, "**Trading strategies for the forex market"**, 1st Edition, McGraw Hill, USA, 2010.
180. Jean Marc Siroèn, **"Finances Internationales"**, Arnaud colin, Paris, 1993.
181. Jean-Pierre Allegret, **"Les régimes de change dans les marchés émergents"**, Paris : librairie Vuibert, 2005.
182. Larbi Dohni, Carol Hainaut, **"Les taux de change"**, édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
183. Michelle de morgues, **"La monnaie"**, système financière et théorie monétaire, Economica, Paris, 3éme édition, 1993.
184. Michel Jura, **"Technique financière international"**, 2éme édition, Dunod, Paris, 2003.
185. Mondher Cherif, **"Les taux de changes"**, Revue Banque Edition, Paris, 2002.
186. Nyahoho Emmanuel, **"Finances internationales"**, Canada : Presses de l'Université du Québec, 2éme édition, 2002.
187. Patat Jean pierre, **"Monnaie institutions financières et politiques monétaires"**, 4éme édition, Economica, paris, 1987.
188. Patat Jean pierre, **"Monnaie, institions financière et politiques monétaire"**, 5éme éditions, economica, paris, 1993.
189. Patrice fontaine, **"Marché des changes"**, Paris, Pearson Education, France, 2008
190. Paul Krugman et Maurice Obstfeld, Gunther Capelle, Blancard, Mathien Crozet, Economie Internationale, Paris, Nouveau horizons, 8ème édition, 2009.
191. Paul R. Krugman et Maurice Obstfeld, Marc Miliez, **"Economie internationale"**, 9ème édition, Pearson Education, France, 2012.
192. Suraj B. Gupta, **"Monetary Economics: Institutions Theory and Policy"**, Del Hi-S. Chand and Company LTD, 1996.
193. Ugolini Stefano, **"The Historical Evolution of Central Banking"**, Handbook of the History of Money and Currency, UK: Springer Nature, 2018.
194. Verbeek Marno, **"A Guide to modern Econometrics",** 2th Edition, John wiley & sons Ins, England, 2004.

195. William J Boumol, **"Economic Principal Policy"**, Seventh the Dryden Press, New York, university, 1988.

II. THESES:

196. Maxym Kryshko, **"Bank Lending Channel and Monetary Transmission Mechanism in Ukrane"**, A thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economics, the National University "Kyiv-Mohyla Academy, 2001.

197. Pietro Nosetti, **"Les banques centrales et l'approche contractuelle de l'indépendance (cas de la néo-zélandais)",** thèse de doctorat d'état, faculté des sciences économiques et sociales – l'université de fribourg (suisse), 2003.

III. ARTICLES & PERIODICALS:

198. Abbuy Kwami Edem, **"An empirical test for the effectiveness of central bank intervention in foreingn exchange markets : An application to the Canadian and Swiss Central Banks"**, *Journal of Economics and Political Economy, 5*(4), 2018, p.p 450-458.

199. Abaenewe Zeph C, Ndugbu Michael O, **"Analysis of the Effect of monetary policy development on equity pricesin Nigeria",** Journal of Industrial and Academic Research, West African, vol 5, N°1, 2012.

200. Afzal Muhammad et al, **"openness, Inflation and Growth relationships in Pakistan, An Application of ARDL bounds Testing Approach"**, Pakistan Economic and social review, vol.51, N. 01, 2013.

201. *Ahsan Amirul and other, **"Determinants of Central Bank Independence and Governance: Problems and Policy Implications",** JOAAG, Vol.1, No. 1, 2006.*

202. Aslan Ozgu, Korap H. Levent, **"Monetary Transmission mechanism in an open economy framework: the case of Turkey"**, Ekonometri ve İstatistik Sayı:5, Istanbul University, faculty of economics, Turkey, 2007.

203. Antoni Akmal, Irwan Muslim, **"Long-term relationships of macroeconomic variables on Indonesian foreign exchange reserves",** Menara Ekonomi, Vol V, No. 2, 2019.

204. Banerjee B, Zeman J, Ódor Ľ et al. **"On the Effectiveness of Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market: The Case of Slovakia, 1999–2007"**, Comp Econ Stud, vol 60, 2018, p.p 442–474.

205. Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, **"The effectiveness of central bank intervention through the noise trading channel: evidence from the Australian and Japan case"**, SSRN Electronic Journal, 2009.

206. Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, Omri Abdelawhed, **"Sterilized intervention within a heterogeneous expectation exchange rate model: evidence from the reserve bank of Australia",** The Australian Economic Review, 44(3), 256-268, 2011.

207. Ben Maatoug Abderrazak, Fatnassi Ibrahim, Omri Abdelawhed**, "Efficacité de l'intervention de la banque centrale Islandaise en présence d'asymétrie d'information avec les spéculateurs",** In : Economie appliquée, 64 (1), 2011, pp. 43-67.

208. Belloumi Mounir, **"The Relationship Between Trade, Fdi and Economic Growth in Tunisia: An Application of Autoregressive Distributed Lag Model"**, Economic Elsevier Journal, Volume 38, Issue 2, Great Britain, June 2014.
209. Broto Carmen, **"The effectiveness of forex interventions in four Latin American countries",** Emerging Markets Review, vol. 17, 2013, p. p 224–240.
210. Chang M, Suardi S, Chang Y, **"Foreign exchange intervention in Asian countries: What determine the odds of success during the credit crisis?"**, International Review of Economics and Finance, Vol. 51, 2017, pp 370-390.
211. Chileshe M. Patrick, Olusegun Ayodele Akanbi**, "The relative importance of the channels of Monetary policy transmission in a developing country: The case of Zambia",** African journal of economic review, vol. V, issue II, July 2017.
212. Chipili Jonathan Mpundu, "**Central bank intervention and exchange rate volatility in Zambia"**, Journal of African Business, 15(2), 2014, pp114-121.
213. Djedaiet Aissa, Tergou Mohamed, **"The Algerian Bank′s Sterilization Policy and the Sustainability Problematic: Roberto Frenkel′s Scenarios (2005-2015)"**, Journal of Al-Quds Open University for Administrative & Economic Research, Vol. 3, No. 9, June 2018.
214. Drunat Jérôme, Dufrenot Gilles, Mathieu Laurent, **"Les théories explicatives du taux de change : de Cassel au début des années quatre-vingt",** In : Revue française d'économie, vol. 9, n°. 3, 1994.
215. Gabriela Mundaca, **"Central bank interventions in a dollarized economy: managed floating versus inflation targeting",** Empirical Economics, Springer, vol. 55(4), 2018, p. p 1507-1535.
216. Giannellis Nikolaos, Papadopoulos P Athanasios, **"What causes exchange rate volatility? Evidence from selected EMU members and candidates for EMU membership countries",** Journal of International Money and Finance, 30, 2011, p. 39–61.
217. Grilli Vittorio, Masciandaro Donato, Tabellini Guido, **"Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries",** Economic Policy, Vol 06, No 13, 1991, 341–392.
218. Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, **"Fear of floating",** The quality journal of economics, vol. 117, no. 2, 2002.
219. Hassan A, Abubakar M, Dantama Y. U, **"Determinants of Exchange Rate Volatility: New Estimates from Nigeria",** Eastern Journal of Economics and Finance, vol.3, no.1, pp. 1-12, 2017.
220. Honest D, Emmanuel Z, **"Testing the validity of wagner's law in the NAMIBIAN context: A TODA-YAMAMOTO (TY) GRANGER causality approach 1991-2013"**, Botsawana journal of economics, 14(01), 2016, pp. 52-70.
221. Horne Jocelyn, Nahm Daehoon, **"International Reserves and Liquidity: A Reassessment, Credit and Capital Markets"**, Kredit und Kapital, 34 (03), 2001, pp. 356-392.
222. Javiera Aguilar, Stefan Nydahl, **"Central bank intervention and exchange rates: the case of Sweden"**, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Vol 10, 2000, P. P 303–322.

223. Kashyap Anil K, Stein Jeremy C, **"What Do a Million Observations Banks say about the Transmission of Monetary policy?",** American Economic Review, Vol. 90, No. 3, 2000, pp.407-428.
224. Kilicarslan Zerrin, **"Determinants of exchange rate volatility: empirical evidence for Turkey",** Journal of Economics, Finance and Accounting (JEFA), V.5(2), 2018, pp.204-213.
225. Mireille Linjouom, **"Impact de Taux de Change Réel sur La Politique de Change du Cameron",** cahier de recherche Eurisco, Paris, 2004.
226. Mongkol Kulachet, **"Is intervention effective after all?"**, Journal of Economics and International Finance, Vol. 3(1), pp. 29-36, 2011.
227. Neely Christopher J, **"The practice of central bank intervention: looking under the hood",** Federal Reserve Bank of St. Louis Review May/June 2001, pp 1-10.
228. Neely Christopher J, **"An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Intervention",** WORKING PAPER 2005-030B, Federal Reserve Bank of ST LOUIS, 2005.
229. Neely Christopher J, **"A foreign exchange intervention in an Ere of Restraint",** *Federal Reserve Bank of ST. Louis Review*, 93 (5), 2011, pp 303-324.
230. Oaikhenan H. E, Aigheyisi O. S, **"Factors explaining exchange rate volatility in Nigeria: theory and empirical evidence"**. CBN Economic and Financial Review, 53(2), 2015, p.47-77.
231. Ouaret Samira, Yaici Farid, **"The Management of Foreign Exchange Reserves in Algeria",** Roa Iktissadia Review, 10 (02), Algeria: University Eloued, 2020, pp 75-92.
232. Perasan M.H, Chin Y, Smith R. j, **"Bounds testing approaches to the Analysis of level Relationships"**, Journal of applied Econometrics, vol 16, N 03, 2001, pp. 289-326.
233. Phillips P, Perron P, **"Testing a unit root in Time series Regression",** Biometrica, 75(2), 1988, p.p. 335-346.
234. Reitz Stefan, Taylor Mark P, **"The coordination channel of foreign exchange intervention: A nonlinear microstructural analysis",** European Economic Review, Elsevier, vol. 52(1), 2008, p. p 55-76.
235. Roy Trivedi S, **"The Moses effect: can central banks really guide foreign exchange markets?"**, Empirical Economics, vol 58, 2020, p.p 2837–2865.
236. Sarno L, Taylor M. P, **"Official intervention in the foreign exchange market: Is it effective and, if so, how does it work?",** Journal of Economic Literature, 39(3), 2001, 839-868.
237. Sylvia Maxfield, **"Financial Incentives and Central Bank Authority in Industrializing Nations",** World Politics, Vol. 46, no. 4, 1994.
238. Sylvester Eijffinger, Macro Heoberrichts, **"The trade off between central bank indepandance conservativeness",** oxford economic papers, vol 50, n° 03, july 1998, pp. 397-411.
239. Toda H. Y, Yamamoto T**, "Statistical inference in vector autoregressions with possibly integrated processes"**, Journal of econometrics,66 (1). 1995, PP. 225-250.
240. Tsen Wong Hock, **"Exchange Rate and Central Bank Intervention",** Journal of Global Economics, Vol 2, e104, 2014.

IV. CONFERENCES & SEMINARS :

241. El Hammas Hanène, Salah Salem, "**Choix de régime de change optimal et croissance économique, Cas de la Tunisie"**, The Théorie And Practice Of Economie Policy, Tradition And Change 15-17 June 2006, Italy.
242. Morisson Gilles, **"Investissment Direct Etranger, Croissance et Politique D'attractivite (problématique et enjeu pour les banques – centrale)",** Banque de France, institut bancaire et financier international, CONFERANCE, BANQUE D'ALGERIE, Alger, avril, 2012.
243. Morisson Gilles, **"La Crise Financiere Actuelle (Conséquences pour les banques)",** Banque de France, institut bancaire et financier international, CONFERANCE, BANQUE D'ALGERIE, Alger, avril,2012.

V. REPORTS & PUBLICATIONS:

244. Adler Gustavo, Camilo E, Tovar Mora, **"Foreign exchange intervention: A shield against appreciation winds?"**, IMF Working papers 11/165, international monetary fund, 2011.
245. Al-Mashat Rania, Billmeier Andreas, **"The Monetary Transmission Mechanism in Egypt",** IMF Working Paper, WP/07/285, December 2007.
246. Andrea Bubula, Inci Otker-Robe**, "The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto Policies",** IMF working paper, N°02/155, 2002.
247. Bank for International Settlements (BIS): **"Triennial central bank survey, report on foreign exchange and derivatives market activity in 2001 ",** Basel, Switzerland, March 2002.
248. Bank for International Settlements (BIS): **"Triennial central bank survey, report on global foreign exchange market activity in 2013 "**, Basel, Switzerland, December 2013.
249. Banque des Réglements Internationaux, **"Les banques centrales et le défi du développement"**, Bale Suisse, mai 2006.
250. Basu Kaushik, Varoudakis Aristomene, **"How to move the exchange rate if you must: The diverse practice of foreign exchange intervention by central banks and a proposal for doing it better"**, The World Bank, Policy Research Working Paper Series, No.6460, 2013.
251. Chen Yu-Fu, Funke Michael, Glanemann Nicole, **"The Signalling Channel of Central Bank Interventions: Modelling the Yen / US Dollar Exchange Rate"**, Dundee discussion papers in economics 260, Economic studies, University of Dundee,2011.
252. Chutasripanich Nuttathum, Yetman James, **"Foreign exchange intervention: strategies and effectiveness"**, BIS Working Papers, No 499, Bank for International Settlements, 2015.
253. FMI, **"Directives pour la Gestion des Réserves de Change",** 2001 https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/fra/guidef.pdf (19/09/2024).
254. Frankel Jeffrey A. **"Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies"**, KSG Faculty Research Working Papers Series RWP03-011, February 2003.
255. Fratzscher M, **"Communication and exchange rate policy",** ECB Working paper, No.363, 2004, pp.1-21.

256. International Monetary Fund, **“Annual Report 2002, Exchange Rate Arrangements and Anchors of Monetary Policy as of 31 December 2001”,** Washington, 2002.
257. Jacobo De León, **"La gestion des réserves de change de la Banque du Canada",** REVUE DE LA BANQUE DU CANADA, HIVER 2000-2001.
258. Jonas Kibala Kuma, **"Modélisation ARDL, Test de cointégration aux bornes et Approche de Toda-Yamamoto : éléments de théorie et pratiques sur logiciels"**, Licence, Congo-Kinshasa, 2018.
259. Karl Habermeier and others, **"Revised system for the classification of Exchange rate arrangement",** Working Paper, international monetary fund, 2009.
260. Kisu Simwaka**, "The effectiveness of official intervention in the foreign exchange market in Malawi"**, MPRA Paper, No 1123, 2006.
261. Menkhoff Lukas, Rieth Malte, Stöhr Tobias, **“The dynamic impact of FX interventions on financial markets”,** Kiel Working Paper, No. 2151, Kiel Institute for the World Economy (IFW), KK Kiel, 2020.
262. Naef Alain, **“Blowing against the wind? a narrative approach to central bank foreign exchange intervention”,** EHES Working paper, No. 188, 2020.
263. Roberto Cardarelli, **“Capital inflows: Implications and policy responses”,** IMF working paper, 2009.
264. Tashu Melesse, **"Motives and Effectiveness of Forex Interventions: Evidence from Peru",** IMF Working Paper, 14, 217, Washington, DC, 2014.

الملاحق

الملحق رقم (01): الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Date: 05/04/25 Time: 20:55
Sample: 1994 2023

	EXR	INT	M2	BOP	INF	IR
Mean	84.53630	2.274517	59.39484	2.137944	6.591338	4.615972
Median	76.23741	4.483914	61.53417	2.410000	4.397101	1.750000
Maximum	141.9950	32.92540	84.87179	36.99000	29.77963	16.58333
Minimum	35.05850	-34.94026	33.00584	-27.53679	0.339163	1.750000
Std. Dev.	27.68859	16.01254	13.81695	15.49480	7.079757	4.682044
Skewness	0.626877	-0.358613	-0.332001	0.012945	2.427403	1.499898
Kurtosis	2.490155	3.066904	2.198651	2.763186	8.091140	3.923366
Jarque-Bera	2.289801	0.648613	1.353822	0.070939	61.86107	12.31422
Probability	0.318256	0.723029	0.508184	0.965152	0.000000	0.002118
Sum	2536.089	68.23550	1781.845	64.13832	197.7401	138.4792
Sum Sq. Dev.	22233.09	7435.644	5536.331	6962.573	1453.566	635.7246
Observations	30	30	30	30	30	30

الملحق رقم (02): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لسعر صرف الدينار EXR

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.446220	0.8880
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 19:57
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	-0.018507	0.041475	-0.446220	0.6590
C	5.007089	3.597368	1.391876	0.1753

R-squared	0.007321	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.029445	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.793127	Akaike info criterion	6.417694
Sum squared resid	906.1287	Schwarz criterion	6.511990
Log likelihood	-91.05656	Hannan-Quinn criter.	6.447226
F-statistic	0.199112	Durbin-Watson stat	1.349886
Prob(F-statistic)	0.658997		

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.219898	0.8873
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 19:59
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	-0.112983	0.092617	-1.219898	0.2335
C	7.919781	4.397246	1.801077	0.0833
@TREND("1994")	0.327121	0.287124	1.139302	0.2650

R-squared	0.054522	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.018207	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.761419	Akaike info criterion	6.437942
Sum squared resid	863.0426	Schwarz criterion	6.579386
Log likelihood	-90.35016	Hannan-Quinn criter.	6.482240
F-statistic	0.749659	Durbin-Watson stat	1.293570
Prob(F-statistic)	0.482468		

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.926537	0.0057
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:00
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.750379	0.191105	-3.926537	0.0006
C	2.195951	1.264152	1.737094	0.0942

R-squared	0.372249	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.348105	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.461761	Akaike info criterion	6.302169
Sum squared resid	775.6016	Schwarz criterion	6.397326
Log likelihood	-86.23036	Hannan-Quinn criter.	6.331259
F-statistic	15.41770	Durbin-Watson stat	1.841637
Prob(F-statistic)	0.000566		

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		2.901160	0.9985
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:00
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	0.036579	0.012609	2.901160	0.0072

R-squared	-0.063907	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.063907	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.889293	Akaike info criterion	6.418023
Sum squared resid	971.1457	Schwarz criterion	6.465171
Log likelihood	-92.06134	Hannan-Quinn criter.	6.432789
Durbin-Watson stat	1.338428		

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.453976	0.0012
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:03
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.558718	0.161761	-3.453976	0.0018

R-squared	0.299394	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.299394	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.662142	Akaike info criterion	6.340542
Sum squared resid	865.6159	Schwarz criterion	6.388121
Log likelihood	-87.76759	Hannan-Quinn criter.	6.355088
Durbin-Watson stat	1.942275		

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.902222	0.0255
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:02
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.763850	0.195748	-3.902222	0.0006
C	1.226303	2.314457	0.529845	0.6009
@TREND("1994")	0.065877	0.130885	0.503322	0.6191

R-squared	0.378546	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.328830	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.541917	Akaike info criterion	6.363515
Sum squared resid	767.8210	Schwarz criterion	6.506251
Log likelihood	-86.08921	Hannan-Quinn criter.	6.407151
F-statistic	7.614133	Durbin-Watson stat	1.843220
Prob(F-statistic)	0.002616		

الملحق رقم (03): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لتغييرات الاحتياطاتINT

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.245219	0.4481
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:05
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.296546	0.132079	-2.245219	0.0342
D(INT(-1))	0.325290	0.201560	1.613861	0.1196
C	4.288799	4.410681	0.972367	0.3406
@TREND("1994")	-0.227290	0.252017	-0.901882	0.3761

R-squared	0.192227	Mean dependent var	0.308525
Adjusted R-squared	0.091255	S.D. dependent var	10.26062
S.E. of regression	9.781259	Akaike info criterion	7.530377
Sum squared resid	2296.153	Schwarz criterion	7.720692
Log likelihood	-101.4253	Hannan-Quinn criter.	7.588558
F-statistic	1.903770	Durbin-Watson stat	1.879841
Prob(F-statistic)	0.155950		

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.673585	0.4336
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:04
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.190135	0.113609	-1.673585	0.1058
C	0.628571	1.830352	0.343415	0.7339

R-squared	0.093987	Mean dependent var	0.233448
Adjusted R-squared	0.060431	S.D. dependent var	10.08384
S.E. of regression	9.774407	Akaike info criterion	7.463884
Sum squared resid	2579.554	Schwarz criterion	7.558180
Log likelihood	-106.2263	Hannan-Quinn criter.	7.493416
F-statistic	2.800886	Durbin-Watson stat	1.544307
Prob(F-statistic)	0.105761		

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.327700	0.0021
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:06
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.848241	0.196003	-4.327700	0.0002
C	0.230020	1.956249	0.117582	0.9073

R-squared	0.418721	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.396365	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.33758	Akaike info criterion	7.578198
Sum squared resid	2778.506	Schwarz criterion	7.673356
Log likelihood	-104.0948	Hannan-Quinn criter.	7.607289
F-statistic	18.72899	Durbin-Watson stat	1.865344
Prob(F-statistic)	0.000198		

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.669521	0.0892
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:06
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.185102	0.110871	-1.669521	0.1062

R-squared	0.090029	Mean dependent var	0.233448
Adjusted R-squared	0.090029	S.D. dependent var	10.08384
S.E. of regression	9.619216	Akaike info criterion	7.399277
Sum squared resid	2590.821	Schwarz criterion	7.446425
Log likelihood	-106.2895	Hannan-Quinn criter.	7.414043
Durbin-Watson stat	1.544736		

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.408685	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:07
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.847047	0.192131	-4.408685	0.0001

R-squared	0.418412	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.418412	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.14704	Akaike info criterion	7.507301
Sum squared resid	2779.983	Schwarz criterion	7.554880
Log likelihood	-104.1022	Hannan-Quinn criter.	7.521847
Durbin-Watson stat	1.865823		

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.231437	0.0123
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:07
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.848637	0.200555	-4.231437	0.0003
C	0.137771	4.316015	0.031921	0.9748
@TREND("1994")	0.005965	0.247469	0.024103	0.9810

R-squared	0.418735	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.372234	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.54218	Akaike info criterion	7.649604
Sum squared resid	2778.441	Schwarz criterion	7.792340
Log likelihood	-104.0944	Hannan-Quinn criter.	7.693239
F-statistic	9.004821	Durbin-Watson stat	1.864960
Prob(F-statistic)	0.001134		

الملحق رقم (04): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة للعرض النقدي M2

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.744108	0.2283
Test critical values:	1% level	-4.339330	
	5% level	-3.587527	
	10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:16
Sample (adjusted): 1997 2023
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.905674	0.330043	-2.744108	0.0118
D(M2(-1))	0.365384	0.255148	1.432045	0.1662
D(M2(-2))	0.066099	0.216733	0.304979	0.7632
C	34.31213	11.17740	3.069777	0.0056
@TREND("1994")	1.323088	0.541047	2.445423	0.0229

R-squared	0.382196	Mean dependent var	1.456479
Adjusted R-squared	0.269868	S.D. dependent var	5.248903
S.E. of regression	4.485069	Akaike info criterion	6.004961
Sum squared resid	442.5486	Schwarz criterion	6.244931
Log likelihood	-76.06697	Hannan-Quinn criter.	6.076316
F-statistic	3.402503	Durbin-Watson stat	2.015718
Prob(F-statistic)	0.026044		

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.085533	0.7077
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:15
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.080553	0.074206	-1.085533	0.2873
C	5.679958	4.489250	1.265235	0.2166

R-squared	0.041819	Mean dependent var	0.931452
Adjusted R-squared	0.006330	S.D. dependent var	5.451692
S.E. of regression	5.434409	Akaike info criterion	6.289851
Sum squared resid	797.3856	Schwarz criterion	6.384147
Log likelihood	-89.20283	Hannan-Quinn criter.	6.319383
F-statistic	1.178381	Durbin-Watson stat	1.917968
Prob(F-statistic)	0.287283		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.653244	0.0001
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:19
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.048902	0.185540	-5.653244	0.0000
C	1.301744	1.026404	1.268258	0.2159

R-squared	0.551408	Mean dependent var	0.315466
Adjusted R-squared	0.534155	S.D. dependent var	7.841701
S.E. of regression	5.352184	Akaike info criterion	6.261636
Sum squared resid	744.7928	Schwarz criterion	6.356793
Log likelihood	-85.66290	Hannan-Quinn criter.	6.290726
F-statistic	31.95917	Durbin-Watson stat	2.132698
Prob(F-statistic)	0.000006		

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.648450	0.8506
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:16
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	0.010932	0.016859	0.648450	0.5220

R-squared	-0.014992	Mean dependent var	0.931452
Adjusted R-squared	-0.014992	S.D. dependent var	5.451692
S.E. of regression	5.492405	Akaike info criterion	6.278484
Sum squared resid	844.6623	Schwarz criterion	6.325632
Log likelihood	-90.03801	Hannan-Quinn criter.	6.293250
Durbin-Watson stat	1.991426		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.456822	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:21
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.008905	0.184889	-5.456822	0.0000

R-squared	0.523656	Mean dependent var	0.315466
Adjusted R-squared	0.523656	S.D. dependent var	7.841701
S.E. of regression	5.412157	Akaike info criterion	6.250234
Sum squared resid	790.8691	Schwarz criterion	6.297812
Log likelihood	-86.50327	Hannan-Quinn criter.	6.264779
Durbin-Watson stat	2.068516		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.468032	0.0007
Test critical values:	1% level	-4.339330	
	5% level	-3.587527	
	10% level	-3.229230	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:20
Sample (adjusted): 1997 2023
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.485541	0.271677	-5.468032	0.0000
D(M2(-1),2)	0.318533	0.187310	1.700565	0.1025
C	4.145610	2.289849	1.810429	0.0833
@TREND("1994")	-0.129298	0.127191	-1.016569	0.3199

R-squared	0.639182	Mean dependent var	0.179534
Adjusted R-squared	0.592118	S.D. dependent var	7.957392
S.E. of regression	5.082038	Akaike info criterion	6.225255
Sum squared resid	594.0235	Schwarz criterion	6.417231
Log likelihood	-80.04095	Hannan-Quinn criter.	6.282340
F-statistic	13.58132	Durbin-Watson stat	2.229566
Prob(F-statistic)	0.000026		

الملحق رقم (05): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لميزان المدفوعات BOP

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.945094	0.6055
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:23
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.249596	0.128321	-1.945094	0.0627
C	2.804126	4.109963	0.682275	0.5011
@TREND("1994")	-0.129123	0.237335	-0.544053	0.5910

R-squared	0.127191	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.060052	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.37344	Akaike info criterion	7.614072
Sum squared resid	2797.815	Schwarz criterion	7.755516
Log likelihood	-107.4040	Hannan-Quinn criter.	7.658370
F-statistic	1.894441	Durbin-Watson stat	1.848102
Prob(F-statistic)	0.170588		

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.893780	0.3304
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:22
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.232650	0.122849	-1.893780	0.0690
C	0.833509	1.916719	0.434862	0.6671

R-squared	0.117255	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.084561	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.23731	Akaike info criterion	7.556426
Sum squared resid	2829.666	Schwarz criterion	7.650722
Log likelihood	-107.5682	Hannan-Quinn criter.	7.585959
F-statistic	3.586402	Durbin-Watson stat	1.857305
Prob(F-statistic)	0.069016		

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.260211	0.0002
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:24
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.056152	0.200781	-5.260211	0.0000
C	0.497839	2.099842	0.237084	0.8144

R-squared	0.515556	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.496924	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	11.07744	Akaike info criterion	7.716448
Sum squared resid	3190.454	Schwarz criterion	7.811606
Log likelihood	-106.0303	Hannan-Quinn criter.	7.745539
F-statistic	27.66982	Durbin-Watson stat	1.968029
Prob(F-statistic)	0.000017		

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.880852	0.0582
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:23
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.225826	0.120066	-1.880852	0.0704

R-squared	0.111072	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.111072	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.08798	Akaike info criterion	7.494440
Sum squared resid	2849.485	Schwarz criterion	7.541588
Log likelihood	-107.6694	Hannan-Quinn criter.	7.509206
Durbin-Watson stat	1.856461		

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.352115	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:25
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.052438	0.196640	-5.352115	0.0000

R-squared	0.514509	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.514509	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	10.88211	Akaike info criterion	7.647179
Sum squared resid	3197.351	Schwarz criterion	7.694758
Log likelihood	-106.0605	Hannan-Quinn criter.	7.661724
Durbin-Watson stat	1.969088		

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.141979	0.0015
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:24
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.054572	0.205091	-5.141979	0.0000
C	1.005537	4.618883	0.217701	0.8294
@TREND("1994")	-0.032838	0.264724	-0.124046	0.9023

R-squared	0.515854	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.477123	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	11.29335	Akaike info criterion	7.787261
Sum squared resid	3188.491	Schwarz criterion	7.929998
Log likelihood	-106.0217	Hannan-Quinn criter.	7.830897
F-statistic	13.31868	Durbin-Watson stat	1.971195
Prob(F-statistic)	0.000115		

الملحق رقم (06): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لمعدل التضخم INF

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.100437	0.1250
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:27
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.282836	0.091224	-3.100437	0.0046
C	-0.178591	1.608660	-0.111018	0.9125
@TREND("1994")	0.089069	0.076988	1.156915	0.2578

R-squared	0.389868	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.342934	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.169148	Akaike info criterion	5.242500
Sum squared resid	261.1309	Schwarz criterion	5.383944
Log likelihood	-73.01625	Hannan-Quinn criter.	5.286798
F-statistic	8.306853	Durbin-Watson stat	1.904108
Prob(F-statistic)	0.001624		

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.884089	0.0061
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:27
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.325743	0.083866	-3.884089	0.0006
C	1.436218	0.804721	1.784741	0.0855

R-squared	0.358459	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.334698	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.188949	Akaike info criterion	5.223732
Sum squared resid	274.5737	Schwarz criterion	5.318028
Log likelihood	-73.74411	Hannan-Quinn criter.	5.253264
F-statistic	15.08615	Durbin-Watson stat	1.747514
Prob(F-statistic)	0.000601		

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.501872	0.0010
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:28
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.224392	0.064078	-3.501872	0.0016

R-squared	0.282773	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.282773	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.311054	Akaike info criterion	5.266285
Sum squared resid	306.9663	Schwarz criterion	5.313433
Log likelihood	-75.36113	Hannan-Quinn criter.	5.281051
Durbin-Watson stat	1.695215		

الملحق رقم (07): اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) بالنسبة لسعر الفائدة DIR

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.554038	0.7862
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:30
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.077088	0.049605	-1.554038	0.1323
C	-0.547067	0.633639	-0.863373	0.3958
@TREND("1994")	0.027943	0.027574	1.013399	0.3202

R-squared	0.409988	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.364603	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.716804	Akaike info criterion	2.269669
Sum squared resid	13.35902	Schwarz criterion	2.411114
Log likelihood	-29.91020	Hannan-Quinn criter.	2.313968
F-statistic	9.033454	Durbin-Watson stat	1.552066
Prob(F-statistic)	0.001050		

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.125884	0.0033
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:29
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.118147	0.028636	-4.125884	0.0003
C	0.065659	0.189639	0.346231	0.7319

R-squared	0.386683	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.363968	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.717162	Akaike info criterion	2.239443
Sum squared resid	13.88668	Schwarz criterion	2.333739
Log likelihood	-30.47192	Hannan-Quinn criter.	2.268975
F-statistic	17.02292	Durbin-Watson stat	1.435280
Prob(F-statistic)	0.000317		

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-5.613179	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:30
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.111088	0.019791	-5.613179	0.0000

R-squared	0.383960	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.383960	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.705801	Akaike info criterion	2.174907
Sum squared resid	13.94834	Schwarz criterion	2.222055
Log likelihood	-30.53615	Hannan-Quinn criter.	2.189673
Durbin-Watson stat	1.436893		

الملحق رقم (08): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لسعر صرف الدينار EXR

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.532452	0.7944
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	29.76009
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	45.61058

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-0.583953	0.8594
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	31.24582
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	44.91994

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:33
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	-0.112983	0.092617	-1.219898	0.2335
C	7.919781	4.397246	1.801077	0.0833
@TREND("1994")	0.327121	0.287124	1.139302	0.2650

R-squared	0.054522	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.018207	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.761419	Akaike info criterion	6.437942
Sum squared resid	863.0426	Schwarz criterion	6.579386
Log likelihood	-90.35016	Hannan-Quinn criter.	6.482240
F-statistic	0.749659	Durbin-Watson stat	1.293570
Prob(F-statistic)	0.482468		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:32
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	-0.018507	0.041475	-0.446220	0.6590
C	5.007089	3.597368	1.391876	0.1753

R-squared	0.007321	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.029445	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.793127	Akaike info criterion	6.417694
Sum squared resid	906.1287	Schwarz criterion	6.511990
Log likelihood	-91.05656	Hannan-Quinn criter.	6.447226
F-statistic	0.199112	Durbin-Watson stat	1.349886
Prob(F-statistic)	0.658997		

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.869822	0.0065
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	27.70006
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	25.05863

Null Hypothesis: EXR has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		2.598284	0.9967
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	33.48778
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	40.65130

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:34
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.750379	0.191105	-3.926537	0.0006
C	2.195951	1.264152	1.737094	0.0942

R-squared	0.372249	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.348105	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.461761	Akaike info criterion	6.302169
Sum squared resid	775.6016	Schwarz criterion	6.397326
Log likelihood	-86.23036	Hannan-Quinn criter.	6.331259
F-statistic	15.41770	Durbin-Watson stat	1.841637
Prob(F-statistic)	0.000566		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:34
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EXR(-1)	0.036579	0.012609	2.901160	0.0072

R-squared	-0.063907	Mean dependent var	3.475325
Adjusted R-squared	-0.063907	S.D. dependent var	5.709675
S.E. of regression	5.889293	Akaike info criterion	6.418023
Sum squared resid	971.1457	Schwarz criterion	6.465171
Log likelihood	-92.06134	Hannan-Quinn criter.	6.432789
Durbin-Watson stat	1.338428		

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.434026	0.0013
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	30.91486
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	29.65347

Null Hypothesis: D(EXR) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.899498	0.0256
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	27.42218
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	27.30504

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:36
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.558718	0.161761	-3.453976	0.0018

R-squared	0.299394	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.299394	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.662142	Akaike info criterion	6.340542
Sum squared resid	865.6159	Schwarz criterion	6.388121
Log likelihood	-87.76759	Hannan-Quinn criter.	6.355088
Durbin-Watson stat	1.942275		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(EXR,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:35
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXR(-1))	-0.763850	0.195748	-3.902222	0.0006
C	1.226303	2.314457	0.529845	0.6009
@TREND("1994")	0.065877	0.130885	0.503322	0.6191

R-squared	0.378546	Mean dependent var	-0.669867
Adjusted R-squared	0.328830	S.D. dependent var	6.764625
S.E. of regression	5.541917	Akaike info criterion	6.363515
Sum squared resid	767.8210	Schwarz criterion	6.506251
Log likelihood	-86.08921	Hannan-Quinn criter.	6.407151
F-statistic	7.614133	Durbin-Watson stat	1.843220
Prob(F-statistic)	0.002616		

الملحق رقم (09): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لتغييرات الاحتياطات INT

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.696265	0.7270
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	88.32169
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	88.32169

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:38
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.208045	0.122649	-1.696265	0.1018
C	2.176808	4.051106	0.537337	0.5956
@TREND("1994")	-0.100734	0.234203	-0.430116	0.6707

R-squared	0.100388	Mean dependent var	0.233448
Adjusted R-squared	0.031187	S.D. dependent var	10.08384
S.E. of regression	9.925354	Akaike info criterion	7.525759
Sum squared resid	2561.329	Schwarz criterion	7.667204
Log likelihood	-106.1235	Hannan-Quinn criter.	7.570058
F-statistic	1.450670	Durbin-Watson stat	1.529908
Prob(F-statistic)	0.252767		

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.832669	0.3580
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	88.95013
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	108.6328

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:37
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.190135	0.113609	-1.673585	0.1058
C	0.628571	1.830352	0.343415	0.7339

R-squared	0.093987	Mean dependent var	0.233448
Adjusted R-squared	0.060431	S.D. dependent var	10.08384
S.E. of regression	9.774407	Akaike info criterion	7.463884
Sum squared resid	2579.554	Schwarz criterion	7.558180
Log likelihood	-106.2263	Hannan-Quinn criter.	7.493416
F-statistic	2.800886	Durbin-Watson stat	1.544307
Prob(F-statistic)	0.105761		

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.250920	0.0025
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	99.23234
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	80.56325

Null Hypothesis: INT has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.827950	0.0649
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	89.33866
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	109.2291

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:39
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.848241	0.196003	-4.327700	0.0002
C	0.230020	1.956249	0.117582	0.9073

R-squared	0.418721	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.396365	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.33758	Akaike info criterion	7.578198
Sum squared resid	2778.506	Schwarz criterion	7.673356
Log likelihood	-104.0948	Hannan-Quinn criter.	7.607289
F-statistic	18.72899	Durbin-Watson stat	1.865344
Prob(F-statistic)	0.000198		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:38
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT(-1)	-0.185102	0.110871	-1.669521	0.1062

R-squared	0.090029	Mean dependent var	0.233448
Adjusted R-squared	0.090029	S.D. dependent var	10.08384
S.E. of regression	9.619216	Akaike info criterion	7.399277
Sum squared resid	2590.821	Schwarz criterion	7.446425
Log likelihood	-106.2895	Hannan-Quinn criter.	7.414043
Durbin-Watson stat	1.544736		

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.341310	0.0001
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	99.28511
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	80.57354

Null Hypothesis: D(INT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.142256	0.0151
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	99.23004
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	80.56798

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:40
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.847047	0.192131	-4.408685	0.0001

R-squared	0.418412	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.418412	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.14704	Akaike info criterion	7.507301
Sum squared resid	2779.983	Schwarz criterion	7.554880
Log likelihood	-104.1022	Hannan-Quinn criter.	7.521847
Durbin-Watson stat	1.865823		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INT,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:39
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INT(-1))	-0.848637	0.200555	-4.231437	0.0003
C	0.137771	4.316015	0.031921	0.9748
@TREND("1994")	0.005965	0.247469	0.024103	0.9810

R-squared	0.418735	Mean dependent var	-0.208779
Adjusted R-squared	0.372234	S.D. dependent var	13.30551
S.E. of regression	10.54218	Akaike info criterion	7.649604
Sum squared resid	2778.441	Schwarz criterion	7.792340
Log likelihood	-104.0944	Hannan-Quinn criter.	7.693239
F-statistic	9.004821	Durbin-Watson stat	1.864960
Prob(F-statistic)	0.001134		

الملحق رقم (10): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة للعرض النقدي M2

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.433466	0.0664
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	19.57965
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	18.51844

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:41
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.650996	0.187154	-3.478391	0.0018
C	24.51222	6.974245	3.514677	0.0016
@TREND("1994")	0.986309	0.304204	3.242263	0.0032

R-squared	0.317689	Mean dependent var	0.931452
Adjusted R-squared	0.265204	S.D. dependent var	5.451692
S.E. of regression	4.673204	Akaike info criterion	6.019264
Sum squared resid	567.8098	Schwarz criterion	6.160709
Log likelihood	-84.27933	Hannan-Quinn criter.	6.063563
F-statistic	6.052902	Durbin-Watson stat	1.543896
Prob(F-statistic)	0.006947		

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 10 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-0.780204	0.8098
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	27.49605
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	12.90004

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:41
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	-0.080553	0.074206	-1.085533	0.2873
C	5.679958	4.489250	1.265235	0.2166

R-squared	0.041819	Mean dependent var	0.931452
Adjusted R-squared	0.006330	S.D. dependent var	5.451692
S.E. of regression	5.434409	Akaike info criterion	6.289851
Sum squared resid	797.3856	Schwarz criterion	6.384147
Log likelihood	-89.20283	Hannan-Quinn criter.	6.319383
F-statistic	1.178381	Durbin-Watson stat	1.917968
Prob(F-statistic)	0.287283		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 27 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-8.999731	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	26.59974
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	4.107938

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:44
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.048902	0.185540	-5.653244	0.0000
C	1.301744	1.026404	1.268258	0.2159

R-squared	0.551408	Mean dependent var	0.315466
Adjusted R-squared	0.534155	S.D. dependent var	7.841701
S.E. of regression	5.352184	Akaike info criterion	6.261636
Sum squared resid	744.7928	Schwarz criterion	6.356793
Log likelihood	-85.66290	Hannan-Quinn criter.	6.290726
F-statistic	31.95917	Durbin-Watson stat	2.132698
Prob(F-statistic)	0.000006		

Null Hypothesis: M2 has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		1.330499	0.9502
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	29.12629
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	10.56939

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:42
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2(-1)	0.010932	0.016859	0.648450	0.5220

R-squared	-0.014992	Mean dependent var	0.931452
Adjusted R-squared	-0.014992	S.D. dependent var	5.451692
S.E. of regression	5.492405	Akaike info criterion	6.278484
Sum squared resid	844.6623	Schwarz criterion	6.325632
Log likelihood	-90.03801	Hannan-Quinn criter.	6.293250
Durbin-Watson stat	1.991426		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.626829	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	28.24532
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	19.31927

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:45
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.008905	0.184889	-5.456822	0.0000

R-squared	0.523656	Mean dependent var	0.315466
Adjusted R-squared	0.523656	S.D. dependent var	7.841701
S.E. of regression	5.412157	Akaike info criterion	6.250234
Sum squared resid	790.8691	Schwarz criterion	6.297812
Log likelihood	-86.50327	Hannan-Quinn criter.	6.264779
Durbin-Watson stat	2.068516		

Null Hypothesis: D(M2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 27 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-12.86667	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	26.16317
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.694482

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(M2,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:45
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M2(-1))	-1.050231	0.187666	-5.596264	0.0000
C	2.570922	2.222392	1.156827	0.2583
@TREND("1994")	-0.081802	0.126652	-0.645880	0.5242

R-squared	0.558771	Mean dependent var	0.315466
Adjusted R-squared	0.523473	S.D. dependent var	7.841701
S.E. of regression	5.413202	Akaike info criterion	6.316516
Sum squared resid	732.5688	Schwarz criterion	6.459252
Log likelihood	-85.43122	Hannan-Quinn criter.	6.360151
F-statistic	15.82995	Durbin-Watson stat	2.167579
Prob(F-statistic)	0.000036		

الملحق رقم (11): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لميزان المدفوعات BOP

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.964223	0.5956
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	96.47636
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	98.82561

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:46
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.249596	0.128321	-1.945094	0.0627
C	2.804126	4.109963	0.682275	0.5011
@TREND("1994")	-0.129123	0.237335	-0.544053	0.5910

R-squared	0.127191	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.060052	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.37344	Akaike info criterion	7.614072
Sum squared resid	2797.815	Schwarz criterion	7.755516
Log likelihood	-107.4040	Hannan-Quinn criter.	7.658370
F-statistic	1.894441	Durbin-Watson stat	1.848102
Prob(F-statistic)	0.170588		

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.910459	0.3231
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	97.57469
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	99.69191

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:46
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.232650	0.122849	-1.893780	0.0690
C	0.833509	1.916719	0.434862	0.6671

R-squared	0.117255	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.084561	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.23731	Akaike info criterion	7.556426
Sum squared resid	2829.666	Schwarz criterion	7.650722
Log likelihood	-107.5682	Hannan-Quinn criter.	7.585959
F-statistic	3.586402	Durbin-Watson stat	1.857305
Prob(F-statistic)	0.069016		

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.259706	0.0002
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	113.9448
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	113.1716

Null Hypothesis: BOP has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.900739	0.0558
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	98.25809
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	100.8078

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:47
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.056152	0.200781	-5.260211	0.0000
C	0.497839	2.099842	0.237084	0.8144

R-squared	0.515556	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.496924	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	11.07744	Akaike info criterion	7.716448
Sum squared resid	3190.454	Schwarz criterion	7.811606
Log likelihood	-106.0303	Hannan-Quinn criter.	7.745539
F-statistic	27.66982	Durbin-Watson stat	1.968029
Prob(F-statistic)	0.000017		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:47
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
BOP(-1)	-0.225826	0.120066	-1.880852	0.0704

R-squared	0.111072	Mean dependent var	0.369879
Adjusted R-squared	0.111072	S.D. dependent var	10.69968
S.E. of regression	10.08798	Akaike info criterion	7.494440
Sum squared resid	2849.485	Schwarz criterion	7.541588
Log likelihood	-107.6694	Hannan-Quinn criter.	7.509206
Durbin-Watson stat	1.856461		

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.351968	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.650145	
	5% level	-1.953381	
	10% level	-1.609798	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	114.1911
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	113.4625

Null Hypothesis: D(BOP) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-5.141086	0.0015
Test critical values:	1% level	-4.323979	
	5% level	-3.580622	
	10% level	-3.225334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	113.8747
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	113.1400

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:48
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.052438	0.196640	-5.352115	0.0000

R-squared	0.514509	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.514509	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	10.88211	Akaike info criterion	7.647179
Sum squared resid	3197.351	Schwarz criterion	7.694758
Log likelihood	-106.0605	Hannan-Quinn criter.	7.661724
Durbin-Watson stat	1.969088		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(BOP,2)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:48
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(BOP(-1))	-1.054572	0.205091	-5.141979	0.0000
C	1.005537	4.618883	0.217701	0.8294
@TREND("1994")	-0.032838	0.264724	-0.124046	0.9023

R-squared	0.515854	Mean dependent var	-0.363992
Adjusted R-squared	0.477123	S.D. dependent var	15.61790
S.E. of regression	11.29335	Akaike info criterion	7.787261
Sum squared resid	3188.491	Schwarz criterion	7.929998
Log likelihood	-106.0217	Hannan-Quinn criter.	7.830897
F-statistic	13.31868	Durbin-Watson stat	1.971195
Prob(F-statistic)	0.000115		

الملحق رقم (12): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لتضخم INF

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 9 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.459079	0.0071
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	9.004515
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	2.064515

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:50
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.282836	0.091224	-3.100437	0.0046
C	-0.178591	1.608660	-0.111018	0.9125
@TREND("1994")	0.089069	0.076988	1.156915	0.2578

R-squared	0.389868	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.342934	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.169148	Akaike info criterion	5.242500
Sum squared resid	261.1309	Schwarz criterion	5.383944
Log likelihood	-73.01625	Hannan-Quinn criter.	5.286798
F-statistic	8.306853	Durbin-Watson stat	1.904108
Prob(F-statistic)	0.001624		

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.159983	0.0031
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	9.468058
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	7.009851

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:49
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.325743	0.083866	-3.884089	0.0006
C	1.436218	0.804721	1.784741	0.0855

R-squared	0.358459	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.334698	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.188949	Akaike info criterion	5.223732
Sum squared resid	274.5737	Schwarz criterion	5.318028
Log likelihood	-73.74411	Hannan-Quinn criter.	5.253264
F-statistic	15.08615	Durbin-Watson stat	1.747514
Prob(F-statistic)	0.000601		

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.455011	0.0012
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	10.58504
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	11.21321

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(INF)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:50
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	-0.224392	0.064078	-3.501872	0.0016

R-squared	0.282773	Mean dependent var	-0.680189
Adjusted R-squared	0.282773	S.D. dependent var	3.909652
S.E. of regression	3.311054	Akaike info criterion	5.266285
Sum squared resid	306.9663	Schwarz criterion	5.313433
Log likelihood	-75.36113	Hannan-Quinn criter.	5.281051
Durbin-Watson stat	1.695215		

الملحق رقم (13): اختبار فليبس بيرون (PP) بالنسبة لسعر الفائدة IR

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Bandwidth: 19 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-2.435874	0.3549
Test critical values:	1% level	-4.309824	
	5% level	-3.574244	
	10% level	-3.221728	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.460656
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.075196

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.483144	0.0014
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.478851
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.391300

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:51
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.077088	0.049605	-1.554038	0.1323
C	-0.547067	0.633639	-0.863373	0.3958
@TREND("1994")	0.027943	0.027574	1.013399	0.3202

R-squared	0.409988	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.364603	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.716804	Akaike info criterion	2.269669
Sum squared resid	13.35902	Schwarz criterion	2.411114
Log likelihood	-29.91020	Hannan-Quinn criter.	2.313968
F-statistic	9.033454	Durbin-Watson stat	1.552066
Prob(F-statistic)	0.001050		

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:51
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.118147	0.028636	-4.125884	0.0003
C	0.065659	0.189639	0.346231	0.7319

R-squared	0.386683	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.363968	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.717162	Akaike info criterion	2.239443
Sum squared resid	13.88668	Schwarz criterion	2.333739
Log likelihood	-30.47192	Hannan-Quinn criter.	2.268975
F-statistic	17.02292	Durbin-Watson stat	1.435280
Prob(F-statistic)	0.000317		

Null Hypothesis: IR has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-6.074428	0.0000
Test critical values:	1% level	-2.647120	
	5% level	-1.952910	
	10% level	-1.610011	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.480977
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.404141

Phillips-Perron Test Equation
Dependent Variable: D(IR)
Method: Least Squares
Date: 05/04/25 Time: 20:52
Sample (adjusted): 1995 2023
Included observations: 29 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IR(-1)	-0.111088	0.019791	-5.613179	0.0000

R-squared	0.383960	Mean dependent var	-0.491379
Adjusted R-squared	0.383960	S.D. dependent var	0.899245
S.E. of regression	0.705801	Akaike info criterion	2.174907
Sum squared resid	13.94834	Schwarz criterion	2.222055
Log likelihood	-30.53615	Hannan-Quinn criter.	2.189673
Durbin-Watson stat	1.436893		

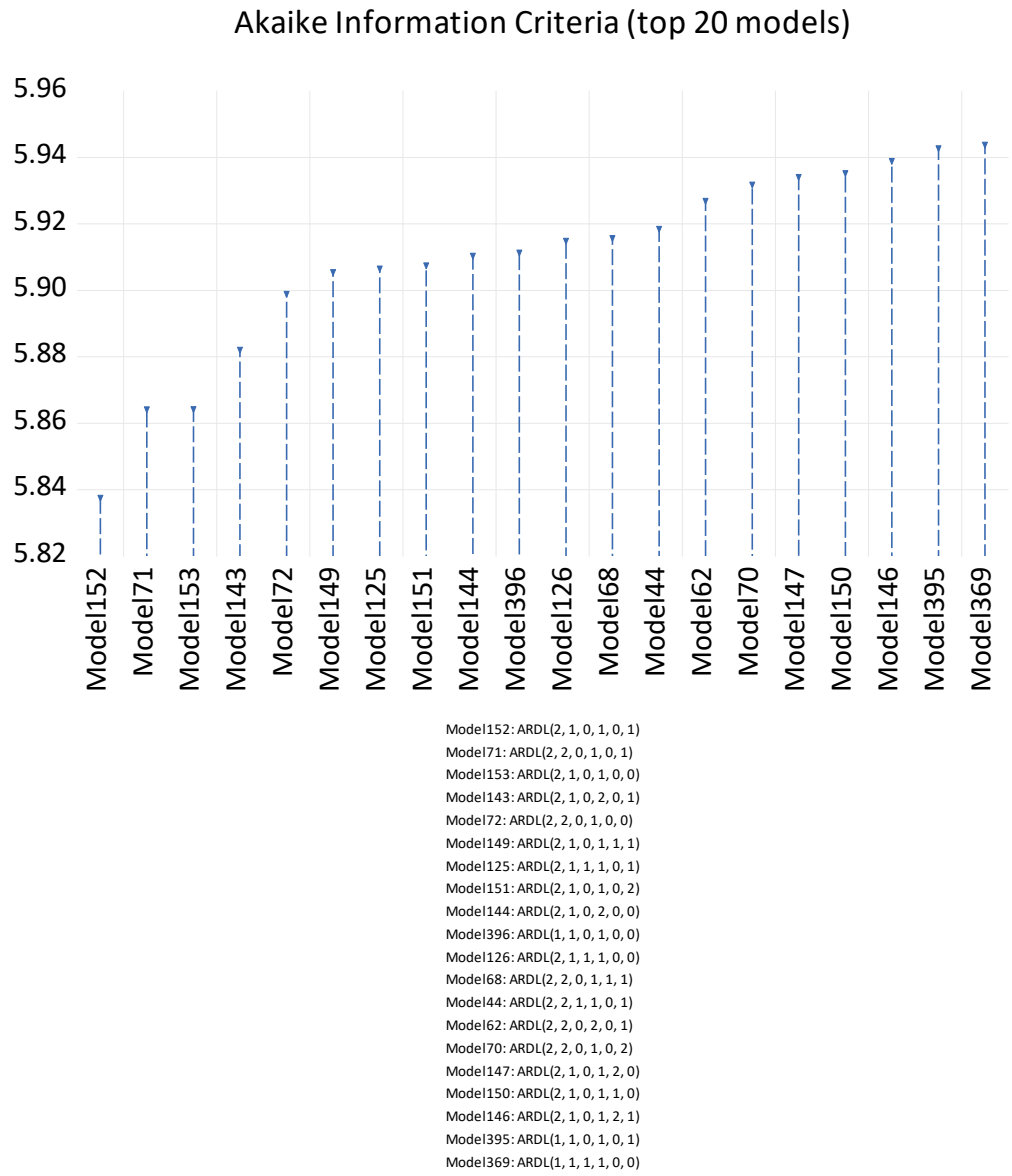
الملحق رقم (14): تقدير نموذج ARDL

Date: 05/06/25 Time: 19:57
Sample (adjusted): 1996 2023
Included observations: 28 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): INT M2 BOP INF IR
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 486
Selected Model: ARDL(2, 1, 0, 1, 0, 1)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
EXR(-1)	0.475959	0.248930	1.912025	0.0729
EXR(-2)	0.451137	0.248908	1.812463	0.0876
INT	-0.604840	0.245782	-2.460882	0.0249
INT(-1)	-1.112914	0.386239	-2.881413	0.0104
M2	0.257426	0.220379	1.168107	0.2589
BOP	0.679469	0.285246	2.382047	0.0292
BOP(-1)	0.869077	0.325079	2.673429	0.0160
INF	0.237997	0.284605	0.836239	0.4146
IR	3.721638	1.752629	2.123460	0.0487
IR(-1)	-1.961141	1.481365	-1.323874	0.2031
C	-11.32836	13.27574	-0.853313	0.4053

R-squared	0.985889	Mean dependent var	87.62028
Adjusted R-squared	0.977588	S.D. dependent var	25.93373
S.E. of regression	3.882445	Akaike info criterion	5.837530
Sum squared resid	256.2474	Schwarz criterion	6.360896
Log likelihood	-70.72543	Hannan-Quinn criter.	5.997529
F-statistic	118.7711	Durbin-Watson stat	2.117048
Prob(F-statistic)	0.000000		

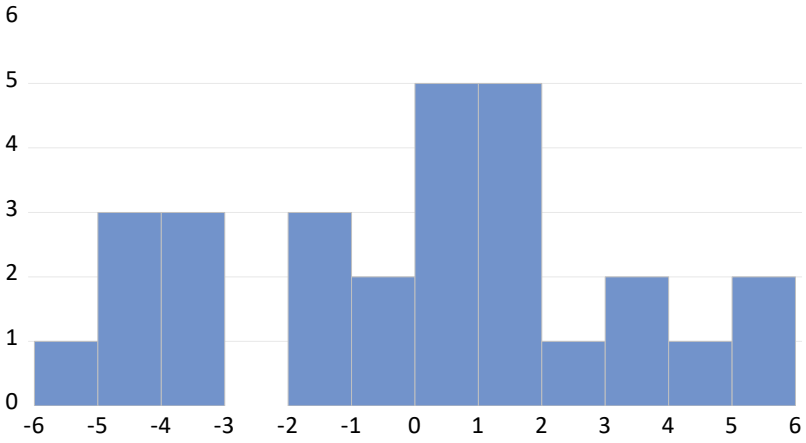
الملحق رقم (15): اختيار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير النموذج



الملحق رقم (16): نتائج اختبار الارتباط الخطي للنموذج

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.043818	Prob. F(2,15)	0.3763
Obs*R-squared	3.420824	Prob. Chi-Square(2)	0.1808



Series: Residuals	
Sample 1996 2023	
Observations 28	
Mean	-1.17e-15
Median	0.481735
Maximum	5.724355
Minimum	-5.602874
Std. Dev.	3.080689
Skewness	-0.009812
Kurtosis	2.268150
Jarque-Bera	0.625322
Probability	0.731498

الملحق رقم (17): نتائج اختبار عدم ثبات التباين للنموذج

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.390418	Prob. F(10,17)	0.9335
Obs*R-squared	5.229436	Prob. Chi-Square(10)	0.8753
Scaled explained SS	1.222298	Prob. Chi-Square(10)	0.9996

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/06/25 Time: 20:04
Sample: 1996 2023
Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.61663	40.78519	0.505493	0.6197
EXR(-1)	0.028889	0.764751	0.037776	0.9703
EXR(-2)	0.084947	0.764685	0.111088	0.9128
INT	-0.069673	0.755082	-0.092273	0.9276
INT(-1)	0.659900	1.186587	0.556132	0.5854
M2	-0.281317	0.677038	-0.415511	0.6830
BOP	-0.067620	0.876321	-0.077163	0.9394
BOP(-1)	-0.452834	0.998696	-0.453425	0.6560
INF	-0.305903	0.874351	-0.349863	0.7307
IR	7.567900	5.384358	1.405534	0.1779
IR(-1)	-7.148914	4.550992	-1.570848	0.1346

R-squared	0.186766	Mean dependent var	9.151694
Adjusted R-squared	-0.291608	S.D. dependent var	10.49503
S.E. of regression	11.92749	Akaike info criterion	8.082292
Sum squared resid	2418.507	Schwarz criterion	8.605658
Log likelihood	-102.1521	Hannan-Quinn criter.	8.242291
F-statistic	0.390418	Durbin-Watson stat	2.280548
Prob(F-statistic)	0.933453		

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.135968	Prob. F(1,25)	0.7154
Obs*R-squared	0.146051	Prob. Chi-Square(1)	0.7023

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 05/06/25 Time: 20:06
Sample (adjusted): 1997 2023
Included observations: 27 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.13162	2.731802	3.708767	0.0010
RESID^2(-1)	-0.072634	0.196980	-0.368739	0.7154

R-squared	0.005409	Mean dependent var	9.472476
Adjusted R-squared	-0.034374	S.D. dependent var	10.55415
S.E. of regression	10.73401	Akaike info criterion	7.655899
Sum squared resid	2880.476	Schwarz criterion	7.751887
Log likelihood	-101.3546	Hannan-Quinn criter.	7.684441
F-statistic	0.135968	Durbin-Watson stat	2.078127
Prob(F-statistic)	0.715427		

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: EXR EXR(-1) EXR(-2) INT INT(-1) M2 BOP BOP(-1) INF IR IR(-1) C

	Value	df	Probability
t-statistic	2.064663	16	0.0556
F-statistic	4.262834	(1, 16)	0.0556
Likelihood ratio	6.613589	1	0.0101

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	53.90856	1	53.90856
Restricted SSR	256.2474	17	15.07338
Unrestricted SSR	202.3389	16	12.64618

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	-70.72543
Unrestricted LogL	-67.41863

الملحق رقم (18): اختبار الحدود للنموذج

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	4.566538	10%	2.26	3.35
k	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
Actual Sample Size	28		Finite Sample: n=35	
		10%	2.508	3.763
		5%	3.037	4.443
		1%	4.257	6.04
			Finite Sample: n=30	
		10%	2.578	3.858
		5%	3.125	4.608
		1%	4.537	6.37

الملحق رقم (19): نموذج تصحيح الخطأ والعلاقة قصيرة الأجل والعلاقة طويلة الأجل للنموذج

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(EXR)
Selected Model: ARDL(2, 1, 0, 1, 0, 1)
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend
Date: 05/06/25 Time: 21:20
Sample: 1994 2023
Included observations: 28

ECM Regression
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.32836	2.408174	-4.704129	0.0002
D(EXR(-1))	-0.451137	0.195293	-2.310048	0.0337
D(INT)	-0.604840	0.173890	-3.478297	0.0029
D(BOP)	0.679469	0.184047	3.691830	0.0018
D(IR)	3.721638	0.917142	4.057866	0.0008
CointEq(-1)*	-0.072904	0.012243	-5.954647	0.0000

R-squared	0.689960	Mean dependent var	3.149293
Adjusted R-squared	0.619496	S.D. dependent var	5.532724
S.E. of regression	3.412860	Akaike info criterion	5.480388
Sum squared resid	256.2474	Schwarz criterion	5.765860
Log likelihood	-70.72543	Hannan-Quinn criter.	5.567659
F-statistic	9.791714	Durbin-Watson stat	2.117048
Prob(F-statistic)	0.000050		

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(EXR)
Selected Model: ARDL(2, 1, 0, 1, 0, 1)
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend
Date: 05/06/25 Time: 20:23
Sample: 1994 2023
Included observations: 28

Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-11.32836	13.27574	-0.853313	0.4053
EXR(-1)*	-0.072904	0.063425	-1.149456	0.2663
INT(-1)	-1.717754	0.476997	-3.601181	0.0022
M2**	0.257426	0.220379	1.168107	0.2589
BOP(-1)	1.548546	0.509908	3.036912	0.0074
INF**	0.237997	0.284605	0.836239	0.4146
IR(-1)	1.760497	0.752340	2.340027	0.0317
D(EXR(-1))	-0.451137	0.248908	-1.812463	0.0876
D(INT)	-0.604840	0.245782	-2.460882	0.0249
D(BOP)	0.679469	0.285246	2.382047	0.0292
D(IR)	3.721638	1.752629	2.123460	0.0487

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.
** Variable interpreted as Z = Z(-1) + D(Z).

Levels Equation
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INT	-23.56187	21.22559	-1.110069	0.2824
M2	3.531026	2.699677	1.307944	0.2083
BOP	21.24089	19.41187	1.094222	0.2891
INF	3.264533	4.661019	0.700390	0.4932
IR	24.14816	22.24343	1.085631	0.2928

EC = EXR - (-23.5619*INT + 3.5310*M2 + 21.2409*BOP + 3.2645*INF + 24.1482*IR)

الملحق رقم (20): نتائج اختبار سببية قرانجر المطورة (تودا ياماموتو Yamamoto Toda)

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 05/12/25 Time: 00:38
Sample: 1994 2023
Included observations: 28

Dependent variable: EXR

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
INT	5.990366	2	0.0500
M2	0.706690	2	0.7023
BOP	3.466238	2	0.1767
INF	0.146688	2	0.9293
IR	0.754074	2	0.6859
All	16.37844	10	0.0893

Dependent variable: INT

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
EXR	8.403205	2	0.0150
M2	0.910120	2	0.6344
BOP	8.375524	2	0.0152
INF	4.683190	2	0.0962
IR	4.722828	2	0.0943
All	16.61648	10	0.0833

Dependent variable: M2

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
EXR	8.580633	2	0.0137
INT	4.387983	2	0.1115
BOP	2.474580	2	0.2902
INF	5.600741	2	0.0608
IR	8.632498	2	0.0133
All	23.27847	10	0.0098

Dependent variable: BOP

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
EXR	13.28668	2	0.0013
INT	35.49282	2	0.0000
M2	2.398344	2	0.3014
INF	6.304029	2	0.0428
IR	6.870083	2	0.0322
All	38.21875	10	0.0000

Dependent variable: INF

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
EXR	4.475162	2	0.1067
INT	6.276853	2	0.0434
M2	13.06783	2	0.0015
BOP	3.786188	2	0.1506
IR	10.46443	2	0.0053
All	27.84716	10	0.0019

Dependent variable: IR

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
EXR	2.244200	2	0.3256
INT	0.198722	2	0.9054
M2	0.842986	2	0.6561
BOP	0.304486	2	0.8588
INF	1.749286	2	0.4170
All	5.216665	10	0.8762

" فعالية تدخلات البنك المركزي في أسواق الصرف : دراسة نظرية وقياسية "

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس فعالية تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي على استقرار سعر الصرف في الجزائر خلال الفترة 1994-2023. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لدراسة العلاقة التكاملية في الأجل القصير والطويل، بالإضافة إلى اختبار العلاقة السببية وفق تودا ياماموتو (TODA YAMAMOTO) باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية مستعملة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية. توصلت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين تغييرات الاحتياطات (كمتغير وكيل لتدخل البنك المركزي) وسعر الصرف الاسمي كلما زادت تغييرات الاحتياطات انخفض سعر الصرف الاسمي بعلاقة معنوية إحصائيا في الأجل القصير. وهذا يدل على حساسية سعر الصرف الرسمي لتغييرات الاحتياطيات وفي الأجل الطويل تصبح العلاقة غير معنوية إحصائيا وهذا يدل على الهشاشة والضعف في الاقتصاد الجزائري لاسيما اعتماده المفرط على صادرات المحروقات. كما تربطهما علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تغييرات احتياطي الصرف وسعر صرف الدينار. إن سياسة التدخل في العملة التي يتبعها البنك المركزي الجزائري في الجزائر فعالة وتؤثر على استقرار سعر صرف الدينار في المدى القصير خلال فترة الدراسة. لذلك.

كلمات مفتاحية: البنك المركزي، سوق الصرف الأجنبي، سعر الصرف، فعالية التدخلات، احتياطات الصرف، الدينار الجزائري، نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، سببية تودا ياماموتو (TODA YAMAMOTO).

« L'efficacité des interventions des banques centrales sur les marchés des changes : une étude théorique et empirique »

Résumé :

Cette a pour but de mesurer des interventions de la banque centrale dans le marché des échanges étrangères sur la stabilité du taux de change en Algérie durant la période 1994-2023. Et pour réaliser le but de cette étude on a adopté le modèle d'auto régression par des lacunes temporelles distribuées (ARDL) pour étudier la relation de complicité à court et à long terme, en plus du test de causalité selon Toda-Yamamoto (TODA- YAMAMOTO) en utilisant des données de séries chronologiques annuelles avec l'utilisation de plusieurs variables économiques. L'étude a conclut qu'il Ya une relation inverse entre les variations des réserves (en tant que variable présentateur de l'intervention de la banque centrale) Et au taux de change nominal. Plus les variations des réserves augmentent, plus le taux de change nominal diminue dans une relation statistiquement significative à court terme. Cela indique la sensibilité du prix d'échange officiel au changement des réserves et à long termes la relation deviendra non significative statistiquement et cela indique la fragilité et la faiblesse dans l'économie algérienne notamment par sa dépendance excessive aux exportations d'hydrocarbures.et aussi il existe une autre relation causale bidirectionnel entre les variations des réserves d'échange et le prix du dinar. La politique d'intervention monétaire suivie par la banque centrale algérienne en Algérie efficace et influence la stabilité du taux d'échange du dinar à court terme pendant la période d'étude.

Mots clés : banque centrale, le marché des changes, Taux De Change, efficacité des interventions, réserves de change, Dinar Algérien, modèle de régression autorégressive à retards distribués (ARDL), Toda-Yamamoto causalité.

« The Effectiveness of Central Bank Interventions in Foreign Exchange Markets: A Theoretical and Empirical Study»

Abstract:

This study endeavors to evaluate the efficacy of central bank interventions in the foreign exchange market with respect to the stability of the exchange rate in Algeria over the period from 1994 to 2023. The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model is employed to scrutinize the long-term and short-term cointegration between variables, supplemented by the Toda- Yamamoto causality test to investigate the causal nexus. The results indicate a positive long-term correlation between central bank interventions and exchange rate stability, and a negative correlation between the official exchange rate and both long-term and short-term interest rates. The research concludes that the vulnerabilities and weaknesses inherent in the Algerian economy, especially its dependence on hydrocarbons, constrain the impact of central bank interventions. The investigation also discerned a bidirectional causal link between foreign exchange reserves and the exchange rate.

Key words: Central Bank Intervention, Foreign Exchange Market, Exchange Rate, Intervention Effectiveness, Algerian Dinar, Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Model, Toda-Yamamoto Causality Test.