

جامعة وهران
كلية العلوم الاقتصادية ، علوم التسيير و العلوم التجارية
المدرسة الدكتورالية للاقتصاد و التسيير

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد

:

:

العولمة المالية و تأثيرها على المديين القريب و البعيد

-

-

_____:

_____:

- .

عمامرة نبيلة

_____:

- | | | | |
|-------|-------------|----------------------|------------------|
| رئيسا | جامعة وهران | أستاذ التعليم العالي | - رقيق اسعد دريس |
| مقررا | جامعة وهران | أستاذ التعليم العالي | - |
| | جامعة وهران | أستاذ التعليم العالي | - زايري بلقاسم |
| | جامعة وهران | () | - |

السنة الجامعية: 2012 2013

الإهداء

- أهدي ثمرة عملي إلى الوالدين الكريمين ، طمعا في رضاهما و رجاء دعواتهما ، حفظهما الله و أطال في عمرهما.
- إلى إخواني و أخواتي الأعزاء ، راجية المولى عز و جل ، لهم التوفيق و النجاح.
- إلى كل أقاربي و عائلتي صغيرا و كبيرا راجية المولى عز و جل لهم الوحدة و الثبات.
- إلى أولائك الذين كثيرا ما منحوني الثقة بالنفس، و معهم ارتفعت إرادتي و اخص بالذكر صديقاتي الوفيات.
- إلى كل من تعلمنا على يديهم الحرف فالكلمة فالجملة، معلمين و أساتذة.
- إلى كل الأساتذة و الدكاترة الذين درسونا في مرحلة الماجستير، ومعهم عرفنا قيمة البحث و الأمانة و الوفاء.
- إلى كل أساتذة و عمال كلية العلوم الاقتصادية ، علوم التسيير ، و العلوم التجارية بوههران.
- إلى كل الزملاء الطلبة من المرحلة الابتدائية إلى الجامعية.
- إلى وطني الغالي الجزائر ، متمنية له المزيد من الأمن و الاستقرار و الازدهار و الإيمان بالكفاءات الشابة.

صلى الله عليه و :

"من لو يشكر الناس لو يشكر الله."

و نحن نأتي على إنهاء هذا العمل نشكر الله عز و جل على فضائله أن أمدنا بالصحة و العافية لإتمام هذا العمل كما نشكره سبحانه و تعالى على نعمة العلم و الدين .
أساتذة مرحلة التدرج أو مرحلة ما بعد التدرج الذين كانوا قدوة لنا في الدراسة و طلب العلم و في المعاملة الطيبة ، كما أتقدم بشكر خاص إلى الأستاذ الدكتور شوام بوشامة الذي كان لنا شرف قبوله الإشراف على هذا العمل رغم انشغالاته المتعددة ، فلقد كان نعم المشرف حيث كان ناصحا و مرشدا و صبورا معنا نظرا لما يتميز به من حكمة و سعة في الأفق فله مني جزيل الشكر ، كما لا أنسى الأستاذ إبراهيم الذي له في رقبتى جمائل جمة أعجز عن الوفاء بها فأشكره جزيل الشكر، و أدعو الله أن يحفظهما معا و أسأله تعالى أن يجازيهما خير الجزاء فهو وحده ولي ذلك و القادر عليه.

كما أتقدم بالشكر أيضا إلى أساتذتي الكرام في مرحلة لما بعد التدرج الذين كانوا قدوة لنا في هذا العمل.

الفهرس

المقدمة العامة

الفصل الأول: العولمة المالية

مقدمة الفصل الأول

- 1.....المبحث الأول: البعد المالي للعولمة الاقتصادية
- 1.....المطلب الأول: مميزات العولمة الاقتصادية
- 1..... 1 تعريف العولمة الاقتصادية
- 4..... 2 خصائص العولمة الاقتصادية
- 7..... 3 منظمات العولمة الاقتصادية
- 9المطلب الثاني: أهداف العولمة الاقتصادية
- 9..... 1 أهداف العولمة الاقتصادية في نظر المؤيدين لها
- 10..... 2 أهداف العولمة الاقتصادية في نظر المعارضين لها
- 11.....المطلب الثالث: أنواع العولمة الاقتصادية
- 11..... 1 عولمة الإنتاج
- 17..... 2 العولمة المالية
- 18.....المبحث الثاني: العولمة المالية و تداعياتها
- 18المطلب الأول : مسار العولمة المالية
- 18..... 1 تعريف العولمة المالية
- 22..... 2 نشأتها تاريخيا
- 29.....المطلب الثاني : اسباب تسارع العولمة المالية
- 29..... 1 تنامي الرأسمالية المالية
- 30..... 2 عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية
- 31..... 3 ظهور الابتكارات المالية
- 31..... 4 التقدم التكنولوجي
- 31..... 5 التحرير المالي المحلي و الدولي
- 32..... 6 اعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية

33.....	7 نمو سوق السندات.....
35.....	8 الخصوصية.....
36.....	المطلب الثالث: أسس العولمة المالية (شروطها عالميا).....
36.....	1 ازالة الحواجز البيئية الفاصلة بين الأسواق.....
37.....	2 رفع القيود التنظيمية.....
40.....	3 تراجع الوساطة المالية.....
42.....	المبحث الثالث : تقييم العولمة المالية.....
42.....	المطلب الأول : مظاهر العولمة المالية.....
42.....	1 المستثمرون المؤسسيون.....
42.....	2 الأسواق المشتقة.....
43.....	المطلب الثاني : حدود العولمة المالية.....
43.....	1 ايجابياتها.....
45.....	2.....
49.....	المطلب الثالث: مخاطر العولمة المالية.....
49.....	1 المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال.....
52.....	2 مخاطر تعرض البنوك للآزمات.....
54.....	3 مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة.....
56.....	4 مخاطر هروب رؤوس الاموال للخارج.....
57.....	5 مخاطر غسيل الأموال.....
	خاتمة الفصل الاول
	الفصل الثاني : ادوات العولمة المالية
	مقدمة الفصل الثاني
59.....	المبحث الأول : التحرير المالي و الأسواق المالية.....
59.....	المطلب الاول : الت رير المالي.....
59.....	1 تعريف التحرير المالي.....
60.....	2 خطوات التحرير المالي.....
63.....	3 مزايا التحرير المالي.....

65.....	4	متطلبات التحرير المالي و شروط نجاحه.
70.....	5	دور السياسات ازاء التحرير المالي.
70.....		المطلب الثاني : الأسواق المالي :
71.....	1	تعريف الاسواق المالية.
72.....	2	التطور التاريخي للأسواق المالية.
73.....	3	الاركان الرئيسية للأسواق المالية.
75.....	4	وظائف الأسواق المالية.
76.....	5	أنواع الأسواق المالية.
86		المبحث الثاني : معدلات الفائدة و أسعار الصرف.
86		المطلب الأول: معدلات الفائدة.
86.....	1	تعريف معدلات الفائدة.
88.....	2	مبررات معدلات الفائدة.
89.....	3	نظريات تحديد سعر الفائدة.
92.....	4	عوامل تحديد سعر الفائدة و تغيراته.
94.....	5	أسباب تقلب معدلات الفائدة.
96.....		المطلب الثاني: أسعار الصرف.
96.....	1	تعريف سعر الصرف.
96.....	2	أقسام سعر الصرف.
98.....	3	النظريات المفسرة لسعر الصرف.
103.....	4	أنظمة سعر الصرف.
107.....	5	عوامل تقلبات سعر الصرف.

خاتمة الفصل الثاني

الفصل الثالث: العولمة المالية في المدينين القريبين و البعيد

مقدمة الفصل الثالث

111		المبحث الأول: تأثير العولمة المالية في المدى القريب.
113		المطلب الأول : الاستثمار الأجنبي المباشر.
113.....	1	تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر.

114.....	2	تطور حركة الاستثمار الأجنبي المباشر.....
117.....	3	النظريات المفسرة لحركة الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً.....
120.....	4	دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر.....
122		المطلب الثاني : الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)
123.....	1	تعريف الاستثمار المحفظي.....
124.....	2	تطور حركة الاستثمار المحفظي.....
128.....	3	النظرية المفسرة للاستثمار المحفظي.....
129.....	4	دوافع الاستثمار المحفظي.....
134		المبحث الثاني : تأثير العولمة المالية في المدى البعيد.....
134		المطلب الأول : ماهية الأزمة المالية
134.....	1	تعريف الأزمة المالية.....
135.....	2	مؤشرات الأزمة المالية.....
139.....	3	تصنيف الأزمة المالية.....
140.....	4	عرض و تحليل الأزمات المالية
154.....		المطلب الثاني : حقيقة و جوهر الأزمة المالية الحالية
154.....	1	نشأة و تطور الأزمة المالية الأمريكية.....
156.....	2	عولمة الأزمة المالية الأمريكية.....
157.....	3	أسباب الأزمة المالية العالمية.....
163.....	4	آثار الأزمة المالية العالمية.....

خاتمة الفصل الثالث

الفصل الرابع: العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري

مقدمة الفصل الرابع

171		المبحث الأول : واقع الاقتصاد الجزائري
171		المطلب الأول : المسيرة الاقتصادية للاقتصاد المحلي قبل الألفية.....
173.....	1	التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق.....
174.....	2	الاجراءات المتخذة في اطار الانتقال الى اقتصاد السوق.....
176		المطلب الثاني: المسيرة الاقتصادية للاقتصاد المحلي بعد الألفية.....

176.....	1 برنامج الانعاش الاقتصادي (2004 2001)
177.....	2 برنامج النمو الاقتصادي(2009 2005)
177.....	3 برنامج المخطط الخماسي(2014 2010)
180	المبحث الثاني : الاقتصاد الجزائري و تحدياته أمام العولمة المالية.....
180.....	المطلب الأول: واقع الاقتصاد الجزائري أمام العولمة المالية في المدى القريب.....
181.....	1 نشأة و تطور الاستثمار الاجنبي المباشر بالجزائر.....
190.....	2 الاستثمار المحفظي بالجزائر.....
204.....	المطلب الثاني: واقع الاقتصاد الجزائري أمام العولمة المالية في المدى البعيد.....
204.....	1 انعكاسات الازمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري.....

خاتمة الفصل الرابع

الخاتمة العامة

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور التحركات الدولية لرؤوس الاموال نسبيا	21
02	العمليات العابرة للحدود الخاصة بالاسهم و السندات لبلدان صناعية خلال الفترة 1975 1997	24
03	الاسهم المتداولة من الناتج المحلي الاجمالي لبعض الدول للفترة 2000 2010	30
04	اصدار السندات لدى بعض مناطق العالم للفترة 2001 2009	33
05	تاريخ بدا عمليات التحرير المالي في بعض الدول	32
06	المعاملات عبر الحدود في الاسهم و السندات من اجمالي الناتج المحلي للفترة 2000 2008	34
07	انواع المعاملات الرأسمالية التي يمكن ان تخضع للضوابط	61
08	سعر الفائدة على الودائع، على الإقراض وهامش سعر الفائدة للدول للفترة 2005 2008	93
09	تعادلات القوة الشرائية للناتج المحلي الاجمالي لبعض الدول للفترة 2001 2010	99
10	صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر لبعض مناطق العالم للفترة 2001 2009	116
11	التدفق للاستثمار المحفظي نحو البلدان الناشئة للفترة 2005 2009	126
12	صافي التدفق للاستثمار المحفظي لبعض مناطق العالم للفترة 2001 2009	127
13	اجمالي تدفقات الاستثمار في المحافظ المالية في الدول الصناعية الرئيسية للفترة 1980 2008	128
14	النماذج الاربعة للعدوى المالية	137
15	درجة مؤشرات الازمة الواقعة في جنوب شرق آسيا قبل وقوعها في المكسيك و تايلاندا	138
16	نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول العشرين	164
17	الرقم القياسي لتخفيض أسعار الفائدة ببعض الدول للفترة (1 سبتمبر 4ديسمبر 2008)	166
18	حجم التخفيض في الإنتاج العالمي من البترول اعتبارا من شهر نوفمبر 2008	169

	حتى أول جانفي 2009	
172	حجم ديون الجزائر الخارجية خلال الثمانينات	19
186	تطور الاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر للفترة 2001 2009	20
186	توزيع مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر خارج قطاع المحروقات	21
201	اداء بورصة الجزائر للفترة 2006 2011	22
202	تطور حجم التداول الى الناتج المحلي ببورصة الجزائر للفترة 1999 2011	23
207	واردات الجزائر حسب مجموعات المنتجات خلال سنتي 2007 2008	24
213	سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي للفترة 2001 2009	25

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	مكونات تدفق رؤوس الاموال الاجنبية للدول النامية للفترة 1990 1997	55
02	مخاطر تدفقات رؤوس الاموال إلى الداخل	51
03	التمويل المباشر و غير المباشر في السوق المالي	75
04	تركيب تدفقات رؤوس الاموال (قروض،استثمار مباشر،استثمار محفظي)للدول النامية للفترة 1978 1995	125
05	يمثل فرضية الارتباط بين التحرير المالي،سلوك المضاربة و الازمة	153

شهد الربع الأخير من القرن العشرين و بشكل أكثر تحديدا عقد التسعينات العديد من التغيرات العالمية السريعة و المتلاحقة و العميقة في أثارها و توجهاتها المستقبلية , فالاقتصاد العالمي تحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف بفعل الثورة التكنولوجية و المعلوماتية , و أصبح هناك سوقا واحدا في ظل العولمة , كما يطلق عليها أحيانا بالكوننة , و أصبح اللاعبون الفاعلون في السوق العالمي ليس فقط الدول و الحكومات بل التكتلات الاقتصادية و المؤسسات المالية العملاقة , و الكل يحاول توحيد سلوك اللعبة و التعامل، و يسعى بكل قوة إلى اقتناص الفرص و مواجهة التهديدات في ايطار إزالة القيود بكل أشكالها و تحرير المعاملات الاقتصادية على اختلاف أنواعها .

و قد نتج عن كل ذلك مفهوم جديد لا يزال يثير جدلا واسع النطاق حوله من حيث تحديده و أبعاده ألا و هو مفهوم العولمة المالية الذي لا يمكن استيعابه إلا في ضوء تغيرات الأسواق المالية و تحركات رؤوس الأموال الساخنة التي تستخدم بشكل مؤثر في المضاربة الدولية و تسبب في ظل موجة التحرير المالي ما يسمى بالأزمات المالية .

و بناءا على ذلك, فقد فرضت العولمة المالية في العصر الحالي الكثير من الظواهر التي يجب ان يشملها الاقتصاد في كل دولة تريد مسايرة التطور العالمي و النمط الاقتصادي الذي تعيش فيه الدول المتقدمة , و قد اثمرت التوجهات الحديثة للعولمة المالية ببروز بعض المظاهر التي بدأت تأخذ اهتماما عالميا من قبل كل الحكومات في الدول المتقدمة و النامية , و اصبحت الدول تصرف مبالغ ضخمة لتوفير الهياكل الأساسية المساعدة على ذلك من تجهيزات الاتصال و البني التحتية للاستثمار و حتى التشريعات و القوانين , و قد أصبح من الممكن بفضل توفر أسواق رأس المال العالمي و أنظمة التجارة الالكترونية نقل مقادير هائلة من الأموال إلى أنحاء العالم الأخرى بسرعة كبيرة جدا . في الأيام الاعتيادية ينقل عبر الأسواق رأس المال العالمية 1.3 تريليون دولار في اليوم الواحد , في حين أن قيمة الصادرات العالمية في السنة الواحدة تبلغ ثلاثة تريليون دولار فقط , بعبارة أخرى إن ما ينقل عبر أسواق رأس المال فيما يزيد قليلا عن يومين يعادل قيمة ما ينقل في اقتصاد العالم بأجمعه في غضون سنة واحدة , إن هذه الأرقام تدعونا لدراسة هذه الظاهرة بكل جوانبها و تأثيرها على دولة نامية مثل الجزائر التي ليس لها نفس القدرات على مسايرة هذا التوجه العالمي الكبير .

و مهما يكن, فإن هناك ما يشبه الاتفاق بين معظم من تناولوها بالدراسة على أن العولمة المالية ظهرت مع بروز قوى جديدة عالمية التأثير بمعنى أنها فوق القومية , أي أنه ليس لدولة أو مجموعة من الدول أي تدخل أو تحكم فيها, و أن هذه القوى قد أخضعت جانبا من العلاقات الاقتصادية و المالية و النقدية و المؤسسات القائمة و الأسواق و المتغيرات المالية في العالم للتأثير التلقائي , و أنها ستؤدي إلى صياغة جديدة لنظام يسير العالم بوحدة مالية متكاملة الأجزاء بشكل طبيعي و دون حواجز أو حدود , العولمة المالية تعني أن تصدير بلدان العالم المختلفة الخاضعة لنظام مالي عالمي مسير بقوانين حتمية, تنصهر فيها اقتصاديات البلدان , حيث تكون هناك حرية الاستثمار في كل مكان, و حرية إقامة الصناعة المالية في انبساط الأماكن لها في العالم , تحت ما يعرف بالتحريك المالي الذي أدى إلى ظهور ما يسمى بظهور عولمة الموارد المالية التي اكتسبت معنى و أهمية بالغة و حياة خاصة بظهور الأدوات المالية الجديدة , المشتقات و السندات العالمية عبر الأسواق المالية.

و الحقيقة فإن الاقتصاد العالمي الراهن لم يسبق له أن صادف شبكات العولمة المالية كما يصادفها الآن, فأصبحت تحديات العولمة المالية هذه تترجم على مستوى المالي العالمي من خلال مخاطر عمليات التحريك المالي و التحول إلى ما يسمى بالانفتاح الذي أدى إلى تكامل الأسواق المحلية بالعالم الخارجي من جهة و عالمية تلك المخاطر و الأزمات من جهة أخرى .

و مما لا شك فيه أن أسواق بعض الدول ازدادت أهميتها في السنوات العشر الأخيرة, كونها أصبحت تلعب دورا أكثر حيوية في الاقتصاد العالمي نتيجة تنوع الأوراق المالية بها, و زيادة حجم الإصدارات و الاستثمارات الأجنبية, لهذا فإنه ينتظر أن تكون العولمة المالية جوهر التكامل مع النظام المالي العالمي للدول النامية و المتقدمة على حد سواء .

و هكذا, فإنه رغم وجود اتفاق على تسمية كل هذه التحولات بالعولمة المالية , إلا أن هذه الظاهرة لم تحصر بعد في كل جوانبها و مظاهرها و تحديد أفاق تطورها و معالمها المستقبلية , أبعادها و طريقة التعامل مع آثارها و انعكاساتها .

, كأى دولة نامية لا تعتبر في منأى عن انعكاسات العولمة المالية إلا أن بعض الباحثين يرون أن هذه الآثار سواء ايجابية أم سلبية تكون ضعيفة, و السبب في ذلك حسب رأيهم هو ضآلة حجم تدفق رؤوس الأموال إليها , مالية المحلية , كما أن هذه الآثار عموما قد تختلف في المدى القريب و البعيد بين الدول النامية فيما بينها و المتقدمة على حد سواء .

و هكذا, يمكن طرح الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير العولمة المالية على المديين القريب و البعيد ,

يمكن تفكيك هذا التساؤل إلى مجموعة من الأسئلة الجزئية على النحو التالي :

- ما المقصود بظاهرة العولمة المالية , و ما هي أسباب تسارعها ؟
- ماذا نقصد بالمبررات التي تعتمد عليها في وجودها و في عولمتها تلك ؟
- كيف يكون تأثير العولمة المالية في المدى القريب و ما درجة استجابة التدفقات المالية لذلك؟
- وهل يمكن أن تؤدي العولمة المالية في المدى البعيد إلى عواقب لا يحمد عقباها ؟
- هل بلد مثل الجزائر مستعد لفهم و استيعاب العولمة المالية ؟

للإجابة عن هذه التساؤلات السابقة ،وبعد المطالعات المختلفة المتعلقة بالعولمة المالية،قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات التي باننت لنا الأكثر توافقا للإجابة على الأسئلة و مسايرة البحث .

الفرضيات:

- تعتبر العولمة المالية إحدى المتغيرات الاقتصادية العالمية التي شهدها العالم في الآونة الأخيرة.
- الأسواق المالية و التحرر المالي كل منهما يخدم العولمة المالية الحاصلة الآن، فكليةما يضمنان التدفقات المالية.
- معدلات الفائدة و أسعار الصرف من شأنهما التأثير على التدفقات المالية.
- للعولمة المالية آثار واضحة، و قد تكون هذه الآثار ايجابية أو سلبية.
- لمالية الدولية مصادر حيوية فالاستثمار الأجنبي المباشر و الاستثمار المحفظي يعبران
- في ظل عولمة مالية شرسة يمكن أن تؤدي التدفقات المالية إلى أزمات دولية.
- إن ظاهرة العولمة المالية قد تؤدي إلى تأثير ايجابي و سلبي على الاقتصاد الجزائري.

:

لم يسبق للاقتصاد العالمي أن صادف شبكات التكنولوجيا و العلم و المال كما صادفها زمن العولمة المالية التي شاع خطابها و اتسع في اقل من عقد من الزمن , فأهمية العولمة المالية و

حثها على الانفتاح المالي و تحرير حساب رأس المال طرحت أمام عدة خيارات و تحديات , رأت الطالبة و لو محاولة منها التطرق إلى دراسة انعكاساتها و أثار العولمة المالية على المديين القريب و البعيد و التحدث عن واقع الاقتصاد الجزائري أمام هذه العولمة المالية , و يعود اختيار موضوع العولمة المالية كموضوع دراسة إلى كونها تمثل الجوهر الأساسي لعمليات التحرير المالي بين الأسواق المالية و التي تعبر أساسا عن عولمة الأزمات المالية الحاصلة إلى غاية الآن .

أهداف الدراسة :

ترمي هذه الدراسة إلى مجموعة من الأهداف أهمها :

- إبراز ماهية العولمة المالية و التعرف عليها كمتغير جديد يمكن أن يكون لها تأثيرات ايجابية و سلبية على بلد مثل الجزائر.
- محاولة لفت الانتباه لما يجب فعله من إجراءات و خطوات للاستفادة من الانفتاح و التحرير
- عرض أهم ما تستجيب إليه ()
- التعرف على مصادر تدفق رؤوس الأموال بين الدول في شكل استثمار أجنبي مباشر و
- تبيان أوجه الخلل الموجود في عدم الاستفادة من التدفقات المالية و تأثير ذلك في حدوث أزمات دولية.
- التعرف على واقع الاقتصاد الجزائري أمام العولمة المالية.

المنهجية المتبعة في الدراسة :

فيما يخص المنهج المستخدم ،ونظرا لطبيعة الدراسة المتمحورة حول عملية التصميم والبحث عن تأثيرات العولمة المالية على المديين القريب و البعيد , اقتضى الأمر إتباع المنهج التحليلي و الوصفي.

- فانصب المنهج التحليلي على محاولة فهم عناصر تأثير العولمة المالية و قد طغى هذا المنهج على , كون أن الدراسة شملت كل ما يخص العولمة المالية من أسبابها , أسسها , ايجابياتها , سلبياتها و مخاطرها و تأثيراتها لا سيما على الجزائر .

- أما المنهج الوصفي فتعلق الأمر بعرض و لو بشكل مبسط خصائص الاقتصاد الجزائري و واقعه أمام العولمة المالية في الفصل الرابع .

أدوات و منهج الدراسة :

نظرا لطبيعة الدراسة الهادفة إلى تبيان العولمة المالية بكل أسسها , ايجابياتها و سلبياتها و مخاطرها و محاولة التقييم و البحث عن تأثيراتها في الدول و لا سيما الجزائر ,
التالية :

- كل ما يتعلق بموضوع العولمة المالية .
- كل ما يتعلق بالأسواق المالية (,)

بين الدول .

- موضوع تدفق رؤوس الأموال في شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة و الغير مباشرة .
- موضوع الأزمات المالية بما فيها الأزمة المالية العالمية الراهن.
- , و واقعه أمام تأثيرات العولمة المالية .

:

يتم من خلال البحث تسليط الضوء على تجسيد العولمة المالية كظاهرة عالمية و على دور العولمة المالية منذ ظهورها في إبراز بعض الآثار و التحولات التي طرأت على الاقتصاد العالمي آخذين بعين الاعتبار , فمنذ تسارعها كان هناك تسارع واضح لتدفق رؤوس الأموال عبر التحرير المالي بين الدول ما زاد في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة و استثمارات المحافظ في وقت سريع و قريب , أما تلك التدفقات على المدى البعيد فكان لها شأن آخر في إفراس الأزمات فتم تشخيص ظاهرة العولمة المالية حسب توجه الدراسة بالتركيز على الأسواق المالية و التحرير المالي لرؤوس الأموال

و هكذا جاءت حدود الدراسة بهذا الشكل لتشمل اتجاهات العولمة المالية على المديين القريب و البعيد كإطار زمني أما الإطار المكاني فتم دراستها كظاهرة عالمية تشمل الاقتصاد العالمي ككل,

محتويات الدراسة :

لتحقيق أهداف البحث و الإجابة عن الإشكالية الرئيسية , أثرناها فيما سبق , مدى صحة الفرضيات المقدمة , ارتأينا أن نقسم البحث إلى أربعة فصول مترابطة ومتكاملة سبقتها مقدمة عامة، وتليها خاتمة عامة تتضمن ملخصا عاما عن البحث متبوعا بأهم النتائج و مجموعة من التوصيات و الاقتراحات لتنتهي بعد ذلك إلى تحديد الآفاق المستقبلية للبحث , :

الفصل الأول أردناه أن يكون ذا بعد نظري فخصصناه للعمولة المالية، تطرقنا من خلاله إلى ثلاثة , من خلالها تم عرض مميزات العمولة الاقتصادية , أهدافها , و أقسامها , ثم العمولة المالية و تداعياتها مع ذكر مسارها التاريخي، أسباب تسارعها و أسسها , ثم بعد ذلك تم التطرق إلى تقييمها كظاهرة عالمية و جاء ذلك من خلال عرض مظاهرها، حدودها و مخاطرها .

أما الفصل الثاني فتناولنا فيه أدوات العمولة المالية مركزين على كل ما له علاقة بعمولة المال و تدفقه بين الدول و ذلك من خلال عرض مبحثين , الأول منها خصص للتحرر المالي، و متطلباته وأيضا تطرقنا فيه للأسواق المالية على اختلاف أنواعها , في حين خصص الثاني الذي يليه في معدلات الفائدة و أسعار الصرف و فهم كل ما يتعلق بهما، المؤثرة و المتأثرة بكل ما يجري في السوق من دخول و ظل ما يسمى بالعمولة المالية .

في حين جاء الفصل الثالث ليحتوي على تأثيرات العمولة المالية و تمت معالجتها في مبحثين، أولا انعكاساتها على المدى القريب و ذلك من خلال التطرق إلى موضوع الاستثمار الأجنبي المباشر و , ثم ثانيا عالجنا تأثيرها في المدى البعيد من خلال دراستنا لموضوع الأزمات المالية.

ثم جاء الفصل الرابع و الأخير من هذه الرسالة ليحتوي على تأثير العمولة المالية على الاقتصاد الجزائري في مبحثين، المبحث الأول جاء ليعطي فكرة عن الاقتصاد الجزائري أين تم دراسة التحديات التي قام بها من خلال الإصلاحات غرضا منه تعزيز مكانته. الاقتصاد الجزائري أمام العمولة المالية من خلال، الوضع الذي يميز الاستثمار بالجزائر، و تداعيات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري في ظل تلك العمولة.

و في الأخير قمنا بعرض الخاتمة العامة كما وضحنا سابقا، و كذا بعض الاهتمامات التي لفتت انتباهنا، لعلها تكون نواة لبحوث قادمة .

:

العولمة المالية



في الحقيقة إ هو المحرك أو السبب الرئيسي لكثير من الأحداث العالمية , لأننا نعيش في عالم يقدر المال و يسعى إلى الحصول عليه بطرق شتى وفقا للمبدأ الإيطالي ميكافيلي " الغاية تبرر الوسيلة" و مع التسليم بنشر القيم الغربية في مجال الاقتصاد مثل : " الحرية الاقتصادية وفتح الأسواق ,

النامية بالاقتصاد العالمي أصبح لعولمة الاقتصاد أو للعولمة الاقتصادية كما يقال ظاهرة متعددة الأوجه التي جعلت العالم قرية صغيرة تتفاعل فيها و تتنافس مع بعضها البعض ليست فقط الدول و الحكومات بل المنظمات العالمية و الشركات متعددة الجنسيات و التكتلات الاقتصادية و الأسواق المالية. السوق المفتوح الذي قرب الاتجاه العالمي نحو تحرير أسواق المال تطور حجم التدفقات المالية و النقدية من بلد إلى آخر ليمثل البعد المالي لعولمة الاقتصاد تحت ما يسمى بظاهرة العولمة المالية .

ظاهرة العولمة المالية هذه , عكست زيادة حركية في تنقل رؤوس الأموال , عادة ما تجلب معها فوائد و مزايا فإن أحسن التصرف فيها تعود بالنفع على الاقتصاد العالمي بشكل عام و الدول النامية بشكل خاص, لأن نمو هذه الأخيرة أصبح مشروطا ضروريا لتحقيق الاستقرار و النمو الاقتصادي العالمي و لتضييق الهوة بين أطرافه . كما أنها قد تحمل مخاطر عديدة , و هزات مدمرة .

لهذا فإن , الإلمام بمدى نجاعة العولمة المالية و مخاطرها يستوجب الوقوف عند العوامل المسببة لتعاظم هذه الظاهرة , فقسمنا هذا الفصل الذي جاء تحت عنوان , "العولمة المالية " إلى ثلاث مواضيع أساسية :

- البعد المالي للعولمة الاقتصادية .
- العولمة المالية و تداعياتها .
- تقييم العولمة المالية .

: البعد المالي للعولمة الاقتصادية

: مميزات العولمة الاقتصادية

1 تعريف العولمة الاقتصادية :

تشير التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي إلى تزايد ظاهرة الاعتماد الاقتصادي المتبادل , ويتمثل ذلك في زيادة حجم ونوع معاملات السلع والخدمات العابرة للحدود وحرية نقل وتوطين واستثمار جميع عوامل الإنتاج من أيدي عاملة , , تكنولوجيا , ومن جهة أخرى تعاضم التدفقات الرأسمالية الدولية ولوجيا التي جعلت القرارات والأحداث والأنشطة التي تحدث في احد أجزاء , تترتب عليها نتائج مهمة لأفراد ومجتمعات في أجزاء العالم الأخرى , هذا ما يشير إليه الاقتصاديون على أنها ظاهرة العولمة فعندما يذكر هذا المصطلح فإنه يجعل الذهن يتجه إلى الكونية,و إلى , ومن ثم فإن المصطلح يعبر عن حالة تجاوز الحدود السياسية الراهنة للدول إلى أفق أوسع

والعولمة في جانبها الاقتصادي اتخذت شكل تيار متصاعد هادر من اجل فتح الأسواق وانفتاح كل دول العالم على بعضها البعض وانتشده المستويات الإنتاجية,التمويلية, المالية,التكنولوجية, التسويقية, الإداري , ويبقى هذا الجانب من العولمة الأساس والمنبع دون أن ننفي وجود أنواع أخرى للعولمة فنجد العولمة السياسية الثقافية وحتى الاجتماعية . سيكون تركيزنا في هذا المبحث منصبا أساسا على العولمة الاقتصادية .

عند محاولة الاقتراب من تعريف العولمة يجد سبلا هائلا من التعريفات التي كثرت ولم تتفق على تعريف واحد شامل و جامع لهذا المصطلح الذي تداول في المنطقة العربية تحت مسمى العولمة نظرا لتشعب المحتوى الفكري للمفهوم والتي اختلطت فيه الجوانب الاقتصادية مع جوانب أخرى سياسية , ثقافية , تكنولوجية ومعلوماتية .

لذا أيضا تكمن في أن العولمة تنطوي على مفهوم ديناميكي يتحرك ويتشكل مع التغييرات العالمية التي أن السنوات القليلة وخاصة في منتصف التسعينات من القرن العشرين التي طبقت العولمة) (أبرزت الحاجة إلى البحث في مفهوم للعولمة أكثر وضوحا وأكثر عدالة وهذا ما يسعى إليه الجميع مع بداية الألفية الثالثة في سنواتها الأولى أن المصطلحات المقابلة للعولمة عربيا دت هي الأخرى حيث نذكر كلمات الكوكب , الكونية , أو العالمية استقر الأمر على العولمة لتكون مقابل الكلمة الانجليزية globalisation او الكلمة الفرنسية mondialisation وما نلاحظه أن كلمة " مشتقة من كلمة العالم ويتصل بها عولم على صيغة

" في قواميس الأحرف العربية والتي " وفي ضوء هذا يمكن القول أن صياغة تعريف دقيق للعولمة تبدو مسألة شاقة، ونظرا لتعدد تعريفاتها والتي قد تتأثر أساسا بانحيازات الكتاب والباحثين والمفكرين الايديولوجية واتجاهاتهم إزاء العولمة ، نقترح من صياغة تعريف شامل للعولمة فلا بد أن نضع في الاعتبار ثلاث عمليات للكشف عن جوهرها¹: العملية الأولى: إزالة الحدود والقيود بين الدول وبالتالي حرية نقل وتوطين واستنث مواد أولية، ، تكنولوجيا.

العملية الثانية: تتعلق بسرعة انتشار المعلومات والثورة التكنولوجية التي تعمل باستمرار على تخفيض تكلفة العملية الثالثة: زيادة معدلات التشابه بين الجماعات ، هذا ما عمل على تشجيع

التنافس لإحداث التوازنات الحركية على مستوى الخريطة الاقتصادية . وكل هذه العمليات قد تؤدي إلى نتائج سلبية لبعض الأ نتائج ايجابية لبعضها الآخر. وفي محاولة لتعميق الأبعاد المختلفة لمفهوم العولمة الاقتصادية بل ومحاولة للخروج بتعريف مناسب تم طرح أهم التعريفات التي وردت وهي كالتالي :

1 تتمثل العولمة الاقتصادية حسب صندوق النقد الدولي² 1997 في أنها تلك الزيادة على مستوى الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الدول مع توع وتكامل المعاملات التي تتم عبر الحدود. الواضح أن مفهوم العولمة الاقتصادية الذي جاء به صندوق النقد الدولي يدور حول ازدياد العلاقات الاقتصادية المتبادلة بين الدول أي تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل سواء في مجال تبادل السلع أو الخدمات أو الأفكار وغيرها . وأصبح هذا السلوك العولم هو الأساسي للنمو الاقتصادي بين أطراف التبادل الدولي وتحول الاقتصاد العالمي إلى سوق واحد تزداد فيه نسبة التخصص وتقسيم العمل الدولي والفاعلون هنا ليس فقط الدول والتكتلات الاقتصادية بل بالدرجة الأولى الشركات متعددة الجنسيات³.

2 وهناك تعريف آخر يركز على العولمة الاقتصادية باعتبارها مجموعة العمليات التي تجسد التحول في العلاقات الاقتصادية وما يصاحبها من تغيرات في التدفقات على المستوى الدولي أو الإقليمي مقومة بمعايير

1 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005 .17

2 محسن احمد الخضيرى ، العولمة الاجتياحية، النيل العربية، مصر 2001 .34

3 1997 .5

من خلال هذا التعريف يشار إلينا أن العولمة تتضمن حدوث تدفقات بين الدول , لكن ليس أي نوع من التدفقات يعتبر من قبيل العولمة , فالتدفقات يتعين أن يتوفر فيها عدد من الخصائص حتى تعتبر ضرب من ضروب العولمة وهي :

نقل التكنولوجيا , هجرة العمالة وغيرها , كما لا يتعين ان تقتصر على مجموعة من الدول دون غيرها. مثل دول الاتحاد الأوروبي أو دول شمال أمريكا بالإقليمية Régionalisation globalisation فالتدفقات يتعين أن تتم بين جميع الدول بغض النظر عن انتماءاتها الاقتصادية , الجغرافية او العرقية .

- أن تكون التدفقات مكثفة أي تتم بكميات كبيرة فلا تعتبر التدفقات التي تحسب بملايين الدولارات او المليارات القليلة عبر الحدود من قبيل العولمة , وإنما يتعين أن تمثل نسبة كبيرة لحد ما من

- أن تتم هذه التدفقات ,
تكنولوجيا المعلومات .

3 أما وجهة نظر Harris فتتمثل العولمة الاقتصادية على أنها اهتمام بصفة عامة بزيادة تدويل الإنتاج والتوزيع والتسويق للسلع والخدمات , كما تتمثل في التطورات التي بها تأثير عميق على الاقتصاد ككل و الاقتصاد الدولي بشكل خاص، بينما ينصرف مفهوم العولمة عند Unctad على أنها المرحلة الثالثة من مراحل التدويل حيث تتمثل الأولى في التجارة الدولية، أما الثانية مع بداية السبعينات , والأخيرة مع بداية الثمانينات وهي العولمة الاقتصادية التي تبلورت في التسعينات، كما انه نفس المصدر طور مفهوم العولمة الاقتصادية في السنوات القليلة الماضية ليصفها على أنها زيادة تفاعل الدول في التجارة العالمية والاستثمار الأجنبي وتحرير إلغاء القيود على تدفقات أس المال والتجارة على المستويين المحلي والدولي⁴.

من خلال هذه التعاريف وبدءا من التعريف الذي جاء به Otsubo يبدو لنا أن العولمة بمثابة أداة تحليلية كمية لتفسير وتحليل التغيرات الحادثة في الاقتصاد العالمي والتي تبلورت مع زيادة التجارة الدولية على السلع والخدمات بالإضافة إلى زيادة تبادل عناصر الإنتاج الممثلة في رأس المال والعمل من خلال مبدأي عبور القوميات و الاعتماد الاقتصادي المتبادل الذي تدفعه ليست الدول وإنما الشركات معدلات نمو أسرع بكثير من معدلات النمو في التجارة الدولية و

4 عمر صقر ، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية، 2003 7 6 .

4 فيما وصف البعض الآخر أن العولمة هي ناتج مجموعة من الأسباب والعوامل وكذلك هي بلورة لمجموعة من الخصائص الهامة التي اتسم ومازال يتسم بها النظام الاقتصادي العالمي الجديد والتي⁵.

1 انهيار نظام " بريتون وودز " 1971 1973 بإعلان الرئيس الأمريكي السابق " نيكسون " 1971, يل الدولار إلى ذهب بسبب نقص الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي نقصا شديدا نتيجة الحرب الفيتنامية .

2

3

4 تغيير مركز القوى العالمية .

5 تغيير هيكل الاقتصاد العالمي وسياسته التنموية .

ويلاحظ أن هذا التعريف يركز على عمليات التغيير التي تحدث في العالم ومنه نستنتج أن العولمة ليست واحدة أو متجانسة و حدودها غير واضحة فلم تتبلور بعد خصائصها المتعددة الأبعاد حيث ي مهدي الحافظ عدم تبلور المفهوم الفكري والعلمي للعولمة الاقتصادية إلى أسباب عديدة , منها الخضوع إلى منهج ذاتي في التحليل والرغبة في تزكية مسلمات إيديولوجية معينة, إلى إغفال أو غض النظر عن معطيات أو وقائع جديدة في عملية التطور من شأنها أن تكون أساسا أو علة جوهرية لنشوء العولمة واتساعها .

2 خصائص العولمة الاقتصادية:

حتوى الفكري بل والتاريخي للعولمة يكشف النقاب عن عدد من الخصائص الرئيسية التي تميز العولمة عن غيرها من المفاهيم ذات التحولات الجذرية ولعل هذه الخصائص ما يلي:
1 سيادة آلية السوق والسعي لاكتساب القدرات التنافسية:

حيث يلاحظ أن أهم ما يميز العولمة هي سيادة آليات السوق واقتراها بالديمقراطية بدلا من الشمولية و اتخاذ القرارات في إطار من التنافسية و الألية والجودة الشاملة واكتساب القدرات التنافسية من خلال الاستفادة بالثورة التكنولوجية و ثورة الاتصالات و المواصلات والمعلومات وتعميق تلك القدرات الممثلة في الإذنتاجية والبيع بسعر تنافسي على أن يتم كل ذلك بأقل وقت ممكن حيث أصبح الزمن احد القدرات التنافسية الهامة التي يجب اكتسابها عند التعامل في ظل العولمة. حيث أن العالم يتحول إلى قرية صغيرة متنافسة الأطراف ويتغير فيه نمط تقسيم العمل الدولي ليتفق مع اتجاه الإنتاج أو عالمية

5 السيد بس، العولمة و الطريق الثالث، الهيئة المصرية للكتاب ، مكتبة الأسرة، القاهرة ، 1999 ، 21.

الإنتاج وعالمية الأسواق فأصبح كل جزء من السلع المختلفة ينتج في أماكن مختلفة من العالم وأصبحت قرارات الإنتاج والاستثمار تتخذ من منظور عالمي لاعتبارات الرشادة الاقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة

6

2 ديناميكية مفهوم العولمة:

من أهم خصائص العولمة ديناميكيتها التي تتأكد يوما بعد يوم بدليل احتمالات تبدل موازين القوى الاقتصادية القائمة حاليا وفي المستقبل وان التنافسية تواجه الجميع ليس فقط الالات المتحدة الأمريكية وإنما استطاعت باقي الأطراف كالصين على سبيل المثال ان تخطو خطوات جبارة خاصة بعد تطبيقها الاشتراكية القائمة على اقتصاد السوق⁷.

وتتعمق ديناميكية العولمة في أنها تسعى إلى إلغاء الحدود السياسية والتأثير

ديناميكية العولمة يمكن أن نراها أيضا فيما ستسفر عنه النتائج حول قضايا النزاع وردود الأفعال المضادة من قبل المستفيدين من الأوضاع الاقتصادية الحالية حفاظا على مكاسبهم واتجاه ردود الأفعال الصادرة من الخاسرين من تلك الأوضاع وخاصة من الدول النامية في حالة تكلف للدفاع عن مصالحها .

3 تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل:

تزايد الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل أسفرت عنه تحولات عقد التسعينات من اتفاقات تحرير التجارة العالمية و تزايد حرية انتقال رؤوس الأموال الدولية مع وجود الثورة التكنولوجية وماتية احتمالات وإمكانيات التأثير والتأثر المتبادلين وإيجاد نوع جديد من تقسيم العمل الدولي الذي يتم بمقتضاه توزيع العملية الإنتاجية وخاصة الصناعية بين أكثر من دولة بحيث يتم تصنيع مكونات أي منتج نهائي في

8

وتشير هذه الاتجاهات إلى تغير موازين القوى الاقتصادية وتطرح معايير جديدة لهذه القوة تلخصت في السعي إلى اكتساب الميزة التنافسية للأمم في التسعينات في إطار اتجاه كل أطراف الاقتصاد العالمي إلى التنافسي وبالتالي لم تعد الركيزة الأساسية للقوة الاقتصادية هي الموارد الطبيعية بل أصبحت الركيزة الأساسية في لك امتلاك الميزة أو القدرة التنافسية في مجال التبادل التجاري الدولي والتي تدور حول التكلفة والجودة والإنتاجية والسعر وهو ما عمق الاتجاه نحو الاعتماد المتبادل .

6 د عبد الحميد المطلب، العولمة الاقتصادية، منظماتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، 46.

7 هانس بيتر مارتن، و هارالد شومان، فخ العولمة، ترجمة د. عدنان علي، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، الكويت، 2007، 56.

8 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة و اقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص24.

4 وجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي:

حيث تتسم العولمة بوجود أنماط جديدة من تقسيم العمل الدولي, ظهر ذلك واضحا في طبيعة المنتج الصناعي حيث لم يعد في إمكان دولة واحدة مهما كانت قدرتها الذاتية أن تستقل بمفردها لهذا المذ أصبح من الشائع اليوم أن تجد العديد من المنتجات الصناعية مثل السيارات, الأجهزة الكهربائية, الآلية وغيرها يتم تجميع مكوناتها في أكثر من دولة بحيث تقوم كل واحدة منها بالتخصص في صنع احد

ويرجع ذلك إلى تعاضم دور الشركات متعددة الجنسيات في ظل العولمة

التكنولوجية والمعلوماتية والاتصالات. ومن هنا ظهرت أنماط جديدة لتقسيم العمل لم تك أهمها ظهور تقسيم العمل بين البلدان في نفس السلعة وأصبح من المألوف بل الغالب بالنسبة لعدد كبير من السلع الاستهلاكية المعمرة والآلات والمعدات أن تظهر نفس السلعة في قائمة الصادرات والواردات لنفس, وهذا ما يعرف بتقسيم العمل داخل الصناعة الواحد. أصبح إنتاج السلعة الواحدة يتجزأ بين عدد من البلدان فيتخصص كل بلد في السلعة الواحدة, هذا النوع من التخصص يمثل أهم مظهر من مظاهر تقسيم العمل بين البلدان الصناعية والنامية⁹.

5 تعاضم دور الشركات متعددة الجنسيات:

سيات هي الشركات عابرة القوميات أو الشركات عالمية النشاط والتي تعتبر في كل معانيها احد السمات الأساسية للعولمة, يصاحب نشاطها في شكل استثمارات مباشرة من نقل التكنولوجيا والخبرات التسويقية أو الإدارية تأكيدا لظاهرة العولمة في كافة المستويات: الإنتاجية, المالية, التكنولوجية وغيرها.

ويضاف إلى ذلك أن هذه الشركات العملاقة ذات الإمكانيات التمويلية الهائلة تلعب دور في نقل ثورة المعلومات التي نقلت الفن الإنتاجي من منطقة لمنطقة وحولته إلى فن إنتاجي كثيف المعرفة, وبالتالي فهي هذا المنظور تعمق هذه الشركات الاتجاه نحو العولمة وبالتحديد العولمة الاقتصادية¹⁰.

6 تزايد دور المنظمات الاقتصادية العالمية في إدارة العولمة:

الخصائص الهامة للعولمة هي تزايد دور المنظمات الاقتصادية العالمية في إدارة وتعميق, وخاصة بعد انهيار المعسكر الاشتراكي بتفكك الاتحاد السوفياتي سابقا و بالتالي تلاشي المنظمات الاقتصادية لهذا المعسكر, وإنشاء منظمة التجارة العالمية في 1995

9 عبد المطلب عبد الحميد, العولمة و اقتصاديات البنوك, مرجع سبق ذكره, ص25.

من ثم اكتمال الضلع الثالث من مؤسسات النظام الاقتصادي العالمي التي تمثل العولمة أهم سماته بل هي الوليد الشرعي له.

أصبح هناك ثلاث منظمات تقوم على إدارة العولمة من خلال مجموعة من السياسات النقدية، المالية والتجارية المؤثرة في السياسات الاقتصادية لمعظم دول العالم، وهذه المؤسسات هي:

- البنك الدولي وتوابعه ،

- منظمة التجارة العالمية،

ولعل قيام العولمة على تلك المنظمات يعتبر من أهم دعائمها حيث أصبح على الأقل هناك نظام متكامل¹¹.

3 العولمة الاقتصادية

1 3 :

هذا البنك بمقتضى اتفاقية بريتون وودز عام 1944، و البنك الدولي هو توأم لصندوق النقد الدولي و يكمل أهدافه، و الفرق بينهما أن البنك الدولي يقدم قروضا طويلة الأجل أما صندوق النقد الدولي فيقدم قصيرة الأجل، و يمكن تعريف البنك الدولي على أنه "المؤسسة الاقتصادية العالمية المسؤولة عن إدارة النظام المالي الدولي و الاهتمام بتطبيق السياسات الاقتصادية الكفيلة بتحقيق التنمية الاقتصادية للدول الأعضاء، و لذلك فإن مسؤوليته تنصب أساسا على سياسات التنمية و الاستثمارات و سياسات الإصلاح الهيكلي و سياسات تخصيص الموارد في القطاعين العام و الخاص"¹²، تتمثل مهامه في:

- تقديم المساعدات المالية لأعمار البنى التحتية التي دمرت خلال الحروب، مثلا: تمويل المشاريع الكبيرة كسدود المياه، مشاريع الري، محطات توليد الكهرباء، السكك الحديدية و الطرقات.
- ية في الدول النامية بما في ذلك تقديم المعونات الفنية و المنشورا لرسم السياسات الاقتصادية و التي تكفل رفع معدلات النمو الاقتصادي.
- مساعدة الدول النامية في تقليل الفقر و انتهاج أسلوب ديمقراطي و حماية حقوق الإنسان.
- تشجيع حركة الاستثمارات الدولية بتحفيز و دعم الاستثمارات الخاصة و كذا العمل على تحرير
- العمل على تحقيق النمو المتوازن للتجارة الدولية من خلال دوره في تحقيق التوازن في ميزان

11 عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، 27. 12 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظماتها -شركاتها تداعياتها، مرجع سبق ذكره، 80.

12 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظماتها -شركاتها تداعياتها، مرجع سبق ذكره، 80.

انشأ صندوق النقد الدولي بموجب اتفاقية بريتون وودز و ارتبط إنشاء الصندوق في الحاجة إلى إنشاء منظمة عالمية تشرف على النظام النقدي الدولي لمعالجة المشاكل النقدية و الاقتصادية التي خلقتها الحرب العالمية الثانية، و يمكن تعريفه على أنه " المنظمة العالمية النقدية التي تقوم على إدارة النظام النقدي الدولي و تطبيق السياسات النقدية الكفيلة بتحقيق الاستقرار النقدي و علاج العجز المؤقت في موازين مدفوعات الدول الأعضاء فيه"¹³ . و تتمثل مهامه في:

- تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف بين الدول الأعضاء، و تحقيق نمو متوازن للتجارة الدولية بما يكفل رفع مستوى الإنتاجية و زيادة الدخل الحقيقية و تنمية الموارد الإنتاجية للدول الأعضاء.
- تعزيز التعاون النقدي من خلال التركيز على معالجته للسياسات الاقتصادية الكلية.
- تقديم التسهيلات الائتمانية للدول الأعضاء لتصحيح الاختلال في ميزان مدفوعاتها من خلال منح القروض قصيرة و متوسطة الأجل.
- تقديم مساعدات فنية في مجال عمل البنوك المركزية و المحاسبة الخاصة بميزان المدفوعات و
- العمل على تحرير المعاملات النقدية من القيود و الحواجز و إلغاء الرقابة على الصرف الخارجي و

3 3 منظمة التجارة العالمية:

لقد ظهرت منظمة التجارة العالمية في العقد الأخير على أنقاض منظمة GATT لتسيير التجارة الحرة، في عصر العولمة، و بقيامها اكتمل المثلث الذي تشكل أضلاعه مؤسسات النظام الاقتصادي (OMC, FMI, BM) و هذه المؤسسات لها أثر كبير في تسويق العولمة و الدعاية لها، و يمكن تعريف منظمة التجارة العالمية على أنها " منظمة اقتصادية عالمية النشاط ذات شخصية قانونية مستقلة و تعمل ضمن منظومة النظام الاقتصادي العالمي الجديد، على إدارة و إقامة دعائم النظام التجاري الدولي و تقويته في مجال تحرير التجارة الدولية، و زيادة التبادل الدولي و النشاط الاقتصادي العالمي، دوق النقد الدولي و البنك الدولي، في رسم و توجيه السياسات الاقتصادية الدولية المؤثرة على الأطراف المختلفة في العالم، للوصول إلى إدارة أكثر كفاءة و أفضل

14»

13 عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص68.

54.

14 هانس بيتر هارتين، هارلد

كان مجيئ هذه المنظمة تلك الأوضاع التي ميزت العالم منذ بداية التسعينات و المتمثلة في تشابك الاقتصاديا و ارتباط مصالح العديد من الدول النامية بالدول المتقدمة و الشركات الكبرى العابرة للقارات و تنامي دور المؤسسات الدولية في رسم مسار التنمية للدول النامية و التحكم فيه، هذا بالإضافة إلى سعي دول الشمال الغنية للسيطرة على النصيب الأوفر من الاقتصاد العالمي عبر شركاتها و فروعها المنتشرة في أنحاء العالم، و التي أصبحت تتحكم في جزء كبير من عمليات الإنتاج و توزيع الدخل القومي و قد عجل هذا الواقع ظاهرة العولمة و أن كان البعض يرى أنها ظاهرة قديمة إلا أن البداية الفعلية كانت مع اكتمال أسس النظام الدولي الجديد مع قيام منظمة التجارة العالمية، التي تعتبر أداة و وسيلة لها أهميتها في تنظيم و تشجيع التجارة الدولية و هيمنة النظام الرأسمالي بمبادئه و قواعده على الاقتصاد العالمي، كما أنها تهدف إلى تقوية الاقتصاد العالمي من خلال تحرير التجارة بخفض الرسوم الجمركية على الواردات، و عدم فرضها على الصادرات هذا بالإضافة إلى تحرير تجارة الخدمات في السوق الدولي و توفير الحماية المناسبة له، كما أنها تهدف إلى خلق وضع تنافسي دولي في التجارة يعتمد على الكفاءة في تخصيص الموارد، كما تسعى المنظمة أيضا إلى تعظيم الدخل القومي و رفع مستويات المعيشة للدول الأعضاء.

و في ضوء هذه الأهداف تتولى منظمة التجارة العالمية المهام التالية:

- الإشراف على تنفيذ و إدارة أعمال الاتفاقيات المتعلقة بتنظيم التجارة الدولية.
- تنظيم و إدارة المفاوضات بين الدول و تسوية المنازعات بين الأطراف.
- مراقبة السياسات التجارية و مراجعة آلياتها وفق القواعد المتفق عليها.
- وضع أسس و محاور التعاون بينها و بين المؤسسات الدولية الأخرى (BM, FMI) من أجل توجيه السياسات الاقتصادية العالمية و إدارة ا

: أهداف العولمة الاقتصادية

نجد أن الآراء تختلف حول أهداف العولمة الاقتصادية، فهناك من يراها نعمة و البعض الآخر يراها نقمة، و منهم من يقسم أهداف العولمة الاقتصادية إلى قسمين رئيسيين هما:

الأهداف المعلنة و الأهداف الخفية حيث تتميز الأولى بأنها جذابة، مما جعل بعض مفكري الدول النامية يؤيدونها و يتحمسون لها و من تلك الأهداف المعلنة نذكر ما يلي:

1 أهداف العولمة الاقتصادية في نظر المؤيدين لها:

يرى مؤيدو العولمة الاقتصادية أنها سبب أو حافز التطور و الخروج إلى النظام الاقتصادي العالمي الجديد، و يمكن إيجاز هذه الأهداف حسب هذه الفئة فيما يلي¹⁵:

- تقريب الاتجاهات العالمية نحو تحرير أسواق التجارة و رأس المال.
- زيادة حجم الإنتاج المحلي و إقامة أسواق جديدة للتجارة.
- زيادة حجم التجارة العالمية مما يؤدي إلى الانتعاش الاقتصادي العالمي.
- إيجاد الاستقرار في العالم والسعي إلى توحيده.
- تشجيع المنافسة فالعولمة ماهي إلا ثورة المنافسة.
- استقطاب الاستثمارات الأجنبية.
- نشر اقتصاد تكنولوجيا المعلوماتية أو الاقتصاد المعرفي و المرقم الذي يؤدي إلى تغيير أساليب و

• تحرير القطاع المالي و خلق حوافز للقيام بإصلاح هياكل المؤسسات المالية.

يلاحظ أن الهدف الأول هو تقريب الاتجاهات العالمية نحو تحرير أسواق التجارة و رأس المال، و هي من أهداف النظام الرأسمالي و الأسس التي يركز عليها، و هو ما يعني عولمة الاقتصاديات العالمية و صبغها بالصبغة الرأسمالية. و هذا ما يسميه البعض بالأهداف الخفية :

2 أهداف العولمة الاقتصادية في نظر المعارضين لها:

يمكن إيجاز هذه الأهداف فيما يلي¹⁶:

- الهيمنة على اقتصاديات الدول النامية من طرف الدول الأكثر تطورا من خلال السعي إلى السيطرة و احتكار الشركات العملاقة على ممتلكات الدول، و في هذا السياق تشير الدلائل الأولية لعملية العولمة إلى أن تحرير الأسواق و زيادة المنافسة قد أدت إلى توزيع المنافع بصورة غير عادلة على المستوى العالمي، و ذلك بسبب تركز الثروة بيد مجموعة قليلة من البلدان الغنية و الأفراد و الشركات العملاقة في هذه البلدان على حساب البلدان الفقير .
- التحكم في مركز القرار السياسي و صناعته في دول العالم الثالث خدمة لمصالح الدول الأكثر تطورا لأنها القومي على حساب مصالح الشعوب و ثرواتها الطبيعية، أما من ناحية القرار الاقتصادي فقد أصبحت حكومات بلدان العالم الثالث أكثر خضوعا للسياسات التي تقررها المنظمات الدولية كالبنك (BM) منظمة التجارة العالمية (OMC) (FMI).
- زيادة التبعية و انتشار الفقر، و خير دليل على ذلك هو المديونية الخارجية التي تمنع البلدان النامية من الاستفادة من المزايا التي توفرها العولمة.
- زيادة الدول الغنية غنى بينما الدول الفقيرة فقرا، هذا ما أدى ببرنامج الأمم المتحدة الإنمائي إلى ضرورة إعطاء العولمة وجها إنسانيا.

16 جلال أمين، العولمة و التنمية العربية من حملة نابليون إلى جولة لأورغواي، مركز دراسات الوحدة العربية، لبنان، 1999 178.

- دهور الأوضاع الاجتماعية بسبب تراجع البرامج الصحية و التعليمية الناتج عن زيادة الضغوط على البلدان النامية من خلال تقليص دور القطاع العام في الحياة الاقتصادية و ضعف القطاع الخاص بها خاصة مع ارتفاع معدلات نمو السكان بهذه البلدان مما عمق مشكلة البطالة.
 - الآثار السلبية على السوق المالية الداخلية للبلدان النامية إذ أن تدويل و عولمة سوق رؤوس الأموال لا تمثل فقط عوامل التنمية و فرص الاستثمار بل تخلق أزمات أيضا.
 - إلغاء النسيج الحضاري، الاجتماعي و حتى الديني لشعوب البلدان النامية.
- : أنواع العولمة الاقتصادية**

عند البحث بعمق في العولمة الاقتصادية نجد أن هذه العولمة تحدث على نطاقين رئيسيين فهي تتبلور بقوة في مجال الإنتاج فيما يطلق عليها عولمة الإنتاج والتي تتجلى في اتجاهين أساسيين الاتجاه الأول يتمثل في عولمة التجارة الدولية و اتفاقات تحرير التجارة الدولية الذي يعكس معدلات نمو متسار الدولية أما الاتجاه الثاني فهو خاص بالاستثمار الأجنبي المباشر الذي يزداد بمعدلات نمو أسرع من معدل نمو التجارة العالمية.

أما النطاق الثاني الذي تحدث فيه العولمة الاقتصادية فهو النطاق الخاص بالعولمة المالية والذي يعبر عنها النمو السريع للمعاملات المالية الدولية بفعل عمليات التحرير المالي، كما أن كل من الشركات متعددة الجنسيات، تكامل الأسواق العالمية في مجال السلع، تصاعد الثورة التكنولوجية و تكامل نظام الاتصالات بشكل كبير يلعب دورا متزايدا في تعميق العولمة بصفة عامة. وبالتالي تكشف التطورات المتلاحقة للعولمة والتي تحدث على النطاقين المذكورين عن وجود نوعين رئيسيين للعولمة الاقتصادية¹⁷.

1 :

الإنتاجية التي تحدث على نطاق الإنتاج وقد لوحظ أنها تتحقق بدرجة كبيرة من خلال الشركات متعددة الجنسيات و تتم بدون أزمات مأساوية كما حدث و مازال يحدث بالنسبة للعولمة المالية.

من ناحية أخرى يلاحظ أن عولمة الإنتاج بدأت تظهر أنماطا جديدة من تقسيم العمل الـ ويمكن نرى ذلك في طبيعة المنتج الصناعي هما كان لدولة ما من قدرات وإمكانات إلا أنها لا تستطيع التخصص في منتج معين بالكامل والأمثلة على ذلك كثيرة، فالسيارة يتم تجميعها في أكثر من دولة و نفس الشيء بالنسبة للأجهزة الكهربائية وكذا صناعة الكمبيوتر، بحيث

17 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تدايها، مرجع سبق ذكره، ص 42.

المكونات الرئيسية لهذه الصناعات.

ومن هنا ظهر التخصص وتقسيم العمل الدولي بين عدة دول في إنتاج سلعة واحدة في ظل عولمة الإنتاج صار بإمكان إنتاج السلع أن يتجزأ بين عدة دول تتجزأ في صناعة جزء أو أكثر من السلعة. وهذا خلال الآونة الأخيرة بين الدول المتقدمة والدول النامية حديثة التصنيع.

في هـ

لا اعتبارات الرشادة الاقتصادية فيما يتعلق بالتكلفة والعائد، وقد أتاح ذلك فرصا هائلة للدول النامية واقتناصها مما ساعدها في اختراق السوق العالمي في الكثير من المنتجات على كل دولة نامية استيعاب التحولات العالمية وتحديد بشكل قاطع ماهي الأجزاء من السلع القابلة للتجارة الدولية التي يمكن أن تكون لها ميزة تنافسية حالية أو مكتسبة مستقبلا حتى يتسنى لها الإنتاج بأقل تكلفة ممكنة بأحسن جودة وأعلى إنتاجية ومن ثم بيعها بسعر تنافسي في اقل وقت ممكن .

ويبدو أن المسألة تحتاج إلى إيضاح واقترب أكثر من خلال تقسيم عولمة الإنتاج إلى اتجاهين:

الاتجاه الأول والخاص بعولمة التجارة الدولية:

يمكن إدراك هذا الاتجاه من المؤشرات الخاصة بالتجارة الدولية حيث يلاحظ:

1 أن التجارة الدولية زادت بدرجة كبيرة خلال الآونة الأخيرة فبلغ معدل نمو التجارة العالمية

2 ومن ناحية أخرى، يلاحظ في عام 2000 التجارة السلعية بلغت حوالي 6254 مليار دولار

1999 اما بالنسبة للتجارة الدولية في الخدمات بلغت 1505 مليار 12.5%

2000 6.1% وبالتالي فان متوسط معدل نمو التجارة الدولية 1999.

1999 وبقيمة بلغت 7759 مليار دولار بينما بلغ الناتج 11.2%

2000 ما قيمته 31171 مليار دولار بمعدل نمو بلغ 4.7%

2000 1999 2002 2003 2003 وصلت قيمة التجارة الدولية السلعية إلى 6681 مليار دولار بمعدل نمو بلغ 8,6 %

2002

للتجارة الدولية في الخدمات ففي 2003 1704 مليار دولار بمعدل نمو بلغ 8,7%

1704 مليار دولار بمعدل نمو بلغ 8,7%

يلاحظ أن هذا الاتجاه تقوده الشركات المتعددة الجنسيات، ففي ظل النمط الجديد لتقسيم العمل الدولي الذي

عملية إنتاج السلعة الواحدة على دول مختلفة فإننا نجد أن الشركات متعددة الجنسيات تضع إستراتيجيتها الإنتاجية و التسويقية بحيث تعتبر العالم في مجموعة سوقا واحدة سواءا سوقا فعلية أو سوقا احتمالية و يتحدد دور كل جزء منه في العملية الإنتاجية وفقا لخطط هذه الشركات دولة من مزايا و مقومات مستخدمة في ذلك تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر .

كما لوحظ أن معدل نمو الاستثمار الأجنبي المباشر زاد بمعدل أسرع و أكبر من معدل نمو التجارة العالمية حيث كان معدل نمو الاستثمار الأجنبي المباشر يصل في المتوسط إلى 12 % حتى منتصف التسعينات من القرن العشرين. كما أنه و بداية من عام 1996

1990 – 1995 يتراوح عند 226 مليار دولار أي زاد

1996	71 %	1997	478 مليار دولار بنسبة زيادة بلغت 24 %
1996	1998	695 مليار دولار أي نسبة زيادة وصلت إلى 45 %	بينما وصل عام 1999
1088 مليار دولار بنسبة زيادة بلغت 57 %	2000	1495 مليار دولا	زيادة بلغت 37 %.

و إذا قمنا بمقارنة المستوى الذي وصل إليه الاستثمار الأجنبي المباشر عام 2000 بالمستوى الذي كان عليه في المتوسط في منتصف التسعينات فإننا نجده قد تضاعف بحوالي 6.6 مرة أي ما يقرب من سبعة أضعاف ما كان عليه في الفترة من 1990 – 1995 هذا التطور الهائل يشير إلى تزايد أهمية هذا الاتجاه نحو تعميق عولمة الإنتاج بكل أبعادها جوانبها و آثارها.

و من ناحية أخرى يلاحظ بين عام 1995 2000 53% و 90% 56 % 83 % للدول المستقبلية و هذا النمو ناتج خاصة مع الدور الذي تلعبه الشركات المتعددة الجنسيات الذي يؤدي إلى إحداث المزيد من العولمة و التي تنتج بدورها المزيد من التحالفات الإستراتيجية فيما بينها لإحداث المزيد من عولمة العمليات في مجال التكنولوجيا و الأسواق.

كما انه يلاحظ من ناحية أخرى انه من التطورات الهامة في طبيعة الاستثمار الأجنبي المباشر خلال النصف الثاني من التسعينات من القرن العشرين، أن الجزء الأكبر من تدفقات ذلك الاستثمار أصبح ينتج من خلال عمليات الاندماج و الاستحواذ عبر الحدود.

و دوافع هذا الاندماج ترجع إلى تفضيل الشركات متعددة الجنسيات لهذا الشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر بالمقارنة بإنشاء شركات جديدة نظرا لما يحققه للشركة الأم من سرعة النفاذ إلى السوق الجديدة و السيطرة على جزء هام منها و الاستفادة من الإمكانيات المادية و البشرية و التكنولوجيا للشركة التي عليها فضلا عن سرعة توزيع المخاطر و زيادة حجم النشاط و بالتالي تدعيم المركز التنافسي للشركة الأم

1.1 العوامل المؤدية لعولمة الإنتاج: تتمثل هذه العوامل في¹⁸:

1/ تزايد درجات التكامل الاقتصادي العالمي:

الاقتصادية يشير بوضوح إلى أنها تعبر عن تطور عميق في عمليات التكامل الاقتصادي العالمي و الناتج بالضرورة عن أحد الخصائص الهامة التي تتميز بها العولمة الاقتصادية و المتمثل في الاتجاه نحو الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين الأطراف المكونة للاقتصاد العالمي سو المنظمات الاقتصادية، التكتلات الاقتصادية أو الشركات متعددة الجنسيات.

و تغذي عملية تزايد درجات التكامل الاقتصادي العالمي العديد من الآليات يمكن أن نطلق عليها آليات العولمة مثل اتفاقية تحرير التجارة العالمية المعروفة باتفاقية الجات و التي تقوم بتطبيقه العالمية، بالإضافة إلى الاتجاه العالمي الهادف إلى توحيد المواصفات القياسية و جودة و من أهمها سلسلة الايزو المختلفة. و يعمق هذا التوحيد و التكامل وجود شبكة الانترنت و نمو التجارة الالكترونية و تعاضم دور البورصات العالمية في تحريك رؤوس الأموال و تزايد الاتجاه نحو التحرير المالي و تحرير الاستثمار ءا على المستوى المحلي أو الدولي، بالإضافة إلى تزايد الاتجاه نحو قيام التكتلات الاقتصادية و بالتالي زيادة سرعة التكامل الاقتصادي العالمي الذي أدى كل ذلك إلى بلورة عولمة الإنتاج.

الجديدة لتقسيم العمل الدولي سو ءا بتقسيمه داخل سلعة واحدة أو داخل صناعة واحدة بحيث تخصص كل دولة في جزء أو أكثر منها يؤدي إلى تزايد التكامل الاقتصادي العالمي و من ثم يعمق مفهوم العولمة الاقتصادية بصفة عامة و عولمة الإذ .

2/ زيادة اندماج الدول النامية في الاقتصاد العالمي:

تشير التطورات و التغييرات الحادثة منذ منتصف الثمانينات و حتى نهاية التسعينات من القرن العشرين أن الاقتصاد العالمي اخذ يبرز لنا مسميات جديدة للدول النامية مثل: النور الآسيوية، و الدول حديثة التصنيع و الدول الناهضة اقتصاديا و غيرها من المسميات التي كشفت بلاشك عن تكامل و اندماج هذه الدول في الاقتصاد العالمي مما يجعلنا نعتقد أن هذا الاتجاه كان من أهم العوامل التي أدت إلى العولمة. و المؤشرات و الدلائل على ذلك كثيرة لعل من أهمها:

- أن نصيب دول شرق آسيا في الناتج المحلي الإجمالي العالمي قد زاد في الفترة من 1965 - 1995

7 % 22 % ، هذا الأخير زاد في الفترة هذه من 12 % 27 % .

- زاد نصيب التجارة الدولية من الناتج المحلي الإجمالي للدول النامية زيادة كبيرة و سريعة حتى وصل إلى 45 % مع نهاية التسعينات بعد أن كان 33 % في منتصف الثمانينات كما زاد نصيب الدول النامية من

التجارة العالمية من 23 % 1985 30 % 1999 تجارة البينية بين الدول

النامية من 31 % من إجمالي التجارة الدولية للدول النامية عام 1985 40 % 1999
 نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية من 47 % 1985 83 %
 إليه

3/ الاتجاه نحو التحرير المالي و حرية انتقال رؤوس الأموال:

لقد ارتبط هذا التحرير المالي ارتباطا وثيقا بعولمة أسواق المال و التي تعتبر مظهرا أساسيا من مظاهر التكامل المالي الدولي، و التي تتم منها عملية تبادل و تداول و تصفية الديون و الأصول النقدية و المالية خارج الحدود الوطنية و أصبحت الأسواق المالية أكثر الآليات التي تربط دول العالم بعضها ببعض و التي تشمل سوق العملات و أسواق الأسهم و السندات و القروض و الأوراق المالية الأخرى و مع تزايد سرعة عولمة هذه الأسواق فان العالم أصبح بالفعل يعكس ثروة مالية، و يعمل على تعميق العولمة المالية فقد ارتبطت عولمة الأسواق المالية هذه بعصر بريتون

أسعار الصرف المعومة و ظهور فوائض عالية ضخمة عجزت الأنظمة الوطنية في الدول الصناعية عن استيعابها محليا فساعد ذلك على اندماج الكثير من الدول النامية في الأسواق المالية العالمية مع زيادة الاتجاه نحو حرية انتقال رؤوس الأموال من خلال إلغاء القيود المفروضة عليها.

4/ تزايد الحاجة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر:

فالمتتبع للتحويلات العالمية و التغيرات في الاقتصاد العالمي يلاحظ انه بعد تفجر أزمة المديونية الخارجية بإعلان المكسيك توقفها عن الدفع في صيف 1982 ازدادت أهمية تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية خلال فترة الثمانينيات ليكون بديلا عن الديون الخارجية بآثارها و مشاكلها في مجال التمويل الخارجي لعملية التنمية في تلك الدول.

فأصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع نهاية الثمانينات المصدر الرئيسي لرؤوس الأموال الأجنبية للغالبية العظمى من الدول النامية، و قد أكد البنك الدولي على تحسين الاستثمار الأجنبي المباشر في تقارير مختلفة من منظور أن الاستثمارات الدولية أفضل للدول المستقبلية لرأس المال من المديونية الدولية.

ار الأجنبي يتمثل باختصار في انتقال رؤوس الأموال الأجنبية مقترنة بعنصري التنظيم و الإدارة، فالاستثمار بشكل مباشر ينتقل إلى الدول في صورة وحدات اقتصادية قد تكون صناعية، زراعية، خدمية، إنشائية أو تمويلية سوف نتطرق إليه بالتفصيل لاحقا في الفصل الثالث.

كما يشار أن التدفقات السنوية للاستثمارات الأجنبية أو الدولية بلغت نحو 315 مليار دولار عام 1995 مسجلة بذلك معدلا للزيادة بلغ نحو 40 % عما كانت عليه عام 1994 بل أن هذه الاستثمارات وصلت عام 2001 600 مليار دولار. و تشير خريطة الاستثمار الدولي إلى أن الولايات المتحدة الأمريكية تستحوذ على ما يقرب من نصف الاستثمارات الأجنبية في العالم و الاتحاد الأوروبي و اليابان يستحوذان 35 % من هذه الاستثمارات بينما تستحوذ الدول النامية على 15 % فقط من هذه الاستثمارات

بينما المنطقة الآسيوية تستحوذ على 61 % منها أما أمريكا اللاتينية و دول البحر الكاريبي نحو 32 %
يخص قارة أفريقيا فقط ب 7 %¹⁹.

:

/5

فقد ساعدت أجهزة الكمبيوتر و الفضائيات و شبكة الانترنت على التغلب على الحواجز المكانية و مانية بين الأسواق و انخفضت تكلفة الاتصالات السلكية و اللاسلكية إلى مستويات واضحة حيث المكالمات التليفونية انخفضت بحوالي 60 1930
النقل بين الدول كذلك كل هذا كان له أثرا كبيرا في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق زيادة الروابط و الصلات بينها عبر أيضا
الأسعار في عشرات الأسواق المالية و غير المالية في العالم و المقارنة بينها لاتخاذ القرارات المناسبة في عمليات البيع و الشراء و انجاز المعاملا الفمثنائية .

و من ناحية أخرى تطور برنامج الكمبيوتر ساعد كثيرا في احتساب ما تنطوي عليه المعاملات من مخاطر، و ما تنطوي عليه من أرباح و خسائر فكان لظهور هذه البرامج و تعميم استخدامها أثرا بالغا في التوصل إلى تقديرات سريعة و محسوبة للقرارات الدولية سواء المالية أو السلعية. كما أنه سهل الوصول إلى أسواق

20

فلا يخفى علينا أن عبر هذه التكنولوجيا العالية أصبحت الأموال تدخل و تخرج بالمليارات عبر الحدود الوطنية دون أن تتمكن السلطات النقدية و المالية من مراقبتها أو معرفة اتجاهاتها أو الحد منها أو التأثير فيها، و هكذا أصبح العامل الخاص بالتقدم التكنولوجي و الثورة المعلوماتية و الاتصالات عاملا هاما من عوامل تعميق العولمة الاقتصادية و المالية على حد سواء.

6 / تزايد المعاملا الخاصة بالتجارة الالكترونية:

كترونية بأنها عمليات البيد و الشراء بين الأفراد و الشركات و بعضها من خلال شبكة الانترنت، فالتجارة الالكترونية تنقسم إلى قسمين رئيسيين، يعبر القسم الأول عن التجارة الالكترونية الشركات إلى الأفراد، أما القسم الثاني فيعبر عن التجارة الالكترونية من الشركات توسعت التجارة الالكترونية كثيرا.

الملاحظ خلال منتصف التسعينات من القرن العشرين أن حجم التجارة الالكترونية قد تطور تطورا هائلا متسارعا فطبقا لتقديرات برنامج الأمم المتحدة للتجارة و التنمية () بلغ إجمالي قيمة المعاملا

. 12

9

الاقتصادية و التجارة الكترونيًا عام 1995 0.1 مليار دولار، ارتفعت في عام 1996 3 مليار
 22 مليار 1997 74 مليار دولار في عام 1998. 1999
 180 مليار دولار أما عن عام 2000 377 مليار دولار و في 2001 717 مليار
 دولار بينما نجدها عام 2002 1.2 تريليون دولار و بالتحديد 1234 مليار دولار. تعكس هذه الأرقام و
 البيانات تاريخ معدلات النمو للتجارة الإلكترونية فقد ارتفعت خلال سبع سنوات فقط (1995-2002)
 قيمته 1233.9 مليار دولار أي بنسبة بلغت 1233900 176271%. هذا ما يعبر
 عن التزايد الهائل للتجارة الإلكترونية عبر العالم وتعميق عولمة الإنتاج.
 2003 بلغ حجم التجارة الإلكترونية في العالم حوالي 3.8 تريليون دولار، وذلك وفقا لتقديرات
 ، وقد تضاعف الرقم ليصل إلى 6.8 تريليون دولار في نهاية عام 2004 80%
 حجم التجارة في العالم يتم في الولايات المتحدة الأمريكية، 15% في أوروبا الغربية، 5% في بقية دول العالم،
 معظمها أو نحو 4% منها يتم في اليابان.
 في حين بلغ حجم الإنفاق العالمي على التجارة الإلكترونية في عام 2008 81 مليار دولار، و خلال فترة
 2010 نجد أن حجم التجارة الإلكترونية قد قارب 9 تريليونات دولار، هذا الرقم جاء معتمداً على نسبة الزيادة
 السنوية في عدد مستخدمي التجارة الإلكترونية حول العالم²¹.

2 – العولمة المالية:

تعتبر العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي و التحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي الذي
 أدى إلى تكامل و ارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس
 الأموال و من ثم أخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال العالمية.
 فجوهر عولمة الأسواق المالية هو تحرير حساب راس المال و يقصد بذلك إلغاء الحظر على المعاملات في
 اس المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات و التي تشمل المعاملات المتعلقة بمختلف أشكال
 : الديون، الأسهم، المحافظ المالية، الاستثمار المباشر و العقاري و الثروات الشخصية و من
 ثم فان قابلية حساب راس المال للتحويل ترتبط بإلغاء القيود على معامل

و تفصيلا فإن العولمة المالية تتضمن تحرير المعاملات التالية²²:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل : الأسهم و السندات، الأوراق الاستثمارية
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم
 محليا لغير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بالمقيمين.

21 احصائيات مأخوذة من الموسوعة العالمية 2012.

:

- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري و المالي، الضمانات ، الكفالات و التسهيلات المالية التي تشمل
- المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية و التي تشمل الودائع المحلية و اقتراض البنوك من الخارج التي تمثل تدفقات للداخل و على القروض و الودائع الأجنبية التي تمثل تدفقات للخارج.
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية التي تشمل المعاملات الخاصة بالودا الهدايا ، المنح ، الميراث ، التركات أو تسوية الديون.
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر التي تحرره من القيود كما تشمل أيضا تحويلات الأرباح

: العولمة المالية و تداعياتها

: مسار العولمة المالية

1- تعريف العولمة المالية:

تعدد المؤلفون الذين حاولوا صياغة تعريف للعولمة المالية، كما أن هناك من اعتبر أن العولمة المالية هي *intégration financière internationale*.

وسنحاول الآن التطرق لجملة من التعاريف:

- M.Ayhan Kose²³: العولمة المالية هي ظاهرة التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود وفكرتها تكمل في تكامل الأسواق المالية.
- F.Teulon²⁴: العولمة المالية أو التكامل المالي هي ظاهرة تتميز بظهور سوق موحدة لرؤوس الأموال تسير على الصعيد العالمي وذلك نتيجة للتحركات الآنية للمعلومات، و سرعة انتقالها إضافة إلى ذلك رفع الرقابة عن الصرف و تجانس الخدمات المالية المقترحة على الأعوان الاقتصاديين.
- J.Luc Bailly²⁵: فيعتبرون أن العولمة المالية ماهي إلا عبارة لرؤوس الأموال أين تتكامل فيها الأسواق المالية الدولية نتيجة الانفتاح الاقتصادي و التبادل الحر.
- J.Métais²⁶: فيعتبر أن العولمة المالية يتضح مفهومها من خلال ثلاثة مظاهر:
 - فالمظهر الأول يتعلق بإلغاء الحواجز العازلة بين المؤسسات المالية.

23 العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم، مجلة التمويل و التنمية، 44 1 2007 9

24- F.Teulon: "les marchés de capitaux", Ed : Seuil, Paris,1997, p65. -

25- J.Luc Bailly, G.Caire, A.Figliuzzi, V. Le lièvre: "Economie monétaire et financière" Ed, Bréal, Paris 2001, p351 .

26-J.Métais, " le Janus de la globalisation financière" in revue problèmes économiques. n°-2595, 16déc 1998, p12 .

- المظهر الثاني يتعلق بالتجديد، التنويع و التوسيع في وسائل التمويل و ظهور ما يسمى بتسييد
. Gestion des risques

- أما المظهر الثالث فيتعلق بالتقارب الجغرافي نتيجة لإلغاء الحواجز هذا من جهة و من جهة أخرى
إلغاء مراقبة الصرف الذي ساهم في حرية شبه تامة لتحركات رؤوس الأموال الدولية.

• D . Plihon²⁷: " يعتبر أن العولمة المالية ما هي إلا سوق موحدة لرؤوس الأموال الدولية،
أي بمعنى آخر تشير إلى المؤسسا المتعددة الجنسيات صناعية كانت أو مالية التي توظف أو ت
رؤوس أموالها باستقلالية و دون حدود باستعمال الوسائل المالية فأصبح هناك عولمة لرؤوس الأموال
و ظهر بما يسمى بالنظام المالي الدولي الذي يسعى إلى تخصيص رؤوس الأموال
التي تتداول فيها هذه الأموال تتميز بوحديتين:

- وحدة مكانية Unité de lieu: نظرا لارتباط الأسواق بفضل الشبكات العصرية للاتصال.

- وحدة زمنية Unité de temps: نظرا لكون أن العمليات في النظام المالي الدولي تتم بشك

24 24

و بالإضافة إلى الودحتين السابقتين، F.Teulon يضيف وحدة أخرى و هي ما يسمى بوحدة العمليات
Unité d'opérations أي تجانس الخدمات ما بين مختلف الأسواق المالية..

• J.P.Allégret²⁸: فإنه يبرر وجود عولمة المال أو العولمة المالية إلى قابلية التبادل بين رؤوس
الأموال فيما بينها هذا ما جعل التحركات الدولية لرؤوس الأموال تتضاعف شيئا فشيئا إضافة إلى
تجديد و تنويع كل من المتعاملين و الأسواق المالية الدولية.

• H.Bourguinat²⁹: فقد ربط العولمة المالية بمفهوم التكامل المالي الدولي Intégration
Financière Internationale الذي يترجمها بذلك التواصل أو عملية الربط بين الأسواق المالية
الوطنية الذي ينتج عنها سوق مالية دولية موحدة و هي الآن تنمو باستمرار.
قصد تدعيم التعاريف السابقة يجدر بنا أن نأتي بجملة من الأرقام، تتعلق بتحركات رؤوس الأموال و
ارتفاع حجم المعاملات في الأسواق المالي فحسب صندوق النقد الدولي بلغت قيمة الأصول المالية
للتداول في أوروبا و الولايات المتحدة أكثر من 26000 مليار³⁰ 1993

27- D.Plihon: " la montée en puissance de la finance spéculative", in A.Cartapins, "Turbulences et spéculations dans l'économie mondiale", 1996, Ed. Economica, p3-4.

28- J.P Allegret: " l'ampleur de la globalisation financière" in revue problèmes économiques n-2542 du 5-12 nov 97, p14.

29- H.Bourguinat: " Finance internationale", Ed P.U.F,France, 1992, p37.

30- PH.D'aversinet, J.P.Petit: " Echanges et Finance Internationale", la revue Banque, paris, 1996, p379 .

كما أن ارتفاع حجم المعاملات في الأسواق المالية قد يتبين لنا من خلال ملاحظة تطور رسمة بعض الأسواق المالية Capitalisation Boursière فقد انتقلت رسمة السوق المالية بنيويورك من 1556 مليار 1983 5707 مليار دولار سنة 1997، كما عرفت السوق المالية بطوكيو في نفس الفترة 472 مليار دولار إلى 2226 مليار دولار سنة 1997.

و أيضا نفس الشيء بالنسبة ليورصة لندن، فقد انتقلت الرسمة من 200 مليار دولار سنة 1983 1378 مليار دولار سنة 1997.

هذا إضافة إلى الارتفاع المتسارع للمعاملات في الأسواق المالية، التي غدت أكبر من احتياجات تمويل الإنتاج و الاستثمار، فمثلا في سنوات الثمانينات بلغ متوسط قيمة المعاملات اليومية في السوق المالية بنيويورك حوالي 1700 مليار دولار و هو ما يمثل ثلث الناتج الوطني الخام PNB³¹. كذلك بالنسبة للمعاملات في أسواق الصرف، فإن حجم المعاملات بالعملة أي تبادل العملات فيما بينها أصبح أكبر من أن يكون مرتبطا بعمليات تبادل السلع و الخدمات.

فحسب بنك التسويات الدولية B.R.I 1995 أصبح حجم المعاملات اليومية في مختلف أسواق الصرف يقارب 1230 مليار دولار، و هو ما يمثل 40 مرة قيمة المعاملات اليومية المرتبطة بالتجارة الدولية، و استنادا إلى ما اشرنا إليه فقد عرفت المعاملات اليومية في مختلف أسواق الصرف ارتفاعا 50 من قيمة المعاملات³² 1992.

كذلك لا بد من الإشارة إلى ارتفاع حجم التحركات الدولية لرؤوس الأموال و تطور طبيعتها. 1993 انتقلت قيمة الأسهم المملوكة من طرف الغير المقيمين من 800 مليار 1986 1300 مليار دولار سنة 1991 هذا استنادا إلى ما سجل في الولايات المتحدة، أوربا و اليابان. كما بلغت قيمة الأصول القابلة للتداول و المملوكة من طرف الأجانب 2500 مليار دولار³³.

ة قام بها بنك التسويات الدولية B.R.I 1996 فيما يخص مقارنتها لتطور القيمة النسبية لتحركات رؤوس الأموال مع الناتج الداخلي الخام فإنه تبين أنه بعد أن كانت نسبة العمليات العابرة Transfrontalière ، والخاصة بالأسهم والسندات في الدول السبع الأكثر تصنيديا 35% 1985، أصبحت هذه النسبة تقارب 140%

1995³⁴. وقصد تبيان تطور طبيعة تحركات رؤوس الأموال هذه، يجدر بنا الاستعانة بجدول يبين لنا

31- F.Teulon: " la nouvelle économie monétaire", Ed PUF,France,1998, p215-217.

32- P. Jacquet: op.cit, p201.

33- J.P Allégret: "Economie monétaire internationale", Ed Hachette,France, 1997, p163.

34- F.Teulon:"les marchés de capitaux", op.cit, p.66.

التطورات التي شهدتها كل من الاستثمار المباشر Investissement direct الذي من المفروض أن يكون طويل الأجل مع استثمار الحوافز المالية Investissement de porte feuille مع الأسهم و السندات على المدى القصير. و سنعود لشرح هذين الاستثمارين بالتفصيل لاحقاً. وهماو :

01: يمثل تطور التحركات الدولية لرؤوس الأموال نسبياً. (الوحدة مليار دولار).

1993	1992	1991	1986 1990	1981 1985	1976 1980	
4.173	5.173	5.184	8.161	0.43	5.93	-
5.620	9.325	7339	4215	6.76	2.62	- استثمار الحوافز المالية

D.Plihon , R.Boyer et autres ,les enjeux de la globalisation financière :mondialisation au delà des mythes, ed Economica, France,1997,p76 .

من خلال الجدول نلاحظ تغير في تركيب تحركات رؤوس الأموال وهذا يظهر جلياً في النمو المعترف الذي عرفه استثمار الحوافز المالية .
J.P.Alléret 1993 1992
تركيبية تحركات رؤوس الأموال بهذا الشكل تحاول توضيح شكل هذه التحركات مع الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية لهذه التحركات.

ويجد هذا التحليل أهمية خاصة فيما يتعلق باستثمارات الحوافز المالية التي تعتبر أكثر ميلاً للتبخر أو التقلب Volatilité بالمقارنة مع الاستثمار المباشر خاصة في حالة حدوث أزمات مالية كانت أو اقتصادية³⁵.
مهما يكن تعريف العولمة المالية فان هناك ما يشبه الاتفاق بين معظم من تناولوها بالدراسة على أنها أخضعت جانباً من العلاقات و المؤسسات القائمة في العالم للتأثير التلقائي و أنها ستؤدي إلى صياغة جديدة لنظام يسير العالم كوحدة متكاملة الأجزاء بشكل طبيعي ودون . ومن ثم فان العولمة المالية تعني أن تصير بلدان العالم المختلفة خاضعة لنظام عالمي مسير بقوانين حتمية ، فتتصهر فيها اقتصاديات هذه البلدان . حيث تكون حرية الاستثمار في كل مكان، وحرية إقامة الصناعة في انسب الأماكن لها في العالم،وعالمية

فالتحولات المتطورة التي أفرزتها العولمة المالية سمحت بتدفق رؤوس الأموال بأكثر حرية عبر العالم أين هناك أكثر ربحية . وقد عرفت الأسواق المالية العالمية تطوراً مذهلاً وسريعاً في حجم الأعمال و

35- J.P.Alléret:"l'ampleur de la globalisation financière", in revue problèmes économiques n-2542 du 5-12 nov ,France , 1997, p17 .

الصفات المبرمة و التجديد و التنوع في وسائل التمويل منذ الثمانينات، ورغم وجود اتفاق على تسمية كل هذه التحولات بالعولمة المالية إلا أن هذه الظاهرة لم تحصر بعد في جوانبها وتحديد آفاق تطورها و معالمها المستقبلية، وقد اختلفت التعاريف التي تحدد المفهوم الدقيق لهذه الظاهرة باختلاف المواقف الإيديولوجية، كما اختلفت الآراء حول إبعادها وطريقة التعامل مع آثارها و انعكاساتها و سنعود لشرح هذه النقاط بصفة أدق

بعد التطرق إلى ما سبق ذكره من تعاريف للعولمة المالية و توضيح مفهومها، يجدر بنا الآن أن نلج إلى تبيان تطوراتها و النقاط التي جعلتها تتبلور كظاهرة عالمية.

2 - نشأتها تاريخيا:

ربما يعتقد البعض أن العولمة المالية هي ظاهرة حديثة نسبيا، لكننا في الحقيقة لو نظرنا إلى تاريخ الرأسمالية لسوف نلاحظ أن تلك العولمة منظورا إليها على أساس جوهرها، هو تحركات رؤوس الأموال عبر الحدود و الآليات و الشروط التي تتحرك بها فيما بين الأسواق المالية المختلفة و ما ينجم عن ذلك من آثار و . فلا طالما أنها كانت ظاهرة ملازمة لنشأة و تطور النظام الرأسمالي مرورا بمرحلة الميركانتيلية، و بالثورة الصناعية، و عبورا بفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية و حتى الآن. صحيح، أن درجة التكامل بين الأسواق المالية عبر هذه المسيرة الطويلة لم يكن مثلما هو عليه الآن، حيث بلغ التكامل حاليا مستويات عالية من حيث تقارب أسعار الفائدة المحلية و العالمية و تقارب معاملات العائد على الاستثمارات المالية، و مدى ارتباط أسواق المال المحلية مع العالم الخارجي، و مدى حرية حركة رأس المال عبر الحدود الوطنية، و ذلك بالمقارنة مع الماضي سواء البعيد أو القريب. كما أن تلك المسيرة الطويلة للعولمة المالية تم تعطيلها في بعض الفترات التاريخية بحكم الحروب و الأزمات الاقتصادية و الاضطرابات النقدية العالمية.

صحيح أيضا أن سرعة انتقال الأموال من سوق إلى آخر و حجم تدفقها و تنوع الأدوات المالية التي تتجسد فيها و درجة الحرية التي تتحرك بها هذه الأموال تختلف كثيرا عما كانت عليه في المراحل المختلفة بتاريخ النظام الرأسمالي، و لكن بشكل عام يمكن القول بأن تدفق التيارات المالية فيما بين دول العجز و دول الفائض هي الأساس الذي تقوم عليه ظاهرة العولمة المالية، و هي ظاهرة قديمة قدم النظام الرأسمالي نفسه.³⁶

M.Durousset فإنه من الصعب تأريخ بداية أول ظهور للعولمة المالية، فالتحركات الدولية لرؤوس الأموال ليست بالظاهرة الحديثة نسبيا. و اخذ مثالا عن ذلك دور كل من البنكين الإيطاليين في أوربا عصر النهضة (حوالي القرنين الخامس عشر و السادس عشر). و كذلك رؤوس الأموال الانجليزية و الفرنسية في التمويل خاصة بالمستعمرات و تدفق رؤوس الأموال الأمريكية نحو أوربا مع أزمة

36 . رمزي زكي، العولمة المالية و البلاد النامية، الاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي، دار المستقبل العربي، القاهرة 1999 . 67

1929. و هنا يؤكد M.Duroussset أنه بعد الحرب العالمية الثانية، فإن النظام النقدي و المالي الذي كان نتيجة اتفاقيات Bretton Woods أصبح بمثابة النظام المعترف به دوليا و المسيطر من طرف الولايات

37 .

و أن دل رأيه هذا على شيء، فإنما يدل على أن مسار العملية المالية ترجم في عدة حقبات النهضة (القرنين 15 16) إلى الحربين العالميتين (20). و كأن هذا المسار يبين البداية الأولى أو المرحلة الأولى لظاهرة العملية المالية أين بدت الولايات المتحدة و كأنها السلطة العليا عالميا بسبب انتصار الرأسمالية.

أما من جهة J.P Petit PH . D'arvisenet فقد اعتبرا أن ظاهرة تدويل الأنظمة المالية ليست بالأمر الحديث فالدراسات عبر التاريخ أثبتت أن الولايات المتحدة ما بين فترة 1789 1914 إليها رؤوس الأموال الأجنبية في شكل استثمارات الحوافز المالية و مثلت ما قيمته 6 % 7 % . و نفس الشيء بالنسبة للاستثمارات الأجنبية لبريطانيا فقبل الحرب العالمية الأولى لمدة خمسين سنة مثلت هذه الاستثمارات حوالي 4 % من الدخل الوطني البريطاني. و يضيفا كلاهما أنه ما بين سنوات الستينات 60 و السبعينات 70 معظم التحركات الدولية لرؤوس الأموال اتبعت - فمعظم الدول الصناعية التي كانت تتمتع بفائض ساهمت في تمويل العجز الذي كانت تعاني منه الدول النامية. و قد زاد هذا الانتقال بعد الأزمة البترولية الأولى، أما مع بداية سنوات الثمانينات 80 بالتحديد منذ 1982 ا و لكن متجهة نحو الولايات المتحدة و ليس نحو الدول النامية ما سبب أزمة المديونية³⁸. و لكن ما تميزت به رؤوس الأموال خلال هذه الفترة هو الإبداع و التنوع في تقنيات التمويل خاصة من حيث إصدار السندات على حساب اعتماد اليورو Les euro .crédits

و أيضا مخزون الأصول هو الآخر ازدادت قيمته خلال هذه السنوات (80) و الموجه بهدف تمويل الاستثمارات الخاصة بالحوافز المالية. و كنتيجة لهذا ارتفعت نسبة المعاملات الدولية الخاصة بالأسهم و السندات مقارنة مع قيمة الناتج الداخلي الخام PIB عند الدول الصناعية. و الجدول التالي يوضح العمليات العابرة للحدود الخاصة بالأسهم و السندات لبعض البلدان المصنعة خلال الفترة (1975 1997) .

37- M.Duroussset "la mondialisation de l'économie", éd 2, Ellipses; Paris, 2004, p66.

38- J.P Petit, PH D'Arvisenet:" Economie internationale la place des banques"; éd DUNOD, France 1999, p 94 .

02: يمثل العمليات العابرة للحدود الخاصة بالأسهم و السندات لبلدان صناعية خلال الفترة

1975 1997 (القيم نسب مئوية مقارنة مع PIB).

1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1989	1985	1980	1975	
213	160	135	131	129	107	96	89	101	35	9	4	.
96	79	65	60	78	72	92	119	156	62	8	2	اليابان
253	199	172	158	170	85	55	57	66	33	7	5	ألمانيا
313	258	187	197	187	122	79	54	52	21	5	-	
672	470	253	207	192	92	60	27	18	4	1	1	إيطاليا
358	251	189	208	153	114	83	65	55	27	9	3	

J.P Petit, PH D'Arvisenet "Economie Internationale la place des banques"; éd DUNOD, :

1999, p95.

M.Aglietta فقد رأى من جهته أن مسار العولمة المالية و تطورها عبر مراحل طرحا نوع من التبادل الدولي الذي اعتبره مصدر لديناميكية النمو العالمي الحالي. و راح يقسم تطور العولمة المالية إلى مرحلتين³⁹:

المرحلة الأولى، مر بها القرن 19 (1815 1914) أين برز فيها توازن للقوى الأوروبية، و تأسست قاعدة معيار الذهب التي من خلالها انتصرت الرأسمالية. و خلال نفس الفترة عرفت العولمة تقسيما دوليا للعمل، من جهة تميزت أوروبا بتفوقها في امتلاك عامل رأس المال أما مستعمراتها فتميزت هي الأخرى بتفوقها في امتلاك عامل العمل (يد عاملة متوفر) و لكن بانخفاض في تكلفة العمل لديها.

المرحلة الثانية، بدأت مع سنوات السبعينيات 70، و الحدث الذي يميز هذه المرحلة هو انهيار النظام Bretton woods ، كما كان لأزمته البترول آثار جانبية ساهمت و لو بالقدر الكافي في تغيير النظام المالي العالمي من مراقبة لتحركات رؤوس الأموال من طرف الحكومات و الدول إلى تحرير تحركات . و هو ما يعبر عنه الآن بالاستقلالية المالية l'autonomie financière .

1 2 (1850 1914) و سياسة قاعدة الذهب:

من المؤكد و ما أثبتته التاريخ خلال الفترة (1850 1914) أن الحرية التي كانت تتمتع بها حركية رؤوس

39- M.Aglietta:" la globalisation financière au défi des transformations de l'économie mondiale"; in revue questions internationales n-22 du nov-déc,France,2006, p19-20

عبر العالم ارتبطت ارتباطا وثيقا بسيادة قاعدة الذهب و في هذا الصدد اعتبر J.L Bailly ⁴⁰ أن سبب ازدهار تنقلات رؤوس الأموال عالميا إنما ناتج عن التعامل بشروط قاعدة الذهب كما أكدوا أن ظاهرة تدويل تحركات رؤوس الأموال ظهرت ملامحها مع ظهور الرأسمالية. (و قد ذكرنا هذا (كما تمثلت مهام السلطات النقدية في مراقبة تطبيق قواعد اللعبة، أي تصدير و استيراد الذهب، و محاولة منها المحافظة على حرية تحويل العملات الوطنية إلى ذهب و ارتباط كمية النقود المتداولة عروض من الذهب.

و الجدير بالذكر هو أن في تلك الفترة لم يكن من الممكن استخدام السياسة النقدية بفعالية كبيرة لاستقرار الاقتصاد المحلي في حالة حدوث صدمات داخلية و خارجية ⁴¹.

لكن العمل بشروط قاعدة الذهب دعم تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل و طويلة الأجل من بلدان الفائض إلى بلدان العجز الملزمة بنفس الشروط، و بالتالي فان العولمة المالية في هذه الفترة اتسمت بالترابط الكبير بين أسواق المال الدولية.

2 2 فترة الحرب العالمية الأولى:

مع اندلاع الحرب العالمية الأولى فقد الاقتصاد العالمي توازنه بسبب التخلي عن تبادل العملة بالذهب أي قاعدة الذهب، و تم تحديد تدفقات رؤوس الأموال عن طريق تطبيق رسوم عليها. دى كل هذا إلى تفكيك التكامل بين الأسواق المالية الدولية، و بعد انتهاء الحرب تم رفع القيود شيئا فشيئا ليتم الالتزام من جديد بقاعدة الذهب فعادت رؤوس الأموال تتحرك بحرية ضمن أسواق مالية يسودها التشابك و الترابط فيم بينها. بيد أن العودة لقاعدة الذهب في عالم ما بعد الحرب العالمية الأولى كانت عودة هشة، حيث لم تتمتع القاعدة بنفس الآليات و الشروط و المصادقية التي تمتعت بها قبل الحرب ⁴².

كما نجد في هذا الوقت (بعد انتهاء الحرب العالمية) قد ارتبطت الدول الأوروبية بالرأسمالية الأمريكية فعملت على إعادة بناء اقتصادها حيث استفادت الولايات المتحدة الأمريكية و انجلترا بالرفع من الإنتاج لتلبية حاجيات الدول الأوروبية و منح قروض لها. دى تزايد حجم القروض إلى حدوث تضخم نقدي (متزايد للأسعار و تدهور قيمة العملة) حينها لجأت الولايات المتحدة الأمريكية إلى تجميد لمواجهة التضخم فنراجع الاستهلاك بأوربا نتج عن هذا، حدوث فائض في الإنتاج فنراجعت

40- J.L Bailly, G.Caire, A.Figliuzzi, V. Lelievre, op.cit, p354.

1997 FMI (سلسلة دراسات اقتصادية و مالية عالمية) 1995 " " -41
.138

.69 "العولمة المالية" -42

وكان هذا مجالاً لتصاعد الأزمات فعانت بعض

الدول الأوروبية من أزمات نقدية بسبب التضخم المالي، و أيضاً من أزمات اجتماعية بسبب تزايد الفوارق بين الأغنياء و الفقراء فانتشرت الأفكار و الحركات العنصرية (الفاشية بإيطاليا و النازية بألمانيا).

لكن بعد الأزمة الدولية (1920 1921) تطور اقتصاد الدول الرأسمالية و خاصة الاقتصاد الأمريكي ما بين 1922 1929، فعاد الرخاء إلى البلدان بحدوث تطورات في وسائل الاتصال و المواصلات و تجديد طرق

غزت الصناعة الأمريكية الأسواق العالمية بعد تراجع القوة الاقتصادية لأوروبا . لكن لم يدم هذا طويلاً

للولايات المتحدة الأمريكية فاندلاع أزمة 1929 كان مفاجئاً و سريعاً حين تحولت الأزمة المالية (بورصة وول ستريت) إلى أزمة اقتصادية و اجتماعية، و جاءت نتيجة تفاقم عرض الأسهم للبيع على طلبها فانهارت قيمتها و عجز الرأسماليون عن تسديد الديون مما عجل بإفلاس البنوك و غلق مؤسسات صناعية أبوابها. فانتشرت البطالة و هكذا قررت الولايات المتحدة الأمريكية سحب رؤوس أموالها المستثمرة في أبنائها لبعض الدول. فامتدت الأزمة إلى باقي الدول الرأسمالية ما عدا الاتحاد السوفيتي نظراً

لانعزاله عن النظام الرأسمالي، لكن بتبني الرئيس الأمريكي " الخطة الجديدة سنة 1933)

في خفض قيمة الدولار ب 41 % و الرسوم الجمركية ب 50 % لتشجيع الصادرات و الرف تنظيم و مراقبة المؤسسات المالية⁴³) هذا كله ساعد في تجاوز الأزمة حتى سنة 1938 .

2 3 فترة الحرب العالمية الثانية:

مع ظهور خطر النازية بعد تولي هتلر مقاليد الحكم في ألمانيا عام 1933 مختلف دول القارة الأوروبية و بدأت الاستعدادات العسكرية تتسارع لاستقبال أحداث الحرب، و كل ذلك كان له تأثير كابح لحركة رؤوس الأموال فيما بين الأسواق المالية الدولية، و من تم تفككت الروابط بينها. اندلاع الحرب العالمية الثانية بفترة قصيرة كانت تدفقات رؤوس الأموال قد نضبت تقريباً⁴⁴.

و حينما وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها، لاح في الأفق انتصار الحلفاء، فبادرت الحكومة

الأمريكية 44 دولة في جويلية 1944 للاتفاق على نظام نقدي دولي جديد بغية تأمين

. فأرسيّت دعائم بريتون و bretton woods

تحقيق أهدافها المتمثلة في ثبات أسعار الصرف بين عملات البلدان الأعضاء عبر وضع البنية التحتية لتنقل

رؤوس الأموال بين الدول كأساس لتسهيل التجارة العالمية، فعاد الانتعاش للعلاقات بين أسواق النقد

43 - بoudine عبد العزيز "العالم الرأسمالي في مواجهة أزمات ما بعد الحرب العالمية الأولى" نسخة الكترونية مقتبسة من www.boudina.site.voila.fr

الدولية.

و يمكن أن يعد نظام ثبات أسعار صرف العملات حجر الزاوية في مؤتمر B.W إذ يقوم على أساس "مقياس التبادل الذهبي" "قاعدة الصرف بالدولار الذهبي" (بتحويل الدولار الأمريكي من عملة محلية إلى عملة احتياط دولية. فبموجب أحكام الاتفاقية يجب على كل دولة عضو فيها أن تحدد قيمة تبادل عملتها الوطنية بالذهب أو الدولار على أساس الوزن و العيار النافذين (دولار واحد يساوي 0.88671 الذهب الصافي). و لكن لغايات المرونة فقد سمح B.W

ضمن هامش محدد يقدر ب 10%⁴⁵ فكان لترتيبات سعر الصرف تأثير واضح على عودة الانتعاش لحركات رؤوس الأموال الدولية و على العلاقات بين أسواق النقد الدولية.

2 4 فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية:

ما بعد الحرب العالمية الثانية انسابت لدول غرب أوربا و اليابان كميات معتبرة من رؤوس الأموال جنبية كان أهمها مشروع مارشال 1947 لمساعدتها في إعادة البناء و هكذا انطلقت هذه الدول إلى طريق النمو خاصة بعد التحسن الكبير الذي حدث في موازين مدفوعاتها واستعادة عملاتها الوطنية عافيتها غدا سيد العملات . أ في تحقيق سيطرتها ريق

بالتسديد بالدولار فكانت " العملاقة في أوربا و اليابان بمصانعها و شركاتها و أسواقها يقتسم الاحتكاريون الأمريكيون منافعها و أرباحها. لكن أمام تزايد القوة الاقتصادية و السياسية لأوربا الغربية و اليابان على المسرح الدولي من جهة، و دور البلدان الاشتراكية و النامية من جهة ثانية، برزت معطيات جديدة تتعارض مع ثبات أسعار صرف العملات الذي يقوم عليه نظام بريتون وودز فبالرغم من أنه حقق في أول الأمر نجاحا ملحوظا للدول من حيث النمو و الاستقرار النقدي الدولي. آلية ثبات سعر صرف العملات ألغيت تماما من الناحية العملية، فبدأت مرحلة جديدة هي مرحلة "التعويم" التي تعني ترك سعر صرف العملة يتحدد تلقائيا وفق آلية العرض و الطلب. و هذا الأمر جاء مع إعلان الرئيس الأمريكي "نيكسون" عن وقف قابلية تبديل الدولار إلى ذهب سنة 1971⁴⁶.

2 5 فترة ما بعد نظام بريتون وودز و مرحلة التعويم:

بانتهاه عصر بريتون وودز في عصر تقويم أسعار صرف العملات، بدأ مرحلة جديدة و حاسمة مسار العولمة المالية، ففي مطلع السبعينيات كانت اقتصاديات البلدان الصناعية المتقدمة قد دخلت

45 " بريتون وودز" الاقتصاد و الأعمال، الجزيرة، 29، 2009، نسخة الكترونية مقتبسة من www.aldjazeera.net.

stagflation حيث ارتفعت فيها معدلات التضخم و تراجع مستويات الإنتاج

مستويات النمو الاقتصادية (تردي معدلات الاستثمار و الإنتاجية) ، في النهاية دخلت . .
1974 ومع ارتفاع مستويات البطالة سيطر الكساد (

مستويات البطالة مع ارتفاع حاد في معدلات التضخم أدى كل هذا إلى تراجع في الناتج الداخلي الخام و
)، في الوقت الذي نشأت فيه على الصعيد العالمي أكبر مشكلة فائض مالي في تاريخ
النظام الرأسمالي، أعني بذلك الفوائض النفطية يعززها في ذلك ارتفاع أسعار النفط خلال صدمتي عام
1974/73 ()⁴⁷.

وآنذاك، اختلت موازين مدفوعات غالبية دول العالم (الصناعية، النامية و الاشتراكية). و في هذه الأجواء
سادها عدم الاستقرار الداخلي و الخارجي، ظهر مناخ جديد ضاغط لمسار العولمة المالية. ذلك أن هذا
الفائض الضخم الذي لم يجد منافذ كافية لاستيعابه في مجالات الاستثمار بقطاعات الإنتاج العيني ()
تردي معدلات الربح فيها) كان يهدد باندلاع أزمات اقتصادية خطيرة. الكثير من القيود التي كانت
مفروضة آنذاك على حركات رؤوس الأموال يسهم في تأزيم مشكلة استيعاب هذا الفائض من خلال إعاقة
حركته فيما بين الأسواق المالية الدولية.

و في تلك الأونة ظهر مفهوم التحرير المالي la libéralisation financière

وعشرين عاما، رونالد ماكينون R.Makinnon أعماله المميزة عن الكبح E.Show
répression financière.

فمنذ ذلك الوقت وهناك سيل عارم من الدراسات و المقالات و الكتب التي تتحدث عن ضروريات التحرير
. وهو سيل لم ينقطع سواء من جانب الباحثين الأكاديميين أو من جانب خبراء المنظمات الدولية ()
.

والمقصود بالتحرير المالي، هو إلغاء القيود و الترتيبات و الضوابط المفروضة على حركات رؤوس
الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، و إعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات توزيع
د المالية و تحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض و . كذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية
الحكومية و إعطاء المؤسسات المالية و البنوك استقلالهم التام، و عدم فرض أية قيود على حرية الدخول و
الخروج من صناعة الخدمات المالية، و الحقيق أن تطبيق شروط التحرير هذه ، تهدف إلى تفوق
حماية ربحية التوظيفات المالية على جميع الاعتبارات الأخرى، ولو على حساب ربحية الاستثمارات في
توسيع الإنتاج .

المطلب الثاني: أسباب تسارع العولمة المالية.

تضافرت عوامل عديدة في توفير المناخ الملائم لتغذية زخم العولمة المالية التي بدأت في التبلور منذ ما يربو على ربع قرن من الزمن وكان أهمها:

1 تنامي الرأسمالية المالية:

لقد كان للنمو المطرد الذي حققه رأس المال المستثمر في الأصول المالية والمتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير المصرفية من خلال تنوع أنشطته وزيادة درجة تركزه، دورا أساسيا في إعطاء قوة الدفع لمسيرة العولمة المالية. فأصبحت معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في أصول مالية تزيد بعدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي وصارت الرأسمالية ذات طابع ريعي تعيش على توظيف رأس المال لا على استثماره⁴⁸.

وعلى الصعيد العالمي، لعب رأس المال المستثمر في الأصول المالية دورا مؤثرا لما يقدمه من موارد (قروض واستثمارات مالية)، لاسيما بعد الانخفاض الملحوظ الذي حدث في حجم التدفقات المالية الرسمية والحكومية، وكذلك في المنح و المعونات التي كانت تقدم من قبل البلدان الصناعية المتقدمة

و المنظمات الدولية متعددة الأطراف، فقد نمت المعاملات المالية لمؤسسات الاستثمارات المالية نموا ملحوظا، حيث ارتفعت قيمة العمليات التي تمت في أسواق الصرف الأجنبي والأوراق المالية على المستوى العالمي عن عشرة مرات منذ عام 1982 جاوزة بذلك حجم النمو المتحقق في التجارة الدولية و الدخل القومي، وهو الأمر الذي يعني أن حركة رؤوس الأموال غدت مستقلة ولها آليات ودورها الخاصة ولم تعد مرتبطة بحركة التجارة الدولية.

وقد ارتبط هذا النمو المطرد للرأسمالية المالية أيضا بظهور "الاقتصاد الرمزي" وهو اقتصاد تحركه رموز و مؤشرات الثروة العينية (أي الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية) (انظر الجدول التالي الذي يبين نسبة تداول الأسهم من الناتج المحلي الإجمالي للفترة 2010 2000 لبعض الدول) هذه الثروة العينية تنتقل بين أيدي المستثمرين داخل الحدود الوطنية وعبر الحدود دون قيد أو عائق. بعبارة أخرى انه اقتصاد تحركه مؤشرات البورصات العالمية (مؤشر داو جونز، نيكلي، داكس...) وتؤثر فيه أية تغييرات تطرا على أسعار الفائدة، أسعار الصرف الأجنبي، موازين المدفوعات، معدلات البطالة، و المستويات العامة للأسعار⁴⁹ كما أنه يتأثر بالشائعات و العوامل النفسية و بالبيانات الصادرة من المسؤولين الماليين و محافظي البنوك المركزية.

48 شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، عمان، 2002، ص17.

49 حازم البيلاوي، دور الدولة في الاقتصاد، دار الشروق، القاهرة، 1998، ص122.

2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
156,5	243,6	368,9	173,9	182,8	168,6	118,8	118,5	126,5	124	
51,6	114,4	131,3	110,5	71,1	68,7	61,3	64,1	80,4	81,6	
39,5	32,8	46,7	42,9	41,7	37,6	32,9	30,4	39,8	67,2	تركيا
179,5	120,7	222,3	60,2	26	38,7	29,1	22,9	33,9	60,2	الصين
38,1	38,5	80,7	42,7	36,3	48	45,5	27,4	22,4	62,4	ماليزيا
51,1	42,9	43,8	48,6	50,6	67,6	67,7	37,5	30,9	19	تايلاندا
8,8	9,9	11,3	8,4	6,2	5,6	3,4	4,3	6,4	7,8	المكسيك
41,3	44,4	42,3	23,4	17,5	14,1	10,9	9,6	11,8	15,7	البرازيل
190	157,4	188,1	140,8	142,4	88,5	,106	137,5	139,5	200,2	كوريا الجنوبية
82,7	120,3	148,4	143,3	109,8	74,5	53,7	40,2	44,6	57,7	اليابان
119,8	145,2	148,7	119,7	81,2	74,3	61,1	,71	58,8	58,3	جنوب افريقيا
327,8	253,8	304,1	249,5	171	163,9	142,5	243,5	288,2	326,3	الولايات المتحدة
55,5	33,7	58	52	20,8	22,1	18,8	10,5	7,5	7,8	روسيا

:

The world bank, data catalog, «global development finance », review analysis and outlook, 2010, p 16 .

ما نلاحظه فعلا من خلال الجدول هو نمو معتبر لمجموع الأسهم المتداولة بالنسبة للنتائج المحلي الاجمالي في الأسواق الناشئة مثل روسيا تايلاندا و جنوب افريقيا، أما بالنسبة للدول الصناعية نلاحظ تذبذب بين سنتي 2008 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية هذا ما نلاحظه في كل من المملكة المتحدة، فرنسا، الولايات المتحدة و اليابان.

2 عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية:

حدثت موجة عارمة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ناجمة عن أحجام ضخمة من المدخرات و الفوائض المالية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها فاتجهت إلى الخارج بحثا عن فرص استثمار أفضل و . وللدلالة على حجم هذه الفوائض التي تنساب إلى الأسواق المالية المختلفة يكفينا أن نشير

إلى أن المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية قد قامت عام 1995

مالية تزيد قيمتها عن 20 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يمثل 110%

90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول، كما انه يزيد

على نصف قيمة الأسهم و السندات المتداولة فيها⁵⁰.

- 3 ظهور الابتكارات المالية:

ارتبطت العولمة المالية بظهور كم هائل من الأدوات المالية الجديدة التي راحت تستقطب العديد من المستثمرين، فإلى جانب الأدوات التقليدية المتداولة في الأسواق المالية (وهي الأسهم و السندات) أصبح هناك العديد من الأدوات الاستثمارية منها: المشتقات (derivatives) التي تتعامل مع التوقعات المستقبلية وتشم: المبادلات (swaps)، والمستقبليات (futures)، والسقف، القاعدة (collages)، والخيارات (options)... الخ. وكل هذه الأدوات تتطور من فترة لأخرى وعلى نحو مطرد بحيث تتيح للمستثمرين مساحة واسعة من الاختيارات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تلعب دورا بالغ الأهمية في تحقيق التقارب بين مختلف الأسواق المالي⁵¹. وقد ظهرت هذه الأدوات الجديدة تحت تأثير عاملين هما الاضطرابات التي سادت أسواق الصرف الأجنبي بعد الاتجاه نحو تعويم أسعار صرف العملات و أسعار الفائدة و أيضا المنافسة الشديدة بين المؤسسات المالية لاسيما تلك التي دخلت حديثا إلى السوق فاستخدمت هذه الأدوات الجديدة من أجل تجزئة المخاطر.

4 التقدم التكنولوجي:

لقد ساهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات و المعلومات مساهمة فاعلة في دمج وتكامل الأسواق المالية الدولي، حيث تم التغلب على الحواجز المكانية و الزمنية بين الأسواق الوطنية المختلفة، وانخفضت تكلفة الاتصالات السلكية و اللاسلكية، وعمليات المحاسبة إلى درجة كبيرة⁵². وهو الأمر الذي كان له اثر بالغ في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر، وفي زيادة الروابط بين مختلف الأسواق المالية إلى الحد الذي جعل بعض المحللين الماليين يصفونها كما لو أنها شبكة مياه في مدينة واحدة⁵³.

5 التحرير المالي المحلي و الدولي:

لقد ارتبطت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود ارتباطا وثيقا بعمليات التحرير المالي الداخلي و بالتحرير المالي الدولي، وقد زاد معدل نمو هذه التدفقات وسرعتها خلال العقدين الأخيرين من القرن الماضي مع السماح للمقيمين و غير المقيمين بحرية تحويل العملة بأسعار الصرف السائدة إلى العملة الأجنبية و استخدامها بحرية في إتمام المعاملات الجارية و الرأسمالية.

و يشير الجدول رقم (3) إلى الاعوام التي بدأت فيها بعض البلدان الصناعية و النامية عمليات التحرير المالي، بعد مرحلة كان يسودها التدخل الحكومي الواسع النطاق في الأسواق المالية.

51 شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص19.

52 صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

53 هانس بيتر مارتن، و هارالد شومان، فخ العولمة، مرجع سبق ذكره، ص167.

و سنعود إلى التعمق في التحرير المالي في الفصل الثاني.

4: يمثل تاريخ بدء عمليات التحرير المالي في بعض الدول.

بداية التحرير		بداية التحرير	
1989	المكسيك	1982	الولايات المتحدة
1991	بيرو	1980	
1991	فنزويلا	1979	اليابان
1991		1981	
1991		1984	ألمانيا
1980	جنوب إفريقيا	1978	هونغ كونج
1988		1981	اندونيسيا
1989	الهند	1978	كوريا الجنوبية
1984		1978	ماليزيا
منتصف الثمانينات	تايلاند	1981	الفلبين
1989	البرازيل	1978	
1974	شيلي	1979	تايبوان

J. Williamson and M. Mahar: A Review of financial liberalization ,South asia région, internat : discussion paper, on. 171, world Bank, jan, 1998,p43.

5 إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية:

حدثت تغييرات هائلة في صناعة الخدمات المالية و إعادة هيكلتها على مدى العقدين الماضيين، و على وجه الخصوص العقد التاسع من القرن الماضي، بحيث عملت كحافز لإسراع من وتيرة العولمة المالية، و في هذا الصدد نشير إلى ما يلي:

- توسعت البنوك في نطاق أعمالها المصرفية على الصعيد المحلي والدولي، فأصبحت تقوم بأعمال لم تكن تقوم بها من قبل في ضوء عمليات التحرير المالي التي اقتضت تخفيف و في بعض الحالات إلغاء القيود التي كانت تحد من نشاطها (Dérégulation) و هو الأمر الذي ترتب عليه تنوع مصادر رؤوس أموال البنوك و طرق استخداماتها و بالتالي تطور بنود ميزانيات البنوك في أكثر من خمسين بنكا في العالم⁵⁴.

- و سسات المالية المصرفية مثل شركات التأمين و صناديق المعاشات و صناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية .

- و في ضوء المنافسة القوية التي بدأت تستشعرها البنوك التجارية من المؤسسات غير المصرفية في مجال الخدمات التمويلية، قامت بعض البنوك بالاندماج فيما بينها، و على قائمتها البنوك التجارية الموجودة في كل من الولايات المتحدة، و اليابان و الدول الأوربية.

هذا و من المتوقع أن تحدث موجة من الاندماجات بين البنوك عبر مختلف الدول على غرار عمليات الشراء و الاندماجات التي حدثت بين شركات التأمين⁵⁵.

و خلاصة القول أن إعادة الهيكلة في صناعة الخدمات المالية قد أزلت الكثير من الفروق التي كانت موجودة بين المؤسسات المصرفية و غير المصرفية، كما أنها جعلت صناعة الخدمات المالية أكثر تجانسا و تكاملا و أكثر قوة في حركتها على الصعيد العالمي.

7

تبرز أهمية السندات بشكل خاص كأحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية العالمية، و لذا فهو عامل مهم من عمليات تسارع عولمة الأسواق المالية في العقدين الماضيين، و يعود إلى النمو الهائل الذي حدث في إصدار السندات و تداولها في تلك الأسواق.

و الجدول التالي يمثل تطور إصدار السندات لدى بعض مناطق العالم ما بين 2001 2009

5: يمثل إصدار السندات لدى بعض مناطق العالم في الفترة الممتدة ما بين 2001 2009.

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	
51.1	24.1	88.2	31.7	48.2	34.3	23.1	11.1	15.5	الدول النامية
8.4	0.2	0.7	3.9	10.1	9.6	1.8	0.1	0.4	شرق آسيا والمحيط الهادئ
1.6 -	16.3	55.9	32.2	16.6	14.4	7.3	3.2	0.5 -	وآسيا الوسطى
40.3	7.5	13.4	11.9 -	20.6	3.1	16.7	1.9	9.8	أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي
0.5	0.8 -	0.7	0.8	2.5	2.8	0.7	5.2	4.4	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
1.7	1.7	10.7	6.4	2.8 -	3.9	3.7 -	0.7 -	0.4 -	جنوب آسيا
1.9	0.7 -	6.7	0.3	1.3	0.6	0.4	1.5	1.9	إفريقيا جنوب الصحراء

:

The world bank, data catalog, «global development finance», review analysis and outlook, 2010, p17 .

و الحقيقة أن النمو الذي حدث في أسواق السندات الدولية يعود إلى مجموعة هامة من العوامل نوجز أهمها فيما يلي⁵⁶:

- تحقيق الاستقرار الاقتصادي و مكافحة التضخم في عدد كبير من بلدان العالم، و هذا الأمر الذي جعل سعر
 - السماح للأجانب التعامل في سوق الأوراق المالية المحلية.
 - استمرار عجز الموازنات العامة للدول و تفضيل الحكومات معالجة تمويل عجزها من خلال طرح السندات الحكومية و شركات القطاع العام لسد احتياجاتها التمويلية.
 - إن مراعاة شرط كفاية رأس المال في قطاع البنوك، طبقا لقواعد و مقررات بازل، قد حدد من قدرة البنوك على تمويل الاستثمارات الثابتة للقطاع الخاص، مما اضطر هذا القطاع اللجوء إلى سوق السندات.
 - حركة التجديد التي حدثت في إصدار السندات في السنوات الأخيرة أدت إلى إيجاد درجة كبيرة من التنوع في الإصدارات، فإلى جانب الشكل الكلاسيكي للسندات () هناك سندات بمعدل للتحويل إلى أسهم، و سندات بشراء مؤجل، و السندات بالعملة المزدوجة... .
 - زيادة لجوء حكومات الدول النامية إلى هذا النوع من التمويل الخارجي بعد تدهور حجم القروض الحكومية و المصرفية و المعونات و المساعدات الرسمية.
 - ارتباط نمو أسواق السندات بالتقدم الحادث في الوساطة في هذه السوق، وازدياد حدة المنافسة بين بنوك الوساطة و بنوك الأعمال و البنوك التجارية.
- وتظهر حركة رؤوس الأموال عبر الحدود في الأسهم و السندات في الدول الصناعية، تسارعا كبيرا خلال السنوات الأخيرة، يتضح من خلال الجدول التالي:

06: يمثل المعاملات عبر الحدود في الأسهم و السندات بالنسبة المئوية من إجمالي الناتج المحلي

(2000 2008)

2008	2005	2000	
151,5	135,3	89	..
82,8	65,1	110	اليابان
196,8	169,4	57,3	ألمانيا
229,2	179,4	53,3	
435,4	252,8	26,6	إيطاليا
-	-	690,1	
234,8	194,5	64,4	

: تقرير الإحصاءات المالية والتجارية العالمي، جنيف، 2008، 79.

هذه التطورات يمكن تفسيرها من خلال نتائج الأحداث و التغييرات في الفترة التي سبقتها أي فترة الثمانينات أين تم إلغاء القيود التي كانت تحول دون تحركات رؤوس الأموال الدولية، التي كانت مفروضة على عدد كبير من البلدان الصناعية، الذي جاء هذا مع بداية السبعينات، و تواصلت عملية تحرير رأس المال و الصرف تدريجيا فمن (1980 1990) تصنيف الإنتاج الداخلي الخام لدول الـ OCDE 2,5 قيمة التجارة العالمية تضاعفت إلى 34 مرة، بينما انتقلت الأصول المالية فتضاعفت إلى 7,7، أما تحولات 15 قيمتها يوميا مقدار 1200 مليار دولار و هو ما يمثل أكثر من 50 مرة من تدفقات السلع، أما عن المعاملات الخارجية في مجموعة الدول السبعة الصناعية المتقدمة، الخاصة في الأسهم و السندات فيتضح من خلال ما يبينه الجدول السابق، حيث انتقلت المعاملات 1090.07 2000 1330.5 .

. أ أو صار يمثل ما يزيد عن 170% و ما يزيد عن 300% في فرنسا، كندا خاصة في إيطاليا في 10% في سنوات التسعينات.

و استمر هذا الوضع إلى أن أصبح يمثل حاليا في الو. . 54 مرة من تدفقات الأسهم و السندات مما كانت عليه في عام 1970 55 مرة في اليابان و 60 مرة في ألمانيا و كل هذا كله لسبب رئيسي يتمثل في التأثير الكامل لتكنولوجيا المعلومة على .

8 :

لقد تسارعت عمليات الخصخصة في الدول النامية و الدول التي كانت اشتراكية، و قام صندوق النقد الدولي و البنك الدولي بتشجيع تلك العمليات بقوة، و تقديم الدعم التقني لها و على نطاق واسع، و قد شكلت برامج الخصخصة في هذه الدول فرصا ذهبية للمستثمرين الأجانب الذين سارعوا بشراء و تملك كثير من الأصول العامة المباعة و بأسعار منخفضة، و قد لعب تخفيض قيمة العملة، والإعفاءات الضريبية والامتيازات التي تقررت لرأس المال الأجنبي، و تغيير القوانين الذي يسمح للأجانب بارتفاع نسبة ملكيتهم في المشروعات المحلية، لعب دورا محفزا لاستقدام المستثمرين الأجانب على المشاركة في عمليات الخصخصة و امتلاك كثير من المشروعات العامة المباعة بأسعار منخفضة، و قد فضلت حكومات هذه الدول هؤلاء المستثمرين الأجانب عن المستثمرين المحليين نظرا لاحتياجاتها للعملة الأجنبية التي اشترروا بها تلك المشروعات، و بذلك تكون العمليات قد ساهمت بقوة في تعزيز العولمة المالية، و وفرت فرصا كبيرة و واسعة للمستثمرين الأجانب بسبب إجراءات التحرير المالي الداخلي والدولي في الدول التي نطلق عليها مصطلح الأسواق

: أسس العملية المالية (شروطها)

La Règle des " " قصد تفسير العملية المالية، ولمحاولة معرفة أسسها سنلجأ إلى قاعدة " Trois "D" ::

- Décloisonnement des marchés: إزالة الحواجز البينية الفاصلة بين الأسواق.
 - Déréglementation: التخفيف من القيود التنظيمية.
 - Désintermédiation Financière: تراجع الوساطة المالية.
- و سنحاول تقديم شرح واف لكل واحد من هذه المفاهيم.

1- إزالة الحواجز البينية الفاصلة بين الأسواق :Décloisonnement des Marchés

و يعتبر هذا واحدا من الشروط الأساسية للعملية المالية، فهو من جهة، انفتاح الأسواق المالية الوطنية نحو الأسواق الأجنبية أو بالأحرى زوال الحواجز الموجودة بين الأسواق الوطنية والأسواق الأجنبية () . كذلك فهو من جهة أخرى زوال الحواجز البينية الفاصلة بين الأسواق الوطنية نفسها،

و من ثم فيحصل شبه تقارب بين مختلف الأسواق الوطنية: السوق النقدية (أموال قصيرة الأجل)

المالية (أموال ذات أجل طويل) (تبادل العملات فيما بينها) Marchés à

58 Terme، كذلك مع ما يسمى بالأسواق المشتقة les Marchés Dérives، هكذا فقد أصبح بإمكان المستثمر

لبحث عن أفضل مردودية، أو أفضل حماية أو تغطية و ذلك بواسطة الانتقال من نوع معين من

السندات إلى نوع آخر، من عملة إلى أخرى، من طريقة للتغطية إلى طريقة أخرى.

هذه الأسواق (نقدية، مالية، صرف، مشتقة...) وطنية كانت أو أجنبية قد أصبحت عبارة عن

المالية العالمية⁵⁹.

و في الحقيقة فإن رفع الحواجز البينية الفاصلة بين الأسواق قد

⁶⁰Désécialisation Bancaire

أن إزالة الحواجز البينية الفاصلة بين الأسواق يعني أيضا التقارب بين الأسواق الوطنية و الأسواق

الأجنبية و هو ما يعكسه مثلا تقليل ثم رفع Suppression .

57 رمزي زكي، العملية المالية، ولاقتصاد السياسي راس المال المالي الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

58- D.Plihon "les mutations du système financier international" in cahiers français, "l'économie mondiale", n269, janv-fev95, p11.

59- D.Plihon, op.cit, p12.

60- F.Teulon : " les Marchés de Capitaux", opcit, p70.

خلاصة القول، أن إزالة الحواجز البيئية الفاصلة بين أسواق رأس المال Décloisonnement هي رفع الفواصل بين الأسواق الوطنية و الأسواق الأجنبية و ذلك على مستويين:

• من خلال إمكانية الانتقال من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، و من أسواق الصرف إلى الأسواق المالية...

• من خلال فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين.

2 رفع القيود التنظيمية (تراجع القيود التنظيمية) Déréglementation:

قد يعتبر مصطلح Déréglementation باللغة الفرنسية أنه مبالغ فيه كونه يعطي تنظيمية و لا مراقبة، ففي الحقيقة إنما هذا المصطلح يعبر عن أنسبة للتنظيمات التي كانت سارية المفعول و ذلك قصد تشجيع المنافسة وما يسمى بالابتكارات المالية⁶¹ Innovations Financières إن مفهوم Déréglementation (أو رفع القيود التنظيمية) يعني على المستوى الوطني تشجيع المنافس بين مختلف الهيئات المالية و ذلك بإزالة الفوارق بين مختلف أنواع هذه الهيئات (مختص في توظيف القيم المنقولة...)، و تحديد (أو تقليل) الرقابة و التنظيمات (كإزالة التحديد الإداري لحد أو سقف لبعض أسعار الفائدة، تأطير القروض...).

أما على المستوى الدولي، فرفع القيود التنظيمية تعني إزالة العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الأموال و العمليات الخاصة بتبادل العملات⁶².

في البداية كانت الأسواق المالية و النشاط البنكي واحدا من أكثر المجالات تنظيمية، و قد يعزى هذا بكون الهيئات المالية مرتبطة فيما بينها، وهو قد يشكل نقطة ضعف. إفلاس واحدة منها قد يؤدي إلى خلق صعوبات (للهيئات المالية الأخرى⁶³. (و هو ما يعكسه ما يسمى بخطر النظام Risque de (système).

هكذا نجد أن معظم النصوص التنظيمية الخاصة بالقطاع المالي قد تمت صياغتها في فترة ما بعد 1929، وذلك على غرار ما يسمى بقانون Glass-Steagall في الولايات المتحدة (1933) و الذي فصل بين مهام البنك التجاري و البنك المختص في التعامل بالقيم المنقولة، وهو نفس الشيء الذي 1945 حيث تم الفصل بين بنك الودائع، بنك الاستثمار و بنك القروض الطويلة و القصيرة الأجل⁶⁴.

61- C.Dufloux, L.Margulici : "Finance internationale et Marchés de gré à gré: évolution et techniques", Ed Economica, France, 1991, p24.

62- J.ADDA : " la mondialisation de l'économie", Tome I. Genèse, Edition Casbah ,Algérie, 1998 , p102.

63- F.Teulon : " la nouvelle économie mondiale", op.cit, p215.

64- F.Teulon : " les Marchés de Capitaux", op.cit, p215.

كذلك في نهاية الخمسينات و بداية الستينات،وقصد مواجهة عجز ميزان مدفوعاتها، عمدت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سن جملة من القوانين قصد الحد من خروج رؤوس الأموال. وتتمثل هذه القوانين في قرارين أساسيين:

- تنظيم "كيو" Réglementation Q 1958 والذي يحد من أسعار الفائدة التي تقدمها البنوك (تحديد سقف لأسعار الفائدة بالنسبة للودائع لأجل⁶⁵، تحديد إمكانية منح فوائد للودائع 30 يوماً⁶⁶ ...).

- رسم تعديل أسعار الفائدة Taxe d'égalisation des Taux d'intérêts 1964 والتي يدفعها المقترضون الغير مقيمون و الذين يلجؤون إلى السوق المالية الأمريكية.

وقد أدى القرار الأول إلى دفع المودعين للبحث عن أسعار فائدة أعلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية⁶⁷، أما القرار الثاني فقد حول الطلب على التمويل بالدولار من الأسواق الأمريكية نحو أسواق Eurodevise أين كان بإمكان فروع البنوك الأمريكية أن تنشط بكل حرية، ثم فقد ساهم

المنظمين السابقين في تطوير ما يسمى بأسواق الدولار

Marché de l'Eurodollars

يعتبر من الإرهاصات الأولى لحدوث اتصال دولي لمختلف الأسواق المالية. يجب أن نشير أن سوق الأورو دولار غير خاضع للتنظيمات التي يضعها البنك المركزي الأمريكي (بنك الاحتياطي الفيدرالي) العمليات في هذه السوق تتم خارج الولايات المتحدة. كذلك هذه السوق غير خاضعة للسلطات النقدية للبلد التي تتم فيها العمليات باعتبار أن هذه الأخيرة تتم بالدولار الأمريكي(أي بغير العملات التي تصدرها هذه السلطات النقدية). على هذا الأساس، هناك من يعتبر أن العولمة المالية(لاسيما بالنظر إلى سو (هي محاولة للتجاوز والمرور عبر التنظيمات التي وضعتها الدول و القيود التي فرضتها⁶⁸ .

هنا فقد نعتبر أن نشأة سوق كسوق euro-dollars قد يقلل من فائدة صياغة تنظيمات على غرار التنظيمات التي وضعتها السلطات النقدية الأمريكية والتي قد تكون غير فعالة⁶⁹. وهو الأمر الذي يفسر الدخول، انطلاقاً من بداية الثمانينات، في فترة تتميز بإزالة القيود التنظيمية قصد تشجيع المنافسة بين الأعوان الاقتصاديين من جهة، ورفع العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الأموال من جهة أخرى.

65- H. Bourguinat : " Finance internationale", op.cit, p59.

66- M. Bassoni, A Bétoine : " Problèmes monétaires internationaux, Ed. Armand Colin, France, 1998, p98.

67- H. Bourguinat : op.cit, p59.

68- J.ADDA, : la mondialisation de l'économie", op.cit, p95-96.

69- J.P Allégret, "Economie monétaire internationale", op.cit, p160.

ويرجع الميل نحو رفع القيود التنظيمية Déréglementation إلى عدة أسباب لاسيما⁷⁰:

- ظهور الرغبة في تشجيع المنافسة قصد التخفيض من تكلفة الحصول على الأموال.
- ظهور احتياجات تمويل معتبرة لاسيما عند الإدارة العمومية.
- ضرورة فتح الأسواق المحلية لغير المقيمين.
- - - - -

غير منظمة. Non Réglementé.

هكذا، نجد أن عملية رفع القيود التنظيمية انطلقت في الولايات المتحدة ابتداء من وسط السبعينات حيث تم إزالة التنظيمات الخاصة بوضع سقف أو حد لأسعار الفائدة لاسيما بإلغاء رسم تعديل أسعار الفائدة سنة 1974⁷¹. وتنظيم "كيو Q" réglementation 1980 Steagall Glass- تدريجيا، ليتم حذفه نهائيا سنة 1996.

أما في إنجلترا، وقصد تشجيع المنافسة، عرف سوق لندن تعديل أو تحديث وهو ما يعرف ب Big-bang والذي توقف بمقتضاه العمل بالعملة الثابتة لقاء المعاملات المالية، كما تضمن كذلك إزالة التمييز بين مهمة السمسار و الوسيط و فتح سوق لندن للمساهمة الخارجية⁷².

ت عملية رفع القيود التنظيمية إلى اليابان و ذلك مع انفتاح النظام المالي و الياباني في سنوات 1983 1984. والى الاتحاد الأوروبي مع نشأة السوق الموحدة التي تضمنت حرية تحركات رؤوس الأموال و التبادل الحر للخدمات المالية، كما تم رفع كل الأنظمة الوطنية لرقابة⁷³ 1990 .

ونظرا لكون عملية رفع أو إزالة القيود التنظيمية كان هدفها الأساسي تشجيع المنافسة، فلقد أدت هذه العملية إلى ظهور ما يسمى بالابتكارات المالية innovations financières (أي ظهور خدمات أو منتجات مالية produits financiers جديدة مقترحة على المستثمرين و المدخرين)⁷⁴. ارتفاع قابلية رؤوس الأموال للتحرك الدولي وارتفاع قابلية المبادلة بين مختلف الوسائل أو المنتجات المالية. هذا، و يشير (J.M.Siroen)⁷⁵ في إطار النظام النقدي الدولي أن عملي

70-F.Teulon : " les Marchés de Capitaux", op.cit, p70-71.

71 M. Bassoni, A Bétoine : " Problèmes monétaires internationaux", op.cit, p79.

72-J . P. Jacquet : " les principes étapes de la mondialisation financière", op.cit., p2.

73- D.Plihon : "les mutations du système financier international", op.cit, p12.

74- M. Bassoni, A Bétoine : " Problèmes monétaires internationaux", op.cit, p26.

75- J.M Siroen: "Flux financier et système monétaire international" in "finances internationales", Ed Armand Colin, 1993, p57.

Déréglementation المصرفية تعتبر بمثابة رفع القيود التنظيمية

3 تراجع الوساطة المالية La Désintermédiation: قد نعرف تراجع الوساطة المالية أو Désintermédiation أنها إقدام المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية دون اللجوء إلى الوسطاء الماليين و البنكيين، قصد القيام بعمليات الاقتراض و التوظيف. أي هو التطوير أو التقدم باللجوء مباشرة للأسواق المالية في ظل تراجع الوساطة المالية التي تقدمها البنوك و الهيئات المالية الأخرى. بتعبير آخر، هي انتقال العمل بما يعرف باقتصاديات المديونية économie d'endettement نحو العمل بما يعرف باقتصاديات الأسواق المالية⁷⁶ économie des marchés des capitaux. هكذا،

الحصول على التمويلات بالاستدانة من البنوك، فهي تتجه للبحث عن تمويلات من الأسواق المالية سواء بإصدار أسهم، سندات أو ما يعرف بتذاكر الخزينة Billets de Trésorerie بالنسبة للقروض قصيرة

و يعتبر ظهور أزمة المديونية انطلاقاً من سنة 1982 واحداً من الأسباب الرئيسية التي دفعت إلى الميل نحو التمويل عن طريق الأسواق المالية. فهي الفترة من سنة 1960 إلى 1970 كانت معظم التحركات الدولية لرؤوس الأموال تتم من دول الشمال إلى دول الجنوب، أي أهم الدول يعرف بالدول السائرة في طريق النمو⁷⁷.

كذلك، ففي الفترة التي تلت الصدمة البترولية سنة 1973، عملت العديد من البنوك على رسكلة جزء من الفوائض التي حققتها (أي استقبال هذه الفوائض على شكل ودائع و تحويلها إلى (حيث قدمت قروضا للدول السائرة في طريق النمو الغير منتجة للبترول.

و مع تنامي حجم القروض من جهة، و كذلك السياسة النقدية الأمريكية المطبقة سنة 1979 (قد أدى هذا إلى صعوبة دفع خدمة المديونية و تسجيل حالات عدم القدرة على الدفع أولها كانت في المكسيك.

و إذا كانت أزمة المديونية هذه قد أدت إلى تغيير اتجاه تحركات رؤوس الأموال التي أصبحت تنتقل من اليابان و أوروبا أساساً لتمويل العجز الخارجي و الميزاني الأمريكي⁷⁸ فقد أدت كذلك إلى ميل البنوك إلى التخلي عن دورها كوسيط مالي و ذلك عن طريق ما قد نسميه بالأسندة Titrisation.

76- Y. Crozet, L.Abdemalik, D.Dufour, R.Sandretto: "les grandes questions de l'économie mondiale", ed Armand Colin , France, 2006,p 145-146.

77- D.Plihon : " Banques: Nouveaux enjeux, Nouvelles Stratégies", la documentation française,France,1999, p80

78- D.Plihon , R.Boyer et autres ,les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au delà des mythes, ed Economica, France,1997, p72.

78- D.Plihon , R.Boyer et autres ,les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au delà des mythes, ed Economica, France,1997, p72.

و تتمثل هذه العملية في إيجاد مدخرين يرغبون في اقتناء سندات قصيرة الأجل قابلة للتجديد تتضمن للمقترض تمويل طويل الأجل مع الحصول في أغلب الأحيان، على تعهد من البنك على اقتناء هذه السندات في حالة عدم إيجاد مقتني لها في السوق⁷⁹، أي هي إصدار سندات لصالح مقترض ما مرفقة بتعهد من البنك.

هكذا، فانطلاقا من سنة 1982 و نظرا لتردي معدل السيولة للعديد من البنوك من جراء أزمة المديونية، حاولت هذه الأخيرة إخراج هذه الديون المشكوك في تحصيلها من ميزانياتها و جعلها عبارة عن عملة خارج الميزانية Hors Bilan، أو بتعبير آخر، فقد أخرجت البنوك هذه الديون من ميزانياتها و جعلتها نداد، و حاولت هذه البنوك أن تلعب دور الوسيط قصد إيجاد مقتني لهذه السندات، علما أن هذه الأخيرة قابلة للتجديد بسعر فائدة متغير⁸⁰.

من ثم، تتبنى عملية الأسندة Titrization ثلاثة نقاط أساسية⁸¹:

- تحويل قرض ذو قيمة معتبرة نسبيا إلى مجموعة من السندات ذات قيم صغيرة ؛
 - إمكانية تجديد مدة هذه السندات قصد الحصول على تمويلات طويلة.
 - يقتصر دور البنوك على التدخل قصد إيجاد مدخرين يفتنون هذه السندات.
- و إذا اقتضى الأمر (قلة السيولة في السوق) فالبنك الذي سيقنتي هذه السندات لأنه وفي بالتعهد مسبقا. لكن يجب ان نشير هنا إلى ملاحظة هامة حول العمليات خارج الميزانية Hors Bilan. فبالرغم من انها قد تحسن من مستوى معدل السيولة لكن في المقابل هي عمليات تلزم البنك (وجود مخاطرة) مع أنها لا تظهر في ميزانيته. وعلى هذا الأساس، فهي تصعب الإطلاع على الوضع الحقيقي للبنوك المعنية. كذلك فهي تجعل البنوك أكثر ميلا للمخاطرة، كونها قد تمنح بشكل أسهل قروضا في شكل عملية أسندة Titrization. و بالرغم أن مثل هذه العمليات قد تسمح في المقابل بتوزيع أفضل للمخاطر، أي بدل تركيز المخاطر على بعض البنوك فقط يصبح الخطر موزعا على جل المودعين الذين يفتنون السندات المعنية⁸².

بشكل عام، فترجع الوساطة المالية هي الانتقال من اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات الأسواق المالية.

79- H. Bourguinat : " Finance internationale", op.cit, p97.

80- J.P Allengret: "Economie monétaire internationale", op.cit, p162.

81- H. Bourguinat : " Finance internationale", op.cit, p97.

82- J.ADDA,: la mondialisation de l'économie", op.cit, p103.

: تقييم العولمة المالية

: مظاهر العولمة المالية

بعد استعراض تعاريف العولمة المالية، ومحاولة تبيان أهم العوامل التي أدت إلى ظهورها سنتطرق
مظهرين أساسيين من مظاهرها على النحو التالي:

1- المستثمرون المؤسساتيون Les investisseurs institutionnels

يتمثل المستثمرون المؤسساتيون في مؤسسات عمومية أو خاصة (بنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد و
...) و التي تقوم بتسيير ادخار جماعي و من ثم فبشكل عام فهي تراقب كميات معتبرة من
⁸³، و يرجع (D.Plihon) عملية تجميع الادخارات قصد تسييرها بصفة جماعية، إلى
اقتصاديات السلم التي قد تسجل، و من ثم، رفع مردودية رؤوس الأموال المدخرة⁸⁴.

و بالرغم أن التحركات الدولية لرؤوس الأموال تنتج أساسا عن تعاملات ثلاثة أصناف من المتعاملين (
تثمرون مؤسساتيون) فإن المستثمرون المؤسساتيين هم الأهم لاسيما بالنظر إلى الحجم الكبير
نسبيا لرؤوس الأموال التي ينتسبون في تحركاتها هذا و يتضمن مفهوم المستثمرين المؤسساتيين صناديق
التقاعد و المعاشات، شركات التأمين، صناديق الاستثمار و أقسام الأعمال في البنوك⁸⁵.

2 Les marchés dérivés قبل التطرق بإسهاب إلى مفهوم الأسواق المشتقة، لا بد أن
نشير أن هذه الأخيرة، أو بالأحرى ما يعرف بالمنتجات المشتقة تدخل في الحقيقة فيما يعرف بالابتكارات
المالية، هذه الابتكارات التي غرضها الأساسي هو توفير تغطية ضد مخاطر خسائر الصرف و تقلبات أسعار
وقد ظهرت العديد من هذه الابتكارات في الولايات المتحدة⁸⁶.

الأمريكية انطلاقا من السبعينات ففي سنة 1977 Marri lynch زبائنها ما يعرف
Cash management account أو الحساب المسير نقدا، هذا الحساب الذي هو عبارة عن تركيبة أو
تجميع لأربع خدمات كانت تقدم بصفة مستقلة و هي على التوالي حساب جاري، حساب بالودائع،
بالأصول المالية، و بطاقة ائتمان، و يمكن للمستفيد من هذا النوع من الحساب أن ينقل أمواله من قسم إلى
هذا الحساب، فالتحويل داخل الحساب يتم بطريقة آنية⁸⁷.

83- F.Teulon : " les Marchés de Capitaux", opcit, p92.

84- D.Plihon : " les enjeux de la Globalisation Financière", opcit, p73.

85- J.P Allegret: " l'ampleur de la globalisation mondiale", opcit, p15.

86- D.Plihon: " La montée en puissance de la finance spéculative, opcit, p9.

87- F.Teulon: la nouvelle économie mondiale, op.cit , p 216.

ونظرا لكون فترة أواسط السبعينات تتميز بالدخول في تعويم الصرف، وكذلك بداية الثمانينات أين إلى ظهور وسائل أو آليات قصد مواجهة تسجيل خسائر الصرف من جهة، وتقلبات أسعار الفائدة من جهة أخرى⁸⁸. كان من بين هذه الوسائل ما يعرف بالأسواق

ففي الأسواق المشتقة يتم تفاوض و تداول ما يعرف بالمنتجات المشتقة، هذه الأخيرة التي هي عبارة عن عقود تتعلق بفترة مستقبلية⁸⁹ وتكون قيمتها تابعة أو " من قيمة أصل أو مؤشر ما يكون متعامل و مفاوض به في إطار عملية عاجلة (موارد مالية، عملات، أصول مالية) المؤشرات الأساسية أو المخفية.

وتسمح المنتجات المشتقة بالقيام بعمليات المضاربة، التحكيم و التغطية في العمليات المتعلقة بالسلع و لأصول المالية، وهناك نوعين من الأسواق المشتقة الأسواق المنظمة و الأسواق بالتراضي⁹⁰.

هذا فيما يخص أنواع الأسواق المشتقة، أما أهم الأعمال التي تتم في هذه الأسواق أو بالأحرى أنواع

فتنقسم المنتجات المشتقة إلى ثلاثة أصناف أساسية وهي⁹¹:

- Les contrats à terme

- العقود الاختيارية Les options

- les swaps الذي ينقسم بدوره إلى:

swaps d'intérêts swaps sur devises

(Les Swaps Croisés)⁹².

: حدود العولمة المالية:

استعراض ماهية العولمة المالية، تفسير تبلورها و الوقوف عند بعض مظاهرها، سنأتي الآن لمحاولة تقييم الظاهرة.

إيجابيات العولمة المالية:

لقد سبق في هذا العرض أن قلنا أن العولمة المالية هي تبلور نظام مالي دولي و الذي من شأنه أن

87- D.Plihon:"la montée en puissance de la finance spéculative", op.cit,p 09.

88- F.Teulon:"les marché des capitaux", op.cit, p75.

89- D.Flouzat:"Economie contemporaine", T2 Les phénomènes monétaires, Ed PUF,France,1997, p416.

91- F.Teulon:"les marché des capitaux", op.cit, p76.

92- H .Bourguinat : "Finance international", op.cit ,p93.

يؤدي حتميا إلى تخصص أمثل لرؤوس الأموال لاسيما بالتحام مختلف الأسواق الوطنية لتشكيل سوق مالي دولية، و طبعا قد ينجر عن هذا جملة من النتائج الايجابية على العلاقات المالية و الاقتصادية الدولية و بعض النتائج السلبية كذلك. فأول نتيجة ايجابية للعولمة المالية يمكن ذكرها هي ارتفاع التنافس بين مختلف الأسواق المالية الدولية و المنافسة بين مختلف أقسام النظام المالي.⁹³

على هذا الاساس فالاسواق المالية الوطنية،مختلف أقسام النظام المالي و حتى الدول ستحاول رفع درجة تنافسيتها حتى تقوم بجلب أقصى قدر ممكن من رؤوس الأموال و الادخارات و محاولة إيجاد في المقابل قرض لتوظيفها (فالبنك مثلا لا يكفيه جلب الودائع بل لابد أن يجد زبائن أو مقترضين يقدم لهم قروض). و قد يدخل في هذا الإطار عملية التحديث التي عرفتها العديد من النظم و الأسواق المالية، لاسيما سوق لندن سنة 1986 و هو ما يعرف ب Big-bang،والذي تضمن أساسا إزالة العمل بالسلة la corbeille تعميم استعمال الإعلام الآلي في عمليات التسعير cotation، فتح السوق للأجانب، تحرير قيمة العملات التي يتحصل عليها السماسرة و الوسطاء... الخ.⁹⁴

و كان الغرض من وراء هذا التحديث هو جلب رؤوس الأموال و الرفع من القدرة التنافسية لسوق لندن.

هذا، كما أدى ارتفاع التنافس بين الأسواق المالية و مختلف أقسام النظام المالي إلى ظهور تنوع في الأصول الدولية و الابتكارات المالية les innovations financières و ذلك على غرار الحساب المسير بالنقدية cash management account الذي وضعته شركة Merrill Lynch انطلاقا من سنة 1977 و كنا قد تطرقنا لهذا المفهوم سابقا إضافة إلى هذا، فقد أدى هذا التنافس إلى انخفاض تكلفة التمويل لاسيما بفضل عملية الاسندة Titrization والتي خفضت من تكلفة الوساطة البنكية.⁹⁵

كذلك و إضافة إلى كون العولمة المالية قد أسهمت في رفع التنافس بين الاسواق المالية، فكان من المفروض أن يعمل تحرير و انفتاح هذه الاسواق على ضمان تخفيض افضل و أكثر فعالية لرؤوس الاموال. و قد يتسنى هذا بفضل ظهور الابتكارات المالية أي اتساع في وسائل التوظيف و التمويل المقترحة، ارتفاع سرعة المعلومات و تأثيرها على أسعار الأصول و انخفاض تكاليف التمويل نظرا للتنافس كما سبق و أن أشرنا إليه. و قد تسمح هذه العملية أي التخصيص الأكثر فعالية لرؤوس الاموال بضمان التمويل برؤوس الأموال خارجية أو أجنبية لاستثمارات ذات معدل مردودية أكبر من متوسط أسعار الفائدة المعمول به دوليا. لكن هناك من يعتبر أن العولمة المالية لم تؤدي إلى تخصيص

93- J.Luc Bailly, G.Caire, A. Figluizzi, V. Le lièvre, "Economie monétaire et financière", op.cit, p359.

94- H. Bourguinat, "les vertiges de la finance internationale", édition economica, France, 1987, p134.

95- H. Bourguinat, " Finance internationale", 4édi, thémis Economie, Paris, 1999, p101.

⁹⁶، فالتطور الملحوظ في الأسواق المالية والذي أدى إلى انخفاض تكلفة التمويل قد استفادت منه الشركات المتعددة الجنسيات أساسا و لم يتبين حسب (D.Plihon) تسهيل لشروط تمويل الشركات المتوسطة والصغيرة. ويضيف نفس المؤلف، في إطار الحديث عن التخصيص الدولي لرؤوس إطار العولمة المالية، أن معظم التحركات الدولية لرؤوس الأموال تتم بين الدول المصنعة أساسا، خاصة بعد أزمة المديونية. بل أكثر من هذا، فالدول السائرة في طريق النمو تحول رؤوس الأموال نحو الدول الصناعية لتسديد خدمة ديونها أكثر مما تتلقاه هي من الدول الصناعية⁹⁶.

كذلك في إطار الحديث عن ايجابيات العولمة المالية، يمكن القول أن عملية الأسندة Titrisation بتوسيع عدد و مجال الأعوان الاقتصاديين الذين من شأنهم تقديم رؤوس أموالهم و ادخاراتهم، و التي ستتحول إلى موارد للتمويل، أو بتعبير آخر، فقد رفعت هذه العملية من الموارد المالية المتوفرة، كما سمحت نفس العملية أيضا بتوفير إمكانية تنويع الحوافظ من الأصول الدولية الأمر الذي قد يعتبر أفضل طريقة للحصول على أفضل مردودية مقابل درجة مخاطرة معينة⁹⁷. إلى هذا، فعملية الأسندة تعني توزيع القرض على عدة ممولين قصد تغطيته و من ثم فمن شأنها الرفع من درجة سيولة النظام البنكي الدولي⁹⁸. كما تشير (D.Flouzat) دائما، أن ارتفاع حجم الأصول المالية المتداولة من شأنه تسهيل و تسريع عملية انتشار تأثير تغيرات أسعار الفائدة في النظام المالي الأمر الذي يرفع من درجة فعالية سياسة سعر الفائدة. في الأخير، قد نشير أن ظهور المنتجات المشتقة قد يسمح بتغطية بعض المخاطر، الأمر الذي قد يدفع إلى تطوير الاستثمارات و التبادل و اللذان لولا التغطية قد لا يتطوران.

2- سلبيات العولمة المالية:

بالرغم من الايجابيات السالفة الذكر، فلا يخلو تبلور العولمة المالية من المخاطر و بعض النتائج السلبية، و منها التسبب في لا استقرار وسائل التمويل. و لقد سبقت الإشارة أن مثل هؤلاء المستثمرون يسيرون مبالغ معتبرة من الادخارات. كما أنهم يحاولون دوما تعديل حوافظهم المالية قصد الحصول على المردودية المثلى، من ثم فعمليات التعديل هذه و التي تكون عبارة عن عمليات شراء و بيع قد تنتج رؤوس أموال أكبر من حجم التدفقات الصافية التي يظهرها ميزان

95- PH. D'aversinet, J.P Petit: "Echanges et finance internationale", la revue Banque, Paris, 1996, p390.

96- D.Plihon, op.cit, p15.

97- H. Bourguinat, "les vertiges de la finance internationale", op.cit, p134.

98- D. Flouzat: " economie contemporaine " ,T2 , les phénomènes monétaires, ed PUF, 1997, p134.

99- PH. D'aversinet, J.P Petit: "Echanges et finance internationale", op.cit, p390.

و بالإضافة إلى كونها قد خلقت تقلبات و لا استقرار في مصادر التمويل، فقد أدت العولمة المالية أيضا إلى انتقال رؤوس الأموال من تمويل عمليات الاستثمار و الإنتاج إلى تمويل الاستثمارات المالية (و هو ما قد يترجمه استثمارات الحوافز المالية الذي تحدثنا عنها آنفا).

(C. Crozet) و آخرون ففي الدول المصنعة أدت الصدمتين البتروليتين إلى انخفاض معدل ادخار العائدات و ارتفاع احتياجات تمويل الإدارات العمومية. و لقد أدت هذه الوضعية إلى القلة النسبية لرؤوس الأموال المتوفرة، الأمر الذي قد يترجمه ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية. فالمؤسسات ستفضل القيام بتوظيفات مالية أكثر و أسرع مردودية بدل القيام باستثمار إنتاجي¹⁰⁰.

هذا، كما يلاحظ (J.M. Siroen) أن ارتفاع حجم الصفقات أو المعاملات المالية الدولية و بالتدقيق ارتفاع قيمة أو سعر السندات لا يقدم تمويلات مباشرة جديدة للمؤسسات التي أصدرتها في السابق.

على هذا الأساس، ففي بعض الحالات قد يكون الاستثمار في الأسواق المالية عبارة عن اقتطاع أو اكتناز

101

إضافة إلى هذا فالعولمة المالية، و عبر نشأة الأسواق المشتقة فقد شجعت على المضاربة نظرا لأثر المالية التي توفرها.

و هنا وسائل لمواجهة خطر الصرف و تقلبات أسعار الفائدة لكن في المقابل تعتبر من الوسائل المفضلة لدى المضاربين¹⁰² لاسيما للتسهيل على المضاربة التي تقدمه بفضل أثر الرافعة (أي تجميد سيولة قليلة نسبيا إذا ما قورنت بالربح المستهدف) على غرار ما يحدث

ظمة أين يتم تجميد مبلغ قليل نسبيا على شكل ودیعة ضمان. إضافة إلى ذلك، فتقريبا نصف العمليات أو الصفقات في الأسواق المشتقة تتم في الأسواق بالتراضي¹⁰³ التي لا تخضع للتنظيمات و الذي قد يشكل تنامي للخطر النظامي. و في إطار الحديث عن الخطر النظامي فهو يعتبر من الذ

التقدير للعولمة المالية و كأمثلة عن ذلك: الأزمة المكسيكية 1994، أزمة جنوب شرق آسيا 1998

مدى تأثر البلدان الناشئة بهذا الخطر

حتمية¹⁰⁴.

إضافة إلى هذا، نشير أنه ثمة من يعتبر أن ارتفاع حجم المعاملات المالية يكون قد أدى إلى ارتفاع عدد الجرائم الاقتصادية لاسيما قضايا الرشوة و الإفشاء بمعلومات سرية من طرف بعض الأعوان (كالمتعاملين في البورصة مثلا) والتي تعتبر جنحة Délit d'initié. و قد نعطي في هذا الصدد مثلا

100- Y. Crozet Abdl Maleki, D.Dufourt, R.Sandretto: "Les grands questions de l'économie mondiale", op.cit, p147.

101- J.M. Siroen: "L'économie mondiale", op.cit, p289.

102- D. Plihon: "les enjeux de la globalisation financière", in R Boyer et autres; opcit, p73.

103- D. Flouzat: "économie contemporaine", opcit, p421.

104- J.Luc Bailly, G.Caire, A. Figluizzi, V. Lelièvre, "Economie monétaire et financière", opcit, p359.

(M. Milken) و الذي يعتبر مؤسس السندات الرديئة Junk Bonds وقد حكم عليه سنة 1990 10 سنوات سجن و غرامة مالية قدرها 1.1 مليار دولار نظرا لاقترافه لجرائم من هذا النوع.

بالإضافة إلى كل ما أشرنا إليه من البداية حول النتائج السلبية و المخاطر المترتبة عن العولمة المالية، فقد نعتبر أن النقطة التالية قد تعتبر واحدة من أهم النتائج السلبية المرتبطة مباشرة بدور العولمة المالية في ظهور الأزمات المالية، فالعولمة المالية قد أدت إلى الفصل بين المعاملات المالية من جهة و المعاملات الحقيقية من جهة أخرى أو بتعبير آخر، فقد انجر عن العولمة المالية حدوث انفصال بين حجم وقيمة المعاملات المالية و الأساسيات Fondamentaux، أي أن المعاملات المالية

لم يصبح غرضها هو تخصيص رؤوس الأموال قصد ضمان التمويل لعملية الإنتاج و الاستثمار، بل أصبحت المعاملات المالية تتطور بشكل منفصل ومستقل. وقد يتبين لنا هذا في العديد من الحالات. كسيطرة الطابع

Financiarisation du taux de change

الناتجة عن عمليات مالية أكبر 50 من تلك الناتجة عن التجارة الدولية في السلع والخدمات¹⁰⁵.

كذلك، فحسب إحصائيات بنك التسويات الدولية، بلغت قيمة الأصول المالية المتداولة في الأسواق ما قيمته تقريبا 25000 مليار دولار. وفي المقابل نجد أن حجم خروج رؤوس الأموال و التي استعملت في توظيفات بيا) (يقدر بـ 247 مليار دولار¹⁰⁶.

من جهة أخرى يمكن القول أن انفصال قيمة الأصول المالية عن أساسياتها ما هو إلا تشكل لما سميناه بالفقاعة المضاربة Bulle Spéculative، على هذا الأساس قد نخمن أن العولمة المالية، و عبر ارتفاع قيمة و حجم ت المالية و التي أصبحت بعيدة عن الأساسيات، رفعت من احتمال وقوع أزمات مالية.

هذا و تشير (D.Flouzat) أن الابتكارات المالية التي قد تعتبر من بين ظواهر العولمة المالية، قد صعبت من ضبط و تفسير تطورات المجمعات النقدية و ذلك لكونها قد قللت من التفرقة بين النقود و الأصول المالية. ويعتبر (H.Bourguinat) أن هذه الظاهرة قد ترجع كذلك إلى إزالة الحواجز بين مختلف الأسواق لاسيما السوق النقدية و السوق المالية¹⁰⁷.

استنادا إلى النقاط السابقة، يمكن القول أن العولمة المالية قد أنجر عنها خطر نظام دولي Risque du

105- D.Plihon:"la montée en puissance de la finance spéculative", in A.Cartapins :les turbulences et spéculations dans l'économie mondiale, ed Economica, France, 1996, p05.

106- Y. Crozet Abdl Maleki, D.Dufourt, R.Sandretto, :opcit, p149.

107- H. Bourguinat:"finance international", opcit, p104.

systeme Mondial أي أنها أدت إلى عولمة خطر النظام¹⁰⁸. وقد نرجع هذا :

العولمة المالية عند تعريفها اعتبرنا أنها ظهور نظام مالي دولي، لاسيما بترابط الأسواق المالية الدولية . كذلك فلقد لاحظنا سابقا أنها قد تشجع على المضاربة وعلى ابتعاد قيمة الأصول المالية عن الأساسيات ومن ثم تبلور احتمال ظهور أزمات مالية دولية أي عولمة لخطر النظام. من هذا المنطلق، ونظرا لوجود هذا الترابط بين مختلف الأنظمة المالية الوطنية، ففي حالة إفلاس هيئة مالية ما فقد يحتمل أن يؤدي هذا إلى ظهور إفلاس متسلسل قد يشمل هيئات أخرى موجودة في بلدان مختلفة. يمثل عملية , فالخطر يبقى دوما قائما.

ذهب (D.Paget blanc) إلى اعتبار أن تطور استعمال الابتكارات المالية لاسيما المنتجات المشتقة من شأنه رفع خطر عدم السيولة بشكل كلي Risque d'illiquidité global. فإذا كانت هذه المنتجات تسمح للمشتري النهائي بالتغطية لكن في المقابل، ونظرا لوجود أثر الرافعة، فإمكانها أن تتسبب في أزمة سيولة كلية بالأحرى أزمة مالية.

كل هذه الأمثلة ماهي إلا صور لعولمة خطر النظام Mondialisation du risque de systeme.

هذا، و يعتبر (D.Plihon)¹⁰⁹ أن الأزمة المالية، التي قد تنجر عن وجود خطر نظامي دول

إلى العولمة المالية، قد تحدث في فترتين.

انخفاض سريع لأسعار الأسهم في البورصة). هذا الأخير ينشط و يحفز من طرف الابتكارات المالية . بعدئذ يبدأ الاضطراب في الانتشار عبر النظام المالي الدولي وهو ما يعرف بآثار العدوى Effet

de Contagion، لاسيما وأن الأنظمة و الأسواق المالية أصبحت مرتبطة فيما بينها حاليا.

الحالية للاتصال تنتشر المعلومات بشكل يكاد أن يكون آني. وكل سوق مالية قد تتأثر بالمعلومات المتأتية من ات المتعاملين في سوق قد تعتبر هامة (كسوق وول ستريت مثلا)

في تصرفات المتعاملين في باقي الأسواق. وقد يؤدي هذا إلى ما يعرف بالعدوى عن طريق التصرفات المحاكية Contagion Mimétique.

ومن ثم لا يتخذون قراراتهم من خلال التحليل الموضوعي للمعطيات وإنما يقلدون فقط تصرفات الآخرين، وبالتالي، فالمتغيرات قد تكون غير مرتبطة بالحالة المالية في البلد، قد تؤدي إلى ظهور أزمة مالية فيه، و سنعود بالتفصيل إلى موضوع الأزمات المالية في الفصل الثالث.

108- J.P.Lespès, J.M.Siroen, "le risque du systeme in finance international", ed Armand Colin ,France,1993, p232.

109- J.P.Lespès, J.M.Siroen, p232.

: المخاطر الناجمة عن العولمة المالية

بالرغم من الصورة الوردية التي يرسمها كثير من الخبراء و الاقتصاديين عن عولمة الأسواق المالية وذلك للنتائج الايجابية المنتظرة من ورائها إلا أن تلك الصورة تظل ناقصة، بل مشوهة، ما لم يستكمل التحليل

المالية، في حالة البلاد النامية، كثيرا ما أدت إلى حدوث الأزمات المالية المكلفة (المكسيك عام 1994 جنوب آسيا 1997 و البرازيل و روسيا 1999 ... و التي سنعود إلى بعضها في الفصل الثا)، و يعترف خبراء صندوق النقد الدولي بتلك المخاطر صراحة، لكنهم يعتقدون أن تلك المخاطر و الأزمات يمكن تجنبها التعامل معها بقدر من قواعد التنظيم التحوطية و تعزيز سلامة المؤسسات المالية و أهم هذه المخاطر هي:

1 المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية لرأس المال:

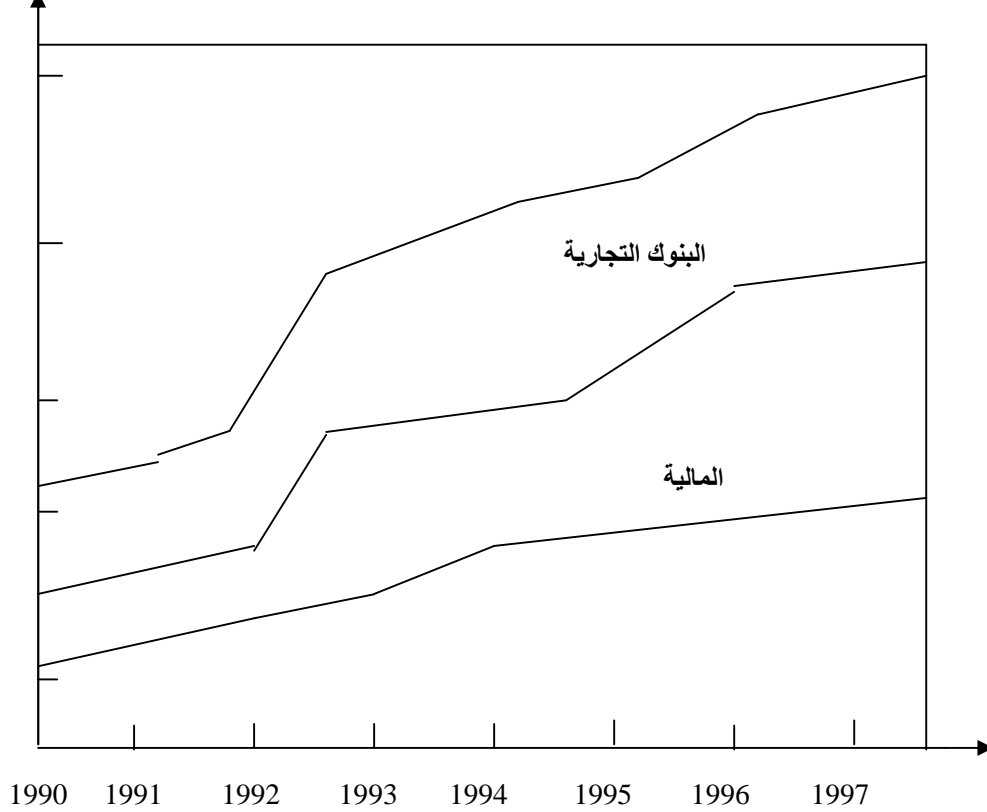
إن الحركة الواسعة و المفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية دخولا و خروجا عبر الحدود الوطنية للدولة تخلف العديد من الآثار السلبية على الاقتصاد الوطني نوجزها فيما يلي:

حينما نلقي نظرة خاطفة على مكونات انسياب رؤوس الأموال الأجنبية التي اتجهت إلى البلاد النامية في عقد التسعينات، نلاحظ على الفور كيف يتعاضم، و بسرعة شديدة، حجم انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة. 1997 حجم هذا الانسياب إلى حوالي 280 مليار دولار أمريكي و خلال المدة 1990 1997 كان النصيب النسبي لتدفق القروض من البنوك التجارية الخاصة دولية النشاط لا يزيد عن 10% انسياب رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة التي تدفقت إلى هذه البلاد. مالية فقد كان نصيبه حوالي ثلث مجموع هذا الانسياب، بينما وصل نصيب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى حوالي نصف هذا الانسياب و كان حظ البلاد النامية من تلك الاستثمارات متفاوتا¹¹⁰. والشكل التالي يوضح ذلك:

110 شذى جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص35.

1: يمثل مكونات تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة للدول النامية للفترة 1990-1997

"بلايين الدولارات" (50 بليون دولار لكل وحدة).



UNCTAD, world Investment report 1998, p:14 :

و بتحليل حركة مكونات هذه التدفقات يبدو أن استثمارات الحافظة المالية تتسم بسرعة النمو، و بضخامة

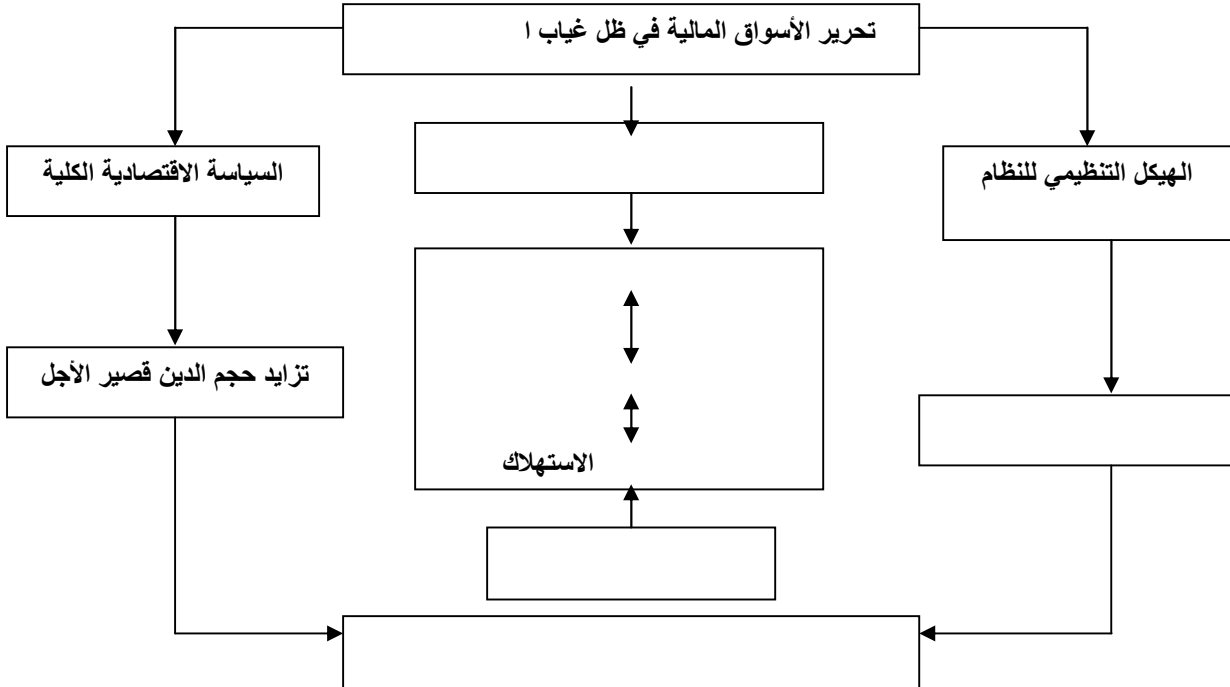
درجة تقلب الاستثمار في الحافظة المالية بالمقارنة مع الاستثمار الأجنبي المباشر يعود إلى أن النوع الأول من الاستثمار تحكمه العوامل قصيرة الأجل وسعيه الدعوب نحو الأرباح السريعة، في حين أن النوع الثاني من الاستثمار الذي يأخذ الآن شكل فروع للشركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بالأرباح على المدى الطويل، و تحكمه اعتبارات نمو السوق و الدخل القومي و التغيرات الهيكلية في اقتصاد البلد المستضيف أضف إلى ذلك، أن الاستثمار الأجنبي المباشر عادة ما يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة، أو تملك طاقات إنتاجية قائمة. وفي مثل هذه الحالات يكون من الصعب تصفية أو بيع تلك الطاقات في الأجل القصير خاصة إذا كان إنتاج تلك الطاقات يندمج و يتكامل مع باقي فروع الشركة في الخارج، فعملية تصفية المشروع أو إغلاقه تكون عملية صعبة و تحتاج لبعض الوقت، بينما التخلص من الاستثمار في الحافظة المالية يمكن أن يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية، كما أن الاستثمار في الحافظة المالية يتأثر كثيرا بالتوقعات و بالمعلومات التي تتوافر لدى المتعاملين و بحالتهم النفسية، وغالبا ما يطغى عليهم سلوك القطيع (Herd Behaviour) أو سلوك من يسير في الزفة وهو أمر يختلف عن يعملون في الاستثمار الأجنبي المباشر.

و أيا كان الأمر فان قرارات المستثمرين في الحافظة المالية تتسم بدرجة عالية من الحساسية تجاه الأمور الجارية في الأجل القصير، فهم يميلون إلى تصفية استثماراتهم على نحو واسع و الخروج بها من البلد حينما تحدث أية أزمة، وقد يعودون بكميات كبيرة من استثماراتهم حينما تسترد الأسواق الثقة فيها، ويلعب سلوك القطيع هنا دورا مؤثرا، هذه الحركة الواسعة و المفاجئة لرأس المال الأجنبي، دخولا وخروجا، عبر الحدود الوطنية للدولة، تتسبب في حدوث كثير من الآثار و الانعكاسات السلبية على الاقتصاد الـ .
الاستثمارات قصيرة الأجل للداخل بكميات كبيرة و بشكل مفاجئ فإنها تزيد عن استقرار الاقتصاد الكلي، إذ غالبا ما يحدث:.

- ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية) (، الأمر الذي يضر بالصادرات و يزيد من الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري.
- ارتفاع أسعار الأصول، وبالذات الأراضي و العقارات، و الأصول المالية.
- () .
- زيادة معدل التضخم.
- زيادة الاستهلاك المحلي بسبب زيادة الطلب على السلع.

و علما بان ارتفاع سعر العملة الحقيقي سيؤدي إلى تراجع القدرة التنافسية للدولة، و احتمال تفاقم حالة من عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي تجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة، و الشكل التالي يوضح مخاطر تحرير الأسواق المالية في ظل غياب الرقابة .

02: يمثل مخاطر تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل.



شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص37.

- :

ينتسبب الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال () سواء نتيجة صدمة سلبية (مثل تطور سياسي غير متوقع، انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية، ارتفاع في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية) إلى مايلي:
في حالة سعر الصرف المعوم، سيحدث:

- الانخفاض الفعلي في سعر العملة المحلية .
 - انخفاض و تدهور أسعار الأوراق المالية و الأصول العقارية.
 - قد يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة المحلية تبعاً لدرجة الإحلال بين الأصول المحلية و الأجنبية.
- في حالة سعر الصرف الثابت ، سيحدث:

- انخفاض أسعار الأوراق المحلية، فيندخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية عن طريق عرض الاحتياطات.
- انخفاض مستوى الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي قد يحدث موجة تشايمية ترفع من عمليات بيع الأوراق المالية.
- قد تلجأ الحكومة إلى رفع سعر الفائدة لتعويض المستثمرين عن الخسارة التي لحقت بهم، لكن هذا الإجراء يؤدي إلى رفع تكلفة الاقتراض و بالتالي تنخفض معدلات الاستثمار.

2 :

لعل أحد أهم مخاطر العولمة المالية هو تلك الأزمات القوية التي يتعرض لها الجهاز المصرفي سواء خلال إجراء عملية التحرير المالي و الدولي، أو بعد إتمام العملية، و قد أشارت دراسة ل (lindgren) آخرين عام 1996 إلى أنه خلال الفترة 1980-1996 وهي الفترة التي تعاظمت فيها قوة دفع العولمة المالية، حدثت هناك أزمات في الجهاز المصرفي في ما لا يقل عن ثلث الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، و كان كارلوس دياز ألكاندر و قد نبه مبكراً منذ عام 1985، في مقالة شهيرة له تحت عنوان: " أهلاً بالانهيار المالي"، نبه إلى المخاطر الشديدة التي تحملها عمليات التحرير المالي للنظام

111

والحقيقة انه منذ ذلك التاريخ، واستناداً على العديد من الازمات التي حدثت للبنوك في الولايات المتحدة الأمريكية و كندا و شمال أوربا و الدول النامية في اسيا و أفريقيا وأمريكا اللاتينية فضلاً عن الازمات التي واجهتها بنوك روسيا و دول شرق و وسط أوربا كازمة اليونان الحالية و أزمة الرهن العقاري و

411 زكي رمزي، العولمة المالية، مرجع سابق، ص124.

أمام تصاعد هذه الأزمات، ظهر كم هائل من الدراسات و البحوث حول هذه القضية و لا عجب في هذا ذلك أن الأزمات التي واجهتها البنوك في عصر العولمة قد لفتت الانتباه بقوة و قرعت أجراس الخطر لعدة أسباب منها:

- أن تلك الأزمات كانت لها تأثير شديد على مجمل الاقتصاديات الوطنية التي حدثت فيها نظرا لما سببته من خسائر فادحة في الثروة و اضطرابات في الجسد الاقتصادي.
- الآثار التي نجمت عن تلك الأزمات على الأسواق المالية العالمية بعد أن زادت درجة اندماجها و تكاملها والاعتماد المتبادل بينها، بحيث أصبح من الوارد تماما أن تمتد المصاعب التي يعانيتها الجهاز المصرفي في بلد إلى سائر القطاعات المصرفية في دول أخرى.
- نظرا لخطورة تلك الأزمات فإنها طرحت بقوة ضرورات التحوط لمثل هذه الأزمات و أهمية وضع نظام للإنذار المبكر، يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة قبل وقوعها.

حقا إن الأزمات التي يمكن أن يتعرض لها الجهاز المصرفي متنوعة، و لها أسباب كثيرة قد لا تكون لها اشارة بالعولمة المالية (مثل تلك الأزمات التي تحدث بسبب الكساد الاقتصادي الكلي أو نتيجة لتدهور أسعار الصادرات و تأثر القطاعات المدنية للبنوك بذلك التدهور أو نتيجة لأخطاء إدارة البنوك... الخ) لكن الأزمات المعاصرة للبنوك أكدت الصلة الوثيقة بينها و بين العولمة المالية.

فإلغاء القيود التي كانت مفروضة على الجهاز المصرفي إبان فترة الكبح المالي كثيرا ما تهيئ الفرصة للبنوك لاتخاذ قرارات سيئة بالنسبة للإقراض و بخاصة في ضوء غياب الخبرة و قواعد التحوط الكافية و قد حدث هذا على نحو واضح في حالة بنوك الشيلي و دول الاتحاد السوفيتي السابق، و بولندا بعد خصصتها فبدلا من الاعتماد على مؤشرات السوق في تخصيص الائتمان و تحديد سعر الفائدة (يتوقع أنصار العولمة المالية) ،فإن مدراء البنوك الجدد قد قدموا قروضا سخية لبعض الأفراد و المشروعات، و القطاعات على أساس القرابة أو الصلات الخاصة مما أدى في النهاية إلى وجود كم كبير من القروض المصرفية غير المخدومة (Non performance loans) و هو الأمر الذي عرض هذه البنوك لمخاطر العسر المالي (insolvency)، كما سجل الاستثمار في الحافظة المالية نقاط ضعف شديدة و أخطاء ضخمة ما لبثت أن خلقت مشكلات و مصاعب لا يستهان بها للبنوك، و هناك دراسة حديثة انجزها كل من (Demirquc Kunt and detriache) عام 1997، اعتمدا فيها على مجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي لكي يحللا العلاقة بين أزمات البنك التي حدثت في 65 دولة خلال الفترة 80 1994 و بين إجراءات العولمة المالية و استخدمنا ثلاثة من المتغيرات الأساسية التي لها علاقة بالتحريير المالي و هي سعر الفائدة الحقيقي، نسبة القروض المقدمة من الجهاز المصرفي إلى القطاع الخاص

و معدل نمو الائتمان المصرفي، ثبت من تحليلهما أنه ثمة علاقة بين المتغيرات و أزمة الجهاز المصرفي التي حدثت في هذه الدول في تلك الفترة.

كما تجدر الإشارة إلى أن البنوك كثيرا ما تستخدم الحريات المالية الجديدة التي خلقتها عمليات التحرير
(Excessive Borrowing)

كان سعر الفائدة الخارجي أقل بفارق كبير من سعر الفائدة المحلي، و يسود سعر صرف ثابت و تستخدم ذلك في تمويل قروضها المحلية و سوف تعاني البنوك من مصاعب مالية شديدة حينما يحدث تخفيض في قيمة العملة الوطنية (Devaluation) (Sheng) 1996 إلى أنه في عام 1980

كانت البنوك في البلاد النامية مدينة بما قيمته 81 مليار دولار أمريكي و قد تكبدت هذه البنوك خسا حينما قامت هذه البنوك بتنفيذ اتفاقات الاستقرار الاقتصادي و التكيف الهيكلي و خفضت من قيمة عملاتها الوطنية كجزء من متطلبات هذه الاتفاقات و لعل أزمة البنوك في المكسيك عام 1994 تعد مثالا نموذجيا عن هذا النوع من الأزمات فخلال الفترة ما بين ديسمبر 1993 و ديسمبر 1994 ارتفعت قيمة الدولار الأمريكي داخل سوق الصرف بالمكسيك من 3.1 بيزو للدولار إلى 5.3 بيزو، و هو الأمر الذي رفع من قيمة التزامات البنوك المكسيكية بالعملة الأجنبية من 79 مليار بيزو إلى 174 مليار بيزو، كما أن مخاطر الائتمان على منحها قد زادت بشكل واضح مع ارتفاع أسعار الفائدة و تدهور أحوال النشاط

أضف إلى ذلك، فإنه في جو التحرر المالي كثيرا ما تسرف البنوك ضمانات كافية، و بالذات لقطاع العقارات و على الأخص في فترات الرواج الاقتصادي المصحوبة بتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال الأجنبية من الخارج، و كثيرا ما تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل مما يجعلها عرضة لمشكلات مخاطر الائتمان و العسر و نقص السيولة، و يقول الخبير دانيال هاري (Daniel C Hardy) في هذا السياق "يبدو أن أزمات النظام المصرفي تسبقها في كثير من الأحيان زيادة غير قابلة للاستمرار في الاستثمار الممول إلى حد كبير بتدفق رأس المال الأجنبي إلى الداخل عبر

و قد أكدت الأزمة التي اندلعت جنوب شرق آسيا في صيف 1997 مدى تأثير العولمة المالية من خلال تحرير حساب رأس المال و الانفتاح المالي دون ضوابط على الأسواق المالية العالمية في اندلاع أزمة النظام . و سنشير إلى أنواع الأزمات المالية في الفصل الثالث.

3 مخاطر التعرض لهجمات المضاربة المدمرة:

خلق نظام تعويم أسعار الصرف منذ السبعينات و الذي جاء عقب انهيار نظام بريتون وودز، البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع و إلى حد احتراف عدد كبير من المستثمرين

المؤسسين لهذه المضاربات كمنشأ أساسي لهم بل و إلى الحد الذي أصبحت فيه أسعار صرف كثير من البلدان تحدد بناء على مساومات هؤلاء المضاربين، و جاءت عمليات التحرير المالي، المحلي و الدولي لكي تسهل نشاط المضاربات عن طريق إلغائها الكثير من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات.

كان تداول العملات الأجنبية قبل ذلك يخضع في غالبية بلاد المعمورة للرقابة الحكومية، إذا لم يكن في الإمكان تداول و مبادلة مبالغ كبيرة أو تحويلها للخارج إلا بعد أخذ موافقة السلطات النقدية و الخضوع لإجراءات معقدة، أما بعد تنفيذ التحرير المالي، الداخلي و الخارجي بإعلان قابلية التحويل للحساب الجاري و لحساب رأس المال، أصبحت مئات المليارات من الدولارات تتطاير بسرعة و بحرية مطلقة من سوق

منها والتي قد يتراوح معدلها ما بين 50 و 200 %، و تجدر الإشارة إلى أنه انفجر تداول العملات الأجنبية بشكل كبير على الصعيد العالمي من حوالي 200 مليار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 1.2 تريليون دولار في عام 1995 صبحت الاحتياطات الدولية التي تملكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم مجرد رذاذ طفيف بجانب مئات المليارات التي أصبحت تتعامل فيها البنوك و شركات التأمين و صناديق الاستثمار المالي و صناديق التأمينات الاجتماعية و المعاشات.

مالية (الأسهم و السندات) و عدد لا يحصى من المشتقات و هي أوراق يتم التعامل عليها على مدار الساعة فعندما تقفل بورصة لندن أبوابها تنتقل الحركة إلى نيويورك لتعود من جديد إلى طوكيو في ... و هكذا، و ارتفعت مؤشرات البورصات العالمية إلى آفاق غير مسبوقة في التاريخ و أصبحت البورصات أكثر ارتباطا و تداخلا بحيث أصبح في الإمكان أن يؤدي انخفاض سعر الفائدة في الاقتصاد الأمريكي إلى ارتفاع أسعار الأسهم في طوكيو أو فرانكفورت أو باريس وتسابق كبار الاقتصاديين و الرياضيين على إعداد الصيغ الرياضية التي تقوم بها على أساس صفقات البيع و الشراء و التحويل من عملة لأخرى و من سوق لآخر في لمح البصر و هكذا أصبحت تلك العمليات أشبه بالمقامرة المدروسة (Educated Gambling) على حد تعبير أحد المتعاملين في هذه المهنة.

وعانت كثير من البلدان الصناعية من هجمات المضاربين الأقوياء و من الاضطرابات النقدية التي يسببها نشاطهم المضاربي، يكفي هنا أن نشير على سبيل المثال لما حدث في عامي 1992 و 1993 حينما تسبب المضاربون في انهيار نظام النقد الأوربي (أزمة الإسترليني و الليرة الإيطالية و البيزتا الإسبانية) و حققوا أرباحا ليس في إمكان قطاعات الإنتاج الحقيقي إنجازها و الأمر المدهش هو أن تلك الأرباح الخيالية يتم تحقيقها باستغلال الثغرات القانونية التي وفرها التحرير المالي المحلي و الدولي و بالاعتماد على الأموال المقترضة و رغم الخسائر الهائلة التي سببتها المضاربات على العملة التي

يتحمل كلفتها في النهاية البنوك المركزية و دافعوا الضرائب، ورغم موجات النقد العنيف التي يوجهها من حين لآخر السياسيون للمضاربة باعتبارها نشاطا ذو طابع تدميري، إلا أن أنصار العولمة المالية يردون على تلك الانتقادات بالقول: أن حرية انسياب رؤوس الأموال و المنافسة بين العملات هي أركان راسخة في اقتصاد السوق الحرة وأنها تساعد على إجراء التصحيحات الضرورية.

و الواقع، أنه في ضوء إجراءات العولمة المالية ()
 ثبات أسعار الصرف وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، و في ضوء وجود ميل متنامي لزيادة حجم الدين الخارجي وارتفاع معدل خدمته، ومع توافر قدر ملائم من الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي. ذلك كله تنهياً الفرصة لهجمة المضاربين. هناك نموذجين شهيرين في هذا السياق يوضحان لنا ظروف المناخ العام المشجع لهجمات المضاربين، نقصد بذلك حالة المكسيك عام 1994 وحالة تايلاند عام 1997) بالتفصيل هتين الحاليتين في الفصل الثالث).

4 مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج:

اق المالية للبلاد النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية، حيث أصبحت أقسام لأبأس بها من هذه المدخرات الوطنية، و المثير للدهشة هنا، أن ذلك يحدث في البلاد التي تعاني من اتساع فجوة مواردها المحلية (بين) ومن عجز كبير في ميزان مدفوعاتها، ومن ديون خارجية ضخمة تزداد وطأة خدمة أعبائها عبر الزمن. والتناقض الغريب، في هذا الخصوص، هو أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلاد النامية لفتح الأبواب لرأس المال الأجنبي من خلال التسابق على منحه الكثير من المزايا و الإعفاءات و الحوافز، إلا أنها سمحت في ضوء العولمة المالية، لأصحاب المدخرات أن يخرجوا بها للاستثمار في أي بقعة في العالم. فتذهب الأموال الوطنية للاستثمار في الخارج إلى عدة مجالات، جزء منها قد يستثمر في الأصول المالية، وبعض منها يتجه للاستثمار في الأصول العقارية، و بعضها يذهب إلى الاستثمار الأجنبي منها قد يفضل الإيداع في البنوك و في المؤسسات المالية. وتكشف البيانات التاريخية ا مدهشة في هذا الخصوص، منها أن هناك دولا تزيد فيها نسبة الأموال الوطنية الهاربة إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية عن 100% (مثل حالة فنزويلا في أوائل الثمانينات) وهناك دول تمثل فيها الأموال الوطنية المستثمرة في الخارج نسباً تتراوح ما بين 50 90% من إجمالي ديونها الخارجية، ورغم انه من الصعوبة بمكان في حالة البلاد النامية حصر و تقدير الأموال الوطنية التي تخرج منها سنويا للاستثمار في الخارج في ظروف العولمة المالية الراهنة.

ورغم أن ظاهرة هروب الأموال الوطنية للخارج هي ظاهرة قديمة في البلاد النامية و تتعدد أسبابها وتتنوع الإشكالية التي كان يتم عبرها هذا الهروب، إلا انه مما لاشك فيه أن إجراءات التحرير المالي المحلي و ولي التي نفذتها هذه البلاد في عقد التسعينات قد أصبح نوع من الحرية على خروج هذه الأموال، ومن ثم أسهمت في استفحال هذه الظاهرة وما ينجم عنها من آثار سلبية على ميزان المدفوعات وعلى قدرة البلد على التراكم و الاستثمار وعلى خدمة ديونه الخارجية، وكذا على التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية¹¹².

5 غسيل الأموال:

يعتبر غسيل الأموال احد أكثر المواضيع حساسية من وجهة النظر السياسية، وهو مجال يتفاعل فيه الإشراف المالي تفاعلا مباشرا مع تنفيذ القوانين نظرا إلى أن الأنشطة الممولة بالأموال المغسولة تشمل و الإرهاب، المواد المحظورة، أعمال الدعارة و الجريمة المنظمة، وسرقة البنوك وأعمال المافيا، ومختلف الأعمال المجرمة قانونا، وعملية غسيل الأموال عملية وثيقة الصلة

بأنشطة الرشوة في البلدان المتقدمة و البلدان النامية، إذ يتم اللجوء إليها لإخفاء حجم ومصادر الأموال

المتداولة في مثل هذه الأنشطة و لإخفاء أسماء المستفيدين منها، ولا توجد تقديرات مقبولة لحجم غسيل الأموال على الصعيد العالمي رغم انتشاره. والهيئة الدولية الرئيسية المكلفة بمكافحة غسيل الأموال هي فرقة العمل المعنية بالإجراءات المالية المتعلقة بغسيل الأموال

1989، وتتألف عضوية هذه الفرقة حاليا من 29 بلدا أغلبها من البلدان المتقدمة، ومنظمتين

دوليتين هما المفوضية الأوروبية و مجلس التعاون الخليجي¹¹³.

ونجد أن غسيل الأموال يؤثر تأثيرا سلبيا على الاقتصاد الكلي، في هذا الخصوص نذكر الآثار التالية¹¹⁴:

- إضعاف هيبة الدولة و تشجيع التهرب من الخضوع للقوانين.
- تشجيع انتشار الجريمة و انحراف المستثمرين في الأنشطة المجرمة ذات الأرباح العالية.
-
- خسارة الدولة ماديا لأن هناك ضرائب لن تدفع عن تلك الأموال المغسولة.

حقا هناك شعورا يتزايد فترة بعد أخرى بخطورة ظاهرة غسيل الأموال و تحاول الحكومات أن

112 زكي رمزي، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، 132.

113 محمد صفوت قابل، الدول النامية و العولمة، مكتبة النهضة المصرية، القاهرة، 2003، 196.

114 رمزي زكي، العولمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص149.

تتصدى للظاهرة من خلال سن قوانين خاصة لمكافحة كما تحاول توسيع نظام المراقبة و تسهيل عمليات الإبلاغ عن غسل الأموال للهيئات التي تتعامل في النقد الأجنبي أي البنوك و شركات الصرافة، كما أن صندوق النقد الدولي قام بتكوين فريق خاص في عام 1996 ص بـغسل الأموال وتأثيره على الاقتصاد الكلي ومن أجل الإقرار العاجل للإجراءات المضادة للغسيل، كما أنشأت مجموعة السبعة (The Group of Seven) فريق عمل معني بغسيل الأموال وذلك في القمة الاقتصادية التي عقدت في باريس في يوليو 1989 ليقوم بمنع البنوك و المؤسسات المالية من غسل عوائد الأنشطة الإجرامية و لتقوية أوجه التعاون الدولي بين وكالات البحث الجنائي و السلطات القضائية لمحاربة هذه الظاهرة.

ولمواجهة مخاطر العولمة المالية فهناك عدة أساليب، نذكر على سبيل المثال¹¹⁵ :

- تشجيع رؤوس الأموال الوطنية على الاستثمار داخل حدود الوطن من خلال تحفيزها بحوافز معينة، مثل: الإعفاء من الضرائب أو منح تسهيلات معينة في الإجراءات أو دعمها وتسويق منتجاتها وغيرها.
- نظام متكامل للمراقبة على البنوك من خلال البنوك المركزية وذلك لمنع فرص التلاعب أو منح الائتمان بدون ضوابط وغيرها.
- Hot Money التي تدخل لغرض المضاربة إلى الأسواق المالية وتخرج منها بسرعة فائقة بوضع ضوابط لازمة لمنع آثارها السلبية على الاقتصاد القومي.
- إصدار التشريعات اللازمة لمحاربة ظاهرة غسل الأموال لمنع دخول الأموال القذرة إلى الاقتصاد .
- دمج البنوك الصغيرة و المتوسطة من أجل توافر كيانات مصرفية قوية تكون قادرة على مواجهة التحديات مع البنوك الأجنبية محليا أو عالميا .

115 عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية منظماتها شركاتها تداعياتها، مرجع سبق ذكره، ص 244.

أشارت التطورات الراهنة في الاقتصاد العالمي إلى زيادة في حجم و نوع معاملات السلع و , و تعاضم التدفقات الرأسمالية الدولية مع سرعة انتشار التكنولوجيا , حيث أصبحت القرارات و الأحداث و الأنشطة التي تحدث في أحد أجزاء العالم تترتب عليها نتائج مهمة للأفراد و , فاهتم الاقتصاديون بظاهرة العولمة المالية التي برزت و رسخت . كما كان للنمو السريع الذي عرفته الأسواق المالية العالمية و كذا عولمة الأنشطة المشتركة في الخدمات المالية فة الاتصالات في الاقتصاد العالمي دورا هاما في تجلي العولمة المالية .

على ما يبدو , العولمة المالية أضحت نفوذها أكيدا , لقد تغيرت بصفة كبيرة و بعمق الواقع الذي كان من المفترض أن تتولى إدارته مؤسسة صندوق النقد الدولي و البنك الدولي , المتغيرات تراجع نفوذ كل منهما على سياسات صرف العملات و على آليات البنوك التي تنتهجها البلدان , فضلا عن ذلك لم تعد هذه البلدان في حاجة إلى معونة مالية من جانب هذه المؤسسات , المالية وفرت مزيدا من أدوات و طرق التمويل لدى أسواق المال المحلية و الدولية في العالم .

أيا كان الأمر , فالعولمة المالية تمثل بالنسبة للدول خاصة النامية منها سلاحا نو حدين حيث تعتبر لها فرصة للمزيد من النمو و لكن في نفس الوقت تطرح أمامها مخاطر تتمثل في مزيد من التهميش .

إذ أنه مهما كانت يد العولمة المالية في تغيير الوجه الذي كان عليه الاقتصاد العالمي واضحة بصفة جلية , فهذا ليس معناه الأخذ بما يعطي من تجارب بصفة كلية , لا بد أن تتسم تعاملات الدول خاصة النامية بنوع من الحيطة و الحذر و الأخذ بالتجارب القائمة على حسب الخصائص التي تتمتع بها هذه الدول . مهما كان يمكن القول أن العولمة المالية ليس بشيء يؤخذ كله أو يترك كله فهي فاعلة و متفاعلة بأدواتها في البيئة الاقتصادية الراهنة و هذا ما سنوضحه في الفصل الموالي.

:

العولمة المالية



مقدمة الفصل الثاني

لقد خضعت ظاهرة العولمة المالية للدراسة والبحث كظاهرة حديثة ذات اتجاهات متعددة، اتجهت نحو تطوير الأدوات المالية بكيفية تعمل على استقرار السوق المالية الدولية. فإذا كانت العولمة المالية نتاج طبيعي لمجمل التغيرات التي حدثت في العالم ومازالت تحدث وبقدر تعلق الأمر بموضوع يدور حول العولمة المالية كتحديات تواجهها حكومات و اقتصادات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، فإن الاستجابة الطبيعية لذلك هو خيار التعامل مع هذا النظام الجديد ليس من منظور الرفض وإنما من منظور التفاعل.

وغنى عن البيان. فإن موضوع العولمة المالية والتعامل بأسسها مع الأخذ بالحيطة من مخاطرها يستحوذ على الاهتمام الكبير من قبل متخذي القرارات وواضعي السياسات في دول العالم كافة. وذلك لانتساع حجم أسواق المال وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة بينها، حيث أصبح التركيز عليها يشكل مطلباً على الصعيد العالمي انخرطت فيه الدول الكبيرة والدول الصغيرة على حد سواء، علاوة على الانكشاف الاقتصادي الكبير لدول العالم بعضها على بعض. فالعولمة المالية أصبحت تمثل برمتها تحدي كبير فرض نفسه على متخذ القرار العام والخاص أن يدركها وأن يلم بوسائل وتقنيات الاستفادة منها، وحماية المكتسبات والتحوط من المخاطر التي تفرضها تلكم التحديات.

فبعدما شهدته العولمة المالية منذ منتصف القرن الماضي وحتى اليوم من تطورات هائلة تسارعت معها عمليات الابتكار المالي والتجديد في أساليب وأدوات التمويل، والاتجاه نحو التحرر من القيود التشريعية والإجرائية، أصبح من الممكن قول أنه هناك مجموعة من العوامل قد ساهمت في تهيئة البيئة المناسبة لما وصلت إليه الآن العولمة المالية من تحرير أسواق المال وهذا ما يطلق عليه بالتحرر المالي وإطلاق حرية الحركة لأسعار الفائدة والصرف بكل استقلالية والتحول صوب عولمة الأسواق المالية.

فبدات العولمة المالية، بدورها في الاهتمام بجميع ما ينبثق عن التبادل الدولي من تسوية المدفوعات وتدفق لرؤوس الأموال والعملات الأجنبية. وأقصى ما تطمح إليه العولمة المالية هو أن تتوافق مع العديد من وسائل الاتصال التي لم تكن موجودة من قبل، بدءاً من أسواق النقد الأجنبي وأسواق رأس المال التي

يصل بعضها ببعض على الصعيد العالمي. ولم تكن العولمة المالية لتأخذ ملامحها المميزة دون وجود هذه الأسواق والمؤسسات المالية بادواتها ذات الطابع العالمي.

ولإلقاء إطلالة على كل هذا، يتم التعرض إلى الفروع التالية:

- التحرير المالي والأسواق المالية.
- معدلات الفائدة وأسعار الصرف.

: العولمة المالية

: التحرير المالي و الأسواق المالية

: التحرير

من المهم أن التجديد المالي و التحرير المالي ظاهرتان محليتان و أيضا عالميتان، و لم يكن كل ما حدث هو فقط تخفيف القيود على المعاملات المالية الدولية بل أيضا تم النظم و اللوائح المعيقة لعمل المحلية مع ابتعاد البلدان عن سياسات التقييد المالي. وقد سار التحرير المالي المحلي جنب و استجاب كل منهما للكثير من نفس الحوافز و الضغوط و سنحاول في هذا المبحث رؤية للتحرير المالي و ما له من متطلبات و شروط لنجاحه.

4 تعريف التحرير :

- التحرير المالي يعرف على أنه عملية تفكيك لكل القيود كمية كانت أو نوعية مفروضة من طرف الدولة و المؤسسات العمومية على القطاع المالي ليس فقط محليا و دوليا كذلك.¹
- التحرير المالي هو التحرر من الحظر على المعاملات في حساب المال و الحسابات المالية لميزان المدفوعات المحافظ المالية و الاستثمار المباشر و العقارات و الثروات الشخصية.²
- أما صندوق النقد الدولي فقد عرف قابلية الحساب الجاري للتحويل على أنه التحرر من القيود على القيام بالمدفوعات و التحويلات إزاء المعاملات الدولية الجارية. و على ذلك فإن قابلية حساب رأس مال للتحويل تعني القيود على النقد الأجنبي و الضوابط الأخرى، و لكنها لا تلغي الضرورة كل الوسائل الشبيهة بالضريبة و المفروضة على المعاملات الأساسية.³
- و من وجهة نظر أخرى، التحرير المالي يتضمن تلك التي تتخذها الحكومة الضوابط على النظام المالي، و تحويل هيكله بشكل يتفق مع النظام الاقتصادي الموجه لاقتصاد السوق تشريعي ملائم.⁴

1. - Saoussen Ben gamra et Dominique Plihon- politiques de libéralisation financière et crises bancaires, Economie Internationale, 112, France, 2007, p5.

2. باري ايشينجرين و مايكل موسى، صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل و التنمية، ديسمبر، 1998، 18.

3. 18

4. 17

2 خطوات التحرير المالي:

لزيادة فائدة تحرير حساب رأس المال
يجب التفكير جيدا في السرعة و التسلسل
تقليل المخاطر
يد على أهمية تحقيق الكلي و تطوير
المؤسسات المالية المحلية و
5 و هنا تكمل أهم نقطة ينبغي إدراكها في تسلسل خطوات تحرير سوق رأس
هي القيود على معاملات حساب رأس المال قبل التصدي للمشكلات هذه
:

- الممارسات غير الملائمة (المحاسبية و المراجعة و) هذه

- الضمانات الحكومية التي تشجع تدفقات رأس المال المفرطة.

- و أيضا عدم كفاية تنظيم المؤسسات و المالية المحلية، مما يفتح الطريق⁶.

و ترى وجهة نظر أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون جزءا من أسلوب معالجة متزامن و
الإصلاح الاقتصادي الكلي و الهيكلي (أي أنه على البلدان أن تحرر حساب رأس المال في
نفس الوقت الذي تحقق فيه تقدما في إزالة التشوهات) ومن وجهة هذه يكون التنسيق بين
اعات المحلية و الخارجية هو المسألة الرئيسية.

بعض القواعد بشأن تسلسل تحرير حساب رأس المال على سبيل المثال⁷ تلك التي ترى أنه يجب
على البلدان تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة ، و تحرير الاستثمار الأجنبي
قبل تحرير محافظ الأوراق المالية هي قواعد مغرية بسبب بساطتها فإن قابلية رأس المال
تجعل تطبيقها عمليا أمرا صعبا.

و يمكن أن تتخذ القيود على المال أشكالا مختلفة منها المنع الصريح و الترخيص و
الضرائب على المعاملات و كل منها له تأثير على التدفقات و يستطيع بلد ما أن يحرر بعض
مكونات حساب رأس ماله بينما يحتفظ بقيود على بعضها . فتحرير حساب رأس المال ليس شأنا يؤخذ
كله أو يترك كله فهناك طرق عديدة للتعامل معه بقدر ما يوجد من أدوات مالية و
(انظر الايطار).

5 تسلسل الاجراءات لتحرير حساب رأس المال، التمويل و التنمية، ديسمبر 1998، 20.

6 باري ايشينجرين و مايكل موسى، 19.

-7 20.

7: يمثل المعاملات الرأسمالية التي يمكن أن تخضع للضوابط.

<p>أسهم و أوراق مالية أخرى. سندات و غيرها من أوراق المديونية.</p>
<p>يمكن أن تطبق الضوابط المفروضة على عمليات سوق النقد و رأس المال على عمليات الشراء التي تتم محليا و يقوم بها غير المقيمين أو عمليات البيع أو الاصدارات التي تتم في الخارج (بواسطة مقيمين أو على مبيعات أو اصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم بها في خارج المقيمون)</p>
<p>عمليات الائتمان</p> <p>الضمانات و الكفالات و تسهيلات الدعم المالية و يمكن أن تطبق الضوابط على التدفقات الى الداخل (الائتمان الممنوح للمقيمين من جانب غير المقيمين) (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين)</p>
<p>الاستثمار المباشر و المعاملات العقارية</p> <p>يمكن أن تطبق الضوابط على الاستثمار المباشر الوارد الداخل أو المتجه الخارج، أو على تصفية الاستثمار أو على شراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين</p>
<p>أحكام خاصة بالبنوك التجارية</p> <p>يمكن تطبيق الضوابط على الودائع غير المقيمة و على اقتراض البنوك من الخارج (و الودائع الأجنبية)</p>
<p>تحركات رؤوس الأموال الشخصية</p> <p>الهدايا أو المنح أو الميراث أو التركات أو تسوية الديون</p>
<p>أحكام خاصة بالمستثمرين المؤسسين</p> <p>يجوز أن تتضمن الضوابط حدودا لشراء الأوراق المالية التي يصدرها غير المقيمين</p>

أما من ناحية خطوات التحرير المالي فهي كالآتي⁸:

: تبدأ بتحرير الحقوق المفروضة عليها لكي تتحدد وفقا لآليات

ثانيا: التخلص من أساليب تخصيص الائتمان إداريا.

: توفير حرية الدخول و الخروج في عمليات الوساطة المالية.

: روضة على حساب رأس المال بميزان المدفوعات و قابلية العملة للتحويل.

: توفير بنية تشريعية و مالية قوية.

و يراعى التدرج في التطبيق لبرنامج التحرير المالي منهجان⁹:

- أحدهما مباشر و فيه يتم تحرير القطاع المالي الداخلي و القطاع المالي الخارجي في

التحرير أيضا

- لي يتم فيه التحرير بشكل تدريجي.

1 2 نهج المباشر للتحرير المالي:

قد أدى هذا النهج الذي ينطوي على تطبيق لكافة خطوات التحرير المالي مع تجاهل اعتبارات

التسلسل و التدرج حدوث مشاكل مالية و اقتصادية في الدول التي سلكت هذا النهج. و تشير تجارب كل

من الأرجنتين و أوروغواي للتحرير الشامل أن كلتا الدولتين قامتا بتحليل القطاعين

. و أن جميع خطوات التحرير من إزالة القيود على سعر الفائدة و تخصيص الائتمان و

على حرية الدخول العملة للتحويل الكامل قد تمت في تلك الخطوات في البداية

تزايد درجة العمق المالي، و مارست لحين تأثيرات ايجابية على الاستثمار الكلي و

تلك السياسات أسهمت بعد ذلك في زيادة المخاطر المنتظمة و

من الأزمات المالية أهمها¹⁰:

4. نتيجة لتحرير القطاع المالي الخارجي واجهت كل من الأرجنتين متزايدة

خصوم الجهاز المصرفي الأمر الذي عرض كلا من البنوك و الشركات المقترضة لمخاطر تخفيض العملة

الوطنية.

2. أدى التحرير المالي في الأرجنتين زيادة نسب الرفع المالي للشركات حيث تزايدت الديون

8 عاطف وليام اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، 198.

9 202.

10- 204.

قصيرة الأجل لتلك الشركات.

3 تأثيرات الأرجنتين على وجه الخصوص بالأزمة المكسيكية عام 1995 حيث أدت تزايد كبير في التدفقات المالية الكبيرة.

و في تركيا أدى التحرير المالي غير التدريجي تقلبات شديدة في كل من سوق رأس المال و أسعار مخاطر منتظمة كبيرة.

2 2 النهج التدريجي للتحرير المالي:

و على العكس من النهج الشامل فإن النهج التدريجي للتحرير المالي قد يؤدي

ربما تمثل تجربة الهند دليلا قويا على ذلك التي اتخذت نهجا تدريجيا في التحرير المالي منذ 1991 بتحرير القطاع المالي الداخلي تدريجيا مكنها من تجنب العديد من الأزمات المالية والاقتصادية و أدى زيادة مستوى العمق المالي بها.

و يقتضي النهج التدريجي للتحرير المالي تحديد تسلسل خطوات التحرير و اقترح Montiel 1990 أربع خطوات للتحرير المالي الداخلي هي¹¹:

- هيكلة أو تصفية المؤسسات المالية الضعيفة.
- السياسة النقدية غير المباشرة في البدء في تحرير أسعار الفائدة.
- تأصيل دور البنك المركزي
- تحرير كامل كافة أشكال القيود الإدارية

3 مزايا التحرير المالي:

من جهة فان التحرير المالي يعزز الوساطة في القطاع البنكي المصرفي على المستوى الكمي و النوعي¹² فهو بذلك يؤدي إلى كفاءة النظام المصرفي في تخصيص أموال الاستثمار الذي يصاحبه إلغاء السقوف على أسعار الفائدة و تخفيض متطلبات الاحتياطي الذي يتم الاحتفاظ به. و يقر البنك الدولي بأن كثيرا من الدول الاخذة في النمو خلال ثمانينات القرن العشرين قد حققت تقدما اتجاه التحرير المالي و إن كان بدرجة متفاوتة و ما يشجع هذا هو اتجاه هذه الدول نحو أدوات الرقابة النقدية المبنية على قواعد السوق (ت السوق المفتوحة) بدلا من الاعتماد على سعر الفائدة و الرقابة الكمية

على الائتمان¹³. و الميزة من وراء كل هذا هي السماح للسوق للقيام بعملية تخصيص الائتمان لأغراض استثمارية و تقليل اثار الاختلالات الناجمة عن أساليب الرقابة المباشرة.

أن التحرير المالي ؛ أن يفيد التكوين الرأسمالي و معدل النمو الاقتصادي. فهو بصفة خاصة يخلق فرصا ثمينة أمام حراك رؤوس الاموال و تنويع الحوافظ المالية و تقاسم المخاطر فمثلا عن طريق امتد ك ديون على بلدان اجنبية أي عن طريق اقتراضها يمكن للاس و المؤسسات ان تحمي نفسها من اثار الاضطرابات التي تصيب البلد الأم و. ده. و يمكن أن تحمي الشركات نفسها من صدمات التكلفة و الإنتاجية في بلدانها عن طريق الاستثمار في فروع لها في عدة بلدان و بهذا يمكن لحراك رؤوس الاموال أن يجعل المستثمرين قادرين على تحقيق معدلات أعلى للعوائد مع إدخال المخاطرة في الحساب و بدورها يمكن أن تشجع المعدلات الأعلى للعوائد على زيادة في الادخار و الاستثمار هذا ما يذ إلى معدلات أسرع للنمو.

أما عن تكاليفه فانه من المفاجات التي صادفت دعاة الإصلاح المالي في الدول الأخذة في النمو أن التجارب الأولى للتحرير المالي لم تكن تجربة سعيدة حيث أن أدبيات التحرير المالي حول تجارب الدول الأخذة في النمو أفادت بأن الإزالة المبكرة عن أوانها للرقابة على الصرف الأجنبي من المحتمل أن تؤثر على تدفقات رأس المال و على أسعار الصرف بطريقة تضر بالاقتصاد الكلي القائم بالتحرير.

كما أن محاولة إزالة الاختلالات السعرية و الذي يعتبر أحد الاعتبارات الرئيسية للاقتصاد الجزئي يمكنه أن يقلل الرفاهة بدلا من زيادتها¹⁴.

و قد يعتبر الإفراط في تحرير كل من حساب رأس المال، و الأسواق المالية دون العناية المسبقة باليات و مراحل التحرير و العلاقات المتبادلة بين الأسواق المختلفة يعتبر أحد أهم قنوات انتقال الأزمات المالية¹⁵.

و برغم الحجج التي تساق لصالح عمليات التحرير المالي في دول أمريكا اللاتينية (الأرجنتين، شيلي و أوروغواي) خلال عقد السبعينات و أوائل ثمانينات القرن العشرين فقد انتهت إلى كارثة¹⁶: انتشار واسع النطاق لعمليات الإفلاس، تضخم مرتفع، بطالة متزايدة و العودة إلى الكبح المالي.

43 سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود و التمويل الدولي، ترجمة د، محمود حسن حسنين و دونيس فرج عبد العال، الرياض، دار المريخ 2007 658.

14 سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 654.

45 سعود مطلق السبيعي، الإفراط في تحرير حساب رأس المال و الأسواق المالية من أهم قنوات انتقال الأزمات المالية، جريدة الرؤية، 2009، نسخة الكترونية مقتبسة من <http://C:Document and Settings/insfp/Bureau>

46 سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سبق ذكره، ص 662.

لقد حدث كل ذلك بسبب غض الطرف عن الحجم الصحيح لتحرير. فطبيعة اندماج الدولة القائمة بالتحرير المالي مع السوق العالمية كانت و ما تزال عام مهما في هذا الشأن. فقبل تطبيق تدابير واسعة النطاق للتحرير المالي () هناك ضرورة بتحسين الأرضية الاقتصادية الكلية على وجه الخصوص تقليل أو عجز الموازنة الحكومية و تقليل التوقعات التضخمية فالمشكلة الأساسية تتمثل في أن عمليات التحرير المالي لم تنشأ لتمويل عجز الموازنة الحكومية حتى بالرغم من أنها قد خففت عن القطاع الخاص المحلي عبء تمويل هذا العجز و مع استمرار وجود هذا العجز المدخرات الأجنبية، و ذلك هو السبب في أن التحرير المالي عادة ما يعقبه عجز كبير و سريع في الحساب الجاري لميزان المدفوعات¹⁷. غير أنه يبدو و أن ارتباط التحرير المالي المحلي و الدولي على السواء بأزمات مالية مكلفة هذا الارتباط قد يكون الأزمات المالية أحداث مركبة متعددة الأسباب. تحريراً من الناحية المالية وأيضاً في نظم مالية أكثر تحرراً غير أنه تظل هناك حالات لعب فيها التحرير المالي بما في ذلك تحرير رأس المال، دوراً لا يستهان به في حدوث الأزمات. بما يكفي لطرح جدية حول ما إذا كان و تحت أية شروط هذا التحرير المالي نافعا بدلا من أن يكون ضارا¹⁸.

4 متطلباته و شروط نجاحه:

في ضوء النتائج غير المشجعة التي نتجت عن عمليات التحرير المالي في أمريكا اللاتينية السبعينات و ثمانينات القرن العشرين، فقد اعترف كثير من الاقتصاديين بأن التحرير المالي في الدول في النمو يكون أكثر نجاحا عندما يكون متدرجا. و هناك دراسة قام بها كل من Mirakhor et Villaueva حرير المالي ف مجموعتين: مجموعة الدول التي انتهجت أسلوب السرعة في التحرير مثل: الأرجنتين، الشيلي، ماليزيا، الفلبين، تركيا و . التدرج في التحرير مثل: كوريا الجنوبية، سنغافورة، سيريلانكا، تايوان و اندونيسيا. الذي حققته المجموعة الثانية يتمثل في التمهيد من خلال تحقيق الاستقرار النسبي في البيئة الاقتصادية الكلية خاصة اندونيسيا التي توفرت فيها شروط

19

و من ناحية ، فقد واجه هجت سرعة التحرير مشكلة تمثلت في التخلي عن الفائدة و تخصيص الائتمان و ذلك قبل تحقيق الاستقرار المالي.

664

47

48 باري ايشينجرين و مايكل موسى، مرجع سبق ذكره، ص17.

19-How Pill, Mahmood Pradhan , la libéralisation Financière en Afrique et en Asie, in revue Finance

Et Developpement , n°2 du Juin 1997, France, p7.

حرير المالي ينبغي أن ينصب على خمسة مجالات و

هذا ن تدابير

هي²⁰.

- تخفيض العجز المالي .
- تحرير النظام المالي المحلي.
- تخفيض اتجارة الخارجية.

أما ترتيب عملية التحرير المالي التي اتفق الاقتصاديون، كانت طبقا للنتائج التالي:

تقليل العجز المالي التحرير المالي و إصلاح نظم التجارة إصلاح سعر الصرف إصلاح حساب رأس المال.

و يعتبر تخفيض العجز المالي الحكومي كخطوة أولى أمرا واسع القبول في الأدبيات الخاصة بموضوع التحرير، و بدون تخفيض هذا العجز يبدو التحرير المالي أمرا غير قابل للاستمرار و قابلا للانعكاس أي بمعنى الرجوع إلى حالة الكبح المالي . و يرى بعض الكتاب بأن الإصلاح التجاري ينبغي أن يأتي قبل إلغاء الرقابة على الصرف و انفتاح حساب رأس المال. و إحدى الحجج التي تساق في هذا الصدد هي ان تحرير حساب رأس المال يمكن أن يؤدي إلى حدوث ارتفاع كبير في سعر الصرف (مثلا حدث في الشيلي و أورغواي). و إن ذلك سوف يرسل إشارات سعرية تتعارض مع تلك الصادرة عن الإصلاح التجاري. (على سبيل المثال، يقدم ارتفاع سعر الصرف حماية لقطاع إحلال الواردات في نفس الوقت الذي يسعى فيه الإصلاح التجاري إلى إزالة هذه الحماية المصطنعة) و في الحقيقة هناك قدر كبير من الاتفاق في الأدبيات يتعلق بأن انفتاح حساب رأس المال ينبغي أن يكون الخطوة الأخيرة في سياق عملية التحرير.

كما أن نجاح التحرير المالي مرتبط بمعايير²¹: تطوير كل من النظام المالي و أسعار الفائدة الحقيقية إلى مستوى التوازنات المعقولة فغالبا ما يبدأ التحرير المالي بالتحرير المالي الداخلي (عن طريق رفع الرقابة على معدلات الفائدة و على توزيع القروض) الذي يسبق التحرير المالي الخارجي (عن طريق رفع القيود المفروضة على تحويل العملة الوطنية إلى عملات اجنبية).

فتحرير القطاع المالي الخارجي يأتي دائما في المرتبة التالية لتحرير القطاع المالي الداخلي وفقا للمنهج

التدريجي للتحرير²². و يتطلب تحرير القطاع المالي الخارجي أن تكون رأس المال الوطنية محررة تماما و هذا أمر يعتمد بدوره على تثبيت مستوى المحلية و خفض متطلبات الاحتياطي الوطنية ذلك أنه طالما كانت البنوك الوطنية مكبلة بأعباء الاحتياطي المرهقة فمن غير المجدي أن يسمح جنبية بالعمل بحرية في أسواق المال المحلية.

و يبدأ تحرير القطاع المالي الخارجي عادة بتحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال القيود الكمية و خفض القيود التعريفية على حركة السلع و الخدمات.و يعقب ذلك تحرير تدريجي لحساب رأس المال و يبدأ بإزالة القيود على تدفقات الاستثمار . بنية الأساسية التنظيمية و القانونية لسوق الأوراق المالية المحلية تبدأ إزالة القيود على التدفقات من الاستثمارات غير (استثمارات الحافظة من الأسهم و السندات).

و أحد العناصر الهامة في منهج التدرج في تحرير حساب رأس المال هو وضع سياسات للتحكم في الطلب على القروض قصيرة الأجل أو ما يسمى بالأموال الساخنة و التي تخضع لحسابات العائد السريع و الاستقرار الاقتصادي و السياسي و التغيرات في مشاعر حائزي الديون قصيرة الأجل, و يمكن من ثم أن تهرب بسرعة و با

و يفسر جزء كبير من الأزمات المالية في المكسيك عام 1995 دول جنوب شرق آسيا عام 1997 تصفية المستثمرين حيازتهم من رؤوس الأموال قصيرة الأجل بشكل مفاجئ هذه الأزمات بالتفصيل لاحقا.

و أفضل طريقة لترشيد الا تراض الأجنبي قصيرة الأجل هي التأثير على التدفقات الداخلة بدلا من التدفقات يتم التحايل على الضوابط المفروضة على التدفقات الخارجية من رؤوس الأموال قصيرة الأجل، و من بين طرق التحايل هذه أن تقوم الشركات متعددة الجنسيات ببيع السلع شركاتها خارج البلاد بأسعار منخفضة جدا فتحول القيمة بذلك خارج البلاد.

و يمكن للبلدان النامية تخفيض الأزمات المالية و الاقتصادية التي قد تنجم بسبب التدفقات الخارجة رؤوس الأموال من خلال الاحتفاظ بمستويات معينة من احتياطي و تتوقف مستويات الاحتياطي المطلوبة على مستوى التجارة الدولية و مقدار استثمارات رأس المال الأجنبي في الاقتصاد . و من شأن توافر احتياطات كافية من الصرف الأجنبي أن يعطي للمستثمرين تطمئنهم على إمكانية تحويل أرصدهم دة الأمر الذي يقلل من مخاطر اندفاع المستثمرين بشكل جماعي لخروج في أن واحد بسبب خوفهم من انهيار العملة الوطنية بيد أن تراكم

22 عاطف وليام اندراوس،مرجع سبق ذكره ،ص204.

الاحتياطات أكثر مما ينبغي يكون له تكلفته الباهظة و يمكن تخفيض تلك التكلفة من خلال تحديد الحجم المناسب لتلك الاحتياطات مع إمكانية استثمارها في مجالات ت
إمكانية
الاحتياطات عند الاقتضاء.

ن التحرير المالي يعني كافة مظاهر الكبح المالي المتمثلة في القيود المفروضة على النظام أن هذا لا يعني غياب التدخل الحكومي في الأسواق المالية، إذ تظل هناك دائما درجة من التدخل الحكومي يتعين تواجدها نتيجة لوجود بعض مظاهر فشل السوق و من أهمها م باعتبارها سلعة عامة، لا يستطيع الشخص أو الشركة التي تجمعها الاستحواذ على كل المنافع الخاصة بها، . و تبعا لذلك ثمة ضرورة لتحديد أي أنواع اللوائح التي تفرض لتنظيمه و لا يمكن اعتبارها مظهر مظاهر الكبح المالي.

و إذا كان التحرير المالي قد يؤدي في ظل توافر شروط معينة سبق ذكرها تحسين تخصيص الموارد باعتبار أنه يحرر سلوك و المؤسسات من القيود المصطنعة فإن تحقيق ذلك يعتبر رهان بحد ذاته. بيد أنه لكي يتحقق التحرير المالي مع المالي ثمة متطلبات يتعين توافرها قبل الشروع في القيود على تحركات رؤوس و على الأسواق المالية، وهي:
: توافر بيئة اقتصادية مستقرة تتخفف فيها

تحرير أسعار الفائدة يتطلب قبل الشروع فيه السيطرة على التضخم معدلات التضخم يفرض على التحرير رفع أسعار الفائدة الاسمية مستويات مرتفعة جدا لتحقيق معدلات حقيقية موجبة، و قد يؤدي مالية للأسباب التالية²³:

- أن ارتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير قد يؤدي زيادة تدفقات التدفقات قصيرة الأجل أو ما يسمى Hot money بشكل كبير قد يفوق الطاقة الاستيعابية

- يؤثر ارتفاع أسعار الفائدة مستويات عالية بالسلب على الأوراق المالية فارتفاعها من شأنه أن يرفع في البداية معدلات العائد المطلوبة على الأوراق المالية و من ثم يخفض من قيمتها هذا ما يؤثر سلبا على

كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يساعد على استمرار ارتفاع معدل التضخم مستقبلا بيد أن السيطرة على التضخم يتطلب بدورها القضاء على مصادره و يعد العجز المالي في الموازنات العامة لكثير من الدول النامية هو أحد أهم سبب أن العجز المالي المتزايد يساهم في تعميق الفجوة بين الطلب

الكلي و العرض الكلي، كما أن تمويل العجز في حد ذاته باستخدام موارد غير حقيقية شأنه أن يساعد في رفع معدلات التضخم. و يقتضي تقليص عجز الموازنة ترشيد النظم الضريبية بهدف تحسين كفاءة تحصيل الضرائب في ظل ضريبة معتدلة كبديل للأسعار التهرب الضريبي.

: ألا تبدأ إزالة القيود على الأسواق المالية بدون توافر بنية مؤسسية و تنظيمية و قانونية . إذ أن عدم مراعاة ذلك قد يؤدي إلى أزمات مالية خطيرة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي المفترض ارتفاعها في ظل التحرير المالي. ضرورة لتوافر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية و نظم قضائي يتسم بالكفاءة يقترن بتوافر إطار تنظيمي و رقابي مناسب يكفل تحقيق الشفافية في المعاملات. و هكذا يوفر مصداقية ليس فقط لصالح الاقتصاد الحكومي و إنما أيضا الأطراف المتعاملة في أسواق المال.

و لا شك ان توافر بنية تحتية و إدارية من شأنه أن يعمل على توسيع نطاق التبادل في سوق الأوراق المالية. في حين أنه في ظل وجود بنية تحتية تنظيمية و قانونية متدهورة و التي تمثل حالة عامة تقريبا في معظم الدول النامية فإن المعاملات المالية تميل لأن تتجه إلى الأدوات البسيطة كاللجوء إلى الديون المضمونة بأصول الشركة و تزايد الاعتماد على القطاع المصرفي أين تقل المشاكل و الأخطار الأخلاقية.

و ثمة مؤشرات يمكن الاسترشاد بها لتقويم أو (لتقييم) التحرير المالي أهمها²⁴ :

- درجة العمق المالي و التي تشير إلى درجة السيولة النقدية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني و يساعد ارتفاع درجة العمق المالي على نقل القرار النقدي من منبعه الأساسي إلى مختلف القطاعات الاقتصادية و بانتشار واسع. و يتحقق هذا الانتشار عن طريق التأثير على احتياطات البنوك و من المفترض أن ترتفع نسبة العمق المالي مع تنمية القطاع المالي.

- الهامش بين معدلات الفائدة على القروض و معدلات الفائدة على الودائع حيث يؤدي التحرير المالي إلى تزايد الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة (عمليات السوق المفتوحة) في إدارة السيولة و من المفترض أن تؤدي تلك الخطوة إلى تخفيض الهامش بين سعر الفائدة على القروض و سعر الفائدة على الودائع، و يعكس تقلص ذلك الهامش حسن تدفق المعلومات و انخفاض تكلفة الوساطة المالية. و تبعا لذلك يستخدم ذلك الهامش للدلالة على كفاءة الوساطة المالية فكلما تحسنت الكفاءة و زادت المنافسة داخل القطاع المالي من المتوقع أن يتقلص ذلك الهامش و العكس صحيح.

24 عاطف وليام اندراوس، مرجع سبق ذكره، 206.

- معدل الخصم الحقيقي، حيث أنه إذا كان التحرير المالي قد أدى إلى معدلات فائدة حقيقية موجبة و من ثم يزيد المدخرات و بالتالي الاستثمار، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي.
- تزايد حصة القطاع الخاص من الائتمان و تزايد حصته من الودائع لدى المؤسسات المالية، الأمر الذي يعكس تزايد الأهمية النسبية للقطاع الخاص في الاقتصاد الوطني.

5 دور السياسات إزاء التحرير المالي:

تطورات التحرير المالي تجعله من الضروري أن يكون مصحوباً بسياسات ملائمة للحد من سرعة التقلب و ما يرتبط بها من مشكلات و لاحتواء أثارها المدمرة المحتملة. و من المسلم به منذ وقت طويل أنه لا غنى عن سياسات الاقتصاد الكلي السليمة للمحافظة على الاستقرار المالي. و يكون دور السلطات أولاً و قبل كل شيء هو وضع إطار تنظيمي مناسب فالتحرير الشامل لمعاملات و تحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد و النظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية. و قد تحتاج القواعد التنظيمية إلى تقوية في عدد من المجالات بما في ذلك القواعد التحوطية المتعلقة بمعاملات و تحويلات العملة الأجنبية التي يجربها غير المقيمين²⁵.

والإجراءات التحوطية تعرف عام الأعمال الرسمية أي القواعد و القوانين التنظيمية و السياسات و الإجراءات المعتمدة رسمياً و التي تعزز المؤسسات المالية بضمان الإدارة المناسبة للمخاطر و توجيهه الداخلي الفعال، و بتعزيز انضباط السوق. و حماية المستثمرين من الغش و الممارسات الخادعة. و ضمان قيام الوكلاء الماليين بالمسؤوليات التي تسند إليهم و يجدر الإشارة إليه إلى أن الإجراءات التحوطية تطبق العادة الأنشطة المحلية و الأجنبية للمؤسسات المالية فقط و يتعلق بالاستثمارات التي تمر من وساطة المؤسسات المالية، الإجراءات التحوطية لان تقتصر السماح بدخول أدوات الاستثمار و الاتجار و توفير الخدمات المتعلقة السوق المحلية و أذراً تستخدم المستثمرين الذين يشترون الأدوات الأسواق الأجنبية²⁶.

المطلب الثاني : الأسواق المالية

إطار التحول لاقتصاد السوق، يؤدي التحرير المالي الناجح إلى تزايد مستويات العمق المالي و تزايد تدفق رؤوس الأموال الأجنبية و أخيراً اتساع رقعة القطاع المالي بصفة عامة و الأسواق المالية . و على هذا الأساس سنتطرق إلى موضوع الأسواق المالية بالتعريف.

.17

25 باري إيشينجرين و مايكل موسى، صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال،

.20

26 تسلسل الإجراءات لتحرير حساب

4 تعريف الأسواق المالية:

تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال، فلم يعد هناك حصراً لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق و لم يعد مكان التقاء المتعاملين شرط أساسي من شروط السوق المالي، مع أنه يعتبر من الأمور الفعالة (معرفة شكل و حجم مكان المتعاملين يمثل هذا النوع من الأسواق). و بالتالي و قبل الوصول إلى تعريف حقيقية و فعالة للسوق المالي لا بد من الإشارة إلى أن السوق المالي "هو السوق الذي تباع و تشتتر به الأدوات المالية" و مع أنه يعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أنواع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعاً من التنظيم، مكانات عالية، و يعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق. و من خلال النظرة السابقة لمفهوم السوق المالي يمكن وضع التعاريف التالية له:

- يعرف على أنه هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الانتماء السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه²⁷. و ليس شرطاً أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق هم من بين المالكين للأوراق المالية ممكن أن تكون أيضاً من قبل فئة تقوم بعملية التنظيم و إدارة عمليات التبادل بين البائعين و المشترين، و دعم توفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل و يمكن أن نطلق على هذه الفئة اسم ()²⁸.

- يمكن أن نعرفه على أنه عبارة عن نظام أو وسيلة لعرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، تساهم على إتمام عملية التمويل الرأسمالي المدخرين، المستثمرين، المالية و الأدوات المالية. كما أنها تساعد من جهة أخرى على انتقال الأموال هذه المنشأ ، المالية و ذلك انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين و من بين أسباب صعوبة انتقال الأموال بين الطرفين نجد الأسباب التالية²⁹:

- عدم وجود الثقة بين الطرفين.

27 رشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، 1998 16.

28 . وليد صافي، د. أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2009. 17.

29 محمد أحمد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2009 23.

2 التطور التاريخي للأسواق المالية :

المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم و لا سيما الدول الرأسمالية.و قد جاء انتشار الشركات المساهمة و إقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية،والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية

ثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 ,و في بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه Royal Exchange في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821, الشارع نفسه كانت ت فيه هذه التعاملات و هو "وول ستريت"³⁰.

وبعد الحرب العالمية الثانية بدأ التطور الملموس على طرق الصرافة و التمويل فبدأ الانتقال لمفهوم هذا حتى شمل الدول الخارجية و البداية كانت بهدف تطوير و إعادة تعمير أوربا , ظهور الولايات المتحدة الأمريكية كقوة اقتصادية فعالة فكانت بداية الدخول للدولار الأمريكي إلى أن استطاعت كل من اقتصاديات اروبا و اليابان الوقوف من جديد و البدء في عمليات النمو الاقتصادي على المستويين الداخلي , جاءت فكرة ما يسمى " ³¹ ي

تزايد للأسواق المالية حيث أصبح للبورصات درجة كبيرة من الانتشار في جميع أنحاء العالم، و أهم البورصات في العالم هي: صة نيويورك، بورصة لندن، بورصة طوكيو، . أما بورصات الدول العربية فهي بشكل عام حديثة العهد نسبيا أهمها:

سوق الإمارات للأوراق المالية، سوق البحرين و سوق مسقط.

و نظرا للمرونة التي يتسم بها السوق المالي اتسع نطاق هذا السوق كما زاد عمقه و تأثيره. ظهور ما يسمى بالأسواق المحلية الإقليمية و الدولية. و قد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى ليا بعدة مراحل يمكن تلخيصها ك ³²:

: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة و

سبي في مستوى المعيشة و إقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية،

30 . 21 .

31 . وليد صافي، د.

32 حسني علي خربوش، عبد المعطي رشيد، محفوظ أحمد جودة،

.14

زراعية، عقارية... . مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية و كبر حجم المشروعات التي أص

كبيرة و بما الفرد يعجز عن تمويلها بدأ يلجأ

المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن بنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى ما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها وفقا لقواعد و أوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط و طويل الأجل مثل: البنوك الصناعية،

العقارية، بنوك التنمية والاستثمارات... هذه البنوك تقوم بعملها

طويلة الأجل ما البنك المركزي فيقوم بإصدار سندات الخزينة.

: ظهور الأسواق النقدية و في هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق التجارية و شهادات

الإيداع القابلة للتداول و هذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدية مع السوق المالي.

: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية و اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق

الدولية لتطور وسائل الاتصال

3 الأركان الرئيسية للأسواق المالية : يتكون السوق المالي من ثلاثة أركان رئيسية وهي³³:

- الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين.

- ص بفئة المصدرين أو المقرضين.

: المقرضين أو المستثمرين:

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية و تقصد هنا بفئة الأفراد: أولئك الذين

تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية. و نقصد بالمؤسسات المالية: البنوك و بيوت السم

على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أو

بعبارة أخرى تعود عليهم بعوائد عالية و مخاطر ضئيلة، و هذا و من الجدير بالملاحظة أيضا أنه بمقدور هذه

(البنوك، شركات الاستثمار و بيوت السمسرة) القيام

المالي إذا ما استطاعت هذه المؤسسات الحصول على عوائد مقبولة إضافة

السيولة.

الفئة الثانية: المقترضين أو المصدرين:

تتضمن هذه الفئة الأ، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية و في هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال. و لكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة بيت سمسرة أو شركة استثمارية، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض (المؤسسة المالية) ()، وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض و المدة الزمنية له تواريخ دفع أقساط الفائدة و تاريخ استحقاق سداد القرض.

: :

فئة الوسطاء هم الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين و فئة المقرضين المصدرين للأوراق المالية. و عادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي و يقوم الوسطاء يمكننا شرحها كالآتي:

. أعمال السمسرة و تتضمن قيام السمسار Broker بمجموعة من الأعمال كإعطاء العميل مثلا: محددة يتم بموجبها بيع أو شراء الأوراق المالية.

. صناعة الأسواق و تتضمن قيام السمسار بدور صانع الأسواق Market Maker

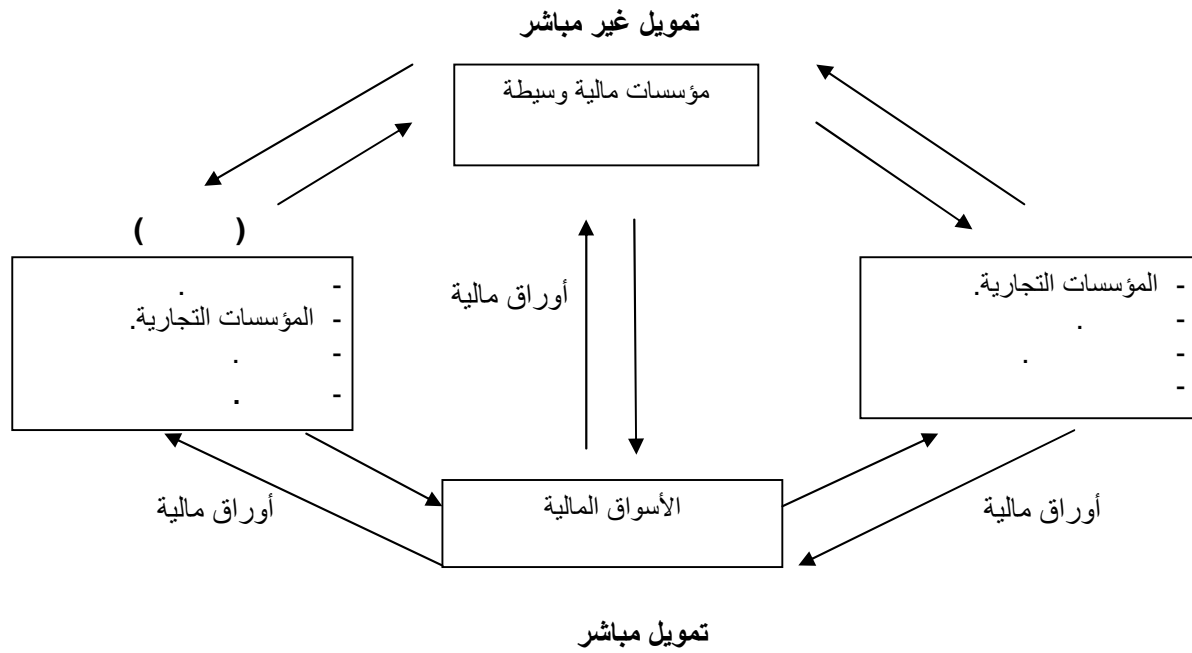
مهنته ببيع و شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، يتطلب من الوسيط المحافظة على توفير السيولة اللازمة للسوق بالتحكم في حركة العرض و الطلب،

و يوض الشكل أسفله وجود قطاعين رئيسيين () حيث يحتل القطاع العائلي المكان الأول في قطاع المقرضون بينما تحتل مؤسسات الأعمال، المكان الأول في قطاع المقرضون و نلاحظ في الشكل تدفق الأموال عن طريقين :

المؤسسات المالية الوسيطة (تمويل غير مباشر) كالبنوك التجارية و غيرها من المؤسسات المالية الوسيطة.

: الثاني فهو تمويل مباشر من خلال أسواق الأوراق المالية حيث يحصل المقرضون على أموال من خلال بيع أدوات مالية المقرضين، و تمثل هذه الأوراق المالية التي تصبح بيد المقرضين حقوق على

3: يوضح التمويل المباشر و غير المباشر في السوق المالي.



: عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، 20.

و للأسواق المالية عدة وظائف تتمثل في:

4 وظائف الأسواق المالية:

- تساعد على منح القروض بشروط مناسبة و بتكاليف قليلة مقارنة مع قروض البنوك الدولية أ الخارجية³⁵.

- تنمية الادخار و زيادة توجيه المدخرات المالية المتاحة فالأسواق المالية تتيح فرصا عديدة لكل من نئين و المدينين من خلال التوزيع الأمثل للموارد المالية بين القطاعات الاقتصادية المختلفة سواء للأفراد

36

- وجود السوق المالي يساهم في عدالة تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة بين المستثمرين³⁷.

- تساعد في تطوير و تنمية أساليب التمويل المختلفة (قصيرة، متوسطة و طويلة الأجل) مما يساعد على توجيه أوجه الاستثمار للمستثمرين نحو القطاعات الأكثر نجاحا.

17.

35 لمزيد من التفاصيل راجع: حسني علي خربوش، عبد المعطي رشيد، محفوظ أحمد جودة،

17

36 لمزيد من التفاصيل راجع: . ي، الأسواق المالية: الأصول العلمية و التحليل الأساسي،

23.

المالية، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة 2000

37 لمزيد من التفاصيل أنظر: بربان كويل

- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم و مراقبة الإصدارات و الأوراق المالية و تقديم المعلومات المالية و المشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المتوفرة في السوق المالي إضافة الى المعلومات, و بذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث: الجهد، الوقت و المخاطر.
- امتلاكها قدرا من الدقة المتوقعة بتوقعات الأرباح في المستقبل كونها مؤسسات تمتلك كفاءات و خبرات مالية و اقتصادية متخصصة التي كثيرا ما تساهم في زيادة الوعي لدى المستثمرين.
- تمويل خط التنمية الاقتصادية فقد تحتاج عملية التنمية رؤوس أموال كبيرة ربما لا تتوفر لدى, و في هذه الحالة بدلا من لجوء الدولة عمليات الاقتراض الخارجي التي غالبا ما يترتب عليها كبيرة تثقل كاهل الدولة بالديون و ما قد يترتب على هذه الديون من عواقب غير محمود عقباها، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة, و بواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية و يكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو اقليمية حيث يمكن طرح أسهم أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- الأسواق المالية تمثل مؤشرا للأحوال الاقتصادية أو مرآة عاكسة لحقيقة الوضع الاقتصادي في حالات أن حجم المعاملات التي تبرم في الأسواق المالية توضح أهمية الأموال السائلة المتداولة و الأسعار التي يتم التعامل بها، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلد الذي تمارس فيه الأسواق المالية نشاطها فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية و المالية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي, فمن المعروف أن الأسواق المالية تتجاوب غالبا مع الدورات الاقتصادية بصورة مبكرة.

5 أنواع الأسواق المالية:

- تعدد التصنيفات و المعايير المستخدمة في تقسيم الأسواق المالية، و نذكر منها:
- معيار المجال الذي تغطيه الأسواق: و طبقا لهذا المعيار تم تقسيم الأسواق المالية أسواق محلية و أسواق دولية³⁸.

- معيار الحقوق و الالتزامات المترتبة: و طبقا لهذا المعيار تم تقسيم الأسواق المالية أسواق دين و أسواق ملكية.

- معيار غرض أو أسلوب التمويل (أو من حيث الأدوات): و طبقا لهذا المعيار تم تقسيم المالية . إذ أنه عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق

بدون تحديد المالية أي الأسهم و السندات, و هذا هو المفهوم الضيق لسوق المال، و يطلق

عليه مصطلح البورصات. و هناك مفهوم يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل

الأجل غير أن المفهوم الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة بالإضافة

النقد و هذا هو المفهوم المقبول ()³⁹. و سيتم التركيز على هذا المعيار، بذكر تعريف و خصائص كل

. و هناك من يضيف قسم ثالث ألا و هو سوق الصرف الأجنبي الذي

سنراه أيضا.

: 15

145 تعريف أسواق رأس المال:

تعرف أسواق رأس المال على أنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية و أدوات الاستثمار طويل

(مدة استحقاقها أكثر من) :الأسهم - - - - - التعهدات و الخيارات...الخ، و يعمل

في هذه الأسواق: المؤسسات المالية المختلفة كشركات التأمين، البنوك المتخصصة، شركات الاستثمار،

صناديق التقاعد و الضمان الاجتماعي⁴⁰.

و تكمل أهمية هذا السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي و تقديم تمويل طويل الأجل. و يتميز سوق

بخصائص نذكر منها⁴¹:

: 245

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويل الأجل.

- له دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية.

- المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي و أقل سيولة أيضا.

- العوائد مرتفعة نسبيا للأوراق في سوق رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.

39 . رسمية قرياقص، أسواق المال (- - -) (الدار الجامعية: - - نوزيع، الاسكندرية، 1999 11.

40 . عاطف وليام أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها مرجع سابق ذكره، 17.

41 . وليد صافي، د. ، 32.

- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، و ذلك لتنشيط الاستثمار في سوق وتنقسم بدورها أسواق رأس المال مجموعتين: الأسواق الحاضرة أو الفورية الأسواق المستقبلية أو

42

- الأسواق الحاضرة أو الفورية:

هي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق التجارية طويلة الأجل : الأسهم العادية والأسهم الممتازة و السندات على مختلف أنواعها، شرط أن يتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فوراً (أيام) من تاريخ إبرام الصفقة⁴³. و تتضمن هذه الأسواق الأسواق المنظمة (الثانوية) و الأسواق غير المنظمة (الأولية).

ب الأسواق المستقبلية (الأجلة):

يتم من خلال هذه الأسواق تنفيذ العمليات الأجلة للأوراق المالية، و يقصد بالعمليات الأجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق فيها على موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل و سداد القيمة. وفقاً لهذا الاتفاق يتم تحديد نوع و عدد و سعر الأوراق بين البائع و المشتري، على أن يتم الوفاء بالثمن في تاريخ لاحق، و تأسيساً على ذلك، يمكن القول أن ثمة فاصل يفصل بين توقيت إبرام العقد و تنفيذه.

و تهدف العمليات الأجلة أو المستقبلية إلى الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تظل خلالها العملية قائمة.

و يعتبر المشتري مضارباً على الصعود إذا ما توقع أن سعر الورقة المالية المعنبة سوف يرتفع عندما يحين موعد تنفيذ العقد ، و تبعاً لذلك سوف يحقق أرباحاً في حالة صدق توقعاته في موعد التنفيذ، و على العكس مما سبق يعتبر البائع في العمليات الأجلة مضارباً على الهبوط باعتبار أنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية التي في حوزته عند حلول موعد تنفيذ العملية، حيث يقوم بشراء الورقة المالية التي سبق أن باعها من قبل، و تبعاً لذلك فهو يحقق أرباحاً إذا ما صدقت توقعاته⁴⁴. و غالباً ما تتعامل هذه الأسواق بعقود الاختيار و العقود المستقبلية⁴⁵

42 للنظر في هذا أنظر: . رسمية قرياقص، .11

43 . ، .32

44 . عاطف و ليام أندراوس، مرجع س .18

45 لمزيد من التفاصيل أنظر: . منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة و المستقبلية، أسواق الأوراق المالية و أسواق الاختيار و أسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية، 1994 .35

5 2 أسواق النقد:

5 2 1 تعريف أسواق النقد:

هي عبارة عن الأسواق التي تتم من خلالها عمليات الإقراض أو الاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو بين البنوك المحلية و الأجنبية أو بين مؤسسات مالية أخرى، أو بين المؤسسات و البنوك و عادة ما تتعامل بأدوات استثمار قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجل استحقاقها عن سنة واحدة⁴⁶، و يمكن لحامل أداة الاستثمار هذه أن يتصرف بها قبل موعد الاستحقاق و ذلك بـ في سوق النقد و لكن بقيمة أقل من عند الاستحقاق، وتشمل هذه الأدوات الأوراق المالية التالية: شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، قرض فائض الاحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوربي، اتفاقيات إعادة الشراء، أدوات الخزنة (الحوالات)، أو القبولات المصرفية⁴⁷.

و تتصف هذه الأدوات بالسيولة المرتفعة و بانخفاض درجة المخاطرة حيث يمكن التخلص منها في أي وقت و بحد أدنى من الخسارة أو دون خسائر أو بربح، و نظرا لانخفاض مخاطر هذه الأدوات فيتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض (و سنرى تأثير كل منهما على الآخر (د).

و هناك عوامل متعددة تؤثر في حجم الاستثمار بالأوراق المالية قصيرة الأجل وأهمها: معدل الفائدة التي يمكن الحصول عليها خلال فترة الاستثمار و التكلفة المترتبة على عمولات الوساطة في عمليات بيع و شراء الأوراق المالية، و كذلك درجة التغيير في التدفقات النقدية. فإذا ساد مثلا معدل فائدة مرتفع في الأسواق المالية، تكون التكلفة البديلة للاحتفاظ بالنقد عالية، أما إذا ارتفعت عمولات الوساطة فإن تكلفة تحويل الأوراق المالية إلى نقدية عند الحاجة تكون مرتفعة أيضا لذا فإنه من الأفضل هنا أن يكون الاحتفاظ بصورة أوراق مالية قليلة، و إذا اتسمت التدفقات النقدية عند المستثمر بالاستقرار فإنه من الأفضل أن يكون الاحتفاظ باحتياط على شكل أوراق مالية قليلة بخلاف الحال عندما تكون التدفقات النقدية كثيرة النقلب فإن احتياجها للاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل يكون كبيرا نسبيا، و ذلك بغرض مواجهة احتياجاتها النقدية الغير متوقعة⁴⁸.

و مما يلاحظ فيه أن الاستثمار واستخدام الأموال في الأسواق النقدية قد ازداد في الفترات الأخيرة لأسباب عديدة يتصل بعضها بزيادة العائد المتوقع نتيجة الاستثمار و استخدام الأموال فيها، و المرتبط بالارتفاع في أسعار الفائدة، و بالذات أسعار الفائدة النقدية للأجل القصير نتيجة لارتفاع معدلات التضخم رغم أن هذا التأثير عادة يكون محدود، لأن الفرق بين سعر الفائدة النقدي و سعر الفائدة الحقيقي نتيجة

46 أبو موسى أحمد، الأسواق المالية و النقدية دار المعتر، عمان، 2004، 24.

47 عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، 36.

48- حسني علي خربوش، عبد المعطي رشيد، محفوظ أحمد جودة، مرجع سبق ذكره 36.

التضخم يكون أقل مقارنة بالفرق بينهما في حالة الأوراق المالية و الاستثمارية في السوق المالية ذات الطبيعة المتوسطة و الطويلة الأجل بسبب قصر الفترة الزمنية للاستثمار و استخدام النقدية مقارنة بالاستثمار و استخدام الأموال في السوق المالية التي يتم لفترات زمنية أطول، و لهذا يزداد تأثير معدلات التضخم في الفترات الطويلة هذه على سعر الفائدة بزيادة الفرق الذي يمكن أن يحصل بين سعر الفائدة النقدي و سعر الفائدة الحقيقي نتيجة ارتفاع معدلات التضخم، سرعة في حالات ليست بالقليلة يؤدي التأثير حتى على أسعار الفائدة للأجل القصير باتجاه رفعها، خاصة إذا تم الأخذ في الاعتبار انخفاض تكاليف عمليات الاستثمار و اسد النقدية، و هو الأمر الذي يرفع معدل العائد على هذا الذي يعتبر أفضل مار و استخدام الموارد النقدية لأن عدم الاستخدام هذا لا يحقق أي عائد، المخاطرة التي يتضمنها هذا الاستثمار و الاستخدام للأموال في الأسواق النقدية مقارنة بالاستثمار و الاستخدام للأموال في الأسواق المالية نتيجة قصر الفترة الزمني⁴⁹.

و يمكن القول أن أسواق النقد تعد على درجة كبيرة من الأهمية للاقتصاد القومي، فهو يؤمن سيولة للنظام المصرفي فعادة تلعب البنوك التجارية دورا أساسيا في عمل هذه الأسواق بسبب ارتباطها بها نتيجة طبيعة تعاملها بالأجل القصير لأن معظم مواردها قصيرة الأجل و بالتالي فإن معظم استخدامات هذا ترتبط أيضا بالأجل القصير.

و تؤثر السلطة النقدية و التي تقصد بها البنك المركزي على عمل السوق النقدية بدرجة كبيرة من خلال و الضوابط التي يضعها لتحقيق الرقابة اللازمة على السوق النقدية من خلال التأثير على كمية و أسعار الأموال السائلة عن طريق التدخل في هذا السوق بعرض الأموال أو طلبها. أو من خلال توجيه : تحديد سعر الفائدة على الودائع، سياسة الاحتياطي النقدي، سياسة

السقوف الائتمانية، سياسة مواجهة العجز المؤقت في الميزانية العامة للدولة⁵⁰.

و تتميز سوق النقد بخصائص نذكر منها⁵¹:

2 2 5 :

- يعتبر سوق جملة و يكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير و يتم الاعتماد على الوسطاء .

- أدوات الاستثمار المستخدمة تتميز بسيولة عالية.

49 . فليح حسن خلف، الأسواق المالية و الية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، 2006 .60

50 .29

51 . وليد صافي، د. 2009 .31

- الاستثمار في سوق النقد أقل مخاطرة لأن مخاطر الدين و عدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه

المال و سوق النقد يمكن أن نستخلص أوجه الاختلاف بينهما و

.52

- يعتبر السوق النقدي سوق تمويل قصير ل، بينما سوق رأس المال هو سوق تمويل طويل الأجل.

- يكون لعنصري السيولة و الأمان الأولوية من قبل المستثمر في سوق النقد، بينما يكون لعنصر الربحية الأولوية للمستثمر في سوق

- المال أكثر تنظيماً من السوق النقدي و المتعاملين فيه من المتخصصين لذلك يطلق عليه الصفقات الكبيرة.

: 3 5

تمثل أسواق الصرف الأجنبي دوراً هاماً في تحديد أحجام واتجاهات العلاقات الاقتصادية الدولية وبكافة عناصرها الاستثمارية والتجارية. وقد شهدت هذه الأسواق وبشكل خاص منذ بداية خمسينات القرن العشرين تطوراً واضحاً في نشاطاتها الاقتصادية وأساليبها التكنولوجية ومجالاتها الجغرافية.

1 3 5 تعريف أسواق الصرف الأجنبي:

كتعريف لها يمكن القول بأن أسواق الصرف الأجنبي هي الأصول الوطنية المختلفة بغرض تبادلها فيما بينها، أو تحويلها من شخص طبيعي أو قانوني إلى آخر مكان إلى آخر، وذلك من خلال ترتيبات مؤسسة حيث يوجه الجزء الأكبر من عمليات تب المالية

ولو تابعنا التطور الحديث لأسواق الصرف الأجنبي خلال القرن الماضي لكشفنا عدة مزايا. فقد شهد العقدان التاسع والعاشر القرن الماضي تحولات كبيرة وذلك باتجاهات التنوع والتوسع 12 بليون دولار أمريكي. 1996

وقد جاءت هذه التحولات نتيجة لعوامل متعددة، أهمها:

- ارتفاع قيم المعاملات النفطية في التجارة الدولية بشكل خاص قيم الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة والتبادلات السلعية والخدمية بشكل عام.

- تزايد انفتاح اقتصادات العالم على بعضها، وخاصة بعد إدخال إصلاحات التي أدخلتها أنظمة التخطيط المركزي الاشتراكية والتي توجهت بانهايار أكبر كتلة لهذه الأنظمة في شرق أوروبا وشمال آسيا.
- تطور وسائل الاتصال السلكية واللاسلكية وبشكل بارز بعد ظهور الشبكات العالمية المتداخلة () والتي ساهمت في خزن وتحليل وتطوير ونشر المعلومات على مدار الساعة.
- دخول أسواق جديدة في الاستثمارات المالية والتي أسهمت في زيادة درجات التحوط والتأكد في ظل التوسعات الكبيرة في قيم المعاملات الاقتصادية الدولية. ومن أهمها أسواق المشتقات وقد تحقق ذلك بعد تفاقم التقلبات التي عانت منها أسعار الصرف منذ بداية السبعينات.
- تعاظم التعامل بالعملات الأوروبية ضمن سلسلة من أسواق العملات الدولية، حيث يجري تبادلها بعملات أخرى، وتمارس الوظائف النقدية على المستوى العالمي⁵³.

2 3 5

:

ل التعريف، نلخص بأن الطلب والعرض في أسواق الصرف الأجنبي مشتقين من عمليات الشراء والبيع في أسواق السلع والخدمات والأدوات المالية. المعاملات التي تتطلب تداول العملات المعتمدة في التحويل دون أن يشترط في ذلك مكاناً معيناً وذلك حيث أنها تنتشر في المراكز المالية وعبر شبكات الاتصالات في جميع بلدان العالم غير الخاضعة لقيود التحويل القانونية ومحدداته الإدارية.

- إن غالبية عمليات أسواق الصرف الأجنبي تجري على وقف ترتيبات مؤسسة وخاصة فيما بين لمتهدين المهتمين بتبادل العملات الأجنبية حيث تسود بشكل رئيسي أسواق الجملة ويتكون الزبائن عادة من المنشآت الصغيرة والكبيرة والسياح والمسافرين حول العالم.
 - كما تتسم أسواق الصرف الأجنبي عادة بالتسليم الفوري وبسيولة التداول⁵⁴.
- ومن أهم العملات المتداولة دولياً :

- الدولار الأمريكي: يستمد أهميته من أهمية الاقتصاد الأمريكي حيث يمثل ما يقارب 20% الصادرات العالمية.

- اليورو الأوروبي: يستمد قوته من قوة العملات التي حل محلها مثل: الاقتصاد العالمي الذي تمثله دول منطقة اليورو.

- الين الياباني: حيث تمثل اليابان 8% من التجارة العالمية.

- الجنية الإسترليني: تظهر قوته من خلال سعر صرفه مقابل الدولار الأمريكي.

⁵³ . هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 .200

⁵⁴ . هوشيار معروف، نفس المرجع السابق، ص203.

- لفرنك السويسري: تأتي قوته من طبيعة البنك المركزي السويسري الذي يتمتع بأعلى درجات الاستقلالية المتعارف عليها دولياً. فضلاً عن كون سويسرا ساحة مالية كبيرة نتيجة سياسة الحياد التي تعتمدها الحكومة السويسرية.

وتتميز أسواق الصرف الأجنبي بالتنوع وذلك بتنوع الأسعار المطبقة في عمليات الصرف فنجد سوق المقايضة⁵⁵ (سوق مقايضات العملات Swap).

العمليات بين الأسواق العاجلة والأجلة معاً ويمكن حصرها فيما يلي:

- **عمليات المبادلة:** تجمع عمليات مبادلات العملات بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها أجلاً في نفس . أو بمعنى آخر تتضمن هذه العملية تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع وقيمة كل من العقدين متساوية، إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفين، وتفصل بينهما فترة زمنية، ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة، هامش السعر الآجل، وسعر المبادلة ليس سعر صرف وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.
- **خيارات العملة:** يمكن تعريف خيار العملات بأنه عقد قانوني يعطي حامله الحق بشراء وبيع العملات بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة عادة بثلاثة أشهر وعقود الخيار هي عمليات آجلة إلا أن أهم ما يتميز به هو أن الطرف المشتري في العقد له الحق في الاختيار بين العملية أي تنفيذ مضمون العقد واستلام العملات بالسعر المتفق عليه أو التخلي عن العملية مقابل علاوة غير قابلة للرد يدفعها المشتري للبائع مقدماً . وتنقسم عقود الخيار إلى نوعين أساسيين:
 - خيار الشراء: ويقصد به خيار المشتري في شراء مبلغ معين من عملة معينة بسعر محدد خلال فترة زمنية أو في تاريخ استحقاق محدد.
 - خيار البيع: وهو خيار البائع في بيع مبلغ معين من عملة بسعر محدد في تاريخ محدد زمنية معينة.

يتطلب تكوين مالي

أ. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: و يرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي و بين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لغرض الإقراض للأفراد و المستثمرين من أجل إنشاء مشاريع منتجة و التي تعتبر جزءاً هاماً من عملية التنمية الاقتصادية. لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار و بالتالي تشجيع

55- Philippe D'arriensent et theiry Schwob, finance internationale, Hachette, paris, 1990, p55-63.

. تحويل المدخرات : يعتبر السوق المالي من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل

,و ذلك لكون أن هذه السوق تعد بمثابة سوق لاستثمار أموال

و البنوك في شراء الأوراق المالية من خلال شراء حصص
عقارية أو قروض في شكل سندات⁵⁶.

و هناك عدة طرق أتبع لتحويل المدخرات استثماراتها منها:

- اقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات و قد يكون هذا الاقتطاع إجباري مثل الذي يطبق على المزارعين عند بيع محصولهم الزراعي و تخصيص هذا المبلغ في زراعية مساهمة.

- جعل البورصة في متناول الجميع من خلال تخصيص أيام خاصة للجمهور بزيادة البورصات من أجل معرفة عملها.

- إنشاء بما يسمى نوادي الاستثمار و هي عبارة عن جمعيات يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا معيناً، و تقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

. بورصات للأوراق المالية: تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار و الاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط حيث يلعب كل من القطاع العام و الخاص دوره في هذا الشأن. فالبورصات هي أسواق لاستثمار أموال الأفراد، البنوك التجارية و صناديق الائتمان و صناديق الادخار و غيرها من مصادر تجميع الأموال، و من أهم مهام البورصات المالية هي:- تحويل أموال مستثمرة في مشروعات قائمة أو في طور التكوين.

- تحويل الاستثمارات طويلة الأجل

. ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة و القوانين المالية المعمول بها في الدول الأعضاء في الأسواق

المشتركة و يرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة و أخرى و بالتالي تدويل السوق المالية في أكثر

. كما هو معمول به في السوق المالي . و يتطلب في هذه الحالة عمل عقود نموذجية يتم

استخدامها في جميع الدول الأعضاء.

. من أهم النظم و القوانين التي يتطلب تنسيقها أسعار صرف العملات و النظم و القوانين الضريبية و لو

نعطي مثال عن تعاون الدول العربية في هذا الشأن وجود اتفاقيتين ضريبيتين هما:

- اتفاقية تجنب الازدواج الضريبي و منع التهرب من الضرائب.

- اتفاقية التعاو لتحصيل الضرائب.

. الاهتمام بوسائل و مراقبتها: أن تكوين رأس المال الشركات أو طرح سندات لا بد أن يصحبه

مناسب حتى يعلم كل مستثمر و كل مدخر بالفرصة التي قد يحتاج لتوظيف أمواله،

مراقبة البيد و حذف البيانات غير الصحيحة كان هناك ضرورة لذلك.

طريق هذه الإعلانات المنظمة يمكن توجيه المدخرين و صغار المدخرين المشروعات الهامة و الواجب مشاركتهم فيها لأهميتها للاقتصاد القومي، فعلى سبيل :

- عند نشر بيانات الخطة الاقتصادية للدولة يستطيع القطاع الخاص و صغار المدخرين معرفة المشاريع التي يمكن المشاركة فيها و بالتالي تمويلها و توفير النقد اللازم لهذه المشروعات، بدلا من الجهود التي تبذلها الخزنة العامة لتوفير النقد اللازم لها.

و وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة و عدم وجود رقابة على النقد: تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من الادخارات الخاصة استثمارات متوسطة و طويلة كان هذا العامل مهما بالنسبة للمواطن العادي المقيم في دولته فهو أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من خارج الدولة، فالاستقرار السياسي يعتبر عامل مهم لجذب رؤوس الأموال.

هذا، فيقتضي من الدولة المضيفة أيضا أن توفر للمستثمرين و خاصة الأجانب منهم بعض التسهيلات في تحويل صافي رباحهم الخارج و تحويل رأسمال المستثمر الأجنبي عند نهاية الاستثمار .

لا يكفي أن تكون هناك شروطا ملائمة لقي لا بد من نجاح هذه السوق و زيادة نشاطها و يقتضي ذلك عدة شروط بعضها موضوعي و بعضه :

. العوامل الموضوعية: تتضمن الشروط الموضوعية العناصر التالية⁵⁷:

1.تنظيم الأسواق المالية: يتم هذا التنظيم من قبل الحكومات و خاصة فيما يتعلق ب:

- عدم إفشاء المعلومات لمستثمرين دون آخرين، أي عدم التمييز في التعامل معهم من أجل المحافظة على المالية حيث أن هذا الاستقرار يساعد في جعل القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية فلنجاح أية سوق مالية لابد من نشر البيانات و المعلومات عن جمع الشركات القائمة و الحديثة و بيان أسعار أوراقها المدرجة لجميع المدخرين و المستثمرين حتى يكون هناك جذب واسع لرؤ إليها.

- و كذلك تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية بالتزامها بالأنظمة القانونية.

2. سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات و التعريف بها، و هذا بحد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين.

3. جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا.

4. تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته و ذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على روحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة.

. العوامل الشكلية: تتلخص العوامل الشكلية في الآتي⁵⁸:

1. الوضع الجغرافي و الموقع الجغرافي و مدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية.

2. الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية و اللاسلكية.

3. وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار.

4. التنوع في الأدوات و الأوراق المالية (مشتقات، خيارات...).

5.

6. جعل النظام الضريبي مرن و عدم المغالاة في الأسعار.

:

نظرا لكل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف الذين يلعبا دورهما في تحديد درجة التكامل المالي بين و في وجود تكامل عالمي بين أسواق المال في ظل العولمة المالية ارتأينا أن نتطرق في المبحث الثاني إلى موضوعي معدلات الفائدة و أسعار الصرف و ذلك في مطلبين .

:

يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل على أسعار الأوراق المالية، إذ ن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض عمليات التعامل في الأسواق المالية، وبالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في الأسواق المالية. و لفهم أكثر لسعر الفائدة و لدوره في أسواق المال سنبدأ بالتعريف.

1 تعريف :

توجد عدة مفاهيم لسعر أو معدل الفائدة نذكر منها تعريف الاقتصاديون الكلاسيك حيث فسروا سعر الفائدة بنظرية الأرصدة القابلة للاقتراض. و بمقتضى هذه النظرية يتحدد سعر الفائدة عند توازن الطلب و العرض

- كينز يقرر بأن سعر الفائدة ما هو إلا ظاهرة نقدية تحدد بالعرض و الطلب على النقود و ليس

58 هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص75.

- أما مارشال فيعتبر أن سعر الفائدة هو ذلك العائد الذي أصبح محل الاهتمام لأنه يمثل العائد الطبيعي الذي يجب أن يتقاضاه أصحاب رؤوس الأموال عن قيامهم بالاستثمارات⁵⁹ .
- و من التعاريف السابقة يمكن لنا القول أن سعر الفائدة هو مقدار العائد أو النسبة التي يحصل عليها صاحب رأس المال مقابل إيداع مبلغ معين في البنوك، كما يمثل مقدار العائد أو النسبة التي يدفعها البنك مقابل اقتراضه مبلغ معين من النقود⁶⁰.
- و بالنسبة للبنك المركزي هو السعر الذي يدفعه على إيداعات البنوك التجارية سواء أكان استثمارا لمدة زمنية معينة. و يعد هذا السعر مؤشرا لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية الذي ينبغي ألا تقل عن سعر البنك المركزي كما يساعد سعر الفائدة البنك المركزي في التحكم في عرض النقد في التداول من خلال تغيير هذا .حيث أن رفع الفائدة يعني كبح عمليات الاقتراض و بالتالي تقليل نسبة السيولة في السوق مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار. أما خفض الفائدة فهو قرار يتخذ عندما ترى الدولة تباطؤا ملحوظا في معدلات النمو الاقتصادي فتبدأ في تخفيض نسب الفائدة تبعا حتى يتم ضح السيولة بمعدلات كافية تشجع على رفع الإنتاج و الاستهلاك و ترتفع معها معدلات النمو الاقتصادي حتى يتم الوصول لمرحلة الانتعاش

61

فائدة بعمل الأسواق المالية تكمن في أن:

التعامل بالأسواق المالية و النقدية يرتبط بسعر الفائدة بدرجة وثيقة جدا، و بشكل مباشر نظرا لارتباط سعر الفائدة بمعظم إن لم يكن بجميع أدوات التعامل في الأسواق المالية و النقدية، حيث أن سعر الفائدة يمثل كلفة الفرصة التي يتم التضحية بها، فهي بمثابة البديل لأموال المستثمر الذاتية عند استثمارها في الأسواق المالية و النقدية كما أن المستثمر في الأوراق المالية قد يقوم بالاقتراض من المصارف، ي يقترضها في شراء الأوراق المالية، و التعامل بها في الأسواق هذه و بالذات عندما يكون عائد الاستخدام هذا أكبر من سعر الفائدة، و بهذا يصبح سعر الفائدة في هذه الحالة كلفة فعلية متحققة يتحملها المستثمر في الأسواق المالية و النقدية و يدفعها فعلا مقابل استخدامه الأ و الحصول على عائد و الذي يفترض أن يفوق كلفة الاقتراض، كما أن سعر الفائدة لا يمثل كلفة الاستثمار في الأسواق المالية و النقدية سواء كلفة مضحى بها في حالة استخدام أمواله الذاتية، أو كلفة فعلية في حالة استخدام الاموال المقترضة في ذلك فحسب بل، أن سعر الفائدة يمثل عائد لبعض الأوراق المالية التي يتم الاستثمار بها في الأسواق المالية و النقدية كما أن المستثمر في الغالب عند توجهه للاستثمار يقارن بين سعر الفائدة التي يمكنه الحصول عليها من أمواله بشكل وديعة مصرفية و بين عائد

59 - Ben Patterson ; Kristina Lygnerud , détermination des taux d'intérêt, séries Affaires Economiques ; Econ 116 ; France ; 2001, P8.

60 - Ben Patterson ; Kristina Lygnerud ; O.P.C.I.T;P.9.

61- Gregory N.Makiw, Macroéconomie, traduit par Jean Houard, Ed boeche, Bruxelles ; Belgique, 2004 ; p109 .

استخدام هذه الأموال بالاستثمار في شراء الأوراق و الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أعلى من سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بالاستثمار فيها، أما إذا كان سعر الفائدة يتم اتخاذ القرار بعدم الاستثمار، و التوجه نحو إيداع الأموال هذه و الحصول على الفائدة مقابل إيداع أمواله لدى المصارف، و هكذا فإن سعر الفائدة في علاقته بمعدل العائد المتوقع تحققه نتيجة الاستثمار في الأسواق المالية و النقدية هو الذي يحدد الاستثمار من عدمه فيها، و بالتالي فإنه العامل الأكثر أهمية في تحديد هذا الاستثمار.

و الفائدة هي ثمن رأس المال، أو المقابل لاستخدامه، إنها تمثل مبادلة قيمة آنية بقيمة آجلة. قيمة حالية بقيمة لاحقة أو مستقبلية، و هي ثمن أو مقابل الاقتراض، و بهذا من الجانب الآخر، و يعبر عادة عن هذا الثمن أو المقابل أو التكلفة أو العائد بسعر الفائدة و الذي هو عادة نسبة مئوية على قيمة الأموال المقترضة التي يتم دفعها خلال فترات معينة و تحسب في الغالب على أساس سنوي كأن يحدد سعر الفائدة 5 % 10 % سنويا.

والاهتمام بسعر الفائدة أي النسبة المئوية للفائدة يشكل محور الاهتمام الأساسي، ذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يرفع معه مقدار أي مبلغ الفائدة ذاتها، و انخفاض سعر الفائدة يخفض معه مقدار أي مبلغ الفائدة ذاته⁶².

2 :

يورد الاقتصاديون العديد من المبررات التي تبرر سعر الفائدة و من هذه المبررات ما ي⁶³:

أن سعر الفائدة يمثل الثمن أو المقابل للذرة، ذلك لأنه إذا تم الاقتراض برأس المال متوفر لكل من يريد الحصول عليه و استخدامه بأي ثمن كان أو مقابل، فبالتالي فإن هذا يدفع إلى استخدامه حتى تصبح إنتاجيته الحدية صفر بسبب وفرته غير المحدودة، و هكذا سيصبح رأس المال سلعة أو مورد غير اقتصادي (يتحدد ثمن له بسبب إنتاجيته الحدية التي تساوي الصفر و الناجمة عن التوسع باستخدامه بدون حدود لوفرتة)، لذلك فإن ثمن رأس المال الذي هو سعر الفائدة مرتبط أساسا بنذرتة،

• أن سعر الفائدة هو الثمن أو المقابل لإنتاجية رأس المال، حيث يتم بموجب وجهة النظر هذه تفسير سعر الفائدة و تبريرها على أساس أن رأس المال مورد إنتاجي، أي انه يحقق نتيجة استخدامه إنتاجية موجبة، و بالتالي ينبغي أن يكون له ثمن أي مقابل لإنتاجيته هذه، تاجية رأس المال كلما زاد سعر الفائدة الذي يتم دفعه مقابل استخدام رأس المال.

أن سعر الفائدة يمثل ثمن أو مقابل التضحية، إذ أن تكوين رأس المال و تجميعه و المحافظة عليه و

62 محمد إبراهيم الشلبي، طارق إبراهيم الشلبي، مقدمة في الأسواق المالية و النقدية، عمان، الأردن، 2000 14.
63 . فليح حسن خلف، النقود و البنوك، 2006 223.

زيادته تتطلب التضحية باستخدام الأموال في توفير المستلزمات أي التخلي عنها في استخدامها لتلبية متطلبات الاستهلاك الحالي من أجل تكوين رأس المال، وزيادة الاستهلاك اللاحق.

• أن سعر الفائدة يمثل ثمن المخاطرة و المجازفة التي يتحملها الفرد عند استخدام أمواله في الاستثمار من أجل الحصول على عائد يتناسب و درجة المخاطرة التي ترافق مثل هذا الاستثمار للأموال، حيث توجد العديد من المخاطر و التي تتناسب حسب أوجه الاستثمار للأموال، و التي يتمثل بعضها بمخاطر عدم السداد . إذن فإن سعر الفائدة في هذه الحالة هو مقابل للمخاطر هذه،

• أن سعر الفائدة هو ثمن السيولة أي أن الفرد الذي يقوم بإقراض أمواله للغير فإنه يتخلى بذلك عن التي تمثل السيولة كما أن الفرد عندما يستخدم أمواله الذاتية لأغراض استثمارية فإنه يتخلى نتيجة هذا الاستخدام عن السيولة التي تمثلها الأموال التي يستخدمها، ن سعر الفائدة يمثل ثمن التخلي عن السيولة من قبل المقرض و كلفة فرصة بديلة مضى بها للسيولة من قبل المقرض في حالة استخدام الأموال الذاتية في الاستثمار، و بالمقابل فإن سعر الفائدة يمثل ثمن الحصول على السيولة بالنسبة للمقرض و لذلك فإنها ثمن أو مقابل للسيولة.

• ن سعر الفائدة هو الثمن العائد و المقابل له، إذ أن معظم عمليات الإقراض و الاقتراض في الوقت الحاضر تتم لأغراض استخدام الأموال في مجالات إنتاجية بصورة كبيرة أما المجالات كالاستهلاكية مثلا تمثل جزء صغير جدا، فيتم استخدام هذه الأموال و الحصول من خلالها على عائد من هذا الاستخدام، و هو الأمر الذي يبرر دفع سعر الفائدة، . والذي يفسر عدم إمكانية فرض

معدلات فائدة مرتفعة و مغالى بها بحيث يمكن أن تؤدي إلى مضاعفة الأموال المقترضة، باعتبارها الثمن أو المقابل للعائد يتحدد بالعائد هذا، و الذي ينبغي أن لا يتجاوزه ذلك لان المقرض لا يمكن أن يدفع سعر فائدة للأموال المقترضة يفوق أي يزيد على العائد. و هو الأمر الذي يفسر زيادة سعر الفائدة على القروض طويلة الأجل بالمقارنة مع سعر الفائدة على الاقتراض قصير الأجل، لأن الفترة الطويلة تتبدى للمقرض فترة أطول لاستخدام أمواله و بالتالي الحصول على فائدة أكبر من هذا الاستخدام مقارنة مع الاستخدام الأقل للأموال المقترضة قصيرة الأجل، و بحيث لا يتاح معها للمقرض الحصول على فائدة و من ثم فإنه يحصل على عائد أقل، و هو ما يرتبط بتحديد سعر الفائدة .

3 نظريات تحديد سعر الفائدة:

كما يلاحظ وجود عدة نظريات في المحاولة لتفسير سعر الفائدة و من بين أهم هذه النظريات ما يلي⁶⁴:

64 . فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، 174.

3 1 النظرية الكلاسيكية: هذه النظرية تحاول تفسير سعر الفائدة من خلال العلاقة بين الادخار و الاستثمار و أن سعر الفائدة يتخذ بعوامل حقيقية وليست نقدية , حيث أن المقصود هنا بكل من الادخار و الاستثمار الجانب العيني أو الحقيقي () و ليس الجانب النقدي لكل منهما, ذلك لأن النقود وفقا للنظرية الكلاسيكية لها دور حيادي, أي أنها لا تؤثر على النشاطات الاقتصادية لأن أثرها الوحيد فقط على المستوى العام للأسعار بحيث أن زيادة كمية النقود تؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار, و العكس صحيح, المستوى العام للأسعار ما هو إلا المتوسط العام لجميع أسعا .

و إن سعر الفائدة بموجب النظرية الكلاسيكية يتحدد عن طريق التفاعل بين الادخار و الاستثمار بحيث يتحدد سعر الفائدة التوازني في السوق التامة () أي سوق المنافسة الكاملة عند المستوى الذي يتساوى فيه الادخار مع , و هذا يعني أن كل الادخارات العينية المتحققة في الاقتصاد تذهب بفعل الفائدة هذا إلى الاستخدام في الاستثمار لأن عدم استخدام المدخرات هذه في الاستثمار يمثل اكتناز . وهذا بدوره يعتبر سلوك غير عقلاني طالما أن الفرد يمكنه استخدام مدخراته في الا . ولا يسود في السوق التامة هذه سوى سعر الفائدة التوازني,

عدم التساوي بين الادخار و الاستثمار تقود في النهاية إلى تحقق السعر التوازني, إذ أن زيادة الادخار () يدفع بسعر الفائدة نحو الانخفاض و هو الأمر الذي يقود إلى زيادة الاستثمار باعتباره الفائدة تمثل كلفة الاستثمار, و بانخفاضها يزداد الاستثمار هذا ما يقود إلى انخفاض , و يستمر الانخفاض في الادخار و الزيادة في الاستثمار لحين تساويهما عند سعر الفائدة التوازني, و يحصل العكس عندما يزيد الاستثمار () فيتجه سعر الفائدة نحو الارتفاع نتيجة لذلك, و بذلك يؤدي هذا إلى تقليص الاستثمار بارتفاع كلفته (التي يمثلها سعر الفائدة), و يرتفع الادخار (الذي يمثلها ارتفاع سعر الفائدة). بين الادخار و الاستثمار)

التوازن بينهما) تقود إلى التوازن بينهما (تساويهما), والذي يتحقق عنده سعر الفائدة التوازني بفعل آلية , أي التفاعل الحر و غير المقيد بين العرض () () , و ينفي هذا وجود النقدية تذهب بكاملها لتمويل الاستثمار.

3 2 النظرية الحديثة (النظرية الكينزية): ترى هذه النظرية أن سعر الفائدة يتحدد بعوامل نقدية و ليست عينية (حقيقية) و بذلك تؤدي النقود في هذه النظرية دورا مهما في الاقتصاد فتؤثر على عمله توسيعا أو تقليصا في نشاطاته.

إن سعر الفائدة في هذه النظرية يتحدد من خلال عرض النقود و الطلب عليها, و بما أن عرض النقود يكون معطى أي أن السلطة النقدية () هي التي تقوم بتحديد عرض النقود عند مقدار أو مستوى معين من قبلها فإن الطلب على النقود يتحدد نتيجة العديد من الدوافع و هي ⁶⁵:

65 - Jean.José Quilés, Clavialle, Mare Montoussé, J.F Bailly, G laire, Macroéconomie, Ed Bréal, Paris, 2006, p137 .

- دافع المعاملات و الذي يتم بموجبه طلب النقود لغرض القيام بالنشاطات المختلفة.
هذه لغرض المعاملات يرتبط أساسا بالدخل و يعتمد عليه, حيث كلما ارتفع مستوى الدخل ارتفع معه الطلب

- الطلب على النقود لأغراض الاحتياط لمواجهة الطوارئ التي لا يمكن توقعها كزيادة الإنفاق الناشئ عن زيادة التكاليف مثلا، هذا النوع من الطلب قد يرتبط هو الآخر بالدخل و بمستواه, حيث كلما زاد الدخل, زادت الإمكانية التي تتاح لزيادة الطلب على النقود و لأغراض الاحتياط,

ه الإمكانية التي تتاح من الدخل المنخفض هذا لأجل زيادة الطلب على النقود و لأغراض الاحتياط.

- دافع المضاربة، حسب هذا الدافع فإن الطلب على النقود يتم من أجل استخدامها للحصول على عائد, من خلال المضاربة بها, و وفقا للنظرية الحديثة (النظرية الكينزية) إنه يتم طلب النقود لأغراض المضاربة من أجل استخدامها للحصول على عائد من رأس المال (الكفاءة الحديثة لرأس المال), و يقل الطلب هذا عندما يزيد سعر الفائدة على العائد من رأس المال حيث أن سعر الفائدة يمثل كلفة استخدام الأموال في لفائدة التي يتم دفعها في حالة كون الأموال مقترضة أو الفائدة المضحى بها في حالة استخدام الأموال الذاتية في ذلك.

و بالعلاقة بين سعر الفائدة و الكفاءة الحدية لرأس المال يتم طلب النقود لأغراض استخدامها في الاستثمار من عدمه أي لأغراض المضاربة فيها، حيث أن زيادة الكفاءة الحدية لرأس المال على سعر الفائدة يمثل الدافع لطلب النقود لأغراض المضاربة عن طريق استخدامها في الاستثمار و بالعكس. و نتيجة لكل ما سبق فإن سعر الفائدة يتحدد بالطلب على النقود

كما يبقى دافع الطلب على النقود لأغراض المضاربة, هو الدافع الذي يؤثر على تحديد سعر الفائدة ارتفاعا بحيث يقل الدافع لطلب النقود لأغراض المضاربة في حالة الركود الاقتصادي, و يزداد الطلب

, التي يمكن أن

, وهي عديدة يرتبط بعضها بالسياسات الاقتصادية,

3 3 النظرية الكلاسيكية الحديثة (النيوكلاسيكية): هذه النظرية ترى أن سعر الفائدة يتحدد من خلال العرض الذي تمثله الأرصدة النقدية القابلة للإقراض و الطلب عليها أيضا، حيث أن الذي يحدد عرض الأرصدة النقدية القابلة للإقراض هو سعر الفائدة (الكلفة الحدية), و الذي يحدد الطلب على الأرصدة النقدية للإقراض هو العائد (الإنتاجية الحدية), و من ثم فإن التساوي بين الإنتاجية الحدية مع الكلفة الحدية للأموال القابلة للإقراض هو الذي يحدد سعر الفائدة التوازني, و الذي يتساوى عنده عرض الأرصدة النقدية القابلة للإقراض مع الطلب عليها.

4 العوامل التي تحدد سعر الفائدة و تغيراته:

هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على تحديد سعر الفائدة و التغيرات التي يمكن أن تحصل فيه، و منها⁶⁶:

1 الأموال و بالذات في المجالات التي تحتاج للإقراض و بالذات منها استخدام الأموال للأغراض الاستثمارية، لأن ارتفاع عائد الاستثمار أي الأرباح التي يتم الحصول عليها مقابل استخدام الأموال في تكوين الموجودات الرأسمالية، حيث تتسع ، يزداد الطلب على الأموال لغرض الاستثمار. هذا ما يدفع أصحاب الأموال إلى رفع سعر الفائدة حتى يزيد العائد لديهم خاصة كونهم متيقنين من تسارع الطلب على أموالهم. ويتحقق العكس، عندما ينخفض العائد الذي ينجم عنه استخدام الأموال و خاصة ف ، و هو الأمر الذي يقل معه الطلب على اقتراض الأموال، هذا ما يدفع أصحاب الأموال إلى خفض سعر الفائدة نتيجة لذلك.

2 المخاطرة التي تتضمنها عمليات الإقراض، و بالذات ما يتصل منها بمخاطرة احتمال عدم ، و هو الأمر الذي يدفع بالمقرض إلى رفع سعر الفائدة في حالة ارتفاع درجة المخاطرة هذه، و يتحقق العكس حيث ينخفض سعر الفائدة مع انخفاض درجة المخاطرة و لذلك يتم فرض سعر فائدة أعلى على المقترضين الذين تكون مراكزهم المالية ضعيفة و بالتالي تنخفض قدرتهم على السداد نتيجة لذلك و هكذا تزداد احتمالات عدم

كذلك المخاطرة المرتبطة بالتضخم و المتمثلة في انخفاض القوة الشرائية للنقود التي يتم اقتراضها، يدفع بالمقرضين إلى فرض أسعار فائدة مرتفعة مقابل إقراض أموالهم للتعويض عن الانخفاض في القوة الشرائية للنقود نتيجة التضخم، ولذلك يلاحظ عادة ارتفاع أسعار الفائدة في الفترات التي يتحقق فيها ارتفاع معدل ، ويحصل العكس حيث تنخفض أسعار الفا

3 طول فترة القرض التي يمكن أن تؤدي إلى حصول تغيرات تؤثر على القرض بالشكل الذي قد يرفع درجة المخاطرة المرتبطة باحتمالات عدم السداد و تغير المركز المالي للمقرض. إضافة إلى إمكانية الحصول على عائد أكبر نتيجة استخدام الأسواق المالية المقترضة لفترة أطول و هذا كله يدفع إلى رفع سعر الفائدة على الإقراض متوسط و طويل الأجل، أي ارتفاع سعر الفائدة كلما طالت الفترة الزمنية، و يحصل العكس عندما تكون الفترة الزمنية أقل، أي قصيرة الأجل بسبب ضعف احتمال حصول تغيرات في المركز المالي للمقرض خلال الفترة الزمنية القصيرة هذه بحيث تقل معها احتمالات عدم السداد، ومن جهة أخرى تقل معها التغيرات التي يمكن أن تؤدي إلى حصول التضخم في الاقتصاد و الذي بدوره يؤدي

إلى انخفاض القوة الشرائية للأموال المقترضة كما قلنا سابقا. و هذا يؤكد علاقة طول الفترة الزمنية لعمليات الإقراض بسعر الفائدة و تأثيرها عليه.

4 سياسة البنوك بخصوص سعر الفائدة و بالذات البنوك التجارية منها، بحيث أنها يمكن أن تتجه نحو خفض ثمة في الحالات التي توجد لديها احتياطات فائضة و ترغب في التوسع بإقراضها، ويحصل العكس حيث أنها يمكن أن تتجه نحو رفع أسعار الفائدة في الحالات التي تقل الاحتياطات الفائضة لديها، كما أن سياسة البنوك التجارية هذه بخصوص هامش الذي تحصل عليه و المتمثل بالفرق بين سعر الفائدة الذي تدفعه على الودائع و سعر الفائدة الذي تقرضه على قروضها، و ذلك أن بعض البنوك تتبع سياسة الحصول على أكبر هامش ممكن، و بالتالي ترفع سعر الفائدة على عملياتها بسبب سياستها هذه، في حين أن إتباع سياسة أخرى قائمة على تقليص هذا الهامش من أجل التوسع في عملياتها يدفعها إلى خفض سعر الفائدة.

و اليكم الجدول التالي 8: يمثل ¹، هامش سعر الفائدة²، لعينة من الدول للفترة الزمنية (2005 2008).

الدول	سعر الفائدة على الودائع (%)				سعر فائدة الإقراض (%)				هامش سعر فائدة (سعر الإقراض مطروح منه سعر الإيداع، %)			
	2008	2007	2006	2005	2008	2007	2006	2005	2008	2007	2006	2005
روسيا	5.8	5.1	4.1	4.0	12.2	10.0	10.4	10.7	6.5	4.9	6.4	6.7
كندا	1.5	2.1	1.8	0.8	4.7	6.1	5.8	4.4	3.2	4.0	4.0	3.6
البرازيل	11.7	10.6	13.9	17.6	47.3	47.7	50.8	55.4	35.6	33.1	36.9	37.8
قطر	3.0	4.4	4.2	3.2	6.8	7.4	7.2	6.7	3.9	3.0	2.9	3.5
اليابان	0.6	0.8	0.7	0.3	1.9	1.9	1.7	1.7	1.3	1.1	1.0	1.4
ماليزيا	3.1	3.2	3.1	3.0	6.1	6.4	6.5	6.0	3.0	3.2	3.3	3.0
المكسيك	3.0	3.2	3.3	3.5	8.7	7.6	7.5	9.7	5.7	4.4	4.2	6.2
سنغافورة	0.4	0.5	0.6	0.4	5.4	5.3	5.3	5.3	5.0	4.8	4.7	4.9
ج إفريقيا	11.6	9.2	7.1	6.0	15.1	13.2	12.2	10.6	3.5	4.0	4.0	4.6
الفلبين	4.5	3.7	5.3	5.6	8.8	8.7	9.8	10.2	4.3	5.0	4.5	4.6
تايلاند	2.5	2.9	4.4	1.9	7.0	7.1	7.4	5.8	4.6	4.2	2.9	3.9
الجزائر	1.8	1.8	1.8	1.9	8.0	8.0	8.0	8.0	6.3	6.3	6.3	6.1
مصر	6.6	6.1	6.0	7.2	12.3	12.5	12.6	13.1	5.7	6.4	6.6	5.9
الصين	2.3	4.1	2.5	2.3	5.3	7.5	6.1	5.6	3.1	3.3	3.6	3.3

the world-bank, indicators 2010 :

¹ سعر الفائدة على الودائع هو السعر الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على الودائع تحت الطلب، أو الودائع لأجل، والودائع الادخارية.
² سعر فائدة الإقراض هو السعر الذي تتقاضاه البنوك على القروض المقدمة للعملاء.
³ هامش سعر الفائدة هو سعر الفائدة الذي تتقاضاه البنوك على القروض المقدمة للعملاء مخصصاً منه سعر الفائدة الذي تدفعه البنوك التجارية أو البنوك المماثلة على جل والودائع الادخارية

5 سياسة البنك المركزي المتصلة بسعر الفائدة و الذي تتعامل به البنوك في عملياتها سواء الخاصة بالإيداع أو بالقروض حيث أن البنك المركزي عندما يستهدف التوسع في الائتمان المصرفي فإنه يحدد سعر فائدة منخفض حيث يشجع على الإقراض من المصارف و بالعكس، كما أن البنك المركزي يمكن أن يؤثر على سعر الفائدة عندما يخفض تكاليف اقتراضها () منه عن طريق توسعها في خصم الأوراق التجارية التي سبق و أن خصمتها لديها لصالح المتعاملين معها عن طريق خفضه لسعر، و بذلك تزداد قدرة البنوك التجارية على الإقراض و بالعكس.

6 ، والتي ترتبط معها الدولة المعنية و بروابط اقتصادية و مالية تتضمن حركة الأموال فيما بينها، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة في الدول الأخرى يرفع أسعار الفائدة في الدولة المعنية و بالعكس.

5

:

يكون المستوى العام لمعدلات الفائدة في اقتصاد السوق محكوما بدرجة كبيرة بقوى السوق المتمثلة في عرض و طلب الأموال بالرغم من التأثير أو التدخل الحكومي، النسبة للمعدلات قصيرة الأجل في السوق النقدية.

فيمكن أن تتقلب معدلات الفائدة بشكل ملحوظ خلال فترة قصيرة جدا من الوقت. و لقد أصبح هذا الأمر سمة تميز الأسواق المالية منذ أن أصبح الكثير منها غير خاضع للوائح الحكومية في خلال الثمانينات من القرن العشرين. الحكومات تتحكم في معدلات الفائدة المحلية و نتيجة لعلومة الأسواق المالية فلقد أصبح من الممكن أن يتحول العرض و الطلب على القروض و الاستثمارات بصورة هائلة من عملة إلى أخرى، الأمر الذي يسبب تغيرات ضخمة في معدلات الفائدة.

و بالرغم من أن الحكومات لم تعد تتحكم في معدلات الفائدة بشكل مباشر فإنه لا يزال لها تأثير قوي عليها من خلال أهداف سياستها الاقتصادية. حيث يمكن أن تتسبب السلطات النقدية التي تتحكم في عملات العالم توى العام لمعدلات الفائدة أو خفضه و ذلك برفع معدل فائدة رئيسي قصير الأجل أو خفضه كوسيلة للتحكم في معدل التضخم و النمو الاقتصادي. على سبيل المثال، تعتبر تلك مسؤولية البنك المركزي الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة الأمريكية أو البنك المركزي الأوروبي في

67

و يمكن أن تتقلب معدلات الفائدة أيضا خلال الفترة طويلة الأجل بحجم متطلبات الإقراض الحكومية فالحصول على قروض ضخمة طويلة الأجل، سيكون من الطبيعي أن تعرض الحكومة معدلات فائدة مرتفعة لجذب المستثمرين.

67 براين كويل، الحماية من مخاطر معدلات الفائدة ، : خالد العامري، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، الجيزة، 2007، 7.

فمخاطر أسعار الفائدة هي تلك المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة معدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية⁶⁸.

المعروف أن أسعار الأوراق المالية تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية و بطريقة عكسية, فإنه ترتفع قيمة السند في السوق حينما ينخفض سعر الفائدة السوقية هو العامل المؤثر في سعر السند .

و يعتقد بعض المستثمرين أن بإمكانهم تخفيض مخاطر تقلب أسعار الفائدة بالاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل عن طريق القيام بسلسلة من عمليات إعادة الاستثمار و بمعدلات عوائد مختلفة لكن في الحقيقة, قد لا تكون دائما مرضية لذلك ليس من السهولة التخلص من مخاطر تقلب سعر ا

.69

- حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر نتيجة حدوث تغير عكسي في المعدلات.

حيث يتمثل حجم التعرض للمخاطر في قيمة الأموال المقترضة أو قيمة الأموال المقترضة أو قيمة الأموال . فعلى سبيل المثال, يكون المستثمر الذي اقترض مبلغا قيمته 100 مليون دولار معرض للمخاطر بشكل يفوق مائة مرة حجم المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مستثمر مماثل له في الحجم اقترض مبلغا قيمته 1 مليون دولار فقط.

و من ناحية أخرى يمكن أن تؤثر مدة التعرض للمخاطرة على حجم المخاطرة و ذلك لان تكلفة الفائدة أو الإيرا : مستثمر اقترض مبلغا قيمته 10 مليون دولار بمعدل فائدة متغير,

فسيكلفه ارتفاع بنسبة 1% 200.000 دولار إضافية إذا كان تاريخ استحقاق القرض بعد سنتين تاليتين⁷⁰. (1% x 10 مليون دولار x سنتين) و لكنه لن يكلفها سوى 100.000 دولار إضافية إذا كان تاريخ استحقاق القرض في غضون عام واحد فقط.

غالبا ما تجتمع عوامل تقلب معدلات الفائدة و حجم المخاطرة و مدتها معا لإحداث مخاطرة مرتبطة بمعدل

إضافة إلى معدلات الفائدة، يعتبر موضوع سعر الصرف موضوعا ذو أهمية بالغة في اقتصاد يتسم بالعولمة المالية التي تحصل الآن. و هذا ما سنراه في المطلب الثاني.

68 . فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2005 .43

69 .145

70 براين كويل، مرجع سبق ذكره، ص9.

تعتبر آلية سعر الصرف العنصر المقتصد المالية الدولية و في النظام المالي العالمي ,
عصر القطب في الفكر المالي الحديث. و لفهمه أكثر علينا أن نخرج بتعريف له.

1 تعريف سعر الصرف:

تعددت تعاريف سعر الصرف و لكن المعنى واحد.

• فمنهم من يعرف سعر الصرف على أنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية⁷¹.

• أو باختصار، هو سعر عملة ما مقومة بعملة أخرى. و لهذا السعر أهمية كبيرة نظرا لأنه يربط نظاما سعريه لدولتين مختلفتين⁷².

• أو منهم من يعرفه على أنه يمثل نسبة التبادل بين وحدة النقد الأجنبية و وحدة النقد الوطنية⁷³.

و من الجدير بالذكر، أن الطلب على النقد الأجنبي هو طلب على السلع و الخدمات الأجنبية فمثلا الطلب الجزائري على السلع الأمريكية هو طلب على الدولار الأمريكي و بنفس الوقت هو عرض للدينار الجزائري، كما أن الطلب الأوربي على السلع الجزائرية هو طلب على الدينار الجزائري و عرض لليورو الأوربي و هكذا. فكل عملية تبادل للسلع و الخدمات لا بد أن يترتب عليها تبادل لعملات الدول المصدرة

و يتحدد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة لتفاعلات قوى العرض و الطلب من العملة الوطنية و العملة الأجنبية و كان من الطبيعي أن يحفز الكشف عن الكيفية التي يتم بموجبها التحديد الفعلي . لفهم هذا العنصر تم عرض النظريات المفسرة لسعر

الصرف لكن قبل هذا، سنتطرق إلى أقسامه.

2 : يمكن تقسيم أسعار الصرف إلى نوعين وهما أسعار الصرف الحاضرة (الآتية) وأسعار الصرف المستقبلية ().

1 2 () : هو السعر المعلن الذي يتعين تطبيقه في أقرب يوم متاح عند بيع أو شراء هذه العملة مقابل العملة الأخرى. أو يعتبر مجموعة معاملات أنية تشير إلى سعر الصرف الحالي

71 موسى سعيد مطر، شقيري نوري و سى، ياسر المومني، التمويل الدولي 2008 43 .

72 توماس ماير، جيمس س، دوسينبري النقود و البنوك والاقتصاد، ترجمة: أحمد عبد الخالف، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002 . 657 .

73 محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004 .17

() إلى سعر العملة، على أن يتم تسليم العملة خلال يومين.

و تجدر الإشارة إلى أن سعر الصرف الآني يتغير باستمرار خلال اليوم تبعاً لعرض العملات و الطلب عليها. و عادة يتم التعامل بأسعار الصرف الحاضرة لعدة أسباب مثل: تمويل عمليات الاستيراد، شراء أصول أجنبية كالعقارات أو لتمويل مصاريف خاصة كإجازات أو رحلات عمل⁷⁴.

2 2 أسعار الصرف المستقبلية () : يشير إلى أسعار الصرف التي يتم الاتفاق عليها اليوم ()

أن يتم التسليم في تاريخ مستقبلي لاحق بعد 30 90 يوم. غير أن مخاطر التعامل بأسعار الصرف المستقبلية كثيرة و من ثم يتعين اتخاذ الحيطة و الحذر اتجاهها.

و تستخدم أسعار الصرف الآجلة للقيام بثلاثة أنواع رئيسية من الأنشطة وهي: التغطية Couverture

Arbitrage Spéculation.

نقصد بعمليات التغطية شراء سلع أجنبية مقومة بعملة أجنبية، و قد يتم التعرض لارتفاع في سعر الصرف للحماية من هذا النوع من مخاطر تغيير سعر الصرف، يكون ذلك عن طريق استخدام عمليات التغطية هذ .

على سبيل المثال: يستلزم مستورد بضائع اليوم على أن يقوم بالدفع بعد ثلاثين يوماً، فلتجنب مخاطر تصاحب هذه العملية، يلجأ المستورد إلى استخدام سوق الصرف الأجل لبيع العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية التي يحتاج إليها بعد ثلاثين يوماً عند سعر صرف متفق عليه الآن، و هذا الوضع يتم تصنيفه على أنه موقف مغلق أو مغطى.

كما تستخدم عمليات المراجعة على سبيل المثال، أن يقوم الشخص المراجع بعمليات بيع و شراء للعملة الأجنبية بشكل متزامن، بحيث يتم شراء العملة الأجنبية في السوق الحاضرة و بيعها في السوق الآجلة. إن الهدف من المراجعة هو تحقيق أعلى معدل عائد ممكن، بينما يقوم في نفس الوقت، بتجنب مخاطر سعر الصرف لأن أسعار الصرف تكون معلنة من طرف المتعاملين.

و تعد عمليات المضاربة هي النشاط الثالث الذي يتم في الأسواق الآجلة، و يكون الهدف من المضاربة هو تحقيق أرباح. لذلك على سبيل المثال، إذا كان المضارب يتوقع ارتفاع قيمة عملة معينة، فهو يستطيع شراء هذه العملة من السوق الحاضرة أي عند السعر الحاضر و الاحتفاظ بها، على أن يقوم بإعادة بيعها بسعر أعلى إذا حدث ارتفاع في قيمة هذه العملة و من ناحية أخرى، نجد أن هذه الطريقة تنطوي على ربط

75

74 سي بول هالوود، رونالد ماكديونالد، النقود و التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص41.

75 لمزيد من التفاصيل حول هذه العمليات أنظر المرجع السابق، ص41 42.

:

قد يتسنى للبعض، أنه يمكن أن تكون أسعار الصرف الآجلة كأسعار تنبؤية لأسعار الصرف العاجلة. و لكن هذا ليس بالصحيح كون أن أسعار الصرف الآجلة ترتبط بشكل كبير مع أسعار الفائدة، و ليس لها

76

هذا من جهة و من جهة أخرى، تعتبر خصائص القوة التنبؤية لسعر الصرف الآجل كأداة تنبؤ لسعر الصرف الحاضر في المستقبل ضعيفة. و هذا يرجع تفسيره إلى وصول معلومات جديدة في السوق تكون بطبيعتها صعب التنبؤ بها.

و غالبا ما يتم تفسير سعر الصرف الآجل على انه نوع من إجماع السوق، أو مقياس لمتوسط سعر الصرف . و مع ذلك، فقد أصبح في الوقت الراهن بالنسبة للمؤسسات و الشركات أن تقدم مقاييس

بديلة للتنبؤ مستقبلا من خلال عمليات مسح مباشر لوجهات نظر متعاملين في السوق بخصوص ما يتوقعون أن يكون عليه سعر الصرف في فترات زمنية لاحقة. (هذه البيانات المسحية تعتمد على مقاييس التعداد : الوسط الحسابي و الوسيط⁷⁷). و قد نشير في هذا الصدد، عدم أمثلية سعر

الصرف الآجل كأداة تنبؤ لسعر الصرف الحاضر الذي يسود في المستقبل يعود إلى عدم فعالية معالجة بيانات و أحيانا تتوفر المعلومات، لكن الكفاءة في معالجتها و تحليلها لا تلعب دورها جيدا. كما أنه من غير المحتمل أن تتنبأ الأسعار الآجلة على وجه الدقة بالأسعار الآنية في مختلف التواريخ بسبب الاضطرابات و الصدمات و تجدر الإشارة هنا، أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر في التوقعات حول قيمة سعر الصرف الآني في المستقبل و تشمل مثلا:

3 النظريات المفسرة لسعر الصرف:

تحاول كثير من النظريات الاقتصادية تفسير اختلاف أسعار الصرف بين الدول و أهم هذه النظريات:

3 1 نظرية تعادل القدرة الشرائية: PPA

تنسب نظرية تعادل القدرة الشرائية إلى الاقتصادي السويدي جوستاف كاسل G.Cassel الذي قدمها في عشرينيات القرن الماضي. تعتبر نظرية كاسل توليفية أو مزيج من أعمال اقتصاديي

: ريكاردو Ricardo و ويتلي Wheatly و Thorneton . و طبقا للصيغة

العامية لمبدأ تعادل القوة الشرائية يجب أن نكون قادرين على شراء نفس

الناس يقدرون العملة بمقدار ما يستطيعون شرائه بها. إن المفهوم الأساسي لتعادل القوة الشرائية يتمثل

76 سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، النقود و التمويل الدولي، مرجع سبق ذ 383.

77 لمزيد من التفاصيل حول هذا الموضوع أنظر المرجع السابق، ص388.

في القول بأن سعر الصرف يعتمد على مستويات الأسعار و ليس العكس). 10 يمثل قيم لتعادلات القوة الشرائية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي لبعض الدول في الفترة الزمنية (2010-2001) أي أن مبدأ تعادل القوة الشرائية يرتبط بالتفسير النقدي لسعر الصرف⁷⁶، و منه فإن هذه النظرية تربط بين الأسعار المحلية السائدة في دولتين و بين مستوى أسعار صرف كل منهما.

تعادلات القوة الشرائية للنتائج المحلي الإجمالي في الجدول أسفله تمثل نسبة معامل تحويل تعادل القوة الشرائية إلى سعر الصرف السوقي، أي عامل تحويل تعادل القوة الشرائية هو عدد وحدات عملة البلد المطلوبة لشراء نفس الكميات من السلع والخدمات في السوق المحلية كما يشتريها الدولار الأمريكي في الولايات المتحدة.

جدول رقم 09: يمثل تعادلات القوة الشرائية للنتائج المحلي الإجمالي لبعض الدول في الفترة الزمنية (2010 2001)

الدول	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
أستراليا	1.33	1.34	1.35	1.36	1.38	1.41	1.43	1.48	1.45	1.52
النمسا	0.92	0.90	0.89	0.87	0.88	0.85	0.86	0.85	0.84	0.85
	0.88	0.86	0.88	0.90	0.90	0.88	0.88	0.87	0.86	0.87
كندا	1.21	1.23	1.22	1.23	1.21	1.21	1.21	1.23	1.20	1.22
الدانمارك	8.47	8.30	8.54	8.40	8.60	8.33	8.23	8.03	7.96	8.1
فرنسا	0.92	0.96	0.94	0.94	0.92	0.90	0.89	0.88	0.87	0.87
ألمانيا	0.95	0.94	0.92	0.90	0.86	0.83	0.83	0.81	0.80	0.80
اليونان	0.67	0.66	0.69	0.69	0.71	0.70	0.71	0.70	0.71	0.72
هنغاريا	110.67	114.88	120.6	126.3	128.6	129	131	129	128	129
اليابان	149.5	143.8	139.7	134.4	199.6	125	120	117	115	111
كوريا	757.8	769.8	794.2	795.8	788.9	755	768	786	805	822
لوكسمبورغ	0.95	0.93	0.94	0.92	0.95	0.91	0.92	0.90	0.90	0.90
المكسيك	6.31	6.55	6.81	7.21	7.13	7.22	7.33	7.97	7.72	7.95
نيوزيلاند	1.47	1.47	1.5	1.51	1.53	1.49	1.50	1.49	1.50	1.53
النرويج	9.18	9.11	9.11	8.98	8.90	8.69	8.77	8.71	8.85	9.13
البرتغال	0.70	0.70	0.7	0.71	0.68	0.66	0.65	0.64	0.63	0.63
سلوفينيا	0.57	0.59	0.61	0.61	0.60	0.60	0.62	0.63	0.62	0.62
السويد	9.35	9.35	9.34	9.10	9.37	9.09	8.88	8.80	8.94	8.95
سويسرا	1.84	1.77	1.78	1.75	1.74	1.66	1.60	1.55	1.53	1.52
تركيا	0.43	0.61	0.77	0.81	0.83	0.84	0.86	0.89	0.93	0.98
المملكة الم	0.63	0.63	0.64	0.63	0.64	0.62	0.64	0.63	0.64	0.65
م اليورو	0.86	0.85	0.85	0.84	0.84	0.83	0.82	0.81	0.70	79
الو المتحدة	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1

فسعر الصرف يتحدد بمقدار التناسب بين الأسعار الداخلية و الأسعار الخارجية لسلمة أو خدمة. العديد من الدراسات نجاح نظرية تعادل القدرة الشرائية في الأجل المتوسط و الذي يعني بفترة تمتد إلى سنتين لأن فترة الأجل هذه قد تستطيع دولة ما مقاومة الضغوط عليها لتغيير سعر صرف عملتها نحو المستوى الحقيقي لها. في حين أنه كلما زادت السنوات زادت الضغوط معها و تراكمت إلى أن تضطر إلى الاستجابة لهذه الضغوط فتقبل بتغيير سعر صرف عملتها. و من ناحية فان بعض أنصار هذه النظرية يقرون بأنه تحقق تعادل القوة الشرائية يمكن حدوثه في المدى الطويل.

تأثيراً على العلاقة التحويلية بين العملتين فعلى سبيل المثال، لو ولايات المتحدة فإن ارتفاع الأسعار داخل المملكة المتحدة سوف يؤثر على العلاقة التحويلية بين العملة الأمريكية و العملات . خصوصاً إذا كانت مرونة الطلب العالمي على الصادرات الأمريكية مرتفعة فتولد انخفاض طلب بقية دول العالم على مبادلة عملاتها بالدولار فتتخفف قيمة العملة الأمريكية و تحتل العلاقة بين العملة الأمريكية و العملات الأخرى.

لكن لو أردنا تشخيص نظرية تعادل القوة الشرائية لوجدنا بعض المأخذ لطريقة تحديد سعر الصرف وهي كما يلي:

- أن كاستل ركز على مرونة الطلب المتأتمية من التغييرات في الأسعار المحلية في حين يمكن أن تتغير الصادرات بسبب ارتفاع و انخفاض من سعر صرف العملة في أسواق الصرف العالمية بدلا من التغييرات في الأسعار المحلية. في حين يمكن أن تتغير الصادرات بسبب ارتفاع أو انخفاض سعر صرف العملة في أسواق الصرف العالمية بدلا من التغييرات في الأسعار المحلية.

- أهملت نظرية كاستل حركة رأس المال النقدي بالرغم من أهميته سواء كان قصير أو طويل الأجل في التأثير على تغييرات سعر الصرف. فنظريته لا تتعلق إلا بميزان العمليات الجارية و ليس بكامل ميزان

- أيضا هذه النظرية ليس بمقدورها تفسير تقلبات أسعار الصرف⁷⁸.

و في الأخير يمكن القول أن نجاح نظرية تعادل القوة الشرائية يتوقف على:

- * سيادة حرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى و عدم إخضاع ذلك لنظم المراقبة.
- * سيادة حرية التجارة الدولية ذلك أن وجود القيود من شأنه أن يؤثر على الأسعار.

3 2 نظرية تعادل معدلات الفائدة PPT :

منذ فترة استخدام مقياس الذهب، اكتشف صانعو السياسة المالية أن أسعار الصرف قد تتأثر بتغييرات السياسة المالية فزيادة إحدى الدول لأسعار الفائدة يتبعه عادة ارتفاع سعر عملة تلك الدولة و الع صحيح. و قد اقترحها جورج لوتر J.Lonez في نهاية القرن 19 و طورت من طرف كينز في 1923

حالة تعادل سعر الفائدة لتصبح ما يعرف بـ "نظرية تعادل سعر الفائدة" ليربط بين سعر الصرف و سعر

79

تتلخص هذه النظرية في أن أسعار العملات تحاول أن تتعادل من خلال معدلات الفائدة.

اع أو انخفاض في قيمة العملة في مواجهة عملة أخرى يجب أن يماثله تغير في تفاوت سعر الفائدة⁸⁰. فعلى سبيل المثال، إذا فاقت معدلات الفائدة الأمريكية معدلات الفائدة اليابانية، فسوف تنخفض قيمة الدولار الأمريكي أمام الين الياباني. د مسبقا اليوم ينعكس على سعر ، فمثلا، في المثال السابق سعر صرف الدولار المحدد مسبقا قابل للخصم لأنه يشتري كميات من الين الياباني بالسعر المحدد مسبقا أقل من التي يشتريها بالسعر الحالي، و في هذه الحالة يعد الين الياباني رائجا.

و تنطلق فكرة نظرية تعادل معدلات الفائدة من فرضيات، أهمها:

وجود أسواق مالية مترابطة ببعضها البعض و هذا الارتباط ناجم عن عدم وجود مراقبة و قيود على حركة ، كذلك وجود تنافسية عالية بين هذه الأسواق. و الوضع في هذه الأسواق النابع من سرعة

حركة رؤوس الأموال يؤدي إلى تعادل معدلات الفائدة بينها⁸¹. و قد اقترح مونتيل Montiel 1994 التقارب بين أسعار الفائدة عامل يوظف لتحديد درجة التكامل المالي بين الأسواق المختلفة فيصف تعادلها بوجود تكامل عالمي بين أسواق المال.

أما عن كيفية حدوث تعادل معدلات الفائدة فإنه يحدث انتقال للأموال من الأسواق ذات العائد المنخفض إلى الأسواق ذات العائد المرتفع، ومع تزايد تدفق رؤوس الأموال و معرفة المتعاملين في تلك الأسواق أن سعر العائد على موجوداتهم أعلى من الأسواق الأخرى ستدفع السوق سعر الفائدة للأسفل. و بذلك تخفيض العائد على تلك الموجودات. و مع استمرار الفارق بين الموجودات ستستمر عملية تدفق الأموال للأسواق التي ترتفع فيها العوائد على الاستثمارات و الضغط للأسفل على العائد على تلك الاستثمارات. في حين ستشعر الأسواق التي تنقل منها الأموال بضرورة رفع سعر الفائدة لزيادة العائد عليها للحد من انتقال رؤوس الأموال للخارج. و سوف تستمر السلطات النقدية في كلا السوقين بتبني سياسات أسعار فائدة متعاكسة حيث سنتبنى واحدة منهما سياسة تدفع أسعار الفائدة للأعلى و أخرى سياسة تدفع سعر الفائدة . و تقترح النظرية الاقتصادية أن عملية تعديل أسعار الفائدة سوف تتوقف فقط عندما تتوقف الضغوطات على أسعار الفائدة الناجمة عن تدفق رؤوس الأموال و لن يتم ذلك عندما تتعادل أسعار الفائدة

79- Dominique Biederman ; comportement des taux d'intérêts réels ; librairie DROZ, Genève, Janvier 1990 ; P87.

80 -Albert Ondo Ossa ; Economie monétaire internationale ; Ed ESTEM,France, 1999 ; p153.

81 -OP.CIT ,p157-158.

بين السوقين. و هناك دراسة قام بها كل من تايلور Taylor و Obstfeld 1997 تاريخ حركة رؤوس الأموال خلال القرنين التاسع عشر و العشرين تقول بأن خلال مراحل إزالة القيود عن حركة رؤوس الأموال يزيد تدفقها و بالتالي تتراجع أسعار⁸².

و من المقارنة بين النظريتين السابقتين: نظرية تعادل القوة الشرائية، و نظرية تعادل أسعار الفائدة نلاحظ تشابه بينهما. إلا أن حركة السلع و الخدمات فهي تتعلق بنظرية PPA بنظرية PPT. أي بمعنى آخر نظرية PPA تتعلق بالحساب الجاري و نظرية PPT

3 3 نظرية ميزان المدفوعات:

ينسب الفضل الأول في وضع أسس هذه النظرية إلى الاقتصادي "جون مينارد كينز" و تنطلق نظرية ميزان المدفوعات من أن سعر صرف العملة يتحدد عند المستوى الذي تتعادل فيه الكميات المطلوبة من العملات الأجنبية مع الكميات المعروضة منها. و تبرز الطلبات و العروض للعملة الأجنبية من الفقرات الدائنة و الفقرات المدينة المبينة في الكشف الحسابي لميزان المدفوعات،

المدين أكثر من فقرات الطرف الدائن فإن هذا يعني عجزا في ميزان المدفوعات. و بالتالي زيادة الكميات ملة المحلية في أسواق الصرف الأجنبي بشكل يفوق الطلب عليها سيؤدي هذا إلى انخفاض سعر صرف العملة لأن عروض و طلبات العملة المحلية هي وجه آخر لطلبات و عروض السلع

و عليه يكون مصدر عرض العملات الأجنبية متأثيا من فقرات الصادرات السلعية و الخدمات المقدمة إلى الأجانب و مصروفات الأجانب على السفر و السياحة و استيراد رأس المال النقدي . في حين تتمثل مصادر الطلب على العملات الأجنبية من فقرات الاستيرادات السلعية و مصروفات المواطنين على السفر و السياحة في الخارج.

ففي ظل ترتيبات نقدية دولية غير مستندة إلى الذهب و التي تعتبر منطلق هام لهذه النظرية ، عجوزات و فوائض ميزان المدفوعات المعيار الأساس لتقييم العملات المختلفة. فحالة العجز في ميزان المدفوعات لدولة ما يحدو وضعاً لتقييم مرتفع لعملة ما عن سعر الصرف الرسمي في حين تؤدي حالة الفائض إلى تقييم دون المستوى الرسمي لعملة ما ، و هذا ما يظهره حاليا واقع ترتيبات نظم الصرف الراهنة للعملات الدولية. التي عانت منها البلدان النامية أكثر من غيرها من هذه الظاهرة خصوصا بعد ما عانى أغلبها من مشاكل المديونية و العجوزات المستمرة في موازين المدفوعات

82 أحمد هاشم اليوشع، عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة التجربة البحرينية، المؤسسة العربية

فأصبحت نسب التبادل الرسمية بين العملات غير واقعية و بالتحديد مقيمة بأكثر من قيمتها الفعلية⁸³.

4 : لقد عرف نظام الصرف عدة محطات متطورة انطلاقاً بقاعدة الذهب،

بمؤتمر بريتون وودز، وصولاً إلى مؤتمر جمايكا. فبدأت بنظام التثبيت و انتهت اليوم إلى النظام العام.

1 4 :

يعود نظام أسعار الصرف الثابتة بأصوله إلى قاعدة الذهب حيث كان سعر التثبيت يحدد بمقدار من الذهب، ثم ارتبط هذا النظام بعضوية البلد في منطقة ما مع عملة نقدية معينة كالجنيه الإسترليني أو الفرنك . و عندما عقدت اتفاقية بريتون وودز و استمرت أكثر من ربع قرن ارتبطت أسعار صرف عملات البلدان المشاركة في هذه الاتفاقية بالدولار الأمريكي. و في أيامنا هذه، نذ بداية السبعينات أي بعد انهيار بريتون وودز اعتمدت دول عديدة و في فترات متباينة نظام أسعار الصرف الثابتة و ربط عملاتها بالدولار الأمريكي كونه المركز أو الأساس الذي يتم بموجبه هذا الربط. و هنا لتثبيت أسعار الصرف يقوم البنك المركزي في الدول المعنية غالباً بالاحتفاظ باحتياطيات نقدية كافية من العملة الوطنية و العملات الأجنبية فيما يعرف بأرصدة الاستقرار الرسمية و لكن لأمر طارئ و غير متوقع يستنزف جزء قليل من موارد الدولة بالعملات الأجنبية.

(1994 1989)

المكسيكية بتثبيت سعر صرف العملة الوطنية (البيزو) مقابل الدولار الأمريكي. و هنا عندما اتسع العرض النقدي المحلي بسرعة أكبر في المكسيك عنه في الولايات المتحدة الأمريكية، ازداد التفاوت في الأسعار بين البلدين و مع اتساع الفجوة في مستويات الأسعار بينهما ، ر فأكثر من البيزو إلى الدولار. بالتالي نفذت احتياطيات المكسيك من الدولار الأمريكي، مما أدى إلى خروج هذا البلد النامي نظام أسعار . و هذا ما يمثل الجانب السلبي في نظام أسعار الصرف الثابتة⁸⁴.

أما من ناحية تحديد سعر الصرف الثابت فوفقاً لهذا النظام، تقوم السلطات النقدية و الحكومة بالتدخل في سوق الصرف حفاظاً على الاستقرار النسبي لقيمة عملتها من خلال ما يسمى بتحديد سعر الصرف الرسمي و يتم هذا على أساس الظروف الاقتصادية للقطاع الخارجي و حجم احتياطيات الدولة من العملات الأجنبية⁸⁵. و في نطاق هذا النظام تختار كل دولة قيمة اسمية لعملتها مقومة بالدولار الأمريكي كونه يتم بموجبه ربط جميع العملات الأخرى، أو بسلة من العملات الأجنبية المتعامل معها بكثرة.

و بموجب قواعد صندوق النقد الدولي فإن الدول لا تتعهد فقط بالالتزام بسعر صرف لعملاتها، ولكنها

83 نوزاد عبد الرحمان الهيتي . منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007 .125

84 . هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار جرير للنشر و التوزيع، عمان، الأردن 2005 .288

85 موسى سعيد مطر ، شقيري نوري و سى، ياسر المومني، .46

تتعهد أيضا بالمحافظة على سعر الصرف الفعلي لها في السوق في هامش محدد تتحرك فيه إلى أقل من السعر الرسمي لها. و على ذلك فإن أسعار الصرف الثابتة تقع داخل هذا النطاق الضيق المحيط ، و لذلك فبالإمكان إحداث تعديلات في سعر الصرف بما يبقيه في هذا النطاق⁸⁶.

و قد تقوم السلطات النقدية و كنتيجة لفائض الطلب على العملة الأجنبية بالسماح لسعر الصرف بالزيادة عن السعر الرسمي المحدد و هذه الحالة تعتبر تخفيض لسعر صرف العملة المحلية، في حين أنها إذا كانت تريد تقليل الطلب على العملة فعليها بالقيام بإجراءات رقابية لذلك، مث : منع استيراد بعض السلع التي يوجد لها بديل وطني .

و يرى أنصار هذا الأسلوب أنه يضمن عدم تقلب أسعار الصرف كونه ثابت نظرا لتحرك أسعار الصرف في هامش ضيق سو $1+ - 1\%$

87

و من المهم على الدول المتبعة لهذا النظام أن تحتفظ بكميات كبيرة من العملة الأجنبية و ذلك للدخول كبائعة للعملة الأجنبية عند وجود فائض طلب عليها و كمشتريه للعملة الأجنبية

88

فهو بذلك يسهم في تجنب التأثيرات السلبية المتأنية من تقلبات أسعار الصرف الأجنبي على قيم الاستثمار و . حيث يكون لهذه التقلبات في الغالب دور محبط في حركات رؤوس الأموال و الموارد البشرية و السلع و الخدمات. فمثلا عند حدوث التقلبات المذكورة تتغير قيم الاستيرادات بمعدلات عالية أحيانا ، هذا ما ينعكس على الصفقات التجارية المعقودة في أوقات مختلفة بتفاوت أكبر بين الربح

89

2 4 :

ظهر نظام تعويم أسعار الصرف منذ بداية سبعينات القرن الماضي، أسعار الصرف الثابتة قاعدته التشريعية عند توقف الولايات المتحدة رسميا عن تحويل الدولار إلى ذهب .1971

لقد حدث هذا التحويل في نظام سعر الصرف الأجنبي نتيجة لتراكم الضغوط على الاقتصاد العالمي و قد تجسدت هذه الضغوط في تكريس العجز المتراكم في موازين مدفوعات الدول المختلفة و تقييم العملة الأمريكية بأثر من قيمتها الحقيقية، و أيضا تزايد النفقات العامة بسبب الحرب الباردة بين

86 جيمس سي انجرام، المشكلات الاقتصادية الدولية، ترجمة إسماعيل مصطفى شذى، دار المعرفة، القاهرة، 200، 63.

87 . محمد كمال خليل الحمزاوي، السوق الأجنبي، ماهيته، مدركاته الأساسية، تطوره، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004 68.

88 سعيد مطر ، و آخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص46.

89 . هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ، ص287.

الكتلتين و الحرب الكورية في بداية الخمسينات و الحرب الفيتنامية في الستينات بالإضافة إلى ارتفاع النفقات الاستثمارية المتنامية للشركات الأمريكية في الخارج و تعاظم الأرصدة المصرفية للدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية و التي تراكمت مخزوناتا بكميات بدت تصعب السيطرة على تحويلاتها عبر هذا فضلا عن استمرار اتجاهات التضخم، و إلى جانب كل ذلك تم تحجيم أسعار الفائدة عند 5%⁹⁰.

و فيما يخص البلدان النامية فإن قلة الاحتياطات النقدية الأجنبية بسبب تدهور صادراتها و انخفاض مدخراتها الوطنية قد زادت من تكاليف احتفاظها بثبات أسعار صرف عملاتها و خاصة مع التسرب المتزايد لهذه الاحتياطات. و هكذا و أمام كل هذا، انهارت في بداية السبعينات اتفاقية Bretton woods.

، العمل بقاعدة الذهب و المراقبة المباشرة على عمليات

الصرف من قبل السلطات النقدية بدأ سعر الصرف في الاستمتاع بحرية الحركة.

ففي النظام العائم أي الحر يتحدد سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية نتيجة لتفاعلات قوى العرض و الطلب من العملة الوطنية و العملة الأجنبية في السوق، و تتوقف مدى تقلبات سعر الصرف على هذه الكميات المعروضة و المطلوبة من الصرف الأجنبي⁹¹. و يكون حجم الطلب على العملة في علاقة عكسية مع السعر، ينخفض الطلب على العملة إذا ما ارتفع سعرها، و على العكس من ذلك يزداد الطلب على العملة إذا ما اتجه السعر إلى الانخفاض، في الوقت الذي يتغير فيه العرض في اتجاه طردي مع

و حين العمل بنظام أسعار الصرف العائمة لا بد من تدخل السلطات في السوق للحد من التقلبات المفاجئية و الحادة في سعر الصرف، و ينتج عن هذا التدخل زيادة في عرض العملة الوطنية إذا ما اتجه السعر إلى الانخفاض و زيادة عرض العملة الأجنبية إذا ما اتجه السعر إلى الارتفاع، : عند ارتفاع سعر الصرف الأجنبي تزداد الصادرات و يزداد عرض العملة الأجنبية تبعاً لذلك في السوق، وعلى العكس من ذلك يؤدي انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية إلى انخفاض الصادرات و بالتالي ينخفض عرض العملة الأجنبية⁹².

من الجدير بالذكر أن من مزايا سعر الصرف الحر التكيف التلقائي نحو الاختلالات في ميزان

و تعويم سعر الصرف يؤدي إلى التخفيض عن كاهل البنك المركزي للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، حيث يؤدي هذا النظام إلى تمكين الدولة من تطبيق سياسة نقدية م

و كان هناك اعتقاد بأنه خلال الفترة التي سبقت السماح بتعويم أسعار الصرف, أنه يمكن الاستغناء عن الاحتفاظ باحتياطات الصرف الأجنبي عند إتباع نظام التعويم, لتالي يمكن تحقيق قدر كبير من الادخار. إلا أن مثل هذه التوقعات لم تتحقق على النحو المأمول, فقد اتجهت احتياطات الصرف الأجنبي إلى الزيادة إلى مستويات أكبر مما كانت عليه خلال فترة أسعار الصرف الثابتة. و هذا يرجع إلى التخوف من التقلبات يمكن أن تحدث بين الحين و الآخر⁹³.

كما و أن مشكلة أخرى قد تواجه تطبيق نظام الأسعار المعمومة و التي تتعلق بعدم توافق سياسات حكومات البلدان المشاركة في التعاملات الاقتصادية الدولية بشأن أسعار الصرف حيث يمكن التدخل من خلال تعريفات الرقابة و المساعدات و لكن و على أية حال, استمر نظام التعويم حتى الوقت الحاضر أي لأكثر من ثلاثة عقود, و قد تقلبت خلال هذه الفترة أسعار الصرف الثنائية بشكل كبير, فمثلا إن سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني قد هبط ذات مرة بحوالي 50 % اعتيادي 10% في يوم واحد. و هذا ما ساد بشكل ملموس

و متكرر خلال الأزمة الآسيوية عام1997.

, فإن تحول البلدان المختلفة نحو تعويم أسعار صرف عملاتها لا يعفي هذه البلدان من مشكلات أسواق الصرف و تقلباتها. لأن التعويم الحر قد يعمق من اختلال أسواق الصرف الأجنبي و يزيد من المضاربة فيها و هذا ما قد ينعكس بتقلبات شديدة على التكاليف فتزداد مخاطر النشاط الاستثماري مع

أسواق الصرف و تقلباتها. فإنه يجري التمييز عادة بين حالات ثلاث لتقلبات أسعار

الصرف و هي تتمثل في:

أ - تقلبات غير منتظمة ترتبط بالتعويم الحر لأسعار الصرف و هي تأتي استجابة للتغيرات التي تحدث في الطلب و العرض السائدين. فمثلا الدولار خلال الفترة (1985 1988) انخفضت قيمته أمام الين بأكثر من 50 %, و خلال العامين 2004 و 2005 و لأقل من اثني عشر شهرا خسر حوالي ثمن قيمته أمام اليورو.

- تقلبات دورية شبه منتظمة أحيانا تتبع حالات الكساد و الرخاء التي تتوالى الاقتصادية السوقية الرأسمالية و تشمل مؤشرات الاقتصاد الكلي و في مقدمتها الناتج الحقيقي, مستويات أسعار السلع .وهي تختلف غالبا من حيث شدة تأثيراتها و فترات استمرارها

ت انعكاساتها المكانية و القطاعية و المؤسسية.

- تغييرات هادفة أو مخططة ضمن أطر السياسات التجارية و المالية و النقدية للدولة, و ذلك بهدف

93 هالوود, رونالد مكدونالد, النقود و التمويل الدولي, مرجع سبق ذكره, ص59.

التأثير في حركات التبادلات الدولية للسلع و الخدمات و الأصول للبلد مع البلدان الأخرى من خلال رفع سعر صرف العملة الوطنية (Appreciation) أو تخفيض هذا السعر (Depreciation) و هنا يكون محور الاهتمام تثبيط أو تحفيز الحركات المذكورة.

و يبدو من دراسة و متابعة تقلبات أسعار الصرف, أن عوامل عديدة تسهم في حدوثها أو تكرسها و نشرها سواء كان ذلك بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة , من هذه العوامل ⁹⁴:

5 :

5 1 التحول في أذواق و تفضيلات المستهلكين:

إن أذواق المستهلكين و تفضيلاتهم في بلد ما لا تتسمان بالاستقرار تجاه منتجات أي بلد حتى النهاية, آخر و هذا ما ينعكس على أسعار الصرف الأجنبي لعملة البلد الذي يقل منه الاستيراد. و هنا إذا كان التحول في الأذواق و التفضيلات يأتي بشكل مؤقت فإن آلية السوق قد تكون كفيلة . لأن عند صادرات أقل من الولايات المتحدة إلى المملكة المتحدة فإن طلب المقيمين البريطانيين يقل على الدولار الأمريكي و هذا ما يؤدي إلى هبوط قيمته و قد يستتبع ذلك تزايد عرض الجنيه الإسترليني مقابل الدولار و هذا بدوره يسهم في ارتفاع قيمة الدولار مما يعيده إلى قيمته السابقة. غير أن تحول الأذواق و التفضيلات في الأمد البعيد قد يحمل تأثيرات تراكمية تزيد من ظاهرة اختلال سعر الصرف و تبعده أكثر عن نقطة التوازن الأولية.

5 2 تغيير الدخل النسبي:

يقصد بتغيير الدخل النسبي، التفاوت في معدل أو اتجاه تغيير متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي بين هذا المتوسط في الولايات المتحدة . أو انخفاض في المملكة المتحدة فإن المقيمين في الولايات المتحدة يشترون كميات أكبر من منتجات مستوردة . هذا ما يسهم في تحول منحى عرض الدولارات إلى اليمين فينخفض سعر صرفها . هذا ما يعني أن توسع الدخل الأمريكي نسبياً يزيد من وارداته و بالتالي يستتبع ذلك انخفاض قيمة

5 3 تباين تغييرات مستويات الأسعار النسبية:

يقصد بهذا التباين، اختلاف مستويات أسعار السلع و الخدمات المحلية فيما بين البلدان المشاركة في التعاملات الاقتصادية الدولية و هو ما ينعكس على أسعار الصرف لعملات هذه البلدان فيما بينها. فمثلاً عند حدوث تصاعد نسبي في مستويات الأسعار العامة في أسواق السلع و الخدمات في كندا مقابل

انخفاض أو ثبات هذه المستويات في فرنسا, تصبح الأسعار النسبية في الأسواق الكندية أعلى مما هي في , أي تكون المنتجات الفرنسية في نظر المقيمين في كندا و فرنسا أرخص من المنتجات الكندية. و هذا ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب في كندا على المنتجات الفرنسية و إلى ان الكندية. و بالنتيجة يزداد عرض الدولار الكندي مقابل اليورو الأوروبي فتتخض قيمة الدولار الكندي مقابل اليورو الأوروبي.

وهنا يمكن لهبوط سعر صرف الدولار الكندي أن يعوض ارتفاع معدل التضخم في كندا. لأن تعديلات سعر الصرف تسمح للدول التي تعاني من معدلات عالية من التضخم أن تدخل في التجارة مع دول أخرى تسودها , فانخفاض سعر صرف العملة الوطنية يعني ارتفاع سعر صرف الـ الأجنبية بنفس المعدل و بالتالي تتخض أسعار السلع و الخدمات السائدة في بلد التضخم و التي هي مقاسة بعملة أجنبية مستقرة لبلد آخر بالنسبة للمستهلك في ذلك البلد.

ومن ناحية أخرى يفترض أن نميز بين السلع المختلفة عند دراسة التأثيرات المتولدة عن تغييرات الأسعار النسبية لهذه السلع على أسعار الصرف الدولية و ذلك لاختلاف مرونة الطلب السعرية فيما بين السلع المختلفة فمثلا بالنسبة لأسعار المواد الأولية (و التي منها البترول الخام) و المنتجات الغذائية فإنها تنقلب أشد و خاصة في الاتجاهات الهابطة بسبب انخفاض مرونة الطلب السعرية لها.)

القصيرة إن انخفاضا قليلا في عرض البترول الخام يدفع بمستويات الأسعار إلى الأعلى و بالتالي ترتفع أسعار منتجات تصفية النفط و البتروكيماويات, كما و ترتفع أسعار المنتجات السلعية و الخدمية المعتمدة . و هنا قد يظهر اتجاهان متعاكسان في أسعار الصرف الأجنبي, فمن ناحية

كلما ارتفعت أسعار البترول الخام انخفضت أسعار صرف الدولار الأمريكي و ذلك حيث تجري غالبية حسابات أسواق هذه المادة بالدولار, و من ناحية أخرى تؤثر أسعا مؤشرات الأسواق المالية و التي تخلق المناخ الذي من خلاله تعد التوقعات المستقبلية, فتتأثر بها أسعار الصرف الأجنبي في تقلباتها و التي قد ترتفع مع ارتفاع أسعار البترول الخام.

4 5 اختلاف التغييرات في أسعار الفائدة الحقيقية:

إن ارتفاع درجة حساسية الاستثمارات المالية تجاه تغييرات أسعار الفائدة الحقيقية تؤدي إلى انعكاس التغييرات في أسعار الفائدة فيما بين البلدان المشاركة في العلاقات الاقتصادية الدولية على الاستثمارات حيث يتغير الطلب و العرض في أسواق رؤوس الأموال في كل من هذه البلدان هذا ما نلاحظه توجه عرض رؤوس الأموال نحو البلدان التي من المتوقع أن ترتفع فيها أسعار الفائدة و هذا ما يزيد الطلب على عملات هذه البلدان فترتفع أسعار صرفها.

إن تدفق رؤوس الأموال إلى داخل البلد يزيد الطلب على العملة الوطنية و تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج يزيد الطلب على العملة الأجنبية، وهنا فإن اشتداد التدفقات هذه يخلق اضطرابات في أسواق ، مما ينعكس على قيمة العملة الوطنية تجاه العملات الأجنبية.

6 5 تميز المناخ الاستثماري:

إن توافر الظروف الملائمة الكفيلة في بلد ما بجذب الاستثمارات طويلة المدى، يسهم بشكل مباشر و لفترات غير قصيرة أحيانا في رفع سعر صرف العملة المعنية فمثلا في ثمانينات القرن الماضي ازداد الاستثمار الأجنبي المباشر في الولايات المتحدة لوجود عوامل تحفيزية عديدة، أهمها كانت: التفضيلية و المعدلات الحقيقية المتوقعة العالية لعوائد الاستثمار و أسعار الفائدة الاسمية المرتفعة نسبيا على القروض طويلة المدى مع وجود عملة قوية و الشعور بالأمان و الاستقرار السياسي كل ذلك قد أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق و المؤسسات و المشروعات الاستثمارية الأمريكية، على الدولار و بالنتيجة ارتفع سعر صرف هذه العملة تجاه العملات الأخرى.

7 5 التحول من نظام التثبيت إلى نظام التعويم لأسعار الصرف:

إن التحول في الترتيبات النقدية الدولية منذ بداية السبعينات قد أسهم في تحرير حركات الأسعار من قيدها الأساسي الذي ساد سابقا في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة في إطار اتفاقية "بريتون وودز" النقدي آنذاك كان يؤدي إلى عجز في ميزان المدفوعات و استنزاف الاحتياطات النقدية الحكومية و قد كان ذلك كافيا للحذر و الالتزام بعدم إجراء أي توسع نقدي يفضي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية و ، غير أن في ظل نظام التعويم شعرت السلطات النقدية في الدول المختلفة بحرية أكبر في التوسع النقدي.

و فضلا عما سبق، عملية التحول من نظام أسعار الصرف الثابتة إلى نظام أسعار الصرف المعمومة يرافقها ، مما قد يؤدي إلى تقلبات عنيفة في أسعار هذه العملات.

حدث بعد انهيار اتفاقية "بريتون وودز" حيث لم يتأقلم التجار و المستثمرون مع النظام الجديد للأسعار غير الثابتة للصرف فأفلست عدة بنوك دولية صغيرة و تكبدت غيرها خسائر.

و كذلك عند سقوط أنظمة التخطيط المركزي الاشتراكية في الاتحاد السوفيتي السابق و أوروبا الشرقية تخلت الدول الجديدة عن الأسعار الحكومية الثابتة للصرف الأجنبي فانهارت قيم عملاتها في النصف الأول من التسعينات ليتضاعف سعر صرف الدولار أمام هذه العملات بشدة عما كانت عليه سابقا.

و يعتقد البعض⁹⁵ بأن التعويم في هذا المجال أفضل من التثبيت،

95 جاء هذا نقلا عن: هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، مرجع سبق ذكره، ص 314 320.

من الاحتياطات الدولية يمكن الاعتماد على آلية السوق ليتحقق استقرار اكبر مقارنة بنظام أسعار الصرف الثابتة و ذلك لان في ظل ثبات سعر الصرف يؤدي التوسع النقدي المفرط إلى تخفيض سعر الصرف الأجنبي للعملة الوطنية، فترتفع تكاليف معيشة المقيمين بسبب ارتفاع المستوى العام لأسعار السلع و الخدمات المحلية و الأجنبية هذا ما يدفع إلى رفع معدلات الأجور و بالتالي إلى زيادة الضغوط الاجتماعية بغرض تقليص السياسات النقدية والمالية التوسعية، فتظهر دورة معاكسة لصالح سعر الصرف للعملة الوطنية.

:

تأثير العولمة المالية في المديين القريب و البعيد

مقدمة الفصل الثالث

كما عرفنا سابقاً، أن العولمة المالية نتجت أساساً من عمليات التحرير المالي، والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي. وهذا ما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال، فأخذت تتدفق عبر الحدود لتصب في أسواق المال الأكثر ارتباطاً وتكاملاً.

فلتدفقات رؤوس الأموال الدولية هذه، تطورات عديدة في أشكالها في ظل ما يعرف بالعولمة المالية التي أصبحت عالماً يحكمه المتغير والثابت وذلك في إطار العلاقات الاقتصادية الدولية بعدما كانت محدودة الانفتاح. ومن خلال تطورات التيار الجارف للعولمة المالية بكل ما تحمله هذه الظاهرة من تداعيات. كان من البديهي على الدول خاصة النامية ومنها الجزائر أن تعي هذه المعطيات الجديدة وأن تستغل كل الفرص التي يمكن أن تتاح لها لاستقطاب أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال وتعمل قدر الإمكان على تجنب المخاطر. وما دام الأداة الرئيسية لانتقال رؤوس الأموال هذه عبر العالم، والتي تشكل أحد أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال التي شهدت تطوراً كبيراً خلال السنوات القليلة الماضية تمثل الاستثمار الأجنبي، أصبح للعولمة المالية التي لطالما عززت تدويل رؤوس الأموال تأثيراً بالغ الأهمية فيه (عبر الشركات متعددة الجنسيات والتي يمكن اعتبارها المتحكم الفعلي في حركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى عبر الأسواق المالية التي يمكن اعتبارها هي الأخرى المتحكم الفعلي في حركة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة) بسبب زيادة انتشاره كماً وكيفاً وفي مدة زمنية قصيرة بين الدول المختلفة.

لكن انتقال رؤوس الأموال السريع هذا وفتح الباب أمامه على مصراعيه من طرف الدول قد يكون له عواقب غير محمودة خاصة على المدى البعيد بسبب تخلي الدول عن القيام بدورها في الرقابة على حركة رؤوس الأموال الذي قد يؤدي إلى فشلها في التحكم في أنظمتها المالية والاقتصادية. ونظراً لارتباط اقتصاديات العالم عبر الحدود وتداخلها في ظل العولمة المالية كان نتيجة ذلك تداعيات تلك العواقب، فتحوّلت أسواق رؤوس الأموال إلى أسواق مضاربات وأزمات مصرفية ومالية يسودها الخوف والفرع التي كان وراءها تغيرات محلية وعالمية، وإن تشابهت المحلية بين الدول من تدهور أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتضخم... الخ.

ولإحاطة بالموضوع أكثر، والإلمام به سنتطرق في هذا السياق إلى مناقشة المحاور التالية:

- تأثير العولمة المالية في المدى القريب وهنا سنتطرق إلى دراسة حركة رؤوس الأموال وتدفقها بين الدول في شكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير مباشرة.
- تأثير العولمة المالية في المدى البعيد ونعني هنا بدراسة العواقب الوخيمة التي نتجت عن تدفق رؤوس الأموال بكل استقلالية والتي لطالما فشلت الحكومات والدول في التحكم فيها والمتمثلة أساسا في الازمات المالية.

: ير العولمة المالية في المدينين القريب و البعيد.
: ي العولمة المالية في المدى القريب.

فق رؤوس الأموال الأجنبية بالغ الأهمية في بروز العولمة وأهم ما يميز ذلك هو التنافس المشتد بين الدول لاستقطاب أكبر قدر ممكن من هاته التدفقات، والتي يعتبر الاستثمار الأجنبي أحد أهم أشكالها والذي تظهر أهمية دوره

عندما نتكلم عن حركة رأس المال الدولية، فإننا نحتاج للتفريق بين نموذجين من حركات رؤوس الأموال وهما: الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار الأجنبي غير المباشر ()
الاختلاف بينهما هو أن الاستثمار الأجنبي المباشر يركز على سيطرة المستثمر الأجنبي على الإدارة، بينما الاستثمار المحفظي لا يأخذ هذه الأمور بعين الاعتبار.
والذي سنقوم بتغطية الآن هو الاستثمار الدولي محاولة منا إعطاء فكرة عنه لخدمة الموضوع، ثم نتطرق إلى الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر كل على حدى.

4 تعريف الاستثمار الدولي:

تعددت التعاريف فمنهم من يعرف الاستثمار الدولي على أنه كل استثمار يتم خارج موطنه بحثاً عن دولة مضيعة سعياً وراء تحقيق حزمة من الأهداف الاقتصادية، المالية والسياسية لهدف مؤقت أو لأجل محدد أو لآجال طويلة¹.

أو هو عبارة عن توظيف خارجي أي خارج البلد للموارد المالية لبلد ما².

يرى البعض أن الاستثمار الدولي يتمثل في تلك التدفقات الدولية لرأس المال والتي تعبر عن تحركات الأموال من إحدى الدول إلى دولة أخرى بهدف شراء الأصول من الدولة الثانية، والأصول هنا تعتبر ذات تعريف رحب حيث تشمل على السندات المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى الأسهم والأصول المادية مثل:³

يغطي الاستثمار الدولي عدة عمليات متعددة ومعقدة، يمكن التمييز بينها من عدة جوانب هي:

- حسب نوعية عقد الاستثمار والقائم بالاستثمار.
- حسب كيفية الاستخدام.
- من حيث المدة الزمنية.
- و من حيث

¹ فريدة النجار، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000 23.

² فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004 64.

³ جون هيدسون، مارك هيراندر، العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد علي، دار المريخ، الرياض، 1987 335.

و من اجل الانتماء لمجموعة الدول الأكثر جذباً للاستثمار الأجنبي، يجب تحقيق كل الشروط الأساسية والتكميلية لجذب الاستثمار الأجنبي. ويجب التمييز من بين الشروط الأساسية والشروط المكملة على النحو التالي:

أولاً: الشروط الأساسية:

تمثل هذه الشروط الظروف الواجب توفرها من أجل استقطاب الاستثمار الأجنبي والتي لا يمكن في حال عدم توفرها انتظار قدوم المستثمرين من الخارج وهي:

1 الاستقرار السياسي والأمني⁴.

2 الاستقرار الاقتصادي الذي في تحقيق جملة من توازنات الاقتصاد الكلي وتوفير الفرص الملائمة لنجاح الاستثمار ومن أهم المؤشرات الاقتصادية لجذب الاستثمار الأجنبي نذكر⁵:

- توازن الميزانية العامة

- توازن ميزان المدفوعات

- التضخم

- سعر الصرف

- معدل الفائدة

- السياسة الاقتصادية المنتهجة من طرف الدول المضيفة(السياسات الاستثمارية، سياسة التجارية الخارجية، سياسة الضريبة، سياسة الخصخصة، السياسة التمويلية، التطورات التشريعية والإطار القضائي).

ثانياً: الشروط المكملة:

بعد توفر الشروط الأساسية للاستثمار يجب ضمان الشروط الإضافية والتي تسمح للبلد من اللحاق بمجموعة الدول الرائدة في جذب الاستثمار الأجنبي ويمكن تجميعها في أربعة عناصر⁶:

1. حجم السوق ومعدل نموه.

2. توفر الموارد البشرية المؤهلة.

3. توفر قاعدة متطورة.

4. توفر نسيج من المؤسسات المحلية الناجحة.

⁴ يف الحثالي، مقدمة في المالية الدولية، مرجع سبق ذكره،

⁴ للمطالعة أكثر في هذا الموضوع أنظر: نوزاد عبد الرحمن الهيت

172.

⁵ للتفصيل أكثر في هذه المؤشرات أنظر: فرحات شرننة وسالم الفرجاني، المشاركة الأجنبية في الاستثمار وسبل تشجيعها، ندوة تشجيع الاستثمار المحلي في ليبيا، قسم الندوات والمؤتمرات، طرابلس، 2005 37 42.

⁶ للتفصيل أكثر في هذه العناصر أنظر: عامر عبد الرحيم، الاستثمار الأجنبي المباشر و التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية، دراسة حالة الجزائر، اطروحة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع مؤسسة بنكية، جامعة سيدي بلعباس 2007 39.

المطلب الأول: الاستثمار الأجنبي المباشر.

1 تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر:

يأخذ الاستثمار الأجنبي المباشر شكل إقامة شركة أو شراء كلي أو جزئي لشركة قائمة في دولة اجنبية، سواءً كان نشاطها إنتاجياً، تسويقياً، بيعياً، أو خدمياً... الخ. أو يكون موزعاً على شكل فروع في عدد من الدول الأجنبية.

فإستناداً إلى تعريف الـ L'OCDE: فالاستثمار الأجنبي المباشر هو لغرض تأسيس علاقات اقتصادية طويلة غالباً، مع مشروع مثل الاستثمارات تعطي إمكانية ممارسة تأثير فعال على إدارتها في بلد معين من قبل أجانب بالوسائل الآتية⁷:

- إما عن طريق خلق أو تمديد توسيع مشروع مملوك كلياً أو فرع أو مشروع موجود.
- المشاركة في مشروع جديد أو موجود.
- قرض لمدة معينة غالباً ما تكون طويلة نسبياً (خمسة سنوات وأكثر).

في حين ترى بعض المؤسسات الدولية مثل: صندوق النقد الدولي أن الاستثمار الأجنبي لا يكون مباشراً إلا إذا سيطر المستثمر الأجنبي على نسبة تتراوح بين 25 إلى 50% من مجموع أسهم المشروع، ولكن هناك شركات اجنبية تريد امتلاك كامل اسهم المشروع وإدارته، وكذلك توجد بعض الشركات الأخرى التي لا ترغب في الاستثمار في الخارج إلا إذا حصلت على 51% من أسهم المشروع⁸.

أما حسب الوكالة الدولية للاستثمار التي أنشأت بمعاهدة سيول وفي مادتها 12 فإنها تعرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه ذلك الاستثمار الذي تتوفر فيه المساهمة نقداً أو عينا مادياً أو غير مادياً كان، وتوفر فيه عنصر المدة والعائد⁹.

أما د. عبد السلام أبو قحف فيقول بأن الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع المعين هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك، أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، فضلاً عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة¹⁰.

وعلى الرغم من التعاريف المتعددة للاستثمار الأجنبي المباشر إلا أنها تدور حول عناصر أساسية وهي أنه عبارة عن مشروع محدد بمدة مستثمر في أصول حقيقية وأنه تحويل مالي.

⁷ - محمد صالح القرشي، المالية الدولية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2007 154.

⁸ - عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص في الدول النامية، مركز الإمارات للبحوث والدراسات الاستراتيجية، عام 1999 9 10.

⁹ - عبد العزيز قادري، الاستثمارات الدولية، دار هومة، 2004 16.

¹⁰ - و قحف، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1989 23 113.

الأكبر منه يتم عبر الشركات المتعدية الجنسيات نظراً لما تمتلكه من قدرات مالية كبيرة ومعرفتها بالأسواق واحتكارها التكنولوجيا بما يجعلها وبسبب وفورات الحجم قادرة على تخفيض الكلف العالية والقدرة ليس على المنافسة فقط بل وعلى الاحتكار.

2 تطور حركة الاستثمار الأجنبي المباشر:

يرجع تاريخ الازدهار الحقيقي للاستثمار الأجنبي المباشر إلى بداية القرن التاسع عشر، حيث كان متزامنا مع قيام الثورة الصناعية، وقد ساعد اتساع التجارة إلى تدفق رؤوس الأموال إلى خارج أوروبا من أجل الاستثمار.

مر الاستثمار الأجنبي المباشر بفترة زمنية متباينة في ظروفها الاقتصادية والسياسية أثرت في حجمه وطبيعته وهيكله، ففي الفترة الزمنية الواقعة بين عام 1800 وعام 1914 كانت الظروف الاقتصادية والسياسية ملائمة لانعدام الأخطار المرافقة لتدفقات رأس المال إلى الخارج، وغالباً ما كان يتم هذا الاستثمار في البلدان المستعمرة من قبل الدول الأوروبية في مجال الثروات الطبيعية (المواد الأولية). أما عن مساهمة الدول في الاستثمارات في هذه الفترة فإن المملكة المتحدة كانت تحتل المركز الأول نظراً للتفوق الاقتصادي الذي كانت تتمتع به.

و تتميز الفترة الواقعة بين الحربين العالميتين بتراجع الاستثمار الأجنبي المباشر عما كان عليه قبل الحرب العالمية الأولى، نتيجة لظروف الحرب وعدم وجود الاستقرار السياسي والاقتصادي، مما دفع العديد من الدول المتضررة من الحرب لتصفية استثماراتها في بعض المستعمرات. وقد تركز الاستثمار في مجال الثروات النفطية، ويلاحظ في هذه الفترة تراجع دور المملكة المتحدة في الاستثمار الأجنبي المباشر لتحل مكانها الولايات المتحدة الأمريكية في المركز الأول تليها الدول الصناعية: اليابان ودول أوروبا.

أما في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية توسع الاستثمار الأجنبي المباشر توسعاً كبيراً بالتزامن مع ازدهار التجارة الدولية في منتصف الخمسينات وزاد تدفقه من خلال الشركات المتعدية الجنسيات في قطاع الصناعات التحويلية. وما يلاحظ في هذه الفترة أن الاستثمار الأجنبي المباشر لم يكن حراً حتى ثمانينات القرن الماضي بسبب بعض القيود المفروضة على تحركات رؤوس الأموال الدولية من طرف الدول النامية حديثة الاستقلال ظناً منها أن الاستثمار الأجنبي ينقص من سيادتها السياسية والاقتصادية ويحول الأرباح إلى خارج البلد¹¹، فراحت تتجه نحو طرق التأمين ضمن إطار تحررها واستقلالها السياسي، خاصة مع منتصف السبعينيات أين فضلت القروض المصرفية¹² القروض مركز

¹¹ علي عبد الفتاح أبو شرار، الاقتصاد الدولي، نظريات وسياسات، دار المسيرة، عمان، 2007، 235 236.

¹² عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2002، 275.

الصدارة و لأول مرة منذ الحرب العالمية الثانية¹³ ، وذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط عام 1973. واستمرت الأمور على هذه الحال إلى أن عجزت بعض الدول المدينة عن تسديد الديون المستحقة عليها ما أوجد أزمة المديونية عام 1982. وبسبب هذه الأزمة، عاد الاهتمام من جديد في عقد الثمانينات بالاستثمارات الأجنبية المباشرة والتوجه نحو القطاع النفطي وقطاع الخدمات، أين سيطرت الدول الرأسمالية الصناعية وتوسعت في الدول النامية بشراء صناعات قائمة أو إقامة صناعات جديدة أو دمج شركات مع بعضها البعض، فتضاعفت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر عالمياً أربع مرات وسيطرت الدول المتقدمة على أربعة أخماس (60% أوروبا الغربية، 16% أمريكا الشمالية) من حصة التدفقات ككل، بينما لم تحظ الدول النامية إلا على الخمس الباقي، والتي معظمها تركزت في أمريكا اللاتينية. و يفسر انخفاض حصة الدول النامية من تلك التدفقات بسبب ارتفاع خدمة الدين لديها من 99.5 مليار دولار إلى 191.8 مليار دولار تقريباً¹⁴ . إضافة إلى الاهتمام الذي أولاه الغرب للتحويلات في دول أوروبا الشرقية آنذاك.

ومع بداية التسعينات تراجعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الخارجة بسبب تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي، بعد أن وصلت ذروتها 222 مليار دولار عام 1990 إلى 175 مليار دولار عام 1993 ثم عادت لنتصاعد إلى 270 مليار دولار، والداخلية إلى 203 مليار دولار عام 1995 أي بزيادة 53% عن عام 1994، أما عن الصدارة فكانت من نصيب الولايات المتحدة والتي بلغت حصتها 85% من التدفقات الخارجية و65% من التدفقات الداخلة، تليها بريطانيا، فرنسا، وأستراليا. أما بالنسبة للدول النامية فقد شهد ارتفاعاً ملحوظاً فقد وصل في الخارج إلى 47 مليار دولار عام 1995 والتدفقات الداخلة إلى أكثر من 14 مليار بعد أن كانت 5.8 مليار دولار عام 1994، أما عام 1997 والذي شهد أزمة الأسواق المالية في آسيا والكساد في اليابان مقابل النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة والانتعاش في بعض أوروبا وأمريكا اللاتينية وانخفاض أسعار السلع والبتروول والتراجع الاقتصادي في دول أوروبا الوسطى والشرقية، فإنه شهد أيضاً نمواً في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وبنسبة 27% لتصل إلى 400.4 مليار دولار ولتشكل بذلك ضعف قيمتها عام 1990 وسبعة أضعاف عام 1980، فيما تركزت الاستثمارات في قطاع الخدمات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا واليابان¹⁵ .

14- باسل البستاني، تمويل التنمية البشرية في الوطن العربي، سلسلة دراسات التنمية البشرية (3) المتحدة، نيويورك، 1996، 17.

15- : هناك عبد الغفار السامرائي، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الدول النامية في ظل البيئة الدولية الجديدة ، موسوعة العولمة وأبعادها الاقتصادية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2010 128.

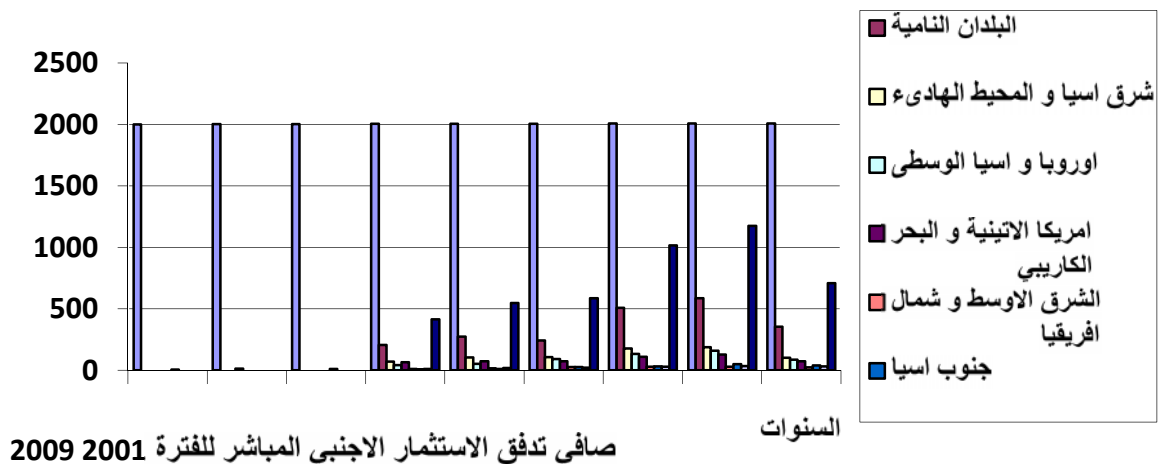
وما يلاحظ خلال سنوات الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي أنه حدث منعطفان رئيسيان : المنعطف الأول وهو التحول من الاستثمار الرسمي إلى الاستثمار الخاص، أما المنعطف الثاني فهو التحول من القروض المصرفية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر.

و ما نلاحظه خلال السنوات العشر الاخيرة هو زيادة تدفق الاستثمار الاجنبي في العالم بأكثر من الضعف، و عموما النسب تختلف من منطقة لأخرى والجدول التالي يبين تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر إلى بعض مناطق العالم.

جدول رقم 10: يمثل صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للفترة الزمنية (2001 و 2009) لبعض مناطق العالم. الوحدة: مليار دولار

الدول	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
البلدان النامية	354.1	587.1	508.1	243.3	273.6	206.7	152,5	154,3	158,8
شرق آسيا والمحيط الهادئ	102.5	186.6	177.1	105.7	104.3	70.4	56,8	59,4	48,9
أوروبا و آسيا الوسطى	85.1	160.1	133.2	92.3	51.9	41.9	23,8	14	13,9
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	73.6	127.9	109.4	72	72.2	65.9	43,3	55,2	71,8
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	24.4	29.3	27.6	27.2	16.8	9.7	10	8,1	4
جنوب آسيا	38.3	48.7	32.3	26	11.2	7.8	5,4	6,8	6,1
إفريقيا جنوب الصحراء	30.3	34.5	28.5	20.2	18	11	13,3	10,8	14,1
جميع مناطق العالم	708.3	1174.2	1016.2	586.7	547.2	413.4	305,1	108,6	317,6

المصدر: The world bank, data catalog, global development finance 2011, external debt of developing



ومع هذه الفترة، ظهرت حركة التوسع في الشركات الأجنبية مبينة على أساليب جديدة من الاستثمار لا تهدف إلى تأمين المواد الأولية و إنما إلى الاستثمار في الأسواق المربحة، تحت ظل آلية السوق وإزالة القيود عن حركة رؤوس الأموال الأجنبية.

وقد رأى في هذا رمزي زكي، أن الحقبة الراهنة هي حقبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة كنتيجة طبيعية لانتهاء حقبة القروض المصرفية التي أدخلت العالم الثالث بفخ المديونية الخارجية، وبهذا فإن عملية التكيف الاقتصادي وتصفية القطاع العام وتفعيل النشاط الاقتصادي الخاص كله يسير لصالح الشركات متعددة الجنسيات التي تنزعم تدفقات الاستثمار الخاص المباشر. ما نلاحظه فعلاً فإن العالم في هذه الحقبة، شهد تغيرات واضحة في التوزيع النوعي لحركة رؤوس الأموال الدولية لصالح هيمنة وزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

3 النظريات المفسرة لحركة الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً:

تم وضع العديد من النظريات التي تحاول تفسير حركة رؤوس الأموال بين الدول من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر.

3 1 نظرية الأسواق الكاملة: حاول الكلاسيكيون الجدد إعطاء بعض الحياة للتفسير الكلاسيكي لحركة رؤوس الأموال بعد فشله في ذلك مقارنة بنجاحه الكبير في تفسير حركة السلع والخدمات (وذلك بسبب الافتراض غير المبرر لعدم قابلية عناصر الإنتاج على الانتقال بين الدول)، واستند التحليل إلى افتراض وجود أسواق كاملة تسمح بحركة رأس المال بكل حرية بين الدول دون الاعتماد بدور الحكومات في ذلك، وقد برزت عدة نظريات في هذا الاتجاه منها: نظرية معدلات العوائد التفاضلية *Differentil Rates* والتي تفسر قيام الاستثمارات بهدف الكسب المباشر المتحقق نتيجة الفرق في الفوائد على رأس المال بين الدول استناداً إلى مبدأ الوفرة والنذرة، حيث يتحرك رأس المال تلقائياً إلى حيث الفائدة الأعلى حتى يتحقق التوازن غير أن هذا التفسير لم يكن كافياً، لذلك جاءت نظرية تنوع استثمارات الحافظة *Portfolio Diversfication* لتضيف للنظرية السابقة عنصر المخاطر لتبرير تنوع الاستثمارات وتوزيعها بين الدول¹⁶.

3 2 نظرية عدم كمال السوق: بسبب تجاهل النظريات السابقة لافتراضات عدم كمال السوق، خاصة أن الواقع العملي ينبؤنا أن معظم حركة رأس المال دولياً لا تتم في أجواء المنافسة الكاملة كما أنها لا تتم لتحقيق عوائد مرتفعة فقط، ولا تكفي المستثمرون الأجانب بالاستثمار في الحوافز المالية. لذلك كله، بدأ الاقتصاديون في التركيز على الخصائص الداخلية للشركات المستثمرة وهيكل السوق للوصول إلى تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر. فبرزت هذه النظرية والتي تقوم على افتراض غياب

المنافسة الكاملة في أسواق الدول المضيفة. ويتفق كلا من باري Parry وكيفز Caves مع هود Hood و Young في هذا الخصوص¹⁷ أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمدى توافر بعض المزايا أو امتلاك بعض الخصائص والموارد المتميزة لدى الشركة الأجنبية بالمقارنة مع نظيرتها الوطنية في الدول المضيفة. هذا يعني أن الدافع وراء قيام هذه الشركات بالاستثمار في الخارج هو تمتعها بميزة احتكارية معينة تستطيع الاستفادة منها في الدول المضيفة. وهنا يأتي دور نظرية التنظيم الصناعي¹⁸ التي تستند إلى حقيقة أن المزايا التي تمتلكها الشركات المستثمرة مقابل ذلك، ضعفها لدى الشركات المحلية في الدول المضيفة تدفع نحو تدويل نشاطات الشركات المستثمرة، وعلى الأغلب الشركات المتعدية الجنسيات من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر. ومن أهم عناصر القوة لدى الشركات الأجنبية التي توفر لها قدرة تنافسية حالية أكبر ما يلي¹⁹ :

- اختلافات جوهرية في نوعية إنتاجها بالمقارنة مع الإنتاج المحلي في الدولة الـ
- توفرها على مهارات إدارية، تسويقية، تكنولوجية وتمويلية.
- وفورات حجم تجعل إنتاجها أقل كلفة وسعر بالمقارنة مع المشروعات المحلية.

ولكن هناك بعض الانتقادات وجهت لنموذج نظرية عدم كمال السوق، ويرى روبروك Robock وسيموندس Simmonds أن هذه النظرية تفترض إدراك و وعي الشركة الأجنبية بجميع فرص الاستثمار الأجنبي في الخارج وهذا غير واقعي من الناحية العملية²⁰ .

3 3 نظرية الحماية: نتيجة للخلل الذي شاب الافتراضات التي قامت عليها نظرية عدم كمال السوق ، فمن ناحية ضمان الاستغلال الأمثل لفرص الاستثمار الدولي لا يتحقق لمجرد عدم تكافؤ المنافسة بين الشركات الأجنبية والشركات الوطنية. وإنما من ناحية أخرى، نجاح الاستثمار الأجنبي في تحقيق أهدافه يتوقف على مدى ما تمارسه الدول المضيفة من رقابة أو ما تفرضه من شروط وقوانين تؤثر على حرية الاستثمار، ومن ثم ظهرت نظرية الحماية، ويقصد بالحماية هنا الممارسات الوقائية من قبل شركات الاستثمار الأجنبي لضمان عدم تسرب الابتكارات الحديثة، وكذا المعلومات والأسرار الفنية إلى أسواق الدول المضيفة.

3 4 نظرية دورة حياة السلعة (المنتج الدولي):

لا شك أن تناول نظرية دورة حياة المنتج الدولي يمكن أيضاً أن تقدم لنا تفسيراً لأسباب انتشار ظاهرة الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية بصفة خاصة، والدول المتقدمة بصفة عامة. كما أنها

¹⁷ - عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الجامعة الجديدة ، الاسكندرية، 2003 393.

¹⁸ - : هناء عبد الغفار السامرائي، 124.

¹⁹ 239.

²⁰ : 398.

تلقي الضوء على دوافع الشركات الأجنبية من وراء الاستثمارات الأجنبية من ناحية، ومن ناحية أخرى، فإنها توضح كيفية أو أسباب انتشار الابتكارات والاختراعات الجديدة خارج حدود الدولة الأم²¹ . ويرى أنصار هذه النظرية أن السلعة تمر بمراحل ضمن فترة زمنية معينة وينتقل الاستثمار في إنتاجها في دولة أخرى بهدف الاستفادة والتمتع بفروقات التكاليف واجور العمل²² . وفي نفس الوقت، تجدر الإشارة إلى أن هذه النظرية بالرغم من إمكانية تطبيقها على بعض المنتجات إلا أن هناك أنواعاً أخرى من السلع أو المنتجات يصعب تطبيق فروضها السابقة عليها. من أمثلة تلك السلع التي يطلق عليها "سلع التفاخر" كسيارات الرولز رويس والتي نقصد بها السلع التي يصعب على دول أخرى غير صاحبة الابتكار تقليدها²³ .

3 5 نظرية الموقع: في هذا الشأن نجد أن محور اهتمام نظرية الموقع يرتبط بقضية اختيار الدولة المضيفة التي ستكون مقراً للاستثمار الخاص بالشركة الأجنبية أو بمعنى آخر تركز على المحددات أو العوامل الموقعية المؤثرة على قرارات الاستثمار والتي تفسر تباين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بين الدول. في حين يرى باري أن هذه النظرية تهتم بالمتغيرات البيئية في الدول المضيفة التي ترتبط بين العرض والطلب، ويضيف دنج أن هذه النظرية تهتم بالعوامل الطبيعية (خصائص السوق ووفرة الموارد) مناخ الاستثمار الملائم (الاستقرار السياسي والاقتصادي)، وما يتعلق بتكاليف الإنتاج والنقل وأسعار الصرف والسياسات الاقتصادية (مالية، نقدية، تجارية) وحوافز استثمار أخرى.

3 6 نظرية الموقع المعدلة: تتشابه هذه النظرية مع نظرية الموقع السالف ذكرها، إلا أنها تضيف بعض العوامل التي قد تؤثر على الاستثمارات الأجنبية وتدفقها الدولي. و يرجع الفضل في تقديمها إلى روبوك Robock و سيموندس Simmonds اللذان اقترحا بالإضافة إلى العوامل الواردة في نظرية الموقع، عوامل أخرى تتأثر بها الاستثمارات الدولية. و وردت في ثلاث مجموعات من العوامل تشمل²⁴ :

- العوامل الشرطية: تخص خصائص المنتج، الخصائص المميزة لسوق الدولة المضيفة والعلاقات الدولية التي تجمعها مع الدول الأخرى.
- العوامل الدافعة: تشمل الخصائص المميزة للشركة ومركزها التنافسي.
- العوامل الحاكمة: تتمثل في تلك الخصائص المميزة للدولة المضيفة وللدولة الأم، والعوامل الدولية المتعلقة بالقوانين واللوائح الإدارية وسياسات الاستثمار.

²¹ 400.

²² : الرحمن الهيتي، د: منجد عبد اللطيف الحنشالي، مرجع سبق ذكره، ص169.

²³ : 402.

²⁴ 404.

4 دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر:

تتعدد وتتنوع وتختلف دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر من حالة إلى أخرى حسب طبيعة الاستثمار، والجهة التي تعود لها ملكية هذا الاستثمار والبلد، والمجال الذي يتم فيه ومن بين هذه الدوافع ما يلي:

- السعي نحو تحقيق أرباح أعلى من خلال توجه رؤوس الأموال الأجنبية عن طريق مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول وفي المجالات التي تتيح لها تحقيق مثل هذه الأرباح، ولذلك اتجه الاستثمار بدرجة أكبر إلى الدول ذات السوق الأوسع والتي حققت مستويات أعلى مقارنة بالأرباح التي تتحقق في الدول المصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر.

- إيجاد منافذ ومجالات لاستخدام الموارد المالية الفائضة وبالذات في الدول المتقدمة نتيجة ارتفاع الدخل وارتفاع الإذخارات الناجمة عنها ومن ثم تحقق فوائض مالية تفوق الحاجة لاستخدامها داخل الدول المتقدمة بسبب انخفاض حاجتها لإقامة المشروعات الإنتاجية الجديدة، أو المشروعات التحتية ومرافق رأس المال الاجتماعي، وكذا انخفاض العائد الذي يمكن أن يحقق هذا الاستخدام في الدول المتقدمة نتيجة المنافسة الحادة بين المشروعات فيها، الأمر الذي يدفع نحو استخدام هذه الموارد المالية في الدول الأخرى من خلال مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر.

- توفر عنصر العمل وعناصر الإنتاج الأخرى في الدول التي تتجه إليها مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر بأسعار أقل مما هو متاح لهذه المشروعات في الدول التي تتجه منها وهو الأمر الذي يحقق انخفاض تكاليف إنتاج هذه المشروعات.

- السيطرة على السوق المحلية التي تقام فيها الاستثمارات من خلال عملها داخل هذه الأسواق، خاصة في ظل ما يتم توفيره لها من حوافز تشجيعية.

- التمتع بالإعفاءات والمزايا الضريبية الجمركية وضرائب الدخل وغيرها من التسهيلات التي تقدم من أجل تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل العديد من الدول.

- التخلص من القيود التي تحكم نشاط بعض مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول التي تصدر منها هذه الاستثمارات وبالذات المشروعات التي تستنفذ موارد طبيعته أكبر أو المشروعات الملوثة للبيئة وغيرها.

يواجه قرار القبول بتدفق الاستثمار الأجنبي عدة مناهج بشأن توقع منافعه أو ترجيح مخاطره، د كان المنهج الكلاسيكي يرى أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو مباراة من طرف واحد لصالح المستثمر الأجنبي، في حين يرى المنهج الحديث أن الاستثمار الأجنبي يؤسس على المصلحة المشتركة

بين البلد المصدر والبلد المضيف²⁵ ، ومع كل هذا فإن هذا النوع من تدفق رأس المال يتميز بتحقيق منافع عديدة منها:²⁶

- أنه يشكل مصدراً رئيسياً للتمويل في الدول النامية خصوصاً وأنه يمتاز بإنعدام المشروطة التي تعترى عادة بنمط القروض الخارجية. لهذا السبب فهو مرحب به في معظم الدول لمساهمته الفعالة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية فيها.
- توفير فرص عمل جديدة وبالتالي الإسهام في معالجة البطالة لدى الدول المستضيفة.
- بث روح المنافسة بين الشركات المحلية وما يصاحب هذا التنافس من منافع عديدة تتمثل في خفض الإحتكار من جهة وتحفيز الشركات على تحسين نوعية الخدمات والمنتجات.
- المساعدة في فتح أسواق جديدة للتصدير أمام المنتجات المحلية وفي هذا المجال قد تستفيد الدولة المضيفة من استقدام المستثمر الأجنبي بما لديه من خبرات إعلانية وتسويقية وقنوات اتصال مسبقة بالأسواق العالمية.
- ظهور أثر المحاكاة بين المنتجين المحليين الذي يقترن بنقل التكنولوجيا من طرف الأجنبي حيث يستخدمون الطرق الفنية الحديثة واساليب الإنتاج المتطورة والسياسات الإدارية المالية والتسويقية الفعالة.
- مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في توفير عملات أجنبية للدول النامية من خلال إقامة مشروعات إنتاجية بطاقة إنتاجية واسعة يتاح إنتاجها لأغراض التصدير أو تحل محل الواردات وبالتالي تخفيض عبء الحاجة إلى العملات الأجنبية.
- الإسهام في تحسين وضعية ميزان المدفوعات عن طريق فرص التصدير وتقليص الواردات كما قلنا سابقاً، وعن طريق تدفق رؤوس الأموال الأجنبية²⁷ .
- وتسهم الأرباح التي يحققها الاستثمار الأجنبي المباشر في إيرادات ضرائب الشركات في البلد المضيف. رغم أنه، عادة ما تختار الدول التخلي عن بعض من هذا العائد عندما تخفض أسعار الضرائب للشركات في محاولة منها جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من المواقع الأخرى.
- استقدام الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول المضيفة يعد علاجاً لظواهر هجرة رؤوس الأموال، ويتيح تنويعات جديدة من مدخلات رأس المال التي لا يمكن أن تتحقق من خلال الاستثمارات المالية أو المتاجرة في السلع والخدمات.

²⁵ عبد السلام أبو قحف، الأشكال والسياسات المختلفة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، مر

²⁶ : نوزاد الهيتي، د: منجد الحشالي، مقدمة في المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص167.

²⁷ : حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر، تعاريف وقضايا، المعهد العربي للتخطيط ، الكويت، 2004، 14.

• كما وأنه عادة، ما يحصل مستقبلي الاستثمار الأجنبي المباشر على تدريب الموظفين وكسب مهارات العاملين الأجانب، مما يسهم في تنمية رأس المال البشري في الدول المضيفة²⁸.
و رغم كل هذا فان الاستثمار الأجنبي المباشر لا يخلو من المخاطر و المقصود بمخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر، تلك المخاطر المتعلقة بنقلب العوائد المتوقعة مستقبلاً. وتختلف هذه المخاطر على حسب نوع الاستثمار، كما تتلف المخاطر هي الأخرى فمنها من نجدها كبيرة مرتفعة ومنها ما تكون قليلة متدنية، وتنقسم عادة مخاطر الاستثمار الأجنبي إلى²⁹ : مخاطر سياسية، مخاطر النشاط الاستثماري، مخاطر السوق، مخاطر أسعار الصرف.

المطلب الثاني: الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)

سبق وأن تمت الإشارة إلى أن الاستثمار المحفظي عادة ما يطلق عليه اسم الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وهذه التسمية قد تختلف وبالتالي فإن مفهومها سيختلف من حيث المعنى، وذلك باختلاف الزاوية التي ننظر بها إلى الاستثمار الأجنبي وهي كما يلي:

فالاستثمار الأجنبي غير المباشر من منظور التحليل الاقتصادي الكلي، النظرة هنا تتجه إلى تحليل الاستثمارات الأجنبية التي تصب في بورصة الأوراق المالية والتي تتم في شكل أسهم وسندات وغيرها عبر أسواق المال العالمية³⁰ ، أي أنها تشير وبوجه صريح إلى الاستثمار المحفظي الذي نحن بصدد دراسته فيما بعد، وبالتالي إطلاق اسم الاستثمار الأجنبي غير المباشر على الاستثمار المحفظي إذا كنا ننظر إليه من منظور الاقتصاد الكلي تعتبر صحيحة.

أما الاستثمار الأجنبي غير المباشر فإذا كنا ننظر إليه من منظور التحليل الاقتصادي الجزئي، عندئذ نكون خارج ما يعرف بالاستثمار المحفظي، إذ ينصب الاستثمار الأجنبي غير المباشر من هذه النظرة على أشكال مختلفة للاستثمارات التي تعمل على تسهيل مهمة الشركات متعددة الجنسيات في التقدم إلى مرحلة الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن هذه الأشكال توفر فرصة التواجد أو التمثيل الملموس للشركة المعنية بالدولة للشركة المعنية بالدولة المضيفة، وذلك عبر مرحلتي الإنتاج والتصنيع³¹ من جهة، والتسويق والتصدير من جهة أخرى³².

والذي يخدم الموضوع أكثر و يهمننا هو الاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي ينصب في بورصة الأوراق المالية، ونحن بصدد دراسته الآن في هذا المطلب.

²⁸ براكاش لونجاني، عساف رزين، ما مدى فائدة الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية، مجلة التمويل والتنمية، جوان، 2001 .7

²⁹ لمزيد من التفصيل أنظر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000 .480

³⁰ عبد الحميد عبد المطلب، العولمة الاقتصادية (منظمتها، شركاتها، تداعياتها) .190

³¹ لمزيد من التفاصيل أنظر: عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، مرجع سبق ذكره، ص492.

³² لمزيد من التفاصيل أنظر: عبد السلام أبو قحف، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1989

1 تعريف الاستثمار المحفظي:

بالرغم من استحواذ الاستثمار الأجنبي المباشر على الجانب الأعظم من اهتمامات المفكرين والباحثين الاقتصاديين ورجال الأعمال والدول سواءً المتقدمة أو النامية، إلا أن الاستثمار المحفظي وإن كان لا يجوز على نفس القدر من الاهتمام فهو في الواقع يأتي بنفس المستوى من الأهمية ، فالانتشار الواسع في إقامة أسواق للأوراق المالية في الدول النامية وذلك على غرار الدول المتقدمة خاصة خلال النصف الأخير من القرن العشرين، وإن كان يتميز على العموم بتواضع حجمه مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

وفي هذا الصدد نتيجة لما سبق، فإنه من الصواب أن نفكر هنا بحقيقة تتمثل في وجود إشكال يواجه الباحث عند محاولة تحديد تعريف للاستثمار المحفظي إذ تتعد التسميات المتداولة فقد نجده، بالاستثمار في المحفظة، أو استثمار الحافظة، الاستثمار المحفظي أو الاستثمار الأجنبي أو الدولي في الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك يطلق عليه أيضاً كما ذكرنا سابقاً بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، وفيما يلي بعض التعاريف المتعلقة بالاستثمار المحفظي.

فيعرفه صندوق النقد الدولي بأنه يشتمل الأدوات المالية في شكل سندات ملكية وسندات دين قابلة للتداول في الأسواق المالية³³ .

ويعرفه آخرون بأنه استثمارات محافظ البنوك العالمية وصناديق الاستثمار المشترك الدولية وصناديق التقاعد في الأوراق المالية التي تصدرها الدول والشركات الكبرى ودول الأسواق الناشئة³⁴ . كذلك ينصرف تعريفه عند منير إبراهيم هندي بأنه يأخذ صورتين: الصورة الأولى تتمثل في قيام المستثمر الأجنبي بشراء الأوراق المالية في السوق المحلي سواءً الأولى (سوق الإصدارات) أو السوق الثانوي (سوق التداول)، أما الصورة الثانية فتتمثل في قيد الورقة المالية المحلية في السوق الأجنبي، وتمثل الصورتين معاً جانباً واحداً من مفهوم العالمية أما الجانب الثاني من مفهوم العالمية فيتمثل في قيد ورقة محلية في سوق أجنبي³⁵ .

أما عند نوزاد الهيتي، فيقول بأن استثمار الحوافظ المالية ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات على الأوراق المالية (الأسهم والسندات) دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في التنظيم أو الإدارة وهو الاختلاف الجوهرى بينه وبين الاستثمار الأجنبي المباشر، لكن هذا لا يمنع من أن

³³ - وضع الاستثمار الدولي مرشد لمصادر البيانات، مطبوعات صندوق النقد الدولي، واشنطن، أكتوبر، 2002، الطبعة العربية،

2005 13.

³⁴ - ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان،

2004 60.

³⁵ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999 459.

يتمتع حامل السهم ببعض الحقوق خصوصاً إذا تجاوزت حصته من الأسهم نسبة عالية من الملكية³⁶ .
و تستند قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية إلى التوقعات المتصلة بمعدلات العائد والمخاطرة
أخذاً بعين الاعتبار السيولة والوضع المالي بحيث يتم الاستثمار في الأصول الرأسمالية التي توفر أكبر
قدر ممكن من السيولة وأعلى عائد ممكن بأقل مخاطر ممكنة، أي بمعنى آخر أن الاستثمار يحكمه عاملي
العائد والمخاطرة، هذا ما يفسره حدوث التدفقات المالية في كلا الاتجاهين من الدولة الأولى إلى الدولة
الثانية وبالعكس في آن واحد. فمثلاً إذا كان عائد الاستثمار في الأوراق المالية أعلى في الدولة الثانية منه
في الدولة الأولى فإن هذا يبرر انتقال تدفقات رؤوس الاموال من الدولة الأولى إلى الدولة الثانية ولكنه في
تناقض مع حدوث تدفقات رأس المال في نفس الوقت في الاتجاه المعاكس. ولكي نقوم بتوضيح انتقال
تدفقات رأس المال في الاتجاهين (من الدولة الأولى إلى الدولة الثانية وبالعكس) يجب أن يؤخذ عنصر
المخاطرة في الحسبان، وعليه فإن المستثمرين لا يكونون مهتمين فقط بمعدل العائد على رأس المال وإنما
بعنصر المخاطرة المتزامن معه في الاستثمارات³⁷ .

2 تطور حركة الاستثمار المحفظي:

حقيقة الأمر، أن الاستثمار المحفظي قد ساد في القرن التاسع عشر وحتى نهاية النصف الأول من
القرن العشرين، وإذا كان ظاهرة حديثة بمصطلحاتها إلا أنها تعد قديمة، وقد تناولها الاقتصاديون الأوائل
باسم حركة رأس المال، أما في العقود الأولى من القرن العشرين، وبعد الحرب العالمية الأولى وفي ظل
قاعدة الذهب تحكم في حركة رأس المال ميزان المدفوعات والميزان التجاري، أنذاك كان يطلق عليه
بالاستثمار الدولي. ولغاية سنة 1930 ورد أول ذكر للاستثمار المباشر وبقي الخلط بين ما يعرف
بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي لغاية سنة 1968 حيث تم التمييز بين المفهومين (وقد
تطرقنا إلى التمييز بينهما سابقاً).

وإذا كان في الماضي، الجزء الأكبر من الاستثمار المحفظي الذي تقوم به الشركات
والمؤسسات المالية يتم في شكل أوراق مالية أي بمعنى أنه كان يتم بغرض الحصول على عائد رأسمالي
دون أن يصاحبه سيطرة على المشروع، إلا أن الهيكل العام للاستثمارات الدولية قد تغير بشكل جذري
منذ نهاية الحرب العالمية الثانية، حيث أصبح الجزء الأكبر من هذه الاستثمارات لا يتم بها في شكل حقيبة
أوراق مالية وإنما يتم في شكل استثمارات مباشرة. لذلك فإن حجم الاستثمار في شكل أوراق مالية قد تغير
لصالح الاستثمارات المباشرة ودعمه في ذلك الاهتمام الكبير الذي حظي به من طرف مختلف البلدان
بصفة عامة والاقتصاديين والمستثمرين بصفة خاصة، إلا أنه في السنوات الأخيرة من القرن العشرين

³⁶ نوزاد الهيتي، محاضرات في إدارة الاستثمار، معهد إفريقيا للعلوم المالية والمصرفية، 2001.

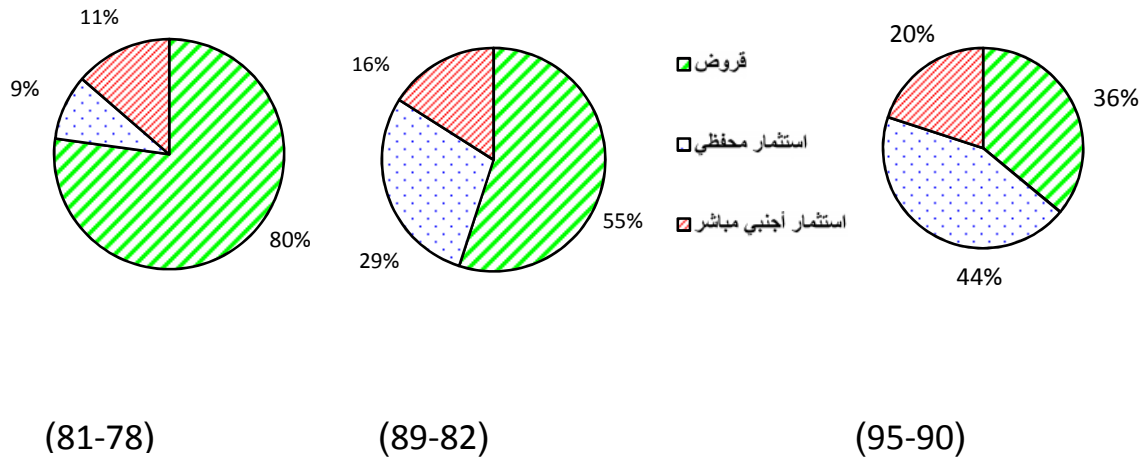
.210

³⁷

و مع توسع وانتشار أسواق الأوراق المالية وتطورها وبفضل شارع منجزات العلوم والتكنولوجيا في مجال الاتصال وتبادل المعلومات فقد لوحظ التطور الواضح في حجم الاستثمار المحفظي رغم محدودية حجمه، خاصة في عقد التسعينات، أين زادت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة في محفظة الأوراق المالية زيادة كبيرة فبعد أن كانت أهميته النسبية في المتوسط 3% خلال فترة الثمانينات، بلغت هذه الأهمية 30% في المتوسط خلال فترة التسعينات، وقد زادت استثمارات محفظة الأوراق المالية من أسهم وسندات من 4.9 مليار دولار عام 1990 إلى 87.6 مليار دولار عام 1993. إلا أنها شهدت تقلبات حادة بعد ذلك بسبب الازمات المالية العالمية حيث انخفضت من 73.4 مليار دولار عام 1994 إلى 66.9 مليار دولار عام 1995 بسبب أزمة المكسيك وانخفضت من 111.7 مليار دولار عام 1996 إلى 79.2 مليار دولار عام 1997 بسبب الأزمة الآسيوية و واصلت انخفاضها حتى بلغت 56.5 مليار دولار عام 1993 ولكنها ارتفعت بعد ذلك وبلغت 78.2 مليار دولار عام 2000³⁸.

والشكل التالي يوضح تطور تدفقات الاستثمار المحفظي إلى الدول النامية خلال الفترة الممتدة بين 1978 و سنة 1995 قبل فترة ما بعد الألفية.

الشكل رقم 4: يمثل تركيب تدفقات رؤوس الأموال النامية (قروض، استثمار محفظي، استثمار أجنبي مباشر).



المصدر: صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 38، العدد 2، جوان 2001، ص 6.

في حين نجد أن نسب تدفق الاستثمار المحفظي تتفاوت من دولة لأخرى ما بعد عام 2000 و من ناحية التوزيع الجغرافي للاستثمار في محفظة الأوراق المالية فنجد أنه متنامي في دول الأسواق

³⁸ : أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005 46 45.

المالية خاصة الناشئة منها التي حققت معدلات نمو مرتفعة بسبب برامج إصلاحها الاقتصادي، فأصبحت مغرية لتدفق رؤوس الأموال إليها، ومن هذه الدول التي اجتازت تجارب الإصلاح الاقتصادي بنجاح هي: الأرجنتين، فلبين، البرازيل، تايوان، تايلاند، سنغافورة، تركيا، فنزويلا، برتغال، الهند، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك، اليونان، الصين، هونغ كونغ، الشيلي و كوريا الجنوبية. (16

الصافي للاستثمار المحفظي نحو البلدان النامية). رغم أن حصص هذه البلا

2009 لوحدها استحوذت البرازيل على 34.86% من الحصة الكلية لنفس العام و تليها في المرتبة الثانية الصين بنسبة 26.50% أما أندونيسيا فلم تستحوذ سوى على 0.75%، أما عن القيم المأخوذة لصافي التدفق لهذا العام و لأربع السنوات الماضية لباقي البلدان الناشئة هي كالتالي:

جدول رقم 11: صافي التدفق للاستثمار المحفظي نحو البلدان الناشئة للفترة الزمنية (2005 و 2009).

الوحدة: مليار دولار

الدول	2005	2006	2007	2008	2009
البرازيل	6,5	7,7	26,2	7,6 -	37,1
الصين	20,3	42,9	18,5	8,7	28,2
الهند	12,2	9,5	35	15 -	21,1
اندونيسيا	0,2 -	1,9	3,6	0,3	0,8
المكسيك	3,4	2,8	0,5 -	3,5 -	4,2
الفلبين	1,5	2,5	3,2	1,3 -	1,1 -
روسيا	0,1 -	6,5	18,7	15 -	2
جنوب إفريقيا	7,2	15	8,7	4,7 -	9,4
تايلاند	5,1	5,2	4,3	3,8 -	1,9
تركيا	5,7	1,9	5,1	0,7	2,8

. المصدر:

The world bank, data catalog, global development finance 2011, review analysis and outlook, 2010

أما عن دول شرق اسيا والباسفيك فإنها تأتي في المقدمة من بين مناطق العالم النامي والتي زاد الاستثمار بها في محفظة الأوراق المالية من 1.6 مليار دولار عام 1990 إلى 1.9 مليار دولار عام 1999 ممثلاً بذلك ما نسبته 55% من إجمالي تدفقات الأسهم للدول النامية في هذا العام، ثم تأتي بعد ذلك دول أمريكا اللاتينية والكاريبي والتي زادت فيها التدفقات من 0.9 مليار دولار عام 1990 إلى 2.6 مليار دولار عام 1999، أما دول شمال إفريقيا والشرق الأوسط فقد بلغت هذه التدفقات 0.9 مليار دولار عام 1998، ثم انخفضت إلى 0.6 مليار دولار عام 1999 وبنسبة 1.7% من إجمالي تدفقات

الأسهم للدول النامية في هذا العام، وهي بلا شك نسبة ضئيلة تشير إلى أن بورصات الدول العربية لازالت تحتاج إلى مزيد من التطوير³⁹. و لكن كمحاولة منها (من الدول العربية) شهدت أسواق المال العربية تطورات تشريعية خلال السنوات الأخيرة وأيضاً تشريعات تنظيمية ساهمت في انفتاحها على أدوات الاستثمار بدرجات متفاوتة بين انفتاح تدريجي وخفيف للقيود وتطوير قنوات لتدفقات الاستثمار المحفظي مثل توظيفات صناديق التقاعد والصناديق التعاونية الدولية بهدف تعزيز البنية المالية التحتية وزيادة فاعلية النظام المالي، والجدول رقم 12 يمثل تطور صافي تدفق الاستثمار المحفظي وتوزيعه على مناطق العالم في الفترة الزمنية (2001 2009).

جدول رقم 12: يمثل صافي تدفق الاستثمار المحفظي للفترة 2001 و 2009 لدى بعض مناطق العالم.
الوحدة: مليار دولار

الدول	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
البلدان النامية	6.7	8.3	26.3	36.9	67.5	107.7	135.1	53.4	108.2
شرق اسيا والمحيط الهادئ	1.8	3.8	12.5	19.3	25.7	56.2	35.1	7.3	29.9
أوروبا واسيا الوسطى	0.6	2.7	1.5	1.8	6.7	12.3	27.0	15.1	5.0
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	2.5	1.4	3.3	0.6	12.2	11.0	28.8	9.7	41.6
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	-	0.5	0.2	0.7	2.4	1.0	2.1	0.4	1.2
جنوب اسيا	2.8	1.1	8.0	9.0	12.4	10.4	36.1	15.8	20.5
إفريقيا جنوب الصحراء	- 0.9	0.4	0.7	6.7	8.1	16.8	10.1	5.6	10.0
جميع مناطق العالم	13.5	16.4	52.5	73.8	135	215.4	270.0	- 106.5	216.4

المصدر:

The world bank, data catalog, global development finance 2011 review analysis and outlook, 2010.

أما عن الدول الصناعية الرئيسية فقد شهدت التدفقات المالية ارتفاعاً ملحوظاً منذ الثمانينات التسعينات و الفترة الحالية، فالتدفقات سنوات السبعينات كانت مقارنة السنوات اللاحقة، حيث انتقلت من 60,93 مليار دولار أمريكي الثمينات إلى 2040,09 مليار دولار أمريكي الفترة الراهنة و هذا يفسر الديناميكية الكبيرة التي عرفتتها هذه التدفقات و وفرته من موارد يمكن استغلالها الاستثمار و النمو الاقتصادي. و يمكن توضيح هذا في الجدول التالي:

جدول رقم 13: إجمالي تدفقات الاستثمار الحوافظ المالية الدول الصناعية الرئيسية للفترة الزمنية 1980 2008. الوحدة: مليار دولار

2008	2007	2005	2000	1995	1990	1980	السنوات
2040,09	1162,64	901,34	764,63	243,34	60,93	5,26	التدفقات الإجمالية للاستثمارات في الحافظة المالية

المصدر: تقرير الإحصاءات المالية والتجارية العالمي جنيف 2008 ص 143.

3 النظرية المفسرة للاستثمار المحفظي:

تنسب نظرية الاستثمار المحفظي إلى ماركويتز Markowitz الذي وضعها عام 1952 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة أمثال تينر Tuner وشارب Sharp .

وتهتم نظرية الاستثمار المحفظي بدراسة الطريقة التي يحقق من خلالها المستثمر الفردي أعلى عائد متوقع من محفظة متنوعة من الأوراق المالية مقرونة بمستوى محدد من المخاطر أي بصيغة أخرى، تتناول هذه النظرية أثر المخاطرة والتنوع في العائد المتوقع على مجموعة من الأصول⁴⁰ .

وتضم عادة مخاطر الأصل أو الورقة المالية كأحد مكونات المحفظة المالية جزئين: المخاطرة النظامية والمخاطرة غير النظامية، حيث تعتبر المخاطرة النظامية والتي تعرف أيضاً بمخاطرة السوق أو المخاطرة غير القابلة للتنوع عن تقليبية عوائد الأصل التي لا يمكن التخلص منها بالتنوع بمجرد إضافة المزيد من الأصول إلى المحفظة. والتي نتجت هذه التقليبية بسبب تغيرات في أسعار الفائدة أو أسعار سلع أساسية أو حروب أو كوارث طبيعية، و ما شابه. أما المخاطرة غير النظامية، والتي تعرف بالمخاطرة الخاصة أو القابلة للتنوع فهي مخاطرة مترتبة عن الأصل أو الورقة المالية نفسها أي لا تأخذ بعين الاعتبار الآثار المترتبة على التغيرات في أحوال الاقتصاد الكلي. وبالتالي يمكن التخلص منها بإضافة المزيد من الأصول إلى المحفظة. ومع هذا فإن مزايا التنوع لا تتحقق إلا عندما يكون الارتباط المباشر بين أداء أصول المحفظة المالية متدنياً أو معدوماً، وأهم أشكال المخاطرة التي قد تؤثر في قرار شراء أو بيع الأصول هو احتمال أن يقل العائد الفعلي عن العائد المتوقع. و عادة يشكل عائد الأوراق المالية فوائد وأرباح مضافاً إليها كسب رأسمالي أو مطروحاً منه خسارة ناتجة عن تكاليف الاحتفاظ بهذه الأوراق لفترة زمنية محددة.

ومضمون هذه النظرية هو أن المحفظة الاستثمارية يجب أن تتكون على الأقل من أصلين ماليين فمثلاً: إذا كان الأصل الأول يحقق عوائد مرتفعة في الظروف الاقتصادية المواتية والأصل الثاني يحقق أداءً مرتفعاً في الظروف الاقتصادية غير المواتية، فإن العائد الوسطي الذي يجنيه المستثمر يظل كافياً

⁴⁰ - نوزاد الهيتي، مقدمة في المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 71.

لتعويضه عن مخاطر الاستثمار. و عليه فإن حيازة توليفة من الأصول المالية في المحفظة الاستثمارية يمكن أن يقلل المخاطرة الكلية للمحفظة. ومن هذا المنطلق ركز ماركويتز اهتمامه على اختيار توليفة الأصول المثلى بدلاً من الاختيار العشوائي للاستثمارات حتى تتسنى للمستثمر الاستفادة من مزايا التنوع, وأهمها الحد من مخاطر المحفظة بالاستثمار في مجموعة من الأصول ذات مستويات مختلفة من المخاطرة. وهكذا فإن عدم وضع كل البيض في سلة واحدة هو الفكرة الأساسية التي تلخص مزايا التنوع⁴¹.

وتوصف الأصول المثلى أو المحفظة الاستثمارية المثلى عادة بأنها تحقق الشروط التالية:

- تحقق للمستثمر توازناً معقولاً بين عنصر العائد والأمان.
 - تحقق التنوع الايجابي للأصول المملوكة سواء كان هذا التنوع جغرافياً أو مالياً.
 - المرونة في السيولة من خلال سرعة التحويل والتداول وسرعة التدفق بين الدول.
- ويهدف الاستثمار المحفظي حسب هذه النظرية إلى تحقيق الأهداف التالية⁴² :
- استمرار تدفق العائد.

- تنوع وتوزيع المخاطر الاستثمارية.
- تحديد أجال الاستثمار وتنوعها.
- توزيع الاستثمارات داخل وخارج الحدود.

4 دوافع الاستثمار المحفظي:

لقد اتفق العديد من الكتاب والباحثين الاقتصاديين على وجود دوافع قوية للاستثمار في أسواق الأوراق المالية الأجنبية , وأهمها: استفادة المستثمر من مزايا , فهناك امتيازات واضحة تترتب عن التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية, و هو برهن عليه كل من قروبل (1968) Grubel Sarent و Levy سلونيك (1974) Solnik⁴³. حيث أكدت الدراسات التي اعتمدت على تحليل العائد المتوقع وتباين ذلك العائد في الاستثمارات التي تتم بين الأسواق المالية العالمية إلى انه يمكن تحقيق مكاسب ضخمة من التنوع الدولي, من حيث العوائد من المحافظ الاستثمارية أو من خلال الانخفاض في المخاطر⁴⁴.

⁴¹ نظرية المحفظة، منتدى الاستثمار والتمويل، 2005 نسخة الكترونية على الموقع:

<http://majdbaqr.com/arabic/portfolio/pmpt-arb.html>

⁴² : نوزاد الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص181 182.

43- Michael J brennan and H.henry cao ,international portfolio investiment flows ,the journal of finance, volIII,n=5,december1997,p151.

مالية , الدار الجامعية , القاهرة , 2002, , 396

, نهال فريد مصطفى , جلال العيد,

44

أن البعض يشير إلى أن تحقق منافع من وراء التنوع يرتبط بشكل كبير بدرجة الارتباط بين الأسواق.⁴⁵

و يتم التنوع الدولي للمحفظة الاستثمارية سواء كانت خاصة بمستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي من ثلاث زوايا وهي:

-إن الحافز الرئيسي من وراء الاستثمار هو الحصول على معدلات عوائد في الدول الأجنبية أعلى من العوائد المحلية. كذلك يقوم المواطنون في دولة ما ب هذه السندات أعلى منها في السوق المحلية، وتعتبر هذه الخطوة الطريق البسيط المباشر لتعظيم تنوع الأصول والأدوات الاستثمارية.

- تنوع جغرافي أي توزيع المحفظة الاستثمارية في عدة دول.

- تنوع العملات، إذ يسبب التنوع الجغرافي في أصول المحفظة الدولية أيضا التي تقيم بها هذه الأصول المالية، في هذا السياق قام كل من برنان Cao Bernnan 1997 ببناء نموذج فيما يتعلق بشراء الأسهم الأجنبية والذي وجد بأنه يتخذ دالة متزايدة مع العائد على مؤشرات أسواق الأسهم الأجنبية⁴⁶، وهو ما أ Bohn تيزار Tesar 1996 هناك ارتباط و وموجب بين تدفقات الاستثمار ا

47

كما إن احتواء المحفظة المالية للمستثمر على أوراق مالية لشركات تمارس نشاطها في أقطار مختلفة، من المتوقع أن يكون معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية الم

مثيله

أخرى تتضمن فقط أوراق مالية تصدرها شركات تمارس نشاطها في قطر واحد .

وتجدر الإشارة هنا، إلى انه هناك اختلاف بين عائد الاستثمار الأجنبي ، حيث أن في هذه الحالة لا يقوم فقط بشراء الأوراق المالية ، يشتري أيضا عملة الدول الأجنبية

التي تقيم بها هذه الأوراق. هو ما يعني بعبارة أخرى أن المستثمر الأجنبي يحصل على نوعين من الأوراق المالية و عائد آخر في العملة الأجنبية والذي يكون نتيجة التغير في

، بالرغم من أن هذا العائد قد يكون موجبا وقد يكون سالبا.

- تخفيض درجة المخاطرة، فبالرغم من أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية ينطوي على مخاطر إضافية، إلا أن التنوع الدولي الجيد والذي يبنى على أساس معاملات الارتباط بين الأسواق المالية من شأنها تخفيض هذه المخاطر وتجاوزها. إذ يمكن للتنوع الدولي إلى جانب التخلص من المخاطر غير

45- Stin classens, « Equity Portfolio Investisment in developping countries,policy research working », the world bank ,February,1993,p04.

46- Richard Porters ,Hélène Rey, the determinants of Gross-Border,Equity Flows,NBER,London, 2001,(disponible sur le site:http://ssrn.com) ,p04.

47- Kenneth A.Froot,Paul G.J.O,Connel,Mark S,Seasholes, “the portfolio flows of international investors”, Journal of Financial Economic, nb 59,2001,p152.

. فالتخلص من المخاطر غير المنتظمة هي ميزة التنوع الجغرافي للأوراق المالية والتي تمكن وبشكل كبير من تجاوز هذا النوع من المخاطر حتى وان كان يع الجغرافي بالك بالتنوع الجغرافي على المستوى الدولي. وعلى سبيل , نجد أن مخاطر النشاط للشركة يتوقف على مدى تقلب حجم المبيعات , ومن غير الممكن أن تكون هناك علاقة قوية بين تقلب حجم المبيعات لشر . ما فيما يتعلق بالمخاطر غير : , فإنه من غير المتوقع أن يكون هناك تماثلاً فيها حتى ولو كان ذلك على مستوى شركات تعمل في نفس الدولة. المنتظمة فإنه بإمكان المستثمر التخفيض والحد منها من خلال التنوع الدولي, إذ أنه من غير المتوقع خاصة في الارتباط بين , فيها أن يكون هناك تماثل في . فالمغيرات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية والى غير ذلك من المخاطر المنتظمة مستقلة ولها صفة الخصوصية في كل دولة. وهو ما يؤكد بان المخاطر التي تتعرض لها محفظة منوعة تنوعاً دولياً لا بد و ن تكون اقل من تلك المخاطر التي تتعرض لها محفظة تتكون من أوراق مالية لشركات محلية فقط.

وفي هذا الاتجاه, يشير فرنسيس Francis أنه لو كانت أسواق رأس المال متماثلة في كل شي للتنوع الدولي تأثير يذكر على تخفيض المخاطر. فميزة التنوع الدولي تأتي من الاختلاف في ظروف . فهناك تباين في الأنظمة السياسية والقواعد المنظمة لسوق العملات الأجنبية, إلى جانب تباين الدول من حيث مرحلة الدورة الاقتصادية التي تمر بها وحجم و اتجاه تغير سعر صرف عملتها. - قد يكون الهدف من وراء الاستثمار لمحفظة بالنسبة للمستثمر دافع آخر وهو المضاربة في الأسواق المالية التي تنسم بتواضع مستوى الكفاءة ومن ثم البحث عن الأوراق المالية ذات التسعير الخاطئ وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية قد لا يستطيع المستثمر ن يحصل عليها في السوق المحلي. لهذا نلاحظ أن بعض ت المالية الكبرى ذات الإمكانيات الهائلة والمهارات الفنية والتحليلية المرتفعة تدخل إلى الأسواق الأجنبية ضعيفة الكفاءة. وتكون عادة هذه الأسواق , مما يؤدي إلى تقلبات سعرية عنيفة في معظم الأحوال, وعادة ما ينجحون هؤلاء يتمتعون به من خبرة و دراية في تحقيق عوائد غير عادية, حيث يقوم المضارب عادة بالدخول من التعاملات بسرعة مستغلاً حركة الأسعار قصيرة الأجل.⁴⁸

ومما لاشك فيه أن مضاربة المستثمر الأ ه تحقيق خسارة يمني بها , أو بمعنى آخر الأرباح الهائلة التي تحققها المؤسسات المالية الأجنبية,

يتحملها المستثمر قليل المعرفة والخبرة ,حيث انه من المعروف أن منطق السوق هو تحقيق المعادلة الصفرية وبمقتضاها تكون مكاسب طرف تعاد ,وعليه فان الأرباح غير العادية التي يحققها المستثمر الأجنبي في الأسواق المالية الناشئة من شأنها انتقال صريح للثورة خارج حدود الإقليم.

- كما يمكن أن يشكل هذا النوع من الاستثمار الأجنبي مصدرا مهما للتمويل الدولي,حيث يتضمن قدر تقل فيه السيطرة الأجنبية مقارنة بأنواع الاستثمار الأجنبي المباشر.فتقوم الدول المضيفة بالحصول على التمويل الأجنبي هذا عن طريق التمويل الدولي من خلال إصدارها سندات ذات قيمة معينة وبأسعار فائدة معينة في , وهو ما كانت تعمل به معظم الدول النامية لعدم تطور هذه الأسواق فيها, و لعدم إقبال الأجانب على التعامل في أسواقها المحلية.⁴⁹

أيضا يمكن أن يكون للاستثمار المحف في دور كبير في تطوير سوق الأوراق المالية. رغم انه يجب أ الحيطه والحذر فذ لمحفظي ممكن أن تكون له تأثيرات سلبية عند البلدان التي تمارس الانفتاح غير مقيد لهذا النوع من الاستثمار. ما حدث في الأرجنتين, الشيلي, وروغواي في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات, والمكسيك والبرازيل وروسيا وبعض دول جنوب ش آسيا في تسعينات القرن الما , الذي جلب لها الانفتاح غير المسبوق بتحرير القطاع المالي إلى مالية.⁵⁰

يحقق الاستثمار لمحفظي منافع عديدة للدول المستقبلية له,فهو يسهم إسهاما فعالا في تنشيط أسواق أوراقها المالية وفي تطويرها أيضا وذلك من خلال:

- المساهمة المباشرة في تمويل الشركات المحلية إما في صورة إقراض للتمويل () مشاركة في الملكية (أسهم). يث يشير اتجاه تدفقات الاستثمار المحفظي الأجنبي خلال الماضية والى يومنا هذا إلى أهمية هذه التدفقات كمصدر للتمويل الخارجي للدول النامية والدول في طور

- المساهمة في زيادة سيولة الأوراق المالية, حيث يستطيع المستثمر شراء الأوراق المالية ثم بيعها بسرعة والحصول على أمواله متى أراد,مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع قيمتها الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات, وهو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية.

- تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير قواعد المحاسبة ونظم التقارير وعلى ,وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي خاصة

49- Henri Bourguinat, « Finance Internationale » , 4 édi ,éd:Thémis Economié , Paris,1999,p111.

المؤسسي بمستوى متقدم من القواعد والإجراءات التنظيمية للتعامل, وأيضا طلبه توافر مستوى لتسوية والمقاصة والحفظ والإيداع,

الذي يؤدي إلى زيادة نمو و

- يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة جديدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الإتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أ ب المزيد من التدفقات و زيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار الأجنبي.⁵¹

- خلق مجموعة من الأدوات المالية التي تعزز تنمية العرض و الطلب في السوق بحيث تصبح سوق الأوراق المالية على درجة ملائمة من العمق و السيولة كما توفر مجموعة من الأدوات الكفيلة التي تجعل عملية تقديم الخدمات المالية إلى السوق عملية جذابة و مجدية من الناحية الإقتصادية. هذا كله يساهم تطوير البنية التحتية لأسواق رأس المال المحلية و في توفير وفورات الحجم التي تؤدي في النهاية إلى تخفيض تكاليف المعاملات.

- ن التنوع الدولي في الإستثمار المحفظي الأجنبي يقلل من إحتمال حدوث أزمات مالية و العجز عن تسديد الديون.

- رار يتعرض لها المستثمر نتيجة

الاستثمارية. أو هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو

لمحفظي يمكن ذكر أبرزها في ما . و هناك عدة مصادر لل

يلي⁵²: مخاطر الفائدة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر التضخم، المخاطر السوقية، المخاطر السياسية، و مخاطر أخرى كمخاطر التسويق، مخاطر عدم السداد أو مخاطر إدارية.

هنا، فإنه يتعين على الدول المتلقية للاستثمار، أن تشجع الأنواع طويلة الأ حيث أنها تساهم في النمو الاقتصادي لهذه الدول و تقلل من مخاطر تقلب أنواع المحفظة.

51 أميرة حسب الله محمد، ددات الإستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الإقتصادية العربية، 46 47.

52 إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العملية، ، ، ، 2004، 62.

: تأثير العولمة المالية في المدى البعيد.

مع عقد التسعينات لوحظ المزيد من التحرير المالي بين الأسواق المالية وتدفق هائل لرؤوس الأموال في عدة أشكال، هذا ما يعني مزيد من العولمة المالية، والتي أدت في الأخير إلى حدوث أزمات مالية ذات آثار ضخمة، ولكي يمكن لنا تصوير الإطار العام للأزمة المالية، فإن هذا يستلزم منا بحث ماهية هذه الأزمة لتعريف بها والوقوف على حقيقتها ثم التعرض بعد ذلك لبيان نطاقها من خلال استعراض أسبابها وبيان أهم أثارها على الاقتصاد العالمي وسنحاول أن ندرج هذا في مطلبين.

: ماهية الأزمة المالية.

للتعريف بالأزمة المالية، يتطلب منا التعرض أولاً للمفهوم التقليدي للأزمة المالية، ثم المفهوم الحديث لها، رغم أنه لم يحدد لها تعريف خاص، وحسب رأي المؤلفين والاقتصاديين يرجع ذلك إلى الاختلاف بين الأزمات المالية بين حقبة وأخرى.

4 تعريف الأزمة المالية:

عادة الأزمة لغة تعني تأزم الشيء، أي اشتد الشيء وضاق، ويقال أزمة سياسية، اجتماعية، مالية... أما اصطلاحاً فهي تعني مرحلة حرجة ناتجة عن خلل في النظام الذي يصاحبه تطور سريع في الأحداث

وفي إطار هذا المعنى، يمكن تعريف الأزمة المالية التي تواجه الدولة بأنها عبارة عن موقف فيه درجة عالية من التهديد المفاجئ للمصالح المالية وغير المتوقع من قبل صانعي القرار وتشير الدراسات هذا، إلى ضرورة توفير ثلاث شروط في الظروف التي تحدث الأزمة وهي:

التهديد للمصالح الأساسية للدولة، والحاجة إلى التدخل السريع من مصدر القرار⁵³.
وكما قلنا سابقاً تعريفها يختلف من حقبة إلى أخرى، ففي المفهوم التقليدي يعرف كينز الأزمة المالية بأنها تدهور مفاجئ وسريع في الكفاية الحدية لرأس المال، هذا التفسير جاء منبثقاً لما عايشه كينز في فترة الركود
1929⁵⁴.

أما عن المفهوم الحديث الآن وتزامناً مع العولمة المالية وتعرض الأسواق المالية للأزمات المالية، أصبحت تعرف بالتدهور الحاد في الأسواق المالية ومن أبرز سماتها فشلها في أداء مهامها الرئيسية والذي ينعكس على قيمة العملة وأسعار الأوراق المالية⁵⁵. ومن وجهة نظر⁵⁶، الأزمة المالية هي تدهور أو انخفاض مفاجئ في طلب المستثمر على الأصول التي تلعب دوراً هاماً في الاقتصاد.

53 - إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009 18 19.

54 - مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب، القاهرة، مصر، 2002 200.

55 - عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص200.

56 عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية)، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2005 32.

- الأصول المالية عالية المخاطر (كالأصول العقارية)
 - تسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك.
 - غياب الشفافية والإفصاح.
 - (الديون الخارجية قصيرة الأجل) لما لها من أثر سيء على الـ
المالية، بسبب سهولة دخولها إلى الدولة وخروجها منها.
 - غلبة سيطرة صناعات معينة على سوق الأوراق المالية.
 - انخفاض الاكتتاب في أسواق الأوراق المالية⁵⁹.
- وتشير الدراسات إلى أن التوسع المغالي في منح الائتمان المحلي بمعدل يزيد ع معدل نمو النقود ينتج عنه فقدان في الاحتياطي من العملات الحرة، مما يجعل العملة الوطنية مطمعا لهجمات متتالية من المضاربات، قد تؤدي إلى استنزاف الاحتياطي النقدي من العملات الحرة.
- ولكن، بعض هذه المؤشرات لا تعمل جيداً في أغلب الأحيان في محيط الهزات والصدمات المالية خارجية المنشأ، إذن فكيف تنتشر الأزمة؟
- في هذا الصدد يود المحللون وصناع السياسة في الولايات المتحدة بوجه خاص، الوقوف أمام معرفة السبب في أن بعض الأزمات تبدو معدية، وكذا معرفة السبب في أن بعض أسواق المال المشتركة والبارزة تبدو عرضة للعدوى في حين لا تتعرض أسواق أخرى لهذه العدوى، ويمكن تبرير اهتمام الولايات المتحدة بالعدوى المالية العالمية من ناحية بالفشل الذريع واسع الانتشار في أسواق المال وهو فشل يهدد بالخروج عن إطار سياسات دول الأسواق المالية الناشئة تلك السياسات الموجهة نحو فتح الأسواق المحلية أمام الـ الخارجية وعدم التحكم في هذه الأسواق ومراقبتها، ومن ناحية أخرى، بتشابك العلاقات الاقتصادية وتداخل الروابط التجارية والمالية بين الدول في العصر الحديث الذي يؤدي إلى سرعة انتشار عدوى الأزمات المالية من الدول التي تنشأ بها هذه الأزمات إلى دول أخرى، ويرتبط انتشار هذه العدوى بمدى قوة تلك الروابط.
- ونتيجة لبعض المحللين والاقتصاديين ، تم وضع أربعة نماذج للعدوى المالية والتي نصنفها في الجدول :

14: يمثل النماذج الأربعة للعدوى المالية.

إمكانية منع وقوع الأزمة	إمكانية التنبؤ بالأزمة	آليات التحول في الأزمة المعدية
ضعيف	جيد	<ul style="list-style-type: none"> • نموذج الروابط الاقتصادية: تؤثر الأزمة في الدولة الأولى على الأساسيات في
جيد		<ul style="list-style-type: none"> • نموذج الوعي المتزايد: تكشف الأزمة في الدولة الأولى الأساسيات الضعيفة في الدول
ضعيف	جيد	<ul style="list-style-type: none"> • نموذج تسوية محفظة الأوراق المالية: تقوي الأزمة في الدولة الأولى وحدة النقد الأساسية للمستثمر.
	ضعيف	<ul style="list-style-type: none"> • القطيع: الأزمة في الدولة الأولى تسبب سلوك القطيع بواسطة المستثمرين.

: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، مرجع سبق ذكره، ص34.

وما نستخلصه من هذه النماذج، انه وحتى الدول التي تظهر القليل من المؤشرات التقليدية للتعرض للأزمات المالية التي أضحناها سابقاً ربما لديها ما يدعو للقلق تجاه العدوى المالية ذات الأسباب الخارجية.

ويمكن توضيح هذه النقطة بفحص سلوك مجموعة مؤشرات تقليدية على وجود الأزمة في مجموعة دول جنوب شرق آسيا ولأغراض المقارنة نختار عام تقويمي هو 1994 1996 كفترات زمنية مرجعية العام 1994 الذي يسبق انهيار البيزو المكسيكي، والعام الثاني سنة 1996 الذي يسبق انهيار عملة تايلندا

نسبة مئوية:

تايلاندا		الفلبين		ماليزيا		اندونيسيا		
96	94	96	94	96	94	96	94	
6.7	8.7	5.5	4.4	8.2	9.2	7.8	7.5	* النمو الحقيقي للدخل القومي
2.5	1.3	7.4	8.4	2.5	2.5	7.2	2.8	*
1.9 -	22.1	17.7	18.5	7.5	23.1	9.7	9.9	*
7.9 -	5.6 -	4.3 -	4.6 -	5.2 -	24 -	3.5 -	16 -	/*
1.1	3.1	4.9	10.4	1.9	1.3	2.3	2.3	* القيمة الحقيقية للتبادل.
4.8	4.1	8.9	10.5	4.4	5.5	7.5	7.3	*
12.6	12.9	15.8	26.8	21.4	14.7	29.6	20.2	*
99.3	91.7	68.8	48.5	93.3	76.1	23.2	20.5	* المحلية/
-	7.5	3.3	4.2	3.9	8.1	8.8	12.5	*نسبة القروض غير العقارية.
26.7	28.5	15.3	13.9	17.9	22.2	22.1	19.7	* الاحتياطات العالمية.

: عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، مرجع سبق ذكره، ص42.

ما يبدو من الجدول أن كثير من مؤشرات سنة 1996 بالنسبة لأندونيسيا وماليزيا والفلبين قد أوضحت أن هذه الاقتصاديات ما زالت مزدهرة ومنتعشة، ففي ماليزيا على سبيل المثال رغم التدهور في الذ الفترة ما بين سنة 1994 1996 (7.2%)، وفي الفلبين تشير أغلب المؤشرات . وكانت هناك علامات على زيادة التوسع في الإعتمادات المحلية في الدول الأربعة، ولكن المؤشرات الدالة على وجود مشاكل كانت تتركز في تايلاندا، ومع ذلك فإنه بمقارنة دقيقة مع أزمة البيزو المكسيكي، فإن أسواق العملة والأسهم في أندونيسيا وماليزيا يبين قد عانت من أضرار المشاكل التي وقعت في تايلاندا حتى قبل الانهيار الحقيقي للعملة التايلاندية في جويلية 1997.

ف الأزمات المالية أزمات عينية أزمات نقدية مصرفية () ديون⁶⁰ .

3 تصنيف الأزمات المالية:

تصنف الأزمات المالية حسب القطاع الذي تظهر فيه لذلك يمكن تقسيمها إلى:

3 1 الأزمات العينية: هذه الأزمات يعكسها الميزان التجاري للدولة، حيث يقيس مقدار وارداتها، وكلما كان هناك عجز في الميزان التجاري، احتاجت الدولة إلى التدخل لزيادة صادراتها، من خلال زيادة الإنتاج العيني للسلع والخدمات، فإذا لم تنجح في هذا، وتزايد العجز في ميزانها التجاري سنة بعد أخرى، كانت النتيجة تزايد مستمر في ديونها الخارجية.

3 2 الأزمات النقدية: تنتج الأزمة النقدية بصفة أساسية بسبب زيادة تكلفة الائتمان، وزيادة معدل الفائدة على القروض المحلية والخارجية التي تحصل عليها الدولة وتزايد معدل التضخم بها، ذلك أن حصول النامية على قروض من الدول والجهات الأجنبية يعني إلتزامها بسداد أصول هذه القروض وفوائدها في آجال استحقاقها.

الاقتراض بمعدلات فائدة متغيرة، فإن أي تغير في سعر الفائدة على العملات الأجنبية بالزيادة يؤثر سلباً على قدرة الدول المدينة على السداد، وهنا تنشأ الأزمة المالية.

ويرتبط بذلك تغير سعر صرف العملات الوطنية في مواجهة العملات الأجنبية، بل وتغير سعر صرف العملات الأجنبية الحرة في علاقتها ببعضها البعض، إذ أن ارتباط عملة الدولة بالدولار على سبيل المثال، وتغير سعر صرف الدولار في مقابلة العملات الحرة الأخرى يؤثر على قيمة العملة الوطنية ايجاباً أو سلباً. كما أن ارتفاع معدل التضخم للعملة الوطنية يؤدي إلى انخفاض قيمتها في مواجهة العملات الأجنبية لأخرى، وبالتالي تكون تكلفة الدين الخارجي بالنسبة لها كبيرة، مما يبنى بقرب حدوث أزمة مالية.

3 3 () : تحدث هذه الأزمة عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة

بلد ما إلى تخفيض قيمتها إلى هبوط حاد فيها، ترغم البنك المركزي للدفاع عن العملة ببيع مقادير ضخمة من احتياطياته، رفع سعر الفائدة بنسبة كبيرة، ويميز بعض المحللين بين أزمات العملة ذات الطابع القديم وبين أزمات العملة ذات الطابع الحديث، إذ أن الأولى تبلغ ذروتها بعد فترة من

مما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قيمة العملة، أما في الحالة الثانية فإن القلق الذي ينتاب المستثمرين وقلة ثقتهم يمكن أن يؤدي في مناخ الأسواق المالية والرأسمالية الأكثر تحرراً وتكاملاً إلى الضغط سريعاً

3 4 الأزمة المصرفية () : تحدث هذه الأزمة عندما يؤدي اندفاع فعلي أو محتمل على سحب

الودائع من أحد البنوك بإيقاف قابلية إلتزاماتها الداخلية للتحويل أو إلى إرغام الحكومة على التدخل لمنع

⁶⁰ إبراهيم العزیز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 24 25.

ذلك، بتقديم دعم مالي واسع النطاق للبنوك وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتاً أطول من أزمات العملة ولها آثار كبيرة على النشاط
رة نسبياً في الخمسينات والستينات
بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعاً منذ السبعينات و أصبحت

إضافة إلى أن بعض الدراسات تشير إلى أن خلال فترة 1980 1996 أزمات في الجهاز المصرفي
ما لا يقل عن ثلث دول الأعضاء في صندوق النقد الدولي⁶¹، حيث تصاعدت أزمات البنوك في الولايات
المتحدة الأمريكية وكندا وشمال أوروبا وجنوب شرق آسيا وإفريقيا وأمريكا اللاتينية وقد حدثت كل تلك
الأزمات في ظل العولمة المالية.

3 5 أزمة الديون: تحدث أزمة الديون إما عندما يتوقف
عندما يعتقد المقرضون أن
التوقف عن السداد ممكن الحدوث، ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض
الديون بدين تجاري () أو دين سيادي ()

يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل

وتتسم هذه الأزمات عموماً بدرجة كبيرة من الترابط فيما بينها كما تتسم بالتتابع في بعض الحالات، وقد
تتزامن عناصر أزمات العملة والبنوك والديون في آن واحد على النحو الذي حدث في حالة الأزمة
المكسيكية والأزمة المالية الآسيوية عام 1997.

4 تحليل الأزمات المالية:

سنعرض لبعض الأزمات التي حدثت عبر تاريخ النظام المالي العالمي و ما تمتاز به هذه الأزمات أنها
تختلف باختلاف أسبابها و مداها عبر مراحل تطورها. و إن كانت أولى التقلبات و الأزمات هذه ظهرت
بداية نشوء الأسواق المالية في القرن السابع عشر.

1 4 (1797 1720 1637)⁶²

1637: في فبراير 1637

إفلاس المضاربين واعتبرها المؤرخون أولى الأزمات الناتجة عن المضاربة.

1720: حدثت أزمتهن متتاليتين تفرق بينهما بضعة أشهر بفرنسا وانجلترا بخصوص أسهم الشركات
التي تستغل موارد العالم الجديد، سببها شركة " " "لوو الفرنسية"، ففي فترة قصيرة
جداً، ارتفعت أسعار الأسهم من بضع جنيهات إلى مائة جنيه، هذا ما شجع المضاربين إلى دفع هذه
في نهاية النصف الأول أكثر من ألف جنيه.

⁶¹ الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سبق ذكره، ص 44 45.
⁶² . الداوي الشيخ، مداخلة تحت عنوان "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها"
" 14 13 2009 3.

1797: حدثت يوم 26 فبراير 1767، بعد أن عرف بنك إنجلترا انحصار في الاحتياطي وقرر تعليق التعامل نقداً، فخلق الذعر بين المواطنين والشركات الذين سارعوا إلى سحب مدخراتهم وأرباحهم من البنوك وبالتالي التسبب بإفلاس جماعي وهي أول أزمة ناتجة عن الذعر الجماعي.

2 4 **(1873 1836 1825 1819 1810):**

1810: بعد حصار إنجلترا من طرف نابليون، سقط نظام الائتمان بها خاصة وأنها لم تستطع تحصيل حقوقها على شركات جنوب أمريكا ما سبب سيولة وموجة بطالة تبعتها ميلاد حركات نذب التآلية في المصانع.

1819: هي أو أزمة مالية بالولايات المتحدة الأمريكية، نتج سياسة النقشف التي فرضها البنك المركزي الأمريكي. 1812

1825: المضاربة الشديدة على الاستثمارات المتواجدة بأمريكا اللاتينية (البنوك، التأمينات، بناء (...، انحدرت قيم أسهمها انحداراً شديداً في بورصة لند فأفلست بنوك عديدة وأكثر من 3300 مؤسسة، فتركزت هذه الأزمة في بريطانيا العظمى ، وتعتبر هذه الأزمة أولى الأزمات ا

1836: شهدت إنجلترا انهيار آخر للبورصة بعد قرار الرئيس الأمريكي " اشتراط بيع الأراضي مقابل معادن ثمينة، وهو ما شكل ضربة قاضية للمضاربة في سوق العقار بأمريكا، وبما أن البنوك الأمريكية كانت تقترض من بريطانيا فقد تلقت هذه الأخيرة الجزء الأصعب من الصدمة قبل أن تنتقل الأزمة إلى أمريكا في حد ذاتها سنة 1837.

1873: 9 1873 فيينا والنمسا بدأتا ما يسمى بفترة الكساد الكبير للاقتصاد بسبب المضاربات الضخمة التي لم تقابلها سوى ضمانات متدنية إلى أنها لم تكن مغطاة اقتصادي حقيقي مما سبب انهياراً كلياً انتشر ألمانيا، أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية.⁶³

4 3 عرض أزمات القرن العشرين:

1929 1933: بعد الأزمة التي اجتاحت معظم دول العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى، شهدت فترة ما بعد الحرب نوعاً من الاستقرار النسبي في العلاقات النقدية والمالية الدولية، لكن هذا الاستقرار ما لبث أن اختفى مع انفجار الأزمة الاقتصادية العالمية (1929 1933).
أزمة الكساد الكبير هذه، أول أزمة مالية عالمية ذات أثار بالغة في جميع المجالات، ويمكن القول أنها كانت السبب في تغيير البناء الهيكلي للنظام المالي د جاءت هذه الأزمة سنة 1929
فترة شهدت فيها الولايات المتحدة ازدهار غير مسبوق خاصة مع الفترة (1920 1926) التي تزايدت فيها ربح المتراكمة للشركات الكبرى والبنوك فتم توظيف جزء كبير منها

في سوق الأوراق المالية ما ساهم في جلب المزيد من الازدهار والانتعاش إلى السوق الأمريكية مقارنة مع الأسواق الأوروبية.

لتيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لذوي الدخل المنخفضة تمكن الكثيرون من 1929 كانت أسعار الأسهم قد تضاعفت أربع مرات خلال خمس 42% واستمر هذا الاتجاه المتصاعد في أسعار الأدوات المتداولة حتى بداية سبتمبر من نفس العام حققت الشركات المتعاملة زيادة كبيرة في قيم محافظها الاستثمارية قدرت بحوالي 50%.

حذر العديد من الاقتصاديين من انفجار الفقاعة المالية لأنه تبين أن هذا الاتجاه اللولبي التصاعدي لا يمكن أن يستمر حدث هذا بالفعل. 18 1929 هبطت الأوراق المالية في البورصة بشكل كبير ومفاجئ، شهدت البورصة فيضاً من البيوع للأسهم والسندات حيث بيع في يوم واحد ست ملايين سهم. وانخفضت الودائع لدى البنوك الأمريكية بمقدار 33%، كما انخفضت عمليات الخصم مرتين، وكان عدد البنوك التي أفلست منذ بداية عام 1929 1933 40% إجمالي عدد البنوك الأمريكية⁶⁴، فاستمر سوق الأوراق المالية في الانهيار حتى بلغت خسارة البورصة في نيويورك 30 مليار دولار وعرفت أسعار الأوراق المالية انخفاضاً بـ 90% أسعار الأسهم الرئيسية 99%. انهيار البنوك والبورصة هذا أدى إلى ضياع الكثير من مدخرات المودعين خاصة الصغار منهم، و انهيار الأسواق المالية الأمريكية تدهور عام في المؤسسات المصرفية والأسواق المالية الأوروبية والذي بدأ بانهيار أحد السويسرية فعم الكساد والبطالة كافة اقتصاديات الدول الأوروبية.

ومما أسهم في تفاقم الأزمة العالمية الكبرى واستمرار شدتها لأربع سنوات، هو⁶⁵ انتشارها وبالتالي عدم شفافية العمل في الأسواق المالية، هذا فضلاً عن قيام المضاربين بمخاطر كبيرة لم يتم الحساب لعواقبها السيئة، وكل ذلك خلق حالة من الفزع المالي وانهيار الثقة بالوسطاء والمؤسسات

1987: وراق الأوروبية لأزمة حادة جراء انهيار الأسعار في بورصة وول ستريت في نيويورك يوم 19 1987، وقد امتدت آثار هذا الانهيار بسرعة إلى آسيا، ففي هذا اليوم اندفع المستثمرون مرة واحدة إلى بيع أسهمهم، وسرعان ما انتشر الذعر إلى باقي بورصات العالم، وكانت الخسائر كبيرة، حيث بلغت في بورصة نيويورك 26% وكانت الخسائر كبيرة، وفي هونغ كونغ وبروكسل 11%⁶⁶.

⁶⁴ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الثاني، الجزائر، 2000 101.

⁶⁵ . هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 264 265.

⁶⁶ - ضياء مجيد الموسوي، الأزمة الاقتصادية العالمية 1986 1989، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1990 87. 142

وقد اعتبرت الأزمة النقدية والمالية في أكتوبر 1987 الأعنف بعد الأزمة الاقتصادية الكبرى سنة 1929 كما يعتقد أن الإعلان عن إحصائيات التجارة الأمريكية هو المتسبب في الانهيار الحاصل. السريع الذي سجلته بورصة وول ستريت والأرقام القياسية الجديدة في حجم بيع وشراء الأوراق المالية، أدى إلى تحول كبير في سلوكية البورصات، بحيث تعرضت أسهم 5000 الأمريكية إلى خسارة قدرها 490 مليار دولار. وكانت الاحصائيات الجديدة تبين أن العجز التجاري الأمريكي قد توسع بشكل لم يكن متوقعاً، حيث بلغ 16.5 مليار دولار في شهر سبتمبر 1987 استنتج المستثمرين أن الولايات المتحدة الأمريكية ستعمل على دفع الصادرات وتحديد الواردات من خلال تخفيض قيمة الدولار في أسواق الصرف الدولية، وهذا ما يقلل من قيمة الموجودات بالدولار ويدفع ضماناً، وهو ما ساهم في زيادة عرض الأصول المالية خاصة الأسهم ومنه انهيار سعرها. كما راح غالبية المستثمرين إلى استبدال الأصول المالية طويلة الأجل (أسهم) بأصول قصيرة الأجل () بحثاً عن ضمانات أكبر، وتجنباً لمخاطر تقلبات قيم الأسهم.

وهناك عدة عوامل ساهمت ف 1987 1929، وهذه العوامل هي كما يلي: 67

- التطور الكبير في نشاط الأسواق المالية الدولية.
- قوة الروابط بين الأسواق المالية الدولية.
- ضخامة الصفقات والعمليات في هذه الأسواق.
- تنوع الأصول المتعامل بها.
- التقنية العالية المتعامل بها في إدارة العمليات والأنشطة.
- سرعة أداء العمليات خلال الأساليب الحديثة في الاتصال، الأمر الذي أدى إلى سرعة انتقال الأزمة

1989: منذ انهيار أسواق الأوراق المالية في أكتوبر 1987

البورصة الأمريكية عما كانت عليه سابقاً، فخلال سنة 1988 تأرجحت سوق الأسهم الأمريكية في حدود ضيقة دون أن يكون لها اتجاهاً محدداً، فبدأت الهيئات المستثمرة تفضل أمان التوظيفات قصيرة المدى على غلة الأسهم غير المؤكدة، فعلى مدى سنة 1988، باعت الهيئات المستثمرة العامة أسهماً أمريكية بحوالي 7 مليار دولار، كما قام الأفراد بتصفية ما يعادل 105 مليار دولار، وفي خلال أشهر قليلة بعد الأزمة، قامت الشركات وبشكل لم يسبق له مثيل بعمليات الاندماج أو الافتراق والبيع وكانت النتيجة تقليل العمليات و التنظيم الهيكلي.

وفي هذا الإطار، اشترت الشركات سنة 1988، أسهما بحوالي 113 مليار دولار وتراجع تمويل البورصة الأمريكية من خلال هذه المبالغ بنسبة 25%، كما بلغ حجم عمليات الاندماج 200 مليار دولار أغلبها أموال مقترضة، الأمر الذي أدى إلى وصول حجم ديون الشركات الأمريكية إلى 2000 مليار دولار.

وفي يوم 13 1989 الاضطرابات إثر إعلان الحكومة الأمريكية عن إحصائيات تشير إلى تصاعد حدة التضخم، وارتفعت أسعار الجملة والتجزئة خلال شهر سبتمبر بنسبة 9% 5% . كما جاء في التقارير احتمال قيام بنك الاحتياطي الفدرالي بتخفيض أسعار الفائدة. وفي صبيحة هذا اليوم، فقد " من قيمته حوالي 7 % عن اليوم السابق، كما فقد مؤشر "نيكي" بطوكيو حوالي 1.8% أيضاً من قيمته، وفي لندن أضع مؤشر "فايننشال تايمز" 6.4% من قيمته، أما في باريس فقد تراجع مؤشر " " 7%⁶⁸.

أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997:

تعدت الأزمة الآسيوية نطاقها الإقليمي وباتت تشكل أزمة عالمية متعددة الأبعاد (- ديون مالية ومصرفية). وقد تميزت الأزمة الآسيوية بخصائص فريدة بالمقارنة بأي أزمة اقتصادية أخرى، ولعل أهم هذه الخصائص ما يلي:⁶⁹

- أنها حدثت في أسرع مناطق العالم نمواً.
- أنها حدثت بشكل مفاجئ وعنيف وحاد وبدون أي تدرج.
- ونظراً للروابط القوية بين اقتصاديات دول شرق آسيا، كان من الطبيعي أن تنتقل الأزمة بين الدول الآسيوية والتي بدأت عملاتها الوطنية تعاني من التدهور المستمر، وسبق ذلك بقليل انهيار أسعار الأوراق المالية في بورصاتها.

ولعله يكون من الصواب التوقف عند كل دولة من دول المنطقة التي تأثرت بالأزمة الآسيوية تايلاند كونها أول من بدأت بها شرارة الأزمة.

- **تايلاند :** بدأت بوادر الأزمة الآسيوية في شهر جويلية 1997 من تايلاند، أين العملة في عاصمتها بانكوك بالمضاربة على خفض سعر البات التايلندي، وذلك بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى إلى زيادة طلبات البيع بكميات هائلة، وشكل هذا بدوره ضغوطاً شديدة في اتجاه خفض قيمة العملة التايلاندية، وعندما فشلت الحكومة التايلاندية في الحفاظ على قيمة العملة الوطنية بعد أن تآكل احتياطي النقد الأجنبي لديها، لجأت إلى خفض رسمي في قيمة العملة، فنتج عن هذا القرار وبصورة فورية تراجع حاد في أسعار الأسهم حيث قرر المستثمرون الأجانب الانسحاب من سوق الأوراق المالية التايلاندية.

ويرجع إشتداد الأزمة من جويلية 1997 إلى شعور المتعاملين والمضاربين واقتناعهم بضعف الأسواق المالية وتدهور القطاع المالي والنقدي في تايلاند⁷⁰.

فك ارتباط عملتها الوطنية بالدولار الأمريكي، فشرعت في تعويمها. وتبع ذلك في نفس اليوم 20%، وكان تراجع مستوى الاحتياطات النقدية التايلاندية العملات هو احد الأسباب التي عجلت تعويم البات، إذ انخفض من 32 بليون دولار عام 1996 إلى 6.6 بليون دولار عام 1997 وهو مستوى لم يكن يكفي لتغطية قيمة الواردات التايلاندية لمدة ستة أسابيع. كما ساهم في تعويم البات ارتفاع حجم الديون الخارجية التايلاندية إلى 89 بليون دولار منها 73 بليون دولار ديوناً على القطاع الخاص⁷¹.

- **ماليزيا:** لو قارنا ماليزيا بدول جنوب شرق آسيا التي تعرضت للأزمة لوجدنا أن الاقتصاد الماليزي رفض لجوئه إلى صندوق النقد الدولي. ذلك أنه، عندما انتقلت الأمة المالية إلى ماليزيا وسقطت عملتها أمام الدولار في نهايتها اعترفت القيادة السياسية فيها بقيادة زعيمها د. ماهتير محمد بتفشي الفساد وبأن الانهيار الاقتصادي

وكانت هذه مكاشفة مهمة أمام الذات، ساعدت ماليزيا على مواجهة أزمته المالية بنفسها، حيث لجأت إلى تغيير سياستها من تعويم سعر الصرف قبل الأزمة إلى سياسة سعر الصرف الثابت. مع فرض قيود على حركة رؤوس الأموال الموجهة للاستثمار المباشر، والتوجه نحو دفع حافظلة على أقل الخسائر من حيث انخفاض قيمة عملتها، بحيث لم تتجاوز 19% فقط من هذه القيمة قبل الأزمة فضلاً عن استطاعتها تحقيق معدلات نمو، وإن قلت نسبتها، اقتصادها من الركود⁷².

20 بليون دولار لدعم الرينجيت بعد أن انخفضت قيمته.

و مع هذا أدى ما تقدم، الماليزي، فاستنزفت الأزمة نحو 137 بليون دولار

خلال أشهر قليلة، الأمر الذي دفع الحكومة الماليزية إلى إرجاء تنفيذ العديد من مشروعات البنية التحتية مع وضع قيود على واردات السلع الاستهلاكية وعلى خروج رؤوس الأموال⁷³.

- **أزمة أندونيسيا:** المال كثيراً بعد قرار الحكومة توسيع نطاق سعر صرف الروبية من 8%

12% 14 جويلية عام 1997 يم الروبية مع خفض سعر صرفها، إذ أنه أقل من ثلاثة أشهر من بداية الأزمة فقدت الروبية أكثر من 27% من قيمتها، الأمر الذي دفع الجمهور إلى التهافت على شراء الدولار والسلع، ودفع المستثمرين إلى تصفية استثماراتهم وقد سجل سوق الأسهم في جاكرتا انخفاضاً كبيراً. واصلت العملة الأندونيسية تذبذبها وانخفاضها إلى

⁷⁰ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 281.

⁷¹ عاطف وليام أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 265.

⁷² إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 39.

⁷³ عاطف وليام أندراوس، نفس المرجع السابق، ص 266.

الروبية 3005 روبية لـ 28 1997 23.61% 1
 1997. 15 1997، بلغ الانخفاض في سعر الروبية الأندونيسية 24.6% مقارنة بقيمتها في
 31 ديسمبر 1996 وقد استمر الانخفاض في سعر الروبية الأندونيسية نتيجة للاضطرابات السياسية
 والاقتصادية التي مازالت تعاني منها أندونيسيا⁷⁴.

- أزمة كوريا الجنوبية: في كوريا الجنوبية، فقد أدت بعض العوامل السلبية التي يعاني منها الاقتصاد القومي
 كالعجز في ميزان المدفوعات والزيادة في الديون الخارجي، إلى زيادة الضغوط على سعر صرف الون
 الكوري، وأدى تزايد عمليات المضاربة على سعر العملة الكورية إلى انخفاض الون الكوري.
 1997 قيمته في مواجهة الدولار الأمريكي. وخلال الستة أشهر

التالية لبداية الأزمة فقد رأس المال السوقي بالبورصة الكورية بما يقرب 50% من قيمته.
 إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في كوريا⁷⁵. الأمر الذي دفع العديد من المستثمرين الأجانب إلى
 الكورية. من جهة أخرى، بلغت قيمة الديون المشكوك في تحصيلها لأكثر تسع مؤسسات
 مالية ما يقرب من أربعة أضعاف رؤوس أموالها (376% منها)⁷⁶. فترتب على تراكم هذه
 السياسات المالية الخاطئة، أن فقد المستثمر الأجنبي الثقة في الجدارة الائتمانية للنظام المصرفي لهذه.

- أزمة الفلبين: قبيل الأزمة، قامت شركة واحدة با تراض مبالغ كبيرة قدرت قيمتها بـ 150 مليون
 دولار أمريكي بهدف ظاهري هو استثمارها في مجال تجارة الأجهزة الكهربائية، ورغم أن مصادر هذه
 القروض كانت من ثلاثة عشر بنكاً وطنياً، فإن أيّاً من هذه البنوك لم يت
 الاقتراض كان المضاربة في سوق العقارات بالفلبين، ونظراً للمخاطر العالية التي تحيط بمثل هذا النوع
 من الأنشطة، فقد تعثرت الشركة في سداد مديونياتها، فأثر ذلك على الكفاءة المالية لهذه البنوك.

كما أن عملة الفلبين تأثرت هي الأخرى، فقد انخفضت من 26.35 بيزو للدولار إلى 28.2 بيزو للدولار،
 7% خلال أسبوعين ثم استمر الانخفاض حيث وصل سعر صرف البيزو الفلبيني للدولار

28 1997 13.9% مقارنة بقيمته في 1 جويلية 1997
 32.25 بيزو للدولار في 28 26.4% كما كان عليه في
 1 جويلية⁷⁷ 1997. 6 يناير 1998 71.5% من قيمته ما كان عليه سابقاً⁷⁸.
 كذلك عرفت دول أخرى قريبة جغرافياً من منطقة دول جنوب شرق آسيا أزمات أثرت على جوانب الحياة
 الاقتصادية والمالية فيها، وهي كل من اليابان و روسيا.

⁷⁴ عبد الحميد عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص282.

⁷⁵ عاطف وليام اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص266.

⁷⁶ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص38.

⁷⁷ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص282.

⁷⁸ عاطف وليام اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص267.

أزمة دول أمريكا اللاتينية:

يرجع المحللون الاقتصاديون بأن أسباب الأزمات التي وقعت في أمريكا الجنوبية متشابهة نوعاً ما بحيث يمكن حصرها في العوامل التالية:

- ز في ميزان المدفوعات.
-
- ضعف جهاز الرقابة المصرفية.
-
- السياسات المتبعة في
- رسملة ضعيفة للقطاع المصرفي.

ولقد أثبتت التجربة من خلال أزمة دول أمريكا الجنوبية أن الدول التي كانت تتبع نظام الصرف بإمكانها تحويل أزمة ميزان المدفوعات إلى أزمة مصرفية ومالية، والعكس صحيح، لأن استعمال التضخم كوسيلة لتخفيض قيمة العملة المحلية قد يؤدي إلى التخفيض في القيمة الحقيقية لموجودات البنوك، وهذا قد يكلف الكثير في ظل نظام ثابت، وقد يكون بدون جدوى في حالة تثبيت العملة المحلية على أساس الدولار. وسوف نتناول أزمة دول أمريكا اللاتينية بالتفصيل.

- **أزمة المكسيك:** لقد تضررت المكسيك على نحو قاس خلال أزمة المديونية في عقد الثمانينات من القرن و لكنها قد مرت بإصلاحات كبيرة تضمنت سياسات التحرير الاقتصادي والمالي كالانفتاح على المنافسة الأجنبية رفع التنظيم الحكومي

و نتيجة لهذه الإصلاحات، المستثمرون الأجانب بتوظيف أموالهم بكثافة في المكسيك التي خصص يزيد عن 90 مليار دولار بين 1990 1993. ثلثا هذه الاستثمارات تقريبا كان على شكل استثمارات المحفظة المالية، و نظرا لتحرير القطاع المالي من القيود لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، إلى زيادة المعروض من رؤوس الأموال في الأسواق المحلية فتوسعت البنوك في منح الائتمان⁷⁹. في حين سيطر الوهن على قطاع الإشراف و الرقابة على البنوك، و تخلت الحكومة المكسيكية من المؤهلين في القطاع 1982 على إثر انتشار عمليات التخصيص التي شهدها هذا القطاع وعدم مراعاة نوعية المساهمين الجدد فيه⁸⁰.

ولو تمعنا فيما وراء هذا التدفق الهائل الاستثمار الأجنبي عددا من العوامل الداخلية والخارجية. الخارجي هو تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة ودخول المكسيك في اتفاقية نافتا "NAFTA" المستثمرين الأجانب، العوامل الداخلية الأساسية فتمثلت في ازدياد الناتج المحلي بمعدل 3,1% سنويا بين 1988 1994 6%.

⁷⁹ - شذا جمال خطيب ،

⁸⁰ - إبراهيم عبد العزيز النجار،

.32

لكن الملاحظ أن الرساميل دخلت مجددا إلى المكسيك (بعدها هربت من المكسيك باتجاه الولايات المتحدة الأمريكية أثناء أزمة الدين في الثمانينات و أعاد الأثرياء المكسيكيون أموالهم إلى وطنهم متوقعين تحسن الوضع في التسعينات). كانت بغالبها قصيرة الأمد هادفة إلى الحصول على الربح السريع عبر المضاربات المالية في الأسهم و الأوراق المالية و جزء بسيط منها فقط أستخدم لخلق موجودات مادية كالمصانع و وهكذا فإن المكاسب كانت وهمية أكثر منها حقيقية.

ومع التوافر المتزايد للرساميل الأجنبية التي أخفت حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية و تزايد الاعتماد عليها، واجهت المكسيك هبوطا حادا في الادخار المحلي الذي تراجع بنسبة 82% 1988 و 16% 1994. و التي استخدمت هذه الأموال لتمويل استهلاكها المتزايد للمواد المستوردة. بالرغم من أن عمليات التصدير من المكسيك تزايدت في هذه الفترة إلا أن فاتورة الواردات تصاعدت بسرعة أكبر متسببة بعجز في الحساب الجاري بما يقارب 30مليار عام 1994. كان هذا الارتفاع في العجز الحسابي الحالي غير مسبوق في التاريخ الحديث حتى في أعقاب أزمة الدين بالمكسيك عام 1982، فإنه لم يتجاوز 8مليار د ، كما أن قرار التخفيض لسعر العملة يعني المخاطرة بالاحتياطات عملات أجنبية لدى و هذا الذي حدث بالمكسيك حين تدخلت الحكومة ببيع جزء من احتياطات العملة الأجنبية لديها من 25.4 مليار 1993 6,3 مليار دولار 1994.

في هذه الفترة، حصل تطوران هامان (واحد اقتصادي والآخر سياسي)⁸¹أديا إلى انهيار البيزو لاحقا. بدأت معدلات الفائدة بالارتفاع في الولايات المتحدة بالتزامن مع انتعاش اقتصادي مما أدى إلى هروب الرساميل قصيرة الأمد بصورة مفاجئة من المكسيك إلى أسواق الولايات المتحدة المالية. ثانياً، عانت المكسيك في هذه الفترة سلسلة من الاضطرابات السياسية أضعفت ثقة المستثمرين فأدخل كل هذا، الاقتصاد المكسيكي في ركود حاد 1993 لمكسيك بالتباطؤ وأسعار الأسهم وصلت إلى قمته في فيفري عام 1994. ومع كل هذا فقدت عملة البيزو المكسيكية نصف قيمتها في أربعة أشهر، انخفضت من حوالي 3.5 7 للدولار الأمريكي الواحد. الحكومة المكسيكية عملتها قامت بإنفاق 50 بليون دولار في احتياطات الصرف الأجنبي دعماً للبيزو ومع نهاية عام 1994 كانت الحكومة المكسيكية قد أنفقت كامل احتياطاتها من الصرف⁸². مما جعلها أياالحكومة أمام خيار صعب وهو تخفيض قيمة البيزو وفي 31 ديسمبر 1995 40% من قيمتها في منتصف 1994.⁸³

⁸¹ - بن سعيد محمد، العولمة والتكتلات الاقتصادية من المنظور الجزائري، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص تحليل

اقتصادي، جامعة سيدي بلعباس، دفعة 2008 2009 84 85.

⁸² - محمد صالح القريشي، المالية الدولية، مرجع سبق ذكره، ص 240 241.

⁸³ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 276.

ولو نظرنا إلى المشكلة الأساسية الكامنة وراء أزمة سعر الصرف في الاقتصاد المكسيكي من ناحية التحليل الاقتصادي الكلي لوجدنا أن المغالاة في تقييم البيزو المكسيكية والعجز الكبير في الحساب الجاري والذي مولته التدفقات الرأسمالية الكبيرة أدت إلى عدم ظهور حقيقة العجز في ميزان المدفوعات وانخفاض المدخرات الخاصة كلها كانت الأسباب الكامنة وراء أزمة المكسيك.

يمكن القول أن أزمة المكسيك التي حدثت عام 1994 أثارت تساؤلات عميقة حول قدرة الاقتصادات الناهضة والأسواق الناشئة على التكيف مع الصدمات الخارجية التي تحدث في ظل العولمة المالية ؛ التحرير الاقتصادي والتحرير المالي والتحول لاقتصاديات السوق. ومدى فاعلية هذه الأخيرة في مواجهة تلك الصدمات وما تحدثه من أزمات إثر ذلك، بل وكشفت تلك الأزمة عن ضعف إدارة السياسات النقدية وسياسة سعر الصرف في التعامل مع تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل.

- أزمة الأرجنتين: لقد عاش الاقتصاد الأرجنتيني مشاكل حادة مع بداية الثمانينات ومع استمرار التضخم بنسب عالية، أصبح الاتجاه المنصب على الدولار الأمريكي كبير لنفادي الخسارة الناتجة عن التضخم، إضافة إلى ذلك ازدياد العجز في ميزانية القطاع العمومي. ومع بداية التسعينات بدأ في تنفيذ خطة الاستقرار الاقتصادي الجديدة، التي دعمت بإصدار قانون جديد يقضي بتحرير العملة المحلية وجعلها قابلة للتداول في سوق الصرف مع بداية سنة 1991.

ولقد ساعد قانون تحويل العملة الجديدة على تخفيض التضخم من رقمين إلى رقم واحد وساعد في تحسين الاقتصاد الكلي، بحيث ارتفعت نسبة النقود إلى الناتج الداخلي من 7% إلى 19% 1990 إلى 1994 كما كانت الزيادة في الودائع و تم الحصول على قروض خارجية مدعمة بنمو قوي في الفترة ما بين 1991 و 1994 ما سبب في ارتفاع توزيع القروض المقدمة من القطاع المصرفي إلى القطاع الخاص. إذ تراوحت نسبة القروض منسوبة إلى الناتج المحلي الخام من 12% إلى 18% 1991 إلى 1994. إن الازدهار الذي لوحظ في هذه الفترة، خصوصاً الزيادة في توزيع القروض كانت أغلبها تأتي من الخارج، كما كانت هذه القروض توجه إلى توسيع قاعدة الاستهلاك المحلي في السنوات التي أعقبت تحرير العملة المحلية وجعلها قابلة للتداول ساهم كل هذا في تدهور الاسعار جراء الارتفاع الفعلي في سعر الصرف وإلى عجز كبير في الميزان التجاري كما ارتفعت الودائع بالعملة الاجنبية إلى حوالي 60 مرة مقارنة بـ 4 مرات بالعملة المحلية في بداية التسعينات. ولقد ازداد هذا الاتجاه في النمو إلى سنة 1994 إذ أصبح ما يقارب 60% من الودائع لدى النظام المصرفي بالعملة الصعبة. وبما أن الأرجنتين كانت تعاني من العجز في الميزان التجاري منذ سنة 1990، فإن القيود التي فرضت على التحويل الخارجي الذي جاء كنتيجة للتذبذب في السوق المحلية زاد الأمر تعقيداً بخصوص الوفاء بالالتزامات الخارجية وتمويل العجز في الميزانية، ولقد خلق ذلك شعور بالقلق لدى المستثمرين الاجانب والمودعين.

الأرجنتينية قد بدأت، وكان أول من تأثر بها هي المؤسسات المالية الكبيرة بإفلاسها بعد سحب الودائع من خزائنها وبالتالي عدم قدرتها على التعامل في السوق، وعند انتشار الخبر بإفلاس هذه المؤسسات الكبيرة، بدأ أغلب المودعين في البنوك الإقليمية والبنوك الصغيرة سحب راتهم مما أدى إلى إعلان أزمة مالية بالنسبة للبنوك، نتج عن كل هذا، ارتفاع أسعار الفائدة في السوق وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج ما اضعف الاحتياطي الأجنبي لدى البنك المركزي. وكان من الأسباب التي أدت إلى سحب الودائع من النظام المصرفي هو فقدان الثقة في برنامج الحكومة نتيجة عجز ميزانيتها وثقلها بالديون الخارجية ما عجل كله بإفلاس البنوك، وقدرت الخسارة التي تكبدها البنك 1995 ما يقارب 5 ملايين دولار من احتياطي الصرف الأجنبي.

ويمكن القول، أن أثر الأزمة المصرفية في الأرجنتين قد انصب بالخصوص على وتوسع كبير في منح القروض قبل نشوء الأزمة، إذ يستنتج من ذلك أن البنوك التي تسعى إلى انتهاج سياسة توسعية عن طريق تطبيق أسعار الفائدة مرتفعة هي التي يمكن اعتبارها أخطر من غيرها⁸⁴.

الأرجنتين وأزمة المكسيك قد تزامنا في نفس الفترة، حيث أنه كان لأزمة البيزو المكسيكي في 1994 1995 قيمة في الأرجنتين المالية، ففي ظل نظام مالي ضعيف ومعدلات تبادل غير مرنة و اعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبي قصيرة الأجل، أظهرت الأرجنتين الكثير من النتائج غير المبشرة بالخير. كما هو الحال في المكسيك، فإن أسواق الأسهم والسندات في الأرجنتين عانت الكثير من الخسارة نتيجة هروب رأس المال وصولاً إلى عجزها عن سداد ديونها كما وضحنا سابقاً.

لكن قبل ظهور الأزمة، كان الإقتصاد الأرجنتيني في حالة جيدة ففي الفترة ما بين 1991 1994 7.7% وانخفض معدل التضخم من ذروته 20.66%

1990 3.9% 1994، وبلغت التدفقات الرأسمالية للدخل 25 بليون

الاستثمار الأجنبي في الفترة الزمنية 1994 1990 1994، كان ترتيب الأرجنتين خامس سوق من بين الأسواق التي ظهرت في العالم الأكثر جذباً لتدفقات الاستثمار الأجنبي وجاء ترتيبها بعد المكسيك، ماليزيا، الصين وتايلاندا. ولو رجعنا للأزمة المكسيكية لوجدنا أن التخفيض الحاد في قيمة العملة في ديسمبر 1994 كانت له نتائج مدمرة وفورية ذات تأثير كبير على النظام المالي الأرجنتيني، ونظرياً فإن ذلك يتفق المتزايد. وبما أن هناك أوجه شبه بين اقتصاديات الأرجنتين والمكسيك جعلت المستثمرين يخشون من تكرار ما وقع في المكسيك، ظهرت أزمة ثقة في أسواق المال بالأرجنتين أدت إلى تدهور حاد

في احتياطات الأرجنتين. ولتقليل الضغط ولاستعادة الثقة راح البنك المركزي ينفذ خطة التحول الاحتياطيات من البيزو إلى الدولار، وأعيد بناء وهيكل النظام المصرفي في الأرجنتين رغم هذا فإن النظام 7 بليون دولار، الذي تم تغطية 4 منه فقط باحتياطي البنك المركزي الأرجنتيني.

وعلى ما يبدو، فإن تفسير تعرض أسواق المال الأرجنتينية للعدوى من قبل المكسيك يعود إلى ضعف النظام المصرفي الأرجنتيني، من أسباب ضعفه المشاركة الكبيرة من جانب الحكومة في النظام المصرفي، ارتفاع نسبة القروض غير الفعالة، ضعف النظام المحاسبي المعمول به في البنوك، وفقدان الثقة في البنوك من قبل جمهور المتعاملين معها الذي يعتبر أهم سبب وراء الانسحاب المفاجئ للودائع أثناء الأزمة.

وعلى ما يبدو، فإن الأرجنتين لم تسلم من سلاسل الأزمة المالية فقد تعرضت إلى أخرى فترة 2001 2002 وهذه المرة كانت لها آثار وخيمة على الصعيد السياسي أدت إلى الحكومة والرئيس بعد أن تم 20% وبتخفيض أجور العمال في القطاع العام بنسبة 13% لمواجهة تكاليف الاقتراض اتجاه صندوق النقد الدولي بقيمة 1.3 مليار دولار في إطار برامج الإصلاح.

وكان من أهم مخلفات أزمة الأرجنتين 2001 2002 ركود اقتصادي كبير، بلغ فيه معدل نمو 4.4% 16% . في حين المديونية الخارجية للأرجنتين بلغت نسبة 56% 2000. وعجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات بلغ هو الآخر نسبة 3.1% 2000 2.1% 2001 85

وكان من أبرز الحلول التي اقترحتها صندوق النقد الدولي أمام الأرجنتين لتخطي الأزمة، تخفيض قيمة "البيزو" كان السمة البارزة في نظام صرف الأرجنتين منذ عام 1993.

هذا الاقتراح، يهدف تحسين القدرة التنافسية لصادراتها وتقليص الواردات لاسترجاع التوازن لميزان . فكانت النتيجة أن تدهورت قيمة "البيزو" منذ بداية الأزمة حتى نهايتها عام 2002 70.3%

1 : 1بيزو = 0.2967 : 1 : 1بيزو = 0.2967 . إلا أن هذا التخفيض لم يوف بأهدافه ذلك أن الأرجنتين لم يعد قادراً على تمويل الواردات بعد نفاذ المدخرات من الصرف زمن الأزمة إضافة إلى هذا، ضعف الميزة التنافسية لصادراته، فزاد الطلب على القروض الخارجية التي كانت الحل الوحيد والمؤقت لتحسين الأوضاع الاقتصادية للبلد. وبالتالي يمكن القول أن سياسة صندوق النقد الدولي كانت تعسفية زاد الطين بلة.

- أزمة فنزويلا: خلال الثمانينات، عرف اقتصاد فنزويلا ضعفا في الأداء، لم يتجاوز نمو الناتج

6 24% 1980 1988 1%

نسب معدلات الفائدة المطبقة ضعيفة و موجهة فقط إلى القروض المدعمة إلى القطاعات الاقتصادية ذات الأولوية مثل :

خلال هذه الفترة، عرفت أسعار الفائدة الحقيقية اتجاها سالباً ما شجع هروب رؤوس الأموال إلى الخارج بما ذلك تحويل العملة المحلية إلى عملة صعبة و استثمارها خارج البلاد.

أمام تدني الوضع، وفي أواخر الثمانينات، قامت الحكومة بمبادرة تهدف إلى تحرير أسعار الفائدة واللجوء إلى ميكانيزمات السوق .

. مع بداية 1993 .
حتياطي النقدي انخفاضا شديداً، فقام البنك المركزي بتجديد الخناق على عملية الائتمان وكانت نتيجة ارتفاع وانخفاض القروض لدى القطاع كساد الذي عرفه الاقتصاد خلال هذه الفترة .

من ناحية النظام المصرفي الفنزويلي فنظراً لتميزه بوجود عدد كبير من البنوك المتخصصة صعبت المراقبة المصرفية. ما أدى للبعض منها إلى الإفلاس و لتفادي أزمة مصرفية أخرى قامت الحكومة بتقديم ضمانات إلى المودعين و تحملت التكاليف التي تكبدتها البنوك، رغم

مالية فإن النظام المصرفي الفنزويلي بقي على حاله، الذي تأخر كثيراً في اتخاذ إجراءات هادفة إلى إصلاح . و نظراً لتمييز النظام المصرفي الفنزويلي بسيطرة البنوك الخاصة التي تمثل حوالي 90%

البنوك العمومية في غياب البنوك الأجنبية، غابت و انعدمت المنافسة مع البنوك الأجنبية، هذا ما جعل تكلف الخدمات المصرفية في تزايد مستمر.

ومع بداية سنة 1994، اندلعت الأزمة المصرفية في فنزويلا والتي جاءت بعد إفلاس "بنكولاتينو".
عدوى الإفلاس إلى البنوك الأخرى، قام البنك المركزي الفنزويلي بتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزام 15% 12% 1994. غير أن ذلك، لم يمنع الاسمرار في سحب الاحتياطات من البنوك، وهروب رؤوس الأموال و فقدان جزء هام من الاحتياطي الأجنبي لدى البنك المركزي.

عدم التأكد التي طغت على السياسة الاقتصادية المتبعة من طرف الدولة و التي كان الصرف الأجنبي، تخفيض قيمة العملة المحلية، وكذلك تجميد الودائع لدى النظام المصرفي.

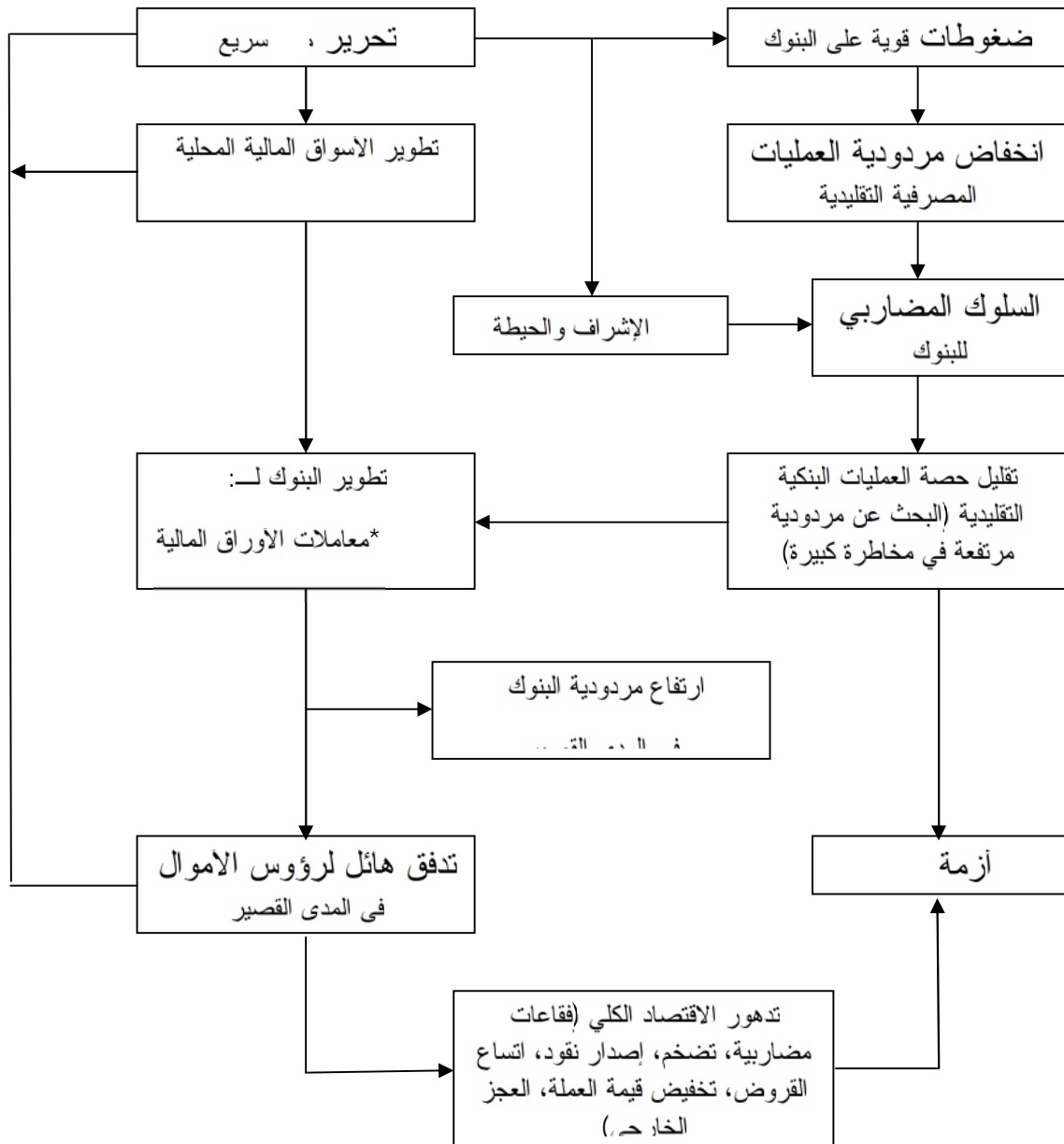
1994 تحديد معدل صرف العملة المحلية مقابل الدولار و مراقبة أسعار الصرف بالنسبة للحسابات الجارية و حسابات رأس المال.

الدستور حتى يسمح ذلك بإعادة تأمين بعض المؤسسات المصرفية المفلسة. أين لوحظ ارتفاع كبير في حصة البنوك العمومية و لقد وصلت التكلفة المتعلقة بإعادة رسملة و تدعيم البنوك التي تم إفلاسها و كذلك دفع . و كذلك ارتفعت الديون العمومية 4%

المحلية من 7% 1993 16% 1995. إضافة إلى ذلك، فإن الأزمة المصرفية أدت إلى ارتفاع

معدلات التضخم و الانخفاض في النمو الاقتصادي و رجوع معدلات الفائدة الحقيقية إلى سلبية بعد أن كانت أيضا انخفاض شديد في معدل الربح لدى القطاع المصرفي. و إن تمعنا في الأزمات السالفة الذكر و التي حدثت في الأسواق الناشئة، لوجدنا أنها تتشابه من حيث الأسباب فالتحرير المالي غير التدريجي و المضاربة و النظام البنكي الضعيف كلها عوامل و ان كانت تشكل بمثابة منظومة متكاملة من حيث عناصر التأثير و التأثير في اندلاع الأزمة. و المخطط التالي يوضح فرضية الارتباط بين التحرير المالي، سلوك المضاربة و الأزمة البنكية.

5: يمثل فرضية الارتباط بين التحرير المالي، سلوك المضاربة و الأزمة.



:

Luis Miotti, et Dominique plihon, économie internationale, revue CEPIL, n=° 85, 1^{er} trimestre, 2001, p13.

المطلب الثاني: حقيقة وجوه الأزمة المالية الحالية

إن الوقوف على حقيقة الأزمة المالية العالمية يقتضي منا البحث في الإطار الزمني لهذه الأزمة وكيفية نشأتها وظروف تطورها من أزمة محلية إلى أزمة عالمية ومدى تأثير التشابك في العلاقات الاقتصادية الدولية على انتشارها بالصورة التي آلت إليها، ما جعلها تؤثر على كل اقتصادات العالم، وفي مقدمتها الاقتصادات المتقدمة.

1 نشأة وتطور الأزمة المالية الأمريكية:

يكاد يجمع العالم بجميع قاراته على مسؤولية الولايات المتحدة الأمريكية عن الأزمة المالية العالمية، وهو ما لم تنكره الولايات المتحدة نفسها وإن أكدت في نفس الوقت على مشاركة المجتمع الدولي لها في حدوث هذه الأزمة، وعلى ضرورة مشاركته لها في مواجهتها والتغلب عليها. ونظراً لمكانة الاقتصاد الأمريكي بين اقتصادات العالم وكونه ما يزال رائد هذه الاقتصادات، فقد كان لتشابك العلاقات الاقتصادية بينه وبين غيره خاصة المتقدم، الأثر الواضح في تعدي آثار الأزمة المالية إلى جميع أنحاء العالم، في وقت قياسي لم يكن أحد ليتوقعه.

ويمكن القول، بأن بذور الأزمة بدأت تبرز للوجود منذ سنة 2002، حيث اتبعت الحكومة الأمريكية شعاراً يقتضي بتملك كل مواطن أمريكي لسكنه، ولتحقيق هذا الهدف، قامت بتخفيض معدلات الفائدة بشكل كبير، الأمر الذي أدى إلى تهافت البنوك في تمويل الزبائن الذين يرغبون في شراء ارات بمساهمات أولية ضعيفة و بأجال طويلة تصل إلى 45 سنة، وبذلك بدأت أسعار العقارات في التصاعد التدريجي.

هذان العاملان (انخفاض معدلات الفائدة وارتفاع أسعار العقارات) أدى بالكثير من البنوك في التمادي في تقديم القروض لتمويل شراء العقارات بغض النظر عن الالتزام بمعايير الجودة الائتمانية والشروط التي كان يجب أخذها بعين الاعتبار عند منح القروض، مثل الهوامش الائتمانية بين قيمة العقار وقيمة القرض، والتأكد من وجود دخل دائم لدى الزبون وقدرته على استرداد الأقساط الشهرية، بل أن هذه البنوك لجأت إلى شركات التأمين لتغطية مخاطر عدم التسديد كبديل للهوامش الائتمانية⁸⁶.

و خلال عام 2006، ازدهر العقار الأمريكي وشرعت البنوك الأمريكية في منح القروض الرهنية العقارية ذات المخاطرة الكبيرة، فهي قروض ممنوحة لبيوت أمريكية لا تقدم ضمانات مالية للحصول على قرض عادي. وكانت البنوك تعتقد أنها تستطيع دائماً وضع يدها على المنزل وإعادة بيعه، ربما بثمن أكبر إن عجز المقترض عن التسديد. وفي هذا العام، حوالي 40% من القروض العقارية التي منحتها البنوك الأمريكية هي قروض فيها مخاطرة كبيرة. والمعروفة بالقروض العقارية من الدرجة الثانية، حيث أن هذه القروض، استرداد المبالغ المقرضة مشكوك فيها نظراً لطبيعة الشروط الهزيلة

التي تم الاتفاق عليها عند منح القروض وتسمى عادة بـ Sub-prime، وللإشارة فإن القروض العقارية من الدرجة الأولى فهي تخضع لشروط اختيارية مضبوطة تسمح لمناح القرض من استرجاع أمواله عند الضرورة.

وبما أن الازدهار كان يمس القطاع العقاري بأمريكا، فإن البنوك ومنها بنك "ليمان بروذرز" أعطت قروضاً أكبر بكثير من الأصول التي تملكها، ومن جهة المواطنين الأمريكيين تشجعوا على الاقتراض بدون ضمانات لقروضهم، وعندما حان وقت دفع أقساط القروض للبنوك عجزت العائلات الأمريكية عن السداد، وعجزت البنوك عن تسديد المسحوبات على الودائع لديهم من قبل العملاء، وبما أن حوالي ما نسبة قدرها 75% من الأمريكيين استفادوا من الحصول على هذه القروض العقارية، فإن ذا سبب في استفحال الأزمة، ما أدى إلى مشكلة نقص حقيقية في السيولة على مستوى الجهاز المصرفي، وتوالت الإفلاسات البنكية في الولايات المتحدة الأمريكية فبلغت الخسائر في أهم عشرين بنكا 1300 مليار دولار فقط في 2007. فاضطرت البنوك المركزية والحكومات إلى التدخل وإنقاذ البنوك، فتم ضخ 700 مليار دولار في الولايات المتحدة لخمس سنوات قادمة حسب مخطط وزارة الخزانة الأمريكية⁸⁷. وبما أن القلق بدأ يزحف إلى المتعاملين في سوق الأوراق المالية، بدأت قيم الأسهم هي الأخرى بالانخفاض لدى الكثير من البنوك الكبرى المنحصصة في الإقراض العقاري خلال الفترة من أكتوبر حتى ديسمبر سنة 2007. ما دفع البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض سعر الفائدة بنسبة 75% لتصل إلى 3.5% 22 2008 من أجل احتواء الأزمة.

ولم تقتصر الأزمة المالية على البنوك التي منحت القروض بطرق غير سليمة بل تعدتها إلى المؤسسات المالية وشركات التأمين بعد أن عجز المستفيدون من تسديد مستحقاتهم الشهرية نظراً لارتفاع معدلات الفائدة، سواءً أكان ذلك في الولايات المتحدة أو خارجها⁸⁸.

وفي هذا الصدد، يرى "كيفن فيليبس" "المال السيء" أن هناك عاملين رئيسيين يتعلقان بالبنية الاقتصادية الأمريكية يقفان وراء الأزمة المالية الحالية. فيقول خلال العقود الثلاثة الماضية توسعت الخدمات المالية من 11% من إجمالي الناتج المحلي إلى 21% في الولايات المتحدة، في الوقت الذي تراجع فيه قطاع التصنيع من 25% إلى 13% في نفس الفترة. وأدى هذا الاعتماد الكبير للاقتصاد الأمريكي على قطاع المال إلى توسع الدين في القطاعين العام والخاص إلى درجة مؤذية ومدمرة، ويقول إن الإدارة السيئة لقطاع الخدمات المالية في الولايات المتحدة لم تسبب خيبة أمل للشعب الأمريكي فحسب، لكنها تسببت أيضاً في أن يجر النظام الراسمالي العالم كله إلى أزمة مالية خانقة.

⁸⁷ عبد المجيد بوزيدي، ملخص حول الأزمة المالية العالمية، جريدة الشروق، ليوم الأحد 2008/10/05 .7

⁸⁸ . ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010 .9

فانتشرت الأزمة المالية العالمية من الولايات المتحدة الأمريكية إلى دول العالم بسرعة كبيرة عن طريق الأسواق المالية العالمية (البورصات) نظراً للتكامل الاقتصادي الكبير الذي تعرفه هذه الأسواق وعلى خلاف الأزمات المالية السابقة التي اندلعت في التسعينات والثمانينات من القرن الماضي والتي مصدرها الدول الناشئة خصوصاً دول شرق آسيا ودول أمريكا الجنوبية والوسطى.

ولو قارننا بين الأزميتين الآسيوية (1998) والأزمة الحالية (2007)، فإنه ستكون أمام خلفية عوامل مشتركة: وفرة السيولة بشكل كبير بسبب التدفق الكبير لرؤوس الأموال الأجنبية، نمو اقتصادي معتبر و التدهور في منح القروض للمؤسسات والأفراد.

2 عولمة الأزمة المالية الأمريكية:

لو أردنا إلقاء الضوء على تداعيات الأزمة المالية الأمريكية عالمياً، لوجدنا أن انتقال عدوى الأزمة بدأ في المملكة المتحدة شهر فبراير سنة 2008، مما اضطر الحكومة البريطانية إلى تأمين أحد أكبر البنوك بها وهو بنك "توذن روك" ليكون أول بنك للاقراض العقاري في بريطانيا تؤممه الحكومة البريطانية.

ومع توجه الأزمة إلى المزيد من الانكماش في مجال منح الائتمان، أصاب الركوند سوق العقارات في بريطانيا. وشبهها البعض في ذلك الحين بحرب الاستنزاف، التي تسقط خلالها الشركات الضعيفة تبعاً، لذل خفض البنك المركزي لانجلترا سعر الفائدة الأساسي إلى 5%، في هذه الفترة، نبه انجلترا المركزي إلى خطورة الأزمة على المستوى الدولي، وارسل اشارة واضحة للمؤسسات المالية في أوروبا بأهمية التدخل، فبدأت البنوك بتوجيه اهتماماتها للقطاع المصرفي في اتجاه الاندماج بين البنوك المتخصصة التي طالت العشرات من البنوك والمؤسسات المالية العملاقة التي يبلغ عددها في الولايات المتحدة الأمريكية وحدها بعد شهرين فقط من انفجار الأزمة المالية، تسعة عشر بنكاً عملاقاً.

عقب هذا، أعلن البنك البريطاني "اليانس أندلايستر" 14 يوليو أن بنك "سانتندر" الإسباني قام بشراؤه 1.33 مليار جنيه استرليني (بما يعادل 1.66 مليار يورو) فقط مع زيادة رأسماله بواقع مليار جنيه استرليني. وهكذا، توالى عمليات اندماج البنوك بعد أن تم افلاس بعضها بسبب إجماع البنوك عن إقراض بعضها البعض.

هذا ما حصل في إيسلندا، فأعلنت الحكومة شراء 75% من رأسمال بنك "جلينتير" ثالث أكبر بنك في الدولة بقيمة 600 مليون يورو.

وفي ألمانيا، تدخلت الحكومة لإنقاذ بنك "هيبو ريل استيت"، وهو بنك خاص متخصص في المجال العقاري من الإفلاس، من خلال فتح خط ائتمان بقيمة 35 مليار يورو بكفالة الدولة بصورة رئيسية.

ولم تسلم اليابان من هذه الأزمة، حيث أعلنت الشركة التأمين اليابانية 'ياماتو' افلاسها 9 أكتوبر سنة 2008 ما أدى قيام البنك المركزي الياباني بمضاعفة السيولة النقدية التي اعتاد ضخها يومياً، تقريباً، منذ اندلاع الأزمة، حتى بلغ مجموعها في تاريخ إفلاس هذه الشركة نحو 26 مليار دولار أمريكي. ثم تعدت الأزمة إلى هولندا، حيث انهار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية العملاقة 'فورتس' في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، لكن السلطات المالية في بلجيكا ولوكسمبورغ وهولندا قررت ضخ ما مجموعه 11.2 مليار يورو لتمويل هذه المؤسسة مقابل حصص في رأسمالها.

3 أسباب الأزمة المالية العالمية:

اختلفت آراء الاقتصاديين حول مدى صلة الأسباب الحقيقية للأزمة المالية بجوهر النظام الرا. فعزاها البعض إلى هذا النظام في ذاته، وأكد على أنها تعبر عن فشله وعدم صلاحيته، ودلل على ذلك بتواتر الأزمات المالية التي يشهدها ذلك النظام على الدوام، وعلى تسارع هذه الأزمات رويداً رويداً، بحيث أصبحت خطأها أسرع في السنوات الأخيرة، مما يؤكد في عقيدته، على تعرض النظام الرأسمالي للأزمات المالية والهشاشة المالية بشكل دوري، بموجب آلية عمل هذا النظام داخليا⁸⁹.

في حين ذهب اتجاه آخر إلى خروج النظام الرأسمالي عن دائرة هذا الاتهام، مؤكداً أن ضعف الرقابة على المؤسسات المالية هو السبب الحقيقي لهذه الأزمة⁹⁰. وهنا راح الكثيرون يلقوا باللوم الشديد على صندوق النقد الدولي، واتهموه بالضعف وبالتسبب في التقصير حيث أرجعوا السبب في ذلك إلى تغير الظروف الدولية التي واكبت إنشاءه دون أن يصاحبها تغير مماثل في آلية العمل به. في حين يقول البعض انه لا يمكن إسناد أي تقصير لدور الصندوق في الأزمة العالمية بسبب ان الولايات المتحدة، منشأ هذه الأزمة، وغيرها من الدول المتقدمة الأخرى، كانت دوماً على رأس الدول الراضة للدور الرقابي للصندوق على مؤسساتها المالية، معتبرة أن تقدمها يشفع لها في ذلك، ويضمن لمؤسساتها المالية التعالي على مراقبة صندوق النقد الدولي لبرامجها.

والواقع، وكإشارة فقط، فإن مؤشرات هذه الأزمة كانت واضحة وترشح لقيامها، ويمكن القول بتوافر معظم المؤشرات المتصلة بالخصائص الهيكلية للأسواق المالية والنقدية، فضلا عن بعض المؤشرات الاقتصادية بسبب غياب الرقابة الملائمة لنظام السوق كغلبة الأصول المالية عالية المخاطر (الأصول العقارية) على أسواق الائتمان، وتسرب الضعف إلى الجهاز الإداري المنوط به الإشراف على أسواق المال وقطاعات البنوك، وغياب الشفافية والإفصاح اللتان يستلزمهما التطبيق السليم لمعايير المحاسبة الدولية عند

⁸⁹ . عبد الخالق، ندوة حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتوزيع،

9 2008.

⁹⁰ . مصطفى السعيد، ندوة حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتوزيع،

9 2008.

عرض القوائم المالية للمؤسسات المالية، وفضلا عن ذلك ارتفعت نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي قيمة القروض الممنوحة.

واستغرق تطور الأزمة ما يربو على السنة والنصف، وكان كل هذا كاف لتوقعها، ومما يؤكد ذلك إعلان إيطاليا توقع حدوثها قبل انفجارها بعام كامل، والاستعداد لمواجهتها بإعداد ميزانية استثنائية مدتها ثلاث سنوات، بدلاً من الميزانية السنوية العادية⁹¹.

ومع ذلك لم يتوقع أحد حدوث كوارث بهذا الحجم في النظام الاقتصادي العالمي، وبدلاً من توقع الكثيرين مصادفة تضخم مالي بصورة كبيرة، فإذا بهم يصطدمون بإنكماش غير مسبوق، وقلة شاملة في السيولة النقدية، وعمليات بيع جماعي لجميع الأسهم والأصول التي يمتلكونها. ويمكن تقسيم الأسباب التي أدت إلى الأزمة المالية العالمية إلى قسمين: أسباب مباشرة وأسباب غير مباشرة وسيتم تناول كل منهما بالتفصيل.

3 1 الأسباب المباشرة للأزمة المالية العالمية:

هناك عوامل جوهرية تسببت بصورة مباشرة في حدوث الأزمة المالية العالمية وهي:

• تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية للمؤسسات المالية:

إن مطالعة الأسباب الأساسية للأزمات المالية السابق التعرض لها، تؤكد اشتراك معظم هذه الأزمات في تسرب الضعف والفساد إلى الأجهزة الإدارية الواقعة على رأس المؤسسات المالية للدول التي شهدت هذه الأزمات. إما بسبب غياب الرقابة عنها كما هو الحال في الأزمة الآسيوية، أو بسبب عدم تلقيها تأهيلاً كافياً، كآثر مباشر للتخلي عن الكوادر المدربة وفقاً لسياسات محلية معينة، كما هو الوضع في الأزمة المكسيكية.

ولم يغيب هذا السبب عن تحريك الأزمة المالية العالمية في منتصف سبتمبر سنة 2008، بل أنه أتى على قمة الأسباب التي أدت إليها، حيث انتشر الفساد بين طائفة المسؤولين التنفيذيين ممن كانوا يشغلون وظائف الإدارة العليا في الأنظمة المصرفية، والمؤسسات المالية سواءً في الولايات المتحدة الأمريكية أو في خارجها، وغابت الآليات الفعالة للرقابة عليهم. وبغياب هذه الرقابة والشفافية عن الموقف المالي للمؤسسات المانحة للقروض، أسهم ذلك في خلق طائفة من الإمبراطوريات المالية الجديدة، المتمثلة في طائفة مديري هذه المؤسسات على حساب ضمان ودائع العامة من كل أنحاء العالم والتي تساهلت في منح قروض ائتمانية بمبالغ كبيرة.

والغريب، أن المسؤولين الماليين في الولايات المتحدة الأمريكيين أنفسهم فطنوا إلى توافر هذه الأسباب منذ 2002 وأكدوا على أهمية مواجهتها من خلال الإشراف على إجراءات ضمان كفاية رأس المال

⁹¹ - نظر في تفاصيل توقع إيطاليا للأزمة المالية:

في النظام المصرفي، وزيادة الشفافية في المحاسبة، والكشف عن الممارسات غير المشروعة في المجال المالي... الخ⁹². إلا أنهم لم يحركوا ساكناً بطريقة ملموسة تتناسب وخطورتها، سوى بعد اندلاع الأزمة المالية، إذ عندئذ فقط بدأت الولايات المتحدة، وشاركتها مختلف دول العالم في وضع مسألة ضعف وفساد الأجهزة الإدارية للمؤسسات المالية على رأس القضايا التي فجرتها أثناء التدخل لانقاذ أنظمتها المصرفية، وطالبت جميعها بفتح تحقيقات واسعة حول هذا الموضوع، وتقييد صلاحيات هؤلاء المسؤولين في المستقبل. (كما حدث وأن وقف عدد كبير من المسؤولين من بينهم رئيس مجلس إدارة بنك ليمان برادرز أمام القضاء الأمريكي في قضايا إنطوت على عمليات تزوير وإحتيال لتنتهي في الأخير بعقوبة السجن لأكثر من عشرين سنة، ولم يسلم القضاء الصيني من هذا والذي وصل به الأمر إلى عقوبة الإعدام لمدير مالي عام 2008 بعد أن أدين بالحصول على رشاوي في مقابل تقديم بعض التسهيلات).

• الانحراف عن المقاييس المعمول بها في منح القروض العقارية:

لقد لوحظ توجه المستثمرين إلى شراء السندات المعروضة في السوق وعلى الخصوص السندات العقارية بغرض تحقيق مردودية أكبر، وبما أن المنافسة كانت بين البنوك جعلها تتسابق نحو توسيع حجم القروض الرهنية بدرجة لم يسبق لها مثيل في السابق في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا بالطبع على حساب الصرامة في تطبيق القواعد الاحترازية وفي تقييم المستفيدين من هذه القروض.

فالقروض الرهنية العقارية من الدرجة الثانية قد منحت لفئة من الزبائن لا تتوافر فيهم ادنى شروط الاقتراض، إما لأن الدخل كان غير كافياً أو لأن المعنيين بالأمر ليس لديهم عمل أو ليس لديهم أية ضمانات تسمح لهم بالاستفادة من الاقتراض أو الكل معاً هذا مقارنة مع القروض الرهنية من الدرجة الأولى التي تطبق فيها عادة الشروط الاحترازية المتعارف عليها والمعمول بها عالمياً وهي أخذ جميع الاحتياطات من أجل ضمان استرداد المبالغ المقترضة حسب الاستحقاقات المنصوص عليها في وثيقة القرض.

إن ظاهرة القروض العقارية من الدرجة الثانية برزت إلى الوجود فقط في السنوات الأخيرة وفي الولايات المتحدة بالتحديد، ولم يعرف لها أي تطبيق في دول أخرى. 2001، لم يكن هذا النمط من القروض معروفاً خارج الولايات المتحدة، غير أن منح القروض أخذ قفزة نوعية ما بين 2001 و2006، إذا ارتفعت قيمة القروض الممنوحة في هذه الفترة من 94 مليار دولار إلى ما يقارب 700 مليار دولار أي أن الزيادة قدرت بحوالي سبع مرات فمن إحدى خصوصيات هذه القروض أنها

⁹² " محافظ بنك الاحتياطي الفيدرالي في خطاب ألقاه في نيويورك سنة 2002 : إبراهيم عبد العزيز

منحت على أساس معدلات فائدة متغيرة ومرتبطة بأسعار الفائدة التي يقرها من حين لآخر البنك الاحتياطي الأمريكي أو البنك المركزي وهذا على حساب سعر الفائدة الثابت.

وعلى الرغم من أغلب القروض الرهنية من الدرجة الثانية هي ليست من النوع الجيد إلا أن 90% قد تم تحويلها إلى أوراق مالية ثم بيعها إلى الأسواق المالية العالمية من طرف بنوك الاستثمار والوسطاء الماليين الجدد.

وعليه يمكن القول، بأن الركوض وراء تحقيق الربح السريع من طرف بنوك الاستثمار والوسطاء الماليين الجدد والتساهل في منح قروض ائتمانية دون تطلب معايير الائتمان الدولية في الأصول الضامنة للقروض زاد من حدة الأسباب التي أدت إلى نشوب أزمة القروض الرهينة العقارية من الدرجة الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تم تسريبها إلى دول العالم⁹³.

• تعميم المضاربة واللجوء إلى أوراق مالية جد متطورة:

من إحدى القواعد المعمول بها في الائتمان المصرفي هي نقادي مخاطر غير مؤمنة والتي قد تعصف بالفترة المالية للبنك. ولا بد إذن من الأخذ بعين الاعتبار القواعد الاحترازية أي الحرص على أن رأس المال الموجود يتناسب مع حجم القروض الممنوحة وأن هناك سيولة كافية تسمح بإدارة العمليات اليومية وتلبية حاجة الزبائن، وخلال السنوات الأخيرة تجاوزت أغلب المؤسسات المالية مع هذا الالتزام ولكن بكيفيات جديدة جد متطورة للتغلب على هذه الشروط الاحترازية وذلك باستعمال تقنية جديدة تعرف بالتوريق المالي.

للعلم فالتوريق المالي هو عبارة عن تقنية جديدة تم استحداثها في الولايات المتحدة مع مطلع السبعينات والثمانينات، الهدف منها توفير الأموال طويلة الأجل لتوظيفها في قروض سكنية طويلة الأجل، ومع بداية التسعينات بدأ تطوير هذه التقنية بأخذ أبعاداً أخرى، إذ تعدى استعمالها إلى القروض الموجهة إلى المؤسسات، بطاقات الائتمان وقروض شراء السيارات... الخ، بمعنى أنه يمكن تطبيقها في جميع المجالات الاقتصادية، التجارية وحتى الحقوق الفكرية و الموجودات التي تدر أرباحاً مستقبلية ... الخ.

وتبدأ عملية التوريق بقيام بنك ما بمنح قروض إلى الخواص سواء كان ذلك في إطار شراء سكن أو بطاقات ائتمان أو شراء سيارة، بعدها يقوم نفس البنك بجمع هذه القروض في شكل محفظة مالية وبيعها لمؤسسات مختصة في التوريق، هذه الأخيرة تقوم بدورها بتصنيف هذه القروض المعبأة في المحفظة العقارية حسب درجات الخطورة* وإصدار سندات أو أوراق مالية في السوق المالية بهدف تمويل هذه

المحفظة المالية، لذلك فإن عملية التوريق المبسطة تتطلب أربعة متعاملين لكي تتم العملية: الزبون البنك - مؤسسة التوريق - مؤسسة التسيير .

إذن نستطيع القول، أن عملية التوريق هي عملية مالية بحتة، الهدف منها تحويل القروض البنكية الغير قابلة للسيولة في الحين، إلى أوراق مالية تباع وتشتري في السوق عن طريق مؤسسات التوريق، لكن كيف أمكن لهذه العملية أن يكون لها دور في نشوب الأزمة المالية العالمية الحالية.

وهنا يجب الإشارة إلى حقيقتين أساسيتين تتعلقان بدور عملية التوريق في نشوب الأزمة المالية العالمية الحالية: الحقيقة الأولى هي طبيعة الحوافز التي يتلقاها المتعاملون الاقتصاديون في مختلف مراحل التوريق. والحقيقة الثانية: طبيعة المعلومات المتعلقة بالمنتجات الهيكلية والتي يطلع عليها المستثمرون في الأوراق المالية⁹⁴.

فالتوريق في حد ذاته، لم يكن مشكلة، إنما المشكلة نبعث من إقتران التراخي في معايير ضمان الاكتتاب في سوق الرهن العقاري الأمريكية في قروض الدرجة الثانية، وبالتوسع في التوريق ليشمل هياكل تزداد تعقيداً وصعوبة في الفهم بضمن أصول تزداد تراجعاً في مستوى الجودة، مع مناخ مالي موات ساد فيه عدم التقدير الكافي لحجم المخاطر.

3 2 الأسباب غير المباشرة اللازمة المالية العالمية:

إذا كانت العوامل السابقة من أهم الأسباب المباشرة اللازمة المالية العالمية، فإن هناك أسباب غير مباشرة ساهمت أيضاً إما في نشأة هذه الأزمة، أو في تفاقمها بعد نشأتها. ويمكن إجمالها فيما يلي:

• انعدام الثقة بين المؤسسات المالية:

من الأسباب المألوفة للاثزمات المالية اهتزاز الثقة في اقتصاد دولة ما، أو في قيمة عملتها. غير أن هذه المسألة أخذت بعداً آخر خلال الأزمة المالية العالمية، حيث غابت الثقة بين المؤسسات المالية في جميع أنحاء العالم فيما بينها، وكان ذلك من أهم الأسباب التي أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية بعد نشوئها، إذ امتنعت هذه المؤسسات عن إقراض بعضها تحسباً لزيادة إقبال المودعين على أموالها لديها، وخشيتهم من عجز هذه المؤسسات عن رد تلك الأموال.

لذا كان الشاغل الأول لجميع المؤسسات المالية الوطنية في هذه الأزمة هو إعادة بث الثقة لدى المودعين، وكانت الظاهرة الغالبة للوصول إلى هذه الغاية هي تسابق البنوك المركزية، والحكومات في كل أنحاء العالم لضخ كميات هائلة من السيولة النقدية في الأسواق المالية، لدفع البنوك إلى إقراض بعضها وطمأننة المودعين على أموالهم لدى هذه البنوك⁹⁵.

.49 35

.95 . إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص66.

• حالة الاقتصاد العالمي عند نشوب الأزمة العقارية:

لقد عرف الاقتصاد العالمي بعض الاختلالات في كيفية توزيع الفائض في الميزان التجاري وسد العجز في ميزان المدفوعات في السنوات الأخيرة، خصوصاً بعد تحرير الأسواق المالية العالمية والتكاملات الاقتصادية التي برزت إثرها بعد تفشي العولمة إذ أصبح بشكل كتلة واحدة، فالوفرة المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة أدت هي الأخرى إلى انخفاض في معدلات الفائدة على الأوراق المالية وكذلك انخفاض في درجات المخاطرة، بعد أن أصبح واضحاً لدى المستثمرين نجاعة الإجراءات التي اتخذت من طرف البنوك المركزية لمحاربة التضخم. هذه الإجراءات أدت إلى نوع من الاستقرار وشجعت المستثمرين على البحث على فرص الاستثمار المربحة في ظل الابتكارات المالية الحديثة.

فلو نظرنا إلى أهم العوامل التي أدت إلى الإسراع في نشوب الأزمة المالية الحالية هي وفرة السيولة بدرجة عالية على المستوى العالمي، فالكتلة النقدية ارتفعت نسبتها بالمقارنة مع الناتج الداخلي الخام من نسبة 19% في الفترة 1980-2000 إلى حوالي 30% في الفترة ما بين 2006 و2007، كما أن ارتفاع مخزون العملة الصعبة لدى البنوك المركزية للدول الناشئة مثل: الصين، الهند والدول المصدرة للبتروöl قد ساعد هو الآخر على نشوب الأزمة المالية العالمية. علاوة على ذلك التوسع في الائتمان بدون ضوابط متعارف عليها والذي كان هدفه رفع النمو الاقتصادي نتيجة انخفاض معدلات الفائدة، لهذا استطاعت الدول الناشئة أن تحرز ادخار معتبر وفائض في الميزان التجاري ابتداءً من سنة 2002، هذا الفائض قدر بأكثر من 680 مليار دولار في عام 2006.⁹⁶ بينما نجد أن العجز الهيكلي في الميزان التجاري الأمريكي قد تجاوز 780 مليار دولار لنفس السنة، ومن الأسباب الرئيسية لهذا العجز غلبة الطابع العسكري على النفقات العامة والطابع السياسي على الضرائب⁹⁷ (وعود بوش بتخفيض الضرائب عشية الانتخابات العامة الثانية الذي أدى إلى انخفاض في إيرادات الدولة من الضرائب بحوالي 200 مليار دولار، ما أدى إلى تفاقم الدين العام)، ضف إلى ذلك، التراجع في ميزان المدفوعات الأمريكية هذا يفسر أيضاً، بقضايا جوهرية وليست بقضايا عادية، من أهم هذه الذ: السياسية النقدية التوسعية التي انتهجها البنك الاحتياطي الأمريكي في السنوات ما قبل الأزمة والتي ترجمت بمعدلات فائدة جد ضعيفة. الأمر الذي أدى إلى الزيادة في الاستثمار والاستهلاك بنسب جد مرتفعة على الرغم من أن الادخار المحلي لم يكن كافياً لتغطية ذلك، هذا العجز في الادخار أمكن تعويضه باللجوء إلى الاستدانة من الخارج وبالتحديد من الدول التي كان لها فائض في ميزان المدفوعات.

(23 25).

⁹⁶ محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها، وتبعاتها الاقتصادية، بحث مقدم في مؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، طرابلس، لبنان، 13 14 2009 .5

وإن دلت الأرقام التي ذكرناها سابقاً حول فائض الدول الناشئة من جهة، وعجز الميزان التجاري الأمريكي من جهة أخرى، لوجدنا أن لها دلالة اقتصادية واضحة وجد مهمة، إذ أن العجز في ميزان المدفوعات للولايات المتحدة قد بلغ 6.2% من الناتج الداخلي الخام في سنة 2006 وحوالي 5.7% 2007، بينما نجد أن الفائض الميزاني للصين وحدها يفوق 9% من الناتج الداخلي الخام سنة 2006 وأكثر من 11% 2007، هذا يعني أن قيمة العجز في ميزان المدفوعات في الولايات المتحدة تساوي تقريباً قيمة الفائض في الميزان التجاري في الصين، وهذا شيء جديد لأنه في السابق، كانت الدول المصنعة هي التي لها فائض في الميزان التجاري وتقوم بتصدير هذا الفائض إلى الدول النامية في شكل قروض مثقلة بشروط تعجيزية في بعض الأحيان.

أما اليوم، فإننا نشاهد العكس تماماً، فالدول التي تسمى بالناشئة هي التي أصبحت الدائنة (بدل المدينة) للدول النامية الكبرى.

وفي سبيل تبريراً للولايات المتحدة نفسها مسؤوليتها التامة عن تفاقم الازمة المالية العالمية راح البعض يتهم الصين في ذلك، وبرر رأيه في أن سعر صرف (اليوان) جعل البضائع الصينية رخيصة للغاية، ما دفع المستهلك الأمريكي إلى شرائها بكثرة، فوفر هذا للصين سيولة نقدية كبيرة، وظفتها في شراء سندات الخزانة الأمريكية، وسندات قروض مدعومة برهون عقارية، مما سمح للبنوك الأمريكية بتوسيع دائرة الإقراض وتسبب في الازمة المالية العالمية، لذلك كانت الولايات المتحدة الأمريكية دؤوبة الضغط الصين باستمرار من قبل، لكي تتمكن من إقناع الصين برفع سعر صرف عملتها، ولكنها لم

98

4 آثار الازمة المالية العالمية:

نظراً لأن الازمة العالمية قد طالت مختلف دول العالم، المتقدمة والنامية على السواء، فقد أثرت بالتالي على اقتصاديات جميع هذه الدول. و يمكن لنا إبراز أهم هذه الآثار على اقتصاديات هذه الدول، وخاصة المتقدمة، من خلال الفرعين التاليين:

4 1 آثار الازمة على الاقتصاد النقدي:

لقد ترتب على الازمة المالية العالمية الكثيرة من الآثار السلبية على أسواق رأس المال وعلى السيولة النقدية⁹⁹.

آثار الازمة على أسواق رأس المال:

نظراً لاستقرار عقيدة المستثمرين باتجاه الاقتصاد العالمي إلى الكساد في مستهل الازمة المالية العالمية

⁹⁸ - روبرت بروشكا، كبير خبراء الاقتصاد لدى مؤسسة "فاكتس أن أونين" الاستشارية الأمريكية، راجع: . إبراهيم عبد العزيز النجار، 67.

⁹⁹ - إبراهيم عبد العزيز النجار، الازمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، مرجع سبق ذكره، ص71.

فقد أمت بهم حالة من الذعر قادتهم إلى الاندفاع لبيع أسهمهم رغم تسابق جهود حكوماتهم لإنعاش أسواق الائتمان والعمل على عودة مستويات الإقراض إلى حدودها الطبيعية قبل الأزمة المالية.

وبدأت البورصة الأمريكية في التذبذب ارتفاعا وانخفاضا متفاعلة بذلك مع كل إجراء تتخذه السلطات النقدية في الدولة، حتى وصل الأمر في السابع عشر من شهر أكتوبر 2008. أن سجل مؤشر فيلادلفيا الفيدرالي الصناعي أسوأ قراءة له خلال ثمانية عشر عاما، ونبه بذلك إلى تعدي الأزمة إلى الاقتصاد الأمريكي الحقيقي.

وما حدث في البورصة الأمريكية حدث مثله في كل البورصات على مستوى العالم. ويمكن لنا تصوير حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية، وقيمة تأثر الأوراق المالية، وقدر الانخفاض الذي لحق بهذه الأوراق، واهم الأنشطة الاقتصادية التي تأثرت بالأزمة المالية خلال الفترة منذ بداية سنة 2008، وحتى وقت انعقاد قمة مجموعة العشرين لإصلاح النظام المالي العال (14 15 نوفمبر 2008) نوضحها من خلال استعراض الجدول التالي، الذي يجمع دول مجموعة العشرين، المستحوذة على 90% من الاقتصاد العالمي.

جدول رقم 16: يمثل نسبة الانخفاض في قيمة الأوراق المالية سنة 2008 في بورصات دول مجموعة العشرين أثناء انعقاد قمتها.

أكبر القطاعات المتضررة من الأزمة المالية	قيمة الانخفاض (%)	
قطاع البنوك والعقارات والسيارات	36%	الولايات المتحدة
قطاع السيارات والصادرات	46%	اليابان
البنوك والسيارات وهي الدولة الثانية في العالم التي واجهت ركودا اقتصاديا	41%	ألمانيا
قطاع البنوك و العقارات، أول دولة في العالم تواجه ركودا اقتصاديا بسبب الأزمة	34%	بريطانيا
العقارات، وهي الدولة الصناعية الوحيدة حققت نموا أثناء	34%	
البنوك والسيارات	42%	
النشاط الصناعي، واضطرت الدولة إلى الإعلان عنه بعد تكتّم	50%	الصين
النشاط الصناعي، رغم أنها استمرت في تحقيق معدلات نمو ولكن	50%	الهند
قطاع الطيران وإعلان إفلاس شركة " الياتيا" للطيران	49%	إيطاليا
	33%	المكسيك
	66%	روسيا
10% 6%	50%	أندونيسيا
قطاع التصدير	42%	كوريا الجنوبية
وهي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها	53%	تركيا

السعودية	40%	
جنوب إفريقيا	36%	و هي نسبة عالية في ضوء تواضع دور البورصة بها
أستراليا	42%	20
البرازيل	44%	قطاعات المعادن و الأخشاب و السيارات
الأرجنتين	65%	بسبب عدم تعافي اقتصادها بصفة كاملة من أزمة 2001

المصدر: د: إبراهيم عبد العزيز النجار، نفس المرجع السابق، ص 75.

• آثار الأزمة على السيولة النقدية :

إذا كانت عملات دول جنوب شرق آسيا قد شهدت هجوما كبيرا أثناء أزمتها أدى في النهاية إلى انهيار قيمتها، فإن الأمر جد مختلف في الأزمة المالية العالمية، كأسباب عديدة أهمها : مكانة الدولار الأمريكي كعملة احتياطية، الطلب غير مرن، وكثرة الاحتياطي من هذه العملة لدى جميع البنوك المركزية بدول العالم، وخاصة الدول المتقدمة .

ولكن هذا لن يمنع من أن الأزمة المالية أسهمت في نزع الثقة فيما بين المؤسسات المالية فنكلت عن التعاون فيما بينها في مجال منح الائتمان، الأمر الذي ترتب عليه نذرة واسعة في السيولة النقدية بالأسواق العالمية كادت تعود بنا إلى معاصرة مآسي شبيهة بتلك التي شهدتها العالم أثناء الكساد العظيم، لولا أن كبرى البنوك المركزية في دول العالم اتخذت سياسات مالية متشابهة فيما بينها إلى حد كبير، لتنشيط الطلب على النقود، ومن ثم على الاستهلاك، لمواجهة حالة الركود التي دبت في اقتصادات العالم المتقدم بسبب الأزمة المالية العالمية. هذه السياسات المالية المتخذة تمثلت في أمرين أساسيين:

* الأمر الأول: التوسع في ضخ كميات كبيرة من النقود في البنوك والمؤسسات المالية وصلت على مستوى العالم إلى ما يقرب من أربعة ترليونونات من الدولارات حتى ديسمبر 2008.

* الأمر الثاني: تخفيضات متتالية لسعر الفائدة على الإقراض للمساهمة في خلق الطلب على الودائع، وتنشيط حركة الائتمان، وبث الثقة لدى البنوك في علاقة كل منها بالآخر للحد من علامات الاقتصاد المتباطئ المتزايدة، ومنع حدوث كساد. فانعكست سياسة التخفيض هذه، على سعر صرف العملات الحرة فيما بينها في بداية شهر نوفمبر. فعلى سبيل المثال، تراجع سعر صرف اليورو في مقابل الدولار بنسبة 1.5% إلى 1.275 دولار كما انخفض بنسبة 1.2% مقابل الجنيه الإسترليني إلى 80.38 بنس، وانخفض الجنيه الإسترليني مقابل الدولار إلى 1.5722 دولار انخفاضاً من 1.5860 دولار. غير أن هذه الأسعار ظلت دائمة التقلب أثناء الأزمة المالية.

واعتباراً من 4 ديسمبر سنة 2008، قامت البنوك المركزية مع الكثير من دول العالم بحملة منسقة أخرى لتخفيض أسعار الفائدة في مسلسل متشابه من السياسات النقدية لتنشيط الطلب، ودعم الاقتصاد.

و يمكن إبراز أهم ملامح هذه السياسة وبيان قيمة هذا التخفيض، إذا عقدنا مقارنة بين أسعار الفائدة التي تمت بموجبه بأسعارها في أول سبتمبر سنة 2008. من خلال الجدول التالي:

جدول رقم 17: الرقم القياسي لتخفيض أسعار الفائدة ببعض الدول خلال الفترة (من 1 سبتمبر، 4 ديسمبر 2008).

الدولة	سعر الفائدة في 1 سبتمبر	سعر الفائدة في 4 ديسمبر	الرقم القياسي لنسبة التخفيض
الولايات المتحدة	2.5%	1%	60.00%
دول منطقة اليورو	4.5%	2.5%	44.44%
اليابان	0.5%	0.3%	40.00%
المملكة المتحدة	5%	2%	60.00%
الصين	7.47%	5.58%	25.30%
كوريا الجنوبية	5.25%	4%	23.80%
سويسرا	2.75%	1%	63.63%
السويد	4.5%	2%	55.56%
نيوزيلندا	8.25%	5%	39.39%
استراليا	7.25%	4.25%	41.38%

المصدر:

إبراهيم عبد العزيز النجار، نفس المرجع السابق، ص 80.

يوضح هذا الجدول المعدلات القياسية لتخفيض أسعار الفائدة لعدد من الدول، تمثل الاقتصادات الكبرى في العالم، ويتضح منه تراوح هذه النسبة بين 63.63% في سويسرا، و60% في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 25.30% في الصين. ول إلى معدلات هي الأدنى في تاريخها، كما هو الوضع بالنسبة لدول منطقة اليورو، والبعض الآخر إلى أدنى معدلات منذ سنة 1951 أي خلال ما يربو على نصف قرن من الزمن، كما هو الحال في بريطانيا، من أجل تشجيع الطلب على أموال الاستهلاك، لمنع تفاقم حالة الركود التي واجهت اقتصادات هذه الدول أو منع تحول هذه الحالات على الأقل إلى كساد.

وهكذا يمكن القول أن السياسات النقدية التي اتخذتها البنوك المركزية في مختلف دول العالم قد ساهمت في التغلب على مشكلة نقص السيولة التي تسببت فيها الأزمة المالية العالمية، وأدت إلى ارتفاع المعروض النقدي في جميع أسواق العالم، ويترجم ذلك، على سبيل المثال، بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي () أول ديسمبر 2008. حيث أعلنت أن ارتفاع المعروض النقدي السعودي في أكتوبر 2008 240.3 مليا %20.2 %19.4

بل والأكثر من هذا، فإنه منذ منتصف شهر ديسمبر سنة 2008، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة على الأموال الفيدرالية من جديد إلى ما بين صفر و 0.25% وبدأ يطبق سياسات 'سعر الفائدة صفر' والتي اتبعتها اليابان على مدى أعوام من أجل القضاء على الانكماش المالي.

4 2 آثار الأزمة على الاقتصاد العيني:

لقد ترتب على الأزمة المالية العالمية الكثير من الآثار السلبية على أسواق السلع والخدمات على مستوى العالم، وانعكس هذا بطبيعة الحال على العجز في الميزان التجاري للدول المتقدمة وعلى أسواق العمل بها، وتولدت عن ذلك بطالة بمعدلات كبيرة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي¹⁰⁰.

• تحقيق عجز قياسي لموازنات الدول المتقدمة:

- بالنسبة للولايات المتحدة: حققت الولايات المتحدة الأمريكية عجزاً قياسياً خلال العام المالي 2007 2008 المنتهي في شهر سبتمبر المعاصر لاندلاع الأزمة المالية، بلغ 455 مليار دولار، بزيادة قدرها 50%.
- بالنسبة لدول الاتحاد الأوروبي: حقق الميزان التجاري لدول الاتحاد الأوروبي خلال شهر أوت 2008 وحده عجزاً بقيمة 27.2 مليار يورو (ما يعادل 36 مليار دولار) مقارنة بـ 16.1 مليار في أوت من العام الماضي لعام 2007.

• آثار الأزمة على سوق العمل:

بلغ معدل البطالة في شهر سبتمبر سنة 2008 الذي شهد الأزمة المالية العالمية 6.1%. ثم ارتفع فيما بعد خلال شهر أكتوبر 2008 إلى أعلى مستوياته منذ أربع عشرة سنة ليصل إلى 6.5% كما ارتفعت معدلات الإنفاق على إعانات البطالة مع نهاية هذا الشهر بنحو 33%.

وفي بداية ديسمبر سنة 2008، أعلن المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية بالولايات المتحدة الأمريكية أن الاقتصاد الأمريكي دخل مرحلة الركود منذ ديسمبر عام 2007. وأفاد المكتب أن عدد فرص العمل في الولايات المتحدة تقلص منذ بداية سنة 2008 بمقدار 1.2 مليون فرصة عمل، وكان طبيعياً أن يؤثر ذلك على حجم الطلب الاستهلاكي لينخفض هو الآخر بنسبة 3.7% خلال الربع الثالث من عام 2008.

وإذا انتقلنا إلى المملكة المتحدة، نجد أن مكتب الإحصاءات الوطنية البريطاني أصدر تقريراً إحصائياً استند إلى دراسة شملت حوالي 5000 شركة بريطانية، أكد فيه على ارتفاع معدل البطالة في المملكة المتحدة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 5.7% في نفس الفترة من سنة 2007. وفي بلجيكا، أصدر مركز الدراسات والبحوث البلجيكي تقريره الرسمي بعبارة: "يوم أسود، وربع سنة أسود، وعام أسود" في أبلغ وصف لأسواق العمل البلجيكية. بسبب ارتفاع عدد الشركات التي أعلنت إفلاسها

في شهر سبتمبر سنة 2008 إلى 927 شركة، وهو رقم قياسي بالنسبة لبلجيكا و بزيادة 18% عن نفس الشهر من سنة 2007.

• آثار الأزمة على أسواق السلع والخدمات:

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية تأثيراً سلبياً، وبدرجة كبيرة على أسواق السلع والخدمات، خاصة في الدول المتقدمة، خصوصاً أسواق السيارات ولعب الأطفال في الصين وفي الخدمات المالية. ولكن سنتعرض هنا وبتفصيل لبيان اثر هذه الأزمة المالية على سلعتين هامتين هما: البترول و العقارات.

- سوق البترول: يعتبر البترول من السلع الإستراتيجية الهامة التي تتأثر تأثيراً كبيراً خلال الأزمة المالية بسبب تمتع الطلب عليها بدرجة منخفضة من المرونة، كماثر مباشر لدورها الهام والحيوي في النشاط الاقتصادي على مستوى العالم، وقد حدث ما يؤكد ذلك في مناسبات مختلفة من قبل:

- 1973 اتفق العرب على حظر تصدير البترول، وفي سنة 1979، ارتفعت أسعار البترول في الأسواق العالمية بسبب الثورة الإيرانية.

- وفي سنة 1980، ارتفعت الأسعار أيضاً، وكان السبب الحرب العراقية الإيرانية، فوصل وقتها إلى 39.5 دولار للبرميل.

- وفي جويلية 2008، سجل البترول 147.27 دولاراً للبرميل في مستوى قياسي لم يشهده من قبل. ولكن نظراً لتواتر التوقعات لدى الاقتصاديين بعد ذلك بأن الاقتصاد العالمي متعرض لا محالة لموجات يقينية من الركود، وإعلان معظم الدول المتقدمة دخولها بالفعل في حالة الركود الاقتصادي، انخفضت أسعار البترول في شهر نوفمبر سنة 2008 إلى مستوى 50 دولار للبرميل، ثم تعدت حاجز الخمسين دولار في أول ديسمبر 2008 ليسجل سعر البترول 36.37 دولار، ويفقد بذلك ثلاث أرباع قيمته (75.3%) بعد شهرين فقط من الأزمة المالية.

ونظراً لتأثر اقتصادات الدول المصدرة للبترول بشدة على إثر انخفاض البترول بهذه الصورة الكبيرة، فقد سعت منظمة الدول المصدرة للبترول "أوبك" OPEC إلى تخفيض المعروض منه في مبادرة منها للحفاظ على قيمته من الانهيار، فقررت تخفيض إنتاجها بمقدار 1.5 مليون برميل بدءاً من نوفمبر سنة 2008، وذلك وفقاً لقرار أجمع عليه المؤتمر الاستثنائي الذي عقدته المنظمة بمقرها بالعاصمة النمساوية فيينا يوم 24 أكتوبر سنة 2008، لمدة لم تستغرق أكثر من ساعتين.

وفيما يلي جدول يوضح الكميات التي التزمت كل دولة من دول منظمة "أوبك" بتخفيض إنتاجها بها يومياً، اعتباراً من شهر نوفمبر سنة 2008 باستثناء الجمهورية العراقية التي تم إعفاءها من هذه التخفيضات لأسباب سياسية .

جدول رقم 18: يمثل حجم التخفيض في الإنتاج العالمي من البترول اعتباراً من شهر نوفمبر 2008 أول جانفي 2009.

الدولة	قيمة التخفيض في الإنتاج (بالآلاف برميل)
الجمهورية الجزائرية	71
الإمارات العربية المتحدة	134
المملكة العربية السعودية	466
قطر	43
نيجيريا	113
الجمهورية العربية الليبية	89
الكويت	132
جمهورية إيران	199
الإكوادور	27
أنجولا	99
فنزويلا	129

المصدر: د إبراهيم عبد العزيز النجار، نفس المرجع السابق، ص94.

غير أن هذا التخفيض لم يأت بالنتيجة المرجوة منه في استعادة البترول للأسعار التي ترضي طموحات الدول المصدرة له، والتي رأت وجوب تراوحها بين السبعين والثمانين دولاراً للبرميل، مما أدى إلى عقد اجتماع استثنائي آخر لمنظمة "أوبك" في وهران بالجزائر يوم 17 ديسمبر سنة 2008، قررت فيه تقليص إنتاجها من البترول بمقدار 2.2 مليون برميل يومياً إضافية اعتباراً من أول جانفي 2009. ليشكل هذا، أكبر قدر من التخفيض في إنتاج البترول تقرره المنظمة في جلسة واحدة منذ سنة 1982. و بذلك وقف الإنتاج اليومي من البترول في بلدان المنظمة عند مستوى 25.3 مليون برميل يومياً، انخفاض من 29 مليون برميل يومياً بنسبة قدرها 12.76%. ومع هذا انخفضت أسعار البترول بعد هذا الاجتماع.

- سوق العقارات: سبق لنا التعرض لجوهر الأزمة المالية العالمية، وتأكد لنا أن سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية هو المسؤول الأكبر عن هذه الأزمة، وما من شك في أن اندلاع الأزمة المالية العالمية قد أدى إلى تحقيق خسائر كبيرة في سوق العقارات سواء داخل الولايات المتحدة الأمريكية أو خارجها.

فعلى سبيل المثال، نجد أن أسعار العقارات في بريطانيا قد انخفضت في سبتمبر 2008 إلى مستويات قياسية لم تشاهدها بريطانيا منذ ثلاثين عاماً. وطبقاً لتقرير المعهد الملكي البريطاني، فإن معدل التراجع في مبيعات العقارات في بريطانيا بلغ 50% مقارنة بمبيعات سنة 2007. كما أعلن البنك المركزي البريطاني أن القروض العقارية قد انخفضت بنسبة 95% في أوت سنة 2008. وقدرت قيمتها بـ143 مليون جنيه 169

إسترليني، وأكد أن هذه الإحصائيات تعتبر الأدنى في تاريخ السوق العقارية في انجلترا منذ بداية التسجيل الرسمي لها.

ولم يختلف الوضع كثيراً في الصين، حيث حذرت إحدى عشرة شركة من أصل ثمان وعشرين شركة عقارية مدرجة في بورصات الصين من تحقيق نتائج سيئة نظراً لتراجع الأرباح، بسبب تزايد حالة عدم اليقين التي أحدثها الاضطراب المالي العالمي ، ومما يؤكد ذلك، أن حجم مبيعات العقارات تحت الإنشاء في بكين تراجع خلال شهر سبتمبر 2008 76% عن مستواه في سبتمبر من سنة 2007.

الفصل الثالث

من الجدير بالملاحظة، ان الساحة الدولية لرؤوس الاموال تشهد تطورات متعددة تتميز بتغيير متسارع في أشكال وأدوات ووسائل تدفقها لتتأثر دول العالم تأثراً صريحاً جراء محاولتها مسايرة اتجاهاتها في قطاعات انتاجية، مالية، مصرفية، وخدمائية. خاصة وان الدول اصبحت في الوقت الحالي تواجه تحديات كبيرة على مستوى هذه القطاعات الاقتصادية . وبالتالي لا مناص من استقبال هذا التدفق على شكل استثمارات مباشرة أو غير مباشرة وجعله يستجيب لمتطلبات المرحلة الراهنة من العولمة المالية التي بدأت تتأرجح بين الحين والآخر في خضم الازمات المالية التي أصبح تكرارها شائع مع هذه السنوات الأخيرة والتي ما تلبث أن تفاجئنا في أول فرصة لها بعد حلول انتظار .

وفي ظل هذا الوضع، اختلف نصيب كل من البلدان المتقدمة والنامية في جذب رؤوس الاموال في المدى القريب على شكل استثمارات اجنبية بسبب اختلاف الاسباب، المنافع والمخاطر وحتى الشروط المتعلقة بتدقيقها بين دولة وأخرى. كما اختلف نصيبها أيضا من حيث تأثرها بما تخلفه هذه التدفقات من حلقات مسلسل الازمات المالية وما تخلفه لاحقا من إشكاليات على مستوى الاقتصاد المحلي للدول التي عادة ما تنتقل عدواها بعد تدويلها من دولة لأخرى ومن قارة لأخرى لتصل إلى مستوى الاقتصاد العالمي، والتي عادة ما تكون الفروق بين ازمات الدول ليست واضحة بشكل قاطع نظراً لتداخلها مع بعضها البعض.

إذن، يمكن القول أنه مع رأس مال يتحرك خارج حدوده بمطلق الحرية، من المتوقع نظريا أن يكون افتح الاقتصاد أمامه آثار إيجابية .

لكن من شأن النشاط الاستثماري والمضاربي أن يعرض الاقتصاديات الوطنية لهزات خطيرة، في حين أنه يمكن للعولمة المالية أن تشجع إقتسام مخاطر الازمات على المستوى الدولي التي ازدادت مثلما إزداد التكامل المالي الدولي.

وهكذا جاءت العولمة المالية لتبقى وتُخضع تأثيرها على البلدان كافة، وإن تباينت الدرجات. وحتى البلدان التي حاولت مناطق ريع العولمة المالية . بدأت تشهد مجاراتها الآن.

الفصل الرابع:

ر العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري

مقدمة الفصل الرابع

إن واقع الاقتصاد الجزائري المعاصر هو نتاج التوجهات الإيديولوجية والتطورات النظرية لفكرة التنمية ما بعد الاستقلال، فإذا تتبعنا التحولات والتفسيرات التي مر بها الاقتصاد الجزائري نلاحظ أنه عرف عدة إصلاحات أهمها تلك الإصلاحات التي قامت بها الدولة للتحويل إلى اقتصاد السوق والانضمام إلى مختلف المنظمات العالمية الفاعلة من أجل النهوض باقتصادها، ومواكبة التحولات العالمية.

و لدراسة واقع الاقتصاد الجزائري أمام ظاهرة العولمة المالية في المديين القريب و البعيد، تطرقنا لهذا الفصل.

و نظرا لأهمية الاستثمار الأجنبي سواء المباشر أو غير المباشر في ظل العولمة المالية و تطويره قنصاديات الدول وتحقيق النمو تبنت الجزائر عدة سياسات وإجراءات بوضع تشريعات وقوانين فزه و تشجعه. للإلمام أكثر بهذا الموضوع سنتناول في هذا الفصل الاستثمار الأجنبي بالجزائر و الاستثمار المحفظي هذا من جهة،

و من جهة أخرى، و نظرا لارتباط الاقتصاد المحلي مع الاقتصاد العالمي ككل الاقتصاديةيات في ظل ما تمليه العولمة المالية سيتأثر هو الآخر في خضم الأزمات المالية التي تحصل الآن.

كل هذا سنتناوله من خلال النقاط التالية:

- واقع الاقتصاد الجزائري.
- الاقتصاد الجزائري و تحدياته أمام العولمة المالية.

الفصل الرابع: تأثير العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري

المبحث الأول: واقع الاقتصاد الجزائري

قبل الخوض في هذا المبحث المتعلق بواقع الاقتصاد الجزائري و تحدياته أمام العولمة المالية، كان علينا أن نلم بأخذ فكرة عن الاقتصاد المحلي و لو لمحة بسيطة عنه، وهذا لخدمة الموضوع أكثر، و في هذا الصدد جاءت محاولتنا هذه، في الإلمام بموضوع الاقتصاد المحلي و تطور مسيرته الاقتصادية في فترتين قبل الألفية و بعدها.

المطلب الأول: المسيرة الاقتصادية للاقتصاد المحلي قبل الألفية

عرف الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال و حتى سنوات التسعينات تطورات كبيرة من إصلاحات و تغييرات جذرية طرأت عليه، فغداة الاستقلال اتبعت الجزائر نمودجا ا تراكيا للتنمية، م على احتكار الدولة لمعظم النشاط الاقتصادي مع التركيز على الصناعات المصنعة و خفض الاعتماد على الاستثمار الأجنبي، و يقوم هذا النموذج أساسا التخطيط المركزي الاقتصادي من خلال المخططات التنموية، عملت الجزائر آنذاك على إرساء قواعد الاقتصاد الموجه من خلال القيام بسلسلة من التأمينات الت. مست جل القطاعات الاقتصادية ابتداء من قطاع المناجم سن 1966 و قطاع البنوك سنة 1967 والمحروقات 1971¹، وجاءت عشرية الثمانينات مع إنطلاق المخطط الخماسي الاول (80 84) معلنة بداية الإصلاحات الجذرية و ذلك بإعادة هيكلة المؤسسات العمومية ظرا لكون الاقتصاد الجزائري بدأ يكشف عن علامات من الضعف. فقد كانت المؤسسة مستهدفة بعملية إصلاح شامل نظرا لكون النتائج المحققة من الاستثمارات الضخمة الت. قامت بها الجزائر خلال السبعينات لم تكن في مستوى الطموحات، فالمؤسسات كان ينتظر منها أن تبلغ مستوى النضج في بداية الثمانيات لم تقم بالدور المنوط بها.

كما كان لازمة البترول في 1986 ثير بالغ الأهمية على الاقتصاد الوطني، حيث أصبحت مظاهر الجمود والضعف في نظام التخطيط المركزي واضحة، الشيء الذي أدى بالجزائر إلى الدخول في موجة جديدة من الإصلاحات الاقتصادية عرفت التجسيد في نهاية 1987 والمتعلق بإعادة هيكلة القطاع الفلاحي الذي عانى الإهمال في المخططات التنموية السابقة².

كما تم إصدار القوانين في 1988 المتعلقة باستقلالية العمومية، كنمط جديد لتنظيم القطاع الاقتصادي في الجزائر حيث منحت جميع المؤسسات العمومية تقريبا استقلال من الوجهتين القانونية و التشغيلية.

1- أحمد هني، اقتصاد ، ديوان المطبوعات الجامعية ، 1993 ، 70.

2- Abdel Hamid Brahimi , L'économie Algérienne ,O,P, U Algérie ,1991, p 412.

يمكن القول أن الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجت في الجزائر منذ مطلع الثمانينات عرفت فشلاً على المستوى الاقتصادي، فنجد أن مثلاً سياسة إعادة الهيكلة المتعلقة بالمؤسسات العمومية لم ترقى إلى مستوى الأهداف المنتظرة حيث بلغ العجز المالي ما بين الفترة 1984-1987 للمؤسسات 125 مليار دينار أي ما يعادل 18,5 مليار دولار، كما أن الظروف الخارجية لم تكن في صالح الجزائر، إذ أن انخفاض أسعار النفط 1986 وقيمة الدولار التي كانت عملة العامل في مجال المحروقات أدت إلى انخفاض كبير في واردات الجزائر من 13 مليار سنة 1985 إلى 7 مليار دولار سنة 1986³. إلى هذا الوضع الذي يرثى له هي :

- الاعتماد الكلي على مورد واحد و أساسي لتمويل مشاريع التنمية.
 - الأجنبية.
 -
- و لتبيان هذه القروض إليكم الجدول التالي الذي يبين تطور حجم الديون الخارجية للجزائر فترة الثمانينات .

19: يمثل تطور حجم ديون الجزائر الخارجية خلال الثمانينات .

: مليون دولار.

1987	1986	1985	1984	1983	1982	1981	1980	
19240	16148	13468	12102	12945	13932	15307	16361	قروض طويلة
22881	19300	15230	1759	1957	2751	2307	2352	قروض قصيرة

- Abdel Hamid Brahimi , L'économie Algérienne ,O ,P, U Algérie ,1991, p 412. :

يبين الجدول السابق أن نسبة القروض طويلة الأجل لسنة 1980 للجزائر للسنوات الست الموالية، و هذا رغم ارتفاع عائدات تصدير المحروقات، و يعود هذا للتسهيلات التي تقدمها الدول المقرضة عندما تلاحظ سيولة فائضة عند الدول المقترضة و بالتالي إمكانية تسديد لتلك الديون، و لكن الوضع يتغير عندما تنخفض أسعار المحروقات أو المواد الأولية عامة، و الدليل ما 1986 مع الأزمة الاقتصادية و المالية و التي أدت إلى ارتفاع في نسبة الديون الخارجية لدول العالم الثالث.

- إضافة إلى السببين الآخرين، هناك سبب آخر و هو يتعلق بوضعية المؤسسات العمومية و المشاكل التي عانت منها كالمشاكل المتعلقة بالاستيراد، و مشاكل تحديد أسعار المنتجات و مشكل نسبة التشغيل و تسيير

3 بن دعيدة.ع. التجربة الجزائرية في الإصلاحات الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1999، ص 359.

اليد العاملة و مشاكل أخرى تتعلق بكفاءة الإدارة⁴.

بفعل الاختلالات الكبيرة التي بدأ يعرفها الاقتصاد الوطني, كان يجب إيجاد البديل للسياسة المنتهجة منذ , و ذلك بالقيام بسلسلة من الإصلاحات الهيكلية قصد التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد

1 التحول من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق:

تعد الظروف التي عايشتها الجزائر أثناء تبنيها النظام الاشتراكي . الفترة الثانية من عشرية الثمانينات بداية انعطاف عنيف لظروف الجزائر الاقتصادية و الاجتماعية و بين كل من الانخفاض المستمر لسعر البترول و قيمة الدولار في منتصف هذه العشرية عن وجود إختلالات هيكلية في الاقتصاد الوطني أدت بها إلى إجراء سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية بغية التحول إلى اقتصاد السوق, و لعل أهم هذه الدوافع التي أدت إلى هذا التحول الجذري مايلي⁵:

1 1 الدوافع الداخلية:

- ارتفاع معدل التضخم: السبب يعود إلى التوسع المستمر للكتلة النقدية M2 حيث عرفت زيادة ب20 % سنة و هذا منذ بداية الثمانينات و يرجع هذا إلى العجز النقدي للخرينة حيث بلغ 190 مليار دج (ما يعادل 9,5 مليار دولار) و كذا العجز المالي للمؤسسات العمومية.و من جهة أخرى التطور الكبير للأجور من دون أن يقابله تطور في الإنتاجية إذ في الوقت الذي عرفت فيه هذه الأخيرة انخفاضات فان الأجور عرفت ارتفاع بنسبة 33%.

- العجز المتواصل في الموازنة العامة: حيث كان رصيد الميزانية في اغلب الاوقات لفترة الثمانينات في حالة عجز.

و كنتيجة لركود الجهاز الإنتاجي و انخفاض حجم الاستثمارات, فإنه أصبح من الصعب تلبية طلبات التشغيل التي بدأت تعرف ارتفاعا منذ 1986, وهكذا بدأت أزمة البطالة تظهر للعيان,فارتفعت معدلات البطالة من 16.5% 1985 إلى 17% 1987, 19% 1989.

1 2 الدوافع الخارجية:

- فاقم المديونية وعبء خدمة الدين.

- صعوبة دخول الجزائر إلى الأسواق العالمية, وهذا ابتداء من سنة 1987, و ذلك لتشكيك دائنو الجزائر في مقدرتها على الوفاء بالدين خاصة بعد انهيار أسعار النفط في السوق العالمية في منتصف الثمانينات.

4- Abdel Hamid Brahimi, opcit, p 414.

ت هذه مجموعة من الإجراءات و المتمثلة فيما يلي⁶:

- إصلاح القطاعين الزراعي و الصناعي .
- إصلاح نظام الأسعار و الذي نقصد به إتباع نظام جديد في الأسعار, يعتمد على نظامين للأسعار هما: نظام الأسعار المقننة و الأسعار الخاضعة لهذا النظام تعتبر كوسيلة لتدخل الدولة .
- ونظام الأسعار الحرة و يقصد به حرية الأسعار⁷.
- انسحاب الخزينة من دائرة التمويل.
- .
- التطهير المالي للمؤسسات أي مبدأ استقلالية المؤسسات العمومية.

• مما سبق يمكن تحديد ثلاثة مراحل لمرحلة الانتقال من نظام اقتصادي موجه () اقتصادي يستند إلى ميد () و هي:

- : يتم فيها تحرير الأسعار, فتح الأسواق و تحرير الاقتصاد.
- المرحلة الثانية: و هي مرحلة الاستقرار و ذلك عن طريق قواعد و إجراءات اقتصادية, هنا تكمن قوة الدولة في التحكم و تحقيق التحولات الاقتصادية و الاجتماعية بسلاسة.
- : تتمثل في تحديد النموذج الاقتصادي الليبرالي الذي يتخذ كنظام اقتصادي جديد للبلاد, كما يمكن أن يحدد في هذه المرحلة مستوى التنمية المراد الوصول إليه بعد هذه المرحلة الأخيرة.

غير أن المنافع المبرمجة لعملية التحول و الإصلاح هذه لم تحقق في مجملها لعدم دمج مختلف التدابير في إطار شامل, و لغياب الفعالية. كما انه في بداية 1994, طرأ تدهور آخر في الإختلالات الشديدة التي كانت سائدة في الإقتصاد الجزائري, إذ حدث انخفاض آخر في أسعار النفط وصاحبه تدهور الوضع الأمني و تهرب التمويل الخارجي, مما قاد الإقتصاد إلى حافة الأزمة في ميزان المدفوعات, والذي اتسم بخسائر في الاحتياطات التي وصلت إلى أقل من 1.5 مليار دولار, أي حوالي شهر من الواردات, و من جراء هذه الوضعية المزرية لاقتصادنا, انطلقت الدولة في اتخاذ تدابير و سياسات حازمة وأكثر واقعية مع مراعاة هدف الانتقال إلى اقتصاد السوق, و لهذا شرعت الحكومة في

6 ناصر دادي عدون, اقتصاد المؤسسة, دار المحمدية العامة, الجزائر, 1998, ص65.

7-Youcef Debboub, le nouveau mécanisme économique en Algérie, Office des Publications Universitaires, Algérie,1995,p99 .

تصميم برنامجين اقتصاديين و كلاهما يندرجان في الإصلاح الاقتصادي. يتمثل الأول في برنامج الاستقرار صندوق النقد الدولي و هو برنامج قصير الأجل (1994 1995)، في برنامج التصحيح الهيكلي (1995 1998) ⁸.

و للعلم فالهدف من وراء هذين البرنامجين كان يتمثل في تحقيق التقارب بين معدلات التضخم السائدة في البلاد مع المعدلات السائدة في الدول الصناعية، هذا من جهة و من جهة أخرى استعادة قوة ميزان المدفوعات مع تحقيق مستويات ملائمة من احتياطات النقد الأجنبي. ولانجاز هذه الأهداف شرعت الجزائر في تطبيق برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي مس م ⁹:

- إصلاح السياسة الـ :

لسياسة المالية و نظرا لمحدودية موارد الدولة و ارتباطها بصفة أساسية بالمدخيل الناتجة عن تصدير المحروقات التي تتحدد أسعارها خارج إرادة الجزائر، عملت الجزائر على ترشيد الإنفاق وتحسين مواردها خارج المحروقات، وترقية النظام الضريبي وجعله أكثر فعالية، و منح قانون الاستثمارات سنة 1993 خاصة للاستثمار في مجالات محددة.

- إصلاح السياسة النقدية والقطاع المالي:

بالرغم من التغييرات المؤسسية التي مست القطاع المالي في الجزائر، خاصة بعد إصدار قانون النقد والقرض، إلا انه ظل مثقل في وقت مبكر من عام 1994 بالتركة المتوارثة عن عدة عقود من الإدارة الاقتصادية للحكومة، فإصلاح القطاع المالي لا يمكن أن ينجح إلا إذا نفذت إصلاحات المؤسسات العامة في الوقت نفسه، وقد تم اتخاذ جملة من التدابير الإصلاحية أهمها:

تحرير أسعار الفائدة: حررت أسعار الفائدة على ودائع البنوك التجارية في 1990، ولكن أسعار الفائدة على الاقتراض من البنوك التجارية ظلت خاضعة لحد أقصى نسبته 20 % سنويا، ونتيجة لذلك ظلت من حيث القيمة الحقيقية خلال الفترة 1993 1994، لكن اتخذت خطوة هامة بموجب برنامج الإصلاح لعام 1994، عندما أزيل الحد الأقصى على أسعار الإقتراض من البنوك التجارية للجمهور وفي النهاية أدى تحرير أسعار الفائدة مع تراجع معدلات التضخم إلى ظهور أسعار الفائدة الحقيقية الموجبة منذ بداية 1996.

الترتيب الخاص بالنقد الأجنبي: حيث ألغيت جلسات تحديد أسعار النقد الأجنبي في بنك الجزائر، بإنشاء محلها سوق النقد الأجنبي بين البنوك في 1995، ولتحسين الحصول على النقد الأجنبي، سمح بنك الجزائر بإنشاء مكاتب الصرف في 1996، ما ساعد في تعزيز نظام سعر الصرف.

8 بن دعيدة.ع. التجربة الجزائرية في الإصلاحات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 309.

9- حسن بهلول، الجزائريين الأزمة الاقتصادية و السياسية، 1993، ص 78.

التنظيم النقدي: لقد فرض البنك المركزي في 1994 على البنوك التجارية شرطا ينص بوجود احتياطي ممول لديها بنسبة 3% من مجموع الودائع، وبدأ العمل في 1995 بتوفير السيولة للبنوك التجارية، وكان الهدف تطبيق ممارسات السوق التنافسية، وضمان المزيد من الشفافية بخصوص معايير توزيع الإئتمان. و أخيرا، طبقت عمليات السوق المفتوحة رسميا أواخر 1996، والتي كانت بداية نشاطها صعبة بسبب السيولة الزائدة في الجهاز المصرفي وقلة عرض الأوراق القابلة للتداول.

- إعداد هيكلة البنوك:

عرفت البنوك تدفقات مالية كبيرة خلال التسعينات بفضل تطبيق الحكومة لإجراءات إعادة الرسملة وشراء القروض مقابل تكاليف أرهقت كثيرا الخزينة، وإضافة إلى مشكلة معالجة الديون، فإنه تم العمل على وضع إستراتيجية منذ 1997 لتحسين أكثر لاداء القطاع المالي للبنوك والتي عملت على:

- تأسيس بنوك جديدة وفتح رؤوس أموال البنوك الحكومية تمهيدا لفتح رأسمالها و دخولها في شراكة مع بنوك أجنبية.
- دخول البنوك الأجنبية التدريجي إلى البلاد.
- إنشاء سوق الأوراق المالية.
- متابعة إعادة الهيكلة التنظيمية للبنوك العمومية¹⁰.

المطلب الثاني: المسيرة الاقتصادية للاقتصاد المحلي بعد الالفية

مع دخول الالفية تم صدور ثلاث برامج،الاول لدعم الإنعاش الاقتصادي للفترة (2001 2004)، والثاني لدعم النمو الاقتصادي للفترة(2005 2009) والثالث ألا وهو البرنامج الحالي للمخطط الخماسي (2010 2014) لتعزيز التنمية الاقتصادي .

1 (2001 2004):

تم تسطير عدة أهداف من خلال هذا البرنامج أهمها إعادة الاعتبار للبنى التحتية و تخصيص موارد مالية ، و تحسين عمل المؤسسات والإسراع في إلى التحضير للانضمام للمنظمة العالمية للتجارة و الشراكة مع الاتحاد الأوروبي.

ن المرور من اقتصاد مخطط إلى اقتصاد السوق ليس باختبار سهل لبلاد كالجزائر، ديمما منظمة والآن أصبحت لا تلجأ إلا إلى عناية الدولة في كل الميادين من أجل الحياة الاقتصادية، الاجتماعية و الثقافية.

لقد خرجت الجزائر فعلا بسلام من هذه التجربة الصعبة إزاء مقرضي المال، الاقتصادية الكلية، حيث حققت الجزائر في هذه الفترة نسبة نمو اقتصادي قدرها 6,8% و احتياطات صرف قدرها 32,9 مليار دولار. فان ديون الجزائر الخارجية قد تقلصت خلال هذه الفترة من 28,3 مليار 22 مليار دولار خلال نفس الفترة¹¹.

و الملاحظ أن هذا البرنامج لم يحل كل المشاكل الخفية المسجلة من قبل، و لكنه خفف من الأزمة التي مر بها الاقتصاد الجزائري خلال ما يعرف بالعشرية السوداء و خلق الظروف الملائمة لإستراتيجية حقيقية للتنمية المستدامة.

2 (2009 2005):

تميزت السنوات 2009 2005 هي الأخرى بإنعاش مكثف للتنمية الاقتصادية، وفي تحولها الحتمي لتكون الجزائر مستعدة للانفتاح على الاقتصاد العالمي، تم تأكيد هذا الالتزام و التحضير لبرنامج تكميلي لدعم النمو. و أطلق بميزانية قدرها 150 مليار دولار، مكملة و داعمة للنمو الاقتصادي، حيث كثفت الحكومة جهود إنعاش النمو في جميع القطاعات و قامت بتوحيد الإجراءات التي بدأت في برنامج دعم الإنعاش الاقتصادي 2001 2004 مثل العمل على تطوير الأعمال و المساعدة في رفع مستوى النمو الاقتصادي و التنمية الاقتصادية و جعل الجزائر أكثر جذبا للاستثمار الخاص المحلي والأجنبي على حد سواء. و لتحقيق ذلك بدأت الخطوات بتوحيد الموقف الجيوستراتيجي و تحقيق التوازن الإقليمي للبلاد¹².

3 برنامج المخطط الخماسي (2010 2014):

جاء هذا المخطط ليعزز موقع الجزائر في الرؤية المستقبلية على المديين المتوسط و الطويل، و شمل البرنامج للفترة 2010 2014 التي لم تنتهي بعد، خطة للتنمية الاقتصادية من أجل تحقيق التنمية المستدامة، ف جاء ليعزز نمو المشاريع التنموية بحزمة مالية قدرت قيمتها ب 286 مليار دولار¹³، من أهم هذه المشاريع التنموية انجاز البنى التحتية الإستراتيجية للبلاد في قطاعات عديدة كقطاع النقل، قطاع الموارد المائية، و قطاع البنوك. و ذلك حتى يتم ضمان نمو مستديم للاستثمار في القطاعات الأخرى خارج المحروقات. و جعل معدل النمو الاقتصادي ينمو بشكل مستمر على المنحنى التصاعدي، فالخطة التي جاء بها البرنامج حاسمة بالنسبة لمستقبل الجزائر و الجزائريين، و حتى تتحقق أهدافه يجب ضمان الشفافية و نقادي الفساد و يجب أن يصاحب الإنفاق الضخم آليات المتابعة و الرقابة من خلال مؤسسات قوية و فعالة تضمن تحقيق الأهداف دون تمييز.

11- احصائيات وزارة المالية.

12- قانون المالية التكميلي 2005 2009، الجزائر، أبريل، 2005.

13- 2010 2014 2010.

يمكن القول أن أهداف الألفية من وراء هذه المخططات والتي بدأ العمل بها منذ 2000 إلى غاية الآن، مست جميع القطاعات، و كان أمام الدولة لتحقيق أهدافها تلك تكثيف جهودها في مجالات محددة، أهمها:

- **تحسين إطار الاستثمار** ذلك من خلال ترفيته هذا من جهة، ففي إطار التحضير للشراكة الفعلية مع إلى المنظمة العالمية للتجارة، تعترم الحكومة العمل على مضاعفة فعالية الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) اريع الاستثمارات و تحديد موقعها المستثمرين الجزائريين. تحسين مستوى جهودها و مواصلتها لجلب الاستثمار .
و من جهة أخرى من خلال تسوية مسألة العقار، العقار الصناعي الذي غالبا ما يشار إليه على أنه عائق أمام ترقية الاستثمار، سبق و أن كان محل إصلاح لتسيير المناطق الصناعية و مناطق النشاط هذا الإصلاح يسمح بتنمين المناطق الموجودة، تطوير مناطق جديدة، و جمع الخدمات الضرورية للمستثمر، كذا العمل على احترام التشريع المتعلق بتهيئة الإقليم،
- **تقديم الدعم إلى بعض الصناعات** بما أن أغلب مؤسساتنا الصناعية تعاني من اهتلاك و تقادم التجهيزات ثمانينات و انخفاض جودتها ، لذلك يجب تأهيل هذه المؤسسات في اجنبية، الشيء الذي يؤي إلى زيادة إنتاجيتها تحسين جودتها، و بالتالي قدرة هذه المؤسسات في التوجيه للتصدير، كما على الدولة أن تسهر على عملية تأطير و تسهيل عقود الشراكة هذه.
- **تشجيع المؤسسات الصغيرة و** لما لهذه المؤسسات من أهمية في عملية التنمية الاقتصادية و امتصاص البطالة إلى جانب قيام هذه المؤسسات بإعادة تأهيل و تنمية مواردها البشرية لمواكبة متطلبات التكنولوجيا الحديثة، الشرط الأساسي لتطور هذه المؤسسات و تطور الاقتصاد الجزائري.
- **مكافحة الاقتصاد غير الرسمي،** تطوير الاستثمار يتطلب احترام جميع المتعاملين قواعد الشفافية و المقاييس و القوانين، غير أنه ينبغي أن نلاحظ أن ظهور اقتصاد السوق في بلادنا مؤخرا صاحبه ظواهر طفيلية و ضارة عقدت الحكومة العزم على محاربتها. غير صار مصدر ريع مرده إلى الغش، يعرقل تطوير الاستثمار و يعرض المؤسسات العمومية و الخاصة التي تمارس نشاطها في ظل احترام القانون للخطر .
- **عصرنة المنظومة المالية،** ظومة المالية ورشة مفتوحة ينبغي استكمالها في الوقت الحاضر على ضوء الظروف الاقتصادية الكلية الملائمة أكثر، و في سياق المسار الشامل للإصلاحات الذي يتحكم في نجاحها ينبغي أن يتحقق مجموعة أهداف¹⁴:

14 - محمد زيدان، الاستثمار الأجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة الانتقال، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ديوان المطبوعات الجامعية، 01 2004 120.

- أدوات و أنظمة الدفع الجارية حاليا .
 - تحسين إدارة البنوك و المؤسسات العمومية للتأمين بما في ذلك الترقية لـ .
 - تعزيز سوق رؤس الأموال و ضبطها الفعال, من أجل حشد مكثف للموارد الداخلية لتطوير , و تسيير نشيط أكثر للأصول المالية .
 - التطوير المؤسساتي للقطاع المالي لاسيما من خلال إقامة صندوق ضمان القروض لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة, و صناديق الاستثمارات الأخرى .
 - التطوير المنظم للموارد البشرية في القطاع المالي .
 - وأخيرا, إنعاش البورصة وتطويرها.
- **إصلاح المنظومة البنكية**, و ذلك بابتعادها عن التسيير الإداري و إتباعها الأدوات و قواعد التسيير البنكي المتعارف عليها دوليا, و الحل الأمثل لتطوير النظام المصرفي الجزائري هو بخصخصة البنوك العمومية التي تعرف بالخدمة الرديئة لغياب المنافسة.
- , كالسياحة مثلا, التي كان لها نصيب في ذلك لأنها تعتبر جذبا للاستثمارات الأجنبية المباشرة , وهي القطاع الذي يمكن أن يسهم في تطوير القطاعات الأخرى , لذا نرى أن السياحة في بعض الدول تحتل مكانة مرموقة من بين القطاعات الأخرى في الاقتصاد انطلاقا . و في الحقيقة فهي لا تزال في بدايتها و مع ذلك فالوصول إلى الهدف ليس مستحيلا إذا تماثلت الجهود واستمرت.
- **انضمام الجزائر إلى التكتلات الاقتصادية و تعزيز مكانتها عالميا** إضافة إلى الأهداف الأخرى, يعتبر انضمام الجزائر إلى التكتلات الاقتصادية و تعزيز مكانتها عالميا أهم قرار في هذه الفترة. أن يكون قرار الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة مبنيا على ما نخسره أو ما نجنيه في حالة الانضمام أو عدمه. لا يكون ذلك تحت تأثير ضغط كبار المضاربين, و توظف لصالحها النصوص المعتمدة حديثا من قبل لحماية القطاعات الحساسة و الضعيفة.
- إلى غاية الآن يمكن القول, أنه رغم أن هذه المخططات حققت أداء جيد للاقتصاد الكلي خلال الفترات التي جاءت فيها, إلا أن التأثير بوجه خاص على الصناعة و تنويع الصادرات لم يكن أداء جيد, فالاستثمارات المحلية و الأجنبية كانت و مازالت في مجالات غير قابلة للتداول (قطاع الخدمات و البناء و الأشغال العامة). أي أن المخططات لم تثمر على صعيد النمو و الاستثمار, حيث لم تؤدي إلى تحسين القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني, و من تم كانت هذه على التكيف.

إن على ما يبدو، تبقى النتائج محدودة و غير كافية لتطوير و تعميق الإصلاحات الاقتصادية(التي بدأت قبل اللفية) بطريقة براغماتية. فهذه الإصلاحات تباطأت و جاءت متأخرة رغم أن الجزائر نفذت و بسرعة تحرير التجارة الخارجية، و مادام الإصلاحات جاءت متأخرة فالمؤسسات الجزائرية لم تتأثر حتى الان بفعل العولمة لأنها غير مجهزة كفاية للمنافسة على الصعيد الدولي ما زاد من تحديات الجزائر أمام العولمة.

لذلك فان المسألة هنا هي مسألة طبيعة التحديات التي تفرضها العولمة بمختلف مظاهرها و هيكلها، طبيعة الوسائل الكفيلة اقتصاديا بمواجهة فعالة لهذه التحديات، و ذلك بصياغة البدائل الفعالة الاستراتيجية التي من شأنها ضرر و تأهل الاقتصاد الجزائري الأخيرة كيفية.

و بما أننا بصدد دراسة تأثير العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري على المديين القريب و البعيد، فانه لا بد من دراسة حركة تدفقات رؤوس الأموال إلى البلا عبر الاستثمار الأجنبي سواء المباشر أو غير المباشر هذا من حيث المدى القريب، و سنخرج بدراسة تأثير العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري المدى البعيد من خلال تأثير الجزائر بالأزمات الخارجية على غرار أزمة الرهن العقاري العالمية.

: الاقتصاد الجزائري و تحدياته أمام العولمة المالية

: الية في المدى القريب

مادام العولمة المالية تؤثر بشكل أو بآخر في المدى القريب على الاستثمارات الأجنبية المباشرة و على استثمارات المحافظ، فان تأثيرها على الاقتصاد الجزائري سيتضح من خلال واقع الاستثمار الجزائر و تحدياته أمام حركة رؤوس الأموال الدولية في ظل العولمة المالية. لهذا الغرض راحت الجزائر تعمل على تحسين الاستثمار بها و ذلك لتحقيق هدفين مهمين، و هما:

- **الأجنبية** الاستثمارات العربية و الجزائرية الموجودة بالخارج، و ذلك بالعمل على تهيئة بيئة استثمارية مستقرة و ثابتة، منها تبسيط الإدارية و تحديد لجنة أو وكالة واحدة لتوجيه و تقييم هذه الاستثمارات، و بالتالي الرد الموضوعي السريع على وير التشريعات و القوانين المنظمة لعمليات الاستثمار القيود أمامها محولين قدر أن تتجه مشروعات هذا الاستثمار إلى المجالات الأكثر أهمية في

• **تنشيط بورصة الجزائر، و نهج سياسة إعلامية** إعلامية كاملة للترويج عن مجالات وأدوات الاستثمار في الجزائر، و توفير المعلومات المالية و الإحصائية للمستثمرين. إضافة إلى استعمال بورصة الجزائر كوسيلة لخصوصة المؤسسات العمومية و الاستعانة بالخبرات والتجارب الأجنبية و توفير الكادر المؤهل لتسييرها و تطوير التشريعات والقوانين المدبرة لهذه البورصة لتتلاءم مع التطورات العالمية في هذا المجال.

و في هذا الصدد واقع الاستثمار الأجنبي بالجزائر سواء المباشر أو غير المباشر.

4 الاستثمار الأجنبي المباشر بالجزائر

لقد كان للاستثمارات في الجزائر عدة تطورات و تغييرات تماشيا مع الأوضاع الاقتصادية والظروف السياسية التي كانت تشهدها كل مرحلة خاصة، حيث قامت الدولة في كل فترة بتعديلات و إصلاحات اقتصادية ومالية هامة من بينها إصدار قوانين لتشجيع المستثمرين وفتح الأبواب الموصدة أمامهم و إنشاء هيئات مكلفة بترقية و دعم الاستثمار. و ما نلاحظه هو اختلاف كل فترة عن أخرى و سنوجز كل فترة فيما يلي:

- **مرحلة قبل التسعينات:** و هنا نجد أن التوجه الاشتراكي للجزائر غداة الاستقلال أدى إلى وجوب تدخل الدولة في جميع فروع الاقتصاد، وهذا ما انعكس جليا على مختلف التشريعات المتعلقة بالاستثمار والتي تميزت بنوع من الحذر والتحفظ اتجاه الاستثمار الأجنبي المباشر.

- **مرحلة التسعينات:** أهم ما يميّز هذه الفترة، هو الظرف السيئ الذي شهدته الجزائر من خلال ع الاستقرار السياسي و الأمني و الاختلالات الهيكلية التي عانى منها الاقتصاد الوطني، لكن رغم هذه وضاع، شهدت هذه المرحلة قوانين و مراسيم لتشجيع الاستثمار أهمها 1990 والمرسوم التشريعي رقم 12/93.

- **مرحلة ما بعد التسعينات:** تميّزت هذه الفترة بعودة الاستقرار السياسي والأمني وتحسن في الأوضاع الاقتصادية، مما استلزم مواكبة هذه الأوضاع الجديدة بصدور حزمة كبيرة من القوانين والمراسيم والأوامر كلها تدخل في عمق الإصلاحات وقد مسّت أهم التشريعات التي عالجت 03/01 20 2001 المتعلق بتطوير الاستثمار.

- **الراهنة:** عرفته السنوات الأخيرة هو تحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية بالجزائر، ما ساعد على توفير موارد مالية معتبرة، جزء منه تم توظيفه في الهياكل التحتية لجلب الاستثمار الأجنبي على المدى القريب و البعيد، و الجزء الآخر تم تجنيده من أجل تحسين محيط المؤسسات الذي من شأنه هو الآخر جلب الأجنبية، و من أهم ما صدر في هذه الفترة المرسوم التنفيذي رقم 06 356 2006 المتضمن صلاحيات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار و تنظيمها و سيرها.

ما تجدر الإشارة إليه هو أن بإجراء عدة إصلاحات وتبني سياسات مختلفة للنهوض باقتصادها هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى لفتح أبوابها أمام الاستثمار الأجنبي المباشر واستقطاب المزيد ومن بين أسباب الانفتاح والتوجه نحو تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر هي:

1 2 أسباب الانفتاح والتوجه نحو تشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر:

إن أهم الأسباب التي دفعت بالاقتصاد الجزائري إلى الانفتاح تتمثل فيما يلي :

1 2 1 :

منذ الاستقلال و إلى غاية الثمانينات اهتمت الجزائر بالتصنيع كركيزة أساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، وإنشاء قاعدة إنتاجية حقيقية بغرض تحقيق تكامل بين القطاعات الاقتصادية و الرفع من مستويات الدخل لذلك كان اختيار نموذج الصناعات المصنعة. وتم تطبيق هذه السياسة عن طريق استثمارات ضخمة في كل من الحديد والصلب، المحروقات والصناعات الطاقوية والبتروكيماوية لما لها من تأثير على باقي القطاعات يفة.

غير أن هذه السياسة المجسدة لم تحقق الأهداف المرجوة منها و لا حتى تحقيق قاعدة إنتاجية متطورة، وهذا راجع إلى الإنعاش المحتشم للاستثمارات بسبب قلة مصادر التمويل ونقص الموارد . هذه الوضعية عمدت السلطات إلى توقيف الاستثمارات الموجهة إلى المشاريع الضخمة و متابعة الاستثمار في المشاريع التي هي في طور الانجاز، كما وجهت الاستثمارات الجديدة في تدعيم المنشآت القاعدية وإلى قطاعات الزراعة والصناعات الخفيفة وذلك قصد إعادة التوازنات الكلية إلى الاقتصاد الوطني . كما أن الاعتماد المطلق على تصدير منتج واحد وهو النفط جعل الاقتصاد الجزائري يستجيب للصدمات الخارجية خاصة تلك المتعلقة بأسعار النفط، وهذا ما أثبتته الصدمة البترولية التي عرفها العالم سنة 1986 نتيجة انهيار أسعار البترول في الأسواق العالمية فبينت مواطن الضعف في الاقتصاد الجزائري، و انعكست سلبا على الحياة الاجتماعية و أدت إلى ارتفاع حجم المديونية و معدل التضخم و انخفاض القدرة الشرائية و ارتفاع حاد للأسعار، و بما أن البترول والغاز يشكلان 90 % من قيمة السلع التي تصدرها الجزائر فمن المنتظر أن تتأثر التنمية مباشرة بهذا التدهور في أسعار المحروقات. إن هذا التراجع الذي عرفه الاستثمار و خاصة خلال الثمانينات أدى إلى انخفاض وتيرة النمو الاقتصادي، تأثرا بهذا الانخفاض، لأن تموينه مرتبط كثيرا بالواردات سواء كان ذلك في تجهيزه أو في تجديد قطع الغيار، أو في تكوين مخزونه الاحتياطي.

1 2 2 الضغوطات الخارجية:

إن التغيرات و التطورات الاقتصادية التي ميزت الاقتصاد العالمي في الفترة الأخيرة، كالهيمنة الأمريكية على الصعيد السياسي و الاقتصادي، وارتقاء التكتلات الاقتصادية و بروز قوتها كالاتحاد الأوروبي مع تصاعد موجة العولمة من خلال ضرورة الاندماج في الاقتصاد العالمي و ما يسايره من سياسات التحرير التجاري و المالي وفتح الأسواق و إزالة العوائق التي يحتمل أن تعيق هذا التحرر، بالإضافة للمنظمات الدولية، والذي يعمل على تكريس الاندماج في مختلف المجالات و تجنيد الاتجاه العالمي نحو تحرير المبادلات التجارية و المالية، كل هذا جعل خريطة العالم الاقتصادية تتغير، وبدأت آليات وأشكال ومفاهيم جديدة تظهر على مسرح العلاقات الاقتصادية الدولية.

الجزائر لم تكن بعيدة عن هذه التطورات و انعكاساتها. وهذا ما يبرر أن تلك التطورات و التغيرات شكلت ضغوطا حقيقية على الاقتصاد الجزائري. والتي أجبرته على إعادة النظر في سياسته الاقتصادية التنموية. و انتهاجه سياسة تتماشى مع هذه التطورات العالمية الجديدة هذا من جهة و من جهة أخرى الانفتاح أكثر عبر السماح للشركات الأجنبية للاستثمار فيها.

وفي ظل عدم وجود خيارات بديلة و أمام التحديات الخارجية و منها تحرير حركة رؤوس الأموال و التجارة وفتح الأسواق، أصبحت الجزائر مثلها مثل باقي الدول النامية تعي جيدا انه يجب عليها التأقلم معها و من ثم بذل المزيد من الجهود للاندماج الحقيقي في الاقتصاد العالمي.

:15

3 1

أكثر ما يميز الاستثمار الأجنبي بالجزائر هو محدداته، فلو تم استغلالها بشكل جيد كخطوة في الاتجاه الصحيح، لزادت فرص الجزائر في استقطاب الاستثمار الأجنبي بشكل كبير، و تتمثل في:

1 3 1 الاستقرار السياسي والأمني: يعتبر عدم الاستقرار السياسي و الأمني من أكبر العراقيل التي تواجه المستثمرين، فالوضعية السياسية والأمنية السيئة التي سادت الجزائر أثرت بشكل بارز على استقطاب رؤوس الأموال الوطنية و الأجنبية إليها وذلك لاعتبارات منها التأثير على التشريعات والأوامر وذلك لغياب الاستقرار الحكومي و الخطر الذي يلاحق المستثمر الأجنبي و المحلي على حد سواء ساهمت بعض الشيء في تقليص درجة المخاطر هذا ما عكسته تقييمات مختلف الجهات و المهتمة بالسوق الجزائري مثل مؤسسة لاكوفاس الفرنسية.

1- 3 - 2 **حجم السوق و احتمالات نموه:** بلغ عدد سكان الجزائر في 2005 33.99 مليون نسمة و هو في تزايد مستمر حيث بلغ 36,3 مليون نسمة عام 2010 هذا يجعل الاستهلاك كبير للمواد المصنعة و مواد التجهيز. بالإضافة إلى هذا، فإن موقع السوق الجزائري يمكن أن يشكل نقطة انطلاق نحو

15 منشورات و وزارة المساهمات و ترقية الاستثمار، 2006 .

أسواق أخرى نتيجة قربها الجغرافي من دول جنوب أوروبا والدول الإفريقية جنوب الصحراء، فضلا عن إمكانية الاستفادة من الفرص التي يتيحها تطبيق اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي.

3 3 1 البنية التحتية: لقد شهدت منشآت البنية التحتية في الجزائر تطورا ملحوظا، من حيث وسائل النقل غير أنّ قطاع النقل لا يزال دون المستوى فإشكالية الجزائر في مجال قطاع النقل مشكلة كم وكيف.

4 3 1 : تتوفر في الجزائر عدّة مرافق للاتصالات، تتنوّع بين هواتف أرضية وجوالة

. فلقد بلغت خطوط الهاتف الثابت لكل 100 9.47

2005 ما كان عدد خطوط الهاتف لكل 100 4.4 في نهاية التسعينات ، و يعزى هذا الارتفاع الطفيف في تقديرنا الخاص إلى غزو الهاتف النقال السوق الجزائري، إذ وصل عدد الهاتف 100 41.58¹⁶. أمّا عدد أجهزة الحاسوب سنة 2005 2900.000 جهاز، و يوجد حوالا 500

300 ألف منهم في خدمة الإنترنت فائق السرعة، فيما بلغ عدد المستخدمين 1.8 مليون مستخدم للإنترنت¹⁷ وهذا العدد في تزايد مستمر. وضعية وسائل الاتصالات في الجزائر قد شهدت تطورا

من الصعب الحصول في الجزائر على خط هاتف واحد أصبح بالإمكان الحصول على عدّة خطوط في آن واحد بسرعة وبأقل تكاليف و يعزى ذلك إلى منح الرخصة الأولى للهاتف النقال لشركة أوراسكوم و الرخصة الثانية للهاتف النقال للشركة الكويتية الوطنية.

5 3 1 الموارد الطبيعية: تتميز الجزائر بوجود مصادر الطاقة، تجعلها من محلي الصدارة في إنتاج الغاز الطبيعي، و كذا غنى الصحراء الجزائرية

4 1 :

توجد العديد من فرص الاستثمار في الجزائر، وذلك بفضل توفر الموارد الطبيعية والبشرية بالإضافة للموقع الإستراتيجي المتميز، حيث تشترك الجزائر مع 8 دول في الحدود وهي جسر إتصال ومحور إتقاء بين أوروبا وإفريقيا، وبين المغرب العربي والشرق الأوسط، وممر حيويا للعديد من طرق العالمية، برا وبحرا وجوا، ويمكن توضيح هذه الفرص والمجالات¹⁸:

1 -4 1 : يعد القطاع الفلاحي من أهم القطاعات الاقتصادية في الجزائر إذ يساهم بحوالي

16 المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2005، ص53.

17 - جريدة أخبار الأسبوع، العدد 242، من 04 إلى 10 أكتوبر 2006، ص 07.

18 علي عبيوط م د، الاستثمارات الأجنبية في ضوء سياسة الانفتاح الاقتصادي في الجزائر، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 01 2006 90.

9.5 % من الناتج المحلي الخام، وهي بالإضافة إلى دورها التقليدي المتمثل في ضمان الأمن الغذائي تغطية حاجات السكان فإنها تساهم في تنمية باقي القطاعات الاقتصادية وفي الحفاظ على استقرار سكان الأرياف وتوفير مناصب الشغل.

1-4-2 قطاع السياحة: إن القطاع السياحي في الجزائر يتميز بركود واضح في مجال الإستثمار ابتداء من الثمانينات وهذا راجع إلى التباطؤ الحاصل في تطور القطاع سواء تعلق الأمر بإنجاز الهياكل أو من حيث إنشاء المؤسسات المؤهلة لنمو الصناعة السياحية ومن المنطقي أن وضع اللأمن الذي عاشته الجزائر خلال التسعينات قد ساهم بشكل رئيسي في عرقلة تطور القطاع السياحي، وبفضل سياسة الوئام والمصالحة الوطنية تحسنت الأوضاع الأمنية التي طمأنت المستثمرين والسياح.

1-4-3 : إن درجة مصرفة الإقتصاد ضعيفة إذ تقدر 26000 ساكن، في حين المعايير الدولية تتحدد بشباك لما بين 3000 5000 ساكن، فضلا عن سوء توزيع شبكة البنوك، فالتغطية البنكية ضعيفة في الكثير من المدن الهامة. ومنه فإنشاء بنوك تجارية أجنبية تعمل على تقديم خدمات مصرفية متطورة شأنه سد الفراغ في البنوك التجارية، و المساهمة بدرجة كبيرة في تحسين مناخ الإستثمار باعتبار مشكلة التمويل البنكي من أهم عوائق الإستثمار في الجزائر.

يوفر فرص عوائد كبيرة تغري المستثمرين الأجانب على القدوم للإستثمار في الجزائر¹⁹. وتتمثل فرص ومجالات الإستثمار في القطاع البنكي في إمكانية إنشاء بنوك خاصة بعدما كان ذلك حكرًا على الدولة، وفتح فروع لبنوك أجنبية داخل الجزائر، و في شراء أسهم البنوك العمومية الجزائرية التي تنوي الحكومة التخلي عنها.

1-4-4 قطاع التأمينات: بإمكان سوق التأمين إستيعاب عدة متعاملين آخرين محليين أو أجنبى كونه سوقًا مفتوحًا نتيجة²⁰:

- إقرار إلزامية التأمين على المواطن والكوارث الطبيعية خاصة مع آفاق إنجاز حظيرة السكن من خلال المليون مسكن.
- نمو النشاط الإقتصادي وتطوير القطاعات خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تطور حظيرة السيارات.
- تطور قطاع المحروقات بدخول شركات أجنبية للقطاع.
- آفاق تطور التجارة الخارجية في قطاع المحروقات، ونمو التمويلات المربحة لهذا القطاع.

19- مجلة الإقتصاد والأعمال، الجزائر أرض الفرص، لبنان، عدد خاص، ديسمبر 2003 112.

20 مجلة دليل
2006 70.

بالنظر إلى معطيات الجدول الموالي يتبين أن حجم تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الوارد للجزائر قد تطور تدريجيا 2001 2009 حيث بلغت التدفقات ذروتها سنة 2009 2,84 مليون دولار
%238,65 2000.
20: يمثل 2001 2009. مليون دولار

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
2,84	2,64	1,66	1,79	1,08	0,8810	0,630	1,06	1,19

: وزارة المالية إحصائيات 2010.

و لو أردنا أن نلقي نظرة على التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي في الجزائر يلعب دورا محوريا في هذا ذلك راجع إلى ما تزخر به الجزائر من ثروات طبيعية، و قد أصبحت الجزائر مؤخرا من أكبر الدول استقطابا للاستثمار الأجنبي المباشر في مجال المحروقات، حيث يسيطر الاستثمار فيه على الاستثمار الأجنبي المباشر. حسب الوكالة الوطنية لتطوير (ANDI) جنبة المباشرة تتوزع كما :

21: يمثل توزيع مشاريع الاستثمار الأجنبي المباشر المصرح بها لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار خارج قطاع المحروقات للفترة الممتدة ما بين (2000 2005).

(%)	(مليون دج)	(%)	عدد المشاريع
0.37	2110	2	10
3.50	19799	10.75	54
40.30	229407	64.14	322
0.15	891	0.8	4
0.28	1624	2.4	12
2.9	14685	1.8	9
6.42	36348	17.31	87
46.08	260627	0.8	4
100	565491	100	502

: وزارة المالية إحصائيات 2006.

يفصح الجدول الـ أن قطاع الفلاحة رغم أهميته لا يزال يعاني التهميش حيث يمثل 0.37 % إجمالي التدفقات رغم ما تزخر به الجزائر من إمكانيات في هذا المجال، ويعزى هذا إلى ضعف الحوافز القانونية والمتعلقة بالمردودية، أما قطاع البناء والأشغال العمومية تبقى حصته من التدفقات ضعيفة فهي 3.5% فقط، رغم نسبة النمو التي حققها هذا القطاع بـ 7.1 % وذلك بسبب اهتمام الدولة بهذا القطاع فيما يخص برنامج دعم النمو الاقتصادي خاصة مشروع الطريق السيار شرق مليون وحدة سكنية، ومن جانب قطاع الصناعة فهو يحتل المرتبة الثانية بعد قطاع الاتصالات بنسبة 64.14 % من مجموع عدد المشاريع ونسبة 40.56 % من إجمالي التدفقات وهذا ما يعبر عن قفزة نوعية و تكريس مبدأ انسحاب الدولة من الاقتصاد تدريجياً، ويشمل هذا القطاع الصناعة الميكانيكية الغذائية الصناعة في مجال الحديد والصلب (الشركة الهندية ISPAT) حيث تقدر حصته من التدفقات 0.15 % و هي نسبة ضعيفة و تبقى محصورة في الصناعة الصيدلانية للدار العربية الأردنية، أما قطاع النقل ورغم أهميته إقتصادياً فحصته من التدفقات 0.28 % قطاع السياحة رغم ما تزخر به الجزائر من إمكانيات سياحية هامة، فحصته من التدفقات 2.9 % وأهم المشاريع السياحية مشروع شركة الحامل لإنشاء مركب سياحي بسيدي فرج و مشروع مجمع سيار السعودي لتأسيس قريتين سياحيتين بالجزائر 6.42 % من إجمالي التدفقات وهذا القطاع يحوي على فرص ومجالات استثمار عديدة خاصة في القطاع ثل التأمين والبنوك. فيما يخص 46.08%

ترخيص للشركة المصرية أوراسكوم وثالث ترخيص للشركة الكويتية الوطنية.

5 1

:

رغم ما يبذل من جهود لتهيئة المناخ الاستثماري في الجزائر، إلا أن كل المؤشرات تؤكد على أن حجم الاستثمارات الأجنبية مازال دون مستوى الطموحات ولا يتناسب مع مقو المستغلة والمتوفرة بكميات هائلة.

هذا ما يؤكد وجود مجموعة من المعوقات التي مازال يعاني منها الاقتصاد و نلخصها في²¹:

1 - 5 1 العراقيل الاقتصادية: مشكلة التمويل منذ المرحلة الانتقالية تواجه عملية

الاستفادة من التمويل عراقيل مرتبطة بتشكيلة النظام المالي و البنكي للجزائر الذي يخضع لسيطرة عالية مالية بعد من نفوذ وأثر الدولة.

رغم وضع إطار قانوني يهدف إلى تحسين المحيط النقدي و المالي (10 90

1993 1996 11 03 الذين كرسو مبدأ حرية الاستثمار و حرية فتح

بنوك أجنبية بالجزائر) يبقى التمويل دوما تحت تأثير العراقيل البيروقراطية والمؤسسية.

1 5- 2 مشكلة الوصول إلى القروض البنكية: فبالنسبة للقروض البنكية تشكل المشكلة الأكبر بالنسبة

للمستثمرين في الجزائر، فتمويل الاستثمارات يعاني من بطء شديد، وهذا ما أكدته 72% من المستجوبين الذين قاموا بتغطية ذاتية لميزانية الاستغلال في مقابل 70% ممن قاموا بتمويل استثماراتهم ذاتيا. فالنظام البنكي الجزائري لا يزال دون المستوى المطلوب نتيجة لمجموعة من الأسباب كقصور الخبرة المهنية لدى المشرفين على البنوك الجزائرية، وكذا الاعتماد على الطرق التقليدية في تسيير البنوك، بالإضافة إلى سيادة القطاع العمومي الذي لا يزال مهيمنا على القطاع البنكي، و الذي زاد الطين بلة،

الفضائح الأخيرة للبنوك (بنك الخليفة) ، ما أدى إلى التشكيك في نجاعة النظام البنكي الجزائري وخلق نوع من التخوف لدى المستثمر الأجنبي في تعامله مع البنوك.

و الأكثر من ذلك فإن الخدمات التي تقدمها البنوك رديئة جدا، فيستلزم تحصيل صك بنكي لدى نفس البنك وفي نفس المدينة مدة تتراوح في العادة ما بين 06 17 يوما، وترتفع إلى ما بين 33 34 يوم عندما يتعلق الأمر ببنكين مختلفين وفي مدينتين مختلفتين²². ومنه، فإن إصلاح النظام البنكي وتحديث وسائل التسيير لهذا القطاع أصبح ضروري ليواكب الإصلاحات الاقتصادية وذلك لتحقيق النتائج المرجوة لترقية

1 5- 3 : كما سبق و أن أشرنا إلى هذا الإشكال، باعتبار أن العقار الصناعي

يمثل حاجسا كبيرا أمام المستثمرين الوطنيين والأجانب، ولطالما تعثرت المشروعات، ونفر المستثمرون لهذا السبب، ومشكل العقار الصناعي ليس بالجديد في الجزائر، حيث كشفت التجربة التي مر بها

المرسوم التشريعي رقم 12/93 على أن العقار خلال تلك الفترة مثل العائق الرئيسي

²³. وبينت الدراسة السابقة أن 40% من المستثمرين يستهلكون عادة في المتوسط خمس

. وتتمثل المشاكل التي يواجهها المستثمرون للحصول على العقار

:طول مدة رد الهيئات المكلفة بتخصيص العقار الصناعي والتي تفوق السنة،

تخصيص أراضي بتكاليف باهظة تشمل تكاليف تهيئة دون خضوع هذه الأراضي لأي تهيئة

أو في مناطق نشاط وهمية لعدم إنشائها بعد نظرا لوجود نزاع حول الملكية وأيضا عدم توافق طبيعة

22 . 08

23 - 10

4 5 1 : 566 سوق موازية بمساحة إجمالية قدرها 2.7 مليون متر ينشط فيها أكثر من 100 10 % من مجموع التجار المسجلين . وأكدت الإحصائيات الرسمية أن القطاع الموازي في الجزائر يسيطر لوحده على 40 % من الكتلة النقدية المتداولة في السوق الوطنية، وهي نسبة مرتفعة جدا تؤكد عدم تحك الإقتصادية في هذه الظاهرة نتيجة التساهل في معالجة هذا الملف . وبالتالي فإن الخسائر التي يسببها القطاع من خلال المنافسة غير الشرعية معتبرة جدا، وأن المنتجين الذين يعملون في إطار القانون يعانون فعلا وضعا مزرريا غير مشجع على الإطلاق²⁵.

1 5 5 5 مشكلات ذات طابع إداري و تنظيمي: رغم من سلسلة التوجيهات والتوصيات بشأن تبسيط الإجراءات الإدارية وتسريع الخدمات العمومية، إلا أن ثمة جملة من العوائق الإدارية والتنظيمية، رسخت إنطباعا سيئا لدى المستثمرين، يمكن إجمالها غياب هيئة مكلفة بإدارة وتنظيم الإستثمارات الأجنبية فقط حيث أن رجل الأعمال ينتظر أزيد من أسبوعين للحصول على تأشيرة في الجزائر²⁶ اللازمة لجمركة سلعة معينة والتي قدرت ب16 يوم (35 يوم في بعض الحالات)، هذه المدة لا تتجاوز ثلاثة أيام في المغرب وخمسة أيام في الصين وفي 12 يوما. أنه ينتظر حوالي شهر لتصل بضاعة من الخليج للجزائر، في الوقت الذي لا يتطلب وصولها على أي ميناء أوروبي حوالي الأسبوع، بالإضافة إلى أن أسعار الشحن من أي دولة عربية إلى الجزائر تفوق بحوالي ثلاث مرات

1 5- 6 : يعتبر الفساد من المصطلحات العامة المتداولة له تعاريد فيعرف على سبيل المثال على أنه استخدام الوظيفة العمومية لتحقيق مكاسب شخصية هو تعريف منظمة الشفافية الدولية إستغلال السلطة لتحقيق مكاسب شخصية²⁷.

24 في هذا الصدد يتوجب على المستثمر في الجزائر المرور ب 16 مرحلة تتضمن كل واحدة منها إجراء إداريا بغرض الحصول على الصناعي الضروري لتجسيد مشروع ما، فيما لا يتطلب تحقيق نفس الغاية لدى جيراننا المغاربة سوى من أربع إلى خمس مراحل إدارية فقط. جريدة البلاد اليومية، الجزائر، العدد 2116 05 2006 05.

25 جريدة الفجر، السوق الموازية للعملة الصعبة تتحكم في 40 % من الكتلة النقدية، 2006/5/20 : www.algeria-voice.org.

26 جريدة أخبار الأسبوع، الجزائر، العدد 249 22 28 2006 02.

27 سليمان ناصر، دور القيم الروحية في محاربة الفساد الإقتصادي وتثبيت الحكم الراشد، الملتقى العلمي الدولي حول الحكم الراشد ودوره في التنمية المستدامة في الجزائر، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، 9 10 ديسمبر 2006 33.

إن تأثير الفساد على الإستثمار سلبي كإشارة فقط فانه جاء في تقرير التنمية العالمي عن دراسة ميدانية شملت دولتي سنغافورة والمكسيك، يؤثر الفساد في هذين البلدين على الإستثمارات الأجنبية بما يعادل تأثير رفع المعدل الحدي للضريبة ب50% تخفيض الفساد بنسبة 30% يسمح بالرفع من معدل الإستثمار ب4%²⁸.

يظهر تأثير الفساد على الإستثمار المحلي باعتباره تكاليف إضافية يدفعها المستثمر وبالتالي إمتصاص جزء من أرباحه. و هنا عوائق الإدارية والتنظيمية السابقة الذكر تجعل المستثمرين يقدمون رشاي إلى الموظفين في هذه الإدارات لتسهيل الإجراءات وتحسين الخدمات.

2

بعد أن قامت الجزائر و على غرار دول العالم بمباشرة عدد من الإصلاحات الاقتصادية من أجل التكيف مع مختلف التحديات العالمية، و من أجل تدارك و مواكبة العالمية، ابتعدت عن سياسات الاقتصاد الموجه لأنها انهارت أمام تلك التطورات، وأصبحت الموضة المفضلة هي اقتصاد السوق و عولمة الاستثمار والأسواق المالية، و كان من الطبيعي أن تسعى الجزائر كغيرها من الدول النامية إلى مواكبة هذا الواقع، وانطلاقاً من هنا تتجلى مشكلة بورصات الأوراق المالية في الدول النامية و منها الجزائر في محدودية أدائها ولعل ذلك يعود لحدثة هذا الموضوع، و في انعدام الخبرة مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لأسواق مالية تتميز باستمراريته و فعاليتها في استقطاب الاستثمار المحلي و الأجنبية و في تمويل القطاعات الإنتاجية و الخدمية. و لفهم واقع الاستثمار المحفظي سنتطرق إلى نشأة و تطور البورصة الجزائرية.

1 2 نشأة و تطور سوق الأوراق المالية في الجزائر:

في إطار الاصطلاحات الاقتصادية التي تبنتها السلطات الجزائرية سنة 1987 و التي شرعت في تنفيذها عام 1988، ظهرت فكرة إنشاء بورصة للأوراق المالية، و هي الفكرة التي دعمتها قوانين اقتصادية صدرت في نفس العام، حيث تم بموجب القانون 03/88 إنشاء ثمانية صناديق مساهمة في شكل عدد من الأسهم، و عليه تحولت الشركات العمومية إلى شركات مساهمة دون وجود بورصة للأوراق المالية لتداول هذه الأسهم، ليستقر الأمر فيما بعد لإنشاء بورصة الجزائر التي دخلت حيز التطبيق في عام 1988، و التي عرفت الفترة التي تليها صدور عدة قوانين و مراسيم تشريعية خاصة بعد صدور القانون المتعلق بالنقد و القرض سنة 1990 ليرسخ أهمية إنشاء السوق المالية، في 1993 صار المرسوم التشريعي رقم 93/10 المؤرخ في ماي 1993 يقضي بإنشاء بورصة القيم المنقولة بالجزائر لتتولى بعدها

28 بشير مصد

ية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، 9 10 ديسمبر 2006 29.

عدة مراسيم تنفيذية و تشريعية تتعلق كلها بتنظيم بورصة القيم المنقولة²⁹.

1996 مرسوم تنفيذي تضمن تعيين رئيس لجنة تنظيم عملية البورصة و مراقبتها.

اللجنة السابقة نظام متعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و

واجبتهم و مراقبتهم لظهر البورصة سنة 1997.

و سبب تأخير مشروع إنشائها رغم صدور قانون إنشائها منذ عام 1993، يعود إلى الظروف التي كانت

تمر بها الجزائر، إضافة إلى أن الجزائر كانت ملزمة بتطبيق برنامج البنك الدولي، و ذلك حسب ما أكده

المدير العام للبورصة إسماعيل نور الدين، و في عام 1998 ظهرت مؤشرات ايجابية من الأوضاع المالية

لجزائر، تمكنت الحكومة من تحقيق التوازنات الكبرى لاسيما على صعيد المديونية و ميزان المدفوعات

الخارجية و التي خرجت فيها من فوهة في التقلبات الحادة في سعر صرف الدينار. هذا المناخ المواتي سمح

بوضع الأمور في نصابها، فبدأت الخطوات الأولى لقيام البورصة و تحديد المتدخلين في السوق المالية،

على خط مواز شكلت الحكومة في بداية 1997 لجنة مراقبة البورصة و تم تأسيس شركة بورصة الجزائر

1997 بمساهمة من البنوك الحكومية، و شركات التأمين، إضافة إلى مصرف خاص واحد هو

1997 أنجز القانون العام للبورصة، و تحددت آليات قبول الشركات و عمليات التسجيل و

ذلك بالتعامل مع شركة كندية، و قد باشرت بورصة الجزائر نشاطها في 13 1999

رسميا في 4 1999. وبالرغم من كل هذه الإجراءات فإن البورصة بقيت جامدة و لم يتم تشغيلها وهذا

نتيجة للعديد من المعوقات منها و هي:

2 2 معوقات بورصة الجزائر: تكمن معوقات بورصة الجزائر في نقاط هامة نوزعها كالاتي³⁰:

2 2 1 معوقات تتعلق بأنظمة وآليات عمل البورصة:

1. **ضعف الأطر القانونية و التنظيمية:** و التي تعتبر من أهم المعوقات التي تحد من تطور أسواق

الأوراق المالية حيث أنها تفتقر إلى النصوص القانونية الواضحة و الصريحة المنظمة لإشهار المعلومات

المتعلقة بالشركات و سير أعمالها و كشف حقيقة مراكزها المالية.

و هذا ما يدفع بالكثير من المستثمرين إلى الإحجام عن الاستثمار في البورصة نظرا لصعوبة اطلاعهم

على الوضعية المالية للمؤسسة و مدى صمودها، خاصة و أن السوق تشهد منافسة كبيرة في ظل انضمام

الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة و ما يترتب عليها من آثار على الشركات الجزائرية التي تعتبر في

بداية مراحلها الأولى نحو الخصوصية، حيث أن شفافية المعلومات و الإفصاح المالي يعتبران

29 أحمد بوراس، أسواق رأس المال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص 138.

30 محمد براق، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحوث أوراق عمل الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي، المنعقد بجامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 8 و 9 ماي 2004، ص 61.

ملحة لتطور أي سوق مالي، فالنظام المعلوماتي الجيد يتيح كافة المعلومات المالية و المحاسبية المتعلقة بالشركة و يجعلها في متناول المستثمرين.

2. **ضعف الكفاءة المعلوماتية للبورصة:** عدم فعالية نظام المعلومات حيث يعاني جهاز المعلومات في

بالمؤسسات المدرجة في البورصة وكذا تطور الأسعار، بالإضافة إلى مدى مصداقية المعلومة التي يتم الحصول عليها من التقارير السنوية الخاصة بالمؤسسات، وهذا ما يدل على عدم شفافية وكفاءة . فنظام المعلومات ببورصة الجزائر يعاني من قصور في المجالات

الآتية:- عدم وجود دراسات وإحصائيات دقيقة عن تطور أسعار الأوراق المالية في .

- ق يتعاملون ببيع وشراء الأوراق المالية.

- عدم وجود رقابة وإفصاح مالي دقيق عن شركات المساهمة وقصور في مهنة تدقيق الحسابات.

- عدم وجود إشارات مدربة لموظفي البورصة للعمل كوسطاء وسماسة في هذا المجال.

- البطء الكبير في تسوية الصفقات، حيث يستغرق إنهاء الصفقة ثلاثين يوما، بينما المعايير المعمول بها دوليا لا تتعدى ثلاثة أيام.

- عدم وجود أسعار معلنة وواضحة عن الأسهم المتعامل بها بين المواطنين، إضافة إلى غياب الإعلام (المتخصص في مواضيع سوق الأوراق المالية).

و من خلال ما سبق، يتضح أن رفع الكفاءة المعلوماتية للبورصة يتطلب القيام بدراسات معمقة من جميع الجوانب والتي قد تقود إلى نتائج تعالج القصور المتعلق بتسيير أنشطة وتداول الأوراق المالية في بورصة

3. **المالية:** مقارنة بالعائد على أوجه الاستثمار الأخرى ارتفعت

أسعار الفائدة على الودائع بأجلها المختلفة على منوال أسعار الفائدة الدولية في وقت بقي فيه النظام الضريبي على ما هو عليه. و بقيت بورصة الجزائر بعيدة كل البعد عن توفير الجو الملائم لتحقيق أكبر عائد و يرجع ذلك إلى أن السوق المالي الجزائري مازال في مراحله الأولى من الإصلاح و لم يحن الوقت ليصبح سوق فتي أو ناشئ. كما أن البورصة الجزائرية تعرف عدم تنوع الأوراق المالية بها و إقتصارها دد قليل من الشركات المقيدة و شركات الوساطة في البورصة ، مما يجعلها بذلك تفتقر للكفاءة التقنية، الأمر الذي يرفع من حجم المخاطر، و يحد من رغبة المستثمرين على الإستثمار في الأوراق المالية.

4. **غياب المنافسة داخل البورصة:** إن قرار السلطات الجزائرية بإنشاء بورصة الجزائر جاء تماشيا و

نهجها نحو اقتصاد السوق الذي يتميز بهيمنة القطاع الخاص، و هو ما لا نجده في واقع الاقتصاد الجزائري

الذي يطغى عليه القطاع العام، حيث أن تأخر عمليات الخصخصة التي كان يعول عليها كثيرا في تنشيط البورصة زاد من عرقلة نموها و تطورها إضافة إلى أن أغلب المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن، و هو ما يتعارض مع قوانين البورصة التي تدعو الشركة أن تكون شركة ذات أسهم.

فمن الواضح أن تطور السوق المالية في الجزائر مرتبط بشكل كبير بمسار الخصخصة، فبالرغم من أن هناك بعض الاهتمام من القطاع الخاص للبورصة إلا أن ضبابية المنظومة المالية التي تشهدها الجزائر و ما صاحبها من اهتزازات في القطاع المصرفي جعلت هذه الأخيرة مترددة في دخول هذه المغامرة.

2 2 2 معوقات تتعلق بالمحيط البورصي

1. هيمنة القطاع العام وعدم نجاعة مؤسساته:

يمثل القطاع العام للمؤسسات الاقتصادية قرابة 80% من مجموع استثمارات المؤسسات الجزائرية، وأهم ما يتميز به هذا القطاع ما يلي:

- غياب الأداء الإنتاجي مع طاقة إنتاجية لا تتعدى 50% في أحسن الحالات ويد عاملة غير مؤهلة.
- دخل الموظفين غير متناسب مع الإنتاجية ونظام تحفيز الأجور غير فعال مع إضفاء الطابع الاجتماعي على سياسة التوظيف.
- عدم خضوع تعيين مسيري المؤسسات العمومية إلى شروط موضوعية اقتصادية بل يخضع لاعتبارات غير اقتصادية منها الولاء... .
- أغلبية المؤسسات الخاصة مكونة على شكل شركات ذات مسؤولية محدودة أو شركات تضامن الشيء الذي يحول دون إمكانية إدراج هذه المؤسسات في البورصة باعتبار أن من بين شروط دخول المؤسسات العمومية وتطهيرها وتحويلها إلى شركات ذات أسهم قبل قيدها في البورصة وهذا من شأنه أن يرفع من عدد الشركات في البورصة، ويبعث فيها ديناميكية وحركية جديدة.

2. لا شك أن تذبذب النقود و بالتالي قيمة الاستثمارات من شأنه أن يعرقل إقامة

مشروعات جديدة، فالمقرض الذي يقدم دولارا اليوم لا يعرف ماذا سوف تكون قيمته بعد 3 10 وهذا ما يؤدي إلى إحجام المقرضين عن شراء أسهم أو سندات وبالتالي التأثير في تمويل المشروعات³¹. ولاشك أن قوة النشاط المالي وزيادته متوقعة على مدى الثقة في اقتصاد الدولة ذاتها ومدى الثقة في الشركة المقترضة وقوة عملة الدولة ذاتها المطروح فيها الأسهم أو السندات، كما أن ارتفاع نسبة التضخم يبعد المستثمرين عن شراء العقارات والأراضي التي ترتفع أسعارها مباشرة في مثل هذه الحالات.

³¹ - أحمد فهمي الإمامي أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، لبنان. 98.

3. ضعف الحوافز الجبائية

تخضع الشركات في الجزائر إلى الضريبة على أرباح الشركات بواقع 30% من إجمالي أرباحها السنوية، وهو ما يؤدي إلى تخفيض الأرباح الموزعة على المساهمين، إضافة إلى خضوع التوزيعات عند تحويلها للمساهمين إلى الضريبة على الدخل الإجمالي، الشيء الذي يدفع بالمستثمرين إلى التهرب الضريبي أو البحث عن بدائل استثمارية أخرى عادة ما تكون السوق الموازية. وإضافة إلى الضغط الجبائي، ما يلاحظ على النظام الضريبي الجزائري هو غياب التحفيزات الممنوحة للشركات المقيدة في البورصة.

2 2 3 معوقات اجتماعية وسياسية و دينية

1. **الظروف السياسية والاجتماعية:** لاشك أن الظروف السياسية و الاجتماعية التي تعيشها الدولة أدى إلى عدم القدرة على التأكد بالنسبة للتطورات الاقتصادية والمالية في داخل كل دولة ، وقد أدى هذا إلى حرص المدخرين وبالذات صغارهم على عدم الاكتتاب في أسهم أو سندات مطروحة في السوق المالية الدولية، كل هذه الظروف وعدم التأكد من استقرارها أو ثباتها نسبيا يعتبر من معوقات تنمية السوق إذ يدفع المدخرين غالبا إلى تفضيل إيداع مدخراتهم في البنوك المحلية حتى ولو كانت نسبة الفائدة أقل كثيرا من نسبة الفائدة إذا ما تم التوظيف في شراء سندات من السوق المالي الدولي.

2. **دم توافر الوعي الكامل بمميزات التعامل في الأدوات المالية الجديدة في أسواق المال لدى شريحة كبيرة من أبناء المجتمع.**

إذ أن غياب الثقافة البورصية لدى فئة واسعة من جمهور المستثمرين يجعلهم غير واثقين في استثمار أموالهم في سوق تعتبر حديثة النشأة لديهم، حيث أثبتت التجارب التي عاشتها الجزائر و خاصة الهزات التي عرفها النظام المصرفي الجزائري و ما خلف وراءه من فضائح جعل شريحة كبيرة من المستثمرين يعزفون عن الدخول في مغامرة جديدة يجهلون مصير أموالهم فيها.

2. **العامل الديني:** كما هو معلوم فإن للكثير من العائلات الجزائرية نظرة دينية فيما يتعلق بالتعامل في السوق المالي و بخاصة السندات التي يعتبر عائدها ثابت ، و بالتالي هناك فوائد ربوية تنجر عنها، و هو ما يدفع بالكثير من المستثمرين إلى العزوف عنها باعتبارها فوائد محرمة شرعا و هو ما يدفع بهم إلى البحث عن أدوات استثمارية أخرى غير البورصة لتوظيف أموالهم و بالتالي تهميش دور البورصة في عملية التنمية الاقتصادية.

وهناك عدة عوامل تبدو أكثر أهمية و تميز لإقامة سوق مالية مستمرة و دائمة في الجزائر، وهي:

2 3 مقومات البورصة الجزائرية:

لكي يتم تطوير بورصة الجزائر يجب أن نحفز الطلب على الأوراق المالية من خلال

- تخفيض مدة التسوية و المقاصة و ذلك من خلال الربط الآلي لفروع الجهاز المصرفي بمراكزها الرئيسية و فيما بينها.
- عصرنة الجهاز المصرفي لإصدار الأوراق المالية و تقديم الإستثمارات و الإقتراحات حول مختلف وسائل التمويل أو إعادة التمويل.
- تطوير بورصة الجزائر عن طريق تعميق و توسيع قاعدة المستثمرين مثلا إلحاق شركات التأمين و صناديق الضمان الإجتماعي.

3 3 2 إنشاء مصادر المعلومات المالية: بإصدار مجلات و قنوات تلفزيونية متخصصة في المجال توفر المعلومة للمستثمرين في الأوراق المالية. حيث تعتبر مصادر المعلومات المالية من الدعائم الضرورية لضمان استمرارية البورصة إذ توفر للمستثمرين و المحللين تصورات قيمة حول الأوضاع المالية المحلية والدولية لاتخاذ قرارات الاستثمار بناء على ذلك، فالأوراق المالية شديدة الحساسية لكل ما يحدث من ت التي تمس مصالح الدول الفاعلة في المجتمع الدولي، ولذا يصبح لزاما على المحلل المالي أن يكون صورة عن الظروف الدولية لوضع التقديرات حول انعكاسها على الاقتصاد :

- إنشاء مدارس و معاهد عليا متخصصة في البورصات من أجل تكوين متخصصين لتفعيل البورصة.

- نشر الثقافة البورصية بين أفراد المجتمع الجزائري لتعبئة المدخرات المحلية للإستثمار في الأوراق المالية.

- خلق بعض الأدوات المالية التي لا تتعارض مع القيم الدينية للمجتمع الجزائري.

4 3 2 تحسين كفاءة أنظمة التداول: تلعب أنظمة التداول دورا مهما في تطوير و تنشيط السوق المالي، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما أنها تمثل النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات حول الأسعار و نشاط التداول، و لذلك فإنها و كلما ازدادت كفاءتها ستساهم بشكل أفضل في تحسين التعريف بالسوق و زيادة المنافسة و تعزيز السيولة³⁴. حيث أن الشبكة المعلوماتية المتطورة تساهم بقدر كبير في تحسين تدفق المعلومات بكفاءة والتي تجعل تستجيب لها بسرعة و بالتالي تخفف من أعباء المقاصة و التسوية، و يلاحظ في الجزائر أن النظام المتداول في إطار سوق غير منتظم و بشكل يدوي، و من أجل تنشيط السوق المالي في الجزائر و جب العمل بنظام تداول في إطار متطور و قائم على شبكة إلكترونية للتداول بين الوسطاء.

³⁴ - محمد يسر برنيه تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية و دور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي. 2004 : متاح في النسخة الإلكترونية: www.Fma.org

5 3 2 تطوير أنظمة الحفظ المركزي والتسوية: يمثل نظام مقاصة وتسوية عمليات تداول الأوراق المالية الحكومية إلى جانب أنظمة التداول الركن الأساسي للبنية التحتية اللازمة لسوق الأوراق المالية الحكومية ويتوقف تصميم هذا النظام على اعتبارات عديدة تتصل بمخاطر النظام المالي والمصرفي ومستوى المنافسة في السوق وطبيعة المشاركين وبغض النظر عن هذه الاعتبارات فإن القواعد الأساسية للسندات الحكومية بما يقود إلى تعاملات لا ورقية بهذه السندات من شأن ذلك أن يساهم في تحسين سرعة وكفاءة عمليات تسوية الأوراق المالية الحكومية ويرتبط العمل بحسابات للأوراق المالية الحكومية بوجود نظام للحفظ المركزي لهذه الأوراق ويتواجد مثل هذا النظام في جميع الدول العربية باستثناء اليمن وتختلف تجارب الدول العربية فيما يتعلق بالجهة المكلفة بإدارة هذا النظام، إن من أهم متطلبات نظام التسوية الكفاءة لمعاملات تداول الأوراق المالية الحكومية إدخال العمل بمبدأ التسوية مقابل الدفع علما بأن تطبيق ذلك يتوقف على تسوية المدفوعات المرتبطة بعملية تداول الأوراق المالية الحكومية بالوقت المناسب في

35

و من شأن هذا النظام أن يساهم بقدر كبير في تطوير السوق المالي حيث يوفر مزايا كثيرة للمستثمرين يجعلهم في منأى عن تزوير المعاملات و التقليل من المخاطرة و توفير كافة المعلومات و البيانات المالية بدقة ، مما يتيح الفرصة للمستثمرين التعامل في الأوراق المالية بكل حرية و بالتالي تنشيط السوق المالي و زيادة درجة سيولته.

6 3 2 توسيع قاعدة المستثمرين: يمثل توسيع و تنويع قاعدة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية الحكومية واحدا من أهم محاور تطوير و تعميق هذه الأوراق كما يساعد هذا التوسيع الحكومة على زيادة ائق سنداتها وخفض كلفة مديونيتها ولا يعود الأمر لمجرد الزيادة في حجم الاستثمارات من جراء ذلك على أهميتها بل للتمايز الذي يمكن أن يتحقق من خلال وجود توجهات مختلفة لأنماط الاستثمار لدى المستثمرين المختلفين و تفضيلاتهم فيما يتعلق بفترات الاستحقاق و نوع المخاطر و هذا التمايز من شأنه أن يعزز من سيولة السوق من جهة و يخفف من حدة التقلبات من جهة أخرى وكذلك أن تنويع المستثمرين في أسواق السندات الحكومية يخلق الفرص أمام إدخال ابتكارات مالية جديدة لمقابلة الاحتياجات المختلفة لهؤلاء المستثمرين مما يساهم في زيادة عمق و كفاءة هذه الأسواق³⁶.

35- أسرار فخري عبد اللطيف دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية مجلة علوم إنسانية السنة : (32) 2007

<http://www.ulum.nl/>

2004.

نحو إطار لتطوير الأسواق المالية

- 36

7 3 2 تهيئة بيئة داعمة لتطوير الأسواق المالية: إذ يتعين على رسمي السياسة أولا توفير الظروف اللازمة مثل الاستقرار الاقتصادي الكلي، و النظام القانوني الذي ينظم إجراءات التعامل في السوق المالي، و نظام حديث للدفع لتخليص معاملات الأوراق المالية و تسويتها.

2 4 اداء البورصة الجزائرية:

من الادوار التي قد تقوم بها بورصة الجزائر لو تم العمل بالاقترحات التي اشرفنا عليها سلفا نجد التنمية الاقتصادية و الخصوصه.

1 4 2 دور السوق الماليه في عمليات التنميه الاقتصاديه: تلعب السوق الماليه دورا في عمليات التنميه الاقتصاديه في الجزائر حيث تعد فناة فادرة على جذب و تعبئه المدخرات و توجيهها نحو تمويل المؤسسات الاقتصاديه وبالتالي فهي تعتبر لها مصدر هام للتمويل الطويل و المتوسط كما يمكن للسوق الماليه ان تكون وسيلة للتحكم في حجم السيولة في الاقتصاد عن طريق عمليه إصدار القرض العام إضافة إلى مزايا اخرى تحققها هذه العمليه في حالة التحكم في التضخم عن طريق اللجوء إلى السلطات النقدية والمالية بإصدار سندات القرض العام بهدف امتصاص الكتلة النقدية الزائدة عن احتياجات الاقتصاد، كما قد تعتبر السوق الماليه مؤشرا حقيقيا لإنعاش ركود الاقتصاد من خلال ما يحدث فيها من عمليات بيع و شراء للأوراق الماليه. و تقلب اسعارها في الوقت ذاته بعد جهاز بارومتر يمكن من التنبؤ تبعا بتعبير قيمة الاوراق الماليه على مقدار المؤسسة على فعالية البورصة و تحسين مواردها، و تنمية ارباحها كما تعتبر مراقبتها المستمرة مرآة عاكسة لكافة الاداء الاقتصادي للمؤسسة الماليه بصفه عامه.

2 4 2 دور السوق الماليه في عمليات الخصوصه:

الخصوصه، الأمر الذي يصنع أمام المستثمر العديد من الخيارات فتكون اما عن طريق الشراء، أو المشاركة بجزء في السوق الماليه، و هذه من أحسن الوسائل لضمان الشفافيه اللازمه للعمليه كمثلا طرح المؤسسة أسهمها للجمهور فضلا عن ذلك خلق المنافسه الكبيره بين الشركات الاقتصاديه، و قد كانت الحكومه في هذا الإطار ان أعلنت قبل نهاية 1999 برامج تقضي بانضمام 17 شركة إلى البورصة عن طريق تنازل المؤسسات عن حصتها للبيع و انفتاحها على الادخار الوطني و كلها شركات تتمتع بأوضاع جيدة تعمل في مجالات الاسمنت والمقاولات... إلخ، لكن لأسباب سياسيه جمد المشروع، وكان من الممكن لهذا المشروع أن يطور السوق³⁷.

37 د. شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 82.

لكن يبقى للبورصة الجزائرية تحدي آخر في مواجهة العولمة و هو كيفية اتصالها بالعالم الخارجي و بالاقتصاد العالمي و ذلك من خلال إجراءات.

و من اجل استقطاب الاستثمار المحفظي تبنى الفاتمون على بورصة الجزائر مجموعة من الاجراءات و التدابير التي تساعد على تعريف و ربط هذه الاخيرة بالبورصات العالمية لانه و كما عرفنا في ظل مفهوم العولمة المالية و تاثيرها على اسواق المال، فإن التعاون الدولي بين بورصات العالم اصبح يمثل خطوة هامة عن طريق تطوير اليات عمل و عمق هذه الاسواق، حيث يشمل عادة تبادل الخبرات و التنسيق فيما يتعلق بخطط التطوير و التحديث و مواجهة التحديات سواء على المستوى الدولي او الإقليمي. و ما نعرفه عن البورصة الجزائرية منذ تاسيسها انها لا تزال تتخبط في مشاكل عديدة الامر الذي لا يسمح بتوافر مفومات الربط بالبورصات العالمية و بالتالي تعزيز مكانته عالميا بين مختلف اسواق الاوراق المالية.

إلا ان القائمين على بورصة الجزائر يسعون جاهدين لتطوير و تنشيط وتعزيز مكانة البورصة سواء المستوى المحلي او على المستوى الدولي، و ذلك من خلال مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها مع هيئة الضبط بصفته عضو في المنظمة الدولية للجان التقييم منذ سنة 2001 و لجنة الاسواق الناشئة و اللجنة الجهوية لإفريقيا و الشرق الاوسط، كما تتشارك اللجنة، التي لها العضوية ايضا في المعهد الفرانكفوني للضبط (IFREFI) من سنة 2002 في جميع التظاهرات التي ينظمها هذا المعهد³⁸ و فيما يخص مساهمة الاجانب في البورصة الجزائرية فان الجزائر سعت و على غرار الكثير من الدول النامية إلى تجسيد العديد من الإصلاحات في محاولة منها لتحرير الاقتصاد الوطني و تكييفه مع التحولات العالمية، و من تم الانفتاح اكثر على الاستثمار الدولي، و ذلك بعدما اصبحت تدرك اهمية هذا الاخير في دفع عجلة النمو الاقتصادي إلى الامام.

و في هذا السياق فقد اقدمت الجزائر على صياغة تشريعات و نظم و ترتيبات تخص تشجيع الاستثمار و تهيئة كل الظروف الممكنة و الملائمة لاجتذابه و الترويج له بموجب قوانين داخلية و اتفاقيات دولية و تقديم الضمانات اللازمة لكسب ثقة المستثمر الاجنبي و تقديم الحوافز و الامتيازات لدفع هذا الاخير و تشجيعه على العطاء اكثر، و بالرغم من الجهود المبذولة من طرف القائمين على سوق الاوراق المالية في الجزائر إقامة علاقات تعاون مع بورصات و منظمات عالمية على مستوى البورصة الجزائرية، إلا انه نشهد قلة جاديه البورصة للمستثمر الاجنبي و ذلك لاسباب عدة منها قلة النشاط و عدد الاوراق المالية المتداولة فيها و نوعيتها، بالإضافة إلى الغياب التام لشهادات الإيداع الدولية و الإصدارات الاجنبية.

38 لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، التقرير السنوي، 2005، ص33.

نستطيع القول انه و بالرغم من هذا الاهتمام الواسع في مجال الاستثمار الاجنبي و رغم الجهود المبذولة إلا انها لم تقدم النتائج المرجوة فيما يخص الاستثمار المحفظي،و ذلك لعدة عوامل بدءا بالجانب الامني خلال العشرية السوداء،وحتى الان مازالت النتائج غير مرجوة بسبب العرافيل الإدارية،وضعف و تفهقر سوق الاوراق المالية نتيجة نقص الخبرات التي لا تزال تعاني ضعف النشاط مما جعلها غير قادرة على استقطاب جانب مهم من التدفقات الدولية لرؤوس الاموال في شكل استثمار محفظي.

و من خلال واقع الاسواق المالية بالجزائر فان بورصة الجزائر تصنف ضمن الاسواق التي تقل قيمتها عن 0,17 و تدل على صغر %الناتج المحلي الإجمالي إذ تبلغ نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي 0,17 هذه البورصة نسبة إلى اقتصاد الجزائر رغم انه مع السنوات الاخيرة نلحظ ارتفاع سهم بورصة الجزائر من حيث النشاط بشكل ملحوظ، فدهبت من مستوى التبادلات من حيث الفيم المتداولة نحو 4 ملايين في 2005 960000000 دينار في 2007 و 1,2 مليار دينار في 2008 يتشكل نسبة نمو كبيرة، و يرجع ذلك في المقام الاول الى ما بدلته الدولة في تطوير سوق السندات و يرجع هذا التطور إلى قرار وزارة الخزينة حول تقديمها لسندات طويلة الاجل، كما يعود ذلك ايضا إلى التحديث على مستوى الجوانب المتعلقة بالموارد البشرية حيث جندت إدارة المديرين التنفيذيين للبورصة بتدريب الشباب الخارجيين من كليات إدارة الاعمال و كلية الدراسات العليا للدراسات المصرفية و المعهد العالي للإحصاء و التخطيط على جميع التبادلات التقنية، بما في ذلك التكنولوجيا المتعلقة بعمليات فتح راس المال، و إدخال الاوراق المالية و تداول هذه الاوراق المالية في السوق الثانوية. تم خلال صيف عام 2008 بقيادة السلطات المالية انشاء ورشات عمل التي بدأت في إصلاح القطاع المالي و التركيز على القطاع المصرفي و قطاع التامين بتوظيف خبراء دوليين بالتعاون عن كتب مع خبراء وطنيين و هذا لتطوّر عمل نظام المعلومات و المفاوضات و التركيز على محو الامية المالية، و قد بدأت خطة التحديث هذه عام 2009.

و في إعلان جاء به نور الدين إسماعيل رئيس لجنة تنظيم و مراقبة الاوراق المالية و البورصات (عن إصلاح رئيسي للسوق المالية،تم بدا العمل به في مارس 2011 و متوقع ان يستمر لعامين COSOB) وهدفه الرئيسي هو تحقيق "تحت" لنموذج عمل السوق المالية الجزائرية . كما تم التوقيع على مشروع لإصلاح السوق المالية بالجزائر بقيمة 2,4 مليون دولار من طرف وزارتي الشؤون الخارجية و المالية و برنامج الامم المتحدة من اجل تنمية السوق المالية بالجزائر في ماي 2011 و اشار بيان لوزارة الخارجية إلى ان المشروع سيسمح على وجه الخصوص ببعث نشاطات بورصة الجزائر، الذي يعني ذلك تحسين الاتصال المالي و ضمان تكوين مختلف المتدخلين حول السوق المالية و الوسطاء و المتعاملين الاقتصاديين و المؤسسات المالية.

ويمكن تلخيص أداء بورصة الجزائر من خلال الجدول التالي الذي نستعرض فيه أداء القيم المنقولة في 2006 إلى غاية 2011.

22: يمثل أداء بورصة الجزائر للفترة 2006 2011.

قيمة التداول		
149 391 910,00	234	2006
960 417 115,00	410	2007
1 218 511 505,00	545	2008
896 650 625,00	488	2009
670 069 575,00	361	2010
194 166 595,00	253	2011

المصدر: التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن عدد المعاملات لسنة 2007 410 (بقيمة تداول قدرت بـ 960 417 115,00 حيث ارتفعت بنسبة 75% 2006 و التي شهدت ذروة 115,00 حيث ارتفعت بنسبة 33% 2008 و التي شهدت ذروة 545 (بقيمة تداول قدرت بـ 1 218 511 505,00 حيث ارتفعت بنسبة 33% 2007 ، بينما سنة 2009 488 (بقيمة تداول قدرت بـ 896 650 625,00 حيث انخفضت 10.5% 2010 361 (بقيمة تداول 670 069 575,00 26% 2009 670 069 575,00 2011 253 (بقيمة تداول قدرت بـ 194 166 595,00 .

تشير سيولة السوق إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة زهيدة فكلما كانت سيولة السوق مرتفعة فإن ذلك يعتبر كمؤشر ايجابي لأنه يزيد من فرص حصول الشركات على احتياجاتها التمويلية من جهة كما أنه يسمح للمستثمرين بتغيير محافظ أوراقهم المالية حسب رغباتهم من جهة أخرى يتم حسابه على شكل نسبة بقسمة قيمة التداول في البورصة إلى الناتج المحلي فهذه النسبة تشير إلى الحجم المتداول من السيولة في البورصة من الناتج المحلي،

والجدول الموالي يوضح لنا نسبة حجم التداول في بورصة الجزائر:

23: يمثل تطور حجم التداول إلى الناتج المحلي ببورصة الجزائر.

السنة	قيمة التداول (مليار دينار)	الناتج المحلي الإجمالي (مليار دينار)	قيمة التداول/الناتج المحلي الإجمالي %
1999	0.1080	3238.2	%0.003
2000	0.7200	4098.8	%0.017
2001	0.5332	4235.6	%0.012
2002	0.1120	4455.3	%0.002
2003	0.0172	5247.5	%0.00032
2004	0.0084	6135.9	%0.00013
2005	0.0041	7544.1	%0.000054
2006	0.1493	8463.6	%0.0017
2007	0.9604	9389.6	%0.010
2008	1.2181	10993.8	%0.011
2009	0.8966	10845.8	%0.0083
2010	0.6700	11672	%0.0057
2011	0.1941	12208.91	%0.0016

المصدر: من اعداد الطالبة.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي ضعيفة جدا ويرجع ذلك إلى انخفاض عدد الصفقات المبرمة بالبورصة، حيث سجلت أعلى نسبة عامي 2000 و 2001 0.017% و 0.012% على التوالي وهي السنوات الأولى لبداية النشاط في البورصة، وقد سجلت أضعف نسبة سنة 2005 0.000054%، حيث شهدت هذه السنة انخفاض كبير في حجم المعاملات خاصة على سهم رياض سطيف والتي كانت تعاني من صعوبات مالية، لكن هذه النسبة بدأت في الانتعاش مع سنة 2006 ويرجع ذلك إلى انتعاش سوق السندات حيث انتقلت من 0.010% 2007 إلى 0.011% 2008 و وصلت سنة 2009 إلى 0.0083% ثم عاودت الانخفاض في سنتي 2010 و 2011. و بالتالي فإن ما يمكن قوله عن بورصة الجزائر أنها ذات سيولة ضعيفة حيث يرجع ذلك إلى انخفاض عدد الصفقات نتيجة لعزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية والتعامل بها. إذن من خلال هذا التحليل نرى أن هناك ضعف في عدد المعاملات و قيمة التداول في بورصة الجزائر رغم ما بادرت اليه الحكومة الجزائرية في سبيل تطويرها، و هذا يدل على أن السوق زال بعيدا كل البعد عن مواصفات الأسواق المالية العالمية.

انطلاقاً من كل ما عرضناه سابقاً، ومام تحديات العولمة سواء كانت اقتصادية او مالية، نجد ان الجزائر لطالما سعت في كل مرة إلى تغيير الفوانين الخاصة بالاستثمار بنوعيه، و جعلها اكثر ملائمة مع الظروف الراهنة ، كونها تكون مضطرة للبحث عن استراتيجيات جديدة تهدف إلى جلب الاستثمار الاجنبي اكثر فاكثر لان تباطئ معدلات رؤوس الاموال في الاستثمار في الدول النامية مثل: الجزائر تدفع بالمستثمرين الاجانب إلى تحول فروعهم نحو البلدان المتقدمة.

إن كل شيء في الوقت الحالي يندفع بالتوجه نحو الاستثمار الاجنبي نظرا للوعي المتزايد للشعوب و الحكومات للدول المضيفة خاصة النامية منها و كذا نزعتها في تحقيق النمو و التنمية الاقتصادية.

و ما نجده فعلا في الجزائر هو ان تشجيع الاستثمار الاجنبي اعتبر وجها جديدا من اوجه سياسة الانفتاح الاقتصادي فجاءت الحتمية لإيجاد نظام معلومات واسع حول الاستثمار الاجنبي سواء مباشر او غير مباشر (المحفطي) و دراسة الضمانات و الامتيازات الفعالة للمستثمرين الاجانب على ا قدم و الاستثمار في الجزائر خاصة و ان الاستثمار الاجنبي يعتبر وجه من اوجه حركة رؤوس الاموال.

وفي سبيل استفادة الجزائر منه اتسع مجال الاستثمار الاجنبي فنجد انه بعد تركزه في القطاع النفطي، بدا مند إلى قطاعات اخرى كقطاع الفلاحة و السياحة، اما من ناحية الاستثمار المحفطي فبادرت الجزائر بتحسين الاداء المصرفي و تطوير و عصرنة البنوك و تحسين اداء البورصة كما و نوعا من حيث الاوراق المالية المتداولة و هذا تماشيا مع وجوب التمين الدولي على الاستثمار الاجنبي من حيث انتقال رؤوس الاموال و عوائد هذا الاخير.

: أمام العولمة المالية بعيد

كما سبق و أن رأينا تأثير العولمة المالية في المدى البعيد على الاقتصاد العالمي من خلال الأزمات المالية العالمية ، فان تأثيرها على الاقتصاد الجزائري سيتضح هو الآخر من خلال واقعه الحالي و تحدياته أمام هذه الأزمات المالية خاصة أزمة الرهن العقاري.

1 انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري:

نعم إن العولمة المالية أزلت كافة الحواجز بين الأسواق المالية و حررت حركة رؤوس الأموال فأصبح لعالم في ظلها قرية صغيرة إذا حدث أمر جانبا تأثر الباقي قد كان للأزمة المالية العالمية بأزمة الرهن العقاري ، انعكاسات مالية و تجارية و نقدية عديدة على اقتصاديات العالم الم بحيث تفاوتت حدتها تبعا لمستوى الترابط الموجود بين اقتصاديات العالم المختلفة.

نعكاساتها على الاقتصاد الجزائري, ذهب " عبد الوهاب بوكرواح "

الاقتصاد الجزائري إلى وصفه بأنه متخ , قائلا أن نظامه المالي لا يتمشى , فهو برأيه نظام مغلق بمعنى أن علاقة الجزائر مع المنظومة المالية العالمية لا تتم إلا

و من وجهة نظر المتخصصين في الملف الاقتصادي الجزائري , فإن هذه الأزمة كانت لها انعكاسات تجارية , مالية و نقدية على الاقتصاد الجزائري , إلا أن أخطر هذه الانعكاسات تمثلت في تدني إيرادات البلد من العملات الصعبة المتأتية من تصدير المحروقة . و لقد أثبتت هذه الأزمة مرة أخرى مدى هشاشة الاقتصاد الجزائري المرتبط بتصدير المحروقات و الذي يتطلب تنوعا , كما فرضت من ناحية ثانية التفكير في أشكال جديدة لتسيير احتياطات الصرف التي يشرف عليها بنك الجزائر . و لو حاولنا دراسة انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري من خلال حصر الروابط التجارية , المالية و النقدية الموجودة بين الاقتصاد الجزائري و الاقتصاد العالمي لوجدنا أن الأزمة المالية العالمية يمكن أن تؤثر على اقتصادنا من خلال مؤشرين³⁹:

- قيمة الدولار الأمريكي: حيث يقيم تصدير النفط بالدولار, و إذا تواصلت أزمة الاقتصاد الأمريكي و , ستندهور قيمة الدولار الذي تخضع له قيمة صادراتنا بشدة , أما فيما يتعلق بقيمة احتياطاتنا للصرف فإنها قد تتراجع نتيجة تراجع قيمة الدولار.
- : يأتي عامل آخر يجب أن نحذره و هو التضخم العالمي خصوصا التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية الذي يؤثر على سنداتنا في الخزينة الأمريكية , التضخم نسبة فوائد توظيف هذه السندات

و من الناحية التي نرى منها الاقتصاد الجزائري للوهلة الأولى نجد أن صادراته تتكون في أغلبها من صادرات المحروقات وهي التي شهدت تباطؤ بفعل تناقص م حيث وارداته فإن انخفاض أسعار المنتجات في الأسواق الدولية لم يكن ينعكس على السوق الجزائرية بسبب لجوء السلطات النقدية إلى تخفيض قيمة الدينار .

فعلا لقد كان لانخفاض سعر النفط انعكاسات مالية معتبرة على الجزائر و على إيراداتها من العملات ي شهدت تقلصا معتبرا، فازداد الوضع خطورة في ظل انخفاض معدل صرف الدولار باعتباره عملة تسعيرة النفط ، في وقت كانت فاتورة الواردات تسدد بعملة الأورو القوية . هكذا وجدت الجزائر نفسها تتكبد خسائر معتبرة نتيجة صادرات تحصل قيمتها بدولار متدهور و واردات تسدد بأورو قوي.

و لا يتوقف الأمر عند هذا المستوى ، بل فاحتياطات صرفها الموظفة في أدونات الخزانة الأمريكية 2 % معرضة للتبخر هذا ما حذر منه " الاقتصاد في الجامعة الجزائرية،

و توقع أن الجزائر ستخسر ما يقار 30 % من تلك السندات لو قامت بسحبها و بيعها⁴⁰.

و لكن يبقى جانب مهم يميز الاقتصاد الجزائري ،

الذي يظهر من خلال غياب سوق ما بين البنوك و في ظل إتباع تشريع صارم في مجال الصرف، جعل هذا النظام في مأمن من التقلبات المالية الناتجة عن الأزمة المالية العالمية ، فالخسائر التي يمكن أن تلتحق بالبنوك و صناديق الاستثمار و كذا القطاع الخاص الذين يتعاملون مع السوق الأمريكية و مع كل الأسواق التي لحقتها أضرار أزمة الرهون العقارية ، تبقى غير مهمة ، إذن مما لا شك فيه أن تأثير الأزمة العالمية على الاقتصاد الجزائري يبقى بنسبة أقل مقارنة بالدول الأخرى، و ذلك للأسباب التالية⁴¹:

- عدم وجود سوق مالية بالمعنى الفعلي في الجزائر .
- عدم وجود ارتباطات مصرفية للبنوك الجزائرية مع البنوك العالمية بالشكل الذي يؤثر عليها .
- لا يعتمد على التصدير باستثناء المحروقات ، و ذلك ما يجعله في مأمن من أي كساء قد يصيب .
- اعتماد الحكومة الجزائرية على الموازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق و هذا ما يجنبها أي انعكاس .
- أثبت نجاعته فعلا الآن .

40- موضوع الأزمة الاقتصادية العالمية و تأثيرها على الاقتصاد الجزائري (مقتبس من الجزيرة نت). نسخة الكترونية على الموقع : <http://elrachidia.almontada.net>

41 . فريد كوريل، بحث حول الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، جامعة سكيكدة، ص15 .

• اعتماد الحكومة الجزائرية على الموازنة بسعر مرجعي يقل كثيرا عن أسعار السوق و هذا ما يجنبها أي انعكاسات في حالة انخفاض أسعار البترول. و هذا الإجراء لم يتفهمه الكثيرون لكنه اثبت نجاعته فعلا الآن .

و فيما يلي سيتم تحليل انعكاسات الأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري عبر تحليل مختلف القنوات

42.

1.1 الآثار التجارية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري :

• تقلص صادرات الجزائر من المحروقات و تدهور مستوى إيراداتها :

باعتبار أن الجزائر من الدول العربية المصدرة للبترول و الذي ساهم في ارتفاع المداخيل خلال النصف 2008، حسب تقرير البنك العالمي الذي أشار إلى أن الجزائر حققت نسبة نمو ب 4.9 %

هذه السنة مقابل 3.1 % 2007 . و هي نتاج النفقات

العمومية في قطاعات مثل البناء و الخدمات المتعلقة بالبنى التحتية و الهياكل القاعدية . كما أشار تقرير البنك العالمي أن الجزائر تتمتع بوضع مالي مريح إذ قدر احتياطي الصرف نهاية سبتمبر من سنة 2007 130 مليار دولار بزيادة قيمتها 30 مليار دولار مقارنة بنهاية 2007 . إلا أن تراجع الأسعار بدأ يشكل

بالنسبة للدول النفطية عامل ضغط مستمر فانخفاضه من 147 دولار للبرميل الواحد إلى حوالي 40

للبرميل الواحد نتيجة تقلص الطلب العالمي على هذه المادة الإستراتيجية بسبب دخول الاقتصاد العالمي ثر سلبا على مداخيل الدول النفطية حيث انخفض مستوى النمو الاقتصادي في كل من

الولايات المتحدة الأمريكية , الصين , اليابان و الهند بسبب الأزمة المالية العالمية ما أثر على مستوى . و ازداد هذا الأمر تعقدا في ظل وجود سياسات ترشيد استهلاك الطاقة و وجود بدائل طاقوية مثل

الأوبك في وقف هذا التدهور من خلال تخفيض مستوى الإنتاج لم تفجح بسبب تدخل أطراف أخرى في . و بالفعل إن انخفاض أسعار المحروقات في السوق العالمية و ما سيترتب عنه من تقليص

إنتاج كل دولة منتجة و مصدرة للنفط سيترتب تقلص إيراداتها من صادرات المحروقات و بالتالي تأثر ميزانيات حكوماتها و هكذا بالنسبة للاقتصاد الجزائري , فإنه من مجموع المداخيل المتأتية من تصدير

المحروقات لا بد أن يتم اقتطاع مبلغ مالي معتبر يقارب 20 مليار دولار يخصص لشركة سونطراك من أجل ضمان إعادة الإنتاج و الحفاظ على مستوى الإنتاج للسنة السابقة و توفير إمكانيات لتطوير الإنتاج

المبلغ المتبقي العائد للخزينة العمومية يتقلص مستوى الإنتاج و تتقلص الصادرات أيضا , 50 دولار فإن إيرادات الجزائر ستبلغ 35 مليار دولار . و ما يعود منه لخزينة الدولة لن يتجاوز 15 مليار دولار. 50 دولار سيجعل الجزائر تعيش وضعا ماليا , أمام هذا الوضع من الجدير أن نقول بأن الجزائر يتوجب عليها إذن التهيئة لعصر ما بعد النفط .

● انخفاض أسعار المنتجات المستوردة و تزايد فاتورة الواردات الجزائرية :

إن الأزمة المالية العالمية بتحولها إلى حالة الاقتصاد الجزائري و تمثلت في انخفاض أسعار العديد من السلع في السوق العالمية , فكما يؤدي نمو الاقتصاد العالمي إلى زيادة أسعار السلع , فركوده يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع , مع فالأزمة نافعة للاقتصاد على الأمد القريب .

كما أن انخفاض تكاليف مواد الإنتاج قد يخلق ديناميكية في الاقتصاد و مثال ذلك , انهيار أسعار الحديد ساعدت قطاع العقار في الجزائر على النهوض بعد تعثره اثر ارتفاع أسعاره في السوق العالمية السلطات الجزائرية و حفاظا على احتياطي البلد من العملات الصعبة لجأت إلى تخفيض قيمة الدينار الجزائري للتأثير على الطلب على الواردات و من ثم بقاء على فاتورة الاستيراد على الأقل عند مستواها

و الجدول التالي يمثل واردات فترة الأزمة المالية العالمية.

2007 - 2008 .

24: يمثل

: مليار دولار أمريكي.

2008		2007		
(%)	القيمة	(%)	القيمة	
19.71	7.716	17.93	4.954	سلع استهلاكية غذائية
30.22	11.832	31.68	8.754	مواد موجهة للإنتاج
33.70	13.196	31.41	8.680	تجهيزات
16.38	6.412	18.98	5.243	سلع استهلاكية غير غذائية
100	39.156	100	27.631	

Ministère des finances direction générale des douanes

Centre nationale de l'information et des statistiques . Statistiques du commerce intérieur de l'Algerie.

لقد بلغت فاتورة الواردات الجزائرية 2008 40 مليار. حقيقة نسبة معتبرة من هذه الفاتورة وجهت لاستيراد التجهيزات الصناعية , في حين نجد أن قيمة فاتورة 8 مليار دولار, هذا الوضع كان يحتاج إلى تصحيح و تم ذلك من خلال تقليص قيمة الدينار من أجل كبح الواردات .

1 2 الآثار المالية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري :

• الانعكاسات المالية للأزمة المالية على الجهاز المصرفي و المالي الجزائري :

يمكن القول من البداية أن النظام المالي و المصرفي الجزائري في منأى عن الأزمة المالية العالمية , لعدم مخاطرتها في مجال التوظيف المالي , خارجية و هذا حسب رأي كل من الخبير الاقتصادي " رحمان بن خالفه " " تو عيسى" الأمين العام للبنوك و التأمينات , و الخبير الاقتصادي " بشير مصطفى " فالبنوك الجزائرية تعتبر بنوك تجزئة , 10% من حافظة البنوك الجزائرية⁴³, في هذا " الخبير الاقتصادي و المختص في تقنية توريق القروض الرهينة " أن الجزائر غير معنية بالفيروس الأمريكي لأنها لم تصل إلى مرحلة الانحراف , منح قروض السكن على قلتها فهي محترمة بدقة متناهية في الجزائر⁴⁴ و من ناحية أخرى نجد أن البنوك الجزائرية هي في أغلبها عمومية لا تمارس أعمال المضاربة و من جهة أخرى فإن جزء كبير من الكتلة النقدية للجزائر هي الآن تدور في قنوات الاقتصاد غير الرسمي و لا تدخل البنوك و بالتالي فهي لن تتأثر بالأزمة العالمية.و بالنسبة لتحديث البنوك الجزائرية العمومية , الجزئية لرؤوس أموالها مثلما هو الحال في القرض الشعبي الجزائري (CPA) , و بنك التنمية المحلية (BDL)⁴⁵ . هاته العمليات تم تأجيلها مرارا و تكرارا لأسباب تنظيمية داخلية متعلقة بالبنوك في حد ذاتها . هذا التعليق و لو كان لأسباب داخلية بحتة كان سببا في تجنب البنوك الجزائرية الآثار المباشرة للأزمة , " بتجميد مسار الخوصصة هذه , واصفا إياها بالمجازفة.⁴⁶ " " معها الحالي لا يسمح لها بدخول الأسواق العالمية و حيثياتها سابقا,و من تم فإنه من هذا الجانب لا يمكن للأزمة المالية الدولية أن تؤثر على الاقتصاد

43 <http://elrachidia.almontada.net>

نفس النسخة الالكترونية المأخوذة من الموقع الالكتروني:

44 <http://aljazeeraatalk.net>

نسخة الكترونية مأخوذة بتاريخ 10.06.2008 :

45-Algérie Focus,Crise financière mondiale :le plan de financement SONATRACH 2009-2013 (11.02.2009)disponible sur :<http://www.algérie.Focus.com>

46 حنان حيمر،سراي يحذر من تأثير الأزمة المالية على الجزائر،18.02.2008 نسخة الكترونية مقتبسة من:

<http://www.djazairiss.com>

• انعكاسات الأزمة المالية على احتياطات الصرف الجزائرية :

تأتي احتياطات الصرف الدولية من إيرادات الصادرات المختلفة , تسمح هذه الاحتياطات بمواجهة الصدمات الخارجية وطمأنة مديني البلد و كذا الحث على الاستثمار داخل البلد , و أيضا حماية العملة المحلية و تمويل عجز ميزان المدفوعات . و هي تستعمل في تمويل التنمية الداخلية , كما يمكن لاحتياطات البلد من العملة الصعبة أن توظف من الاستثمار الداخلي، في هذا الإطار نجد أن ضعف طاقة الامتصاص داخل الجزائر يدفع بهذه الأخيرة إلى توظيف أموالها بالخارج⁴⁷.

. حيث أشارت معلومات بنك الجزائر أن احتياطي الجزائر من العملات الأجنبية بلغ في أول ديسمبر 2008 140 مليار دولار , و من جهتها أشارت مصادر وزارة المالية إلى أن التوظيف بالخارج

90% من هذه الاحتياطا⁴⁸، حيث تم توظيف جزء من هذه الاحتياطات في شكل أدونات ا

الأمريكية، و جزء متواضع منها موزع بين ادونات الخزانة اليابانية البريطانية و الأوروبية ذات السمعة الجيدة (AAA) , و هي توظيفا تتميز بالطول النسبي لمدتها . 2003 – 2001

الجزائر بتنوع توظيفاتها في شكل اورو (45%) , و الباقي مناصفة بين الين و الجنيه , إلا أن أزمة قرض الرهن العقاري دفعت بالجزائر إلى تفضيل التوظيف في ادونات الخزانة الأمريكية , و هو ما جعل احتياطي

الجزائر من هذه العملة على مستوى عال .

و لو عدنا إلى موضوع تنوع التوظيفات , " عتو عيسى" قد وافق الطرح الذي قدمه الوزير " عبد اللطيف بن أشنهو" الذي يعارض إيداع كامل الأموال في قفة واحدة بعملة الدولار , حيث

يرى " بن أشنهو" ضرورة تنوع قفة الإيداعات بين الدولار و اليور⁴⁹. و في هذا الصدد يرى "

" صاحب مكتب الاستشارة الخاص بالمستثمرين انه من العاجل على الجزائر اتخاذ هذا الأمر أي

تنوع سلة عملاتها الأجنبية , معتبرا أن إبقاء الدولار كعملة رئيسية في سلة العملات أمر خطير,

السياق قال انه من الضروري تنوع أماكن توظيف احتياطات الصرف , بريطانيا,

ألمانيا و اليابان. فحتى و إن كانت الودائع الجزائرية الحالية في الخزينة الأمريكية آمنة و محمية , إلا أنه

أكد على أهمية التنوع لفك الارتباط الكبير بالولايات المتحدة الأمريكية الذي تكون له تأثيرات سلبية حالة

" فكرة تنوع سلة عملات راجع بالدرجة الأولى إلى اقتناعه بأن "

تغيير النظام المالي العالمي القائم على الدولار أمر غير ممكن حدوثه قبل 20 30 , فلا يمكن

47-Abderrahmani Bessaha, le role des réserves de change , disponible sur le site :

Algérie-visions.com /content/view/117/28 .

48-Abderrahmane Mebtoul , Crise financière et impact sur l'Algérie : Eviter des discours contraires à la réalité . disponible sur : <http://www.ladepeche-dz.com/archive/ld/97>.

لكن يمكن تنويع العملات⁵⁰.

و هكذا و كنتيجة للتسيير الحذر لاحتياطات الصرف الجزائرية مع غياب أي استثمار في أصول , فساهم في تحقيق نسبة مردودية مقدرة ب 4.6 % 2007 موازاة مع تخفيض قيمة المديونية الخارجية التي بلغت نهاية نوفمبر 2008 ما قيمته 3.9 مليار , و أشار محافظ بنك الجزائر إلى انه تم تقليص التزامات البنوك اتجاه الخارج الـ 1 % من مواردها , و تم التركيز على التمويل المحلي بالدينار الجزائري بالنظر لتسجيل فوائض في الادخار التي 57.2 % 2007 55 % 2006 52 % 2005.

و للإشارة فقط فقد بلغت قيمة صندوق ضبط الموارد في نهاية نوفمبر 2008 40% الخام، هذا عامل يساهم في امتصاص الصدمات الخارجية الناتجة عن الأزمة، إضافة إلى أن فائض السيولة يمكن أن يغطي كافة النفقات لمدة تتجاوز السنتين⁵¹.

يمكن القول أن البنك الجزائر يتبع في تسييره لاحتياطات الصرف مبدأ تدنيه المخاطرة مع توفير السيولة من خلال ضمان استرجاع الأموال بأقل خطورة ممكنة في أسرع وقت ممكن من أجل تمويل ما يجب تمويله , هذا التسيير الحذر لاحتياطات الصرف الجزائرية مكن الأموال الجزائرية م , فهناك بنوك دولية خسرت أموالا كبيرة على غرار البنك السويسري الذي خسر 5 مليون دولار لكن في نفس الوقت يمكن القول أن التسيير الحذر فوت على الجزائر فرصا للحصول على إيرادات مالية تقدر بالملايين.

و رغم المخاوف بشأن أدونات الخزانة الأمريكية , يمكن القول بان توظيف الاحتياطات النقدية الجزائرية لها يعتبر توظيفا مضمونا حيث أن انخفاض قيمة هذه الأدونات لا يمكن أن يتم إلا إذا تم بيع كميات كبيرة و لهذه السندات في السوق العالمية , و في حالة انخفاض قيمة الدولار فإن انخفاض قيمة هذه الأدونات سيزداد .

دولار في شكل أدونات الخزانة الأمريكية سيدفع بها إلى بذل ما في وسعها لمنع انخفاض قيمها , يمكن القول أن هذه البلدان تحمي أموال الجزائر المودعة في الخزانة الأمريكية .

و كتدابير وقائية لتجنب آثار الأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الجزائري خاصة في المدى القريب ما , فإنه من الأجدر إنشاء صندوق سياد , يكون مدعما بة يتكون من مجموعة من الخبراء و الاقتصاديين , و يعرف الصندوق السيادي على انه عبارة عن صندوق للتوظيف المالي يكون ملكا للدولة و يسير الادخار المحلي ليتم استـ في توظيفات متعددة

50 حنان حيمر,

21 ديسمبر 2008 5

51 حفيظ صوابلي،'فوائض السيولة لدى البنوك تجاوزت 33,5 مليار دولار،'يومية الخبر،العدد5505

من أسهم و سندات .

و يتطلب إنشاء صناديق سيادية ضرورة الالتزام ب⁵² :

- التسيير الفعال و الحكم الراشد .
- تسيير المعارف البشرية من خلال تقييم المعرفة , التخصص المالي الهندسي , و التسيير الاستراتيجي.
- مراعاة المنافسة الدولية في هذا المجال .

فإنشاء صندوق سيادي في الفترة الراهنة سيجعل الجزائر تستفيد من الفرص، خاصة مع تدني قيمة الأسهم في البورصات العالمية , و نقص السيولة الذي يمنع المستثمرين على الاستثمار في , و هو ما يمكن الاستفادة منه عن طريق الجذب في سوق الأسهم .

, من الأهمية أن ننوه إلى أن تبني الجزائر لفكرة إنشاء صناديق سيادة تركز نحو , و التي ينبغي عليها أن تقوم على الشفافية التي من شأنها أن تعزز من إصلاحاتها المصرفية و التسيير الإداري للاقتصاد . إذن فما موقف الجزائر منه (من الصندوق السيادي)

صناديق السيادة هي صناديق استثمار يتم إنشاؤها من طرف الدول التي تمتلك فوائض مالية يزان مدفوعاتها, و يجب القول منذ البداية على أنه من الصعب تحديد العدد الحقيقي لصناديق السيادة عبر العالم بسبب عدم الاتفاق على تعريف واضح لصندوق السيادة، فما يمكن اعتباره كصندوق سيادة يعتبر من وجهة نظر البعض مجرد مؤسسة تابعة للدولة أو صندوق تقاعد عمومي . و تجدر الإشارة إلى أن صندوق السيادة لا يستثمر فقط في الخارج , بل بإمكانه أن يستثمر في الداخل سواء مع مستثمرين محليين أم أجانب في إطار شراكة , و جلب التكنولوجيا من الخارج , يمكن لصندوق السيادة في الجزائر ان وجد أن يدعم وجود شركة سونطراك في الخا .

علما انه في الوقت الحالي تعارض المواقف الرسمية الجزائرية إنشاء صندوق سيادة , و هذا بسبب عدم ملائمة الطرف لإنشاء مثل هذا الصندوق و عدم توفر الموارد المالية الكافية , اريع التنمية الكبيرة التي باشرت الجزائر, البرامج الإضافية للجنوب و للهضاب العليا

تتطلب موارد مالية كبيرة تجعل الاحتياطات الجزائرية المقدرة بحوالي 150 مليار دولار تكاد لا تكفي لتمويلها , و من ثم يصبح خيار إنشاء صندوق سيادي خاص بالجزائر غير وارد في الوقت الحالي .

و بالنسبة للآفاق أشار السيد "شكيب خليل" وزير الطاقة السابق أن الجزائر بإمكانها أن تمتلك صندوق سيادي في أجل خمس سنوات.

52 .فريد كورتل،مرجع سبق ذكره, 17 .

هذا الموقف تتبناه أيضا العديد من الشخصيات الوطنية التي يرى بعضها ضرورة الاهتمام بتسيير الشؤون الاقتصادية الداخلية و الاهتمام في الوقت الحالي بد تسيير مثل هذه الصناديق.

على نقيض هذا الموقف هناك من يرى بأنه حتى و إن كان الحذر مطلوبا إلا أنه يمكن توجيه بعض الموارد المتأتية من فائض الميزانية أو من تصدير المحروقات في صندوق سياد , و سيكون لذلك فائدة باعتباره سيوفر الفرصة للجزائريين لكسب الخبرة في مجال الاستثمار الدولي و تسيير صناديق السيادة , خير مثال عن ذلك نجد صندوق السيادة الكويتي المنشأ سنة 1953 و الذي يتوفر اليوم على طاقم فني متكون في أغلبه من رعايا كويتي . و يرى أصحاب هذا الموقف أن الحذر الذي يطبع تصرف البنك المركزي الجزائري غير مبرر , لأن المخاطر في الأسواق المالية موجودة و لا . و لمواجهة المخاطر التي تكتنف الاستثمارات يمكن الاستعانة بخبرة و خدمات صناديق تسيير المخاطر الدولية . و يذهب بعض هؤلاء إلى حد القول بان توظيف مبالغ كبيرة في شكل أدونات الخزنة الأمريكية بمعدل فائدة 2 % هو هدر لمخدرات الجزائر, يكفي أن تقوم السلطات الجزائرية بإعادة النظر في كيفية توظيفها في مجالات تخدم التنمية في الجزائر . كما يرى أصحاب هذا التوجه بأن الدور الذي تقوم به سونطراك اليوم شبيه بدور صناديق السيادة , فهذه الشركة تستثمر أرباحها الكبيرة بمفردها أو بالاشتراك مع أطراف خارجية في مجالات عديدة مثل : تحلية المياه, توليد الكهرباء, , لمنيوم, ... , و من ثم فإن إنشاء مثل هذا الصندوق سيسمح بدعم استراتيجيتها المتوجهة نحو التدويل.

1-3 الآثار النقدية للأزمة المالية على الاقتصاد الجزائري:

الآثار النقدية المرتبطة بالأزمة المالية العالمية, تظهر في تخفيض قيمة العملات الرئيسية مثل :

بخصوص هذه النقطة , نجد أن الأزمة المالية لم تكن دافعا لتخفيض قيمة العملات القوية .
يكن كذلك بالنسبة للجزائر فارتباطها المزدوج بالعملتين الدوليتين الأورو و الدولار كما وضحنا سابقا يجعلها في وضع غير مريح إطلاقا . هكذا نجد أن الجزائر أسيرة هتين العملتين .
آثار الأزمة المالية على معدل صرف الدينار الجزائري، فطريقة تحديد معدل صرف الدينار المتميز بحذر شديد من طرف البنك المركزي الجزائري يجعل هذه العملة في منأى عن مخاطر الأزمات النقدية .

بالرغم من الطبيعة المالية للأزمة الحالية فإن انعكاساتها دفعت السلطات النقدية الجزائرية في نهاية شهر ديسمبر 2008 إلى تخفيض قيمة العملة الجزائرية فالانخفاض الكبير في أسعار المنتجات الغذائية في الأسواق الدولية على إثر الأزمة المالية زاد من طلب الجزائريين على هذه المنتجات بشكل أصبح يشكل تهديدا لاحتياطيات الصرف الجزائرية التي انخفضت أسعارها بمعدل يصل إلى 25%

. و لمواجهة احتمالات ارتفاع الطلب المحلي , بادرت السلطات النقدية بتخفيض قيمة الدينار 20 % من قيمته كما هو موضح في الجدول التالي.

73

2009 و تقريبا نفس القيمة في 2010 بعدما كان يقارب 65 ,2008 , قفز فيه 100 يقارب 80 . إلا أن هذا التخفيض أثر على الرفع من تكاليف رية و بالحد من قدرتها التنافسية.

جدول رقم 25: يمثل سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2000 2009.

الدول	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
الجزائر	75,3	77,2	77,4	77,4	72,6	73,3	72,6	69,3	64,6	73	73,16

المصدر: the world-bank, indicators 2010.

المصدر:

إضافة إلى كل هذه الانعكاسات، فإن الاستثمار الأجنبي بالجزائر لم يسلم هو الآخر من الأزمة المالية العالمية.

انعكاسات الازمة الماليه على الاستثمار الاجنبي في الجزائر:

إن عزوف راس المال الاجنبي عن القدوم إلى الجزائر مرده إلى نقص الانفتاح و الحرية في الاقتصاد الجزائري، رغم ما بدلته من خطوات جبارة في سبيل ذلك، و يعود نقص الانفتاح و الحرية هدا، إلى معايير الحصول على قروض، على رخص، دفع الضرائب، نقل او تحويل الملكية و تنفيذ العقود... الخ هذا المناخ الاستثماري المتاح في الجزائر، يمكن ان يفسر عزوف راس المال الاجنبي على القدوم إلى الجزائر مقارنة مع بعض الدول الإفريقية، رغم انه من الملاحظ في الفترة 2000 2006 التي سبقت الازمة المالية العالمية، تميزها بارتفاع اسعار النفط التي شهدت فتح مجالات استثمار هامة كالاستثمار في قطاع المحروقات، الاتصالات، مشاريع البنى القاعدية. و هو ما يفسر الإقبال المتوسط لراس المال الاجنبي على الجزائر، لكنه إقبال يبقى محدودا مقارنة ببعض الدول العربية خاصة المجاورة، فخلال سنة 2005، و فيما يخص استقطب رؤوس الاموال الاجنبية المباشرة، احتلت الجزائر المرتبة التامنة ضمن 14 دولة عربية بحوالي 2.07 مليار دولار، في حين استطاعت المملكة العربية السعودية استقطاب حوالي 4.6 مليار دولار، و حصل المغرب على 3.7 مليار دولار، اما سوريا فقد استقادت من 2.7 ر دولار.⁵³

أمام هذا الوضع شدد البروفيسور فوزي بن سبع" على هامش اللقاء ل "الفجر" على إستراتيجية الجزائر على جذب الاستثمار الأجنبي في الوقت الحالي من خلال: تطوير المؤسسات الاقتصادية و تفعيل قوانين الاستثمار بالجزائر و التي كما قال: على المؤسسات أن تجد واقعا لها في المنافسة المحلية و الدولية و عليها ان تطبق الذكاء الاقتصادي تحضيرا لما بعد البترول، و هذا لجذب الاستثمارات الأجنبية خارج قطاع المحروقات.⁵⁴

كما أكد من جهته 'عبد الرحمان بن خالفة' على أن الجزائر تملك فرصة ثمينة حاليا، مادام أنها تنتمي إلى مجموعة الدول المغلقة تماما و التي تطبق قاعدة مراقبة الصرف التي تجعلها تتوفر على أدوات تحكم دقيقة لتجنب الأزمة المالية، فهو في توقعه يقول بأن الجزائر تعتبر من الأسواق الهادئة و الواعدة في الوقت القريب بفضل الموارد الهامة التي تتوفر عليها، كما أن الهدوء و الاستقرار من شأنهما أن يصبحا من العوامل الجاذبة في مجال تنافسية الأسواق.

و على اثر هذا طالب الخبير الاقتصادي 'عبد الرحمان بن خالفة' الحكومة بمواصلة الإصلاح المالي و عدم التحجج بالأزمة لمواصلة توقعها أمام كل الأصوات المطالبة بتسريع وثيرة الإصلاح و الانفتاح خاصة الانفتاح البنكي على مستوى البورصة لجذب استثمارات المحافظ.⁵⁵

خاصة و أنه "عتو" أن احتياطي الصرف الذي تملكه الجزائر كاف لإعادة تأهيل مختلف قطاعاتها، مؤكدا في ذلك على القطاع الزراعي و تفعيله لجذب الاستثمار الأجنبي، لكن يضيف بأن هذا، يجب أن يكون بوجود سياسة استثمار محكمة و بدونها لا يمكن تطوير ذلك.

و في هذا الصدد، لم يتردد 'مالك سراي' صاحب مكتب الاستشارة الخاص بالمستثمرين في الدعوة إلى فتح حوار بين جميع المعنيين للنظر في احسن الطرق الخاصة بتوظيف الاحتياطات الجزائرية، مشيرا إلى تحبيذه لفكرة استثمارها كما تقوم به دول الخليج، و هنا ذكر بأن الجزائر أصبحت مقصد الكثير من المستثمرين الاجانب و العرب، حيث أعلن البعض منهم عن رغبتهم في إنجاز 17 مشروعا سياحيا بقيمة إجمالية تصل إلى 250 مليار دولار، فهؤلاء كما لاحظ 'مالك سراي' يريدون توظيف دولاراتهم في الجزائر لجعلها أكثر مردودية.⁵⁶

من جهته، أكد و بشدة "عبد الرحمان مبتول" أستاذ المناجمنت الاستراتيجي على تسريع عجلة الاستثمار و على إغرائه بالجزائر، لأنه في نظره توقع بأن استمرار الأزمة المالية العالمية لمدة أطول سيكون له انعكاسات و تراجع حاد لإيرادات الجزائر من العملة الصعبة بسبب تدهور أسعار البترول و الغاز، ما يؤثر بالسلب على مصير احتياطي الاقتصاد الجزائري إن استمرت الأزمة طويلا، فهذا من شأنه أن يؤثر

54 عبدو ج، استراتيجية حماية الاقتصاد الجزائري لمواجهة تهديدات الأزمة المالية، يومية الفجر، 30 03 2009

55 الشروق اليومي، متاح في الورقة الالكترونية <http://aljazeeraatalk.net/forim/archive>

56 حنان جيمر، سرا يحذر من تأثير الأزمة المالية على الجزائر، يومية المساء 18 02 2008.

على ثقة المستثمرين الاجانب حول الاقتصاد الجزائري، و هو شان سيكبح قدوم رؤوس الاموال الاجنبية إلى البلاد.

هكذا يمكن القول ان اتار الازمة المالية العالمية على الاسواق العالمية المالية، النقدية و التجارية، تؤثر بالسلب على تقييم موجودات البنوك العالمية و ما يتبعه من تخفيض لارباحها، و منها التأثير على قيمة الاستثمارات داخل الجزائر و خارجها، خاصة و ان هذه الازمة ممكن ان تحد من الاستثمارات الخارجية التي كانت من الممكن ان تاتي إلى الجزائر و السبب قد يرجع للوضع المالي الحرج الذي يعاني منه المستثمرين الاجانب انفسهم.

إذن، من الملاحظ ان اتار الازمة المالية العالمية التي انطلقت من الولايات المتحدة الامريكية، و انتشرت في بفيه اقتصاديات العالم قد كانت بالغه الخطورة توقفت حذتها و سرعه انتشارها على مدى الترابط الموجود بين اقتصاديات العالم المختلفة.

بالنسبة للجزائر، من حسن حظها، فإن ضعف ارتباط نظامها المالي بالنظام المالي العالمي، و الذي يظهر في انعدام العلاقات بين البنوك الجزائرية و البنوك العالمية فيما يخص التعامل في الاصول و المشتقات المالية المختلفة وقاها من اتار هذه الازمة، هذه النتيجة يجب الا تعتبر دريعة للتوقف عن إصلاح المنظومة المصرفية الجزائرية التي هي اليوم في امس الحاجة إلى التطوير و التفعيل من اجل اداء الدور المنوط بها.

عموما، نستطيع التاكيد على ان الازمة المالية بكل ما تحمله من اتار سلبية جاءت لتكشف مدى ضعف و هشاشة الاقتصاد الجزائري الذي يبقى مرتبطا بقطاع واحد هو داته رهين التطورات التي تحدث في الاقتصاد العالمي إن الوضع يقتضي التفكير مليا في وضع سياسة اقتصادية تسمح بتنويع الاقتصاد الجزائري لوضعه في مامن من تقلبات الاقتصاد العالمي، و اليوم الجزائر تتوفر على موارد مالية تسمح لها بإتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة بعيدا عن الضغوطات المالية التي عاشتها في وقت مضى ان يتم استغلال تلك الاموال المتاحة لإحداث تنمية حفيقه و عدم تركها مجمدة.

ما يظهر لنا فعلا أن الاقتصاد الجزائري كان و مازال يعيش واقعا متدهورا من جميع الجوانب (, , , ...), فقد عاش و لمدة طويلة تحت رحمة القرارات عن طريق التخطيط بعيدا عن السوق و ميكانيزم

1986 و تكشف عن هشاشة و ضعف المنظومة الاقتصادية, و بهذا أصبح الاقتصاد الجزائري يمر بمرحلة انتقالية .

استنا هذه حول واقع الاقتصاد الجزائري أمام العولمة المالية من حي

لأجنبية و تأثره بالأزمات المالية تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات نذكر منها:

- الاقتصاد الجزائري لم ي
- اقتصاد البلد يعتبر من ضمن الاقتصاديات
- إرادة الإصلاحات المالية و النقدية المطبقة في الجزائر متوفرة و لكنها تبقى غير كافية حتى تستطيع أن تعتمد على سياستها الوقائية في تجنب الأزمات الاقتصادية و المالية سواء المحلية أو العالمية .
- الجزائر تملك سوق مالي ضعيف و بورصة متخلفة ما يجعل استثمار المحافظ بها ضئيل جدا .
- على الجزائر إعادة النظر في المناهج و الأساليب المعتمدة خاصة الإصلاحات الأخيرة في إطار الدخول في منظمة التجارة العالمية .
- الأجهزة المالية الجزائرية بعيدة عن لعولمة المالية التي لم تواكبها بعد, هذا ما جعل تأثر ا الجزائر بالأزمة المالية الراهنة ضعيف .
- مناخ الاستثمار بالجزائر يبقى متأخرا عن بعض الدول الإفريقية و لاسيما العربية منها.

هذا, فإن العولمة المالية ممكن أن تسمح للاقتصاد الجزائري بتقليص العجز في الميزان

, أما إن كان هناك فائض في الميزان الخارجي فإن العولمة المالية توفر فرصة

لإستثمار المداخل و تدبير رؤوس الأموال و تنويع موارد التمويل و تنويع المحافظ بشروط

من كل هذا, يتضح أن العولمة المالية ليست شرا خالصا ولا خيرا خالصا بالنسبة لبلد نا :

, فهي ل تؤدي بصورة آلية و تلقائية إلى الإضرار بها أو نفعها, الأمر يتوقف عليها أولا و

أخيرا, فإذا ما أحسنت الجزائر تدبير شؤون اقتصادها و الأخذ بسياسات سليمة تزيد من قدرتها على

ة و تدعم مركزها التفاوضي مع الغير فستكون تداعيات العولمة المالية على الاقتصاد الجزائري

مباشرة بالخير.

وهكذا رأينا أنه لا بد أن نقدم بعض التوصيات، وتأتي هذه التوصيات فيما يلي:

- التعامل مع العولمة المالية بمرونة وذلك باتخاذ الإجراءات اللازمة والمناسبة حتى يستطيع الاقتصاد الجزائري تحقيق هـ وتعظيم مكاسبه.
- التركيز على الاقتصاد الحقيقي الذي يصاحبه إنتاج و تبادل فعليين.
- وضع مخطط محلي يقوم على تضافر الجهود في ظل شفافية تامة.
- إدخال تقنيات حديثة في السوق المالي الجزائري إنشاء أنظمة مالية قوية وعميقة وزيادة كفاءتها وإ سياسات اقتصادية سليمة مع إدارة الأعمال والمخاطر المالية إن وجدت .
- وضع تشريعات وقوانين صارمة تحكم نشاط السوق المالي الجزائري و تضع المضاربة تحت المجهر إن .
- ضرورة تعزيز وتنشيط الخوصصة وخاصة منها التي تتم عن طريق البورصة من أجل إعطاء دفعه قوية لبورصة الجزائر العمل على تطويرها وتنشيطها ن توفر سوق مالي متطور و بنوك عصرية تهيأن .
- تسريع التوجيه نحو آليات السوق، وذلك بتحرير الأجهزة المالية والاقتصادية من تدخل الحكومة الجزائرية.
- العمل على إظهار القدرة في استعادة رؤوس الأموال الوطنية المستثمرة في أسواق المال العالمية، وتدويرها في بورصة الجزائر، والدعوة لأن تكون أولويات استثمار أموال الجزائريين داخل الوطن في مشاريع تنموية وإنتاجية.
- ضرورة العمل على تفعيل البنوك في تطوير وتنمية السوق المالي الجزائري.
- وضع حد للاعتماد الكبير على قطاع النفط و رسم سياسة التنويع الاقتصادي بتنمية القطاعات الأخرى من خلال زيادة صادراتها و تشجيع ا .
- ضرورة استعداد السلطات الجزائرية لمواجهة الآثار السلبية لإنفاق التحرير العالمي للقطاعات المالية و المصرفية ، و ضرورة السعي و العمل على تقليصها قدر الإمكان كما أن الآثار الإيجابية لن تتأثر بشكل تلقائي، بل يجب التحفيز لها و بشكل مك ل الالتزام بمعايير العمل المالي العالمي وهذا حتى يكون النظام المالي المحلي في وضعية جيدة تؤهله للانضمام بقوة إلى منظمة التجارة العالمية .
- ضرورة الاستفادة من الدروس التي طرحتها تجارب سابقة في مجال التعرض لمخاطر تحرير الخدمات المالية و المية عن طريق تقادي جوانب الضعف و الخلل فيها.

و نحن نأتي على نهاية هذا البحث الذي جاء في أربعة فصول : الأول منها خصص للعولمة المالية: حيث عالجتنا من خلاله ظاهرة العولمة الاقتصادية مع ذكر خصائصها , منظماتها و أنواعها الإنتاجية و المالية, ثم خصصنا مبحث كامل لدراسة تداعيات العولمة المالية عبر نشأتها التاريخية , أسباب تسارعها و شروطها عالميا ثم تطرقنا في اخر الفصل إلى تقييم العولمة المالية من خلال مظاهرها , حدودها, و ذكر مخاطرها .

و جاء الفصل الثاني ليعالج أدوات العولمة المالية أين تم مناقشة نقاط أساسية في مبحثين تجلت في التحرر المالي , الأسواق المالية , و أيضا في معدلات الفائدة و أسعار الصرف.

في حين جاء الفصل الثالث لتسليط الضوء على تأثيرات العولمة المالية في المدى القريب يتناول موضوع حركة رؤوس الأموال و التي تترجم بحركة الاستثمارات الأجنبية المباشرة و الغير مباشرة , أما على المدى البعيد فتم مناقشة موضوع الازمات المالية التي تفرزها حركة رؤوس الأموال تلك .

أما الفصل الرابع فجاء ليعالج واقع الاقتصاد الجزائري أمام العولمة المالية، و كمحاولة تمت الإشارة إلى الاقتصاد الجزائري و تحدياته أمام حركة الاستثمارات الأجنبية في عالم تتكرر فيه الازمات في ظل العولمة المالية التي جاءت لتبقى و تخضع الكل تحت سيطرتها .

بعد عرضنا هذا كله , نستطيع أن نقول بان العولمة المالية باتت ظاهرة واضحة المعالم . الاخير انعكاس لاقتصاد تعولم ماليا فشكل خريطة عالمية معقدة , مفاتيحها أدوات و أسواق مالية التي أصبحت حاليا تبين لنا مدى وصولها إلى مراحل متقدمة من تطورها تندمج فيها أسواق المال العالمية لتصنع واقعا ملموسا ينبغي التعامل معه بكل حذر للاستفادة أكثر من المنافع و التقليل من المخاطر , ولمة جديدة تمتلك ديناميكيات جديدة و سماتها مثيرة للجدل .

, لقد خلفت العولمة المالية الان , صناعة مالية مدعومة كبنية تحتية للأسواق المالية المتحررة التي شكلت هيكلًا جديدًا تتفاعل فيه التدفقات المالية في العالم عبر الاستثمارات المباشرة و استثمارات المحافظ التي طرحت نفسها هذه التدفقات لتعيد صياغة النظام المالي العالمي و يصبح عدم الاستقرار حالة عامة لديه تتكرر فيه الازمات بين الفينة و الأخرى و ما نراه فعلا الآن هو أنه ليس هناك ثمة إجماع بين الاقتصاديين على اثار العولمة المالية و منافعها بالنسبة للاقتصاد الـ . فهناك من يثبت جدواها في تدعيم الاستقرار بين الدول او في انتقال الدول من مستوى تنموي معين إلى مستوى أعلى,

في حين يرى اخرون ان انطلاق العنان امام تدفقات رأس المال من شأنه تدمير الاستقرار المالي العالمي .

و هكذا يبقى القول بان العولمة المالية مادامت هي نتاج طبيعي لمجمل التغييرات التي حدثت في العالم في العقود الأخيرة من القرن العشرين ، و بقدر تعلق الامر بموضوعها كتحتدي تواجهه حكومات واقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، تبقى الاستجابة الطبيعية لها هي خيار التعامل مع هذا النظام الجديد ليس من منظور الرفض و إنها من منظور القبول و التفاعل .

ومن خلال بحثنا لموضوع العولمة المالية ودراسة حيثياتها ، تم التوصل إلى مجموعة من الاستنتاجات نذكر منه:

- ساعد التقدم في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات على ضخامة رؤوس الاموال الدولية و سرعة تدفقها و انسيابها من مكان لآخر على اتساع دول العالم لتخلق لنا ما يسمى بالعولمة المالية أو عولمة أسواق المال التي شكلت نظام مالي دولي مفاعله الأسواق ، الأدوات و المستثمرون .
- أن العولمة المالية شهدت تطورات مذهلة ، كانت أهم أسبابها تسارع عمليات الابتكار المالي و التجديد في أساليب و أدوات التمويل .
- التحرر المالي اتجه نحو إطلاق حرية الحركة لأسعار الفائدة و الصرف ما ساهم في التحول نحو عولمة الأسواق المالية و تدويل أعمالها وخدماتها .
- لضمان نجاح التحرير المالي ينبغي أن يكون مدعوما بسياسات اقتصادية ثابتة و بجهود لتقوية قدرة المشاركين في السوق على تقييم و إدارة المخاطر المرافقة لمعاملات تحرير رأس المال .
- الاضطرابات التي عاشتها أسواق الصرف الأجنبي عقب الاتجاه صوب تعويم أسعار الصوف للعملة و أسعار الفائدة أصبحت ضرورة ملحة إلى ظهور الابتكارات المالية لتفادي مخاطر تقلبات تلك الأسعار ، إلى أن تحولت هذه المخاطر كسلعة متداولة في الأسواق .
- تنوع الأدوات المالية في المؤسسات المالية هدفه الاول و الاخير تجزئة المخاطر و تحسين السيولة .
- مزيد من التحرر المالي يعني مزيد من المخاطر للدول النامية ، و مثال ذلك أثره على مرونة معدلات الفائدة و أسعار الصرف ما يمكن أن يؤثر على تفاقم خطر السوق المالي و على العديد من الاتجاهات الاستثمارية و التمويلية كالتأثير على العائد ، الكلفة و الخطورة .
- فتح الأسواق المالية لدى العديد من الدول خاصة النامية وسعيها لاستيعاب المستجندات في الأدوات و المؤسسات المالية و العمل على زيادة جاذبية أسواقها جعلها تتنافس على جذب الاستثمارات الأجنبية التي نجم عنها ظهور ما يسمى بالأسواق الناشئة أو الصاعدة.

- تدويل حركة رؤوس الأموال في شكل استثمارات أجنبية وتكامل الأسواق المالية مع بعضها البعض جعلاً من السهولة انتقال الاضطرابات و الأزمات المعدية عبر الحدود خاصة في الأسواق الناشئة و التي كانت مركز الأزمات .

انطلاقاً من النتائج المتوصل إليها ومن أجل جعل دراستنا مفيدة أكثر، تم تدعيمها بمجموعة من الاقتراحات والتوصيات نوجزها فيما يلي :

- ضرورة وجود آليات لسياسات تكاملية أكثر بين البلدان المتقدمة والنامية مع إنشاء أسواق مالية بينية.

- ضرورة تكوين الكوادر البشرية و تحسين مستوى الاطارات و الكفاءات التي من شأنها أن تحسن أداء النشاط المالي و الاستثماري .

- ضرورة تحسين المناخ الجاذب لتدفقات رؤوس الاموال الاجنبية بوضع اليات جذب لاستقطاب اكبر.

- التحرر المالي ليس موضوعاً مجرد يمكن أن نفرزه الحكومة أي وقت تشاء أو في أي حين، عليها اتخاذ الحيطة والحذر والتأني فهو موضوع مساهمة أجنبية في الاستثمار المباشر و الاستثمار المحفظي.

- العمل على تنويع وتطوير الخدمات المالية قبل التحرر المالي حتى يتسنى للمستثمر المحلي الاستثمار بما يريد ويستفيد من الخبرة قبل أن يأتي المستثمر الاجنبي.

- ضرورة العمل على وضع سياسات لإصلاح اقتصاديات الدول قبل مباشرة تحرير أسواقها و وضع تشريعات وقوانين صارمة تحكم نشاط الأسواق المالية وتحد من عمل المضاربيين.

- العمل بنظام الإنذار المبكر للتنبؤ بالأخطار المالية قبل حدوثها . وتنمية إمكانيات وقدرات المعنيين بمجال إدارة الأزمات.

- و بالنسبة للجزائر، إضافة للتوصيات السابقة التي طرحنا من قبل لمصلحة الاقتصاد الجزائري، كنصيحة أخيرة نقول أنه يجب على الجزائر أن تسير العولمة المالية بالقدر الذي تميل إليه ظروفها الخاصة والمشكلات التي تواجهها والأهداف التي تتطلع إليها، بحيث يمكن تعظيم منافع العولمة المالية وتجنب مخاطرها وانعكاساتها السلبية على الاقتصاد الوطني ككل.

إن دراستنا للموضوع محل البحث ماهي إلا محاولة متواضعة للوقوف على انعكاسات العولمة المالية و تأثيراتها على المديين القريب و البعيد.

إلا أنه يبقى موضوع العولمة المالية بحد ذاته بحر من المواضيع التي قد تكون لأبحاث لاحقة مستقبلا، والتي قد تحتاج إلى استيعاب أكثر لموضوع ظاهرة العولمة المالية . ومن أهم هاته الأبحاث، التكامل المالي ومستقبل العولمة المالية نحو منظور جديد للنظام المالي العالمي .

الأمر الذي يجعلنا نطرح السؤال التالي:

ماذا عن أثر هذه العولمة المالية على النظام المالي العالمي؟ وهل أثبت قدرته على التكيف مع الاقتصاد العالمي في قرنه الحادي والعشرين؟، أم أن هذه العولمة المالية كشفت عن أهمية البحث عن منظور جديد للنظام المالي العالمي ؟

المراجع باللغة العربية:

—:

- 1 عبد المطلب عبد الحميد ، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية الإسكندرية, 2005 .
- 2 محسن احمد الخضيرى ، العولمة الاجتياحية، النيل العربية، مصر، 2001.
- 3 عمر صقر ، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة ، الدار الجامعية، الإسكندرية،2003.
- 4 السيد يس، العولمة و الطريق الثالث، الهيئة المصرية للكتاب ، مكتبة الأسرة، القاهرة ، 1999 .
- 5 عبد المطلب عبد الحميد ،العولمة الاقتصادية،منظماتها، تداعياتها،الدار الجامعية، الاسكندرية،2006.
- 6 جلال أمين، العولمة و التنمية العربية من حملة نابليون إلى جولة الأورغواي، مركز دراسات العربية، لبنان،1999 .
- 7 . رمزي زكي، العولمة المالية و البلاد النامية، الاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
- 8 شذا جمال خطيب،العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا، عمان،2002.
- 9 حازم البيلاوي، دور الدولة في الاقتصاد،دار الشروق،القاهرة، 1998.
- 10 محمد صفوت قابل، الدول النامية و العولمة، مكتبة النهضة المصرية،القاهرة،2003.
- 11 عاطف وليام اندراوس،اسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها،دار الفكر الجامعي،الاسكندرية،2008.
- 12 سي بول هالوود،رونالد ماكدونالد،النقود و التمويل الدولي،ترجمة د, محمود حسن حسنين و د.ونيس فرج عبد العال،الرياض،دار المريخ للنشر،2007.
- 13 د، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية: مفاهيم و تطبيقات، دار زهران، 1998.
- 14 . وليد صافي، د. أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 15 محمد أحمد النبي، الأسواق المالية: الأصول العلمية و التحليل الأساسي، زمزم ناشرون و موزعون، 2009.

- 46 عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان 2001.
- 47 . رسمية قرياقص، أسواق المال (- -) (الدار الجامعية: - - - - - وزيع، الاسكندرية 1999.
- 48 . منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة و المستقبلية، أسواق الأوراق المالية و أسواق الاختيار و أسواق العقود المستقبلية،المعهد العربي للدراسات المالية و المصرفية، 1994.
- 49 . فليح حسن خلف، الأسواق المالية و الية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، 2006.
- 20 أبو موسى أحمد، الأسواق المالية و النقدية 2004 .
- 21 . هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 22 برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، ترجمة: قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة 2000.
- 23 محمد ابراهيم الشلبي، طارق ابراهيم الشلبي،مقدمة في الاسواق المالية و النقدية، عمان، 2000.
- 24 . فليح حسن خلف، 2006.
- 25 برايان كويل، الحماية من مخاطر معدلات الفائدة : . الثقافية،الجيزة،مصر 2007.
- 26 . فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2005 .
- 27 موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، دار صفاء، عمان، الاردن، 2008.
- 28 توماس ماير، جيمس س، دوسينيري، النقود و البنوك و الاقتصاد، ترجمة: . المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2002.
- 29 ف، الاسكندرية، مصر، 2004 .
- 30 .نوزاد عبد الرحمان الهيبي، د.منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 31 أحمد هاشم اليوشع، عولمة الاقتصاد الخليجي: قراءة التجربة البحرينية، المؤسسة العربية للدراسات 2003.
- 32 .هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، دار جرير للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2005.

- 33 جيمس سي انجرام، المشكلات الاقتصادية الدولية، ترجمة إسماعيل مصطفى شذى، دار المعرفة، القاهرة، 2000.
- 34 محمد كمال خليل الحمزاوي، السوق الاجنبي ماهيته، مدركاته الاساسية و تطوره، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2004.
- 35 عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، عمان، الأردن، 2002.
- 36 فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2004.
- 37 فريدة النجار، الاستثمار الدولي والتنسيق الضريبي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
- 38 جون هدسون، مارك هيراندر، العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد علي، دار المريخ، الرياض، 1987.
- 39 محمد صالح القرشي، المالية الدولية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2007.
- 40 عبد العزيز قادري، الاستثمارات الدولية، دار هومة، الجزائر، 2004.
- 41 عبد السلام أبو قحف، السياسات والأشكال المختلفة للاستثمارات الأجنبية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1989.
- 42 نظريات وسياسات، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 43 عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال والاستثمار الدولي، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
- 44 ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 45 منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 46 أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر دراسة مقارنة، (تركيا، كوريا الجنوبية، مصر) ر الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 47 محمد صلاح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العيد، الاستثمار في الوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
- 48 محمد مطر، ادارة الاستثمارات الاطار النظري و التطبيقات العملية، دار وائل للنشر، الاردن، 2004.
- 49 منير إبراهيم هندي، الوراق المالية و اسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
- 50 إبراهيم عبد العزيز النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.

- 51 مجدي عبد الفتاح سليمان، علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب، القاهرة، 2002.
- 52 عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم (عدوى الأزمات المالية) الجامعي، الإسكندرية، 2005.
- 53 ، الأسواق المالية و النقدية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال)، ديوانات الجامعية، الجزائر، 2000.
- 54 ضياء مجيد الموسوي، الازمة الاقتصادية العالمية 1986 1989، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، 1990.
- 55 عبد القادر بلطاس، تداعيات الأزمات العالمية، أزمة Sub-prime Légende 2009 .
- 56 . ضياء مجيد الموسوي، الأزمة المالية العالمية الراهنة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 57 أحمد هني، اقتصاد الجزائر المستقلة , ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 58 ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998.
- 59 محمد بلقاسم، حسن بهلول , الجزائريين الأزمة الاقتصادية و السياسية , 1993.
- 60 احمد بوراس، اسواق راس المال، مطبوعات جامعه منتوري، فسطنينه، الجزائر، 2002.
- 61 شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة، الطبعة الثانية، الجزائر، 1999.
- 62 أحمد فهمي الامامي، أسواق الأوراق المالية في البلاد العربية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2004.
- 63 حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر، تعاريف وقضايا، المعهد العربي للتخطيط , الكويت، 2004.
- 64 ، الأسواق المالية و النقدية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 1998.
- 65 د منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2000.

التقارير:

- 1 1997.
- 2 1995.
- 3 : وضع الاستثمار الدولي مرشد لمصادر البيانات، مطبوعات صندوق النقد الدولي، 2002، الطبعة العربية، 2005 .
- 4 بن دعيده ع، التجربة الجزائرية في الاصلاحات الاقتصادية، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 1999.
- 5 منشورات وزارة المساهمات و ترقية الاستثمار، 2006.
- 6 تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الكويت، 2005.
- 7 تقارير وزارة المالية.
- 8 لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها، الجزائر، التقرير السنوي، 2005.
- 9 التقارير السنوية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
- 10 تقرير الاحصاءات المالية و التجارية العالمي، جنيف، 2008.

أعمال الملتقيات و الندوات:

- 1 فرحات شررنة وسالم الفرجاني، المشاركة الأجنبية في الاستثمار وسبل تشجيعها ندوة تشجيع الاستثمار ليبيا، قسم الندوات والمؤتمرات، طرابلس، 2005.
- 2 عجمي جميل، الاستثمار الأجنبي المباشر الخاص في الدول النامية، مركز الإمارات للبحوث والدراسات الاستراتيجية، ابو ظبي، مارس، 1999 .
- 3 نوزاد الهيتي، محاضرات في ادارة الاستثمار، معهد افريقيا للعلوم المالية و المصرفية، 2001.
- 4 . الداوي الشيخ، مداخلة تحت عنوان "الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها" : "الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي" 14 13 2009.
- 5 . د الخالق، ندوة حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتوزيع، 9 2008.
- 6 . مصطفى السعيد، ندوة حول الأزمة المالية العالمية وانعكاساتها على الاقتصاد المصري، الجمعية المصرية للاقتصاد والإحصاء والتوزيع،

7 . محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها، وتبعاتها الاقتصادية، بحث مقدم : الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي، 14 13 2009.

8 سليمان ناصر، دور القيم الروحية في محاربة الفساد الإقتصادي وتثبيت الحكم الراشد، الملتقى العلمي الدولي حول الحكم الراشد ودوره في التنمية المستدامة في الجزائر، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، 9 10 ديسمبر 2006.

9 بشير مصطفى، إقامة الحكم الصالح من خلال مكافحة الفساد أولا الراشد ودوره في التنمية المستدامة في الجزائر، الجمعية الوطنية للإقتصاديين الجزائريين، 9 10 ديسمبر 2006.

10 فريد كوريل، بحث حول الأزمة المالية العالمية و أثرها على الاقتصاديات العربية، جامعة سكيكدة، سبتمبر، 2009 .

11 :انعكاسات الازمة العالمية على الاقتصاد الجزائري، الملتقى العلمي :الازمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، 20 21 2009.

12 محمد براق، السوق المالية و دورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، بحوث أوراق الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي المنعقد بجامعة فرحات عباس ، سطيف، الجزائر، 8 9 2004.

13 . حمود الزبيدي، الاستثمار الأجنبي المباشر في إطار العولمة، الملتقى الدولي الأو وانعكاساتها على البلدان العربية، جامعة سكيكدة، 2001.

14 مجلة دليل المستثمر العربي في الجزائر، الجزائر ملتقى الاستثمار العربي، عدد خاص بالملتقى العاشر 2006.

_____ :

1 عامر عبد الرحيم، الاستثمار الاجنبي المباشر التوجه الاقتصادي الجديد في سياسات التنمية، درا الجزائر، اطروحة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع مؤسسة بنكية، جامعة سيدي بلعباس، دفعة 2006 2007.

2 بن سعيد محمد، العولمة والتكتلات الاقتصادية من المنظور الجزائري، مذكرة تخرج لنيل شهادة الدكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة سيدي بلعباس، دفعة 2008 2009.

المجلات و النشريات المتخصصة:

1 هانس بيتر مارتن، و هارالد شومان، فخ العولمة ،ترجمة د. دنان علي، سلسلة عالم المعرفة، المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الاداب، الكويت، 2007 .

- 2 مجلة التمويل و التنمية، العولمة المالية فيما وراء لعبة إلقاء اللوم، المجلد 44 1 2007.
- 3 صندوق النقد الدولي، مجلة التمويل و التنمية، المجلد 38 2 2001 .
- 4 باري ايشينجرين و مايكل موسى، صندوق النقد الدولي و تحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل و تنمية، ديسمبر، 1998.
- 5 تسلسل الاجراءات لتحرير حساب رأس المال، التمويل و التنمية ، ديسمبر 1998.
- 6 . هناء السامرائي، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الدول النامية في ظل البيئة الدولية الجديدة، جامعة العراق، موسوعة العولمة وأبعادها الاقتصادية، مكتبة المجتمع العربي، 2010.
- 7 باسل البستاني، تمويل التنمية البشرية في الوطن العربي، سلسلة دراسات التنمية البشرية (3) الأمم المتحدة، نيويورك، 1996.
- 8 براكاش لونجاني، عساف رزين، ما مدى فائدة الاستثمار الأجنبي المباشر للدول النامية، مجلة التمويل والتنمية، جوان، 2001.
- 9 عبد المجيد بوزيدي، ملخص حول الأزمة المالية العالمية، جريدة الشروق، ليوم 2008/10/05.
- 10 محمد زيدان، الاستثمار الاجنبي المباشر في البلدان التي تمر بمرحلة الانتقال، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ديوان المطبوعات الجامعية، العدد 01 2004.
- 11 علي عبيوط محمد، الاستثمارات الأجنبية في ضوء سياسة الانفتاح الاقتصادي في الجزائر، المجلة النقدية للقانون و العلوم السياسية، كلية الحقوق، جامعة مولود معمري تيزي وزو، العدد 01 2006.
- 12 مجلة الإقتصاد والأعمال، الجزائر أرض الفرص، لبنان، عدد خاص، ديسمبر 2003.
- 13 جريدة الفجر، السوق الموازية للعملة الصعبة تتحكم في 40 % من الكتلة النقدية ،على الموقع لي، تاريخ الاطلاع 20 05 2006. www.algeria-voice.org
- 14 جريدة أخبار الأسبوع، الجزائر، العدد 249 22 28 2006.
- 15 حفيظ صوالي، فوائض السيولة لدى البنوك تجاوزت 33,5 مليار دولار، يومية الخبر ، العدد 5505 21 ديسمبر 2008.
- 16 عبدو ج، استراتيجية حماية الاقتصاد الجزائري لمواجهة تهديدات الازمة المالية، يومية الفجر الصادرة 30 03 2009.

17 حنان حيمر ،سراي يحذر من تأثير الأزمة المالية على الجزائر ،يومية المساء الصادرة في 18 02
2008

18 مجلة دليل المستثمر العربي في الجزائر، الجزائر ملتقى الاستثمار العربي، عدد خاص بالملتقى
2006.

19 سعود مطلق السبعي، الإفراط في تحرير حساب رأس المال و الأسواق المالية من أهم قنوات انتقال
الأزمات المالية، جريدة الرؤية، الكويت، أك 2009.

20 أسار فخري عبد اللطيف دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية
: 32 2007.

21 نحو إطار تطوير الأسواق المالية، صندوق النقد العربي 2004.

22 جريدة أخبار الأسبوع، 247 08 14 2006.

القوانين و المراسيم:

1 قانون المالية التكميلي 2005 2009 ،الجزائر،أفريل،2005.

2 2010 2014 2010 .

المراجع باللغة الأجنبية :

Ouvrages :

1- J.Luc Bailly, G.Caire, A.Figliuzzi, V. Le lièvre , économie monétaire et financière,
Ed, Bréal, Paris, 2001.

2- H.Bourguinat, Finance internationale, Ed P.U.F,France , 1992.

3- M.Durousset ,la mondialisation de l'économie, éd 2, ed Ellipses, Paris, 2004 .

4- J.P Petit, PH D'Arvisenet ,Economie internationale la place des banques, ed
DUNOD, France ,1999 .

5- F . Teulon , les marchés de capitaux, ed seuil,Paris ,1997 .

6-M.Bassoni,A.Bétoine, Problèmes monétaires internationaux,Ed Armand
Colin,France,1998.

7- C.Dufloux, L.Margulici ,Finance internationale et Marchés de gré à gré:
évolution et techniques, Ed Economica,France,1991.

8-J.Adda,la mondialisation de l'économie",Tome I Genèse, Ed Casbah, Algérie, 1998 .

9- J.M Siroèn, Flux financier et système monétaire international, in finances internationales, Ed. Armand Colin, France,1993.

10- F.Teulon , la nouvelle économie mondiale , Ed PUF,France,1998.

11- A. Cartapanis ,les turbulences de la globalisation financières , in J. Léonard: les mouvements internationaux des capitaux, Ed Economica,1997.

12-J.P.Allégret, Économie monétaire internationale, Ed Hachette,France, 1997.

13- D.Plihon ,la montée en puissance de la finance spéculative, in A.Cartapins: les turbulences et spéculations dans l'économie mondiale ,ed Economica, France, 1996.

14-D.Flouzat, Economie contemporaine, T2 Les phénomènes monétaires, Ed PUF,France,1997.

15-Henri Bourguinat,Finance Internationale , 4edi, thémis Economie,Paris,1999.

16-H. Bourguinat, les vertiges de la finance internationale, édition economica , France,1997.

17-Y. Crozet AbdIMaleki, D.Dufourt, R.Sandretto, Les grands questions de l'économie mondiale, ed Armand Colin , France, 2006.

18-Philippe D'arrisent et theirry Schwob, finance internationale, Hachette, paris, 1990.

19-Gregory N.Makiw ,Macroéconomie, traduit par Jean Houard, Ed boeche, Bruxelles ,Belgique, 2004 .

20-Jean.José Quilés, Clavialle, Mare Montoussé, J.F Bailly, G laire, Macroéconomie , Ed Bréal, Paris, 2006.

21-Dominique Biedermann ,comportement des taux d'intérêts réels ,librairie DROZ, Genève, ,1990.

22-Albert Ondo Ossa; Economie monétaire internationale , Paris,1999.

23-D.Plihon,Banques : nouveaux enjeux ; nouvelles stratégies,la documentation française , France,1999.

24-Abdel Hamid Brahimi ,l'économie algérienne, ed O.P.U, Algérie,1991.

25- J.P.Lespès, J.M.Siroen,"le risque du système in finance international", ed Armand Colin ,France,1993 .

26- D.Plihon , R.Boyer et autres ,les enjeux de la globalisation financière, mondialisation au delà des mythes, ed Economica, France,1997.

27-Youcef Debboub , le nouveau mécanisme économique en Algérie, office des publications universitaires,Algérie ,1995.

Revue, Rapport, journaux et bulletin:

1-J.Métais, le Janus de la globalisation financière, in revue problèmes économiques, n°-2595, 16déc 1998.

2-J.P Allegret, l'ampleur de la globalisation financière,in revue problèmes économiques n-2542 du 5-12 , France,nov 97.

3- PH.D'aversinet, J.P.Petit,Echanges et Finance Internationale,la revue Banque, France,1996.

4-M.Aglietta,la globalisation financière au défi des transformations de l'économie mondiale, in revue questions internationales, n-22 du nov-déc, France ,2006.

5-D.Plihon ,les mutations du système financier international, in cahiers français, l'économie mondiale, n°269,France, janv-fev 95.

6-J.P.Jacquet, les principes étapes de la mondialisation financière, in problèmes économiques, N2669 du 14/06/2000, France,2000.

7- D.Plihon ,les investisseurs institutionnels: principaux acteurs de la finance internationale, in cahiers française économie mondiale, n269 janvier-février 1995 .

8- D.Plion ,les marchés dérivée, facteurs d'instabilité ,in Cahier français , l'économie mondiale ,n269 Jan-Fév 1995.

- 9- J M Williamson and M Mahar, a review of financial liberalization, South Asia region internal discussion paper, World Bank, Jan 1998.
- 10- Saoussen Ben Gamra et Dominique Plihon- politiques de libéralisation financière et crises bancaires, *Economie Internationale*, 112, France, 2007.
- 11- How Pill, Mahmood Pradhan, la libéralisation financière en Afrique et en Asie, in revue *Finance et Développement*, n°2 du juin, France, 1997.
- 12- Ben Patterson, Kristina Lygnerud, détermination des taux d'intérêt, *séries Affaires Economiques*, Econ 116, France, 2001.
- 13- Michel Brennan and H. Henry Cao, international portfolio investment flows, *the journal of finance*, vol2, n°5, December 1997.
- 14- Stijn Claessens, equity portfolio investment in developing countries, policy research working, the World Bank, February 1993.
- 15- Richard Porters, Hélène Rey, the determinants of Gross-Border, Equity Flows, NBER, London, 2001. (disponible sur le site: <http://ssrn.com>).
- 16- Kenneth A. Froot, Paul G. J. Q. Connel, Mark S. Seasholes, the portfolio flows of international investors, *Journal of Financial Economics*, n°59, 2001.
- 17- Bathlon Eric, crises financières, revue *problèmes économiques*, n°2595, 1998
- 18- Luis Miotti, et Dominique Plihon, *économie internationale*, revue CEPII, n° 85, 1^{er} trimestre, 2001.
- 19- Jean-François Ponsot, séminaire sur la crise systémique et mondialisation (de la crise du subprime à la dépression mondiale), Oran, 7 juin 2010.
- 20- Abderrahmani Bessaha, le rôle des réserves de change, disponible sur : [visions.com /content/view/117/28](http://visions.com/content/view/117/28).
- 21- Abderrahmane Mebtoul, crise financière et impact sur l'Algérie : Eviter des discours contraires à la réalité, disponible sur le site : <http://www.ladepeche-dz.com/archive/Id/97>.
- 22- The World-Bank, indicators 2010.

23-The World-Bank ,data catalog ,global development finance,2011.

24-The world bank, data catalog, «global development finance », review analysis and outlook, 2010.

25- OECD-Stat extracts, panorama des comptes nationaux.

26- Ministère des Finances , Algérie.



المخلص :

مفهوم العولمة المالية حديث لا يزال يثير جدلا واسع النطاق من حيث تحديد توجهاته و انعكاساته المستقبلية، و الذي لا يمكن استيعابه إلا في ضوء تحركات رؤوس الأموال و تغيرات الأسواق المالية التي تميزت بظهور الابتكارات المالية و تنوعها و زيادة حجم الإصدارات. خاصة و أن العولمة المالية تسارعت معها موجة التحرير المالي و إطلاق حرية الحركة لمعدلات الفائدة و أسعار الصرف في ظل قاعدة (الدلالات الثلاث) اللوساطة، اللاتنظيم و رفع الحواجز.

فالتوسع العالمي لرأس المال عبر الدول، زاد كما و كيفا في المدى القريب عبر الاستثمارات المباشرة و استثمارات المحافظ. لكن و بسبب تخلي الدول عن الرقابة على حركة رأس المال على المدى البعيد حصل فشل في بعض الأحيان في التحكم في أنظمتها المالية فتحوّلت أسواق رؤوس الأموال إلى أسواق أزمات مالية و مصرفية.

و الجزائر كأى دولة نامية ليست في منأى عن انعكاسات العولمة المالية التي تختلف بين المديين القريب و البعيد. إلا أن تأثيراتها سواء الايجابية أو السلبية على الاقتصاد الجزائري ستكون ضعيفة و السبب في ذلك هو ضآلة حجم تدفق رؤوس الأموال إليها، و قلة كفاءة السوق المالية و المؤسسات المالية المحلية.

الكلمات المفتاحية:

العولمة؛ الأسواق المالية؛ رؤوس الأموال؛ الابتكارات المالية؛ قاعدة الدلالات الثلاث؛ التحرير المالي؛ الاستثمارات المباشرة؛ استثمارات المحافظ؛ الأزمات؛ الاقتصاد الجزائري.