



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة عباس لغرور - خنشلة -  
كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة في مقياس:

# التمويل الدولي

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر  
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الأستاذ:  
د. بولويز عبد الوافي

السنة الجامعية: 2018 - 2019

## فهرست المحتويات

الصفحة	المحتوى
	فهرست المحتويات
01	مقدمة
	<b>المحور الأول- مدخل إلى التمويل الدولي</b>
03	أولاً- مفهوم التمويل الدولي
03	1- تعريف التمويل الدولي
04	2- فجوة الموارد
07	ثانياً- أهمية التمويل الدولي
07	1- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المتلقية
10	2- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للجهات المانحة
11	ثالثاً- مصادر التمويل الدولي
11	1- المصادر الرسمية في التمويل الدولي
13	2- مصادر التمويل متعددة الأطراف
13	3- مصادر التمويل الدولي الخاصة
17	ثالثاً- أنواع التمويل الدولي (تقسيمات الحركة الدولية لرأس المال)
17	1- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار الجهة المقرضة
18	2- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار الأجل
19	3- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار طبيعة القروض
19	رابعاً- تطور التمويل الدولي
20	1- مرحلة ما قبل الحرب العالمية الثانية
20	2- مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية
22	3- مرحلة ما بعد التسعينات (العولمة المالية)
23	4- مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2008
	<b>المحور الثاني- هيكل الحركة الدولية لرأس المال: الأسباب و التداعيات</b>
26	أولاً- أسباب الحركة الدولية لرأس المال
26	1- التفاوت بين أسعار الفائدة
27	2- التفاوت في معدلات الأرباح
27	3- عولمة الأسواق المالية
28	4- الابتكارات المالية المتجددة

28	5- عامل المخاطرة
28	6- الجنات الضريبية
29	7- الانتقال لأهداف سياسية
29	<b>ثانيا- هيكل حركة رأس المال الدولي</b>
29	1- أسباب تغير هيكل التدفقات المالية الدولية
30	2- تطور اتجاه حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي
32	3- تطور هيكل "تركيبية" حركة رؤوس الأموال الدولية
34	4- تطور حجم المعاملات التجارية و المالية الدولية
35	<b>ثالثا- أثر التمويل الدولي على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية</b>
36	1- علاقة القطاع المالي بالتنمية الاقتصادية الحقيقية في الدول النامية
37	2- الانفتاح المالي و أثره على المنظومتين البنكية و المالية في الدول النامية
37	3- الاستثمار الأجنبي (المباشر و المحفظي) و التنمية الاقتصادية في الدول النامية
39	4- أثر المساعدات الدولية على التنمية الاقتصادية في الدول النامية
39	<b>رابعا- سلبيات و مخاطر التمويل الدولي</b>
39	1- التدفقات المالية العالمية و عدوى الأزمات
41	2- أثر التدفقات المالية الأجنبية على سعر صرف العملة
41	3- أثر العمليات البنكية (القروض) الخارجية
42	4- خطر المديونية الخارجية على الدول النامية
43	5- خطر الاستدانة قصيرة الأجل
43	6- التداعيات غير المرغوبة للاستثمار الأجنبي المباشر
44	<b>المحور الثالث- أسواق المال و النقد الدولية</b>
44	<b>أولا- عناصر النظام المالي الدولي</b>
45	1- المتعاملون
46	2- الأسواق
47	3- الأدوات
47	<b>ثانيا- السوق المالي الدولي</b>
48	1- سوق السندات الدولية
48	2- أقسام سوق السندات الدولية
50	3- أنواع السندات الدولية
52	4- المشاركون في عملية إصدار السندات

53	5- القروض المشتركة
55	<b>ثالثا- السوق النقدي الدولي</b>
55	1- مفهوم السوق النقدي الدولي
55	2- أدوات السوق النقدي
<b>المحور الرابع- ميزان المدفوعات</b>	
58	<b>أولا- مفهوم ميزان المدفوعات</b>
59	<b>ثانيا- أهمية ميزان المدفوعات</b>
60	<b>ثالثا- بنود و مكونات ميزان المدفوعات</b>
61	1- الحساب الجاري (حساب العمليات الجارية)
67	2- الحساب المالي
71	3- حساب السهو و الخطأ
72	<b>رابعا- تحليل ميزان المدفوعات</b>
72	1- نسب القدرة على السداد
72	2- معدلات أخرى
74	<b>خامسا- القيد في ميزان المدفوعات</b>
74	1- مبدأ القيد المزدوج
76	2- القيد في ميزان المدفوعات
77	3- أمثلة على القيد في ميزان المدفوعات
<b>المحور الخامس- المديونية الخارجية</b>	
81	<b>أولا- تعريف المديونية الخارجية</b>
81	<b>ثانيا- مصطلحات و مفاهيم متعلقة بالمديونية</b>
82	<b>ثالثا- نظرية دورة الدين الخارجي</b>
83	<b>رابعا- أسباب المديونية الخارجية</b>
83	1- الأسباب الداخلية لأزمة المديونية في الدول النامية
85	2- الأسباب الخارجية لتفاقم أزمة المديونية في الدول النامية
86	<b>خامسا- الآثار السياسية والاقتصادية والاجتماعية للديون الخارجية</b>
86	1- الآثار الاقتصادية
87	2- الآثار الاجتماعية
87	3- الآثار السياسية
88	<b>سادسا- مؤشرات عبء الدين الخارجي</b>

88	1- مقاييس القدرة على السداد
88	2- مؤشرات قياس عبء الدين الخارجي
90	<b>سابعا- قروض المؤسسات المالية الدولية</b>
90	1- قروض صندوق النقد الدولي
91	2- قروض البنك الدولي للإنشاء و التعمير
91	<b>ثامنا- تطور ظاهرة المديونية الخارجية</b>
91	1- جذور المديونية الخارجية
93	2- اندلاع أزمة المديونية الخارجية
94	3- تطور المديونية الخارجية في الدول النامية
96	4- تطور مؤشرات الديون الأساسية في الدول النامية 2000 - 2015
97	<b>تاسعا- إعادة الجدولة</b>
97	1- مفهوم إعادة جدولة الديون
97	2- الديون القابلة لإعادة الجدولة
98	3- نادي باريس و إعادة جدولة الديون الخارجية
98	4- كيفية إعادة الجدولة
99	5- شروط إعادة الجدولة
100	6- التداعيات السلبية لبرنامج إعادة الجدولة
100	<b>عاشرا- بدائل تسيير أزمة المديونية الخارجية</b>
101	1- توريق الدين
101	2- السماح (مسح الديون)
101	3- عمليات تحويل الدين
102	4- مبادلة الدين بأسهم
103	5- الدفع المسبق للدين الخارجي (إعادة شراء الدين)
<b>المحور السادس- سوق الأورو دولار</b>	
104	أولا- سوق الأورو دولار
104	ثانيا- سوق الأورو عملات (العملات الأوروبية)
105	ثالثا- الأورو قروض
106	رابعا- نشأة سوق الأورو دولار
107	خامسا- تطور سوق الأورو دولار
108	سادسا- عوامل تطور سوق الأورو دولار

108	1- أزمة الجنيه الإسترليني
108	2- حرية العمل في هذا السوق غير الخاضع لقواعد السياسات النقدية المحلية
109	3- اللائحة الأمريكية "Q"
110	4- قابلية تحويل العملات الأوروبية
110	5- العجز في ميزان مدفوعات الأمريكي
<b>المحور السابع- السيولة الدولية و احتياطات الصرف الرسمية</b>	
113	<b>أولاً- السيولة الدولية</b>
113	1- تعريف السيولة الدولية
114	2- النمو غير المتوازن للسيولة الدولية "معضلة تريفن"
115	<b>ثانياً- الاحتياطات الدولية "الأصول الاحتياطية"</b>
115	1- مفهوم احتياطات الصرف الرسمية
116	2- مكونات احتياطات الصرف الأجنبي
123	<b>خاتمة</b>
124	<b>قائمة المراجع</b>

## ❖ مقدمة:

مع زيادة الاعتماد المتبادل على عمليات التمويل الدولي خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية بات هذا الأخير يشكل مقرا دراسيا مستقلا بعد أن كان يمثل محورا من محاور الاقتصاد الدولي، ورغم أنه لا يزال فرعا من فروعها إلا أنه بات مقياسا مستقلا بذاته خاصة بعد ظهور مشكلة المديونية الخارجية وما أعقبها من انفتاح و تحرير للأسواق المالية الدولية الأمر الذي سمح بانسيابية التمويل و القروض بين أصحاب العجز و أصحاب الفائض على المستوى الدولي. لقد باتت أهمية التمويل الدولي في تزايد في ظل ما بات يعرف بعولمة الأسواق المالية و التحرير المتزايد لحركة رأس المال على المستوى العالمي.

شاع استخدام مصطلح التمويل الدولي عقب الحرب العالمية الثانية، تزامنا مع إنشاء المؤسسات التمويلية الدولية الممثلة في صندوق النقد الدولي، البنك العالمي للإنشاء و التعمير و ما تلاها من أحداث اقتصادية عالمية تمثلت بصفة خاصة في مشروع مارشال الذي تكفلت من خلاله الولايات المتحدة بتمويل عملية إعادة إعمار أوروبا و اليابان و مساعدة الدول المتضررة من الحرب.

يُعنى التمويل الدولي بانتقال رأس المال على المستوى العالمي من تلك المناطق التي تعرف فائضا نسبيا في رأس المال إلى باقي مناطق العالم التي تعرف عجزا من حيث التمويل، و كما هو معلوم فإن إنتاجية رأس المال تتفاوت بحسب وفرته أو ندرته، إذ نجد أن ربحية رأس المال تزيد لدى تلك الدول التي تفتقد نسبيا إلى التمويل خاصة في ظل الاستغلال الأمثل لهذا المورد. يؤدي تفاوت العائد و كذا المخاطر على رأس المال في الدول المختلفة إلى حركية طبيعية و انسيابية للفائض منه بحثا تعظيم العائد و تدنية المخاطر، و هذا هو بالضبط ما يبحث فيه موضوع التمويل الدولي، و ذلك عن طريق التحليل و البحث في أهم أنواع حركة رأس المال على المستوى الدولي و كذا مسبباتها و ما يترتب على ذلك بالنسبة لجهات الفائض و كذا العجز.

عرفت حقبة ما بعد الحرب العالمية الثانية تدفقا رأسيا لرأس المال الدولي، متجهة من دول العالم المتقدم إلى دول العالم الثالث و كذا الدول المستقلة حديثا خلال الحقبة التي أعقبت حركات التحرر، إذ تمثلت معظم التدفقات في المديونية الخارجية و بدرجة أقل الهبات و المساعدات الإنمائية، غير أن سوء التسيير لدى الدول المستقبلية و اختلال معادلة التبادل التجاري الدولي لصالح الدول المتقدمة أدى إلى نتائج عكسية بالنسبة للدول المدينة، التي وجدت نفسها تنن تحت وطأة المديونية الخارجية بحلول عقد الثمانينات، و هو العقد الذي بات يطلق عليه "العقد الضائع" بالنسبة لهذه الدول.

أفرزت مشكلة المديونية الخارجية أشكالا أخرى للتمويل شاع استخدامها ابتداء من عقد الثمانينات، و إن وجدت من قبل لكن بدرجة أقل. تجلت أهم مظاهر التمويل المستحدثة في الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر و المحفظي كأحد البدائل و الخيارات الموازية للمديونية الخارجية، خاصة في ظل التحرير

المتزايد لحساب رأس المال على مستوى ميزان المدفوعات، و هو الأمر الذي أثبت نجاعته في دعم العملية التنموية بالنسبة للدول المضيفة، خاصة إذا ما تمت مقارنته بنتائج المديونية الخارجية. لقد تصافرت عدة عوامل جعلت تركيبة رأس المال الدولي و اتجاهاته تختلف من مرحلة إلى أخرى كما أن هذه الوتيرة بلغت أرقاما فلكية، و باتت متزايدة إلى الحد الذي باتت فيه حركة رأس المال بين الدول تعادل أضعافا مضاعفة حركة التبادلات التجارية في السلع و الخدمات على المستوى العالمي. يعتبر سوق الأورو دولار أحد العوامل التي كان لها كبير الأثر في رفع مستويات الحركة الدولية لرأس المال، خاصة في ظل تلاحق الابتكارات المالية و ظهور العديد من أدوات الهندسة المالية في أسواق النقد و المال الدولية، و التي تزامنت مع غلبة التيار الليبرالي الداعي إلى رفع جميع أشكال الرقابة و القيود في وجه انسيابية رأس المال بين الدول. أدت هذه العوامل مجتمعة إلى تداعيات كبيرة على موازين مدفوعات الدول خاصة بالنسبة لحساب رأس المال، مسببة بذلك أزمات عديدة و متلاحقة ساهم في نقل عدواها تشابك و تداخل أسواق النقد و المال.

لقد تمت معالجة مقياس "التمويل الدولي" من خلال هذه المذكرة في سبعة محاور، كما يلي:

#### المحور الأول: مدخل إلى التمويل الدولي

#### المحور الثاني: هيكل الحركة الدولية لرأس المال: الأسباب و التداعيات

#### المحور الثالث: أسواق المال و النقد الدولية

#### المحور الرابع: ميزان المدفوعات

#### المحور الخامس: المديونية الخارجية

#### المحور السادس: سوق الأورو دولار

#### المحور السابع: السيولة الدولية و احتياطات الصرف الرسمية

حاولنا في هذه المطبوعة عرض المفاهيم النظرية في شكل أكاديمي مبسط حتى يتسنى للطالب التحكم في المصطلحات المتعلقة بالمقياس، و إدراك المفاهيم النظرية. و قد تم تحديد مجموعة من الأهداف لهذا العمل الأكاديمي، إذ أن الطالب و بعد اطلاعه على هذه المطبوعة سيكون قادرا على:

- الإلمام بموضوع التمويل الدولي و المفاهيم المتعلقة به كالسيولة الدولية، أسواق النقد و المال الدولية سوق الأورو دولار و غيرها.

- فهم و تحليل مسببات و نتائج حركة رأس المال الدولية و تداعياتها.

- التمييز بين أهم أنواع الحركة الدولية لرأس المال، و المفاضلة بينها عن طريق تحليل نتائجها.

- فهم ميزان المدفوعات و أهم بنوده، و التحكم في تقييد المعاملات التجارية و المالية عن طريق القيد المزدوج.

- الاطلاع الجيد على ظاهرة المديونية الخارجية و تداعياتها الخطيرة، و ما هي أهم البدائل عنها.

## المحور الأول- مدخل إلى التمويل الدولي:

### أولاً- مفهوم التمويل الدولي:

#### 1- تعريف التمويل الدولي:

يمكن اختصاراً أن نعرف التمويل الدولي بأنه تلك التدفقات المالية التي يتم استخدامها في العملية التنموية لدولة ما معتمدة في ذلك على مصادر تمويل خارجية نتيجة لقصور مدخراتها و مواردها المالية عن تمويل الاستثمارات المطلوبة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المطلوبة.

يشير مصطلح التمويل الدولي إلى وجود فجوة بين عرض رؤوس الأموال بأشكالها المختلفة و الطلب عليها على المستوى الدولي، الأمر الذي يترتب عليه انتقال رؤوس الأموال بكافة أشكالها بين دول العالم المختلفة، بحيث يتم ذلك عن طريق الوساطة المالية المتمثلة في البنوك، المؤسسات المالية أو الأسواق المالية الدولية و الهيئات الدولية و كذا الحكومات، و تتحرك رؤوس الأموال على المستوى الدولي غالباً باحثاً عن تحقيق أعلى عائد ممكن من توظيف الفائض في رؤوس الأموال، كما أنها يمكن أن تكون لأغراض إنمائية أو إنسانية أو حتى سياسية.

يتكون المصطلح من كلمتين، التمويل و يفيد بوجود وفرة في المعروض من رأس المال مقارنة بالطلب عليه مما يؤدي إلى فائض، في مقابل ذلك نجد الحالة الثانية التي يتقابل فيها ندرة رأس المال مقابل تزايد الحاجة إليه و الطلب عليه و هو ما يعرف بالعجز. إن تقابل الحالة الأولى مع الحالة الثانية هو ما يعرف بالفجوة التمويلية. من هنا تأتي أهمية التمويل الذي يقصد به سد هذه الفجوة عن طريق إتاحة المعروض من رأس المال المتوفر لدى أصحاب الفائض لصالح أصحاب العجز من أجل تلبية حاجياتهم الاستثمارية و الاستهلاكية.

أما الكلمة الثانية من مصطلح التمويل الدولي فتشير إلى الصفة التي تحكم عملية التمويل من حيث كونه دولياً، وهذا يعني أن تحرك رأس المال في هذا الإطار سيكون خارج الحدود السياسية لدول العالم. تعتبر العلاقة بين الادخار و الاستثمار على المستوى الوطني إحدى أهم محددات الفائض و العجز في عنصر رأس المال لدى كل دولة، و من ثم يتحدد الاتجاه الذي يسلكه رأس المال بين الدول مع الأخذ بعين الاعتبار عامل المردودية و كذا الأمان بالنسبة للجهة المستقطبة لرأس المال.

يمكن أن تعرف حركة رؤوس الأموال الدولية اتجاهاً معاكساً لما تقدم، أي أنها تخرج من دول تعاني من حالة ندرة لعنصر رأس المال متجهة إلى دول غنية و بها فائض، و أسباب هذه التدفق العكسي كثيرة مثل ظاهرة هروب رؤوس الأموال بسبب غياب الأمن و الاستقرار أو ظاهرة تهريب رؤوس الأموال الناجمة عن الفساد المالي و الإداري، أو خروج رؤوس الأموال بسبب تدني معدلات الفائدة و العائد على الاستثمار بصفة عامة لدى الدول التي تعاني من ندرة رأس المال، كما يمكن أن تؤدي المضاربة ضد

العملة المحلية أو الخوف من تراجع قيمتها إلى تحويل رأس المال في شكل عملات أجنبية إلى الخارج و بذلك نحن لا نكون بصدد التمويل الدولي بالمعنى المشار إليه سابقا أي بسبب عاملي الوفرة و الندرة .  
ليس المقصود بتحركات رؤوس الأموال انتقالها في شكلها العيني كالسلع و الخدمات و الصادرات و الواردات التي تتم بين الدول، فهذا يندرج في إطار التجارة الخارجية لكل بلد و منه تتولد التجارة الدولية، ولكن المقصود بهذه التحركات هو انتقال رؤوس الأموال في شكل عمليات إقراض و اقتراض أو هبات بين الدول المختلفة و مؤسساتها أو بينها و بين هيئات دولية.

إن لجوء إحدى الدول إلى بنك أو مؤسسة مالية أجنبية بهدف طلب قرض قصير أو طويل الأجل من أجل الوفاء بالتزاماتها الخارجية، أو تمويل الخطط التنموية و المشاريع الاستثمارية المحلية أو تعزيز احتياطي الصرف لديها... يعتبر صورة من صور التمويل الدولي.

كما أن لجوء إحدى المؤسسات أو الشركات المحلية بطرح سندات للبيع في أسواق رأس المال الدولية يعتبر صورة من صور التمويل الدولي، فإذا قامت مؤسسة أو شركة يابانية بطرح سندات لها بالسوق المالي الأمريكي و تم اقتناء هذه السندات من طرف مواطنين أمريكيين، فإن هذا يعتبر صورة من صور التمويل الدولي، إذ حدث تدفق المال من أمريكا (المستثمرين الذين قاموا باقتناء السندات) إلى اليابان لصالح الشركة المصدرة للسندات.

تجدر الإشارة إلى أن منح القروض أو توظيف الأموال على شكل سندات و غيرها يأتي بعد المفاضلة بين العوائد المتوقعة من توظيف الفائض في رأس المال، فلو أن المستثمرين الأمريكيين في هذه الحالة يجدون توظيفات محلية بأمريكا يفوق عائدها ذلك الذي تقترحه الشركة اليابانية فإن المال لن يتدفق من أمريكا إلى اليابان على شكل اقتناء سندات يابانية. يعتبر العائد المضمون و المرتفع أحد أهم الأسباب الداعية إلى انتقال رؤوس الأموال دوليا لردم الفجوة بين العجزو الفائض لدى الدول.

## 2- فجوة الموارد:

إن الدولة التي تعرف فجوة موارد تجد نفسها مضطرة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي، و هنا يأخذ التمويل بعده الدولي، إذ نسميه تمويلا دوليا عندما يترتب عنه انتقال رؤوس الأموال بين الدول، أي بين المقيمين و غير المقيمين في دولة ما، إذ توفر الجهات (الدول و الهيئات) التي لها فائض في رأس المال التمويل اللازم لهذه الدول التي تعاني من فجوة تمويلية.

تجدر الإشارة إلى أن مصطلح الفجوة التمويلية يأخذ بعدين أو شكلين مختلفين، الفجوة التمويلية الداخلية (فجوة الموارد الداخلية) و الفجوة التمويلية الخارجية (فجوة الموارد الخارجية).

### أ- فجوة الموارد الداخلية:

يقصد بالفجوة التمويلية الداخلية، تلك الفجوة التي تنشأ عن الفرق بين المدخرات الوطنية و متطلبات الاستثمار المحلية، أي أن الأعوان الاقتصاديين المحليين كقطاع العائلات، قطاع الأعمال، الحكومة

يعجزون عن توفير الادخار الكافي الذي يغطي متطلبات الاقتصاد الوطني من الاستثمار، فكما هو معلوم يتطلب الاستثمار الخاص بأي دولة و كذا النفقات الحكومية توافر ادخارات توفرها الوساطة المالية من أجل تمويل الاستثمارات و النفقات الحكومية، و في حالة قصور هذه الادخارات عن تمويل الاستثمارات التي يحتاجها الاقتصاد نقول بوجود "فجوة موارد داخلية".

#### ب- فجوة الموارد الخارجية:

في مقابل ذلك تنشأ فجوة الموارد الخارجية عند اختلال العلاقة بين المعروض من النقد الأجنبي خاصة على شكل احتياطات صرف رسمية مقابل الطلب عليه، فالدولة تستطيع الحصول على النقد الأجنبي عن طريق عملياتها الدائنة في ميزان المدفوعات كالصادرات، العائدات السياحية، توظيف أصول مالية بالخارج و الاستفادة من عائداتها... الأمر الذي يمكنها من تكوين فائض في النقد الأجنبي يعرف باسم "احتياطات الصرف الرسمية"، في مقابل ذلك هي مطالبة بالوفاء بالتزاماتها تجاه تعاملاتها الخارجية مع العالم، كتسديد فاتورة وارداتها، سداد مديونيتها، تحويلات أرباح المستثمرين الأجانب... الأمر الذي يترتب عنه تسرب في احتياطياتها من العملات الأجنبية. إن عجز الدولة عن توفير العملات الأجنبية و وسائل الدفع المقبولة دولياً بالشكل الذي يضمن لها تغطية كافة التزاماتها الخارجية هو ما يعرف بفجوة الموارد الخارجية، أي عدم وجود ما يكفي من النقد الأجنبي لتغطية فاتورة الواردات و خدمة الدين و غيرها.

#### ت- العلاقة بين الفجوتين الداخلية و الخارجية:

رغم أن لكل فجوة مسبباتها و تداعياتها على المستويين الداخلي و الخارجي، إلا أنه يمكن أن نجد علاقة تربط بينهما، كما سيتضح من خلال تحليل الصيغة الرياضية لمعادلة الدخل الوطني.

يتم إنفاق الناتج المحلي على السلع و الخدمات، و المتبقي من السلع و الخدمات يتم تصديره، و بصورة مشابهة فإن الإنفاق على السلع و الخدمات المحلية يمثل نسبة من الإنفاق الكلي، و ما يتبقى من الإنفاق الكلي يجب أن ينفق على الواردات، و هو ما يمكن صياغته رياضياً كما يلي:<sup>1</sup>

$$\text{الدخل الوطني} - \text{الإنفاق الوطني} = \text{الصادرات} - \text{الواردات}$$

تبين هذه المعادلة أن الفائض في رصيد الحساب الجاري يحدث عندما يصبح الإنتاج الوطني أكبر من الإنفاق الوطني، و بصورة مشابهة فإن العجز في رصيد الحساب الجاري يحدث عندما يزيد الإنفاق الوطني عن الإنتاج الوطني.

<sup>1</sup> - أنظر:

- هيل عجمي جميل الجنابي. التمويل الدولي و العلاقات النقدية الدولية. دار وائل للنشر. عمان. الأردن. 2014. ص : 85.  
- Gregory Mankiw. Macroéconomie. Traduction de la 7<sup>e</sup> édition américaine par Jihad EL Naboulsi. De Boeck. 5<sup>e</sup> édition. Paris. 2010. PP : 171 – 172.

بالانطلاق من المعادلة الأولى يمكن أن نستخرج المعادلة التالية:

الدخل الوطني = الإنفاق الوطني + الصادرات - الواردات

• بما أن:

الإنفاق الوطني = (استهلاك العائلات C + الإنفاق الحكومي G + الإنفاق الاستثماري I .

الصادرات - الواردات = صافي الصادرات NX

• يمكن كتابة الصيغة التالية:

$$Y = C + G + I + NX \dots\dots\dots 1$$

بتغيير كل من استهلاك العائلات و الإنفاق الحكومي إلى الطرف الأول، يصبح لدينا:

$$Y - C - G = I + NX \dots\dots\dots 2$$

يشكل  $Y - C - G$  مجموع الادخار الوطني، على اعتبار أن الادخار الوطني يساوي الدخل الوطني مطروحا منه استهلاك العائلات و إنفاق القطاع الحكومي (أما إنفاق قطاع الأعمال فيعتبر إنفاقا استثماريا و ليس استهلاكا).

• وبالتالي يمكن إعادة صياغة معادلة الدخل الوطني كما يلي:

$$S = I + NX \dots\dots\dots 3$$

• بحيث أن:

S تمثل الادخار الوطني

• و بانتقال I إلى الطرف الأول تصبح معادلة الدخل الوطني كما يلي:

$$S - I = NX \dots\dots\dots 4$$

تبين الصيغة رقم (4) أن صافي الصادرات لاقتصاد ما يكون مساويا للفرق بين الادخار و الاستثمار في حالة التوازن.

بما أن NX تمثل صافي الصادرات (رصيد حساب السلع و الخدمات)، في حين أن S - I تمثل فائض الادخار الوطني، و الذي سيحول إلى الخارج، يمكن القول أن زيادة الادخار عن الاستثمار يؤدي إلى تمتع البلد بفائض في ميزان الحساب الجاري، في حين أن تفوق الاستثمار على الادخار الوطني (فجوة الموارد الداخلية) ستؤدي إلى رصيد سالب في الحساب الجاري (فجوة الموارد الخارجية)، و هو الأمر الذي يبين طبيعة العلاقة العضوية بين الفجوتين.

عمليا يمكن رصد هذه العلاقة في كل من اقتصادي اليابان و أمريكا، فاليابان يمتلك مدخرات أكبر من الاستثمارات مقارنة بأمريكا التي تمتلك مدخرات أقل من الاستثمارات، و بالتالي تعاني من عجز في رصيد الحساب الجاري.

### ثانيا- أهمية التمويل الدولي:

ينطوي التمويل الدولي على تدفقات رؤوس الأموال بين أطراف مختلفة، إذ يستفيد الاقتصاد العالمي من تدفقات رأس المال الدولية و ذلك عن طريق التخصيص الأمثل لرأس المال و ذلك بتوجيهه إلى مناطق العجز أين تزيد مردوديته مقارنة بأمكان الفائض، فحرية حركة رأس المال تسمح باستخدام مخزون الادخار بشكل أفضل عن طريق انتقاله إلى المناطق و مجالات الاستخدام التي تتيح أفضل فرص الاستعمال الممكنة، حيث أن مواطني الدولة الأولى حائزي رأس المال سوف يستفيدون من عوائد أعلى تتيحها الإنتاجية الحدية المرتفعة لرأس المال في الدولة الثانية بينما تستفيد هذه الأخيرة من الفرص الاستثمارية و التنموية التي تتلقاها عبر قدوم التمويل الدولي و التي لم تكن لتتحققها بمواردها المحلية المحدودة.

يساعد التمويل الدولي على تقليص الفجوة الاقتصادية بين دول الشمال و دول الجنوب عن طريق إتاحة عنصر رأس المال للدول المتخلفة من أجل تحقيق تنميتها الاقتصادية، و يتجلى ذلك بقوة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يصاحبه انتقال للتكنولوجيا و المهارات الإدارية و كذا العنصر البشري المؤهل و هي العوامل التي تفتقدها الدول النامية، الأمر الذي يساعد على تحقيق التنمية الشاملة. كما أن التمويل الدولي القائم على حرية حركة رؤوس الأموال بإعادة تشكيل المحافظ الاستثمارية و تنويعها على الصعيد الدولي بالنسبة لمختلف المتعاملين بما يعمل على تعظيم العائد التي تتيحها الأسواق الدولية و كذا تقاسم المخاطر و التحوط ضدها.

كما التمويل الدولي يساعد على نمو التجارة الدولية و ذلك بتعزيز التدفقات السلعية و الخدمية بين مختلف الدول عن طريق صيغ التمويل المختلفة التي يوفرها لنشاطات التصدير و الاستيراد. تختلف أهمية تدفقات رؤوس الأموال هذه باختلاف الأطراف المصدرة و المتلقية من جهة و باختلاف نوعية رأس المال المتدفق من جهة أخرى. و ذلك كما يلي:

#### 1- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المتلقية:

يساهم التمويل الدولي بالنسبة للدول المتلقية في سد الفجوة الداخلية من أجل تمويل المشاريع التنموية و بالتالي يحل مشكلة قصور الادخار المحلي، الأمر الذي يساعد على تحقيق الأهداف التنموية للدولة المتلقية. كما أنه في حال وجود فجوة موارد خارجية، فإن التمويل الدولي يساهم في سدها من أجل مساعدة الدولة المتلقية على تجاوز صعوباتها المتمثلة في ندرة النقد الأجنبي على مستوى ميزان المدفوعات.

باستقراء التاريخ الاقتصادي المعاصر، نجد أن معظم الدول استعانت بالتمويل الخارجي من أجل إحداث التنمية و تطوير البنى التحتية، سواء بالنسبة للدول المتقدمة حالياً أو الدول النامية. تجدر الإشارة إلى ضرورة الاستخدام الأمثل للموارد المالية الأجنبية و ذلك عن طريق استثمارها و الابتعاد عن الطبيعة الاستهلاكية عند صرفها. فالتمويل الدولي يعتبر فعالاً بالنسبة للدولة المتلقية في حالة استخدامه بكفاءة من أجل زيادة الإنتاج و الإنتاجية، تقليص الواردات، زيادة الصادرات، جلب العملات الأجنبية... في هذا الصدد تستهدف الدول المتلقية لرأس المال على شكل قروض أو منح أو استثمارات أجنبية في الغالب تحقيق الأهداف التالية:<sup>1</sup>

- تدعيم برامج وخطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- رفع مستوى معيشة السكان.
- مواجهة العجز في موازين المدفوعات و سد الفجوة بين الاستثمارات المطلوبة والمدخرات المحققة.

كما يمكن للدول أن تقترض من الخارج لدعم الاستهلاك المحلي والمحافظة على مستوى معيشي معين فإذا كانت الموارد الخارجية للدولة غير كافية لتمويل الواردات الاستهلاكية، فإن الاعتماد على القروض أو المنح الخارجية يصبح أمراً لا مفر منه لأنه عندما تكون الواردات أكبر من الصادرات فإن ذلك يؤدي إلى وجود فجوة في موارد الصرف الأجنبي، ولا بد من سد هذه الفجوة بأحد الأسلوبين :

**الأول:** عن طريق السحب من الاحتياطيات الخارجية المملوكة للدول.

**الثاني:** هو الاقتراض الخارجي، وعادة ما يتم اللجوء إلى الأسلوب الثاني إذ كان مستوى الاحتياطيات الخارجية لا يسمح بالمزيد من السحب منه.

تتجلى أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول المتلقية في الكيفية التي يتم بها تخصيصه و استخدامه فهي التي تؤدي إلى رفع مقدرة الدولة على سداد أعباء هذا التمويل أولاً، إذ يمكن احتواء تبعات التمويل الخارجي من احترام آجال السداد و الالتزام بدفع فوائد الدين إذا ما تم تخصيص هذا التمويل للقطاعات المنتجة و بالأخص تلك الموجهة للتصدير و جلب العملة الأجنبية، إضافة إلى توظيف مدخلات التمويل الخارجي بكفاءة أين يتم تعظيم المخرجات بما هو متاح من المدخلات كما أن التمويل الخارجي يمكن أن يصبح مشكلة في حد ذاته حتى و لو كان بشروط ميسرة إذا ما تم توجيه أمواله إلى مجالات استهلاكية أو تم توظيفه دون كفاءة و مردودية اقتصادية.

رغم أن شروط التمويل الخارجي تعتبر إحدى العوامل الفارقة بالنسبة للدولة المستدينة، إلا أن كفاءة الاستخدام و مجال التوظيف يعتبران العاملين المحددان لمردودية التمويل الخارجي بالنسبة للدول المتلقية.

<sup>1</sup> - مأمون علي الناصر و آخرون. التمويل الدولي. دار الحامد للنشر و التوزيع. الأردن. عمان. 2016. ص: 25.

يغلب على الدول النامية و المتخلفة ضعف تخصيص الموارد المتأتية من التمويل الخارجي بالإضافة إلى سوء تسييرها نظرا لغياب الكفاءة و نقشي ظاهرة الفساد المالي و الإداري، لذا تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة إحدى الصيغ التمويلية الجديدة و البديلة عن الاستدانة الخارجية المباشرة في شكلها التقليدي و ذلك نظرا لما توفره من تكنولوجيا حديثة و مهارات إدارية ممثلة في العمالة الأجنبية بالإضافة إلى تأطير العمالة المحلية، بحيث تكون التكنولوجيا و الكفاءة الإدارية مصاحبة للعملية التمويلية، الأمر الذي يسمح بنجاح هذه الأخيرة. إن توافر الشروط السابقة بالإضافة إلى حرص المستثمر الأجنبي على إنجاح مشروعه و زيادة أرباحه يجعل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة أحد أهم طرق التمويل الدولي فعالية بالنسبة للدول المضيفة للاستثمار. تسمح التدفقات الاستثمارية الأجنبية بزيادة الطاقة الإنتاجية للبلد و تنويع النسيج الاقتصادي، مما يعني توفير المزيد من العملة الصعبة و ذلك إما عن طريق إحلال الواردات، أي توفير السلع و الخدمات التي كانت تستورد من قبل محليا، و هو ما يعني توفير النقد الأجنبي، أو توجيه هذه السلع إلى التصدير ما يسمح بتراكم احتياطات الصرف، الأمر الذي يساعد في سداد الدين الخارجي و إعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات.

من ناحية التمويل الدولي المتدفق عن طريق الاستثمار المحفظي فإنه يؤدي إلى تفعيل السوق المالي و زيادة حركيته و كفاءته كما يساهم في اندماجه في شبكة الأسواق العالمية، الأمر الذي يؤدي إلى نمو السوق و زيادة تعبئة الادخار، استقطاب المزيد من رؤوس الأموال و توفير التمويل اللازم للمشاريع المحلية عن طريق عرض الأسهم و السندات المحلية لمستثمرين أجانب، رغم هذه الإيجابيات إلا أن الأسواق المالية المندمجة تصبح أكثر عرضة للتقلبات النقدية و المالية التي تطرأ على الاقتصاد العالمي الأمر الذي يزيد من احتمالية انتقال عدوى الأزمات المالية.

من أجل تفادي عدم الاستقرار المالي يقترح بعض المسؤولين السياسيين و الاقتصاديين الحد من حركة رؤوس الأموال في الدول النامية عن طريق إجراءات للرقابة، تصب في اتجاهين:<sup>1</sup>

أ- الرقابة على خروج الأموال: يمكن أن يكون خروج الأموال مصدرا لعدم الاستقرار المالي في الدول النامية، إذ أن خروج رأس المال عن طريق المقيمين و غير المقيمين يمكن أن يؤدي بالبلد إلى تخفيض قيمة عملته، و هذا ما يفسر لجوء بعض المسؤولين السياسيين إلى اللجوء إلى وضع إجراءات من أجل الرقابة عليه. ففي ماليزيا قام الوزير الأول "مهاتير محمد" عام 1998 عقب الأزمة الآسيوية للحد من خروج رأس المال.

<sup>1</sup> - Frediric Mishkin et autres. Monnaie – Banque et marchés financiers. Nouveaux horizons. 9 è Edition. Paris. 2010. PP : 735 – 736.

ب- الرقابة على دخول رأس المال: يعتقد الكثير من الاقتصاديين أنه ربما من الأجدر الرقابة على دخول رؤوس الأموال بدل خروجها، و ذلك ببساطة لأن رؤوس الأموال المضاربة لا تستطيع الدخول إلى البلد وبالتالي لا تستطيع الخروج بقوة و بشكل مفاجئ يؤدي إلى وقوع أزمة. يمكن أن يؤدي دخول رؤوس الأموال إلى المبالغة في الإقراض من طرف المقيمين، الأمر الذي قد يعرض البنوك لخطر كبير.

في المقابل يتمثل الجانب السلبي في الرقابة على دخول رؤوس الأموال كونها تمنع تدفق رأس المال الذي يساهم في تمويل الاستثمارات المنتجة.

## 2- أهمية التمويل الدولي بالنسبة للجهات المانحة:

يؤكد بعض الاقتصاديين على أن المساعدات الاقتصادية تعتبر أداة من أدوات القوة السياسية للدولة المانحة، و تعلق الدول التي تمنح قروضا رسمية لدول أخرى أهمية كبيرة على هذه القروض في تصريف الفوائض السلعية لديها و زيادة صادراتها، و تشغيل جانب كبير من شركاتها الوطنية في أعمال النقل الوساطة، التأمين، المقاولات، مكاتب الدراسات... و من المعروف أن القروض الرسمية الثنائية ترتبط بضرورة إنفاقها في أسواق الدول المانحة، باستثناء حالات قليلة جدا يتم فيها منح قروض لأهداف خاصة و محددة.

إن اتفاق دولة ما مع أخرى للحصول على قرض منها لا يعني أن الدولة المانحة ستقدم قرضا نقديا تستخدمه الدولة المقترضة في تمويل وارداتها بحرية كاملة و الشراء من أي سوق من الأسواق الدولية وفقا للأجود و الأرخص.

قد ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق مجموعة من الأهداف غير السياسية و المتمثلة في تحسين صورتها أمام المجتمع الدولي، هذا إضافة إلى حماية بعض المصالح الإنتاجية لديها كالقطاع الزراعي الذي ينتج كميات كبيرة يؤدي عدم تصديرها إلى انخفاض أسعارها و إصابة المنتجين الزراعيين بأضرار جسيمة لذا فإنه يمكن التخلص من هذه الفوائض السلعية عن طريق منح القروض و المعونات الخارجية.

بالنسبة للقروض التي تمنح لتمويل معدات و سلع استثمارية أو لتمويل مشاريع البنى التحتية عادة ما تشترط الدولة المانحة ضرورة تحميل المشروع الممول بهذه القروض تكاليف النقل و التأمين الخاصة بأجور و مرتبات الخبراء و الفنيين الذين ترسلهم الدولة المانحة من مواطنيها لتكيب المعدات و صيانتها و كذا الإشراف على تنفيذ المشروع و تشغيله.

أما بالنسبة للتمويل الدولي متعدد الأطراف، و هو رأس المال الذي يتدفق من المؤسسات الدولية و الإقليمية، فإنه يخضع في جانب من تحركاته أيضا للأهداف و الدوافع السياسية من جانب الدول المسيطرة على هذه المؤسسات، و ترجع هذه السيطرة في الواقع إلى نصيب الاقتصاديات الكبيرة في هذه المؤسسات، فهي عادة صاحبة النصيب الأكبر في رأسمالها، و تعكس حصة الدولة في رأس مال المؤسسة

القوة التصويتية لهذه الدولة و من ثم إمكانية التأثير في قراراتها و توجيهاتها بما يتفق مع مصالحها السياسية و الاقتصادية<sup>1</sup>.

في حالة التمويل الخاص، فإن الأطراف المانحة التي غالبا ما تتمثل في البنوك الدولية صناديق الاستثمار، الشركات متعددة الجنسيات، المستثمرين خواص... فإن أهمية التمويل الدولي تتجلى في العائد الذي يمكن أن يحصل عليه الطرف الدائن نتيجة توظيفه للفائض من رأس المال لديه، أو نتيجة لعب دور الوساطة المالية، و تتجلى هذه العوائد في الفوائد على القروض، الفوائد على السندات، أرباح الاستثمارات الأجنبية المباشرة...

### ثالثا- مصادر التمويل الدولي:

تشكل المصارف العالمية الكبرى و أسواق المال الدولية مصدري التمويل الرئيسيين للشركات المتعددة الجنسية و غالبية الدول المتقدمة، أما الدول النامية فتعتمد بشكل خاص على مصادر التمويل الرسمية الثنائية و المتعددة الجهات لسد الفجوة التمويلية الخارجية لديها، و المتمثلة بعدم كفاية إيرادات هذه الدول من العملات الأجنبية لمقابلة التزاماتها الخارجية و سد العجز في موازين مدفوعاتها و خدمة الدين و تمويل التنمية لديها.

تنقسم التدفقات الرأسمالية الدولية من حيث الجهات الدائنة إلى مصادر رسمية و أخرى خاصة، كما يلي:

#### 1- المصادر الرسمية في التمويل الدولي:

تتكون المصادر الرسمية في التمويل الدولي من مصادر رسمية ثنائية و مصادر دولية و إقليمية متعددة الأطراف، كما قد يتضمن الجزء الخاص بتحليل مصادر التمويل الدولي متعدد الأطراف تلك التسهيلات التي يمنحها صندوق النقد الدولي لأعضائه، و ذلك على الرغم من أن تسهيلات الصندوق ذات طبيعة خاصة تختلف عن القروض التي يمنحها البنك الدولي و المؤسسات التابعة له.

#### أ- مصادر التمويل الثنائية:

تتمثل في القروض و الإعانات التي تعقد بين الحكومات المختلفة على شكل تمويل عمومي دولي، و يتم عقد هذه القروض بعد مفاوضات تجري بين حكومات الدول المانحة و حكومات الدول المتلقية، و تدور هذه المفاوضات في العادة على قيمة القرض و أجل استحقاقه و معدل الفائدة و طريقة الإنفاق و السحب من القرض و كيفية السداد و فترة السماح إن وجدت. و الواقع أن التمويل من المصادر الرسمية الثنائية لم يظهر بشكل ملموس إلا بعد الحرب العالمية الثانية، حيث قدمت الولايات المتحدة الأمريكية قروضها و معوناتا لدول غرب أوروبا في إطار مشروع مارشال الأمريكي.

1 - أنظر:

هزاع مفلح. التمويل الدولي. مديرية الكتب و المطبوعات الجامعية. حلب. 2007. ص ص : 43 - 44 (بتصرف).

يقصد بالتمويل الدولي العمومي مجموع العمليات التي تتألف من تدفقات رؤوس الأموال العمومية و التي يكون هدفها الأساسي ترقية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

يتعلق الهدف الأساسي لهذه الإسهامات في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية كهدف أساسي، بحيث تتميز هذه القروض بشروط تفضيلية مقارنة بتلك المطبقة في السوق المالي. عادة تتمثل الآجال و الشروط المواتية في تدني معدلات الفائدة المطبقة على هذه النوع من التمويل و / أو طول آجال السداد<sup>1</sup>.

#### ○ التخصيص و التعاقد و السحب:

إذا وقعت دولة ما اتفاقا مع دولة أخرى و تضمن هذا الاتفاق تخصيص مبلغ معين لمساعدة الدولة الأولى فإن هذا المبلغ المخصص لا يدخل ضمن حسابات الديون الخارجية لهذه الدولة، و إذا لم تستخدم أي جزء من التخصيص فلا يوجد التزام في هذه الحالة على الدولة المستفيدة تجاه الدولة الثانية التي قامت بتخصيص القرض.

إذا قامت الدولة بالتعاقد على توريد سلع و خدمات في إطار التخصيص السابق، في هذه الحالة لا يتم حساب فوائد على المبالغ المتعاقد عليها طالما أنه لم يتم سحب أي جزء من المبالغ المتعاقد عليها في إطار التخصيص الأصلي، و لا تحسب المبالغ المتعاقد عليها ضمن المديونية الخارجية للدولة المتلقية، و حينما يتم توريد السلع المتفق عليها في إطار التعاقد يبدأ حساب الفوائد على الجزء المسحوب من التعاقد لتمويل توريد السلع و الخدمات سلفة الذكر، و هذا الجزء المسحوب هو الذي يدرج في المديونية الخارجية للدولة.

#### ب- خصائص التمويل الثنائي:

- تتميز التدفقات الثنائية بين الدول عادة بطونها طويلة الأجل، إذ تتراوح مدتها في الغالب بين 5 سنوات و 40 سنة.

- عادة ما يكون سعر الفائدة على التدفقات الرأسمالية الثنائية منخفضا بالمقارنة مع القروض الخاصة.

- تتصف غالبية التدفقات الثنائية باحتوائها على فترة سماح قبل البدء في بسداد أصل القرض و عادة ما تتراوح فترة السماح بين ثلاث و عشر سنوات، و المقصود بفترة السماح هو استفادة الدولة المدينة من القرض دون الالتزام بسداد أقساطه إلا بعد فترة معينة يطلق عليها فترة السماح.

- يمكن القول أن القروض الثنائية هي قروض سهلة، و القروض السهلة هي تلك التي تتوفر فيها الشروط الثلاثة التالية: طول مدة السداد، وجود فترة السماح و تدني معدلات الفائدة على أصل الدين، إذ من خلال هذه الخصائص يمكن حساب ما يسمى ب"عنصر المنحة في القرض".

<sup>1</sup> - Assad. Omer. Le Financement international public du développement . Librairie Droz. Genève. 1979. P P : 13- 14.

- بالإضافة إلى التكاليف المباشرة للقروض الثنائية هناك تكاليف غير مباشرة، تتأتى من الشروط التي تشترطها الدولة المانحة للقرض، كأن يصرف القرض أو جزء منه في اقتناء سلع و خدمات من الدولة المانحة أو إعطاء امتيازات لشركات الدولة المانحة للقيام بالمشاريع الكبرى التي يمولها القرض، الأمر الذي قد يؤثر على إنتاجية القرض داخل الدولة المقترضة، و يعد هذا الربط أحد أهم مميزات القروض الثنائية<sup>1</sup>.

## 2- مصادر التمويل متعددة الأطراف:

تتمثل مصادر التمويل الدولي متعددة الأطراف في تلك القروض التي توفرها الهيئات و المؤسسات الدولية سواء أخذت طابعا دوليا عالميا، أو طابعا دوليا إقليميا. على المستوى العالمي يعتبر صندوق النقد الدولي هيئة عالمية تضم معظم دول العالم، و يتكفل بمراقبة الدول الأعضاء في سياساتها النقدية و المالية و الاقتصادية بصفة عامة، كما أنه يتيح لها مجموعة من التسهيلات الإئتمانية و القروض خاصة ما تعلق منها بمعالجة العجز في ميزان المدفوعات. كما أن البنك العالمي يعتبر الهيئة التوأم لصندوق النقد على اعتبار انبثاقهما من اتفاقية بريتن وودز، و يقوم البنك العالمي مرفوقا بمجموعته المتمثلة في هيئة التنمية الدولية، مؤسسة التمويل الدولية و كذا الوكالة متعددة الأطراف لضمان الاستثمار بتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية خاصة لدى الدول النامية و توفير القروض الميسرة للبلدان الفقيرة من أجل إقامة البنى التحتية و توفير الخدمات الأساسية، و كذا توفير الضمانات للمستثمرين الخواص الأجانب لتشجيعهم على الاستثمار بهذا الدول. رغم أن كلى المؤسسات تقومان بتمويل الدول الأعضاء فيهما، إلا أن طبيعة القروض الممنوحة تبقى مختلفة من ناحية الهدف منها، آجالها و تكلفتها.

على المستوى الإقليمي نجد العديد من الهيئات التي تؤدي نفس الدور التمويلي للدول الأعضاء فيها، إذ تختلف طبيعة قروضها بحسب الهدف من إنشائها، كما أن خدماتها تتاح على المستوى الإقليمي فقط. في هذا السياق يمكن أن نجد صندوق النقد العربي، بنك التنمية الإفريقي بنك التنمية الآسيوي، بنك الاستثمار الأوروبي... إذ تقدم خدماتها و قروضها للبلدان حسب الانتماء الإقليمي.

## 3- مصادر التمويل الدولي الخاصة:

تعتبر مصادر التمويل الدولي خاصة إذا ما كانت الجهة المانحة طرفا خاصا كالبنوك، صناديق الاستثمار شركات، أفراد... في حين تكون الجهة المتلقية للتمويل شركات عامة أو خاصة مستوردين، حكومات... يتضح من خلال ما تقدم أن الطبيعة الخاصة للتمويل هنا تقع على الجهة المانحة و ليس الجهة المتلقية فمثلا تعتبر السندات الحكومية التي يتم إصدارها في سوق مالي دولي و يتم اقتناؤها من طرف مستثمرين خواص أو أفراد، تعتبر تمويلا دوليا خاصا. على عكس السندات التي تطرحها شركة خاصة في السوق

<sup>1</sup> - أنظر:

هزاع مفلح. مرجع سابق. ص ص: 105-128.

المالي الدولي و تقوم حكومة ما (لديها فائض من العملات الأجنبية) باقتناء سنداتها، فإن هذا يعتبر تمويلا دوليا رسميا.

تأخذ حركة رأس المال الخاص عدة أشكال على المستوى الدولي، كما يلي:

#### أ- الاستثمار الأجنبي المباشر:

و يقصد به إقامة استثمارات عينية مباشرة على أرض الدولة المضيفة، كالقيام فافتتاح مصانع للتركيب و التصنيع، الاستثمار في الصناعات الإستخراجية لمواد الطاقة أو المواد الأولية... كما يمكن أن يتجلى الاستثمار الأجنبي المباشر في شراء مشروع قائم في الدولة المضيفة من طرف أحد الأجانب إما كليا أو جزئيا بنسبة تسمح له بالمساهمة في إدارة المشروع، و قد حدد صندوق النقد الدولي هذه النسبة ب 10 % رأس مال المشروع. يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر غالبا بتدفق التكنولوجيا و المهارات الإدارية و تدريب العمال فنيا و تقنيا إضافة إلى التمويل المالي للمشاريع.

#### ب- الاستثمار المحفظي:

يتجلى في قيام مستثمر أجنبي باقتناء أسهم أو سندات لشركة محلية، بنسبة لا تتيح له التدخل في عملية إدارة الشركة، إذ يكتفي المستثمر في هذه الحالة بعوائد الأرباح في حالة الأسهم، أو سعر الفائدة في حالة اقتناء السندات. غالبا ما يسعى المستثمرون إلى تشكيل محافظ استثمارية متكاملة تجمع بين العوائد الثابتة (السندات) و كذا المتغيرة (الأسهم)، و يمكن أن تتوزع المحفظة المالية على أكثر من سوق مالي في نفس الوقت بهدف تنويع الفرص و توزيع المخاطر. تعتبر كفاءة السوق المالي و تنوع الأدوات المالية المتاحة أحد أهم العوامل المساعدة على استقطاب التمويل الدولي الخاص على شكل استثمار محفظي، خاصة في ظل العولمة المالية و انفتاح الأسواق على بعضها البعض.

#### ت- حركة الأموال الساخنة:

يقصد بها تلك الأموال التي تعبر الحدود السياسية للدول باحثة عن تعظيم العوائد و التحوط ضد المخاطر إذ تتميز بسرعة دخولها و خروجها من أي سوق بسبب المفاضلة بين العوائد التي يتيحها كل سوق، إذ تعتبر أسعار الفائدة بين مختلف الاقتصاديات أهم العوامل الجاذبة لرؤوس الأموال الساخنة على شكل إيداعات مصرفية أو اقتناء سندات، كما أنها قد تتحرك بهدف المضاربة أو التحكيم في أسواق الصرف بهدف الاستفادة من الفروق الطفيفة بين أسعار صرف عملات الدول. لا تعتبر مصدر تمويلي موثوق فيه نظرا لتداعياتها الخطيرة و سرعة حركتها، إذ يمكن أن تتدفق بكميات كبيرة إلى اقتصاد ما، لكن بمجرد حدوث تغير ما في السياسة النقدية أو المالية للدولة أو حتى لمجرد الإشاعات يمكن أن تخرج بسرعة فائقة خاصة في ظل التكنولوجيا متاحة إلى مناطق أكثر استقرار و أعلى من ناحية العائد، و هو الأمر الذي من شأنه أن يخلف تداعيات خطيرة على الدولة المعنية، و تعتبر هذه التدفقات مسؤولة بصفة كبيرة عن الأزمة التي ضربت اقتصاديات جنوب شرق آسيا خلال أزمة 1997.

## ث- القروض الخارجية:

و هي القروض التي تتيحها الوساطة المالية المتمثلة في البنوك بمختلف أشكالها، صناديق الاستثمار... يعتبر القطاع الخاص في هذه الحالة هو الجهة المانحة للقروض بغض النظر عن الطرف المتلقي سواء كان حكومة أو جهة خاصة. يمكن أن تتنوع طبيعة القروض الخاصة على المستوى الدولي من ناحية الأجل إلى قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل، غير أنها تبقى في معظمها قروضا تجارية بهدف ربحي و لا تتميز بالشروط الميسرة كتخفيض أسعار الفائدة أو إعطاء فترة السماح التي يمكن أن تتواجد في حالة القروض الثنائية بين الدول أو في حالة القروض متعددة الأطراف.

يعتبر هذا النوع من القروض النواة الأولى التي فجرت أزمة المديونية الخارجية التي عرفت دول العالم الثالث خلال مرحلة الثمانينات و التي كانت شرارتها إعلان المكسيك عام 1982 تأجيل دفع مستحققاتها الخارجية بسبب العجز عن التقيد بأجل الدفع عند حلول آجال الاستحقاق. و قد عرفت فترة السبعينات توسعا كبيرا في منح القروض البنكية طويلة الأجل من طرف القطاع الخاص لصالح دول العالم الثالث من أجل تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية لديها، مستفيدا في ذلك من الدولارات التي تم تدويرها من طرف دول الخليج في أعقاب الطفرة النفطية الأولى بين عامي 1973-1974.

بلغ متوسط صافي تدفقات رأس المال الخاص إلى الاقتصاديات النامية أكثر من 30 مليار دولار في السنة خلال الفترة 1977-1982، وترتبط تدفقات رأس المال ارتباطا وثيقا "بإعادة تدوير" إيرادات النفط<sup>1</sup>. عقب أزمة المديونية الخارجية انحسرت القروض طويلة الأجل لتحل محلها القروض قصيرة الأجل خاصة خلال مرحلة التسعينات نظرا لقلة خطورتها و عائداتها المرتفعة لصالح الجهة المانحة. يعرف هذا النوع باسم "التسهيلات المصرفية" و هي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تمنحها المصارف التجارية الأجنبية خاصة للبلدان النامية بغرض تمويل العجز المؤقت في حصيللة النقد الأجنبي على مستوى ميزان المدفوعات، و تتراوح آجال استحقاق هذه القروض بين ستة أشهر و سنة.

## ج- تمويل و ضمان الصادرات (القروض التصديرية):

يتطلب التصدير كنشاط قدرا من الأموال لتمويل مرحلتيه الأساسيتين، الأولى ترتبط بإعداد و تجهيز السلعة المصدرة حتى وصولها إلى موانئ الشحن، و تسمى بمرحلة ما قبل الشحن و المرحلة الثانية ترتبط بتمويل قيمة صفقة التصدير أو منح تسهيلات معينة للمستوردين، و تسمى هذه المرحلة بمرحلة ما بعد الشحن.

<sup>1</sup> - Hendrik Van den berg. International finance and open-economy macroeconomics. World Scientific publishing. 2<sup>nd</sup> Edition. Singapore. 2016. P : 457.

يمكن تعريف برنامج تمويل و ضمان الصادرات على أنها مجموعة من التسهيلات التي تقدم الضمان اللازم ضد مخاطر التصدير و توفير الآليات المصرفية لتقديم التمويل المناسب للصفقات التصديرية و هكذا فإن تمويل الصادرات و ضمانها ينطوي على توفير هيئة تضمن و آلية توفر التمويل.

كما تتولى هيئات ضمان الصادرات الرسمية في هذه الحالة تقديم الضمان للصادرات، سواء كان ذلك للمستوردين الأجانب أو المصدرين المحليين، و قد تتولى مؤسسة عامة تخصصت في مجال تشجيع الصادرات و تقديم التمويل اللازم للصادرات و بشروط أكثر يسرا من تلك الشروط التي تقدم المصارف التجارية الائتمان على أساسها.

تأخذ القروض التصديرية عدة أشكال يمكن حصرها في: ائتمان (قروض) المستوردين، ائتمان المصدرين، كما يلي:<sup>1</sup>

#### ○ ائتمان المستوردين (المشتريين):

هو عبارة عن تمويل و ضمان صفقة تصدير تقوم على أساس عقد بين المستورد و مؤسسة ممولة غالبا ما تكون بنكا تجاريا مقيما ببلد المصدر و ذلك بهدف تشجيع الصادرات، إذ يتمكن المستورد بموجب هذا العقد من سداد فاتورة وارداته عند إتمام الصفقة، و يقبل المستورد بموجب العقد سداد القرض في آجال محددة و وفق الشروط المتفق عليها في العقد.

بالموازاة مع ذلك يتم إرسال العقد إلى هيئة ضمان الصادرات لمراجعته و إقراره، كما ترسل نسخة منه إلى المصدر. ليتم بعدها عقد اتفاق بين المصدر و هيئة ضمان الصادرات يتحدد بموجبه عمولة ضمان يدفعها المصدر لهيئة ضمان الصادرات مقابل ضمان سداد القرض الممنوح من البنك التجاري للمستورد ليقوم بعدها المصدر باستلام أمواله مباشرة من البنك الممول.

#### ○ ائتمان المصدرين (الموردين):

في هذه الحالة تقوم علاقة مباشرة بين المصدر و البنك الممول لصفقة التصدير، و بعد انقضاء أجل التسديد المتفق عليه بين المصدر و المستورد، يقوم هذا الأخير (المستورد) بسداد قيمة القرض زائد تكلفته. أي أن المصدر هو من يتدبر أمر تمويل الصفقة فيما يقوم المستورد بسداد ثمنها مضافا إليها تكلفة التمويل بعد انقضاء أجل يتم الاتفاق عليه مسبقا بين الأطراف الثلاثة.

بالموازاة مع ذلك تقوم هيئة ضمان الصادرات بإرسال خطاب ضمان إلى البنك الممول تضمن بموجبه للبنك استلام مستحقاته في آجالها، و ذلك مقابل توقيع عقد ضمان ضد المخاطر التجارية و غير التجارية مع المصدر، إذ يقوم هذا الأخير بموجب هذا العقد بدفع عمولة للهيئة التي أخذت على عاتقها ضمان سداد القرض.

<sup>1</sup> - أنظر:

هزاع مفلح. مرجع سابق. ص ص: 126 - 206.

كما يمكن أن يكون التمويل من المصدر مباشرة، و في هذه الحالة فإن قروض التصدير عبارة عن ائتمان مضمون من حكومات الدول المقرضة، تمنح الشركات المنتجة والمصدرة في دولة ما للمستوردين في دولة أخرى وتستخدم حصيلة هذا القرض في شراء سلع وخدمات من الشركات المانحة للائتمان.

### ثالثاً- أنواع التمويل الدولي (تقسيمات الحركة الدولية لرأس المال):

يمكن تقسيم الحركة الدولية لرؤوس الأموال بحسب معيار التقسيم المعتمد، إذ تختلف طبيعة التمويل الدولي، بحسب الجهة المقرضة، الأجل، طبيعة القرض...

يعتبر معيار الجهة المقرضة أحد أهم معايير التقسيم إذ نجد حركة رؤوس الأموال الرسمية مقابل التمويل الدولي الخاص، كما يمكن اعتماد معيار الأجل بحيث نجد قروض قصيرة و متوسطة الأجل مقابل القروض الاستثمارية طويلة الأجل، كما يمكن اعتماد معيار طبيعة القروض إذ نجد قروض تجارية ربحية بالدرجة الأولى و أخرى إنمائية كالقروض السهلة، الهبات...

#### 1- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار الجهة المقرضة:

يعتمد تقسيم التمويل الدولي بحسب هذا المعيار على الجهة المقرضة، فإذا كانت جهة خاصة كبنك تجاري مؤسسة مالية، صناديق ادخار، مستثمرين... فنقول أنه تمويل دولي خاص مهما كانت الجهة المقرضة حتى لو كانت حكومة، أما إذا كانت الجهة المقرضة هيئة عامة أو حكومة أو منظمة دولية أو إقليمية فنقول أنه تمويل دولي رسمي أو حكومي مهما كانت الجهة المستفيدة من القرض. و ذلك كما يلي:

#### أ- التحركات الخاصة لرأس المال:

انقسمت التحركات الدولية لرؤوس الأموال في إطار التمويل الدولي بصفة عامة إلى تحركات رسمية و تحركات خاصة. يقصد بالتحركات الخاصة لرأس المال تلك القروض الممنوحة من جهات خاصة (أفراد و مؤسسات) إلى حكومات الدول الأجنبية أو المؤسسات العامة أو الخاصة فيها، و يأخذ هذا النوع من التحركات أشكالاً عديدة منها:<sup>1</sup>

- تسهيلات الموردين.
- تسهيلات أو قروض مصرفية.
- طرح سندات في الأسواق الدولية.
- الاستثمار الأجنبي المباشر و استثمار المحفظة.
- حركة الأموال الساخنة الباحثة عن التفاوت في العائد بين الأسواق الدولية.

1 - أنظر:

- مفتاح الصالح. المالية الدولية. مطبوعة جامعية. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2005-2006. ص: 3.

تتحرك رؤوس الأموال الخاصة إجمالاً بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن، و قد ينطوي هذا الهدف على الرغبة في زيادة الصادرات كما في حالة تسهيلات الموردين، أو على الرغبة في زيادة الأرباح كما في حالة القروض المصرفية و السندات الدولية و الأموال الساخنة و كذا الاستثمارات الأجنبية المباشرة و المحفظية.

#### ب- التحركات الرسمية لرأس المال:

يقصد بالتحركات الرسمية لرؤوس الأموال تلك القروض التي تعقد بين حكومات الدول المقرضة و حكومات الدول المقترضة، أو إحدى هيئاتها العامة أو الخاصة (الضومين الخاص، الصناديق السيادية). كما يدخل في إطار التحركات الرسمية، تلك القروض التي تعقد بين الحكومات المقترضة و المنظمات الدولية و الإقليمية متعددة الأطراف، و على ذلك فإن التحركات الرسمية تأخذ أشكالاً مختلفة هي الأخرى منها:<sup>1</sup>

- قروض حكومية ثنائية.
- قروض دولية متعددة الأطراف.
- قروض إقليمية متعددة الأطراف.

ترتبط التحركات الرسمية لرؤوس الأموال إلى حد كبير بالعوامل السياسية ، حيث ترى الدولة المانحة ضرورة تحقيق أهداف سياسية معينة في المناطق التي توجه قروضا إليها. كما أنها تستهدف الأرباح خاصة إذا ما كانت مشروطة بصرف هذه القروض على صادرات الدولة المانحة للقرض، أو إعطاء امتيازات لشركاتها الوطنية إذا كان المقصود من القروض هو تمويل استثمارات و مشاريع بالنسبة للدولة المقترضة.

#### 2- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار الآجال:

##### أ- قروض قصيرة و متوسطة الأجل:

يقصد بها تلك القروض التي تمتد من بضعة أيام إلى غاية سنتين بالنسبة للقروض قصيرة الأجل (كما أن هناك بعض التصنيفات التي تحددها بأقل من سنة واحدة)، و تلك التي تمتد من سنتين إلى غاية خمسة سنوات بالنسبة للقروض متوسطة الأجل، و تأخذ عدة أشكال أهمها أدونات الخزينة التي تصدرها الحكومات لتغطية العجز المؤقت في موازنتها العامة كتلك التي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية و تكون بأجل قصيرة تمتد من بضعة أيام إلى عدة شهور و تطرح للتداول في السوق الدولي، إذ يتم الاكتتاب فيها من طرف الأطراف الدولية (صناديق سيادية، بنوك مركزية، بنوك تجارية، مستثمرين...)، أو كتلك التي يتم من خلالها تمويل عمليات العمليات التجارية كتمويل التجارة الخارجية، أو تمويل دورات الاستغلال لدى الشركات الإنتاجية الدولية التي تحتاج إلى التمويل قصير الأجل لتمويل دورات الاستغلال لديها.

- مأمون علي الناصر و آخرون. مرجع سابق. ص: 21.

**ب- قروض طويلة الأجل:**

تتمثل القروض طويلة الأجل في القروض التي تزيد مدتها عن الخمس سنوات و الغرض منها هو تمويل المشاريع الاستثمارية العامة و الخاصة، توفير التغطية المالية لبرامج التنمية الضخمة التي تتبناها الحكومات و غيرها... تأخذ القروض الاستثمارية عدة أشكال، فقد تكون عبارة عن سندات خاصة تصدرها الشركات بهدف توسعة نشاطاتها الاستثمارية أو فتح فروع جديدة لها و تطرحها للاكتتاب في الأسواق الدولية بحيث تأخذ بعدا دوليا، كما أنها قد تكون سندات تطرحها حكومات الدول لتمويل برامجها التنموية كما يمكن أن تكون قروض بنكية طويلة الأجل...

**3- الحركة الدولية لرأس المال بحسب معيار طبيعة القروض:****أ- القروض التجارية الربحية:**

هي تلك القروض أو عمليات التمويل التي تهدف إلى الربح بالدرجة الأولى، فالعائد على منح هذه القروض أو توظيف الفائض يعتبر العامل الرئيسي في إيجاد هذا النوع من التمويل، إذ تهتم القروض الخاصة بالمرودية أثناء عمليات التمويل كأسعار الفائدة، هامش الأرباح بالنسبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، الأمان و الابتعاد عن المخاطرة... و هو ما يتجلى بدرجة كبيرة في التدفقات الخاصة سواء كانت قروضا أو استثمارات مباشرة أو محفظة، خاصة ما تعلق بالأموال الساخنة التي تتحرك بدافع تحقيق الأرباح و البحث عن الفوارق في أسعار الفائدة و ليس بدافع تمويل النشاط الاقتصادي و إتاحة رأس المال لأصحاب العجز.

**ب- القروض الميسرة:**

القروض الميسرة هي تلك القروض لا تهدف إلى الربح بالدرجة الأولى و إنما تهدف إلى دعم المشاريع التنموية لدى الدولة المدينة كمنحها قروض بشروط ميسرة (أسعار فائدة تفضيلية مع تمديد آجال التسديد) أو مساعدة دولة ما على تجاوز أزمة اقتصادية أو تداعيات كارثة طبيعية... غالبا ما تتأتى هذه القروض من الدول أو من الهيئات الدولية و الإقليمية بهدف دعم أعضائها على تحقيق التنمية الاقتصادية لديها. رغم أن القروض الرسمية التي تمنحها الدول تتميز بهذا النوع من الخصائص إلا أنها لا تكون خالية من أهداف أخرى غالبا ما تكون سياسية أو أيديولوجية.

**رابعا- تطور التمويل الدولي:**

عرفت الحقبة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية ظهور التمويل الدولي كظاهرة عالمية ساهمت في إعادة بناء الاقتصاديات التي دمرتها الحرب، و كذا تمويل الدول المستقلة حديثا و التي أعقبت حركات التحرر في العالم مطلع الخمسينات و الستينات و التي انتقلت من معركة التحرير إلى معركة البناء و التنمية الشاملة. إن التمويل الدولي كمارسة بين الدول كان سائدا حتى قبل الحرب العالمية الثانية على شكل

قروض ثنائية بين الدول خاصة أثناء الحروب أو على شكل قروض بنكية لتمويل التجارة الخارجية و غيرها، غير أنه لم يكن بالمستوى الذي ساد بعد الحرب العالمية الثانية. يمكن تقسيم أهم المراحل التي عرفها التمويل الدولي كما يلي:

### 1- مرحلة ما قبل الحرب العالمية الثانية:

تميزت الفترة السابقة للحرب العالمية الثانية خاصة فترة ما بين الحربين العالميتين بانكماش حجم التبادلات التجارية بين الدول الكبرى بفعل الحرب التجارية التي استعملت فيها مختلف الأدوات الحمائية في إطار ما عرف آنذاك بسياسة إفقار الجار، و قد تزامن ذلك مع فوقي نقدية و مالية ميزت النظام النقدي الدولي تميزت أهم معالمها في التخفيض التنافسي للعملة.

على مستوى القوة الاقتصادية عرفت هذه المرحلة أقول نجم بريطانيا العظمى لتحل محلها الولايات المتحدة الأمريكية كصاحبة أكبر احتياطي ذهبي عالمي، و أكبر دولة دائنة للعالم آنذاك مع بنية تحتية سليمة لم تتأثر جراء الحرب العالمية الأولى، و بذلك تهيأت الظروف ليحل الدولار الأمريكي محل الجنيه الإسترليني و هو ما تجلى لاحقاً في تفوق المشروع الأمريكي ل "هاري وايت" على حساب المشروع البريطاني ل "جون مينارد كينز" في مباحثات "بريتن وودز".

عرفت هذه الحقبة إطلاق أقدم مؤسسة مالية دولية و المتمثلة في "بنك التسويات الدولية" عام 1930 بهدف الإشراف على مساعدة ألمانيا على الوفاء بالتزاماتها المالية المتعلقة بتعويضات الحرب العالمية الأولى لصالح الدول المنتصرة في الحرب و هي فرنسا و بريطانيا التي تم إقرارها في معاهدة فرساي. على مستوى التمويل الدولي عرفت هذه الحقبة استحواذ التمويل الرسمي على الحركة الدولية لرأس المال متمثلة في القروض الحكومية خاصة تلك التي قدمتها الولايات المتحدة الأمريكية للدول الحليفة أثناء الحرب العالمية الأولى، و بذلك اعتبرت أمريكا مصدراً لتمويل باقي دول العالم آنذاك.

لقد ساهمت أزمة الكساد الكبير و الانهيار الحاد الذي عرفته أسواق رأس المال في كبرى الأسواق آنذاك إلى انكماش حجم الإقراض الخاص التي كان أصلاً محدوداً.

### 2- مرحلة ما بعد الحرب العالمية الثانية:

تعتبر المؤسسات الدولية المنبثقة عن مؤتمر "بريتن وودز" إيذاناً بإطلاق مرحلة جديدة عرف التمويل الدولي من خلالها تزايداً كمياً و نوعياً خاصة بعد "مشروع مارشال" الأمريكي الذي تعهدت بموجبه الولايات المتحدة الأمريكية بإعادة بناء الاقتصاديات التي دمرتها الحرب في أوروبا و اليابان من خلال مساعدات مالية و مادية تعدت قيمتها الإجمالية 13 مليار دولار بحلول عام 1953.

أهم ما ميز التمويل الدولي خلال فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية هو تنوعه بين التمويل الرسمي و الخاص، الثنائي و متعدد الأطراف، الإقليمي و الدولي... و قد ظهرت في تلك الفترة مؤسسة التمويل الدولية عام 1956 كمؤسسة تابعة للبنك الدولي و مهمتها تشجيع استثمارات القطاع الخاص في الدول

النامية عن طريق منح القروض، المؤسسة الدولية للتنمية سنة 1960 كفرع آخر تابع للبنك الدولي مهمته تقديم القروض طويلة الأجل تتراوح ما بين 25 و 40 سنة للدول الأكثر فقرا و بشروط ميسرة، كما تم ظهور العديد من المنظمات الإقليمية و بنوك التنمية التي عملت في مجال منح القروض متعددة الأطراف. و لعل الخاصية الأبرز لهذه المرحلة هو تطور التمويل الدولي الخاص بشكل متزايد و مطرد خاصة مع توسع البنوك و فتح فروعها بالخارج، الاستثمار المحفظي مطلع السبعينات، تعويم العملات...

مع حلول عقد الخمسينات تطورت عمليات التمويل الدولي لتتسع أكثر خلال العقود اللاحقة و أصبحت البنوك الدولية هي الظاهرة المهيمنة على العالم في عقد السبعينات و ما تلا ذلك، فقد زادت حركة الأموال على المستوى الدولي و ارتفع حجم القروض الدولية إلى مستويات لم يعرفها العالم قبل ذلك. تعتبر هذه الحالة نتيجة لشح السيولة الدولية التي عرفها العالم و المعروفة في الأدبيات الاقتصادية ب "معضلة تريفن"، إذ أن حجم التبادلات التجارية بات يزيد بمعدلات تفوق حجم السيولة الدولية المتوفرة و التي كانت تركز على الدولار الأمريكي فقط كعملة دولية مربوطة بالذهب، و قد ترافق ذلك مع فتح البنوك الأمريكية فروعها بأوروبا من أجل تلبية الطلب المتزايد على الدولار الأمريكي لتسوية المعاملات و الذي بات يعرف آنذاك ب "سوق الأورو دولار".

في مقابل ذلك وجدت الدول المتحررة حديثا و التي لا تملك موارد مالية كافية نفسها مضطرة للتمويل الخارجي من أجل إطلاق مسار التنمية الشاملة لديها و هو ما ساهم في خلق اتجاه أحادي الجانب لرأس المال الدولي بين من دول الشمال الغنية باتجاه دول الجنوب الفقيرة. كما كان لسياسة إعادة تدوير الدولار الأمريكي التي تبنتها دول الخليج عقب الطفرة النفطية الأولى عام 1973 كبير الأثر في دعم هذه الظاهرة و ذلك عن طريق إيداع فوائضها المالية بأسعار فائدة متدنية لدى الولايات المتحدة الأمريكية و باقي الدول الأوروبية، و تقوم هذه الأخيرة بإعادة تدوير هذه الفوائض، أي إعادة إقراضها بأسعار فائدة مرتفعة لدول الجنوب مما يزيد من تكلفة خدمات الدين الخارجي، الأمر الذي أدى إلى عجز العديد من دول العالم المدينة عن السداد بحلول عقد الثمانينات.

لقد عرف العالم آنذاك أشكالا جديدة للتدفقات الدولية صاحبت عمليات الإقراض الدولي، إذ تمثلت في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و المحفظي، فخلال مرحلة السبعينات بدأ تصدير الصناعات الملوثة و التكنولوجيا القديمة من دول المركز المتقدمة إلى دول المحيط المتخلفة و النامية آنذاك على شكل استثمارات أجنبية مباشرة، لتحل محلها صناعات متجددة و تكنولوجيا نظيفة في الدول المتقدمة.

كما كان لانتهاء قاعدة بريتن وودز و تحرير أسواق الصرف عام 1973 و ما نجم عنه من تعويم العملات الرئيسية دور كبير في انفتاح الأسواق و تخفيف القيود الذي صاحب انتعاش النظرية الليبرالية المطالبة بتخفيف تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، الأمر الذي نجم عنه المزيد من التدفقات المالية بين الدول على شكل استثمارات محفظية بين أسواق رأس المال بشكل تدريجي.

## 3- مرحلة ما بعد التسعينات (العولمة المالية):

تعتبر العولمة المالية ظاهرة أملتتها التطورات الاقتصادية الحديثة بهدف تفعيل النشاط المالي و ضمان أفضل تخصيص لرؤوس الأموال و حرية الانتقال بين مختلف المناطق و قطاعات النشاط عبر كل نقاط المعمورة باعتبارها سوقا واحدة تنتفي فيها كل أشكال القيود الجغرافية و التنظيمية، على أمل تحصيل الأرباح من سوق تتجاوز الحدود الوطنية مترافقة مع تدنية مستويات الخطر . أدى النمو الهائل و المطرد لتكنولوجيا الإعلام و الاتصال و تطور استخدام أجهزة الكمبيوتر و ازدياد استخدام الانترنت إلى ربط أغلب الأسواق العالمية مع بعضها فاسحة بذلك المجال إلى مزيد من تعمق عولمة الأسواق المالية و تسهيل الحركة الدولية لرأس المال، إذ توفر هذه التكنولوجيا المتقدمة تدفق آني و مستمر للمعلومات بما يسمح بتقييم أوضاع الأسواق و دراسة الفرص و رصد المخاطر و تحليلها و توقع الاتجاهات المستقبلية حتى تتمكن من إدارتها. و لضمان توفير هذه الخدمة فقد تم بناء شبكات الكترونية واسعة تسمح بالربط الآلي بين الأسواق ففي الولايات المتحدة الأمريكية نجد شبكة NASDAQ و في بريطانيا نظام SEAQ و تتيح هذه الخدمات بيانات كافية عن مختلف الأسواق الأخرى بصورة آنية ، بما يضمن انسجام و توازن الأسواق العالمية ، و توفر للمتعاملين إمكانية إتمام صفقات على مدار اليوم.

لا يختلف اثنان عن مقدار تأثير العولمة على نظام التمويل في مختلف الاقتصاديات إذ اتجهت كلها- سواء تعلق الأمر بالاقتصاديات المتقدمة أو النامية - إلى الاعتماد على السوق المالي لتجميع المتطلبات التمويلية للشركات أو للحكومات ، مضافا عليها درجة عالية من التطور و الكفاءة بالنظر إلى حجم التعامل و عمقها، و مستوى تقنياتها العالية ، و في إطار حرية انتقال رؤوس الأموال أخذ السوق المالي اتجاها نحو العالمية بفضل تكاملية الأسواق المالية المتقدمة و تنامي الروابط بينها، إذ سمحت بتوفير أفضل السبل أمام المدخرين لتوظيف فوائدهم و للمستثمرين لتلبية احتياجاتهم على نطاق السوق العالمية. فعندما يكون مستثمر ما بحاجة إلى التمويل فإنه سيفاضل بين اللجوء إلى السوق المحلي أو السوق الأجنبي بما يتوافق مع طبيعة التمويل المراد من حيث التكلفة، الأجل...

فقد تم إلغاء الكثير من الحواجز و القيود التي تفصل بين الأسواق المالية المحلية و الدولية و فسخ المجال أمام المتعاملين الأجانب للتعامل في الأوراق المالية في البورصات المحلية، و تحرير تداول الأوراق المالية المقومة بعملات أجنبية في الأسواق المالية المحلية، و كان لهذا التحرير واسع الأثر في مسار اندماج الأسواق المالية العالمية<sup>1</sup>.

1 - أنظر:

- كمال كبوط. عبد الرزاق بن الزاوي. أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية. مداخلة مقدمة في إطار فعاليات الملتقى الدولي بعنوان: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات. جامعة محمد خيضر بسكرة. 21- 22 نوفمبر 2006. ص: 4-7.

خلال ثلاثين سنة الممتدة من مطلع الثمانينات إلى غاية 2010 نمت الأسواق الدولية بمعدلات فاقت نظيرتها الخاصة بأسواق السلع و الخدمات، فقد بلغ حجم المبيعات في أسواق النقد الأجنبي نحو 70 مرة حجم التجارة العالمية في السلع، و في أكبر الاقتصاديات الصناعية الدولية حققت المعاملات المالية الدولية في السندات و الأسهم زيادة كبيرة، فقد نمت من 15 % من الناتج المحلي الإجمالي الكلي إلى نحو 600 % من إجمالي الناتج خلال الفترة الزمنية المشار إليها<sup>1</sup>.

كثيرا ما توصف حركات رأس المال الكبيرة بين البلدان بأنها ظاهرة حديثة ، وهي جزء من "العولمة" التي لم يسبق لها مثيل. وتشير البيانات إلى أن الحجم اليومي لأسواق العملات الأجنبية في المتوسط أكثر من 3 تريليون في اليوم الواحد يدعم وجهة النظر القائلة بأن المزيد من الأموال تتحرك بين البلدان أكثر من أي وقت مضى. صحيح أن الاستثمارات الدولية قد نمت بشكل كبير في السنوات الأخيرة، لكن مثل هذا الانطباع سيكون غير دقيق إذا علمنا أنه بالعودة إلى التاريخ لا تبدو تدفقات الاستثمار الدولية اليوم استثنائية للغاية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، فقد كان الاستثمار الدولي أكبر في نهاية القرن التاسع عشر مما هو عليه اليوم في معظم البلدان<sup>2</sup>.

إن أهم ما بات يميز التمويل الدولي خلال هذه المرحلة هو ظاهرة الاقتصاد الرمزي الذي باتت فيه الدائرة المالية للاقتصاد العالمي تفوق بكثير الدائرة الحقيقية و ذلك بفضل تحرير حركة رأس المال على المستوى الدولي التي أدت إلى الاندماج و التكامل المتزايد بين الأسواق العالمية، و كذا تداخل الأسواق مع بعضها البعض فنجد مثلا أن السوق المالي بات مرتبطا بسوق الصرف الأجنبي، و كل ذلك من أجل تنويع المحفظة الاستثمارية و البحث عن مزيد من الخدمات المالية و التحوط ضد المخاطر المحتملة.

#### 4- مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2008:

تغير مشهد التمويل العالمي كثيرا بعد مرور عقد من الزمن على الأزمة المالية العالمية. فقد انخفض إجمالي التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود (الاستثمار الأجنبي المباشر، والمشتريات من السندات وحصص الملكية، الإقراض والاستثمارات الأخرى) انخفاضاً كبيراً منذ حقبة ما قبل الأزمة، وعادت مقابل إجمالي الناتج المحلي العالمي إلى مستويات أواخر التسعينات. و في حين تقلصت جميع أنواع التدفقات الرأسمالية، فإن الإقراض عبر الحدود يشكل أكثر من نصف إجمالي الانخفاض. و تعكس هذه الظاهرة تراجعاً عن ممارسة الأعمال في الخارج وتحولاً بعيداً عن تمويل تجارة الجملة عبر الحدود من جانب كبرى البنوك الأوروبية وبعض البنوك الأمريكية.

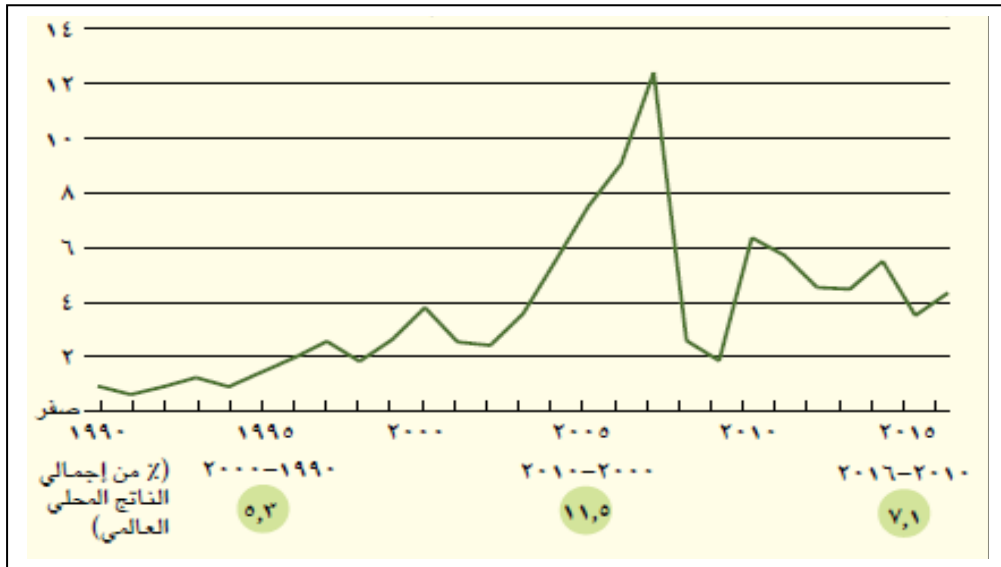
- جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. اقتصاديات النقود و التمويل الدولي. ترجمة: محمود حسن حسني. دار المريخ للنشر و التوزيع. الرياض. المملكة العربية السعودية. 2010. ص: 58.

<sup>2</sup> - Hendrik Van den berg. Op. Cit. P : 447

أنت الأزمة المالية العالمية التي اندلعت شرارتها عام 2007 ثم انتشرت بحلول عام 2008 لتكشف هشاشة النظام المالي القائم على الفقاعة المالية و انفصال الاقتصاد المالي على الاقتصاد الحقيقي العيني، و تجلت خطورة الحركة السريعة لرأس المال قصير الأجل و الأموال الساخنة، خاصة بعد الانهيارات المالية التي عرفتها معظم أسواق العالم بفعل الأدوات المالية المسمومة المرتبطة بالابتكارات المالية شديدة الخطورة. أدت تداعيات الأزمة العالمية إلى التفكير جدياً في إرساء دعائم أقوى من أجل تثبيت أركان النظام المالي فبدأت الضوابط المالية تظهر من جديد على شكل قوانين و لوائح و ضرائب من أجل التلطيف من حدة حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي و تفادي المخاطر التي ترتبت عن الحرية المطلقة. تزامن هذا مع طبيعة السلوك الحذر الذي تبناه المدخرون و المستثمرون و كذا المضاربون و مختلف المتعاملين الماليين عقب الأزمة من أجل تجنب سيناريو الانهيار و الخسائر الكبيرة، فبدأت حركة رأس المال تتسم بشيء من العقلانية و عدم المبالغة في المغامرة كما كان سائداً خلال السنوات التي سبقت الأزمة.

فرضت هذه المعطيات منطقتها على هيكل حركة رأس المال الدولي، لتتقلص حركة رأس المال قصير الأجل بعد الأزمة و تتزايد في المقابل الاستثمارات الأجنبية سواء في حصص الملكية أو في السندات الأجنبية، إذ عرف الاستثمار الأجنبي انتعاشاً في العشرة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية نظراً للطبيعة المستقرة لهذا النوع من التدفقات المالية، خاصة ما تعلق بالاستثمار الأجنبي المباشر.

الشكل رقم (01): تطور التدفقات الرأسمالية عبر الحدود خلال الفترة 1990-2016 (الوحدة: ترليون دولار):



المصدر: سوزان لوند وفيليب هارلي. بداية جديدة للتمويل العالمي. مجلة التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي. المجلد 54. العدد 4. ديسمبر 2017. ص: 43.

على الصعيد العالمي، يمتلك المستثمرون الأجانب 27 % من حصص الملكية حول العالم مقارنة بنسبة 17 % في عام 2000. وفي أسواق السندات العالمية، كان المستثمرون الأجانب يمتلكون 31 % من السندات في عام 2016 بالمقارنة مع 18 % في عام 2000.

تغير مزيج التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود بشكل كبير وبطرق ينبغي أن تؤدي إلى الاستقرار. فمذ الأزمة، شكل الاستثمار الأجنبي المباشر 54 % من التدفقات الرأسمالية العابرة للحدود مرتفعا من 26 % قبل عام 2007. ونظرا للحقائق الجديدة في تنظيم البنوك والتدقيق من جانب حاملي الأسهم، من غير المرجح أن يعود حجم الإقراض العابر للحدود إلى مستويات ما قبل الأزمة في المستقبل القريب و سيعزز هذا التحول نحو الاستثمار الأجنبي المباشر الاستقرار في التدفقات المالية العابرة للحدود. ونظرا لأن الاستثمار الأجنبي المباشر يمثل الاستراتيجيات طويلة الأجل للشركات فيما يتعلق بأثرها العالمي، فإنه يُعد أقل نوع من التدفقات الرأسمالية تقلبا.

ومشتريات الحافظة من حصص الملكية والسندات أقل تقلبا أيضا من الإقراض العابر للحدود، وشكلت هذه المشتريات أكثر من 40 % من إجمالي التدفقات الرأسمالية منذ الأزمة. في حين عرف الإقراض عبر الحدود تراجعاً، ولاسيما الإقراض قصير الأجل، هو أكثر أنواع التدفقات الرأسمالية تقلبا وينبغي أن يحظى تراجعها بالترحيب.

من المرجح أن تؤدي زيادة انتشار استخدام التكنولوجيات المالية الجديدة مثل المنصات الرقمية وسلسلة التجميع والتعلم الآلي إلى توسيع المشاركة في التمويل العابر للحدود وتسريع التدفقات الرأسمالية. وستكون هناك فرص هائلة، ولكن ستكون هناك أيضا منافسة شرسة. ولا يعرف أحد منا حتى الآن ما هي المخاطر الجديدة التي يمكن أن تنشأ نتيجة التدفقات الأسرع لرأس المال حول العالم، ولكن من المهم جدا توخي اليقظة والانتباه جيدا للتهديد القادم الذي يمكن أن يتعرض له الاستقرار<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - سوزان لوند وفيليب هارلي. بداية جديدة للتمويل العالمي. مجلة التمويل والتنمية. المجلد 54. العدد 4. ديسمبر 2017. ص ص: 42-45. (بتصرف).

## المحور الثاني- هيكل الحركة الدولية لرأس المال: الأسباب و التداعيات

### أولاً- أسباب الحركة الدولية لرأس المال:

عرفت حركة رؤوس الأموال على الصعيد الدولي تحريراً متزايداً منذ سنوات التسعينات ترتب عنه تزايد التدفقات المالية بين الدول دون عراقيل تذكر خاصة في ظل ظاهرة العولمة المالية. تتوافر أسباب عدة تؤدي إلى انتقال رؤوس الأموال خارج الحدود السياسية للدولة، و رغم أن الأسباب الأساسية تبقى اقتصادية إلا أنه يمكن إيجاد أسباب أخرى متعلقة بالجوانب السياسية و الأمنية. و فيما يلي أهم أسباب انتقال رؤوس الأموال بين الدول:

#### 1- التفاوت بين أسعار الفائدة:

إذا كان العائد المتوقع بعد تعديله حسب سعر الصرف لإحدى الأدوات المالية المماثلة أكبر في إحدى الدول بالمقارنة بدولة أخرى، و إذا لم تكن هناك قيود على تدفقات رأس المال، عندئذ سوف يقوم المدخرون بنقل أموالهم من دولة لأخرى. و يمكن أن تؤثر التدفقات الرأسمالية على أسعار الفائدة في كلى البلدين، و كذلك على سعر صرف عملة الدولتين. ففي سوق تنافسي نجد أن عرض الأموال القابلة للإقراض و الطلب عليها يحددان أسعار الفائدة<sup>1</sup>.

يعتبر سعر الفائدة المرتفع أحد العوامل الجاذبة لرأس المال إلى داخل الدولة، فكما هو معلوم كلما زاد التفاوت بين أسعار الفائدة كلما أدى ذلك إلى حركة رأس المال بحثاً عن العائد المرتفع الناجم عن الفرق بين السعيرين، إذ تؤدي أسعار الفائدة المرتفعة إلى تدفق رؤوس الأموال إلى داخل الدولة. تجدر الإشارة إلى أن سعر الفرق في سعر الفائدة يجب أن يكون معتبراً حتى يشكل حافزاً كافياً للمستثمرين و أصحاب رؤوس الأموال مقابل المخاطر المحتملة جراء توظيف أموالهم في أسواق أجنبية. تتحدد أسعار الفائدة لدى الدول بعدة عوامل على رأسها التقاء العرض بالطلب على عنصر رأس المال، فكما زادت وفرة رأس المال كلما انخفضت أسعار الفائدة، و كلما زاد الطلب على العرض كلما ارتفعت هذه الأخيرة.

تعمل الصناديق الاستثمارية و صناديق التحوط عبر العالم على الاستفادة من تفاوت أسعار الفائدة بين الأسواق الدولية، إذ تعتمد هذه الأخيرة إلى الاقتراض من اليابان أين تعرف معدلات الفائدة لديها مستويات متدنية جداً، لتعيد إقراض و إيداع هذه الأموال لدى اقتصاديات الدول الصاعدة التي تحتاج إلى مزيد من التمويل مثل تركيا، البرازيل... و هذا بأسعار فائدة مرتفعة، إذ يمثل الفرق بين السعيرين العائد الذي تحصل عليه هذه الصناديق التي تعمل على تحريك رأس المال دولياً و توفير التمويل اللازم بدافع تحقيق الربح.

<sup>1</sup> - جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. ص: 149.

## 2- التفاوت في معدلات الأرباح:

يتجلى هذا في التدفقات المالية المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، إذ تعتمد الشركات متعددة الجنسيات والتي تنشط في المجالات الإنتاجية المختلفة إلى تغطية تكاليف الإنتاج بهدف تعظيم هامش الربح، لذلك تلجأ إلى البحث عن الدول التي تتوفر بها عوامل الإنتاج الرخيصة. لم يعد الولاء قائماً لجنسية الشركة بقدر ما أصبح الولاء لمعدلات الأرباح التي يمكن أن تتيحها الدول المضيفة الأخرى.

تؤدي اليد العاملة الرخيصة و المؤهلة بالإضافة الامتيازات الأخرى كتوافر العقار و التخفيضات الضريبية و خفة الشروط البيئية إلى جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، لأن الشركات متعددة الجنسيات تعتمد إلى المقارنة بين المناخ الاستثماري للدول بهدف تخفيض تكلفة الإنتاج لديها، و منه تعمل البيئة المناسبة على تدفق رؤوس الأموال إلى الدولة المضيفة. تجدر الإشارة إلى أن التدفقات الاستثمارية المباشرة إلى دول العالم الثالث غالباً ما تكون بهدف الاستثمار في مواد الطاقة و المواد الأولية الأخرى لأنها تتميز بضعف المخاطرة و الربح السريع و المضمون تقريبا، كالعامل في قطاع المحروقات مثلاً.

## 3- عولمة الأسواق المالية :

أدت العولمة المالية إلى اندماج و تشابك العلاقات المالية بين بورصات العالم، حتى بات الحديث عن انتقال رأس المال من مركز مالي إلى مركز مالي آخر بدل الحديث عن انتقاله من دولة إلى أخرى، و يأتي ذلك كنتيجة حتمية إلى تراجع الدور الرقابي و تخفيف القيود الحكومية على حركية و انتقال رأس المال المصاحب للعولمة المالية. لقد ساعد هذا الواقع على تسهيل انتقالات رؤوس الأموال من دولة إلى أخرى بسهولة، إذ بات بالإمكان أن تعبر الملايين من الدولارات المحيط الأطلسي من أمريكا إلى أوروبا أو المحيط الهادئ إلى أسواق آسيا بمجرد إعطاء أمر بواسطة جهاز الكمبيوتر.

في هذا الإطار لم تعد الحكومات تسيطر على عملية تدفق رأس المال، حيث تراجعت سلطتها في هذا المجال مقابل اتساع سلطة المستثمرين بشكل عزز من دور المالية الدولية الخاصة بطريقة لم يسبق لها مثيل، إذ لم يعد انتقال رأس المال من دولة إلى أخرى خاضع لأي منطقتي فرضه الحكومات في الاتجاهين (دخول و خروج الأموال)، بل يقوم على أساس التوجهات الخاصة بالمستثمرين و أصحاب رؤوس الأموال الذين يختارون أماكن و كيفية استثماراتهم بما تمليه ظروف المخاطرة و العائد المتوقع.

ترافق إلغاء الطابع التنظيمي لحركة رأس المال بظاهرة مالية أخرى تتمثل في إلغاء الحدود بين الأسواق و وفقاً لهذه الظاهرة تلاشت الحدود بين الأسواق المالية و النقدية و كذا سوق الصرف الأجنبي سواء داخل البلد الواحد أو حتى على المستوى الدولي. و عليه أصبح انتقال المستثمرين من سوق إلى أخرى يتم بسهولة بناء على العوائد المتاحة في كل سوق.

إن إلغاء الحدود بين الأسواق داخلياً و كذا انفتاح الأسواق الوطنية على نظيراتها الخارجية ساعد على تكوين سوق مالية عالمية مندمجة تتحرك بداخلها رؤوس الأموال دون مراعاة لجغرافيا الأموال أو جنسيتها.

**4- الابتكارات المالية المتجددة:**

تزامن ظهور أدوات الهندسة المالية الحديثة مع انفتاح الأسواق المالية و إلغاء الدور التنظيمي و الرقابي لحكومات الدول على هذه الأخيرة. تعتبر الابتكارات المالية أدوات ناقلة لرأس المال بين كبرى المراكز المالية في العالم و كذا بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، إذ بدت هذه الابتكارات و كأنها تلبية للاحتياجات المتزايدة للمتعاملين في الأسواق المالية العالمية، كالبحت عن مصادر تمويل بديلة، التأمين ضد المخاطر تعظيم العائد، تسريع الأرباح...

تتنوع و تتعدد الأدوات المالية المعمول بها حاليا، فالتوريق مثلا يعتبر أداة مالية مستحدثة من أجل إعادة تمويل الهيئات المقرضة خاصة في المجال العقاري، الأمر الذي أحدث ثورة في المجال العقاري لدى الدول المتقدمة إذ بات الأفراد من مختلف دول العالم يقومون بتمويل القطاع العقاري في الولايات المتحدة مما أدى إلى اندلاع أزمة الرهن العقاري... كما أن الأسواق الآجلة، العقود المستقبلية و الخيارات، مبادلة العملات... كلها تعتبر ابتكارات مالية من أجل تغطية المخاطر و التحوط و المضاربة... ساهمت في التأثير على سلوك الفاعلين في هذا المجال و منه أثرت في حركة رأس المال على المستوى الدولي.

تساهم الابتكارات المالية كذلك في تسارع و تزايد حركة الأموال الساخنة، تلك الأموال التي تتحرك بسرعة عابرة الحدود السياسية للدول، و قد تتعدد أسباب هذا الانتقال السريع ما بين تجنب المخاطر المتوقعة أو البحث عن العائد المرتفع، المضاربة، التحكيم، تجنب تداعيات تخفيض قيمة العملة المحلية الاستفادة من توقعات ارتفاع عملة أجنبية...

ساعدت الابتكارات المالية على تعزيز الروابط بين كبرى المراكز المالية في دول العالم المختلفة متيحة بذلك فرصة لتعظيم العوائد و تنويع الاستثمارات و خدمات مالية جديدة... في مقابل ذلك باتت تعتبر كقنوات ناقلة للمخاطر و لعدوى الأزمات المالية بين الدول.

**5- عامل المخاطرة:**

رغم أن العائد المتوقع يعتبر أهم عامل لتحريك رؤوس الأموال بين الأسواق الدولية، إلا أن المستثمرين و أصحاب الفوائض غالبا ما يفكرون في تأمين أموالهم ضد المخاطر المحتملة قبل التفكير في تنميتها و يعتبر غياب الاستقرار الأمني و السياسي و الاجتماعي أحد أهم العوامل الطاردة لرأس المال، إذ تؤدي إلى خروج رؤوس الأموال لتستقر في بيئة استثمارية مستقرة توفر الأمان و العائد.

**6- الجنات الضريبية:**

توفر الجنات الضريبية أحد العوامل المساعدة على انتقال رؤوس الأموال دوليا، إذ تعتبر نقاط جذب عالمية للأموال بالعملات الأجنبية، و ذلك عن طريق توفير خدمات إضافية كالامتيازات الضريبية على عوائد الإيداعات و الأرباح، تأمين سرية المعاملات، التقلت من رقابة السلطات الرسمية لدى الدولة المصدرة... تستقطب الجنات الضريبية تدفقات مالية كبيرة خاصة تلك الناجمة عن الصفقات المشبوهة

الفساد المالي و الإداري، تهريب رؤوس العملة الصعبة...

#### 7- الانتقال لأهداف سياسية:

رغم أن الأسباب وراء حركة رأس المال على المستوى الدولي تبقى اقتصادية بالدرجة الأولى، إلا أن هناك عوامل أخرى تساهم في تنمية هذه الظاهرة، على رأسها العوامل السياسية. عادة ما تلجأ الدول التي لديها مصالح في الخارج إلى استعمال قوتها الناعمة لدعم و تفعيل سياستها الخارجية عن طريق الاستعانة بمكانتها الاقتصادية و المالية في العالم، إذ تهدف هذه الدول إلى تقديم هبات و مساعدات إنمائية أو قروضا ثنائية بشروط ميسرة ظاهرها أغراض اقتصادية و إنسانية لصالح الدولة المستفيدة و التي غالبا ما تكون دولا من العالم الثالث، غير أن الأهداف الباطنية لهذه الهبات و المساعدات يكمن في محاولة انتزاع مواقف سياسية من الدول المستفيدة أو تقديم تنازلات معينة أو التصويت لصالح الدولة المانحة في المحافل الدولية، إضافة إلى تحسين صورة الدولة المانحة لدى المجتمع الدولي.

#### ثانيا- هيكل حركة التمويل الدولي:

عرف العالم منذ القدم ظاهرة التدفقات الرأسمالية بين الدول، غير أنها كانت تتم وفق مبادلات تجارية سلعية تقابلها تدفقات رأسمالية مساوية لها، غير أن العالم عرف في الآونة الأخيرة اختلالا واضحا بين التدفقات السلعية و التجارية و التدفقات الرأسمالية لصالح هذه الأخيرة. يعرف العالم تزايدا كبيرا للتدفقات المالية ما بين الدول بمعدلات بلغت أرقاما فلكية و باتت تشكل أضعافا مضاعفة لحجم التبادلات التجارية الأمر الذي اصطلح عليه ب "الاقتصاد الرمزي"، و هو اقتصاد تلعب فيه الأموال دورا يفوق حاجة الاقتصاد العالمي إليه، الأمر الذي أدى إلى ظهور تقنيات جديدة و مبتكرة لانتقال رؤوس الأموال بين الحدود السياسية للدول.

يرتبط التمويل الدولي ارتباطا عضويا بحركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة، إذ تتحدد حركة رؤوس الأموال بين الدول بعدة عوامل ما بين اقتصادية، سياسية، إنسانية... إضافة إلى التغير المستمر في الخارطة الاقتصادية للعالم من حيث بروز أسواق ناشئة و اقتصاديات صاعدة ساهمت في التأثير على طبيعة النظام النقدي و المالي الدولي و بالتالي في حركية رأس المال دوليا

#### 1- أسباب تغير هيكل التدفقات المالية الدولية:

تغير هيكل حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي نتيجة للتغيرات الحاصلة في العالم على مستوى النظام النقدي و المالي و التجاري، إضافة إلى التطورات التكنولوجية المتسارعة، و فيما يلي أهم الأسباب التي أدت إلى تغير تركيبة حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي:

– التغيرات الحاصلة في النظام النقدي الدولي، خاصة مع وقف تحويل الدولار إلى ذهب عام 1971.

- التحول من أنظمة الصرف الثابتة إلى أنظمة الصرف المعمومة مطلع السبعينات، و الاتجاهات المتزايدة لتحرير أسعار الصرف لدى الدول النامية.
- أزمة المديونية الخارجية و تفاقم ظاهرة العجز عن السداد التي انطلقت شرارتها مع إعلان المكسيك عن تأجيل سداد ديونها عام 1982، و انتشارها لباقي دول العالم المدينة و ما تلاها من إعادة جدولة الديون و تحويلها إلى استثمارات...
- التقسيم الدولي الجديد للعملية الإنتاجية (التقسيم الأفقي و التقسيم العمودي للإنتاج على المستوى الدولي) و ما ترتب عنه من فتح الأبواب للاستثمارات الأجنبية المباشرة التي باتت تتدفق في كل الاتجاهات كأداة تمويلية جديدة باحثة عن تخفيض تكاليف الإنتاج و تعظيم هامش الأرباح.
- ظهور أسواق مالية صاعدة تعكس حركية و ديناميكية الاقتصاديات الناشئة، الأمر الذي جعلها قبلة للرسميل على المستوى الدولي، نظرا لحركيتها و ارتفاع مردوديتها.
- تراكم الفوائض المالية لدى الدول النفطية الناجمة عن ارتفاع أسعار البترول في الأسواق الدولية خلال فترات الطفرة، و كذا الفوائض المتراكمة لدى الدول التي تعرف فوائض هامة في حساباتها الخارجية و موازين مدفوعاتها، إذ ستبحث هذه الفوائض عن أماكن لتوظيفها، الأمر الذي يزيد من حركية الرسميل و يساهم في توفير التمويل الدولي.
- ظهور آليات تمويلية جديدة و مبتكرة في ظل ما باتت توفره ابتكارات الهندسة المالية على المستوى الدولي، للتماشي مع الاحتياجات التمويلية المتجددة.
- إطلاق العملة الأوروبية الموحدة و ما نجم عنه من توحيد السياسات الاقتصادية الأوروبية و تكامل الأسواق الأوروبية لضمان استمرارية الاتحاد و الحفاظ على مكسب العملة الموحدة.
- الأزمة المالية العالمية و ما ترتب عنها من إجراءات احترازية عملت على إعادة النظر في طرق التمويل السابقة، و إعادة الاعتبار للملاءة المالية للمقترضين عند عمليات التمويل على المستويين المحلي و الدولي، إضافة إلى الابتعاد عن المغامرات المالية عالية المخاطر.
- الثورة التكنولوجية و ما نجم عنها من دمج الأسواق المالية العالمية في بوتقة واحدة، خاصة و أنها ترافقت مع تفرد النظرية الليبرالية بالقيادة، و الداعية إلى مزيد من تحرير الأسواق و رفع القيود في وجه الحركة السلعية و المالية بين الدول.

## 2- تطور اتجاه حركة رؤوس الأموال على المستوى الدولي:

النمط التمويلي الذي كان سائدا للتدفقات المالية الدولية خلال الفترة التي أعقبت حركات التحرر في العالم هو انتقال رؤوس الأموال طويلة الأجل من البلدان الصناعية إلى البلدان النامية نتيجة لانخفاض العوائد على الاستثمار و زيادة حجم المدخرات في المجموعة الأولى و انخفاضها في المجموعة الثانية، و قد

تدفق فائض المدخرات من البلدان الصناعية التي يقل فيها العائد على الاستثمار إلى البلدان منخفضة المدخرات و هي البلدان النامية التي ترتفع فيها العوائد على الاستثمار، بحيث أن التباين في العوائد أدى إلى انتقال التدفقات المالية من الشمال الصناعي المتقدم إلى الجنوب النامي<sup>1</sup>.

تجدر الإشارة هنا إلى ظاهرة غاية في الأهمية والخطورة وهي ظاهرة هروب رؤوس الأموال والتي تعني عكس اتجاه التدفقات المالية من الدول النامية المدينة إلى الدول الصناعية الدائنة لأسباب متعددة. وقد قدر "Dooly" في الدراسة التي أجراها أنه في عام 1984 بلغ حجم الالتزامات الخارجية مجتمعة (قروض) لسبع دول مدينة رئيسية نحو 183 مليار دولار، منها نحو 121 مليار رأس مال هارب، أي أن هروب رأس المال قد بلغ 36 % من مجموع مديونيتها الخارجية، وبحلول عام 1988 بلغ رأس المال الهارب نحو نصف حجم الديون الخارجية لـ 15 دولة من كبار الدول المقترضة، وقد وصل إلى نحو 80 % في حالة المكسيك و نحو 75 % في حالة الأرجنتين<sup>2</sup>.

كانت تدفقات رأس المال إلى غاية أزمة المديونية التي اندلعت عام 1982 تأخذ اتجاهها عموديا بين الشمال المتطور و الجنوب الذي كان يسعى إلى التقدم في عملية التنمية، وقد أدى نقص الادخار في دول الجنوب إلى زيادة الارتباط برأس المال العالمي. كانت معظم تدفقات رأس المال من الشمال إلى الجنوب تتم تقريبا عن طريق البنوك الدولية الكبرى، وقد تلا أزمة المديونية عام 1982 تحولا جوهريا في وجهة حركة رأس المال، الذي أصبح يتم أساسا بشكل أفقي فيما بين دول الشمال المتقدمة. تعزز هذا الاتجاه بفعل تفاقم العجز المزدوج للولايات المتحدة الأمريكية (عجز الموازنة و عجز الميزان التجاري) الذي ضاعف من حاجتها إلى رؤوس أموال أجنبية لتمويله خاصة من طرف ألمانيا و اليابان. على هذا الأساس بدأ تدفق رأس المال بين دول الشمال يأخذ طابع الاستثمار في المحفظة و يتم بشكل أساسي على مستوى الأسواق المالية.

تضاعفت المعاملات بين اقتصاديات الدول المتقدمة في الأسهم و السندات خلال الفترة ما بين 1990-2004 بنحو 700 %، إذ بلغت الزيادة ما يربو عن 1000 % بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية و ما يزيد عن 700 % بالنسبة للمملكة المتحدة، و أكثر من 3000 % بالنسبة لألمانيا.

شهد الوضع المالي الدولي اعتبارا من سنوات 1990 ظهور قوى مالية جديدة على المسرح المالي الدولي تتمثل في الدول الناشئة، التي تعزز دورها بشكل أكبر في السنوات الأخيرة و بروز الصين كقوة مالية كبيرة من خلال ما تراكم لديها من احتياطات صرف، و قد أدى ذلك إلى حدوث تغيير على مستوى هيكل تدفق رأس المال و اتجاهه مرة أخرى، حيث لم تعد أهم التدفقات تتم فقط بين دول الشمال، بل أصبحت الدول الناشئة و خاصة الصين لاعبا أساسيا في هذا الميدان نظرا للمكانة التي ما فتئت تمثلها رؤوس

1 - هيل عجمي جميل الجنابي. مرجع سابق. ص : 395. (بتصرف).

2 - سي بول هالوود. رونالد ماك دونالد. النقود و التمويل الدولي. ترجمة: محمود حسن حسني. دار المريخ للنشر. السعودية. الرياض. 2007. ص:703.

أموالها في تمويل العجز المزدوج الأمريكي عن طريق شرائها سندات الخزانة الأمريكية ، أو من خلال الاستثمارات التي تقوم بها على مستوى الأسواق المالية للدول المتقدمة<sup>1</sup>.

لقد أدت ظاهرة الصناديق السيادية الناجمة عن الفوائض في الحسابات التجارية لدى الدول القوية تجاريا كالصين، سنغافورة، كوريا الجنوبية، ماليزيا، أندونيسيا... أو الناجمة عن الفوائض البترولية خاصة في الموازنات العمومية لدى الدول النفطية كدول الخليج و روسيا... إلى ظهور فوائض مالية هامة تفوق الطاقة الاستيعابية لاقتصاديات هذه الدول خاصة في ظل محدودية الفرص الاستثمارية و غياب أسواق مالية متطورة و متنوعة، الأمر الذي أدى إلى توظيف هذه الفوائض لدى الدول المتقدمة أين تتوفر الخدمات المالية المبتكرة و الفرص الاستثمارية المتنوعة.

عملت ظاهرة الصناديق السيادية على عكس اتجاه تدفقات رؤوس الأموال على المستوى الدولي المعروف تقليديا، فقد باتت الفوائض المالية متركزة لدى الكثير من الدول النامية الأمر الذي أدى إلى انتقالها من دول الجنوب النامية و المتحولة صناعيا إلى دول الشمال المتقدمة.

### 3- تطور هيكل "تركيبية" حركة رؤوس الأموال الدولية:

يشير هيكل تدفق رؤوس الأموال إلى دور كل من رؤوس الأموال الرسمية و الخاصة و رؤوس الأموال الطويلة و قصيرة الأجل و كذلك الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في حجم التدفقات المالية الدولية، و تؤثر طبيعة هذا الهيكل على مدى استقرار حركة رؤوس الأموال الدولية.

خلال الفترة الممتدة من عام 1945 و إلى غاية انتهاء اتفاقية بريتن وودز عام 1971 ركزت الحكومات الوطنية على تحرير الحسابات الجارية (السلعية و الخدمية) لموازن مدفوعاتها، غير أن هذا التحرير لم يمتد إلى الحساب المالي بميزان المدفوعات. خلال تلك الفترة كان التركيز على الحساب الجاري يستند إلى ضرورة استعادة الحرية إلى تدفق التجارة الدولية، فضلا عن ذلك فإن تدفق رؤوس الأموال لم يكتسب الأهمية التي يحظى بها حاليا إذ كان يُنظر إلى القيود المفروضة على تدفقات رأس المال على أنها تزيد استقلالية السياسة الاقتصادية الوطنية، لذلك اعتمدت هذه الفترة على التحويل الرسمي بين الحكومات.

شكل الإقراض المصرفي الذي تمنحه البنوك خلال فترة السبعينات المكون الرئيسي لتدفقات رؤوس الأموال نحو البلدان النامية، في حين شكلت التدفقات المالية الخاصة على شكل أسهم و سندات و استثمار أجنبي مباشر المكون الرئيسي لهذه التدفقات منذ حقبة الثمانينات لتعرف تطورات متسارعة مع التسعينات و لغاية الآن. منذ منتصف الثمانينات و حتى منتصف عقد التسعينات، كان حجم الاستثمار الأجنبي المباشر يعادل تقريبا حجم التمويل عن طريق السندات الدولية، و بعد ذلك زادت سرعة هذا الأخير.

إن الحجم الهائل لتدفقات رأس المال الخاص إلى الاقتصاديات الصاعدة يعتبر إحدى السمات البارزة لأسواق النقد الدولية و أسواق المال، فقد بلغ متوسط صافي تدفقات رأس المال إلى الاقتصاديات الصاعدة

<sup>1</sup> الطاهر لطرش. الاقتصاد النقدي و البنكي. ديوان المطبوعات الجزائرية. الجزائر. 2015. ص: 287 - 288.

نحو 145 مليار سنويا منذ عام خلال 15 سنة التي تلت عام 1990 و بالرغم من حدوث انخفاض في تدفقات رأس المال الخاص إلى الاقتصاديات الصاعدة في أعقاب الأزمات المالية التي أصابت دول شرق آسيا و روسيا، إلا أن صافي تدفقات الاستثمار الخاص المباشر قد استمر على زيادته الملحوظة. نتيجة للتطورات الحالية لحركة رؤوس الأموال الدولية في ظل العولمة المالية انتقل مجال الحكومة من كونها عنصرا مهيمنا على النشاط الاقتصادي إلى حالة أصبح فيها دور النشاط الحكومي ينحصر في توفير المناخ الملائم للنشاط الاقتصادي الخاص، و بنفس الوقت فإن تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية المتعمد عملت على تشديد الروابط بين الاقتصاديات الوطنية و بالتالي دخل الاقتصاد العالمي عصر العولمة بكل فوائده و تكاليفه.

من ناحية آجال التدفقات المالية الدولية، فقد أدت الكثير من المتغيرات إلى ظهور التدفقات المالية قصيرة الأجل، فالمخاطر التي رافقت تمويل البلدان النامية خاصة بعد أزمة المديونية بالمكسيك عام 1982 إضافة إلى أسعار الصرف المعومة و أسعار الفائدة المرنة و عولمة الأسواق النقدية و المالية و ما يترتب عليه من زيادة مخاطر الصرف الأجنبي و سعر الفائدة قد ساهم في زيادة التدفقات المالية قصيرة الأجل التي تستطيع التحرك بمرونة لتجنب المخاطر المذكورة. كما أن تفاوت العوائد المالية و المخاطر بين الأسواق المالية الدولية ساعد على توسع حركة الأموال القصيرة و كذا الأموال الساخنة الباحثة عن الأرباح عن طريق المفاضلة بين العوائد و المخاطر و في ظل غياب القيود على انسيابية تدفقات رؤوس الأموال يصبح هذا متاحا للجميع.

مع مطلع التسعينات باتت السمة الغالبة على التدفقات المالية للبلدان النامية هي ارتفاع الديون قصيرة الأجل، فقد ارتفعت المستحقات قصيرة الأجل للبنوك العالمية من 12 % من مجموع ديون البلدان النامية عام 1990 إلى 20 % عام 1997.

كما تنامت حركة رؤوس الأموال الدولية نتيجة لعمليات أخرى لا تتعلق بالاستثمار في الموجودات المالية مثل الأسهم و السندات، و إنما كذلك من خلال زيادة الاستثمار في المشتقات و المستقبلات بهدف تغطية المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون على الصعيد الدولي، مما أدى إلى زيادة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل منذ الثمانينات.

تجدر الإشارة إلى أن عولمة عملية الإنتاج الذي تقوده الشركات متعددة الجنسيات يستلزم تطور مقابل في عولمة الهيئات التمويلية و وجود بنوك متعددة الجنسيات لمنح التمويل اللازم لهذا النوع من النشاطات خاصة في ظل ضعف التعبئة الادخارية لدى الدول المضيفة. معظم الخدمات التي تقدمها هذه البنوك تتعلق

بتزويد العملات الدولية للمشاريع الأجنبية و العمل على تغطية مخاطر الصرف الأجنبي و تمويل عمليات التجارة الدولية المتزايدة<sup>1</sup>.

عقب الأزمات التي عرفتتها الكثير من الدول النامية في أمريكا اللاتينية و كذا بعض الدول الآسيوية بات التركيز يتجه إلى التدفقات المالية الأكثر استقرارا ، و قد تعزز هذا التوجه عقب الأزمة المالية العالمية 2008-2009، إذ أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر المصدر السائد لتدفقات رأس المال الخاص إلى اقتصاديات الأسواق الناشئة، كذلك زادت أهمية تدفقات أسهم رأس المال، في حين انخفضت تدفقات الديون خاصة ما تعلق منها بالديون قصيرة الأجل و كذا الأموال الساخنة.

من المسلم به أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و أسهم الحوافظ المالية أكثر استقرارا و أقل عرضة للتقلبات، و يعتقد أنها تأتي بكثير من المنافع غير المباشرة للعولمة المالية، مثل نقل الخبرة الإدارية و التكنولوجيا. على النقيض من ذلك، فإنه من المسلم به على نطاق واسع أن تدفقات الديون أكثر خطورة خاصة أنها تساير التقلبات الدورية و تتذبذب بصورة عالية يمكن أن تزيد من التأثير المعاكس للصددمات السلبية على النمو الاقتصادي.

#### 4- تطور حجم المعاملات التجارية و المالية الدولية:

حققت التجارة العالمية توسعا كبيرا خلال العقود الزمنية الماضية، و يعود ذلك إلى التخفيضات الكبيرة التي عملت على التخفيف من عوائق التجارة الخارجية خاصة بعد إنشاء منظمة التجارة العالمية عام 1994 و التي تسهر على تسهيل التدفقات السلعية و الخدمية بين الدول الأعضاء فيها و التي بلغ عددها 160 بحلول عام 2018، و اتجاه نفقات النقل نحو الانخفاض، إضافة إلى التطور الهائل الذي حدث في مجال الاتصالات و ما ترتب عنه من اتساع في مجال التجارة الإلكترونية و البنوك الإلكترونية التي باتت تتيح طرق الدفع الإلكتروني.

لقد ساهمت الاقتصاديات الصاعدة التي باتت تنتج أكثر بكثير مما تستهلك في ظهور أقطاب تجارية جديدة على المستوى الدولي، فدول جنوب شرق آسيا إضافة إلى الصين و تركيا و غيرها من الاقتصاديات الناشئة في أمريكا اللاتينية تعتمد بدرجة كبيرة على الأسواق الخارجية لضمان حركيتها الاقتصادية، و مع تفوقها من ناحية المنافسة السعرية على منتجات الاقتصاديات الكبرى كدول الاتحاد الأوروبي و أمريكا باتت قادرة على الوصول إلى الأسواق الدولية مساهمة بذلك في خلق أنماط استهلاكية جديدة. إن تعدد الأقطاب التجارية في العالم و عولمة العملية الإنتاجية ساهم في رفع حجم التبادلات التجارية على المستوى الدولي لتبلغ بذلك التجارة العالمية أرقاما جديدة لم تعرفها من قبل.

<sup>1</sup> -أنظر:

- هيل عجمي جميل الجنابي. مرجع سابق. ص: 393-397.

- جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. ص: 35.

بالرغم من الزيادة الكبيرة التي تشهدها تدفقات التجارة العالمية حالياً، إلا أنها تظل ضئيلة أمام التطورات التي تحدث في أسواق النقد و المال، ففي الوقت الذي تضاعف فيه حجم التجارة العالمية في السلع والخدمات ب 250 % ، تضاعفت قيمة التعاملات في سوق الصرف الأجنبي بأكثر من 2000 % و بعدما كانت مبيعات الصرف الأجنبي تشكل 12 ضعفا لحجم الصادرات العالمية عام 1979 باتت تشكل 52 ضعفا عام 2004<sup>1</sup>.

بلغ مجموع المعاملات في أفريل 1989 يقارب 600 مليار دولار كمتوسط في اليوم، إذ يتم مبادلة 184 مليار بلندن، 115 مليار بالولايات المتحدة و 111 بطوكيو. بعد 21 سنة بلغ حجم المبادلات 4000 مليار دولار يوميا كمتوسط، يتم تداول 1850 مليار منها بلندن، 904 بالولايات المتحدة الأمريكية، 312 بطوكيو و 152 بباريس. و قد بلغت حصة الدولار الأمريكي من مجموع مبادلات العملات عام 2010 فيما بين البنوك 85 %<sup>2</sup>، لتقفز حصة المعاملات اليومية في سوق الصرف على المستوى العالمي إلى حوالي 5300 مليار دولار بحلول عام 2015.

### ثالثا- أثر التمويل الدولي على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية:

تبرز أهمية التمويل الدولي بالنسبة للدول النامية في تغلبها على محدودية مواردها المحلية و بالتالي تغلبها على الحلقة المفرغة للفقر و السير في طريق التنمية الاقتصادية الشاملة، من خلال تحقيق معدلات مستهدفة من النمو الاقتصادي، و ذلك بزيادة حجم الإنفاق الاستثماري على برامج و خطط التنمية الاقتصادية و تحقيق التحسين المستمر في مستوى المعيشة عن طريق زيادة مداخيل أفرادها. لذا نجد أن معظم الخطط التنموية للدول النامية تحتاج إلى توفير التمويل اللازم نتيجة لتدني معدلات الادخار المحلية و انخفاض حصيللة الصادرات من جهة، و ارتفاع معدلات الاستهلاك و الاستيراد من جهة أخرى، الأمر الذي انعكس على قلة الاستثمارات المحلية، هنا تبرز أهمية التمويل الخارجي بالنسبة للدول النامية لحل مشكلة شح الموارد المالية لديها، خاصة بالعملات الأجنبية. تتنوع خيارات التمويل الخارجي من قروض بنكية، استثمارات محفظية استثمارات أجنبية مباشرة، مساعدات دولية... إذ يتميز كل نوع من هذه الأنواع بخصوصيته من ناحية تداعياته المرغوبة و غير المرغوبة بالنسبة للدولة المتلقية للتمويل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - أنظر:

جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. ص ص: 32-34.

<sup>2</sup> - Paul Krugman et autres. **Economie internationale**. Pearson France. 10<sup>e</sup> édition. 2015.P : 356.

<sup>3</sup> - للمزيد، أنظر:

- جوزيف دانيالز. مرجع سابق. ص ص: 301-305.

- إيهان كوزي و آخرون. العولمة المالية: فيما وراء لعبة إلقاء اللوم. مجلة التمويل و التنمية. مارس 2007. ص: 10.

- هيل عجمي جميل الجنابي. مرجع سابق. ص ص: 414-415.

## 1- علاقة القطاع المالي بالتنمية الاقتصادية الحقيقية في الدول النامية:

يقدم الاقتصاديون نقطتين متعارضتين بالنسبة لمساهمة القطاع المالي في عملية التنمية الاقتصادية طويلة الأجل. فهناك من رجال الاقتصاد من يرى بضرورة تنمية الموارد الحقيقية بما فيها الموارد العينية مثل المصانع و المعدات و التنمية التقنية (التكنولوجيا)، و تنمية رأس المال البشري على أساس أنها تحدد بشكل أساسي و حاسم الأداء الاقتصادي في المدى الطويل، و طبقا لهذا الطرح لا يلعب القطاع المالي دورا مهما في الأجل الطويل.

و هناك وجهة نظر بديلة تقول إن تطوير القطاع المالي سوف يستحث وجود تغييرات في العناصر الاقتصادية الرئيسية، و يستطيع القطاع المالي أن يجتذب رأس المال الأجنبي، و يؤثر على قرارات العناصر الاقتصادية الخاصة بالادخار و الاقتراض، و من ثم على استراتيجيات الاستثمار في الأجل الطويل. و بهذه الطريقة نجد أن تطوير القطاع المالي يؤثر على الأداء الاقتصادي في المدى الطويل.

تشير الدراسات المعاصرة إلى العلاقة السببية بين التطوير المالي و بين نمو القطاع الحقيقي، فهي بذلك تؤيد وجهة النظر الثانية القائلة بأن التطوير المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال تشجيع المدخرات و توجيه الأموال إلى أكثر مشروعات الاستثمار من حيث المردودية.

يرى المؤيدون لتحرير سوق رأس المال أن ذلك سوف يسمح للمدخرات بالتدفق إلى أكثر الاستخدامات من حيث الإنتاجية، الأمر الذي ينتج عنه تخصيص أكثر كفاءة للموارد الاقتصادية النادرة، و المشروعات التي تغل عوائد مرتفعة تكافئ المدخرين نظير المخاطر التي يتحملونها و بهذه الطريقة تقوم الأسواق بتوجيه الموارد نحو أفضل الأنماط من حيث الكفاءة، مما ينتج عنه تنمية الموارد الحقيقية و الحصول على إنتاجية أعلى، لذلك يتجه المدخرون إلى تحمل المخاطر عبر الحدود الوطنية لدولهم في شكل معاملات مالية تمد اقتصاد الدولة بالسيولة الأساسية.

حفزت الأهمية المتزايدة لتدفقات أسهم رأس المال و المحافظ المالية إلى الأسواق الصاعدة على إجراء عدد من الدراسات التي تبحث في آثار تحرير أسواق الأسهم على النمو، و تشير هذه البحوث على نحو موحد إلى أن عمليات التحرير هذه كان لها تأثير إيجابي كبير على نمو الناتج.

عند الحديث عن أهمية التحرير المالي للأسواق و دوره الإيجابي في إحداث التنمية، ينبغي دراسة سرعة التحرير و خطواته المرحلية بصورة دقيقة لكي تتناسب مع خطوات الإصلاح الاقتصادي. من أجل تنظيم تحرير التدفقات المالية يجب استخدام قواعد و إجراءات توافق عليها كافة البلدان و تكون مرتبة بما يكفي لأخذ مشاكل البلدان بعين الاعتبار، بما في ذلك وضع إجراءات التحرير وفقا لظروف كل بلد بالإضافة إلى التقبل الدولي المؤقت لوضع ضوابط و قيود على تدفقات رؤوس الأموال عندما يكون ذلك ضروريا لأسباب تتعلق بميزان المدفوعات أو بالإدارة الاقتصادية و السماح بفرض ضوابط على هذه التدفقات في الحالات الطارئة، إذ يمكن لهذه القيود أن تعالج تحرير رأس المال على مستوى جميع البلدان على أساس

من قواعد الحيطة المشتركة التي يتم وضعها على المستوى الدولي من أجل تعظيم الفوائد و تندية التكاليف.

## 2- الانفتاح المالي و أثره على المنظومتين البنكية و المالية في الدول النامية:

تشير الكثير من الأبحاث إلى أن التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل محفز بالنسبة لتنمية السوق المالية المحلية، مؤثرا بذلك على حجم القطاع المصرفي و السوق المالي و درجة سيولتها، إذ أنه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما، تحسنت نوعية الخدمات المالية و زادت كفاءة الوساطة المالية. كما له أثر مرغوب على المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية، بما في ذلك الإشراف و التنظيم. يمكن أن يشكل نجاح الاستثمار الأجنبي في دولة ما قاعدة لخلق مناخ تمويلي مناسب، إذ يساهم بصورة غير مباشرة في تدعيم البنية المالية عن طريق تفعيل النظام البنكي و السوق المالي و تطوير ثقافة المعاملات المالية، و كذا تحسين البنية النفسية السيكولوجية للأفراد سواء لتشجيعهم على ادخار فوائضهم المالية أو على استثمارها.

## 3- الاستثمار الأجنبي (المباشر و المحفظي) و التنمية الاقتصادية في الدول النامية:

يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر و استثمارات المحفظة المالية للمستثمرين و الشركات المحلية بتوسيع أنشطتهم الخاصة بالإقراض و الاقتراض مع الدول الخارجية، و يسمح هذا الأمر للشركات و المستهلكين المحليين بالاستمرار في الاستثمار و الاستهلاك حتى خلال مراحل الفتر و الركود الاقتصادي المحلي و يتم السداد خلال مراحل الرواج الاقتصادي، بهذه الطريقة يساعد تدفق رأس المال الأجنبي في تلطيف حدة الدورات الاقتصادية المحلية، ما يعني المزيد من الاستقرار في الاقتصاد المحلي.

بالنسبة للدول النامية يعد الوصول إلى رأس المال العالمي على شكل استثمار مباشر أو محفظة رأس المال خطوة في اتجاه تخفيض تكلفة تمويل المشاريع، مما يتيح التوسع في المشاريع المنتجة و المحقة للتنمية في المدى الطويل يتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشية أعلى و ارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي. تعتبر مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في سد فجوة الموارد المحلية و فجوة المهارات معيارا مهما لقياس جدوى هذه الاستثمارات، و يقاس هذا الأثر من خلال دوره في سد الفجوة بين الموارد الوطنية المطلوبة و حجم الموارد المتاحة المالية منها و غير المالية. فهو يساهم في سد فجوة المهارات الفنية و تدريب العاملين و الإداريين الوطنيين و نقل الفن الإنتاجي إلى الدولة المضيفة حيث يعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر الخط الناقل لأحدث التقنيات و الابتكارات الحديثة سواء منتجات أو معدات فنية و تكنولوجية، إذ تتضمن الموارد الأجنبية المحولة إلى الدولة المضيفة بصفة رئيسية رؤوس الأموال الأجنبية و نقل التقنيات.

كما تتجلى الآثار الإيجابية للاستثمار الأجنبي المباشرة في زيادة إنتاجية كل من عنصر العمل و رأس المال في الدول المضيفة، و ذلك في إطار المنافسة بين الشركات المحلية القائمة و فروع الشركات

الأجنبية الوافدة إلى السوق الوطنية. إن مواجهة المنافسة الأجنبية يستدعي تفعيل قناة تدريب العمال وإعادة رسكلتهم من أجل مسايرة التغييرات و التحكم في التكنولوجيا بهدف مسايرة الشركات متعددة الجنسيات من ناحية استغلال المورد البشري و الاستفادة من السبق في المجالين التقني و الإداري. عندما يتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى قطاع معين فإنه يعمل على إطلاق ما يسمى بالدفع الأمامي و الخلفي، و يقصد به تنشيط الصناعات الأمامية التي تورد القطاع محل الاستثمار بالمواد الأولية و السلع الوسيطة من أجل رفع نسبة الإدماج الوطني التي تقاس بحجم المدخلات الوطنية في المنتج الذي يصنعه المستثمر الأجنبي، فكلما زادت نسبة المواد الأولية و الوسيطة الداخلة في صناعة هذا المنتج كلما زادت نسبة الإدماج، كما أن الانتهاء من المنتج المصنوع يتطلب سلسلة من الخدمات المكملة مثل النقل، الإشهار التوزيع، خدمات ما بعد البيع... و هو ما يعرف بالدفع الخلفي، أي تلك الفروع الصناعية التي تنتعش بفعل دخول هذا الاستثمار إلى السوق الوطني. مثلاً عندما تشتري فروع الشركات الأجنبية المواد الأولية و مستلزمات الإنتاج الأخرى من الدولة المضيفة يؤدي ذلك إلى المساعدة على ولادة صناعات تحويلية أو قيام صناعات تكميلية، مما يشجع الإنتاج الوطني و يخلق فرص عمل جديدة، على عكس إذا ما لجأت الشركات الأجنبية إلى استيراد الجزء الأكبر من مدخلات الإنتاج من الشركة الأم أو من الخارج، عندها تنخفض مساهمتها في الاقتصاد الوطني، و تصبح أرقام مبيعات الشركات الأجنبية غير ذات دلالة حقيقية على المساهمة الفعلية.

تظل الاستثمارات الجديدة في بعض الدول النامية كالصين، البرازيل، أندونيسيا، سانغافورة، ماليزيا و غيرها... ممولة بنسبة كبيرة من خلال موارد ذات أصل أجنبي، و قد بلغت مساهمة الاستثمار الأجنبي في الصادرات الصينية ما نسبته 60 % من مجموع الصادرات الصينية الإجمالية، و إذا علمنا أن الصين هي أكبر بلد مصدر في العالم، يتبين لنا حجم إسهام الاستثمارات الأجنبية في تطوير الصادرات في الصين و جلب العملة الأجنبية، حتى باتت الدولة صاحبة الاحتياطي الأكبر في العالم إن عرض الشركات الأجنبية للعملات الأجنبية و الطلب على العملة الوطنية من أجل تسوية معاملاتها داخل الدولة المضيفة، و كذا مساهمتها في جلب العملات الأجنبية عن طريق التصدير سوف يعمل على استقرار قيمة العملة المحلية للدولة المضيفة و تحسين قيمتها نظراً للطلب المتزايد عليها سواء من طرف الشركات المستثمرة أو من طرف المستوردين الأجانب.

تجدر الإشارة إلى أن الاستثمار الأجنبي يساعد على إعادة صياغة المناخ الاستثماري بوجع عام إذ أنه يتحرك نحو الدول التي تتعهد بتحقيق أوضاع اقتصادية و سياسية و قانونية و إدارية شفافة و مستقرة كما أنه يترك آثاراً إيجابية من خلال الالتزامات المعنوية التي تلتزم بها الدولة المضيفة كإجراءات تصحيح أوضاع ميزان المدفوعات، الميزانية العامة، التضخم، نظام الصرف المطبق السياسة التجارية، و بالتالي تهيئة مناخ ملائم للاستثمار الأجنبي يساهم في دعم الاستقرار الداخلي و الخارجي. كما أن الاستثمار

الأجنبي المباشر القادم من البلدان المصدرة له ذات الإشراف و التنظيم الجيد ينزع إلى حوكمة الشركات في اقتصاديات الأسواق الناشئة استجابة للمنافسة الأجنبية و مطالب المستثمرين الدوليين.

#### 4- أثر المساعدات الدولية على التنمية الاقتصادية في الدول النامية:

تعتبر المساعدات الدولية إذا ما نظرنا إليها من طرف الدول المانحة على أنها تدرج في إطار القوة الناعمة التي تحقق من خلالها أهدافا سياسية كضمان الولاء السياسي للدولة المتلقية، أو أهداف اقتصادية كضمان تصريف صادراتها لأسواق الدولة المستفيدة أو حتى من أجل تحسين صورتها في العالم. رغم ذلك يمكن أن نرصد بعض النتائج الإيجابية بالنسبة للدول المتلقية، إذ تتعدد أهدافها الاقتصادية و الاجتماعية و كذا الإنسانية. تتجلى أهمية المساعدات الإنمائية الدولية في تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية كمحاربة الفقر و الأمية، كما لها أهداف إنسانية كمواجهة الكوارث الطبيعية، الحروب، الحد من انتشار الأوبئة و الأمراض...

بحلول عقدي الثمانينات و التسعينات من القرن العشرين، أضيفت إلى الأهداف التقليدية للمساعدات أهداف أخرى تتمثل بالمحافظة على البيئة و تحقيق التنمية المستدامة، تمكين المرأة، محاربة الفساد، الحكم الرشيد في إطار ما يسمى بالتنمية الإنسانية، و غيرها من الأهداف التي تعزز المناخ الديمقراطي لقيادة عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية<sup>1</sup>.

#### رابعا- سلبيات و مخاطر التمويل الدولي:

تعتبر سياسة التحرير المالي المتزايد و صفة تقليدية لصندوق النقد الدولي، غالبا ما يقدمها في برامج التكيف الهيكلي التي ينصح بها الدول النامية التي استقبلت حوالي 40 % من إجمالي التدفقات المالية العالمية خلال فترة التسعينات، و رغم أن تدفقات رؤوس الأموال المصاحبة لسياسة التحرير المالي تعتبر أحد دعائم تمويل التنمية في البلدان النامية، غير لها تداعيات غير مأمونة على الاستقرار الاقتصادي و المالي للدول المتلقية و ذلك بسبب الخطر المصاحب لهذه التدفقات و حجم آثاره السريعة.

#### 1- التدفقات المالية العالمية و عدوى الأزمات:

أدت التدفقات المالية المتصاعدة عبر الحدود إلى سلسلة من الأزمات المالية المدمرة التي عصفت بعدد من الأسواق الناشئة في أواخر الثمانينات في أمريكا اللاتينية و في التسعينات في المكسيك و بضعة من بلدان آسيا، و قد أدى اضطراب أحوال الأسواق و حالات الإفلاس الناجمة عنه إلى سلسلة من الإشارات بأصابع الاتهام من جانب من رأوا بأن البلدان النامية قد ألغت ضوابط رأس المال بصورة متعجلة و تركت نفسها معرضة لخطر التحكيمات الشديدة لتحركات رأس المال السريعة، كما انتقد البعض علانية

1 - أنظر:

نوزاد عبد الرحمن الهيبي. مند عبد اللطيف الخشالي. مقدمة في المالية الدولية. دار المناهج. عمان. الأردن. 2006. ص: 256-257.

المؤسسات الدولية التي اعتبروا أنها تشجع تحرير حساب رأس المال دون أن تشدد على الحاجة لبناء المؤسسات القوية المطلوبة لتوجيه الأسواق خلال الأوقات الصعبة.

عرفت العديد من الدول النامية أزمات مالية حادة تسببت فيها حرية حركة رؤوس الأموال الدولية على شكل استثمارات أجنبية خاصة المحفظية منها، ففي أمريكا اللاتينية تسببت سياسات التحرير المالي باندلاع أزمة المكسيك و الأرجنتين بين عامي 1994 و 1995، في حين ضربت موجة من الانهيارات المالية بلدان جنوب شرق آسيا عام 1997 للسبب ذاته. ففي الأرجنتين مثلاً فقد النظام المالي حوالي 55 مليار دولار خلال 03 أشهر فقط (23 ديسمبر إلى 31 مارس 1995) لتفقد البورصة بذلك 30 % من رسملتها و تنقلص الاحتياطات من العملات الأجنبية. أما عن الأزمة في آسيا فقد تسببت فيها التدفقات المالية الهائلة التي أنعشت بورصات الدول المعنية بادئ الأمر لترتفع رسملة البورصة لديها من 4 % من الرسملة العالمية إلى 13 % على الصعيد العالمي عام 1995، و تصبح بذلك كل من أسواق كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايلاند من ضمن 15 سوقاً الأولى في العالم، كما سمحت هذه التدفقات بتوفير قدر كبير من احتياطات الصرف الأجنبي، موفرة بذلك مجالاً خصباً للنمو الاقتصادي و إنتاج الأرباح لتصل معدلات النمو إلى 8 % خلال العشر سنوات السابقة لتاريخ الأزمة. غير أنه و بحلول خريف 1997 بدأت موجة مضاربة عنيفة ضد عملات هذه الدول تسببت فيها الحركة العكسية و المفاجئة لرؤوس الأموال من هذه الدول مسببة اختلالات واسعة على مستوى السوق المالي و النظام البنكي و إضافة إلى ارتفاع خدمات الديون.

إن خطر هذه التدفقات المفاجئة ليس حكراً على الدول المتلقية خاصة النامية منها، بل امتدت الأزمة لتشمل البلدان المتقدمة، إذ بلغت خسائر البورصة الأمريكية خلال نفس الفترة حوالي 636 مليار دولار و بلغت خسائر بورصة طوكيو حوالي 263 مليار دولار.

تدل تجربة المكسيك خلال الفترة 1990-1993 و بلدان شرق آسيا أن التدفقات المالية قصيرة الأجل تتخذ في الغالب صفة المضاربة في تحريكها، و لذلك يتوقع أن يصبح جزء مهم من الاقتصاد العالمي اقتصاد طفيلي يحرك المال من مناطق معينة إلى مناطق أخرى دون أن يدخل إلى ميادين الإنتاج الحقيقية التي تخلق الثروة و تحقق القيمة المضافة الحقيقية. فالكثير من الأزمات مرتبطة بتراجع سلبي في تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

من أجل التخفيف من حدة هذه التداعيات تجدر الإشارة إلى ضرورة التدرج في التحرير و تبني السياسات الملائمة لتقليل المخاطر المرتبطة بتدفقات رؤوس الأموال للداخل، و يبدو أن قيود رأس المال قد حققت الأثر المرغوب من إطالة آجال الاستحقاق لهذه الأموال في تشيلي و كولومبيا و ماليزيا، فقد لجأت بعض البلدان بهدف تقليل الآثار السلبية لتدفقات رأس المال الحرة إلى وضع ضوابط على حركة رؤوس الأموال الدولية لوقف هروبها و تغيير مكوناتها و تركيبتها من خلال تقليل نصيب التدفقات المالية قصيرة

الأجل و محفظة الأوراق المالية مقابل زيادة نصيب الاستثمار الأجنبي المباشر.

## 2- أثر التدفقات المالية الأجنبية على سعر صرف العملة:

إن البلدان المتلقية للأموال الأجنبية الخاصة ستكون عرضة للصدمات كلما حدث اضطراب في حركة رؤوس الأموال الأجنبية، فرغ القيود عن التدفقات المالية يزيد من حرية و انسيابية الأموال قصيرة الأجل و الأموال الساخنة الباحثة عن الأرباح التي تحكمها المفاضلة بين العوائد و المخاطر في الأسواق الدولية خاصة سعر الفائدة الذي يعتبر أحد المعايير الأساسية المحركة لرأس المال قصير الأجل . فكلما تزايدت أسعار الفائدة المحلية خاصة في الدول النامية مقارنة بمثيلاتها الأجنبية سيشكل ذلك رافدا لحدوث تدفقات رأسمالية، حيث كانت من 50 % إلى 67 % من تدفقاته راجعة إلى الجذب الذي تمارسه أسعار الفائدة و هذا التغيير في حجم التدفقات بفعل أسعار الفائدة سيحدث أثرا على سعر الصرف إذ يقود إلى زيادة الطلب على العملة المحلية من أجل توظيفها أو استثمارها محليا، غير أنه ما إن تنخفض أسعار الفائدة المحلية حتى تبدأ تدفقات الأموال الموجودة في صورة إيداعات لدى البنوك أو الموظفة على شكل سندات بالانسحاب من هذه الدولة باحثة عن فرص استثمارية أفضل و أقل خطرا، و هو ما من شأنه أن يؤدي إلى المضاربة ضد العملة المحلية (أي عرضها للبيع بطريقة متزامنة) ما يعني انخفاض قيمتها مقارنة بقيمة العملات الأجنبية، كما أن هذه الحالة ستؤدي إلى استنزاف رصيد العملات الأجنبية الذي كان متداولاً محليا و تسربه إلى أسواق أخرى.

إن انعدام الثقة في سياسات الاقتصاد الكلي المحلية يؤدي إلى شن هجمات للمضاربة على العملات و حدوث أزمات في ميزان المدفوعات خاصة إذا كان القطاع المصرفي للبلد ضعيفا و عاجزا عن تعبئة القدرة الادخارية المحلية لتعويض انسحاب رأس المال الأجنبي.

## 3- أثر العمليات البنكية (القروض) الخارجية:

بعد صدور الأورو في 1 يناير 1999، توسعت بنوك منطقة الأورو خارج حدودها الوطنية إلى جميع أرجاء منطقة العملة الواحدة. و نظرا للعملة الموحدة والقواعد الموحدة إلى حد كبير تراجعت المخاطر ذات الصلة بكل بلد على حدة أو تم تجاهلها. وزادت أرصدها من المطالبات الأجنبية (بما في ذلك القروض الخاصة بفروعها الأجنبية) من 4.3 تريليون دولار في عام 2000 إلى 15.9 تريليون دولار في عام 2007.

استند جزء كبير من التوسع الخارجي للبنوك إلى مخاطر غير محسوبة جيدا أو استراتيجيات غير موجهة بشكل جيد ظهرت من جديد وأثرت سلبا على البنوك. فقد اشترت بعض البنوك الأوروبية شرائح ذات تصنيف - AAA - من الأوراق المالية الأمريكية المضمونة بالرهون العقارية عالية المخاطر التي أدت في وقت لاحق إلى خسائر كبيرة. واشتركت البنوك الهولندية والفرنسية والألمانية بشكل مباشر وغير مباشر

في فقاعة العقارات الإسبانية وعانت من آثار انفجار تلك الفقاعة. وقد انعكس هذا الاتجاه منذ الأزمة إذ انخفضت المطالبات الأجنبية الخاصة ببنوك منطقة الأورو بمقدار 7.3 تريليون دولار، أو 45%. كان هذا التراجع استجابة رشيدة إلى إعادة تقييم مخاطر المعاملات عبر الحدود، إذ اتضح لكثير من البنوك أن الهوامش والإيرادات على الأعمال الأجنبية أقل من مثيلتها في الأسواق المحلية، التي يكون فيها لدى البنوك حجم أعمال كبير ودرية بالأوضاع المحلية، وأصبحت البنوك الآن تحت ضغط مستمر من الهيئات التنظيمية و حاملي الأسهم و الدائنين لتكون أكثر تحفظاً. وقد خفضت بنوك هولندا وفرنسا وسويسرا والمملكة المتحدة أعمالها الأجنبي، كما تراجع حجم عمليات البنوك الأمريكية على الصعيد الدولي، إذ كان لمجموعة سيتي غروب عمليات مصرفية مرتبطة بسوق التجزئة في 50 بلداً في عام 2007، وأصبح هذا الرقم 19 الآن<sup>1</sup> - ديسمبر 2017 -.

#### 4- خطر المديونية الخارجية على الدول النامية:

تعتبر المديونية الخارجية أحد أهم صيغ التمويل الدولي، و رغم حاجة الدول النامية إلى تمويل خارجي لإطلاق العملية التنموية لديها بسبب نموذج الفجوتين الداخلية (ادخار-استثمار) و الخارجية (مدفوعات و مقبوضات ميزان المدفوعات من العملات الأجنبية)، إلا أن المديونية الخارجية عادة ما تحمل معها مخاطر عدم القدرة على السداد و عدم الالتزام بمواعيد الاستحقاق إضافة إلى التكلفة المرتفعة لخدمة الدين الخارجي... فالدول النامية تفتقد إلى عناصر الإنتاج مجتمعة و رأس المال لا يمثل سوى أحد عناصر الإنتاج. إن توفير القروض لدول الجنوب مع افتقارها للعنصر البشري المؤهل و عنصر التنظيم المتمثل في الممارسات الإدارية الحديثة القائمة على النظريات العلمية و كذا الافتقار إلى التحكم في التكنولوجيا (الفجوة التكنولوجية) سوف يحد من الآثار المتوقعة من عملية الاستدانة الخارجية.

لقد أكدت التجارب التنموية التي اعتمدت على الاستدانة الخارجية خلال عقدي الستينات و السبعينات خطر الاعتماد على التمويل الخارجي في ظل غياب باقي عناصر الإنتاج و هو ما أكدته تجارب دول أمريكا اللاتينية و تجارب كثير من الدول الإفريقية، إذ سرعان ما انفجرت مشكلة عدم القدرة على سداد الديون الخارجية بالمكسيك عام 1982 و غيرها من الدول. و ما تلى ذلك من عمليات إعادة جدولة الديون و إعادة هيكلة الاقتصاديات و دمجها في الاقتصاد العالمي وفق الشروط التي أمثلتها الهيئات النقدية و المالية السائرة في فلك الدول المانحة بما يخدم مصالح العالم الرأسمالي المتقدم.

<sup>1</sup> - أنظر:

- هيل عجمي جميل الجنابي. مرجع سابق. ص: 408-412.  
 - مأمون علي الناصر و آخرون. مرجع سابق. ص: 267-262.  
 - سوزان لوند وفيليب هارلي. مرجع سابق. ص: 42-45.  
 - إيهان كوزي و آخرون. العولمة مرجع سابق. ص: 09.

تجدر الإشارة إلى أن دول الجنوب غالباً ما يتم تصنيفها من طرف وكالات التصنيف الائتماني في مراتب متدنية من حيث الملاءة المالية و هو ما يعني ارتفاع درجة الخطر حول مصير الأموال المقترضة، لذا غالباً ما يتم تطبيق أسعار فائدة مرتفعة على الديون الممنوحة لهذه الدول. كما يصاحبها الكثير من الشروط حول طبيعة إنفاقها و ضرورة استقدام الفنيين و الخبراء الأجانب فيما يخص توطين التكنولوجيا المستوردة في إطار عملية الاستثمار، و تدرج سياسة استقدام الفنيين و الخبراء الأجانب في إطار احتكار التكنولوجيا من طرف الجهات المانحة للقرض و حصر دور الدول المتلقية على استهلاكها فقط، كما أنها تعتبر عملية مكلفة جداً.

في حالة القروض الثنائية غالباً ما تكون مصحوبة بمجموعة من الشروط المقيدة، كضرورة إنفاق القرض في استيراد سلع و خدمات الدول المانحة، أو ضرورة الالتزام بمواقف سياسية لصالح الدولة المانحة كخدمة معنوية للدين الخارجي.

#### 5- خطر الاستدانة قصيرة الأجل:

يعتبر الاعتماد على الديون قصيرة الأجل مصدراً تمويلياً مكلفاً، نظراً لقصر آجال التسديد و الطبيعية الاستعمالية للقرض. حتى عام 1997 بلغت الديون قصيرة الأجل للبنوك العالمية المستحقة على البلدان النامية 60 % من مجموع ديونها، كما أنه في بعض الحالات تستخدم هذه القروض قصيرة الأجل من أجل سداد خدمة الدين الخارجي طويل الأجل (تسديد الأقساط السنوية) أو تسوية فاتورة الواردات الملحة... و هنا تفقد الديون طبيعتها الإنتاجية المولدة للثروة ما يجعل من الصعب الاستمرار بهذه السياسة التي ستصطدم بآجال استحقاق قصيرة الأجل مضافاً إليها الفوائد على الاستدانة.

#### 6- التداعيات غير المرغوبة للاستثمار الأجنبي المباشر:

من أجل تجنب تداعيات الاستدانة الخارجية غير المرغوبة لجأت معظم الدول إلى استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر كخيار أفضل، نظراً لأن هذا الأخير يوفر التكنولوجيا و المهارات الإدارية المصاحبة لعملية التمويل و هذا يعتبر مهماً من ناحية إنتاجية و مردودية التمويل الدولي و بالفعل حققت الدول النامية قفزة نوعية فيما يخص تنويع اقتصادياتها و رفع معدلات النمو لديها و تقليص البطالة و كذا تحسين المستوى المعيشي بفعل التدفقات الاستثمارية المباشرة. غير أن هذه الظاهرة لها تداعياتها السلبية كذلك خاصة ما تعلق بالنفوذ المتزايد للشركات متعددة الجنسيات داخل الدول المضيفة، إذ أنها ستعمل على الحفاظ على مصالحها بالتدخل في المنظومة التشريعية و كذا السياسية بما يضمن احتكارها للسوق و توسيع مصالحها، كما أن هناك مشكلة أخرى تتمثل في تهريب رؤوس الأموال على شكل تحويلات أرباح للشركات الأم، الأمر الذي يقلل من النقد الأجنبي المتاح للدولة المضيفة.

### المحور الثالث- أسواق المال و النقد الدولية:

يتم التفريق بين أسواق المال و أسواق النقد على أساس الأجل الزمنية للأدوات المتداولة في كل سوق، إذ تشير أسواق المال الدولية إلى تلك الأسواق التي يتم من خلالها تبادل الأدوات المالية من عبر حدود الدول ، و التي تبلغ آجالها الزمنية سنة فأكثر، كما يمكن أن يتبادل المتعاملون في أسواق المال الدولية أدوات مالية ليس لها أجل زمني محدد كالأسهم التي تصدرها كبرى الشركات العالمية في الأسواق المالية العالمية.

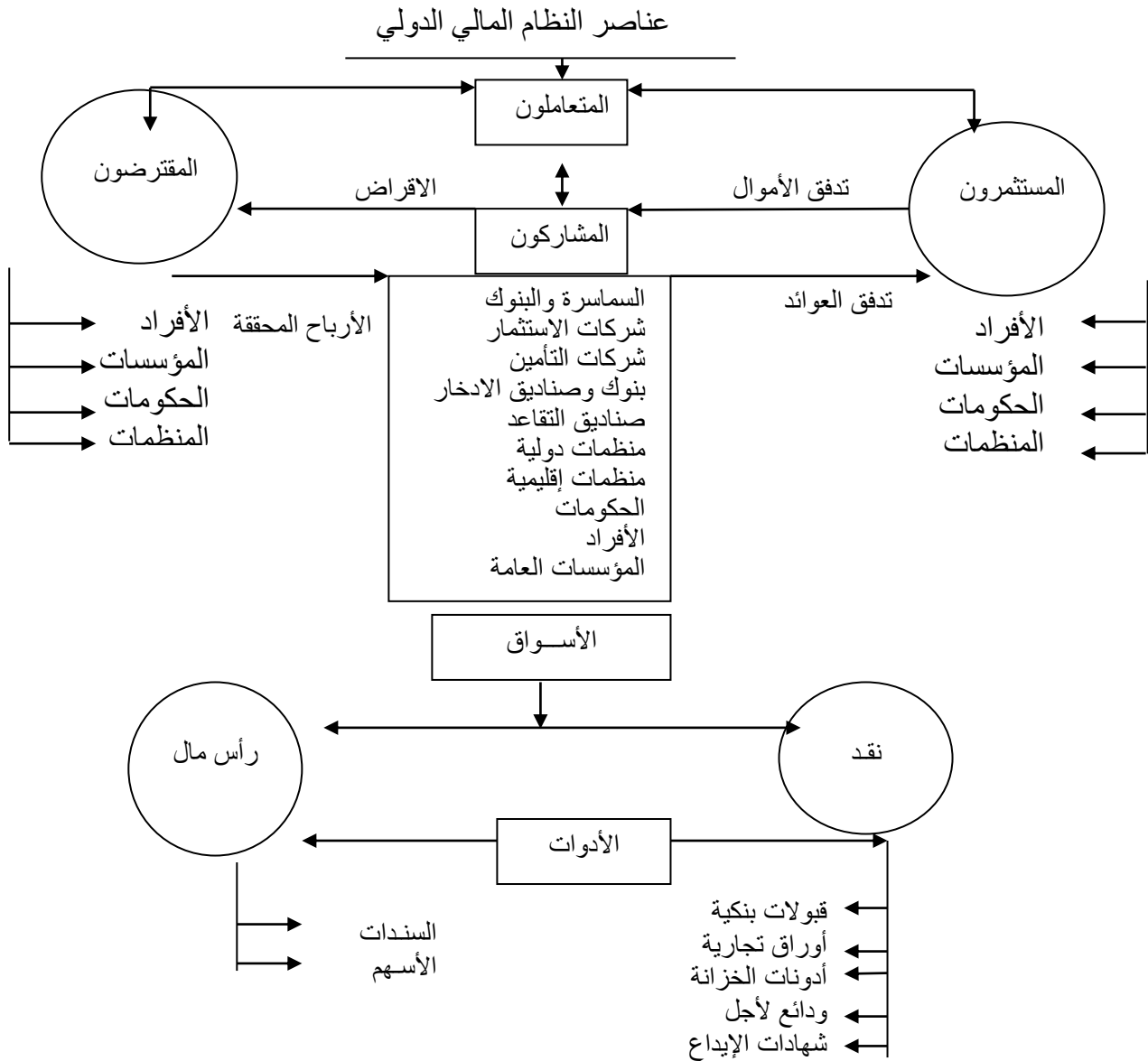
على النقيض من ذلك نجد أن أسواق النقد الدولية تشير إلى تبادل الأدوات المالية ذات الأجل التي تقل عن سنة عبر حدود الدول.

### أولاً- عناصر النظام المالي الدولي:

يمثل النظام المالي الدولي أحد الأركان الثلاثة للنظام الاقتصادي العالمي بالإضافة إلى النظام التجاري الدولي والنظام النقدي الدولي. والنظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يحقق تمويلاً للنظام التجاري الدولي واستقراراً للنظام النقدي، والتنسيق بين هذه الأنظمة يؤدي إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية وتحقيق النمو في معظم بلدان العالم. يتشكل النظام المالي الدولي من منظومة متكاملة تعتمد على ثلاثة ركائز أساسية تتمثل في المتعاملين، الأسواق و الأدوات، كما يوضحه الشكل التالي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مفتاح الصالح. مرجع سابق. ص ص : 6-8.

الشكل رقم (02): عناصر النظام المالي الدولي



المصدر: مفتاح الصالح، مرجع سابق، ص: 7.

يتضح من الشكل السابق أن العناصر الأساسية التي يشتمل عليها النظام المالي الدولي تتكون من المتعاملين والأسواق والأدوات.

#### 1- المتعاملون :

هم الركيزة الأساسية للنظام المالي الدولي و يتكون المتعاملون في ظل النظام المالي الدولي من المستثمرين و المقترضين و المشاركين.

#### أ-المستثمرون:

يقصد بهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية

والمستثمر هو ذلك الشخص (مهما كانت طبيعته القانونية) الذي يملك أرصدة فائضة من الأموال ويرغب في توظيفها، وهنا يجب أن يفرق بين التوظيف المالي والتوظيف الحقيقي للأموال. يشير التوظيف المالي إلى الاستثمار في إحدى الأصول المالية كالأسهم والسندات أو غيرها من الأدوات المالية الأخرى والتي تدر عائداً مالياً لصاحب هذا المال. أما التوظيف (الاستثمار) الحقيقي للأموال فيقصد به شراء معدات أصول وآلات جديدة بهدف زيادة الطاقة الإنتاجية أو المحافظة على هذه الطاقة من خلال الاستثمار الإحلالي.

#### ب- المقترضون:

وهم الأفراد والمؤسسات العامة والخاصة وحكومات الدول المختلفة والمنظمات الدولية والإقليمية الذين يحصلون على قروض من الأسواق المالية الدولية عن طريق طرح (بيع) سندات في هذه الأسواق، أو بالاقتراف المباشر من التجمعات المصرفية أو المنظمات الدولية أو من الحكومات المختلفة. و المقترض عادة ما يرغب في الحصول على الأموال من مصادر مختلفة بهدف توظيفها في استثمارات حقيقية بشراء معدات والآلات والقيام بعمل مؤسسات ومصانع ومشروعات جديدة و في هذه الحالة فإن المقترض يصبح بمثابة الشخص المستثمر.

تأخذ الأموال في إطار النظام المالي الدولي اتجاهين:

الاتجاه الأول: هو تدفق هذه الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى المقترضين الذين يستخدمون هذه الأموال في الاستثمارات (أصحاب العجز المالي).  
الاتجاه الثاني : هو تدفق عوائد وأرباح هذه الأموال من المقترضين إلى المدخرين.

#### ج- المشاركون:

يقصد بهم السماسرة والوسطاء الذين يتعاملون في الأسواق لحساب الغير أو لحسابهم مثل البنوك وشركات الاستثمار المالي وشركات التأمين وبنوك وصناديق الادخار ... بالإضافة إلى صناديق التقاعد والمنظمات الدولية و الإقليمية المختلفة والحكومات والشركات دولية النشاط (متعددة الجنسيات) والأفراد من مختلف دول العالم...

#### 2- الأسواق :

تمثل الأسواق المالية المحلية والدولية الشبكة الأساسية التي تنتقل من خلالها رؤوس الأموال وتنقسم الأسواق المالية من وجهة نظر الأجل الزمنية والأدوات المستخدمة إلى أسواق نقد وأسواق رأس المال . في أسواق النقد يتم التعامل بأدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح آجال استحقاقها بين يوم وأقل من سنة. أما أسواق رأس المال فتكون تعاملاتها في الآجال الطويلة، و تعكس الأدوات المستعملة غالباً حقوق الملكية مثل الأسهم كما تعكس كذلك ديونا طويلة الأجل مثل السندات.

## 3- الأدوات:

تختلف الأدوات باختلاف نوعية السوق. ففي أسواق النقد تكون أدوات التعامل في معظمها قصيرة الأجل مثل:

- أدوات الخزينة.
  - القبولات المصرفية.
  - الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
  - شهادات الإيداع المخزنة والودائع لأجل وصكوك الديون المختلفة.
- أما الأدوات المستخدمة في أسواق رأس المال وهي الأدوات طويلة الأجل مثل:
- الأسهم التي تصدرها الشركات الصناعية.
  - السندات الدولية التي تقوم بطرحها هذه الشركات وتلك التي تطرحها حكومات الدول المختلفة في أسواق المال الدولية.

**ثانيا- السوق المالي الدولي:**

تعتبر الأسهم و السندات تقليديا أهم صيغ التمويل التي يتيحها سوق رأس المال الدولي، كما أنها تعتبر الأدوات المالية الأكثر تداولاً في هذا السوق، فهي عبارة عن أدوات تمويلية طويلة الأجل تستفيد منها الجهات المصدرة لها أثناء عملية الإصدار و الاكتتاب على مستوى السوق الأولي (سوق الإصدار) لتتحول بعد ذلك إلى أدوات مالية يتم التعامل بها بيعاً و شراءً على مستوى السوق الثانوي (سوق التداول) و بما أننا بصدد الحديث عن السوق المالي الدولي فهنا لا نقصد تلك الأوراق المالية المصدرة بالسوق المحلي و بعملة محلية و تستهدف المدخرين المحليين. إنما تلك الأوراق المالية الصادرة بالعملة الأجنبية عن إحدى الجهات التي تعاني العجز كالشركات الكبرى، الحكومات أو حتى الهيئات الدولية كالبنك العالمي... ل يتم طرحها بأحد المراكز العالمية للاكتتاب فيها بما يسمح بعبور رأس المال عبر الحدود السياسية للدول.

تجدر الإشارة إلى أن هذه الأوراق المالية يمكن أن تكون أدوات استنادة كالسندات كما يمكن أن تكون أدوات مساهمة كالأسهم. فالسندات عبارة عن وعود بالدفع من طرف الجهة المصدرة لها لأجل طويلة و مقابل عائد ثابت يتمثل في سعر الفائدة، و يمكن أن تصدر عن جهة خاصة بالشركات، جهة عمومية كالحكومات و الإدارات المحلية، جهات دولية كالبنك العالمي. يثبت الاكتتاب في السندات حقا لصاحبها في الاستفادة من العائد الثابت بطريقة دورية مع الحق في استيفاء قيمة الدين بحلول أجل الاستحقاق لكن دون إمكانية المساهمة في الإدارة أو حق التصويت.

في حين أن الأسهم تعتبر أدوات ملكية، يساهم مالكها في جزء من رأس مال الجهة المصدرة، إذن هو شريك فيها و له الحق في نسبة من الأرباح المحققة، كما له الحق في التصويت و الإدارة إذا بلغ الحد الأدنى من التملك الذي يسمح له بذلك.

يتضح من خلال ما تقدم أن إصدار الأسهم هو حكر على الجهات الخاصة كالشركات فقط نظرا للنتيجة المترتبة على اقتنائه، و هي التملك و المساهمة، و هذا لا يمكن أن يكون في حالة الحكومات مثلا. تجدر الإشارة إلى أن تملك الأسهم بنسبة تفوق 10 % من رأس مال الشركة تعطي الحق لصاحبها في الإدارة و التصويت، لذلك تدرج هذه الحالة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وفق التعريف الذي يتبناه صندوق النقد الدولي. في إطار تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر لم يعد يشترط إقامة المشاريع على الأرض و إنما فقط نسبة تملك تفوق 10 % بالنسبة للأسهم. في حين يتعلق الاستثمار المحفظي بتملك نسب أقل أو بتملك السندات.

### 1- سوق السندات الدولية:

تعتبر سوق السندات الدولية أحد أهم أجزاء أسواق رأس المال الدولية، و يرجع ذلك إلى كونها أداة هامة لتوفير السيولة طويلة الأجل، و يتم إصدار السندات الدولية عادة بعملة إحدى الدول التي يتم الاكتتاب فيها عن طريق المصارف و المؤسسات الكائنة في هذه الدولة. و تتنوع السندات المصدرة تنوعا كبيرا يتيح حرية أفضل في الحركة من جانب المقترضين و المكتتبين في هذه السندات.

تصبح السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية بعد تمام الاكتتاب و التخصيص في السوق الأولية و يتم التعامل في السوق الثانوية للسندات بالبيع و الشراء من خلال المصارف و السماسرة و بيوت المقاصة و الشركات الدولية. و يتصدر الدولار الأمريكي قائمة العملات الرئيسية في هذه السوق إذ يتم إصدار معظم السندات على المستوى الدولي بالدولار الأمريكي.

يمكن أن يكون الاقتراض من أسواق السندات الدولية بسبب عدم وجود أسواق محلية للسندات أو ضآلتها بشكل كبير خاصة عند مقارنتها بأسواق السندات الدولية، و يعتبر السوق المالي ضعيفا إذا كان عاجزا عن تعبئة الادخار المحلي بسبب ضعف القدرة الادخارية للاقتصاد أو غير قادر على استقطاب رأس المال الأجنبي إما نظرا لضيق السوق و قلة الأدوات المالية المتاحة أو بفعل القيود المفروضة عليه، و تلك هي الحال في كثير من الدول النامية. فالشركات التي ترغب في زيادة رأس المال عن طريق بيع السندات يجب عليها اللجوء إلى الأسواق الدولية للسندات.

### 2- أقسام سوق السندات الدولية:

تعتبر السندات الدولية أحد أهم القنوات الناقلة لرأس المال على المستوى الدولي، واصطلاح السندات الدولية يضم السندات الأجنبية و السندات الأوروبية.

فالسند الأجنبي عبارة عن سند أصدرته شركة أجنبية أو حكومة أجنبية في سوق المال المحلي لدولة أخرى، و عادة ما يتم بيع هذه السندات من خلال أحد بنوك الاستثمار في الدولة المضيفة، و يتم تداول هذه السندات في السوق المالي الخاص بهذه الدولة المضيفة، و يخضع السند الأجنبي لقوانين الحماية الخاصة بهذه الدولة.

أما السند الأوروبي فهو عبارة عن سند يتم إصداره في دول لا تستخدم عملة إصدار السند كعملة وطنية خاصة بها، و غالبا ما يتم إصداره بشكل متزامن في عدة دول، إذ تعتبر لندن المركز الرئيسي للإصدارات و التداولات تليها مجموعة من المراكز المالية المهمة مثل فرانكفورت أمستردام، زيوريخ... و يبلغ صافي الإصدار السنوي الجديد من السندات الأوروبية نحو ضعف معدل إصدار السندات الأجنبية<sup>1</sup>.

#### أ- سوق السندات الأجنبية Foreign Bond Market :

يكون مصدر السندات في هذه السوق من دولة ما، إذ يقوم بإصدار و بيع السندات في دولة أخرى (الدولة المضيفة) و العملة التي تصدر بها السندات هي عملة الدولة المضيفة، فهي عبارة عن سندات يصدرها المقترضون الذين ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم و في أسواق رأس المال لدولة أخرى و بنفس عملة البلد الذي تم طرح السندات فيه.

يتم طرح هذه السندات و بيعها بواسطة تجمعات مصرفية معينة بحيث تتولى هذه التجمعات التي توجد داخل دولة معينة إصدار هذه السندات و ترويجها داخل حدود هذه الدولة و بنفس عملتها كأن تقوم شركة يابانية مثلا بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي في سوق رأس المال بنيويورك للاكتتاب. و من أهم أسواق السندات الأجنبية:

سوق اليانكي Yankee Bond Market بالولايات المتحدة، سوق سندات الساموراي Samurai Bonds باليابان، سوق سندات الفرنك السويسري Swiss Franc Bond Market بسويسرا سوق سندات البلدوغ في بريطانيا<sup>2</sup> Bulldog Bond Market.

#### ب- أسواق السندات الأوروبية (سوق الأورو دولار بوند) Euro-Dolla Bond Market :

السندات الأوروبية هي أدوات دين طويلة الأجل تصدر بعملة غير عملة الدولة التي أصدرت بها السندات على سبيل المثال تستطيع شركة كندية إصدار أدوات دين طويلة الأجل مقومة بالدولار الكندي في سوق لندن، و يطلق على هذه الأداة اسم "السند الأوروبي" لأنها مقومة بعملة الدولار الكندي، غير عملة الدولة التي أصدرت فيها و هي المملكة المتحدة<sup>3</sup>.

السند الأوروبي عبارة عن سند يتم إصداره في دول لا تستخدم عملة إصدار السند كعملة وطنية خاصة بها، و غالبا ما يتم إصداره بشكل متزامن في عدة دول، و يقوم المقترض في هذه الأسواق من دولة ما بإصدار سندات في أسواق دول عديدة بمساعدة مؤسسة إقراض متعددة الجنسيات و يمكن إصدار هذه السندات بعملات مختلفة.

<sup>1</sup> - سي بول هالوود. رونالد ماكدونالد. مرجع سابق. ص: 611-612.

<sup>2</sup> - هزاع مفلح. مرجع سابق. ص: 173-181.

<sup>3</sup> - جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. 2010. ص: 167.

في هذا السوق يصدر مقترضون ينتمون لدولة معينة خارج حدود دولتهم سندات في أسواق رأس المال لدولة أخرى، و بعملة غير عملة الدولة التي يتم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، فإذا قامت نفس الشركة اليابانية بإصدار سندات مقومة بالدولار الأمريكي و تم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن أو فرانكفورت أو باريس فإن هذه السندات يطلق عليها سندات أوروبية.

تتولى عادة تجمعات مصرفية دولية إدارة هذا الإصدار من السندات، و من ثم فإن حاملي هذه السندات ينطبق عليهم وصف غير المقيم بالنسبة للدولة التي صدرت هذه السندات بعملتها.

يتكون هذا السوق من أطراف مكونة له، تتمثل في:

الجهات المقترضة: يتم الاقتراض في سوق سندات الأورو من قبل القطاعات الحكومية و غير الحكومية و القطاع الخاص المتمثل في المصارف، المؤسسات و الشركات المالية و كذا المشاريع المختلفة.

الجهات المستثمرة: يتم الاستثمار في هذا السوق عن طريق المجموعات الاستثمارية و صناديق التقاعد و شركات التأمين و البنوك الدولية و الشركات المالية و كذا الحكومات.

يشكل السوقان السابقان إجمالي سوق السندات الدولي و تصدر بعض السندات أيضا في مراكز الأوفشور Offshore Centers كجزر كايمان Cayman، الباهاما و بعض جزر الكاريبي الهولندية Netherlands Antilles، و ما تبقى من هذه الجهات المصدرة تتكون مؤسسات كالبنك الدولي و صندوق النقد و بعض الدول.

### 3- أنواع السندات الدولية:

تختلف طبيعة السندات المعمول بها في السوق المالي الدولي نظرا لعدة اعتبارات متعلقة بالجهة المصدرة من جهة و باستقطاب المكتتبين من جهة ثانية، إذ يمكن أن نميز الأنواع التالية:<sup>1</sup>

أ- السندات ذات المردود الثابت (أسعار الفائدة الثابتة):

تعتبر السندات الدولية التي تصدر بفائدة ثابتة الشكل التقليدي لعملية الإصدار، و مثل هذه السندات تحمل فائدة محدودة و أجل استحقاق محدود و تدفع الفائدة المستحقة عليها دوريا كل عام، و تتحدد معدلات الفائدة الثابتة لهذه السندات لحظة إصدارها استرشادا بأسعار الفائدة السائدة في السوق الدولية على نفس العملة التي أصدرت بها هذه السندات، و توفر هذه النوعية من السندات تشكيلة واسعة من العملات و آجال الاستحقاق و العوائد الثابتة بالنسبة للمستثمرين، أما بالنسبة للمقترضين فإنها توفر حالة من التأكد بشأن تكلفة الاقتراض الممثلة في معدلات الفائدة الثابتة فضلا عن تحديد أجل محدد و معروف مقدما لاستحقاق السندات.

<sup>1</sup> - هزاع مفلح. ص ص: 173-188.

**ب- السندات ذات المردود المتغير (أسعار الفائدة المتغيرة):**

و تمثل السندات بفائدة معومة أدوات دين ذات فائدة غير ثابتة، حيث يتم تغيير معدلات الفائدة على هذه السندات دوريا (بحسب متغيرات السوق و العائد على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت كأسعار الفائدة على الإيداعات، على السندات المالية، باقي أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية) بحيث يتم إصدار السند في البداية بسعر فائدة قريب من ذلك السائد في بين المصارف في لندن LIBOR و يجري تغيير سعر الفائدة بعد مرور فترة معينة و بطريقة دورية حسب شروط الإصدار. و يمكن أن يتوقف تعويم سعر الفائدة عند سعر محدد وقت الإصدار كحد أدنى لا يجوز أن ينخفض دونه، و ذلك لحماية المستثمرين من انخفاض حاد في أسعار الفائدة.

تجدر الإشارة إلى أنه قد تصدر السندات بأسعار فائدة متغيرة في البداية مع إعطاء الحق لصاحبها خلال سنوات محددة في تحويلها إلى سندات ذات فائدة ثابتة إذا ما انخفضت أسعار الفائدة عن مستوى محدد. و يضمن هذا الحق حد أدنى من العائد للمستثمر، كما يضمن إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية نتيجة لارتفاع القيمة السوقية للسند عن قيمته الاسمية التي تم إصداره بها.

**ت- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:**

تعطي السندات القابلة إلى التحويل إلى أسهم الحق لصاحبها في تحويلها إلى أسهم ملكية في أي فترة سابقة لأجل استحقاقها على أساس سعر تحويلي يحدد في العادة عند إصدار السند، بحيث يصبح حاملها مالكا لأسهم في الشركة المصدرة، و في هذه الحالة فإن المستثمر يصبح شريكا في الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة في المستقبل، و يعتبر هذا النوع من السندات أحد الأدوات المفضلة لدى المستثمرين نظرا لإمكانية المفاضلة بين العائد الثابت و العائد المتغير.

**ث- السندات متنوعة العملات:**

قد يتم إصدار السندات بمجموعة متنوعة من العملات، و يوفر هذا النوع ضمانات جديدة ضد أي تقلبات تطرأ على أسعار صرف العملات، و مثال ذلك السندات المقومة بسلة عملات.

**ج- السندات متعددة الشرائح:**

يقصد بالسندات متعددة الشرائح تلك التي يتم إصدارها على شرائح، بحيث يمكن طرح كل شريحة منها للاكتتاب كل فترة زمنية معينة، و ذلك عندما تحتاج المؤسسة صاحبة الإصدار إلى أموال إضافية و بشروط قريبة من شروط الشريحة السابقة، مع تخفيض تكاليف إصدار و ترويج السندات التي تحصل عليها التجمعات المصرفية التي تدير عملية الإصدار.

**ح- السندات القابلة للتمديد أو السندات القابلة للدفع المسبق:**

يقصد بالسند القابل للتمديد أن للمستثمر الخيار في الاحتفاظ بالسند بعد تاريخ استحقاقه لعدد معين من السنوات و بنفس سعر فائدته الأصلي أو استلام قيمته عند تاريخ الاستحقاق، و في حال لم يمارس

المستثمر هذا الحق عند تاريخ الاستحقاق فإن السند يعتبر مستحق التسديد من قبل المقترض بتاريخ استحقاقه.

أما السندات التي تتميز بقابلية الدفع المسبق فتعطي للمستثمر الخيار بتقديم هذه السندات للمقترض (الجهة المصدرة) لدفع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق بعدد معين من السنوات، أو الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، و إذا لم يمارس المستثمر هذا الحق فإن هذه السندات تعتبر مستحقة التسديد من قبل المقترض بتاريخ الاستحقاق.

#### خ- السندات القابلة للإطفاء (القابلة للشراء):

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

#### 4- المشاركون في عملية إصدار السندات:

يشارك بصفة رئيسية كل من التجمعات المصرفية الدولية و المؤسسات و الحكومات و المستثمرون بمختلف أنواعهم في عملية إصدار السندات على المستوى الدولي، إذ تتولى التجمعات المصرفية الدولية ضمان ترويج السندات و إدارتها وصولاً إلى توزيعها عبر مختلف مناطق البيع في الأسواق المالية الدولية، و ذلك مقابل عمولات تتلقاها من طرف الجهات المقترضة (المؤسسات المصدرة للسندات). بحيث تضمن هذه الخدمات تفاصيل عملية الإصدار و الترويج لها في المجالات المالية المتخصصة، كما أن بعض التجمعات المصرفية يمكن أن تقوم بعملية الاكتتاب في هذه السندات بنفسها في حال عدم التمكن من بيعها.

تعتبر التجمعات المصرفية الدولية حلقة الوصل بين المقترضين (الجهات المصدرة للسندات) و المستثمرين (الجهات المشترية للسندات) في سوق السندات الأولي، فتقوم بالاتصال بالمقترضين للترتيب معهم بخصوص الاستثمار، و بالمستثمرين لإعلامهم بتفاصيل الإصدار (تاريخ الإصدار أجل الاستحقاق، معدل الفائدة، نوعية معدل الفائدة، خصائص السندات، المركز المالي للمقترض...).

تقوم المصارف في مجال إصدار السندات بالتعامل مع المقترضين الذين يحملون تصنيفاً ائتمانياً دولياً بدرجة استثمار و هي لا تقل عن BBB، و قد اتجهت هيئات الرقابة على الأسواق المالية إلى طلب التصنيف الائتماني كشرط مسبق لأي إصدار سندات، فإذا كان التصنيف دون BBB أي يقع في درجة المضاربة، فإنه يتم تقييم المقترض على أساس اسمه، حجمه و إصداراته السابقة و بالتالي يجب أن يتمتع المقترض بسمعة و مركز جيدين.

بالنسبة للمتعاملين في سوق السندات الدولية فيتمثلون في مزيج من الجهات كالهيئات الحكومية الصناديق السيادية، المؤسسات المالية، صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد...<sup>1</sup>

### 5- القروض المشتركة:

#### أ- تعريف القروض المشتركة:

مع تزايد حجم القروض بما يزيد عن طاقة بنك واحد و الرغبة في توزيع المخاطر على أكبر عدد ممكن من المصارف، ظهرت القروض المشتركة التي يتولى تنظيمها وإدارتها أحد المصارف الكبيرة و يلاحظ أن القروض التي تطلبها بعض الحكومات تصل في بعض الأحيان إلى مليار دولار أو أكثر، و هو قرض يفوق طاقة معظم المصارف الدولية، الأمر الذي أدى إلى انتشار القروض المشتركة بين المصارف التي يزيد عددها في بعض الأحيان على 50 بنكا.

القرض المشترك عبارة عن قرض كبير نسبيا يتم تأمينه بالنيابة عن المقترض عن طريق مجموعة من المصارف المقرضة.

تحدد شروط عقد القرض وفقا لمجموعة من العوامل في مقدمتها ظروف الإقراض السائدة في الأوراق المالية و معايير الضمان و مستوى الجدارة الائتمانية للمقترض، إضافة إلى درجة المخاطرة التي تنطوي عليها عملية منح القرض.

#### ب- خصائص القروض المشتركة:

- يتحدد سعر الفائدة على القروض المشتركة عادة اعتمادا على السعر الأساسي، و السعر السائد بين المصارف في أحد المراكز المالية العالمية الرئيسية عبر العالم. ففي لندن نجد أن سعر الفائدة السائد على المعاملات من إقراض و اقتراض بين البنوك اللندنية يعد بمثابة الأساس المرجعي لأسعار الفائدة التي يجري تنفيذ عمليات القروض المشتركة بها في لندن، و يسمى هذا السعر الأساس بالليبور London Interbank Offered Rate، و هناك أيضا أسعار أخرى مرجعية لتحديد سعر الفائدة في بعض المراكز المالية الأخرى في العالم، مثال ذلك سعر الفائدة السائد بين المصارف في نيويورك NIBOR أو طوكيو TIBOR أو سانغافورة SIBOR أو باريس PIBOR.

- السعر الإضافي: و هو سعر يضاف إلى السعر الأساسي (الليبور مثلا) بطريقة دورية (ثلاثة، ستة أشهر أو سنة)، و تعتبر المخاطرة و كذا الطلب على القروض أحد أهم المعايير المحددة للسعر الإضافي، ففي الوقت الذي حصل فيه كثير من أعضاء منظمة التعاون و التنمية OCDE على قروض بسعر إضافي على سعر الليبور بلغ فقط الثمن (1/8) %، في حين أن الدول النامية غير البترولية تحصل على هذه

<sup>1</sup> - هزاع مفلح. ص ص: 190-199.

القروض بسعر إضافي على سعر الليبور يتراوح ما بين 2.5 إلى 3 % . الأمر الذي يشير إلى أهمية مستوى الجدارة الائتمانية في التأثير على تكلفة الإقراض الإجمالية.

- تقوم بعض المصارف بتقديم قروضها في شكل اعتمادات قائمة أو ارتباطات، و هو ما يعني أن البنك يوفر اعتمادات القرض عند طلبها خلال فترة زمنية معينة بأسعار الفائدة المتفق عليها، كما تم توضيحه سابقا. بالنسبة للأرصدة التي تم تخصيصها من قبل البنك غير أن المقترض لم يسحبها لأي سبب كان، فإن على هذا الأخير دفع "عمولة ارتباط" على أرصدة القرض المخصصة من قبل البنك و تصل هذه العمولة في كثير من الأحيان إلى 1 %.

- يجب على المقترض أن يوضح في وثيقة عقد القرض الغرض الذي تم من أجله الاقتراض سواء كان ذلك لتمويل نفقات حكومية، إقامة بنى تحتية، استثمارات أجنبية مباشرة، أنشطة تجارية...

#### ت- خطوات عقد القروض المشتركة:

تنطوي عملية عقد القروض المشتركة أساسا على ثلاثة أطراف هي الجهات المقترضة، المصرف القائد الذي يدير العملية و المصارف المشاركة.

تبدأ صفقة عقد القرض عن طريق قيام إحدى الجهات المقترضة التي تحتاج إلى أموال سائلة بالبحث عن أحد المصارف الكبيرة التي تستطيع قيادة عملية الاكتتاب في هذا القرض و ترويجه بين عدد آخر من المصارف التي ترغب في الاشتراك في تمويل الصفقة، بحث يوفر المقترض كافة المعلومات الخاصة بعملية الاقتراض للمصرف القائد، الذي يقوم بدوره بإعداد مذكرة وافية باسم المقترض و طريقة ضمان القرض و مقدار القرض المطلوب و الهدف من القرض و شروط الاقتراض المتعلقة بسعر الفائدة و أجل الاستحقاق و طريقة السحب من القرض و مصاريف إدارة القرض و عمولة المصرف القائد و بقية المصارف المشاركة و كافة الشروط الأخرى المتعلقة بتغطية تكلفة القرض... كما يلتزم المصرف القائد بدراسة الجدارة الائتمانية للمقترض (قد يكون حكومة، هيئة استثمارية، مؤسسة مالية...).

تبدأ الخطوة التالية بقيام المصرف القائد بتفصيل القرض و شروطه و إتاحتها لبقية البنوك المرشحة للمشاركة في تمويل القرض، إذ يعتمد اختيار البنوك المشاركة في التمويل على طبيعة و حجم القرض و كذا طبيعة الجهة المقترضة، إضافة إلى العلاقات السابقة فيما بين البنوك المشاركة في العملية التمويلية. كما يمكن أن يحدد المقترض مجموعة مصرفية بذاتها بحيث تتولى عملية تمويل القرض.

في الخطوة الأخيرة و بعد أن يتم تحديد المجموعة المصرفية التي ستتولى تمويل القرض، يتم نشر عقد القرض في المجالات المالية التي تهتم بأحوال أسواق المال الدولية، و ذلك لإتاحة كافة تفاصيل عملية الإقراض سواء للأطراف المشاركة في العملية و بقية الأطراف غير المشاركة، لتعميم المزيد من الشفافية و زيادة كفاءة السوق. بحيث تتضمن هذه المعلومات تفاصيل عن المقترض و حجم القرض و شروطه و العملة أو العملات المستخدمة و المصرف القائد و المصارف المشاركة...

غالباً ما يكون الدولار الأمريكي عملة القروض المجمعة، على الرغم من وجود قروض مجمعة بعملات أخرى كالأورو، الجنيه الاسترليني، الدولار الكندي وغيرها<sup>1</sup>.

### ثالثاً- السوق النقدي الدولي:

#### 1- مفهوم السوق النقدي:

يعتبر السوق النقدي مصدراً للتمويل قصير الأجل، فيوفر للمقترضين الفرصة للحصول على القروض قصيرة الأجل من أموال المستثمرين الراغبين بالحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. و تمارس البنوك التجارية الدور الرئيسي يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة. تتميز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة وذلك لسببين:

1- تدني درجة المخاطرة النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأن هذه الأوراق من النوع قصير الأجل ، لذلك فإن تغيرات أسعار الفائدة تترك أثراً محدوداً على الأسعار السوقية لهذه الأوراق.

2- تدني درجة مخاطرة الائتمان التي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، على اعتبار أن الأوراق المالية المتداولة فيه خاصة في قطاعه الثانوي تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالمصارف التجارية أو البنوك التجارية أو المؤسسات الحكومية و غيرها، و بالتالي احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة جداً.

تتنوع الأطراف الداخلة في هذا السوق بين بنوك تجارية و مركزية، شركات و هيئات مالية و مؤسسات و أفراد. بحيث تهدف كل من البنوك التجارية و غيرها من المؤسسات المالية كشركات التأمين ، صناديق التقاعد و الادخار... من التعامل في هذه السوق إلى الحفاظ على درجة عالية من السيولة و القدرة على سداد الالتزامات و الحصول على عائد مناسب، في حين أن البنوك المركزية تلجأ لهذه السوق لعدة أسباب كالتعامل في عرض العملات الأجنبية و الطلب عليها، عرض و طلب الأوراق المالية فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة، تعديل احتياطات الصرف...

#### 2- أدوات السوق النقدي:

تشير أسواق النقد الدولية إلى عمليات تبادل الأدوات المالية التي تقل آجالها عن سنة عبر حدود الدول و على الرغم من قيام المتعاملين بتبادل عدد من الأدوات المختلفة في الأسواق النقدية الدولية، إلا أن أدوات الصرف الأجنبي تبقى أكثر الأدوات فعالية و نشاطاً في المعاملات، و تتمثل الغالبية العظمى من أسواق الصرف الأجنبي (الذي تعتبر تعاملاته جزءاً من سوق النقد الدولي) في الاتجار في الودائع

<sup>1</sup> - أنظر:

- هزاع مفلح. مرجع سابق. ص: 213 - 218.

المصرفية بالعملة الأجنبية بين كبرى المصارف الرئيسية، وبمبالغ تبدأ بمليون دولار فأكثر، أو ما يساويها من عملات أخرى، قد تم تقدير حجم التعامل اليومي في سوق الصرف الأجنبي بما يعادل شهرين من النشاط في بورصة نيويورك<sup>1</sup>.

تتوافر في هذا السوق إلى جانب القروض المباشرة قصيرة الأجل، مجموعة من الأدوات أهمها:

#### أ- أدوات الخزينة:

تمثل أكثر أدوات السوق النقدي سيولة و تداولاً و تشكل بحد ذاتها المعيار الذي تقاس عليه عوائد بقية أدوات السوق النقدي، فالمستثمر يشتري أدوات الخزينة بخضم عن قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، و يشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر و ما قبضه العائد على الاستثمار.

بالنسبة لأدوات الخزينة العمومية، فهي سندات تصدرها الحكومة لأجل تتراوح من عدة أيام إلى غاية سنة، و يتولى البنك المركزي إصدار الأدوات لحساب خزينة الدولة، فهي أداة دين حكومية قصيرة الأجل. و يوجد عملاء يوفرون لهذه السندات سوقاً ثانوية مهمة تدعمها وتخلق بها نسبة سيولة عالية.

#### ب- شهادات الإيداع:

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

تحمل شهادة الإيداع سعر فائدة محدد كما تذكر شروطها في الوجه الخلفي و تبين طريقة حساب و دفع الفائدة عند الاستحقاق و شروط تداولها، و يترتب على المصرف المصدر لها التزام مالي مباشر بالنسبة للنسبة للقيمة الاسمية للشهادة و للفائدة المستحقة عليها.

تتميز شهادات الإيداع بسيولتها العالية إذ يمكن بيعها قبل تاريخ الاستحقاق، كما أن آجال استحقاقها تمتد من أقل من سنة إلى غاية خمس سنوات، و تعتبر شهادات مضمونة يتم ضمانها من طرف الجهة المصدرة لها.

#### ت- الأوراق التجارية قصيرة الأجل:

يقصد بها تلك السندات الأذنية التي تصدرها المؤسسات المالية و غيرها (الشركات الكبرى الهيئات الحكومية) ذات المراكز الائتمانية القوية كأداة من أدوات التمويل قصير الأجل، إذ تصدر لحاملها بأجل لا تتعدى السنة في الغالب. تتعهد البنوك بتغطية الإصدار، كما تلتزم بشراء أية أوراق تصدر و لا يستطيع المقترض بيعها أو تُصدر اعتمادات ضمان لها.

<sup>1</sup> - جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. ص: 165-166.

و يعتبر هذا النوع من الأوراق التجارية بالنسبة لمن يكتنيها أدوات استثمارية ذات دخل ثابت، إذ تفوق في العادة أسعار الفائدة المطبقة على هذه الأوراق الأسعار على الودائع المصرفية.

### ث- القبولات المصرفية:

تعمل القبولات المصرفية على تشجيع و تنشيط عمليات التصدير، إذ يتم استعمال هذا النوع من القبولات في عمليات تمويل التجارة الخارجية قصيرة الأجل، إذ يلجأ المستورد إلى بنك محلي لإصدار قبول مصرفي يضمن بمقتضاه هذا البنك للمصدر الأجنبي الحصول على ثمن البضاعة عن طريق بنك مراسل في بلده الأصلي (البنك المراسل يقع في بلد المصدر)، و يصدر هذا القبول بقيمة اسمية تساوي ثمن البضاعة و بأجل يساوي المهلة الزمنية المتفق عليها للسداد بين المورد و المستورد.

بعد استلام القبول المصرفي من طرف المورد (المصدر) يمكنه أن يحتفظ لحين موعد استحقاقه و استلام قيمته الاسمية كاملة من المصرف المراسل، أو يقوم ببيعه في السوق الثانوي بخصم معين (أقل من سعره الاسمي)، تجدر الإشارة إلى أن المصدر يكون قد احتاط لسعر الخصم و أضافه إلى سعر بضاعته المصدرة، أي أن الثمن الذي حصل عليه قبل تاريخ الاستحقاق حتى مع الخصم إلا أن ذلك يكون مكافئاً لعائداته التصديرية.

تقوم المصارف التجارية عادة بشراء هذا النوع من القبولات فتحقق بذلك عائداً متمثلاً بنسبة الخصم<sup>1</sup>.

### ج- الأدونات الأوروبية:

تعتبر الأدونات الأوروبية أدوات دين قصيرة و متوسطة الأجل، يتم إصدارها بعملة غير عملة الدولة التي تصدر هذه الأدون، و يتراوح أجل استحقاق هذه الأدونات بين عدة شهور و سنة واحدة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أنظر:

<sup>2</sup> - جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. مرجع سابق. ص: 167.

## المحور الرابع- ميزان المدفوعات:

### أولاً- مفهوم ميزان المدفوعات:

ميزان المدفوعات هو عبارة عن حساب مبسط بحيث يتم فيه تسجيل كل المعاملات بين المقيمين في دولة ما المقيمين في بقية العالم خلال فترة معينة، غالباً ما تكون سنة. في الولايات المتحدة الأمريكية و بعض الدول الأخرى يتم إعداد فصليا كذلك. يتم إعداد ميزان المدفوعات بهدف إعلام الحكومة عن الوضعية الدولية (الخارجية) للبلد و مساعدتها على إعداد و تصميم سياساتها النقدية، الضريبية و التجارية، أثناء اتخاذ قراراتها غالباً ما تأخذ الحكومات بعين الاعتبار وضعية موازين المدفوعات لشركائها الدوليين كما أن المعلومات التي يتيحها ميزان المدفوعات تعتبر مهمة بالنسبة للبنوك، المؤسسات و كذا الأفراد المهتمين بالتجارة و المالية على المستوى الدولي<sup>1</sup>.

يتضح من خلال التعريف أعلاه أن ميزان المدفوعات هو تلك الوثيقة المحاسبية التي تقيد فيها جميع التعاملات الاقتصادية بين المقيمين في بلد ما و باقي العالم لمدة زمنية عادة ما تكون سنة، إذ يتم تقيد التعاملات الخارجية للبلد في طرفي الجدول المكون لميزان المدفوعات، و هما الطرف الدائن و الطرف المدين.

كما يمكن تعريفه بأنه سجل منظم و مبوب يضم جميع التدفقات السلعية و الخدمية و المالية بين المقيمين في بلد ما و غير المقيمين خلال سنة، إذ تترتب على صادرات السلع و الخدمات تدفقات مالية إلى داخل الوطن، في حين يترتب على الواردات السلعية و الخدمية تدفقات مالية معاكسة، أي خروج الأموال من البلد إلى باقي العالم. و يتم تقيد جميع المعاملات في ميزان المدفوعات وفق مبدأ القيد المزدوج، أي أن كل عملية يتم تقيدها في الطرفين الدائن و كذا المدين، الأمر الذي يترتب عنه توازن محاسبي بطريقة تلقائية و هو يختلف عن التوازن الاقتصادي كما سنوضح لاحقاً بشيء من التفصيل.

يتضح من خلال تعريف ميزان المدفوعات أنه بيان محاسبي يشتمل على مختلف المعاملات الاقتصادية الخارجية للبلد، كالتعاملات السلعية المنظورة (مواد أولية، سلع مصنعة...) و غير المنظورة (خدمات السياحة، النقل، التأمين...)، إضافة إلى المعاملات المالية بمختلف أشكالها (القروض الخارجية و ما يترتب عنها، الاستثمار الأجنبي، الهبات و المساعدات...). و يصدر من طرف المؤسسات الرسمية للبلد في مقدمتها البنك المركزي.

<sup>1</sup> - Dominick Salvatore. Économie internationale. De Boeck. Bruxelles. 2008. P : 480.

**ثانيا- أهمية ميزان المدفوعات:**

تتجلى أهمية ميزان المدفوعات في كونه سجل جامع و شامل لكل المعاملات الاقتصادية السلعية و الخدمية و المالية للمقيمين في البلد مع باقي العالم، لذا فإن أهميته تتجلى من خلال المميزات و الخصائص التالية:

- 1- يعتبر ميزان المدفوعات أهم و أشمل سجل اقتصادي للمعاملات الخارجية للبلد.
- 2- يبين المكانة الاقتصادية للبلد على المستوى الدولي، و ذلك من خلال مقارنته مع باقي موازين المدفوعات لدول العالم، من حيث الحجم (حجم المعاملات) و كذا تركيبة المعاملات.
- 3- يعتبر من أهم أدوات التحليل الاقتصادي، إذ يساعد على تشريح الاقتصاد الوطني و إعطاء صورة متكاملة عن تركيبة الاقتصاد الوطني، و ذلك من خلال تفكيك أهم العناصر المكونة له ، فتركيبه ميزان المدفوعات التي تتركز في الحساب الجاري تعكس نسيجا اقتصاديا يختلف كثيرا عن اقتصاد آخر تتركز جل معاملاته في حساب رأس المال، فميزان المدفوعات في الحالة الأولى يعكس اقتصادا منتجا للسلع و الخدمات، أما الحالة الثانية فتعكس اقتصادا قائما على الصناعة المالية بدرجة أكبر.
- 4- تسمح مقارنة الأرصدة المحققة في نهاية كل سنة مع بعضها البعض تطور رصيد ميزان المدفوعات خلال مختلف السنوات، الأمر الذي من شأنه إعطاء نظرة عن نتائج السياسة الاقتصادية المتبعة على المستوى الداخلي.
- 5- تشخيص نقاط القوة و نقاط الضعف بالنسبة للاقتصاد الوطني، إذ أن نقاط القوة تظهر في الحسابات التي تسجل فائضا على الدوام، في حين أن نقاط الضعف تتمثل في تلك الحسابات التي يتكرر فيها العجز كل مرة. كما تسمح بياناته بمعرفة مدى و طبيعة انفتاح و انكشاف الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي.
- 6- يوفر البيانات و الإحصائيات اللازمة للمختصين و أصحاب القرار، الأمر الذي يساعد على التخطيط للمستقبل و رسم السياسة النقدية و المالية المناسبة، و إعادة توجيه قطاع التجارة الخارجية بما يضمن تحقيق التوازنات الداخلية و الخارجية للبلد.
- 7- يساعد في تفسير التقلبات الحاصلة في سعر صرف العملة، كما يبين مصادر الطلب على العملة المحلية و مصادر عرضها، فبالنسبة للبنود الموجبة فإنها تمثل طلبا على العملة المحلية ما يعني تحسن سعر صرف العملة، في حين أن البنود التي تسجل عجزا تؤدي إلى عرض العملة الوطنية و الطلب على العملة الأجنبية ، ما يعني انخفاضا في قيمة العملة المحلية. إن تحقيق التوازن في ميزان المدفوعات يساعد على تحقيق الاستقرار في قيمة العملة كما يساعد على معرفة و تحديد سعر الصرف التوازني الذي يضمن التوازن لميزان المدفوعات.

8- يساعد تحليل ميزان المدفوعات على اختيار نظام الصرف الأمثل للبلد (ثابت ، معوم أو وسيط)، كما يساعد على اختيار سياسات سعر الصرف المناسبة لمعالجة الاختلالات التي تقع قد يعرفها ميزان المدفوعات.

9- يسمح ميزان المدفوعات بتفسير التغيرات و التطورات التي تطرأ على رصيد احتياطات الصرف الرسمية للبلد، و التي تعتبر صمام أمان في مواجهة احتياجات البلد من النقد الأجنبي عند تعاملاته الخارجية.

يتضح من خلال الخصائص السابقة لميزان المدفوعات الأهمية البالغة لهذه الوثيقة المحاسبية في معرفة هوية الاقتصاد الوطني، و كذا المساهمة في رسم معالم السياسة الاقتصادية. غير أنه و مع ذلك يبقى ميزان المدفوعات يتصف بالشمولية، أي أنه يعطي المحصلة النهائية للمعاملات الاقتصادية للبلد دون تشريحها و إعطاء تفاصيلها.

فمثلا يوضح ميزان المدفوعات الرصيد النهائي للميزان التجاري دون ذكر التفاصيل، فقد يكون رصيد الميزان التجاري موجبا مع ذلك لا يدل على نقطة قوة في الاقتصاد الوطني، كما هو حاصل مع اقتصاديات البلدان الرعية التي تعتمد في صادراتها على المواد الأولية و مواد الطاقة في شكلها الخام. في هذه الحالة يوضح ميزان المدفوعات رصيد الميزان التجاري دون التطرق إلى التركيبة الهيكلية للصادرات و التركيبة الهيكلية للواردات، و التي قد تعتبر أهم من الرصيد الموجب للميزان التجاري في حد ذاته، لأن تركيبة الميزان التجاري تعتبر مؤشرا أساسيا على طبيعة النسيج الاقتصادي للبلد، أي مدى مساهمة القطاعات المختلفة كالصناعات التحويلية، الزراعة و غيرها في الناتج الداخلي الخام للبلد في حين أن رصيد الميزان التجاري قد يكون ناجما فقط عن ارتفاع أسعار المواد الأولية في السوق الدولي الأمر الذي لا يعكس نقطة قوة في الاقتصاد الوطني.

### ثالثا- بنود و مكونات ميزان المدفوعات:

يعكس ميزان المدفوعات مجموعة العمليات التي يقوم بها المقيمون في البلد مع نظرائهم غير المقيمين و تختلف طبيعة هذه العمليات بين العمليات السلعية، الخدمية، المالية... لذلك يتم تجميع العمليات المتجانسة من حيث طبيعة المعاملة الاقتصادية ليتم تصنيفها في مجموعة مكونات أساسية لميزان المدفوعات، بحيث تسمى كل مجموعة متجانسة "حساب"، إذ نجد حسابين أساسيين هما: حساب الجاري و الحساب المالي. و تحتها تندرج مجموعة من الحسابات أو العناصر الفرعية.

سنعتمد في التطرق إلى بنود ميزان المدفوعات على دليل صندوق النقد الدولي الصادرة عام 2009 و المعروف بالطبعة السادسة لميزان المدفوعات، أي النسخة السادسة، و هي آخر طبعة نموذجية يصدرها الصندوق. سيأتي التقسيم متوافقا مع الطبعة السادسة بشيء من التبسيط و الاختصار وفق ما يتماشى مع الطبعة الأكاديمية لهذه المطبوعة.

تمثل الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي (الدليل) الإطار المعياري الذي يستند إليه في إعداد إحصاءات المعاملات و المراكز بين اقتصاد ما و العالم الخارجي. و الغرض من هذا الدليل هو عرض و شرح المفاهيم و التعاريف و التصنيفات و القواعد المستخدمة في إعداد إحصاءات ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي، بالإضافة إلى زيادة إمكانية المقارنة بين البيانات على الصعيد الدولي من خلال تعزيز المبادئ التوجيهية المعتمدة دولياً في هذا الصدد<sup>1</sup>.

### 1- الحساب الجاري (حساب العمليات الجارية):

يمثل حساب العمليات الجارية العمود الفقري لميزان المدفوعات خاصة و أنه يعكس طبيعة العلاقات التجارية للبلد مع بقية العالم، ففي هذا الحساب يتم تقييد جميع التدفقات التي تتم بين المقيمين في بلد ما و بقية العالم و الناجمة عن تبادلات تجارية ملموسة، خدمية و كذا مداخيل عوامل الإنتاج و التحويلات الجارية.

يمثل الحساب الجاري تدفقات السلع و الخدمات و الدخل الأولي و الدخل الثانوي بين المقيمين و غير المقيمين، و يتكون الحساب الجاري من مجموعة مهمة من الحسابات ضمن ميزان المدفوعات، نوجزها فيما يلي:

#### أ- حساب السلع و الخدمات:

يشمل حساب السلع و الخدمات كل من الميزان التجاري الذي يتضمن تدفقات السلع المنظورة (البضائع) و ميزان الخدمات الذي يتضمن هو الآخر تدفقات السلع غير المنظورة (الخدمات) بين البلد المعني و بقية بلدان العالم. تشكل السلع المنظورة كل البضائع المادية سواء كانت تجهيزات أو مواد أولية أو غذائية أو غير ذلك، بينما تشكل السلع غير المنظورة مجموع السلع غير المادية (غير الملموسة) و التي تتشكل أساساً من الخدمات، فنجد على سبيل المثال خدمات النقل و السفر (لغرض الأعمال، السياحة، العلاج، الدراسة...) و خدمات التأمين و الخدمات الفنية التي ترتبط عادة بتجارة المواد التجهيزية، بالإضافة إلى وجود تشكيلة أخرى متنوعة من الخدمات.

يسجل في الجانب الدائن لهذا الحساب كل العائدات التي تنتج عن صادرات السلع المنظورة (مواد أولية سلع مصنعة...) و صادرات الخدمات (استقبال السياح، علاج المرضى الأجانب، تقديم خدمات النقل و التأمين البحري و الجوي...)، بينما يسجل في جانبه المدين كل النفقات التي تترتب على واردات السلع المنظورة و واردات الخدمات.

<sup>1</sup> - للمزيد، أنظر:

صندوق النقد الدولي. دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي. الطبعة السادسة "الطبعة العربية". 2009.

يمثل الفرق بين الجانبين رصيد حساب السلع و الخدمات، فإذا كان الفرق موجبا (صادرات السلع و الخدمات أكبر من واردات السلع و الخدمات) نقول أن حساب السلع و الخدمات لهذا البلد يوجد في حالة فائض، أما إذا كان الفرق سالبا فهذا يعني أن حساب السلع و الخدمات يوجد في حالة عجز<sup>1</sup>.

ب- حساب مداخل عوامل الإنتاج (الدخل الأولي): و يتكون من :

ب.1- (تحويلات أو تعويضات العاملين):

و قد وردت في الطبعة السادسة الخاصة بميزان المدفوعات و الصادرة عن صندوق النقد الدولي باسم "تعويضات العاملين" و يقصد بها الأجور و المداخل التي يتلقاها العمال المهاجرين المقيمين و العاملين خارج حدود أوطانهم.

بحسب صندوق النقد الدولي فإن تحويلات العاملين لا تسجل في الحسابات الدولية (ميزان المدفوعات) إلا إذا كان رب العمل (الوحدة المنتجة) و العامل مقيمين في اقتصادين مختلفين. أي أن التحويلات المالية أو العينية عبر الحدود لا تنشأ إلا في حالة الأفراد المقيمين الذين يعملون لدى أرباب عمل غير مقيمين أو في حالة أرباب العمل المقيمين الذين يعمل لديهم أفراد غير مقيمين.

يقصد بتحويلات أو تعويضات العاملين، تلك التحويلات التي تنشأ بين الوحدات المنتجة (المؤسسات) و العمال لديها (غير المقيمين). أما عن تلك التحويلات التي تنشأ بين العمال و ذويهم عندما يتم تحويل مداخلهم إلى أسرهم و ذويهم في بلدانهم الأصلية فإنها لا تقيد في هذا البند، و إنما تقيد في بند "التحويلات الشخصية" التي تصنف بدورها في الدخل الثانوي (للمزيد يمكن الإطلاع على بنود الدخل الثانوي).

يتبن من خلال ما تقدم أنه يشترط أن يكون مكان إقامة المؤسسة المنتجة غير مكان إقامة العامل، و هنا يقصد بالإقامة المفهوم الاقتصادي الذي أوردناه عند تعريفنا لميزان المدفوعات، و ليس المفهوم المتعارف عليه لدى الجميع. غير أن هذا الشرط يتم اعتباره عندما يتم التحويل بين المؤسسة و العامل غير أن هذا الشرط يسقط عندما يتم التحويل بين العامل نفسه و أسرته أو أقاربه في بلده الأصلي. أي أن العامل المهاجر حتى لو كان مقيما في نفس بلد إقامة المؤسسة التي يعمل لديها، فإنه عند قبضه للأجر لا يعتبر تحويلا دوليا و لا يتم تقييده في ميزان المدفوعات لأي دولة، لكن عندما يقوم العامل بتحويل دخله إلى عائلته في بلده الأصلي، فإن هذه العملية تسجل في ميزان المدفوعات الخاص بدولته على أساس أنها تحويلات مستحقة القبض. و تسجل في ميزان مدفوعات الدولة التي تقيم بها المؤسسة على أساس أنه تحويلات مستحقة الدفع.

مثلا في حالة العمال المهاجرين الجزائريين، و الذين يعملون في الخارج (فرنسا مثلا)، و يقيمون بصفة دائمة في فرنسا، فهم جزائريون لكنهم مقيمون بصفة دائمة في فرنسا (يعتبرون مقيمين وفق التعريف الاقتصادي الذي يتبناه صندوق النقد الدولي) و يعملون لدى شركات و مؤسسات فرنسية الجنسية و مقيمة

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش. مرجع سابق. ص ص: 242 - 243.

في فرنسا. في هذه الحالة عندما يتقاضى العامل الجزائري أجره في فرنسا و يستهلكه هناك، لا يسمى هذا تحويلا و لا يقيد في ميزان المدفوعات لأي من الدولتين الفرنسية أو الجزائرية. أما في حالة تحويله لدخله إلى عائلته و ذويه في الجزائر، هنا يسمى هذا البند "تحويلات شخصية"، أي يتم تقييده في ميزان المدفوعات الجزائري على أساس أنه مداخيل بالعملة الصعبة، و يقيد في ميزان المدفوعات الفرنسي على أساس أنه مدفوعات واجبة لصالح الاقتصاد الجزائري.

تجدر الإشارة إلى أن هذه التحويلات بين البلدين تسجل في موازين المدفوعات في حالة تم تحويلها عبر القنوات الرسمية المعترف بها في البلدين، و التي تتمثل في التحويل عن طريق القطاع البنكي، أما تلك العملات التي يتم إدخالها إلى التراب الوطني بطريقة غير شرعية عبر المطارات أو الموانئ أو الحدود البرية، فإنها لا تقيد في موازين المدفوعات.

### ب.2- توزيعات الأرباح:

يقصد بتوزيعات الأرباح تلك العائدات التي يتم توزيعها على أصحاب حصص الملكية نظير وضع أموالهم تحت تصرف الشركات، إذ أن تمويل المشاريع عن طريق طرح الأسهم هو أسلوب بديل عن اللجوء إلى الاستدانة. و يترتب على حصول المؤسسة المصدرة للأسهم حصولها على التمويل اللازم لتمويل نشاطاتها و توسيع مشاريعها، في المقابل في الجهات التي قامت باقتناء الأسهم ستستفيد من ملكية جزئية في الشركة الأم، و هو الأمر الذي يترتب عليه الاشتراك في أرباحها.

في حالة كان مقر إقامة المؤسسة المصدرة يختلف عن مقر إقامة حملة الأسهم، فإن تحويلات الأرباح تنتقل من اقتصاد إلى اقتصاد آخر، الأمر الذي يستوجب تقييدها في ميزان المدفوعات. إذن يقصد بتوزيعات الأرباح تلك العوائد المستحقة الدفع من الشركات إلى حملة أسهمها أو مالكيها.

### ب.3- الأرباح المعاد استثمارها :

يقصد بالأرباح المعاد استثمارها بتلك الأرباح العائدة إلى حملة الأسهم و التي تقيد في الحسابات الدولية لكن لا يتم تحويلها إلى أصحابها، و إنما يُعاد استثمارها في نفس الإقليم الاقتصادي الذي تقيم و تنشط فيه الشركة.

وفق الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي، و رغم أن تلك الأرباح لم تخرج أصلا من الاقتصاد الذي تقيم فيه الشركة المُحققة للأرباح، أي أن حملة الأسهم لم يقبضوا أرباحهم، غير أن طريقة تسجيل الأرباح المحتجزة (غير الموزعة أو المعاد استثمارها) تتم على اعتبار أنه تم توزيعها فعليا على المالكين ثم أُعيد استثمارها.

بالنسبة لميزان المدفوعات الخاص بالدولة التي يقيم فيها حملة الأسهم يتم تقييد العملية كما يلي:

يتم تقييد قيمة الأرباح غير الموزعة في حساب الدخل الأولي كمقبوضات (في الطرف الدائن) لصالح الاقتصاد الذي يقيم فيه حملة الأسهم، تحت بند "الأرباح المعاد استثمارها"، و يقيد التدفق المقابل (في نفس

ميزان المدفوعات) في الحساب المالي تحت بند "إعادة استثمار الأرباح" في الطرف المدين. و هذا وفق مبدأ القيد المزدوج (سيتم التفصيل فيه لاحقاً في عنصر مستقل) المعمول فيه عند تقييد أي معاملة في ميزان المدفوعات، أي أن كل معاملة تقيّد في الجهة الدائنة و الجهة المدينة من أجل ضمان التوازن المحاسبي لميزان المدفوعات.

#### ب.4- الفائدة:

يقصد بالفائدة تلك العوائد و المداخل المتأتية من إقراض الأموال لغرض المقيمين على شكل فوائد، إذ أنها تشتمل على فوائد القروض، فوائد الاكتتاب في السندات أو اقتنائها، كما يضم هذا البند تلك الفوائد المحصلة على الودائع، أي توظيف الأموال في الخارج كودائع بنكية من أجل الاستفادة من أسعار الفائدة. نلاحظ أن بند الفائدة يقصد به تلك العوائد المالية الناجمة عن وضع الأصول المالية من طرف المقيمين تحت تصرف وحدات مالية أخرى من غير المقيمين.

عندما يضع المتعاملون المقيمون في البلد "أ" مثلاً أصولاً مالية تحت تصرف متعاملين مقيمين في البلد "ب" (اقتناء سندات أجنبية، إيداعات بنكية بالخارج، منح قروض للأجانب...)، فإن تدفقات أسعار الفائدة ستكون لصالح البلد "أ"، أي أن البلد "ب" يستفيد من الأصول المالية، في حين أن البلد "أ" يستفيد من عوائد (فوائد) توظيف الأصول المالية في الخارج.

#### ب.5- الربيع:

و يقصد بهذا البند تلك المداخل المستحقة القبض نظير وضع الموارد الطبيعية من طرف دولة ما تحت تصرف وحدات اقتصادية لدولة أخرى، شريطة ألا تكون هذه الوحدات الاقتصادية الأجنبية مقيمة في الدولة صاحبة الموارد الطبيعية.

يسمى الطرف الذي يملك المورد الطبيعي باسم المالك أو المؤجر، في حين أن الطرف المستفيد يسمى المستأجر.

و عقد إيجار الموارد هو عقد يقوم بموجبه المالك القانوني لأحد الموارد الطبيعية غير محددة العمر بوضع هذا المورد تحت تصرف المستأجر نظير مبلغ يدفع بصفة دورية و يتم قيده كريع.

و تتمثل الموارد الطبيعية في حقول استخراج النفط و الغاز، كذا لرواسب المعدنية كمنجم الذهب و الحديد و المعادن الأخرى، كما أنها تضم حقوق الصيد في المياه الإقليمية للدولة ، و حق استغلال الأخشاب و أشجار الغابات لدى دول أخرى و غيرها...

#### ب.6- الضرائب و الدعم على المنتجات:

تدرج الضرائب و الدعم على المنتجات و الإنتاج في حساب الدخل الأولي . أما الضرائب المفروضة على الدخل و الثروة فتدرج في حساب الدخل الثانوي (للمزيد يمكن العودة إلى مكونات الدخل الأولي).

و لا تكون قيمة ما يفرض من ضرائب و يدفع من دعم عبر الحدود على الإنتاج و المنتجات كبيرة عادة ربما باستثناء حالات الاتحادات الاقتصادية. و تنشأ حالات الضرائب و الدعم على المنتجات و الإنتاج عبر الحدود إذا قامت المنظمات الدولية أو الإقليمية بفرض الضرائب الخاصة بها أو دفع دعم، و هو الأمر الذي يمكن أن تقوم به الحكومات الوطنية كذلك.

و مثال ذلك أن تقوم هيئة دولية أو إقليمية بإعطاء دعم مادي و منح لتلك المؤسسات التي تستعمل التكنولوجيا النظيفة و تصنع منتجات صديقة للبيئة، أو العكس في حالة فرض هيئة دولية أو حكومة بلد ما ضرائب على نشاطات اقتصادية مضرّة بالبيئة أو بالإنسان.

#### ت- حساب الدخل الثانوي:

بحسب صندوق النقد الدولي، يبين حساب الدخل الثانوي التحويلات الجارية بين المقيمين و غير المقيمين حيث تفيد فيه مختلف أنواع التحويلات الجارية لبيان دورها في عملية توزيع الدخل فيما بين الاقتصاديات، و قد تتخذ التحويلات شكلا نقديا أو عينيا.

بينما يؤثر الدخل الأولي على الدخل الوطني بشكل مباشر، فإن الدخل الثانوي ( الذي يمثل التحويلات ) يؤثر على الدخل الوطني المتاح ، إذ تؤدي التحويلات الجارية إلى تقليل الدخل المتاح و حجم الاستهلاك المحتمل في الاقتصاد المتاح، و إلى زيادة الدخل المتاح و حجم الاستهلاك المحتمل في الاقتصاد المتلقي و من أمثلة ذلك مساعدات الطعام و الدواء و غيرها بين الدول.

يقصد بالتحويلات تقديم شيء له قيمة اقتصادية (سلعة، خدمة ، أصل مالي) دون الحصول في المقابل على بند له قيمة اقتصادية، إذ يكون القيد المقابل بمثابة تحويل.

بما أن النظام المحاسبي المتبع في إعداد الحسابات الدولية يقتضي قيام كل طرف من أطراف المعاملة بتسجيل قيدين، فإن التحويل هو عبارة عن قيد يقابل ما يقدمه بلد ما إلى بلد آخر دون الحصول على مقابل اقتصادي أو مالي. فالتحويلات إذن هي تلك المعاملات التي تنشأ أو تتدفق (اقتصاديا) من طرف واحد لكنها تسجل (محاسبيا) في طرفي ميزان المدفوعات (الطرف الدائن و الطرف المدين).

يجب أن ينشأ عن تسجيل التحويل قيدين لدى كل طرف من طرفي المعاملة، رغم عدم حصول الطرف المتاح على أي سلع أو خدمات أو أصول في المقابل من الطرف الآخر. فالتحويلات النقدية تسجل لدى المتاح كإفراز في العملة أو الودائع و تحويل مستحق الدفع، بينما تسجل لدى المتلقي كزيادة في العملة أو الودائع و تحويل مستحق القبض. أما في حالة تقديم سلع عينية أو خدمات، فتسجل لدى المتاح كصادرات سلع أو خدمات و تحويل مستحق الدفع، بينما تسجل لدى المتلقي كواردات سلع أو خدمات و تحويل مقبوض.

تتمثل البنود المشكّلة للدخل الثانوي فيما يلي:

### ت.1- التحويلات الشخصية:

تستعمل التحويلات الشخصية على جميع التحويلات النقدية و العينية التي يمنحها الأفراد أو الأسر المقيمين إلى أفراد أو أسر غير مقيمة، أو تتلقاها منها. في هذا الصدد تعتبر تحويلات العمال المهاجرين و المقيمين بالخارج إلى أسرهم في بلدانهم الأصلية تحويلات شخصية، إذ أنها عبارة عن تحويلات جارية يرسلها العاملون إلى مقيمين في اقتصاد آخر.

أما بالنسبة لتلك التحويلات التي يرسلها الآباء إلى أبنائهم الذين يدرسون في بلدان أجنبية ، فيجب أن لا تقيد في ميزان المدفوعات كتحويلات، و السبب هو أن كلا الطرفين يقيمان في نفس الاقتصاد، و يقصد بالإقامة هنا المفهوم الاقتصادي، إذ أن الأبناء الذين يدرسون في الخارج هم يقيمون بالخارج إقامة مؤقتة، و بالتالي يعتبرون مقيمين ببلدانهم الأصلية رغم تواجدهم المؤقت بالخارج (للمزيد يمكن العودة إلى عنصر : مفهوم الإقامة في ميزان المدفوعات الطبعة السادسة).

أما في حالة قيام الأفراد المقيمين بإيداع أموالهم في حساباتهم الخاصة لدى البنوك بالخارج، فإن هذه الأموال تمثل استثمارات مالية و ليس تحويلات شخصية، و تقيد بالتالي في الحساب المالي.

### ت.2- التحويلات الجارية الأخرى: و تضم عدة أنواع، يمكن حصرها كالآتي:

#### أ- الضرائب الجارية على الدخل و الثروة و غيرها:

يتكون هذا البند أساسا من الضرائب المفروضة على الدخل الذي يكتسبه غير المقيمين مقابل عملهم أو نظير تقديم أصول مالية، كما يشمل الضرائب المفروضة على الأرباح الناشئة عن الأصول المملوكة لغير المقيمين. و تقيد الضرائب على الأجور التي يتقاضاها العاملون غير المقيمين على أنها مستحقة الدفع من جانبهم، كما أن الضرائب على الأرباح و المكاسب تقيد باعتبار أنها مستحقة الدفع من جانب متلقي المكاسب و الأرباح. كما تعتبر الضرائب على المعاملات المالية (مثل الضرائب على إصدار الأوراق المالية و شرائها و بيعها) المستحقة الدفع من جانب غير المقيمين بمثابة تحويلات جارية.

#### ب- المساهمات الاجتماعية:

تعد المساهمات الاجتماعية، تلك المساهمات التي تدفعها الأسر المعيشية في نظم التأمين بهدف تكوين مخصصات تدفع منها المزايا الاجتماعية.

و تقيد في الحسابات الدولية المساهمات الاجتماعية التي يدفعها المقيمون في نظم الضمان الاجتماعي و معاشات التقاعد في اقتصاد آخر لأنهم يعملون في هذا الاقتصاد، أو تلك المساهمات التي يدفعها أرباب العمل نيابة عن العاملين. و بالمثل تقيد في الحسابات الدولية أيضا تلك المساهمات الاجتماعية التي يدفعها غير المقيمين في الضمان الاجتماعي و معاشات التقاعد المقيمة.

**ت- المزايا الاجتماعية:**

تشمل المزايا الاجتماعية مستحقة الدفع بموجب نظام الضمان الاجتماعي و معاشات التقاعد، و هي تتضمن معاشات التقاعد و المزايا غير التقاعدية التي تصرف في بعض الحالات أو الظروف مثل المرض و البطالة و لأغراض السكن و التعليم، و قد تتخذ شكلا نقديا أو عينيا.

**ث- التحويلات الجارية المرتبطة بالتعاون الدولي:**

يشمل هذا البند التحويلات الجارية النقدية أو العينية فيما بين حكومات البلدان المختلفة، أو فيما بين الحكومات و المنظمات الدولية. و من ذلك ما يلي:

التحويلات فيما بين الحكومات، و التي تستخدمها الدول المستفيدة في تمويل نفقاتها الجارية، بما في ذلك مساعدات الطوارئ التي تقدم إثر وقع الكوارث الطبيعية، و تشمل على التحويلات العينية مثل الأغذية، الملابس، الأغطية، الأدوية و غيرها.

كما تشمل على المساهمات السنوية أو غيرها من المساهمات المنتظمة و التي تدفعها الدول الأعضاء إلى المنظمات الدولية، أو تلك التحويلات المنتظمة التي تدفعها المنظمات الدولية إلى حكومات الدول الأعضاء فيها.

**ج- التحويلات الجارية المتنوعة:**

تشمل التحويلات الجارية المتنوعة النقدية و العينية جميع التحويلات الجارية بخلاف تلك الواردة في العناصر السابقة.

و من بينها تلك التحويلات الجارية الممنوحة إلى المؤسسات غير الهادفة للربح التي تخدم الأسر المعيشية إذ يشمل هذا البند ما تتلقاه المؤسسات المقيمة غير الهادفة للربح، و التي تخدم الأسر المعيشية من تحويلات الوحدات المؤسسية غير المقيمة في صورة رسوم عضوية، اشتراكات، تبرعات و غير ذلك سواء كانت على أساس منتظم أو غير منتظم. و بوجه عام تبوب المنح و التبرعات فيما بين المؤسسات غير الهادفة للربح و التي تخدم الأسر كتحويلات جارية، مثل التبرعات لصالح أعمال الإغاثة.

**2- الحساب المالي:**

يسجل الحساب المالي المعاملات التي تنطوي على أصول و خصوم مالية و تتم بين المقيمين و غير المقيمين. و يسمى الرصيد الكلي للحساب المالي صافي الإقراض / صافي الاقتراض. و يعنى صافي الإقراض بالقيمة الصافية أن الاقتصاد يقدم أموالا للعالم الخارجي، في حين أن صافي الاقتراض يعني أن الاقتصاد يفترض أموالا من العالم الخارجي.

خلال عملية القيد في ميزان المدفوعات عادة ما يقابل القيد الدائن في الحساب الجاري قيد مقابل في الحساب المالي على شكل زيادة في الأصول المالية أو انخفاض في الخصوم المالية.

و منه تعتبر القيود المدرجة في الحساب المالي يودا مقابلة لقيود السلع و الخدمات . فعلى سبيل المثال يكون القيد المقابل لصادرات السلع عادة زيادة في الأصول المالية كالعملة و الودائع أو الإئتمان التجاري. و يضم هذا الحساب عدة بنود يمكن تلخيصها ، كما يلي:

- الاستثمار المباشر.
- الاستثمار غير المباشر (استثمار المحفظة).
- القروض الخارجية.
- حساب الاحتياطات الرسمية و الذهب النقدي.

#### أ- الاستثمار الأجنبي المباشر:

عرف كل من صندوق النقد الدولي و منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية OCDE الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه نشاط يستطيع من خلاله مستثمر مقيم (المستثمر المباشر) أن يحصل على منفعة دائمة و تأثير معتبر في إطار تسيير كيان مقيم في بلد آخر (مؤسسة الاستثمار الأجنبي المباشر). هذه العملية يمكن أن تقوم على أساس إنشاء مؤسسة جديدة كلياً (استثمار مُنشئ)، أو تغيير طبيعة ملكية المؤسسات القائمة فعليا عن طريق الاندماج و التملك.

يغطي الاستثمار الأجنبي المباشر مجموع الموارد المالية التي يضعها المستثمر الأجنبي تحت تصرف المؤسسات التي لها علاقة بالاستثمار، بحيث يؤدي إلى رقابة مباشرة من طرف الشركات الأجنبية. قد حدد صندوق النقد الدولي العتبة التي يمكن من خلالها ممارسة الرقابة على المؤسسات المقيمة بحدود 10 % من رأس المال الاجتماعي، و ما دون هذه القيمة مثل استثمارا محفظيا<sup>1</sup>.

و قد جاء في دليل الطبعة السادسة لصندوق النقد الدولي أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو فئة من فئات الاستثمار عبر الحدود الذي يرتبط بمقيم في اقتصاد ما يتمتع بالسيطرة أو درجة عالية من النفوذ في إدارة مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر.

من الممكن تحقيق السيطرة أو النفوذ مباشرة عن طريق امتلاك أسهم رأس المال في المؤسسة التي تمنح لحائزها القوة التصويتية. أو على نحو غير مباشر عن طريق امتلاك القوة التصويتية في مؤسسة أخرى لديها قوة تصويتية في المؤسسة المعنية. و بالتالي يمكن تعريف الطريقتين التي يمكن من خلالهما تحقيق السيطرة أو النفوذ كالتالي:

أ- تنشأ علاقات الاستثمار الأجنبي ذي الملكية المباشرة عندما يمتلك مستثمر مباشر بصورة مباشرة حقوق ملكية تؤهله للحصول على نسبة 10 % أو أكثر من القوة التصويتية في مؤسسة الاستثمار المباشر. و يمكن التمييز بين السيطرة و النفوذ كما يلي :

<sup>1</sup> - YAICI Farid. Précis de finance internationale. ENAG Edition. Alger. 2008. PP : 157 – 158.

- يتأكد قيام السيطرة إذا كان المستثمر المباشر يمتلك أكثر من 50 % من القوة التصويتية في مؤسسة الاستثمار المباشر.

- يتأكد قيام درجة كبيرة من النفوذ إذا كان المستثمر المباشر يمتلك ما بين 10 و 50 % من القوة التصويتية في مؤسسة الاستثمار المباشر.

ب- و تنشأ علاقات الاستثمار المباشر ذي الملكية غير المباشرة من خلال امتلاك قوة تصويتية في مؤسسة استثمار مباشر تملك قوة تصويتية في مؤسسة أو مؤسسات أخرى. أي أنه بوسع أي كيان مستثمر ممارسة السيطرة أو النفوذ غير المباشر من خلال سلسلة من علاقات الاستثمار المباشر. فعلى سبيل المثال، قد يكون لمؤسسة ما علاقة استثمار مباشر بصورة مباشرة مع مؤسسة ثانية لها علاقة استثمار مباشر بصورة مباشرة مع مؤسسة ثالثة. ورغم أن المؤسسة الأولى لا تمتلك حصص ملكية في المؤسسة الثالثة، إلا أنه قد يكون بوسعها ممارسة سيطرة أو نفوذ غير مباشر.

في الواقع العملي، قد تنشأ السيطرة الفعلية أو النفوذ الفعلي في بعض الحالات بقدر أقل من هذه النسب المئوية، غير أنه ينبغي استخدام هذه التعريفات في جميع الحالات لضمان الاتساق على المستوى الدولي لتجنب التقديرات النسبية.

يتم تسجيل التدفقات الاستثمارية الوافدة إلى البلد في الطرف الدائن على اعتبار أنه يمثل قدرة تمويلية تزيد من رصيد النقد الأجنبي لدى الدولة المضيفة، في حين أن التدفقات الاستثمارية الصادرة تقيد في الجانب المدين على اعتبار أنها تمثل خروجاً للنقد الأجنبي لصالح باقي دول العالم المضيفة.

في حالة تسجيل رصيد صافي موجب بين التدفقات الوافدة و تلك الصادرة إلى الخارج نقول أن الرصيد موجب، أي أن البلد يستقبل الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر مما يصدر إلى الخارج، و في حالة العكس يكون الحساب في حالة عجز أي أن التدفقات الاستثمارية إلى الخارج تفوق نظيرتها الواردة إلى البلد.

#### ب- استثمار الحافظة:

يعرف استثمار الحافظة بأنه المعاملات و المراكز عبر الحدود التي تنطوي على سندات دين أو حقوق ملكية، عدا تلك المتضمنة الاستثمار المباشر أو الأصول الاحتياطية.

يمثل الاستثمار في المحفظة تدفق رأس المال بين الدول لغرض شراء الأوراق المالية، لذلك يمكن أن يكون هذا النوع من الاستثمار عبارة عن حيازة لجزء من المؤسسات القائمة داخل البلد من خلال شراء جزء من أسهمها في السوق المالية، أو عبارة عن شراء جزء من ديونها (شراء سنداتها). و من خلال شراء الأوراق المالية يكون الاستثمار في المحفظة قد جلب حجماً معيناً من رأس المال إلى داخل البلد المعني.

يسجل دخول رأس المال إلى البلد من أجل الاستثمار في المحفظة في الجانب الدائن من هذا الحساب على اعتبار أنه يزيد من موارد هذا البلد، بينما يسجل خروجه من أجل الاستثمار في الأوراق المالية في البلدان

الأخرى في الجانب المدين. عندما يفوق مجموع المحفظة الوافد مجموع الاستثمار في المحفظة الذي يقوم به المقومون خارج الوطن، يكون رصيد هذا الحساب موجبا، و بالتالي في حالة فائض، بينما في الحالة العكسية يكون هذا الرصيد سالبا مما يجعل هذا الحساب في حالة عجز<sup>1</sup>.

#### ت- القروض الخارجية:

يتضمن هذا البند مجموع القروض الخارجية التي يتم التعاقد بشأنها بين المقيمين في دولة معينة و غير المقيمين، و تستهدف القروض الخارجية، سواء تمت تعبئتها من قبل الحكومة أو من قبل المتعاملين الخواص، أساسا تمويل الأنشطة الاقتصادية و التجارية في البلد الذي يقوم بطلبها، و يتم عادة اللجوء إلى القروض الخارجية عندما لا يكفي الادخار الداخلي لتغطية حاجيات التمويل في الاقتصاد الوطني. عندما تقوم دولة معينة بالاقتراض من الخارج، فإن ذلك يعبر عن تدفقات مالية إلى داخل هذا البلد و بالتالي يسجل هذا التدفق في الجانب الدائن لهذا الحساب (استلام قوة شرائية من بقية العالم). بينما تعبر القروض الممنوحة من طرف هذه الدولة إلى بقية العالم عن تدفقات مالية إلى الخارج مما يستدعي تسجيلها في الجانب المدين. يعبر الفرق بين مجموع الجانب الدائن و مجموع الجانب المدين عن رصيد هذا الحساب، فإذا كان هذا الرصيد موجبا، فهذا يعني أن هذا الحساب يوجد في حالة فائض، أي أن البلد قد حصل على قوة شرائية من باقي دول تفوق القوة الشرائية التي منحها إلى هذه الدول (أي أنه اقترض من الخارج). بينما إذا كان هذا الرصيد سالبا، فهذا يعني أن هذا الحساب يوجد في حالة عجز (منح قروض للخارج)<sup>2</sup>.

#### ث- حساب الاحتياطات الرسمية و الذهب النقدي:

الأصول الاحتياطية هي الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية و الخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية و تشكيل أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي). و لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية أصولا بالعملة الأجنبية و أصولا موجودة بالفعل، و يستبعد منها الأصول المحتملة. و يستند مفهوم الأصول الاحتياطية إلى مفهومي "السيطرة" و "إتاحة الاستخدام" بالنسبة للسلطات النقدية.

لا تعتبر الملكية الظرف الوحيد الذي تمنح بموجبه السيطرة. ففي الحالات التي تكون فيها مؤسسات محلية (عدا السلطة النقدية) لها حق الملكية في أصول خارجية بالعملة الأجنبية و لا يمكنها إجراء معاملات في هذه الأصول إلا بالشروط التي تحددها السلطات النقدية (أو بموافقتها الصريحة) ، فإن هذه الأصول تعتبر أصولا احتياطية لأنها تحت السيطرة المباشرة و الفعلية للسلطات النقدية . كما يحق للسلطات في هذه

<sup>1</sup> - الطاهر لطرش. مرجع سابق. ص: 247 - 248.

<sup>2</sup> - نفس المرجع. ص: 246.

الحالة و بمقتضى طلب منها استخدام هذه المطالبات المستحقة على غير المقيمين لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات و غير ذلك من الأغراض ذات الصلة.

يعتبر الذهب النقدي و حيازات حقوق السحب الخاصة و مركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي أصولاً احتياطية لأنها أصول متاحة بسهولة للسلطات النقدية بصورة غير مشروطة. و في حالات كثيرة تكون العملة و الودائع و الأوراق المالية و الأصول الأخرى متاحة بنفس السهولة و بالتالي فهي مؤهلة لتكون أصولاً احتياطية.

و الذهب النقدي هو الذي تمتلكه السلطات النقدية، (أو أطراف أخرى خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية)، و تحتفظ به كأصول احتياطية. و تتكون بدرجة أساسية من سبائك الذهب و حسابات الذهب. و يتم تداول سبائك الذهب عادة في أسواق منظمة أو من خلال ترتيبات ثنائية بين البنوك المركزية و حتى تكون حسابات الذهب مؤهلة لتبويبها كأصول احتياطية لابدأ تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية عند الطلب.

### 3- حساب السهو و الخطأ:

كما هو معلوم يدرج حساب السهو و الخطأ ليعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات، و التوازن المقصود هنا هو "التوازن المحاسبي" و ليس "التوازن الاقتصادي". فميزان المدفوعات يعتبر دائماً متوازن محاسبياً (بسبب مبدأ القيد المزدوج) من الناحية النظرية و المفاهيمية المجردة، لكن عند عمليات التقييد الميدانية غالباً ما يقع الخطأ أو السهو في عمليات قياس و تقييد العمليات الناجمة عن عدم اكتمال مصادر البيانات و ضعف مستوى الإبلاغ، و هو الأمر الذي ينجم عنه اختلال من الناحية المحاسبية سببه الخطأ في التقييد و ليس الخطأ في مبدأ القيد المزدوج. هنا تبرز أهمية حساب "السهو و الخطأ" من أجل إعادة التوازن المحاسبي إلى ميزان المدفوعات. لهذا ينصح صندوق النقد الدولي في طبعته النموذجية السادسة لميزان المدفوعات بضرورة عرض "حساب السهو و الخطأ" بصورة مستقلة في البيانات المنشورة، و لا ينبغي إدراجه في البنود الأخرى.

على الرغم من توازن حسابات ميزان المدفوعات من حيث المبدأ، تنشأ الاختلالات من الناحية العملية نتيجة صور البيانات المصدرية و وسائل إعداد البيانات، و يطلق على هذا الاختلال، و هو إحدى السمات المعتادة في بيانات ميزان المدفوعات "صافي السهو و الخطأ"، و ينبغي عرضه بصورة مستقلة في البيانات المنشورة، و لا ينبغي إدراجه في البنود الأخرى\*. و يشتق صافي السهو و الخطأ كقيمة باقية على أساس قيمة صافي الإقراض/ صافي الاقتراض.

\*- تجدر الإشارة إلى أن هذا الاختلال المحاسبي الذي يسمى "السهو و الخطأ" يظهر عند القيد المحاسبي الذي يقضي التسجيل بمبدأ القيد المزدوج، أي أن لكل معاملة قيدين: قيد دانن و آخر مدين، و بالتالي فالأصل هو التوازن المحاسبي. لكن رغم ذلك قد يظهر اختلال محاسبي (لا يقصد به هنا اختلال ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي) نتيجة العوامل المذكورة في هذا العنصر.

تجدر الإشارة إلى أنه لا ينبغي تفسير مصطلح صافي السهو و الخطأ باعتباره أخطاء يرتكبها معدو البيانات، فالأمر الأكثر شيوعاً هو أن ظهور هذه الاختلافات يرجع إلى عوامل أخرى مثل عدم اكتمال مصادر البيانات و ضعف مستوى الإبلاغ.

### رابعاً- تحليل ميزان المدفوعات:

يمكن استغلال ميزان المدفوعات للقيام بمجموعة من التحليلات الاقتصادية، حيث نستطيع من خلالها معرفة الوضعية الاقتصادية لبلد ما، عن طريق المؤشرات الاقتصادية المستخرجة من أرصدة ميزان المدفوعات الفرعية. و فيما يلي أهم المؤشرات المستخرجة من ميزان المدفوعات:<sup>1</sup>

أ- **نسب القدرة على السداد:** تتمثل أهمها فيما يلي:

**1- نسبة الاحتياطي الأجنبي إلى الديون:** تمثل مدى القدرة على مواجهة أعباء المديونية في الأوقات الحرجة، لذا فإن ارتفاع هذه النسبة يدل على وفرة السيولة الخارجية أي أن الاحتياطات من النقد الأجنبي قادرة على تغطية حجم المديونية الخارجية، لان الاحتياطي بمثابة هامش أمان تلجأ إليه السلطات للحفاظ على استقرار أسعار الصرف، و يستخدم لمواجهة الاختلالات الظرفية.

**2- نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات:** نظراً لكون الصادرات هي المصدر الرئيسي لتسديد الديون على المدى الطويل والمتوسط، ومنه فإنه بقدر ما تكون هذه النسبة مرتفعة بقدر ما يواجه الاقتصاد الوطني خطر التوقف عن تسديد ديونه ولهذا تحرص الدول على ألا تتجاوز هذه النسبة 50 %، و تحتسب كذا يلي: **نسبة الدين الخارجي إلى الصادرات = (قيمة الدين الخارجي / قيمة الصادرات) x 100**

**3- نسبة خدمة الدين:** هي النسبة بين خدمات الدين و الناتج الوطني الخام مقومة بسعر السوق، و تعبر عن نصيب الأجانب من الناتج الوطني الخام. فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كانت القدرات الإنتاجية الوطنية موجهة بصفة أساسية لخدمة الدين الخارجي.

**4- معدل القدرة على تسديد الواردات:** هذا المعدل يقيم بعدد الأيام حيث كلما كان عددها أكبر فإن ذلك يعني أن البلد قادر على تسديد فاتورة وارداته لمدة طويلة بما هو متاح من احتياطات الصرف الأجنبية. و هي عبارة عن نسبة المخزون من احتياطي الصرف إلى الواردات من السلع. تحرص الدول على أن تغطي احتياطات الصرف على الأقل 90 يوم "03 أشهر" من الواردات فما أكثر، و إذا باتت تغطي أقل من ثلاثة أشهر نقول أن الاقتصاد دخل في المنطقة الحمراء.

ب- **معدلات أخرى:** هي عديدة ومتنوعة، نذكر منها:

**1- معدل التغطية:** هو عبارة عن نسبة الصادرات X إلى الواردات M من السلع. و يعرف بالصيغة

$$TC = (X / M) * 100$$

التالية: **معدل التغطية = (الصادرات / الواردات) x 100**

<sup>1</sup> سمية حاجي. دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات. رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية. جامعة محمد خيضر - بسكرة- 2015-2016. ص: 122-123.

يشير هذا المعدل إلى قدرة الإيرادات المتأتية من الصادرات، على تغطية المدفوعات الناتجة عن الواردات، فإذا كان المعدل أصغر من المائة فهذا يعني أن قيمة الصادرات لا تغطي قيمة الواردات، و لذلك يجب على البلد البحث عن موارد أخرى لتمويل وارداته.

2- **معدل القدرة على التصدير:** يترجم هذا المؤشر استقلالية البلد اتجاه الخارج ، و كلما كان هذا المعدل كبيرا كلما كانت قدرات البلد التصديرية كبيرة، و كذا ازدياد اعتمادها على التصدير لدعم التنمية الاقتصادية لديها. و يقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل القدرة على التصدير} = \frac{\text{(الصادرات/ الناتج الداخلي الخام)}}{100} \times 100$$

أي أن تحريك العجلة الاقتصادية للبلد و رفع معدلات نموه يعتمد بدرجة أساسية على الطلب الخارجي على السلع المحلية، و يكون البلد في هذه الحالة معرضا لانتقال الأزمات أو الصدمات الاقتصادية التي قد تحدث لدى الشركاء التجاريين نتيجة تراجع طلبها على سلع البلد المعني.

3- **معدل الاستقلالية أو التبعية:** هو عبارة عن نسبة الواردات من السلع M إلى الناتج الداخلي الخام PIB، و كلما كان هذا المعدل صغيرا فان ذلك يعني أن البلد ليست له تبعية للخارج، أي أن درجة استقلالية البلد كبيرة من ناحية تحقيق الاكتفاء الذاتي و الاعتماد على المنتج المحلي في تلبية الطلب الداخلي، و يمكن حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل الاستقلالية أو التبعية} = \frac{\text{(الواردات/ الناتج الداخلي الخام)}}{100} \times 100$$

4- **معدل الانفتاح الاقتصادي:** يقصد به درجة الانفتاح التجاري للبلد على العالم الخارجي، و يكون ذلك بمقارنة مجموع المعاملات التجارية الخارجية للبلد (الصادرات + الواردات) بحجم الاقتصاد الوطني ممثلا في الناتج الداخلي الخام، و يتم حساب معدل الانفتاح الاقتصادي كما يلي:

$$\text{درجة الانفتاح} = \frac{\text{(الصادرات + الواردات/ الناتج المحلي الخام)}}{100} \times 100$$

يعتبر الاقتصاد منفتحا إذا ما شكلت فيه الصادرات و الواردات ما يساوي أو يفوق 60 % من إجمالي الناتج المحلي. أي إذا شكلت نسبة المعاملات التجارية الخارجية أكثر من 60 % من حجم الاقتصاد المعني.

5- **حصة السوق:** يهدف هذا المؤشر إلى قياس الحصة السوقية للاقتصاد في بلد ثاني مقارنة مع الحصة الكلية للمنافسين في سوق هذا البلد، يقاس هذا المؤشر بواسطة النسبة التالية:

$$\text{(حجم صادرات الاقتصاد الوطني إلى البلد "أ" / الحجم الكلي لواردات البلد "أ")} \times 100$$

يعبر هذا المؤشر على درجة التجارة الثنائية للاقتصاد الوطني مع كل دولة أجنبية مأخوذة بشكل منفرد.

كما توجد نسبة أخرى تقيس الحصة النسبية للاقتصاد الوطني في سوق بلد معين مقارنة مع الحصة التي يمتلكها في جميع الأسواق الخارجية، يسمى هذا المؤشر "حصة السوق النسبية"، ويقاس بالعلاقة التالية:

(حجم صادرات الاقتصاد الوطني إلى البلد أ / حجم صادرات الاقتصاد الوطني إلى السوق الدولية) X 100

يعبر هذا المؤشر على الوزن النسبي لصادرات الاقتصاد الوطني مع بلد ما مقارنة مع صادراته الكلية كما يشير إلى بوصلة التجارة الخارجية لهذا البلد و يساعد على معرفة الأسواق المفضلة لديه<sup>1</sup>.

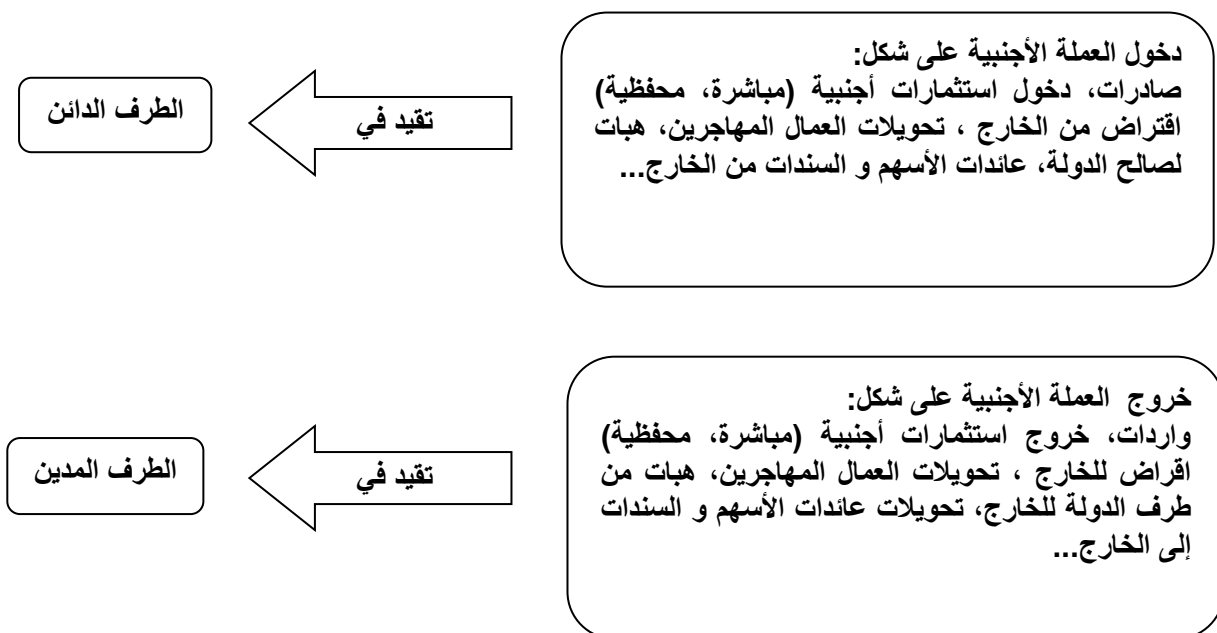
### خامسا- القيد في ميزان المدفوعات:

#### 1- مبدأ القيد المزدوج:

يتم قيد المعاملات الدولية التي تدرج في ميزان المدفوعات وفق مبدأ القيد المزدوج، أي أن كل معاملة تتم بين أحد المقيمين و طرف آخر غير مقيم يتم تسجيلها مرتين في ميزان المدفوعات، مرة في الجانب الدائن و أخرى في الجانب الدين. فمثلا قيام البلد بتصدير سلعة ما بقيمة 100 وحدة يترتب عنه تسجيل هذه المعاملة في الطرف الدائن للصادرات السلعية بقيمة 100 وحدة، و كذا تقييدها في الطرف المدين في حساب رأس المال بقيمة 100 وحدة، و يكون القيد الثاني في الحساب المالي لأن عملية التصدير يترتب عنها دخول عملات أجنبية و بالتالي يتم قيد الشق الثاني من المعاملة في حساب رأس المال.

بما أن التعاملات فيما بين الدول و التي تدرج في ميزان المدفوعات يتم تسويتها بالعملات الرئيسية في معظمها، فإن دخول أو خروج هذه العملات يعتبر معيارا أساسيا في كيفية قيد معاملات البلد، إذ أن كل عملية يترتب عنها دخول العملات الأجنبية يتم تقييدها في الجانب الدائن، في حين أن كل عملية يترتب عنها خروج العملة الصعبة يتم قيدها في الطرف المدين.

الشكل رقم (03): مبدأ القيد في ميزان المدفوعات وفق الدائنية و المديونية:



<sup>1</sup>- الطاهر لطرش. مرجع سابق. ص: 252.

تجدر الإشارة هنا إلى ضرورة التفريق بين قيد العملية الأساسي كونها عملية مستقلة و القيد المقابل لها فعندما نقول أي عملية يقوم بها المقيمون في بلد ما يترتب عنها دخول العملات الأجنبية تؤدي إلى تقييدها في الجانب الدائن، فنحن نقصد بالضرورة " العملية المستقلة"، أي أين يتم تسجيل هذه المعاملة، بعدها يظهر القيد الثاني المكمل لها و الذي يجب أن يكون بالضرورة في الجهة مقابلة، أي في الطرف المدين. إن كل عملية يتم تسجيلها في ميزان المدفوعات تخضع لمبدأ القيد المزدوج أي يتم تسجيلها مرتين، مرة في الجانب الدائن و مرة في الجانب المدين، و هو الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى التوازن المحاسبي لميزان المدفوعات.

يقصد بالتوازن المحاسبي تساوي مجموع الحسابات المقيدة في الطرف الدائن مع تلك المقيدة في الطرف المدين. بما أن كل عملية تخضع لقيدتين متقابلتين و متساويين الأول يكون في الطرف الدائن و الثاني يكون في الطرف المدين فإن ذلك يؤدي بالضرورة إلى تساوي طرفي ميزان المدفوعات الدائن مع المدين، و هو يختلف كل الاختلاف عن التوازن الاقتصادي أو التوازن الحقيقي لميزان المدفوعات. ففي الوقت الذي يحقق فيه ميزان المدفوعات عجزا حقيقيا مثلا بسبب زيادة وارداته عن صادراته فإنه يبقى متوازنا محاسبيا، كما أنه إذ سجل فائضا حقيقيا بسبب التدفقات الرأسمالية المتدفقة إليه على شكل استثمارات مثلا فإنه يبقى متوازنا محاسبيا. و بالتالي فإن التوازن المحاسبي لا يعني شيئا من الناحية الاقتصادية، فعند تحليل ميزان المدفوعات يتم الأخذ بالتوازن الاقتصادي الذي يبين عجزا أو فائضا في نهاية السنة.

خلال الفترة التي أعقبت اتفاقية "بريتن وودز" كانت الدول تحرص على تحقيق التوازن الاقتصادي في موازين مدفوعاتها و ذلك بإشراف و تشجيع صندوق النقد الدولي آنذاك، و قد ساعد نظام الصرف الثابت الذي ساد خلال تلك الفترة على تحقيق هذا الهدف. غير أنه و بعد تحرير أسعار الصرف باتت معظم دول العالم تعاني ظاهرة الاختلال في موازين مدفوعاتها، حتى بات الحديث يجري عن ظاهرة حديثة سميت الاختلالات العالمية الكبرى و يقصد بها تفاوت موازين المدفوعات للدول الكبرى في العالم ففي الوقت الذي تحقق فيه بعض الدول فوائض كبيرة، تتكبد دول أخرى عجوزات هائلة.

تجدر الإشارة إلى أن عملية الاختلال في ميزان المدفوعات يقصد بها العجز و كذا الفائض، فكلتي الحالتين تمثل اختلالا و يقابلهما التوازن، و يقصد بالتوازن هنا التوازن الاقتصادي و ليس المحاسبي الناتج عن مبدأ القيد المزدوج.

كما هو معلوم يدرج حساب السهو و الخطأ ليعيد التوازن إلى ميزان المدفوعات، و التوازن المقصود هنا هو "التوازن المحاسبي" و ليس "التوازن الاقتصادي". فميزان المدفوعات يعتبر دائما متوازن محاسبيا (بسبب مبدأ القيد المزدوج) من الناحية النظرية و المفاهيمية المجردة، لكن عند عمليات التقييد الميدانية غالبا ما يقع الخطأ أو السهو في عمليات قياس و تقييد العمليات الناجمة عن عدم اكتمال مصادر البيانات و ضعف مستوى الإبلاغ، و هو الأمر الذي ينجم عنه اختلال من الناحية المحاسبية سببه الخطأ في التقييد

و ليس الخطأ في مبدأ القيد المزدوج. هنا تبرز أهمية حساب "السهو و الخطأ" من أجل إعادة التوازن المحاسبي إلى ميزان المدفوعات. لهذا ينصح صندوق النقد الدولي في طبيعته النموذجية السادسة لميزان المدفوعات بضرورة عرض "حساب السهو و الخطأ" بصورة مستقلة في البيانات المنشورة، و لا ينبغي إدراجه في البنود الأخرى.

## 2- القيد في ميزان المدفوعات:

يمكن أن تكون القيود المدرجة في الحساب المالي قيودا مقابلة لقيود السلع و الخدمات أو الدخل أو الحساب الرأسمالي أو قيود الحساب المالي الأخرى. فعلى سبيل المثال يكون القيد المقابل لصادرات السلع عادة زيادة في الأصول المالية كالعملة و الودائع أو الإئتمان التجاري، و في المقابل قد تنطوي المعاملة على قيدين في الحساب المالي.

يعرف ميزان المدفوعات تقسيمين رئيسيين، التقسيم الأفقي و التقسيم العمودي.

يقصد بالتقسيم الأفقي صياغة جدول مكون من ثلاثة أعمدة رئيسية تمكن من معرفة مدة دائنية و مديونية العمليات التي تم تسجيلها في ميزان المدفوعات، فأمام كل حساب كالصادرات مثلا أو الواردات أو القروض الخارجية... نجد ثلاث خانات أفقية يتم ترتيبها كالتالي: طرف دائن، طرف مدين و رصيد. فالعمليات التي يترتب عنها دخول العملات الأجنبية تقيد كلها في الطرف الدائن، في حين أن العمليات التي يترتب عنها خروج العملات الأجنبية يتم تقييدها في الجانب المدين، و في مقابل كل حساب يتم تقييد رصيد هذا الحساب هل هو دائن أو مدين.

بما أن طبيعة المعاملات الدولية تأخذ شكلين أساسيين هما المعاملات الحقيقية (السلع أو الخدمات أو التحويلات من طرف واحد...) و كذا المعاملات المالية (التدفقات الاستثمارية المباشرة و غير المباشرة القروض...)، فإن هذا يؤدي إلى تقسيم نظري يسمى "التقسيم العمودي" الذي يترتب عنه معاملات تقع فوق الخط (معاملات حقيقية) و معاملات تقع تحت الخط (معاملات مالية). يتم هذا التقسيم من أجل الفصل بين الحساب الجاري الذي يمثل العمليات الاقتصادية و بين حساب عمليات رأس المال الذي تظهر فيه المعاملات المالية للبلد. و يتم اللجوء إلى هذا التقسيم من أجل تصنيف المعاملات المتماثلة مع بعضها حتى تسهل عملية تحليل و دراسة ميزان المدفوعات من حيث نقاط القوة و نقاط الضعف.

## 3- أمثلة على القيد في ميزان المدفوعات:

بما أن التعاملات فيما بين الدول و التي تدرج في ميزان المدفوعات يتم تسويتها بالعملات الرئيسية في معظمها، فإن دخول أو خروج هذه العملات يعتبر معيارا أساسيا في كيفية قيد معاملات البلد، إذ أن كل عملية يترتب عنها دخول العملات الأجنبية يتم تقييدها في الجانب الدائن، في حين أن كل عملية يترتب عنها خروج العملة الصعبة يتم قيدها في الطرف المدين.

## 1- تصدير سلع من طرف أحد المقيمين إلى الخارج (الدفع فوري):

لنفترض قيام أحد إحدى الدول بتصدير سلعة ما بتاريخ 01/01/2018 بقيمة 01 مليون وحدة نقدية و أن قبض المبلغ كان عند تسليم البضاعة (دفع فوري) ، فإن التسجيل في ميزان المدفوعات سيكون وفق مبدأ القيد المزدوج كما يلي:

## الجدول رقم (01): تصدير سلع من طرف أحد المقيمين إلى الخارج

مدین	دائن	
01 مليون	01 مليون	صادرات السلع حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية

## المصدر: من إعداد الباحث.

بما أن كل عملية يترتب عنها دخول العملات الأجنبية يتم تقييدها في الجانب الدائن، فإن صادرات الدولة من السلع توجب دخول العملة الأجنبية و هو ما يقتضي تقييد العملية المستقلة العملية الأصلية أو الأساسية المتمثلة في التصدير) في الطرف الدائن، و وفق مبدأ القيد المزدوج يتم تقييد نفس المبلغ في الجهة المقابلة أي في الطرف المدين. بما أن السداد تم نقدا و فوريا فإن حساب الدولة من العملة الأجنبية سيزيد و بالتالي يتم تسجيل 01 مليون في الطرف المدين من حساب " حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية" الذي يقع في الحساب المالي.

تجدر الإشارة إلى أن عمليات الحساب الجاري عند تنفيذها نقوم بتقيد الطرف المقابل لها و بنفس المبلغ في حساب رأس المال و ليس في الحساب الجاري.

## 2- تصدير سلع من طرف أحد المقيمين إلى الخارج (الدفع آجل) بقيمة 02.5 مليون وحدة:

إذا قام أحد المتعاملين بتصدير ما قيمته 02.5 مليون وحدة، إذ أن عملية السداد ستتم بعد 06 أشهر من تاريخ تنفيذ العملية، أي بتاريخ 2018/06/01 ، في هذا الحالة سيتم تقييد العملية مرتين، المرة الأولى بتاريخ التصدير (01/01/2018) و المرة الثانية بتاريخ القبض (01/06/2018) و وفق مبدأ القيد المزدوج في كل مرة كما يلي:

## الجدول رقم (02): تصدير سلع من طرف أحد المقيمين إلى الخارج (الدفع أجل)

مدین	دائن	
		<b>القيود بتاريخ 2018/01/01:</b>
01 مليون	01 مليون	صادرات السلع قروض تجارية قصيرة الأجل
		<b>القيود بتاريخ 2018/06/01:</b>
01 مليون	01 مليون	قروض تجارية قصيرة الأجل حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية

## المصدر: من إعداد الباحث.

بما أن العملية تمت عن طريق الدفع الأجل لمدة ستة أشهر فإنها تقيد على مرحلتين: مرحلة التصدير و مرحلة القبض.

مرحلة التصدير: في تاريخ 2018/01/01 تمت عملية التصدير لكن وفق قرض قصير الأجل (06 أشهر)، لذا تم تقييد الصادرات في الطرف الدائن، في حين أن القيد المقابل سيكون تحت حساب " قروض تجارية قصيرة الأجل" (إحدى بنود الحساب المالي) لأن عملية الدفع الأجل لمدة 06 أشهر تعتبر بمثابة قرض قصير الأجل.

مرحلة القبض: في تاريخ 2018/06/01 تمت عملية دفع المبلغ من طرف المستورد، لذا فإن العملية المستقلة هي عملية السداد التي تظهر في الطرف الدائن بقيمة 01 مليون لأنها تمثل دخولا للعملة الأجنبية في حين يتم تسجيل القيد المقابل لها في الطرف الدائن من أجل ضمان التوازن المحاسبي و يكون ذلك تحت بند " حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية" على اعتبار أن العملات ستزيد من رصيد العملات الأجنبية للدولة المصدرة.

تجدر الإشارة إلى أن القيد المتعلق بالسداد الذي تم بتاريخ 2018/06/01 تم في حساب رأس المال فقط أي أن كلا من " قروض تجارية قصيرة الأجل" و " حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية" تعتبران بنودا لحساب رأس المال.

## 3- استيراد معدات من طرف أحد المقيمين من الخارج (الدفع فوري):

نفترض في هذه الحالة قيام الدولة باستيراد معدات و أدوات من الخارج و أن الدفع فوري، فإن التسجيل في ميزان المدفوعات سيكون وفق مبدأ القيد المزدوج كما يلي:

## الجدول رقم (03): استيراد معدات من طرف أحد المقيمين من الخارج (الدفع فوري)

مدین	دائن	
02 مليون	02 مليون	واردات السلع حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية

## المصدر: من إعداد الباحث.

بما أن واردات الدولة من السلع يترتب عنها خروج العملة الأجنبية إلى الخارج فإن هذا يقتضي تسجيل العملية المستقلة (عملية الاستيراد) في الطرف المدين، و وفق مبدأ القيد المزدوج يتم تقييد نفس المبلغ في الجهة المقابلة أي في الطرف الدائن. بما أن السداد تم نقدا و فوريا فإن رصيد الدولة من العملة الأجنبية سينخفض و بالتالي يتم تسجيل 02 مليون في الطرف الدائن من حساب " حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية" الذي يقع في الحساب المالي.

## 4- تقديم خدمات للمقيمين من طرف الأجانب (استيراد خدمات):

لنفترض أنه قد تم التأمين على معاملات تجارية قام بها مستورد محلي لدى شركة تأمين أجنبية غير مقيمة، و لنفترض أن قيمة خدمة التأمين كانت 100000 وحدة نقدية. بما أن هذه العملية سترتب عنها خروج العملات الأجنبية التي سيدفعها المستورد المحلي إلى شركة التأمين غير المقيمة، فإن العملية سيتم تسجيلها كما يلي:

## الجدول رقم (04): تقديم خدمات للمقيمين من طرف الأجانب (استيراد خدمات)

مدین	دائن	
100000 وحدة	100000 وحدة	واردات غير منظورة (خدمات التأمين) حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية

## المصدر: من إعداد الباحث.

بما أن عملية التأمين هذه تقتضي من المتعامل المقيم الذي قام بالإستيراد إلى الخارج دفع مبلغ من العملات الأجنبية مقابل خدمة التأمين التي حصل عليها، فإن هذا يعني خروجاً للعملة الأجنبية بقيمة 100000 وحدة نقدية (قيمة مبلغ التأمين). سوف يتم تسجيل العملية المستقلة في الجانب المدين بقيمة 100000 وحدة. إن هذه العملية سترتب عنها تراجع رصيد البلد من العملة الأجنبية لذا يتم وضع القيد الثاني في الجانب المدين و بنفس المبلغ أمام بند " حقوق و التزامات بالعملة الأجنبية" المدرج تحت الحساب المالي.

## 5- قيام شركة مقيمة بنقل بضائع لصالح متعامل أجنبي (تصدير خدمة):

إذا قامت شركة محلية مقيمة بتقديم خدمة النقل لمتعامل أجنبي من أجل تصدير أو استيراد سلعته (المهم هو تقديم خدمة النقل)، و ليكن مبلغ الخدمة المقدمة هو 150000 وحدة نقدية، فإن تسجيل هذه المعاملة من طرف الدولة المصدرة للخدمة في ميزان المدفوعات سيكون كما يلي:

## الجدول رقم (05): قيام شركة مقيمة بنقل بضائع لصالح متعامل أجنبي (تصدير خدمة)

مدينة	دائن	
150000 وحدة	150000 وحدة	صادرات غير منظورة (خدمة النقل) حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية

المصدر: من إعداد الباحث.

يترتب على عملية توفير خدمات النقل من طرف مقيم إلى متعاملين غير مقيمين استلامه لعمولة مقابل خدمة النقل، و هذا ما يعني تدفق العملات الأجنبية إلى داخل البلد. إن أي عملية مستقلة يترتب عنها دخول العملة الأجنبية تسجل في الجانب الدائن، و هذا معناه أننا نقوم بتقييد العملية المستقلة (خدمة النقل) في الطرف الدائن أمام بند الصادرات غير المنظورة بقيمة 150000 وحدة نقدية، و وفقاً لمبدأ القيد المزدوج نقوم بتقييد العملية محاسبياً و بنفس المبلغ في الطرف المدين أمام بند " حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية" الذي يندرج تحت حساب رأس المال، كون العملية ستؤدي إلى زيادة رصيد البلد من العملات الأجنبية.

6- شراء مستثمر مقيم لسندات من السوق المالي الدولي بقيمة 500000 وحدة نقدية تعود لشركة أجنبية غير مقيمة (استثمار محفظي صادر):

في هذه الحالة يقوم متعامل داخلي باقتناء سندات دولية من طرف غير مقيم و تسمى هذه الحالة "زيادة الأصول لصالح الدولة"، أي زيادة عدد الأوراق المالية التي يمتلكها المقيمون فيها، و هو الأمر الذي يترتب عنه خروج للعملات الأجنبية نتيجة عملية الشراء هذه، و عليه فإن تسجيل العملية يكون كما يلي:

الجدول رقم (06): شراء مستثمر مقيم لسندات من السوق المالي الدولي بقيمة 500000 وحدة نقدية تعود لشركة

أجنبية غير مقيمة (استثمار محفظي صادر)

مدينة	دائن	
500000 وحدة	500000 وحدة	استثمار غير مباشر (المحفظة المالية) حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية

المصدر: من إعداد الباحث.

في هذه الحالة سيتم قيد العملية بشقيها في الحساب المالي لأن طبيعة العملية المستقلة (شراء السند) هي عملية مالية. يتم تسجيل العملية المستقلة في بند الاستثمار غير المباشر في الجانب المدين بقيمة 500000 وحدة لأن العملية أدت إلى خروج العملات الأجنبية (نتيجة زيادة أصول "سندات" الدولة)، كما يتم تسجيل العملية مرة ثانية في الجهة الدائنة أمام بند حقوق و التزامات بالعملات الأجنبية وفق مبدأ القيد المزدوج. و كما هو معلوم يقع كلى البندين في الحساب المالي لميزان المدفوعات.

## المحور الخامس- المديونية الخارجية:

### أولا- تعريف المديونية الخارجية:

يضم المعنى الواسع لمفهوم المديونية كل الأدوات المتعلقة بالالتزامات المالية، أي كل الأدوات التي تُلزم من خلال علاقة تعاقدية الطرف الدائن و الطرف المدين.

يساوي إجمالي المديونية الخارجية مقوما بالمبالغ في تاريخ معين مجموع الالتزامات التعاقدية القائمة المؤدية إلى دفع المقيمين في بلد ما إلى غير المقيمين ما عليهم من التزامات بتسديد الأصل مع دفع الفائدة أو بدونها ، أو دفع الفائدة مع أو بدون سداد أصل<sup>1</sup>.

و قد جاء في دليل إحصاءات الدين الخارجي لصندوق النقد الولي الصادر عام 2014، أن إجمالي الدين الخارجي في أي وقت معين هو الجزء غير المسدد من الخصوم الفعلية الجارية ( أي الديون القائمة فعليا و غير المسددة) و ليست الاحتمالية المستحقة على مقيمين في اقتصاد ما تجاه غير مقيمين، و التي تقتضي من المدين أداء مدفوعات لسداد أصل الدين و / أو الفائدة عند نقطة أو نقاط زمنية في المستقبل<sup>2</sup>.

يتضح من التعريف النموذجي لصندوق النقد الدولي أن المديونية الخارجية هي عبارة بمبالغ و مستحقات واجبة الدفع و الاسترداد مضافا إليها أعباء المديونية المتمثلة في معدلات الفائدة. كما يتضح من التعريف أن المعيار الأساسي لكون المديونية خارجية هو الإقامة بمفهومها الاقتصادي، أي أنها مجموع ما يلتزم به المقيمون تجاه غير المقيمين من أصل الدين و كذا الفوائد. كما يُفهم من التعريف أن المديونية الخارجية تشمل كلا من الديون الحكومية التي تقترضها جهات عمومية (خزينة عمومية، مؤسسات اقتصادية عمومية...) و كذا الديون المستحقة على مؤسسات القطاع الخاص سواء كانت مضمونة أو غير مضمونة من طرف الحكومة. إذن فالمديونية الخارجية هي مجموع المستحقات على جميع المقيمين في دولة ما سواء كانوا جهات عمومية أو خاصة.

### ثانيا- مصطلحات و مفاهيم متعلقة بالمديونية:

#### 1- إجمالي الدين الخارجي:

هو الدين الذي يقع على عاتق الجهات الحكومية أو القطاع الخاص و المستحق لغير المقيمين، و القابل للتسديد بالنقد الأجنبي أو السلع و الخدمات.

#### 2- خدمة الدين:

مجموع الأقساط السنوية التي يدفعها البلد المدين سنويا، و تضم قسما من إجمالي أصل الدين مضافا إليه نسبة الفوائد على كامل الدين.

<sup>1</sup> - Christian Deblock. La Dette Extérieure des Pays en Développement .Presses de L'Université du Québec. 2001. PP: 70 - 71.

<sup>2</sup> - صندوق النقد الدولي. دليل إحصاءات الدين الخارجي. واشنطن. 2014. ص: 6.

**3- الدين العام المضمون:**

مجموع الالتزامات الخارجية من طرف الجهات الحكومية أو المؤسسات و الهيئات التابعة، كالمؤسسات الاقتصادية العمومية ذات الاستقلال المالي، و التي تكون مضمونة من قبل السلطات العمومية.

**4- فترة السماح:**

الفترة التي يتفق عليها كل من الدائن و المدين، إذ يتم فيها إعفاء المدين من خدمة الدين (جزء من الدين مضافا إليه الفائدة) لمدة زمنية معينة، كإجراء مساعد لصالح الدولة المدينة.

**5- القروض الميسرة:**

تلك الديون التي تتميز بطول فترة السداد مع معدلات فائدة متدنية، أقل من تلك المطبقة في السوق، كما أنها تتضمن فترة سماح.

**6- الديون التجارية:**

تلك القروض التي تمنحها الجهة الدائنة بهدف ربحي محض، حيث تطبق أسعار الفائدة السوقية، دون مراعاة لظروف الطرف المدين من ناحية الأجل أو فترة السماح. و غالبا ما يقصد بها تلك القروض الخاصة التي تمنحها البنوك العالمية.

**7- الملاءة المالية للدولة:**

يقصد بالملاءة قدرة البلد على الوفاء بالتزاماته الخارجية على أساس مستمر، أي القدرة على الاستمرار في خدمة الدين الخارجي إلى غاية تصفيته.

**8- تحليل استمرارية القدرة على تحمل الدين الخارجي:**

والهدف من تحليل استمرارية القدرة على تحمل الدين الخارجي هو تقييم قدرة البلد المعني على تمويل أهدافه في مجال السياسات وخدمة الدين الناشئ عن ذلك. وتمثل تلك التحليلات جزءا لا يتجزأ من تقييمات صندوق النقد الدولي لسياسات البلدان الأعضاء، سواء في سياق مراقبة البرامج أو الرقابة القطرية. ولهذه الغاية، وضع الصندوق إطارين لإجراء تحليل استمرارية القدرة على تحمل الدين العام والخارجي أحدهما يركز على البلدان منخفضة الدخل، بينما الآخر يركز على البلدان القادرة على النفاذ إلى أسواق رأس المال الدولية، بما في ذلك الاقتصاديات المتقدمة و اقتصاديات الأسواق الصاعدة.

**ثالثا- نظرية دورة الدين الخارجي:**

نظريا تمر المديونية الخارجية بثلاث مراحل، و عندما نقول نظريا فإننا نتحدث عما يجب أن يكون، أي ما يمكن أن تحقق الاستدانة الخارجية، و إن كانت تجارب الدول المدينة تثبت أن دورة الدين الخارجي لا تتحقق في الميدان إلا في ظل حالات استثنائية و بتوافر شروط معينة، على رأسها توجيه المبالغ المقترضة إلى مشاريع استثمارية منتجة، تحقيق الكفاءة المثلى في توظيف الموارد المالية و حسن إدارة المال المقترض.

تتمثل دورة الدين العام في المراحل الثلاثة التالية:<sup>1</sup>

### 1- المرحلة الأولى:

تتزايد فيها المديونية الخارجية بصورة متصاعدة، نظراً لفجوتي الموارد (الداخلية و الخارجية) التي تعاني منها معظم الدول التي تلجأ إلى الاستدانة، و هو ما يعني أن الميل الحدي للادخار يكون أقل من الميل الحدي للاستثمار لتحقيق معدل النمو المستهدف، حيث أن الاستعانة بالقروض الخارجية سوف تستمر و بصورة متزايدة.

### 2- المرحلة الثانية:

تتزايد المديونية الخارجية بصورة متناقصة، و بافتراض نجاح البلد في استخدام القروض الخارجية في زيادة معدل الاستثمار و الإنتاج، فإن الزيادة في الإنتاج يترتب عنها زيادة في الميل الحدي للادخار حتى يقترب تدريجياً من معدل الميل الحدي للاستثمار. مع ارتفاع الإنتاج أكثر يميل الادخار لأن يكون أكبر من الاستثمار و يصبح كافياً لتمويل الاستثمار المطلوب و تسديد جزء من أقساط و فوائد الدين الخارجي.

### 4- المرحلة الثالثة:

تبدأ الديون الخارجية في التناقص ، إذ يصبح معدل الادخار كافياً لتمويل الاستثمار المطلوب و تغطية خدمات الدين في آن واحد. يستمر الدين الخارجي في التراجع إلى أن ينعدم، ليصبح البلد مصدراً صافياً لرأس المال إلى البلدان الأخرى، بفعل الطاقة الادخارية الكبيرة التي باتت تفوق حاجته للاستثمار.

### رابعا- أسباب المديونية الخارجية:

كانت أسباب المديونية الخارجية في بداياتها الأولى تتمثل في رغبة دول العالم الثالث في تحقيق تنمية اقتصادية تساعدها على الخروج من دائرة التخلف، غير أنه سرعان ما تضافرت أسباب داخلية و خارجية ساهمت في تحول هذا النوع من التمويل إلى أزمة حقيقية و شبح بات يهدد حاضر الدول المدينة و يرهن مستقبل أجيالها المستقبلية لصالح الأطراف الدائنة، و فيما يلي أهم الأسباب التي ساهمت في تفاقم أزمة المديونية الخارجية للدول النامية:<sup>2</sup>

### أ- الأسباب الداخلية لأزمة المديونية في الدول النامية:

#### 1- الميل إلى الاستثمار من أجل التنمية:

تتطلب التنمية كثافة رأس مالية و تكنولوجيا متقدمة و هو ما تفتقر إليه تلك الدول، مما اضطرها إلى الاقتراض الخارجي لشراء الآلات و المعدات و التعاقد مع الخبراء الأجانب و شراء براءات الاختراع و حقوق الصنع.

1 - هيل عجمي جميل الجنابي. مرجع سابق. ص ص : 422- 424 (بتصرف).

2- أنظر:

- طارق الحاج. تمويل التنمية الاقتصادية. التنمية الاقتصادية. جامعة القدس المفتوحة. ص ص: 405- 408.

**2- سوء توظيف القروض:**

لقد كان اللجوء إلى الاقتراض الخارجي هي سمة السبعينات، على أمل السداد من مشروعات طموحة تم الاقتراض من أجلها، لكن سوء التخطيط وتغير السياسات الاقتصادية وتخطيطها من فلسفة اشتراكية إلى ليبرالية... أدى إلى فشل الكثير من المشروعات. وقد اقترنت عملية الاقتراض في العديد من الأحيان بزيادة كبيرة في الاستهلاك الترفي وسوء استخدام الاقتراض للرفع من مستوى معيشة الشعوب بشكل مصطنع لشراء ولاء الشعب وسكوته.

فإذا ما قمنا بمقارنة بين توظيف الأموال الأجنبية في الدول الرأسمالية وبين توظيفها في الدول النامية سنلاحظ أن الأولى ركزت على استيراد المواد الخام الأولية ذات الأسعار المنخفضة اللازمة للتنمية الصناعية، وأخذت بتصدير السلع ذات الأسعار المرتفعة، لتنتقل في مرحلة لاحقة إلى تصدير رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية، فقد أدركت أن الدول النامية تعتبر أرضية خصبة لاستثماراتها. أما الدول النامية فقد ركزت على استيراد السلع الاستهلاكية والرأسمالية ذات الأسعار المرتفعة، وأخذت بتصدير الكثير من مواردها الطبيعية على شكل مواد خام وبأسعار زهيدة. هذا التخصص في إنتاج المواد الأولية أدى إلى تعريضها إلى آثار الأزمات الاقتصادية التي تعرضت لها أسواق هذه المواد والتناقضات التي شهدتها الأنظمة الاقتصادية.

**3- تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج:**

في الوقت الذي كانت فيه سياسة الإقراض على قدم وساق لسد الفجوة التمويلية للمشروعات التنموية، كان الفساد الإداري والمالي والسياسي يعم أجهزة الدولة ومؤسساتها في معظم الدول النامية. وقد نجم عن هذا الفساد نهب جانب كبير من القروض الخارجية وتهريبها إلى الخارج، وإيداعها في البنوك الأجنبية لحساب أصحاب النفوذ والسلطة ورجال الأعمال القريبين منهم، و أدت هذه الظاهرة إلى تراكم الديون وفشل التنمية.

**4- الاهتمام بالصناعة على حساب الزراعة:**

أدى هذا التوجه إلى تزايد الحاجة إلى الواردات الغذائية وإهمال الزراعة كدعامة هامة لاقتصاديات تلك الدول، و الاهتمام بالصناعة التي تتطلب بطبيعتها كثافة رأسمالية تفوق طاقات أغلب الدول النامية، مما أدى للجوء إلى الاقتراض الخارجي لتمويل هذه الصناعات.

**5- العجز المتزايد في ميزان المدفوعات:**

أدى العجز المستمر لموازين المدفوعات في معظم الأقطار العربية الناجم عن تزايد الواردات السلعية على حساب الصادرات، إلى اختلال تجاري واضح تسبب باللجوء إلى الاقتراض الخارجي وتفاقم المديونية.

ب- الأسباب الخارجية لتفاقم أزمة المديونية في الدول النامية:

### 1- ارتفاع أسعار الفائدة:

كان للارتفاع الشديد الذي طرأ على أسعار الفائدة في أسواق المال الدولية دور حاسم في استفحال أزمة المديونية، إذ تجاوزت الفوائد الزائدة المدفوعة في كثير من البلدان، قيمة التمويل الإضافي الصافي وتكدبت البلدان المدينة بمبالغ متزايدة عبر السنين، وأصبح بند خدمة الدين يمثل نصيباً هاماً من صافي الديون ويستحوذ على مبالغ كبيرة من النقد الأجنبي.

### 2- انخفاض الأسعار العالمية للمواد الخام:

أدى انخفاض أسعار المواد الأولية المصدرة إلى الأسواق العالمية (كالبترول والمواد الخام الأخرى) إلى تدهور شروط التبادل التجارية للبلدان المصدرة لهذه المواد، مما أدى إلى تفاقم عجز ميزان المدفوعات الذي يزيد من الميل إلى الاستدانة الخارجية.

### 3- تدهور شروط التبادل الدولي:

إن تخصص البلدان النامية في تصدير المواد الأولية و السلع الزراعية و استيرادها للسلع الصناعية تامة الصنع و التجهيزات الاستثمارية من الدول المتقدمة، جعل الميزان يخل لصالح هذه الأخيرة التي كانت تعتمد تعميق الفجوة التكنولوجية بين العالمين المتقدم و المتخلف، خاصة في ظل الارتفاع الكبير لأسعار السلع الصناعية و الانخفاض الكبير لأسعار المواد الأولية. الأمر الذي جعل فائض التدفقات المالية يتراكم لدى الدول الغنية.

### 4- سياسة إعادة تدوير الدولار:

كان لسياسة إعادة تدوير الدولار الأمريكي التي تبنتها دول الخليج عقب الطفرة النفطية الأولى عام 1973 كبير الأثر في دعم هذه الظاهرة، فقد ارتفعت أسعار البترول خلال الصدمة النفطية الأولى ما بين عامي 1973-1974 بحوالي 400 %، منتقلة بذلك من حوالي 03 دولار للبرميل إلى أكثر من 12 دولار للبرميل. أدت الأسعار المرتفعة إلى تراكم فوائض مالية هامة بالدولار الأمريكي لدى الدول المصدرة للبترول، إذ قامت بإيداع فوائضها المالية بأسعار فائدة متدنية لدى الولايات المتحدة الأمريكية و باقي الدول الأوروبية، و قامت هذه الأخيرة بإعادة تدوير هذه الفوائض، أي إعادة إقراضها بأسعار فائدة مرتفعة لدول الجنوب التي كانت بحاجة لتمويل مشاريعها التنموية مما زاد من تكلفة خدمات الدين الخارجي، الأمر الذي أدى إلى عجز العديد من دول العالم المدينة عن السداد بحلول عقد الثمانينات..

### 5- العلاقة غير المتكافئة مع دول المركز (الغربية):

نظراً لاندماج معظم الدول النامية - ومنها الدول العربية - في النظام الاقتصادي العالمي وتبعيتها له تجارياً و غذائياً و نقدياً و تكنولوجياً، فضلاً عن التبعية العسكرية والسياسية، فإن ما يحدث في هذا النظام من تقلبات و أزمات يؤثر تلقائياً في الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان.

إن إسهام الدول الرأسمالية والدول الغنية في إمداد الدول النامية الفقيرة بالأموال يكون في صور مختلفة في صورة استثمارات أو في صورة معونات أو في صورة قروض، وفي الغالب لا تقدم هذه الأموال بدون مقابل أو بدون ضمانات، فهنا يفرض الطرف الأقوى المقدم لهذه الأموال شروطه على الطرف الأضعف المتلقي لهذه الأموال، وقد تطورت آلية هذه الشروط منذ عام 1982 حينما وصلت مديونية الدول النامية في ذلك العام إلى 575 مليار دولار، حيث توضع الشروط من خلال طبيعة العلاقة بين الدولة الدائنة والدولة المدينة، ومن خلال طبيعة المصالح الاقتصادية والسياسية بينهما، حيث تدور الشروط في الغالب حول سعر الفائدة وقترات السماح وأجال السداد والضمانات وقد تمتد لتشمل ربط القروض باستيراد مواد معينة من الدولة الدائنة.

### خامسا- الآثار السياسية والاقتصادية والاجتماعية للديون الخارجية:

تتعدى آثار المديونية الخارجية الأبعاد الاقتصادية لتشمل باقي الجوانب الاجتماعية و حتى السياسية خاصة في حالات العسر المالي، و فيما يلي أهم تداعيات المديونية الخارجية:<sup>1</sup>

أ- الآثار الاقتصادية:

1. تفاقم عبء دفع فوائد وأصل الدين الخارجي بالنسبة للأجيال القادمة، وهو ما يثير قضية الإنصاف بين الأجيال.
2. الاستنزاف التدريجي للنقد الأجنبي، عن طريق تخصيص نسبة عالية من مداخيل الدولة المدينة لخدمة ديونها و بطريقة دورية.
3. السحب من احتياطات الدولة لدفع أعباء الديون، وهو يؤدي إلى خفض تلك الاحتياطات .
4. تزايد الاعتماد على الاقتراض الخارجي ذي التكلفة العالية لتدبير موارد إضافية
5. مما أدى إلى تفاقم الأزمة.
6. الرضوخ لشروط البنك الدولي وصندوق النقد الدولي على حساب الجبهة الاجتماعية في الداخل، وذلك من أجل الموافقة على توفير الموارد لسداد الديون الخارجية.
7. التبعية المالية والاقتصادية للخارج، حيث ينتقل مركز صناعة القرار الاقتصادي والمالي من الداخل إلى الخارج، أي إلى الدائنين والمنظمات الدولية.
8. يؤدي فرض سياسة انكماشية شديدة والتدخل الخارجي السافر في الشؤون الداخلية للدول المدينة، إلى حدوث توترات اجتماعية وسياسية .

<sup>1</sup> - طارق الحاج. مرجع سابق. ص: 409-411.

**ب- الآثار الاجتماعية للديون الخارجية:**

إن من أهم المشاكل التي تعاني منها الدول النامية مشاكل التمويل الإنمائي، حيث يلاحظ أن التمويل في الدول النامية يعتمد بشكل كبير جداً على القروض والمساعدات الخارجية، وبالتالي الوقوع في شرك الديون للدول الرأسمالية والاستمرار في التبعية الاقتصادية لهذه الدول، لذا فإن توقف بعض الدول المدينة عن سداد ديونها أدى إلى البحث من قبل الدول الدائنة عن الحلول التي تضمن لها استرداد تلك الأموال والحد من الاستدانة الخارجية، ومن هنا جاء تدخل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي لحل هذه المشكلة إذ يرى الصندوق أن الحل يكون من خلال القضاء على فائض الطلب لاستعادة التوازن الداخلي والخارجي، وهذا يتطلب الحد من سرعة نمو الإنفاق العام الجاري والاستثماري عن طريق تحجيم نمو القطاع العام، وتجميد الأجور والحد من الخدمات العامة الاجتماعية، ورفع القيود عن المعاملات الخارجية، وتحرير التجارة الخارجية، وإلغاء تدخل الدول في مجال الاستيراد والتصدير، وغير ذلك من الإجراءات التي يرى الصندوق أن من شأنها استعادة التوازن الداخلي.

إن تطبيق الإجراءات التي وضعها صندوق النقد الدولي في بعض الدول المدينة لم يزد الأمور إلا تعقيداً بالنسبة للأوضاع المعيشية للسكان، كارتفاع الأسعار وزيادة البطالة وارتفاع أسعار الخدمات الاجتماعية. لجأت معظم الدول النامية إلى تطبيق هذه الإجراءات تحت وطأة ضغوط الديون الخارجية فعمدت، إلى خصخصة المنشآت العامة وتقليص العمالة والضغط على الإنفاق العام، وانعكست هذه الأمور سلباً على مستويات المعيشة لغالبية الدول المدينة، مما أدى إلى تفاقم الفقر وارتفاع معدلات البطالة .... وبالطبع استمرار مشكلة الديون الخارجية.

**ج- الآثار السياسية:**

إن من أهم الآثار السلبية السياسية للديون الخارجية في الدول النامية أنها تزيد من حدة التدخل الأجنبي في تلك الدول، وتؤثر سلباً على حرية صناعة القرار السياسي وتعرضه للمزيد من الضغوط. وفي ظل تيار العولمة المتنامي في العصر الحالي تزيد هيمنة الدول الدائنة خلف ستار مؤسساتها الدولية المالية المختلفة من بنك النقد الدولي إلى صندوق النقد إلى الشركات المتعددة الجنسية، وفي كل ذلك مساس بالسيادة الوطنية واستقلال القرار السياسي، فمن المعروف تدخل العديد من الشركات بتشجيع من حكومات الدول الدائنة في تمويل الأحزاب الموالية لها، والتدخل في الانتخابات في الدول النامية والتشكيك في نزاهتها وشراء ذمم العديد من القائمين عليها، وظهر بوضوح ما يعرف بسياسة ازدواجية المعايير كأبرز سمات العولمة والنظام العالمي الجديد، وأصبح هذا النظام يبيع لدولة معينة ما يحرمه على غيرها حسب ما تمليه المصالح الإستراتيجية للدول المهيمنة.

**سادسا- مؤشرات عبء الدين الخارجي:****1- مقياس القدرة على السداد:**

تتضمن مقياس القدرة على السداد إجمالي الناتج المحلي، والصادرات، والإيرادات الحكومية، وذلك من بين مقاييس أخرى.. فبينما يرصد إجمالي الناتج المحلي الاسمي حجم الموارد الكلية للاقتصاد، توفر الصادرات معلومات عن قدرة الاقتصاد المعني على توفير النقد الأجنبي، وأخيرا تقيس الإيرادات الحكومية قدرة الحكومة على توفير الموارد المالية العامة.

**2- مؤشرات قياس عبء الدين الخارجي:**

تنقسم مؤشرات قياس عبء الدين الخارجي إلى مؤشرات لقياس الأرصدة أي رصيد إجمالي الدين القائم نسبة إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الوطنية الأخرى، و إلى المؤشرات القائمة على التدفقات أي خدمة الدين الخارجي بطريقة سنوية و نسبتها إلى بعض المؤشرات الاقتصادية الوطنية، و فيما يلي تبيان لأهم مؤشرات عبء الدين الخارجي:<sup>1</sup>

**أ- المؤشرات القائمة على الأرصدة:**

يُقاس رصيد الدين بواسطة القيمة الاسمية للدين أو قيمته الحاضرة و المؤشرات الأكثر استخداما هي كالاتي:

- نسبة الدين إلى الصادرات: تعرف بأنها نسبة مجموع الدين القائم في نهاية السنة إلى صادرات الاقتصاد من السلع والخدمات في تلك السنة، فاستمرار ارتفاع نسبة الدين إلى الصادرات بمرور الوقت، عند سعر فائدة معين، يعني ضمنا أن مجموع الدين ينمو بمعدل أسرع من المصدر الأساسي للدخل الخارجي لذلك الاقتصاد، مما يدل على أن البلد ربما يواجه مشكلات في الوفاء مستقبلا بالتزامات ديونه.

- نسبة الدين إلى إجمالي الناتج المحلي: تعرف بأنها نسبة مجموع الدين الخارجي القائم في نهاية السنة إلى إجمالي الناتج المحلي السنوي لتلك السنة. و باستخدام إجمالي الناتج المحلي كمقام، فإن هذه النسبة قد تعطي إشارة ما إلى إمكانية خدمة الدين الخارجي بتحويل موارد من إنتاج السلع المحلية إلى إنتاج سلع التصدير.

- نسبة الدين إلى إيرادات المالية العامة: تعرف بأنها نسبة مجموع الدين الخارجي القائم في نهاية السنة إلى إيرادات المالية العامة السنوية. و يمكن استخدام هذه النسبة كمقياس لإمكانية استمرار الدين في البلدان ذات الاقتصاد المفتوح نسبيا والتي تواجه عبء دين خارجي ثقيل على المالية العامة.

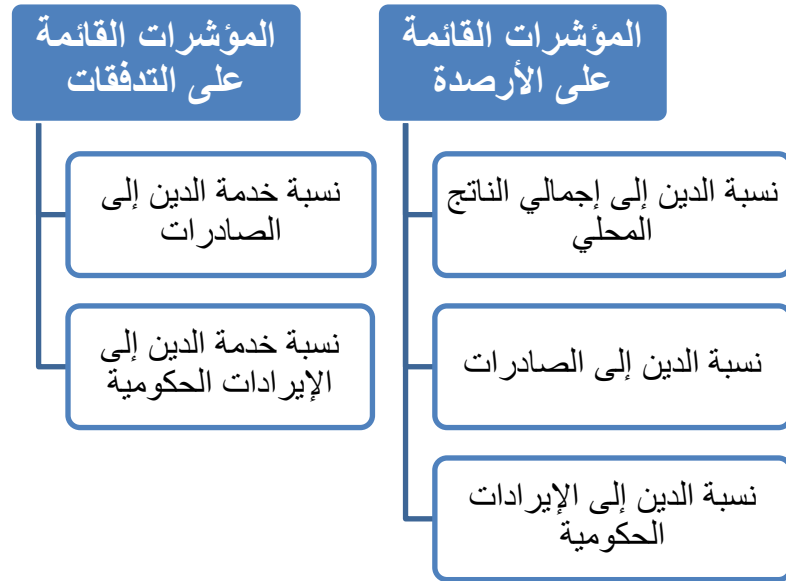
<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي. دليل إحصاءات الدين الخارجي. مرجع سابق. ص ص: 165 - 168.

## ب- المؤشرات القائمة على التدفقات:

توفر خدمة الدين معلومات عن الموارد التي يجب على البلد المعني تخصيصها لخدمة ديونه والعبء الذي قد تمثله من خلال مزاحمة الاستخدامات الأخرى للموارد المالية، و لدى مقارنة خدمة الدين بقدرة البلد على السداد ينشأ أفضل مؤشر لتحليل احتمال مواجهة البلد للصعوبات في خدمة الدين في الفترة الجارية وعادة ما يتم النظر في مؤشرين رئيسيين:

- نسبة خدمة الدين إلى الصادرات: تعرف بأنها نسبة مدفوعات خدمة الدين الخارجي ( استهلاك الدين ومدفوعات الفائدة ) إلى الصادرات من السلع والخدمات لأي سنة. وتشير إلى مقدار ما سيستخدمه البلد من حصيلة الصادرات في خدمة ديونه، ومن ثم مدى حساسية سداد التزامات خدمة الدين التي تستحق في أي سنة لأي هبوط غير متوقع في عائدات التصدير.

- نسبة خدمة الدين إلى الإيرادات الحكومية: تقيس نسبة عبء خدمة الدين الخارجي إلى إيرادات الحكومة وتوضح هذه النسبة إلى أي مدى تؤدي خدمة الدين إلى إعاقة البلدان المدينة في استخدام مواردها المالية. الشكل رقم (04): مؤشرات عبء الدين التي يشيع استخدامها لتقدير استمرارية القدرة على تحمل الدين الخارجي:



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما تقدم.

## سابعاً- قروض المؤسسات المالية الدولية:

## 1- قروض صندوق النقد الدولي:

يتمحور الدور التمويلي لصندوق النقد الدولي حول تقديم القروض المتوسطة و قصيرة الأجل للدول الأعضاء، و ذلك من أجل معالجة مسائل العجز في موازين المدفوعات أو إعادة جدولة الديون الخارجية للدول الأعضاء التي تعاني من هذا النوع من المشكلات. و الاقتراض من الصندوق في العادة يكون مشروطاً و محكوماً بمجموعة قواعد، منها: تحديد الحد الأقصى للقروض بما لا يتجاوز قيمة الاحتياطات الذهبية للدولة المقترضة، أما إذا زادت قيمة القرض عن هذا الحد فإن الدولة المقترضة يجب أن تلتزم باتفاقية التثبيت الاقتصادي خلال فترة القرض، شريطة أن لا يحصل العضو الواحد على ما يزيد عن 200 % من حصته لدى الصندوق خلال عام واحد، و قد يصل الحد الأقصى إلى حدود 600 % خلال ثلاث سنوات.

تتم آلية الحصول على القرض من خلال تقدم الدولة الراغبة بالاقتراض بطلب إلى إدارة الصندوق لتبدأ بعد ذلك محادثات حول برنامج التثبيت، و في حال الموافقة على البرنامج فإن الصندوق يطلب من الدولة الراغبة بالاقتراض إعداد خطاب نوايا يتضمن السياسات التفصيلية التي ستعتمدها، و التي تشمل في العادة على ما يلي:<sup>1</sup>

- تطبيق سياسات انكماشية للحد من التضخم، إلغاء الدعم على السلع الرئيسية، رفع نسب الضرائب و الأسعار.

- تخفيض قيمة العملة و التوجه نحو تحرير سعر الصرف و تخفيف الرقابة على الصرف الأجنبي.

- رفع أسعار الفائدة الحقيقية على القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي.

- تحرير قطاع التجارة الخارجية، و إشراك القطاع الخاص في عملية الاستيراد.

يتمثل الهدف الأساسي من هذه القروض في ضمان القدرة على تسديد القرض و فوائده، بالإضافة إلى تحسين الوضع الاقتصادي و معالجة الخلل في ميزان المدفوعات.

يشير الواقع العملي إلى أن سياسات صندوق النقد الدولي الهادفة إلى تطبيق برنامج التثبيت الاقتصادي لمعالجة أوضاع ميزان المدفوعات قد أثبتت فشلها على اعتبار أن الدول المقترضة تعاني من اختلالات هيكلية تتطلب إصلاحاً واسعاً و شاملاً و عميقاً، لأن هذه الاختلالات ذات طبيعة دائمة و ليست مؤقتة كما يرى خبراء الصندوق، و لذلك فقد أدت برامج التثبيت إلى تعميق الخلل في توزيع الدخل و تخفيض الأجور الحقيقية و الابتعاد عن العدالة في التوزيع.

<sup>1</sup> - علي إبراهيم الخضر. إدارة الأعمال الدولية. دار المنهل. عمان. الأردن. 2010. ص: 212 – 217.

## 2- قروض البنك الدولي للإنشاء و التعمير:

يقوم البنك بتقديم القروض للدول من أجل دعم العملية التنموية لديها و ذلك بدعم المشاريع المنتجة و مشاريع البنى التحتية، لذلك غالبا ما تكون قروضه لأجل طويلة مع فترة سماح معينة، و تخدم بشكل رئيسي تمويل القطاعات الزراعية و التنمية الريفية باعتبار أن قطاع الزراعة من وجهة نظر البنك الدولي هو القطاع الرئيسي لتنمية الاقتصاد الوطني.

تتمثل أهم شروط البنك لمنح القروض أو المساهمة في تمويل المشاريع فيما يلي:<sup>1</sup>

- إشراك خبرائه في إعداد خطط و برامج التنمية الاقتصادية للدول المقترضة.  
- التدخل في شؤون الاستثمارات الوطنية و توزيعها على القطاعات الاقتصادية المختلفة و على الأقاليم الجغرافية.

- تطبيق آليات السوق على المشاريع التي يمولها البنك و ترك الأسعار حرة دون تدخل القطاع الحكومي من أجل فرض تسعير إداري على مخرجات المشاريع الممولة من طرف البنك الدولي.

- تركيز منح القروض للمشاريع الزراعية و التنمية الريفية و الصناعات الحرفية الصغيرة.  
أدخل البنك الدولي تعديلات واسعة على سياسته الإقراضية، خاصة بالنسبة لشروط منح القروض ، حيث بدأ بمنح القروض لتنمية المشاريع الصناعية و الخدمية، شريطة قيام الحكومات المقترضة بسلسلة من التغييرات في برامجها التنموية.

بشكل عام تتداخل أساليب عمل كل من البنك الدولي و صندوق النقد الدولي، و تتشابه آليات كل منهما من حيث الطلب من النامية الراغبة في الاقتراض بمعالجة الاختلالات الهيكلية الجزئية و الشاملة ذات الطابع المؤقت و الدائم.

و تحاول هاتان المؤسساتان بشكل رئيسي مساعدة الدول التي تتفاعل إيجابيا مع شروطها بالنسبة لإعداد برامج التنمية ذات النزعة الإصلاحية المنسجمة مع توجهاتهما، كما أنه من الملاحظ اعتماد هاتين المؤسستين لعدة مكابيل إزاء الدول في منح القروض و تقديم المعونات و جدولة الديون و غير ذلك، وفقا لمجموعة من المعايير السياسية التي لا تتفق أحيانا مع التوجهات الوطنية و القومية للعديد من الدول.

## ثامنا- تطور ظاهرة المديونية الخارجية:

## 1- جذور المديونية الخارجية:

اعتمدت الدول النامية على القروض و المساعدات الخارجية لتنفيذ برامجها التنموية في فترة الخمسينات و الستينات من القرن العشرين، و ازدادت الحاجة إلى رؤوس الأموال في الفترات اللاحقة بالرغم من بطء استجابة التنمية الاقتصادية في تلك الدول مما أدى إلى ظهور مشكلة المديونية الخارجية و صعوبة

<sup>1</sup> - نفس المرجع. ص ص: 212 - 217.

تسديد تلك الديون و خدماتها، و لكي يزيد الدائن من توسيع هيمنته فقد تنوعت و تشابكت فأضحى هناك تبعية اقتصادية ، غذائية ، تكنولوجية ، ثقافية ، عسكرية، معلوماتية...<sup>1</sup>

تعود الجذور الأولى لأزمة المديونية الخارجية لأواخر الخمسينات حينما انتهت فترة الازدهار بعد إعادة بناء العالم الأوروبي الذي حطمته الحرب العالمية الثانية، و ما تلاها من تدهور شروط التبادل الدولي لصالح الدول الصناعية و المتمثلة في ارتفاع أسعار السلع المصنعة و تدني أسعار المواد الأولية، الأمر الذي أدى إلى اتساع العجز في موازين مدفوعات دول العالم الثالث آنذاك. مع حلول السبعينات كانت معظم الدول المستعمرة قد حصلت على استقلالها السياسي، لترفع بعدها شعار التنمية الاقتصادية و رفع مستويات المعيشة في تلك البلدان، لقد قام نموذج التنمية في كثير من هذه البلدان على إستراتيجية التصنيع، و هو الأمر التي لم تكن تلك الدول مؤهلة للانطلاق فيه لا من الناحية التمويلية و لا من ناحية تأهيل العنصر البشري و الكفاءات الإدارية، الأمر الذي أدى إلى بقائها في نفس الموقع من ناحية التقسيم الدولي للعمل، و ذلك بتخصيصها دائما في إنتاج و تصدير المواد الأولية مقابل استيرادها للسلع الاستهلاكية و المصنعة من الدول الرأسمالية.

أدى التبادل اللامتكافئ الناتج عن تدهور شروط التبادل الدولي لغير صالح الدول النامية إلى قيام علاقات تجارية دولية قائمة على الاستغلال و التبعية، مما أدى إلى إضعاف القدرات الذاتية لهذه البلاد على تمويل مشروعاتها الاستثمارية بسبب النزيف الكبير لفوائدها الاقتصادي إلى الخارج، و بما أن هذه الدول لم تحصل على القدر الكافي من المعونات و المساعدات من العالم المتقدم و لا من الهيئات الدولية لانطلاق عملية التنمية لديها، فقد اعتمدت على الاستدانة الخارجية لتمويل مشاريعها التنموية. بقيت هذه الدول متحكمة في تسيير مديونيتها الخارجية خلال عقدي الخمسينات و الستينات، و لم تكن أعباء خدمة الدين تشكل عبئا ثقيلا خلال تلك الفترة.

بحلول عقد السبعينات طرأت تغيرات جوهرية على النظام المالي و النقدي الدولي و حتى على طبيعة العلاقات التجارية العالمية، تجلت في انهيار نظام بريتن وودز، ظهور سوق الأورو دولار، ارتفاع أسعار الطاقة، سياسة إعادة تدوير الدولار... كلها أمور أدت إلى إقبال الدول النامية على الإفراط في الاستدانة الخارجية، خاصة في ظل إقدام القطاع الخاص المتمثل في البنوك الأجنبية على توفير التمويل اللازم لتنتشر بذلك حالة من هستيريا الاقتراض لدى الدول المستقلة حديثا.

<sup>1</sup> - رواء زكي الطويل. الأمن الدولي وإستراتيجيات التغيير والإصلاح . دار المنهل . عمان . 2012 . ص:128.

الجدول رقم (07): تطور ديون بلدان العالم الثالث خلال الفترة 1955-1985 (ملايير الدولارات):

السنة	1955	1970	1975	1981	1983	1985
مديونية الدول النامية	6	75	180	610	843	970

المصدر:

محمد عبد الله شاهين. التجارة الدولية و أثرها على التجارة الخارجية للدول العربية . مرجع سابق. ص: 75.

يتضح جليا من خلال الجدول رقم (07) أن المديونية الخارجية تضاعفت خلال عقد السبعينات، لتتفاهم أكثر خلال عقد الثمانينات، خاصة بعد اندلاع أزمة عدم القدرة على السداد عام 1982. فالمديونية التي كانت في حدود 75 مليار عام 1970 قفزت لتبلغ 180 مليار عام 1975، لتتضاعف أكثر من ثلاث مرات بحلول عام 1981 بالغة 610 مليار، مواصلة ارتفاعها لغاية 970 مليار عام 1985، و هذا هو العقد الذي عرف بعقد أزمة المديونية الخارجية. إن النمو السريع في حجم المديونية للعالم الثالث أدى إلى تخفيض القدرة الاستثمارية لهذه البلاد نتيجة النسب المرتفعة التي بدأت تخصصها هذه الدول من مواردها الاستثمارية لخدمة ديونها<sup>1</sup>.

ابتدأت ظاهرة القروض في فترة كانت مصاريف التسديد في المتناول، بمقارنة نسب الفائدة المنخفضة جدا على عائدات الصادرات المرتفعة، إلا أن الوضع تغير بشكل مأساوي في 1980 - 1981 عقب الارتفاع الكبير لنسب الفائدة المفروضة على العالم من طرف حكومة الولايات المتحدة و السلطات البريطانية... إضافة إلى توحيد المقرضين من الدول الغنية. لقد تجلّى اتحاد الدائنين في نادي باريس الذي يضم 19 بلدا و التي تجتمع مرة كل شهر بمدينة "بيرسي" لتدارس ملفات الدول المعسرة ، كل على حدى، بهدف وضع استراتيجية أكيدة تمكن من استرجاع أقصى ما يمكن من الأموال<sup>2</sup>.

## 2- اندلاع أزمة المديونية الخارجية:

يعود تاريخ اندلاع أزمة الدين العالمي إلى عام 1982 ، عندما أعلنت المكسيك و عدد من الدول الأخرى الأخذ في النمو عدم قدرتها على خدمة ديونها الخارجية و المطالبة بإعادة جدولة هذه الديون. و خلال الفترة بين عامي 1980 و 1990 تم إبرام نحو 300 اتفاق متعدد الأطراف لتخفيف هذه الديون. بذلك أصبح الدين الخارجي أزمة حتى بالنسبة للبنوك الدائنة، التي واجهت مشكلة شطب القروض المعدومة. في الوقت الذي استطاعت فيه البنوك التكيف مع هذا الوضع، كان عدد كبير من الدول الأخذ في النمو

<sup>1</sup> - أنظر:

محمد عبد الله شاهين. التجارة الدولية و اثرها على التجارة الخارجية للدول العربية . دار حميثرا للنشر والترجمة. القاهرة. 2018. ص: 73 - 75.

<sup>2</sup> - رمزي محمود . خدعة الديون . دار التعليم الجامعي. الاسكندرية. 2018. ص: 8.

محملاً بأعباء المستويات المرتفعة للمديونية الخارجية. وقد أطلق على عقد ثمانينات القرن العشرين اسم "العقد الضائع" بالنسبة لكثير من الدول الآخذة في النمو، حيث كان متوسط نصيب الفرد من الدخل لدى هذه الدول ينمو بمعدل سنوي بلغ في المتوسط نحو 1.9 %، و كان صفراً أو رقماً سالباً في ثلاثة أقاليم من العالم، حيث كان موجبا فقط في آسيا.

في عام 1993 بلغت المديونية الخارجية للدول الآخذة في النمو نحو 1.5 ترليون دولار أمريكي، معظمها يعود لدائنين من القطاع الخاص، ثم ارتفع الرقم ليصل إلى 1.9 ترليون دولار في مطلع القرن الحدي والعشرين<sup>1</sup>.

في هذا الصدد تشير التقارير الاقتصادية الدولية إلى أن منطقة أمريكا اللاتينية و الكاريبي حولت ما يعادل 120 مليار دولار من رؤوس أموال صافية خلال فترة 1982/1986.

خلقت أعباء المديونية الخارجية صعوبات كبيرة للدول النامية وصلت إلى درجة الانفجار عام 1982 عندما أعلنت بعض دول أمريكا اللاتينية توقفها عن دفع مستحققاتها، و قد كانت المكسيك هي من أشعلت الشرارة بإعلانها التوقف عن خدمة ديونها في أوت 1982، الأمر الذي أدى إلى انخفاض محسوس في الائتمان المصرفي الدولي الذي شكل المصدر الرئيسي للسيولة الخارجية المقرضة للدول النامية آنذاك.

### 3- تطور المديونية الخارجية في الدول النامية:

وقعت الدول النامية في مصيدة الديون التي ارتفعت من 130 مليار دولار عام 1973 إلى 612 مليار دولار عام 1982، ثم إلى 3.2 ترليون (3200 مليار) دولار عام 2006... الأمر الذي جعل هذه الدول تنفق جزءاً كبيراً من دخلها السنوي على خدمة الدين، أي الفائدة المتركمة على الديون، و لا نقول الديون. فوق ذلك تشير بعض الدراسات من قبل بعض العاملين في البنك الدولي عبر سنوات عديدة، بأن ما لا يقل عن 100 مليار دولار من قروض هذا البنك ضاعت نتيجة لسوء تنفيذ المشروعات، و لتواطؤ الشركات العالمية مع حكومات دول العالم الثالث، من أجل نهب هذه القروض من قبل القلة المستفيدة، في الوقت الذي لم تنتفع الشرائح المستهدفة من هذه القروض، و هكذا تراكمت الديون على هذه الدول<sup>2</sup>.

ترتب عن انفجار أزمة المديونية اللجوء إلى إعادة جدولة الديون، و تعني إعادة جدولة الديون إقرار الدول النامية بأنها عاجزة عن تسيير أمورها لوحدها و بالتالي تسمح بتدخل سلطات الدول و البنوك المقرضة بفرض شروطها المجحفة على هذه البلاد. إذ أن الاتفاق على إعادة الجدولة ينص على أنه يجب على البلد المدين التقيد بجملة من السياسات و التوجهات الاقتصادية و الاجتماعية. و تكون هذه السياسات على شكل تعهد في "خطاب النوايا"، المتبادل بين البلد المعني و صندوق النقد الدولي، و يخص الإنفاق العام و السياسة الاستثمارية و التجارية الخارجية.

<sup>1</sup> - سي بول هارود. رونالد ماك دونالد. مرجع سابق. ص: 693 - 695.

<sup>2</sup> - رمزي محمود . مرجع سابق. ص: 58.

فرضت أزمة المديونية الخارجية تكاليف ضخمة على البلاد النامية مما أدى إلى تفاقم مديونيتها و انهيار تنميتها، الأمر الذي جعلها تخضع للشروط القاسية و التدخلات السياسية و الاقتصادية في شؤونها الداخلية من طرف المنظمات و الهيئات الدولية المالية<sup>1</sup>.

في هذا السياق حدد البنك الدولي 25 دولة من الدول ذات الدخل المنخفض، تقع جميعها في قارة إفريقيا باعتبارها أشد الدول حدة من حيث المديونية الخارجية. و هناك 20 دولة أخرى من الدول ذات الدخل المتوسط، منها 12 دولة في أمريكا اللاتينية، باعتبارها من الدول المدينة بشدة أيضا.

و تعد الدول الإفريقية مدينة في المقام الأول لجهات رسمية (ثنائية و متعددة الأطراف)، في حين نجد أن معظم دول أمريكا اللاتينية و آسيا مدينة بشدة للبنوك العالمية<sup>2</sup>.

زادت مشكلة المديونية الخارجية للكثير من الدول الإفريقية و ذلك نتيجة للسياسات التمويلية الخاطئة التي اتبعتها في تمويل التنمية، بالإضافة إلى الاستمرار في الاستهلاك و الاستثمار و الاستيراد بدرجة تفوق كثيرا الإنتاج و التصدير. و قد صاحب ذلك بيئة خارجية غير مواتية تمثلت في تفاقم شروط الإقراض و تدهور أسعار سلع التصدير الرئيسية، الأمر الذي أدى إلى تفاقم العجز الجاري لميزان المدفوعات.

على الرغم من أن المنح و الإعانات لا تحمل الدول المتلقية أية أعباء مادية، بخلاف ما هو حاصل في الاستدانة من الخارج، و التي تمثل عبئا مباشرا على الدول المدينة، إلا أن تلك المعونات لها من التبعات السياسية و الاستراتيجية ما تفوق تكلفتها الأبعاد المادية و العينية للقروض المباشرة، سواء كانت مشروطة أو غير مشروطة.

يمكن القول أن الدول الكبرى و المؤسسات المانحة لا تفضل على الدول الإفريقية لاعتبارات إنسانية كما يزعمون، بل إن ما تعطيه لها يعود إليها أضعاف مضاعفة، خصوصا مع تعثر كثير من الدول الإفريقية عن السداد، و لجوئها إلى استجداء الدول المقرضة لجدولة الديون المستحقة، و منحها فترات سماح للوفاء بالسداد، و هذا كله يستوجب اتفاقيات و صفقات يبرمها الطرفان، الدائن و المدين، إذ يدفع فيها الطرف الأضعف (المدين) المقابل من سيادته و استقلال قراره السياسي و أمنه القومي<sup>3</sup>.

الجدول رقم (08): تطور مخزون الدين الخارجي للدول النامية (ذات الدخل المنخفض و المتوسط) - المليار دولار-

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
مخزون الدين الخارجي	3572	4249	4987	5523	6280	6710	6199	6442	7070

Source :

The World Bank. International Debt Statistics . Region Tables: Low & middle income. 13/11/2018.

1 - محمد عبد الله شاهين. التجارة الدولية و اثرها على التجارة الخارجية للدول العربية . مرجع سابق. ص: 79- 81.  
2 - سي بول هارود. رونالد ماكدونالد. مرجع سابق. ص: 695.  
3 - مهيرة عماد السباعي. القضايا الإفريقية: الأزمات و المعالجة . العربي للنشر و التوزيع. القاهرة 2018. ص: 232.

ارتفع إجمالي الدين الخارجي القائم في البلدان ذات الدخل المنخفض والمتوسط 4.1 % في عام 2016 إلى 6.9 تريليون دولار . وكان هذا بمثابة عودة إلى المسار التصاعدي الذي ميز الدين الخارجي لهذه المجموعة من البلدان طوال العقد الماضي، ولم ينقطع إلا عن طريق الانكماش الطفيف في عام 2015. كانت الزيادة مدفوعة بمزيج صافي تدفقات الديون التي تصل إلى 248 مليار دولار وتغييرات أسعار الصرف على أساس سنوي مقارنة بالدولار الأمريكي (أكثر من نصف ديون البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل مقومة بعملات أخرى غير الدولار الأمريكي)<sup>1</sup>.

#### 4- تطور مؤشرات الديون الأساسية في الدول النامية 2000 - 2015:

وصل مجموع أرصدة الديون الخارجية للبلدان النامية و الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية إلى حوالي 6.8 تريليون دولار في عام 2015 مقارنة ب 2.1 تريليون دولار في عام 2000 بينما ارتفعت الصادرات من 1.5 تريليون دولار في عام 2000 إلى مبلغ 6.9 تريليون دولار في عام 2015. وخلال تلك الأعوام الخمسة عشر شهدت الفترة الممتدة حتى وقوع الأزمة المالية معدلات نمو سنوية لمتوسط الناتج المحلي الإجمالي قدرها 6 % ، و هي نسبة انخفضت إلى 5 % سنويا في المتوسط خلال فترة ما بعد الأزمة من عام 2009 إلى عام 2015 وتباطأ نمو الصادرات بشكل ملحوظ أكثر بعد انتهاء الأزمة إذ تراجع من متوسط معدل نمو بنسبة 16.6 % في الفترة من عام 2000 إلى عام 2008 إلى 5.6 % في الفترة من عام 2009 إلى عام 2015. و نتيجة للنمو القوي الذي شهدته الناتج المحلي الإجمالي والصادرات عموما خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2008 بالاقتران من نتائج مبادرات تخفيف أعباء الديون التي شهدتها التسعينات و أوائل الألفية الحالية قد تحسنت نسب ديون البلدان النامية ككل بشكل كبير خلال تلك الفترة.

وانخفضت نسبة مجموع أرصدة الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي من 36 % في عام 2000 إلى 22 % في عام 2008 و تراجعت نسبة خدمة الدين إلى الصادرات من 22 % عام 2000 إلى ما يزيد بقليل عن 9 % في عام 2008. بيد أن الفترة من عام 2009 إلى عام 2015 اتسمت بارتفاع متجدد في كلتا النسبتين إذ ارتفعت نسبة مجموع الديون إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 25.5 % بحلول عام 2015 كما ارتفعت نسبة خدمة الديون إلى الصادرات إلى 11.5 %<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - The World Bank. International Debt Statistics . 2018. P : 5.

<sup>2</sup> - الأمين العام للأمم المتحدة. تقرير : القدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية. الجمعية العامة للأمم المتحدة. 2 أوت 2016. ص: 2.

## تاسعا- إعادة الجدولة:

## 1- مفهوم إعادة جدولة الديون:

ترتّب عن انفجار أزمة المديونية اللجوء إلى إعادة جدولة الديون، و تعني إعادة جدولة الديون إقرار الدول النامية بأنها عاجزة عن تسيير أمورها لوحدها و بالتالي تسمح بتدخل سلطات الدول و البنوك المقرضة بفرض شروطها المجحفة على هذه البلاد. إذ أن الاتفاق على إعادة الجدولة ينصّ على أنه يجب على البلد المدين التقيد بجملة من السياسات و التوجهات الاقتصادية و الاجتماعية. و تكون هذه السياسات على شكل تعهد في "خطاب النوايا"، المتبادل بين البلد المعني و صندوق النقد الدولي، و يخص الإنفاق العام و السياسة الاستثمارية و التجارية الخارجية<sup>1</sup>.

تعتبر إعادة الجدولة أحد الخيارات أمام الدول التي تعاني من عبئ خدمة الدين و تتمثل إعادة جدولة الدين الخارجي في إعادة صياغة شروط الاقراض التي تم استلامها، أي أنها إعادة صياغة لفترة السماح و أجل الاستحقاق و أسعار الفائدة مع إضافة فترات تجميد (سماح)<sup>2</sup>.

كما يقصد بإعادة الجدولة إعادة ترتيب شروط سداد الدين الأصلي، و قبل الوصول إلى اتفاق يتعلق بإعادة الجدولة تجري مفاوضات بين الدول المدينة و الدائنة تؤدي إلى فرض شروط على الدولة المدينة و تهدف عملية إعادة الجدولة إلى إتاحة فرصة زمنية أمام الدولة التي تطالب بجدولة ديونها لفرض سياسات اقتصادية تؤدي إلى تصحيح الاختلالات في ميزان المدفوعات، مما يؤهلها إلى الوفاء بأداء التزامات الدين الخارجي.

تتضمن إعادة الجدولة نوعين من الديون: الأول هو الدين الرسمي، و تضمنه الحكومات و الوكالات الرسمية، و تتم جدولة هذا الدين عن طريق نادي باريس، و الثاني هو الدين الخاص الذي تتم جدولته في إطار نادي لندن الذي يضم مجموعة من بنوك الائتمان المتخصصة.

و تطالب الدول الدائنة أن تكون المفاوضات متعددة الأطراف و ليس لكل دائن على حدة، حتى إذا ما تم الاتفاق على إعادة جدولة الدين للدولة المدينة، تضمن الدول الدائنة الأخرى الحصول على نفس الشروط<sup>3</sup>.

## 2- الديون القابلة لإعادة الجدولة:

يمكن تقسيم الديون الخارجية من حيث قابليتها للجدولة إلى ما يلي<sup>1</sup>:

أ- ديون لا تقبل الجدولة: و هي ديون تمنحها مؤسسات متعددة الأطراف و مؤسسات دولية مثل صندوق النقد الدولي، البنك الدولي للإنشاء و التعمير و بعض بنوك التنمية الآسيوية و الأفريقية و بنك الاستثمار

1 - محمد عبد الله شاهين. التجارة الدولية و أثرها على التجارة الخارجية للدول العربية. مرجع سابق. ص: 79- 80.

2 - مهيرة عماد السباعي. مرجع سابق. ص: 232.

3 - علي عبد الفتاح أبو شرار. الاقتصاد الدولي: نظريات و سياسات. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. الطبعة الرابعة. عمان. الأردن. 2015. ص: 218 - 219.

الأوروبي. و بخصوص هذا النوع من الديون فإنه يتعين على الدول المدينة أن تقوم بالوفاء بالتزاماتها في مواعيد الاستحقاق المحدد بغض النظر عن أوضاعها الاقتصادية و المالية.

ب- **الديون التجارية:** و هي الديون التي تمنحها المصارف التجارية الخارجية، و تتم إعادة جدولتها بالتفاوض بين البنوك التجارية و الدول المدينة من خلال نادي لندن.

ت- **الديون الرسمية الحكومية:** و هي الديون التي تمنحها الحكومات أو تقوم بضمانتها، و تعاد جدولة هذه الديون من خلال نادي باريس.

### 3- نادي باريس و إعادة جدولة الديون الخارجية:

يتكون نادي باريس من 19 دولة من أغنى بلدان العالم، و يجتمع النادي كل ستة أسابيع في مقر وزارة الاقتصاد و المالية و الصناعة الفرنسية، و يرأسها أحد كبار المسؤولين في دائرة الخزانة الفرنسية، الأمر الذي جعل الدول الأعضاء فيه تمتلك مرونة كبيرة لمواجهة المواقف الخاصة لكل دولة مدينة تواجه صعوبات في سداد ديونها.

تسعى الدول الأعضاء في نادي باريس إلى إيجاد الحلول الملائمة لل صعوبات التي تواجهها الدول المدينة في سداد ديونها عبر إعادة الجدولة للديون الخارجية من خلال تغيير أساليب سداد الديون المستحقة لهم و بما يحقق مكاسب لكلا الطرفين. يتمكن الدائنون وفق هذه الاتفاقية من الحصول على أموالهم لاحقاً بدلاً من التوقف النهائي للدولة المدينة عن الدفع، في حين تتمثل مكاسب الدول المدينة باستغلال فترة التأجيل لترتيب أوضاعها المالية و التجارية، إذ عليها معالجة العجز المالي الذي يسبب اللجوء إلى التمويل الخارجي و تنمية صادراتها للحصول على الموارد المالية اللازمة لسداد ديونها المؤجلة.

يجتمع النادي بالدول المدينة التي تحتاج إلى دين عاجل، بحيث يشترط عليها الالتزام بتنفيذ الإصلاحات اللازمة لتحسين وضعها الاقتصادي و المالي وفق اشتراطات يقترحها صندوق النقد الدولي. منذ عام 1956 أبرمت الدول الدائنة في النادي ما يزيد على 386 اتفاقية تتعلق ب 80 دولة دولة مدينة<sup>2</sup>.

### 4- كيفية إعادة الجدولة:

يختص نادي باريس بالنظر في الديون الرسمية والديون المضمونة رسمياً، ولا ينظر في الديون القصيرة الأجل (أقل من سنة واحدة). أما الالتزامات الناجمة عن قروض ممنوحة من قبل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي فلا تقبل إطلاقاً إعادة الجدولة. وعلى الدولة المدينة إذن سداد الديون المترتبة على هذه القروض في التواريخ المحددة مسبقاً وإلا تردت علاقاتها مع المؤسسات الدولية، وعندئذ يتعذر على نادي باريس إعادة جدولة ديونها، وهذا ما حدث للسودان عندما عجز عن دفع ديونه المستحقة لصندوق

<sup>1</sup> - نفس المرجع. ص ص: 219 - 220.

<sup>2</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد. سياسات صندوق النقد الدولي وأثرها على الدول النامية. دار المنهل. عمان. الأردن. 2017. ص ص: 121 - 122.

النقد الدولي فتراكمت متأخرات السداد، وإثر ذلك جمدت حقوق البلد في الحصول على تسهيلات جديدة ولم يبت بإعادة برمجة ديونه منذ عام 1984.

بعد أن يقدم البلد المدين طلبا بإعادة جدولة ديونه تتولى سكرتارية نادي باريس جمع المعلومات عن الحالة الاقتصادية لهذا البلد من سلطاته العامة ومن الدول والمؤسسات الدائنة. وتحتوي المعلومات على تحليل دقيق للوضع الاقتصادي والمالي وحجم الديون الخارجية وتقسيماتها حسب مصادرها وتواريخ استحقاقها كما تتأكد السكرتارية من تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي المتفق عليه مع صندوق النقد الدولي، ثم يوجه رئيس النادي دعوة إلى ممثلي الدول الدائنة وممثل الدولة المدينة لحضور الاجتماعات التي يشارك فيها صندوق النقد الدولي والبنك العالمي بصفة مراقب. وبعد المفاوضات يتخذ الدائنون قرارهم بتوافق آرائهم، أي عدم معارضة أحد على ما تم التوصل إليه بينهم، ويتضمن هذا القرار الذي يعرض على ممثل الدولة المدينة للموافقة عليه تفاصيل إعادة جدولة الديون.

وليس من صلاحيات نادي باريس اتخاذ قرارات قانونية، والاتفاقات الثنائية وحدها ذات قيمة قانونية. فعلى سبيل المثال بعد أن قرر النادي في جويلية 1995 إعادة برمجة 7320 مليون دولار من مديونية الجزائر لمدة 15 سنة مع فترة سماح لمدة أربع سنوات، عقدت الجزائر اتفاقات ثنائية مع الولايات المتحدة وكندا واليابان و14 دولة أوروبية<sup>1</sup>.

### 5- شروط إعادة الجدولة:

لا يوافق نادي باريس على إعادة الجدولة للديون إلا إذا استفحل العجز في ميزان مدفوعات الدولة المدينة أو ازدادت متأخرات ديونها، فهو يشترط وجود حالة عسر مالي شديد تعرقل الوفاء بالالتزامات المالية. وتبرم الاتفاقات بعد تطبيق البرنامج الإصلاحي الذي يقترحه صندوق النقد الدولي على الدولة المدينة ويرمي هذا البرنامج إلى توازن الميزانية العامة و الميزان التجاري، لأن ضبط العجز المالي يحد من التضخم و معالجة العجز التجاري تقود إلى تقليل الاعتماد على التمويل الخارجي<sup>2</sup>. لتحقيق ذلك يتناول البرنامج جميع أدوات السياسة المالية والاقتصادية المتعلقة بالمواضيع التالية:<sup>3</sup>

- التجارة الخارجية
- العملة المحلية
- النفقات العامة بمختلف صورها
- كذلك الضرائب المباشرة وغير المباشرة
- قوانين الاستثمارات.

<sup>1</sup> - صباح نعوش. إعادة جدولة الديون الخارجية . موقع قناة الجزيرة. تمت الزيارة بتاريخ: 2018/12/07. متاح على الرابط التالي: <http://www.aljazeera.net/specialfiles/pages/14eab45f-ec8f-4ce0-b5e4-e2e2d50626a9>

<sup>2</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد. سياسات صندوق النقد الدولي وأثرها على الدول النامية . مرجع سابق. ص: 122.

<sup>3</sup> - صباح نعوش. مرجع سابق.

## 6- التداعيات السلبية لبرنامج إعادة الجدولة:

رغم بعض النتائج الأنية التي تحصل عليها الدول المدينة جراء إعادة جدولة ديونها الخارجية، إلا أن هذه العملية تخضع لشروط قاسية تؤثر بشدة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، كما أنها لا تعطي حلا لأزمة المديونية بل تؤجلها إلى وقت لاحق، و فيما يلي التداعيات غير المرغوبة لإعادة الجدولة:<sup>1</sup>

- لم تقدر برامج الصندوق إلى تخفيف حدة المديونية بل أدت إلى العكس تماما، ففي 36 دولة نامية طبقت فيها هذه البرامج انتقل ثقل مديونيتها الخارجية قياسا بالنتائج المحلي الإجمالي من 82% في منتصف الثمانينيات إلى 154% في منتصف التسعينيات. أما في الدول النامية المدينة التي لم تطبق هذه البرامج فقد انتقل ثقل المديونية من 56% إلى 76% فقط في الفترة نفسها .

- تقود إعادة الجدولة إلى ارتفاع كلفة الدين، فعندما يؤجل مبلغ معين لمدة محددة، على الدولة أن تدفع فوائد إضافية عند حلول مواعيد استحقاق الديون المؤجلة إذ تسري الفوائد طوال فترة التأجيل. ودون الدخول في التفاصيل الفنية فإن إعادة جدولة مبلغ معين لمدة 15 سنة تقود إلى دفع ضعف هذا المبلغ على الأقل في نهاية هذه المدة، ناهيك عن أن الدولة المدينة لا تستطيع أن تقدر بدقة المبلغ الذي ستدفعه فعلا في فترة التأجيل، لأن أسعار الفائدة قد تكون معومة أي غير محددة مقدما لارتباطها بأحوال السوق.

- إتباع سياسات تقشفية في مختلف الميادين، وبالتالي انقلاب الحلول إلى مشاكل إضافية و دخول البلدان المدينة في حلقة مفرغة.

لا تزال الدول المدينة حتى اللحظة غير قادرة على تشكيل فريق تفاوض موحد يمثل مصالحها الاقتصادية الكلية في مواجهة سياسات الدول المتقدمة و المؤسسات المالية الدولية، بل تقوم بإجراء مفاوضاتها مع هذه الدول و المؤسسات المالية بصورة انفرادية مما يضعف موقفها التفاوضي معها. هنا تتضح أهمية توحيد سياسات الدول النامية و خاصة المدينة منها في مواجهة تحديات و سياسات المؤسسات المالية الدولية و حكومات الدول المتقدمة و مجموعاتها المصرفية و الشروط التي تضعها أمام الدول النامية<sup>2</sup>.

**عاشرا- بدائل تسيير أزمة المديونية الخارجية:**

رغم النتائج الإيجابية الأنية التي حققتها سياسة إعادة الجدولة التي اتبعتها العديد من الدول سواء مع نادي باريس أو لندن، بمساهمة صندوق النقد الدولي، إلا أنها أدت إلى نتائج غير مرغوبة بالنسبة للدول المدينة خاصة ما تعلق منها بتراجع السيادة الاقتصادية لهذه الدول أمام الشروط التي تفرضها الجهات المقرضة باقتراح من المؤسسات النقدية و المالية الدولية. أدى ذلك إلى ظهور بدائل و خيارات حديثة من أجل تسيير المديونية الخارجية للدول في إطار ما يعرف عادة بتنظيم الدين الخارجي، خاصة تلك التي تعرف عسرا ماليا عند الوفاء بالتزاماتها المالية.

<sup>1</sup> - نفس المرجع.

<sup>2</sup> - علي إبراهيم الخضر. مرجع سابق. ص: 218.

تعرف إعادة تنظيم المديونية على أنها اتفاق ثنائي ما بين الدائن و المدين لتغيير الشروط المتفق عليها لخدمة المديونية، و يتمثل هدف إعادة تنظيم الديون في تخفيف عبء المديونية و معالجة مشكل ندرة السيولة الدولية بالنسبة للبلد المدين، إذ يتحقق تخفيف العبء إذا حصل تخفيض مباشر في القيمة الحالية لخدمة الدين أو ترتب عنه تأجيل في مواعيد السداد.

تأخذ سياسة إعادة تنظيم المديونية عدة أشكال، و فيما يلي نتطرق لأهم التقنيات المعمول بها على المستوى الدولي:<sup>1</sup>

### 1- توريق الدين:

تعتمد هذه التقنية على ما يعرف ب "سندات التخارج"، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول، و عادة ما تعكس القيمة السوقية للورقة المالية مستوى الجدارة الائتمانية للدولة المدينة و مدى قدرتها على السداد في آجال الاستحقاق المتعاقد عليها.

تجدر الإشارة إلى أن القيمة الاسمية للورقة المالية تكون أقل من قيمتها التعاقدية، أي أن مجموع الدين الخارجي يكون أكبر من مجموع سعر الأوراق المالية، و يعتبر الفرق (الخصم) في هذه الحالة من نصيب حامل الورقة المالية، إن اختار الإبقاء عليها حتى آجال الاستحقاق، و إلا سيبيعها في السوق الثانوي بسعرها السوقي، الذي يتحدد وفقا للتوقعات المرتبطة بالمركز المالي للمدين اعتمادا على مؤشرات تقييم الجدارة الائتمانية.

### 2- السماح (مسح الديون):

يقصد به الإلغاء الطوعي لكامل الدين أو لجزء منه في إطار ترتيبات تتم بين الطرف الدائن و الطرف المدين، تجدر الإشارة إلى أن السماح يتعلق بتخفيض أصل الدين أكثر من ارتباطه بتخفيض معدلات الفائدة. قد يتم اللجوء إلى تقنية السماح بدافع مراعاة ظروف الدولة المدينة من الناحية الاقتصادية و الاجتماعية، أو السياسية كأن تمر بأزمة مالية خانقة أو تعاني من مجاعة أو حرب... أو في إطار الالتزام بتعهدات و اتفاقيات دولية لمسح و تخفيف ديون العالم الثالث.

كما أنه قد يتم اللجوء إلى هذه التقنية بهدف الحصول على امتيازات اقتصادية أو سياسية لصالح الدولة الدائنة، كأن تسمح دولة ما ديون دولة أخرى بهدف إعطاء امتيازات لها فيما يتعلق بفتح أسواقها لمنتجات الدولة الدائنة، أو إعطائها امتيازات فيما يتعلق بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر...

### 3- عمليات تحويل الدين:

تقتضي هذه العملية تحويل الدين من العملة الأجنبية إلى العملة المحلية بمعدل خصم (يخصم من قيمة الدين) و ذلك بدخول طرف ثالث إضافة إلى الدائن و المدين.

<sup>1</sup> - أنظر:

- هزاع مفلح. ص ص: 233- 237 .

تقتضي عمليات تحويل الدين قيام الطرف الثالث (مستثمر، شركة مقيمة بالدولة المدينة أو خارجها) الذي يمتلك عملات أجنبية خاصة بالخارج بشراء الدين من الطرف الدائن بعملة القرض (العملة الأجنبية) لكن مقابل خصم عليه (أي يشتري الدين بأقل من سعره النهائي المتعاقد عليه)، بعدها يستطيع الطرف الثالث الحصول على قيمة القرض الذي اشتراه لكن بالعملة المحلية للبلد المدين و بسعر الصرف الرسمي السائد بين العملتين (عملة البلد المدين و عملة القرض). يستطيع الطرف الثالث استخدام العملة المحلية التي بحوزته في أوجه الإنفاق أو الاستثمار التي يراها مناسبة داخل الدولة المدينة، و قد يستفيد من امتيازات ضريبية و غيرها جراء مساعدة الحكومة على سداد دينها الخارجي.

تستفيد الأطراف الثلاثة من عملية التحويل هذه، فالنسبة للحكومة قد استفادت من التخلص من عبء المديونية الخارجية، و كذا عودة رؤوس الأموال الوطنية الهاربة إلى داخل الاقتصاد. أما الدائن فإنه يسترد دينه منقوصا منه نسبة الخصم المتفق عليها أثناء عملية التحويل، لكنه بذلك يضمن عودة الأموال التي قد وضعت ضمن بند القروض المشكوك في تحصيلها متجنباً بذلك مخاطر عدم قدرة المدين على السداد. يبقى الطرف الثالث الذي اشترى الدين فإنه يستفيد من معدل الخصم على أصل الدين، بحيث أنه يدفع أقل من الدين بالعملة الأجنبية في حين يتقاضى الدين كاملاً بالعملة المحلية، و هو بذلك يستفيد من الفارق، بالإضافة إلى الامتيازات التي يمكن يحصل عليها من الحكومة إذا ما قرر استثمار العملة المحلية التي حصل عليها.

#### 4- مبادلة الدين بأسهم:

يتفق الطرفان في هذه الحالة إلى على تحويل الدين الخارجي إلى أسهم (حقوق ملكية) تمكن الطرف الدائن من امتلاك أصول في الدولة المدينة.

كما يمكن أن تشتمل العملية على طرف ثالث يقوم بشراء حقوق الدائن مقابل أسهم أو مبالغ بالعملة المحلية يتم استثمارها في الاقتصاد المحلي على شكل استثمار أجنبي مباشر سواء عن طريق إقامة مشاريع اقتصادية بالدولة المدينة أو تملك نسبة من الأسهم في أصول قائمة فعليا بنسبة تمكنه من المساهمة في إدارة هذه الأصول، و هو ما يدرج كذلك في الاستثمار الأجنبي المباشر وفق تعريف صندوق النقد الدولي. عادة ما يطلق على عملية مبادلة الدين الخارجي بأسهم في الشركات المحلية بـ "رسملة الديون" في إشارة إلى تحويل الديون إلى مساهمات في رأس مال هذه الشركات.

كما يمكن أن تأخذ عملية المقايضة هذه أشكالاً أخرى كتلك المتعلقة بمقايضة الدين بالصادرات، كأن تتخلى الدولة الدائنة عن دينها أو جزء منه مقابل حصولها على صادرات تخصص فيها الدولة المدينة، و تكون العملية أشبه بالمقايضة، صادرات مقابل مسح الدين الخارجي.

**5- الدفع المسبق للدين الخارجي (إعادة شراء الدين):**

يتلخص هذا الأسلوب في قيام الدولة المدينة بشراء ديونها من الطرف الدائن قبل حلول آجال استحقاقها أي أن الدولة المدينة تسدد ما عليها ديون قبل مواعيد الاستحقاق، و عادة ما تلجأ الدولة المدينة إلى هذه التقنية للتخفيف من أعباء الدين الخارجي، فكما هو معلوم تزيد تكلفة الدين (أسعار الفائدة) كلما زادت مدة السداد و بالتالي إذا استطاعت الطرف المدين الاتفاق مع الدائن على تقليص آجال الدفع، فإن ذلك معناه تخفيضا في معدلات الفائدة و بالتالي تقليلا من أعباء الدين الخارجي مستفيدة في ذلك بين القيمة التعاقدية للدين و ما تم دفعه قبل أجل الاستحقاق. تجدر الإشارة إلى أن هذه التقنية تتطلب فائضا في العملات الأجنبية لدى الطرف المدين قبل حلول آجال الاستحقاق، لذا نجد أن بعض الدول تلجأ إلى فائض احتياطي الصرف لديها كما يمكنها اللجوء إلى هذه التقنية إذا استطاعت الحصول على قروض ميسرة من المؤسسات الدولية أو الإقليمية.

## المحور السادس- سوق الأورو دولار:

### أولا- سوق الأورو دولار:

تطلق تسمية الدولار الأوروبي (الأورو دولار) على الودائع الدولارية لدى البنوك التجارية الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية. تجدر الإشارة إلى أن هذه الودائع بالدولار يمكن أن تكون لدى بنوك أجنبية أو لدى فروع البنوك الأمريكية بالخارج، تعرف البنوك التي تشارك في سوق الأورو دولار باسم الأورو مصارف Euro-banques، و يقصد بذلك المصارف التجارية الأوروبية الكبرى و فروع المصارف الأمريكية في الخارج التي تخصص جزءا من نشاطها لسوق الأورو دولار.

لا يعتبر الدولار جزءا من سوق "الأورو دولار" إلا إذا ظهر في ميزانية المصارف الموجودة خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية، كما يتميز هذا السوق بأنه سوق العمليات الضخمة التي غالبا ما تتجاوز قيمتها مليون دولار، تعتبر الدول و المشاريع الضخمة ذات المخاطر المتدنية أهم المتعاملين فيه. يعود سبب التعاملات الضخمة إلى ما يعرف ب"بنوك النطاق أو الحجم"، و هو عبارة عن تجمع من البنوك التي تعتمد على تجميع مبالغ ضخمة و توفير قروض كبيرة لضمان التمويل اللازم و كذا تقاسم المخاطر. كما أن معدلات الفائدة تتحدد بمعزل عن سعر الفائدة في السوق المحلي وفقا لمبدأ العرض و الطلب.

تمت إضافة المقطع الأول المسمى أوروبي (Euro) لأن نظام الدولار الأوروبي نشأ أساسا في أوروبا و بشكل أكثر تحديدا في لندن، و اليوم أصبح هذا الوصف غير دقيق بشكل قاطع، حيث بات يطلق حتى على الدولار المتمركز خارج أوروبا، كاليابان، جزر الباهاما، سانغافورة، هونغ كونغ و غيرها...

### ثانيا- سوق الأورو عملات (العملات الأوروبية):

تجدر الإشارة إلى ضرورة التفريق بين مصطلحين متقاربين "سوق الأورو عملات" و "سوق الأورو دولار"، إذ يعتبر هذا الأخير جزءا من السوق الأول.

يقصد بسوق الأورو عملات الأصول بالعملات القابلة للتحويل (العملات الدولية) و الموضوعه تحت تصرف البنوك الموجودة خارج منطقة التداول القانوني لهذه العملات، تعتبر الودائع في سوق الأورو عملات و دائع لأجل قد تنازل مودعها عن حقه في استخدامها أو السحب عليها لفترة معينة مثل سوق الأورو جنيه استرليني، سوق الفرنك السويسري، و قبل إطلاق العملة الأوروبية الموحدة (الأورو) كان هناك الأور مارك، الأورو فرنك فرنسي... إن مجموع الأصول النقدية التي تدار خارج منطقة تداولها القانوني تسمى سوق "الأورو عملات". فإذا قرر مقيم أمريكي نقل أرصده بالدولار من البنوك الأمريكية و إيداعها بأحد البنوك بلندن مثلا، فإن هذه الودائع في لندن تنتمي إلى سوق الأورو دولار، كما أنها جزء من سوق الأورو عملات على اعتبار أن سوق الأورو دولار جزء من هذه الأخيرة. أما الفرد الإنجليزي المقيم إذا قرر نقل إيداعاته بالجنيه الإسترليني إلى أحد البنوك الألمانية مثلا فإن هذه الوديعة تنتمي إلى

سوق الأورو جنيه إسترليني كما أنها جزء من سوق الأورو عملات على اعتبار أن سوق الأورو جنيه جزء من هذه الأخيرة.

يعني مصطلح أورو (Euro) في الأساس أن هذه العملات كانت تدار في أوروبا، غير أن الودائع بمختلف العملات الدولية في باقي العالم تعتبر أيضا "أورو عملات" رغم وجودها خارج أوروبا. يستحوذ سوق الأورو دولار على سوق الأورو عملات إذ يبلغ حوالي ثلاثة أرباع المبالغ الإجمالية للتعاملات في سوق الأورو عملات .

يتأثر توطن العملات المستعملة في هذه السوق بمجموعة من العوامل المتعلقة بالسياسة النقدية على رأسها التعليمات الصادرة عن البنوك المركزية للدول المستقبلية لهذه العملات، إذ تؤدي متطلبات الاحتياطي الإلزامي و تسقيف أسعار الفائدة و تعدد أنواع الضرائب على الإيداعات إلى التضيق على توطن العملات، و تميل أسواق العملات الأوروبية للتوسع في الأماكن التي يسودها استقرار سياسي و قيود حكومية مخففة مع ضمان سرية المعاملات.

من أجل أن تصبح عملة بلد ما جزءا من سوق الأورو عملات يجب أن تستوفي الشروط التالية:

- أن تكون قابلة للتحويل إلى عملات أخرى.
- أن يكون عليها طلب من طرف المتعاملين في مجال التجارة و التمويل الدوليين.
- أن يكون الجهاز المصرفي قادرا على إتاحة هذه العملة لغير المقيمين، بما في ذلك المقدر القانونية التي تتيح تحويل الأرصدة و الودائع في سجلاتها من مقيم إلى آخر.

### ثالثا- الأورو قروض:

إن سوق الأورو قروض هي تلك القروض الممنوحة في سوق "الأورو عملات" بغض النظر عن طبيعة العملة و عن المكان، فهي قروض تمنح بعملة ما خارج حدود الدولة المصدرة لهذه العملة إذ تخضع لقوانين و تعليمات الدولة التي يتم فيها منح القرض.

و هي مشتقة من سوق "الأورو عملات"، ليس لها علاقة بأوروبا و إنما المقصود هو تلك القروض التي تمنح في سوق الأورو عملات أينما وجدت. مثلا القروض الممنوحة بالدولار في سوق الأورو دولار سواء في أوروبا أو خارجها (باستثناء الولايات المتحدة)، أو تلك القروض التي تمنح بالجنيه في سوق الأورو جنيه إسترليني سواء داخل أوروبا أو خارجها (باستثناء بريطانيا)....

بما أن سوق الأورو دولار يمثل الجزء الأكبر من سوق الأورو عملات فإن القروض الممنوحة بالدولار تبقى هي المسيطرة، فالقروض لا تمنح فقط للمتعاملين الاقتصاديين كالحكومات و المشاريع الاقتصادية... بل تمنح القروض أيضا للبنوك الأخرى التي بدورها تعيد إقراضها إلى جهات أخرى، لقد عملت هذه

السوق على تطوير أسواق ما بين البنوك على المستوى العالمي. بحلول عام 1989 كانت حوالي 77 % من الأصول بالأورو عملات أصولا على الوكلاء المصرفيين و الباقي أي حوالي 23 % كان على المتعاملين الاقتصاديين.

بلغ حجم القروض البنكية في سوق الأورو عملات حوالي 07 مليار دولار عام 1963 ليعرف تطورا سريعا خلال مرحلة السبعينات و الثمانينات إذ بلغت القروض الممنوحة في هذا السوق 5270 مليار دولار مع نهاية عام 1989، أي ما يمثل زيادة حجم السوق بحوالي 750 ضعفا خلال 26 سنة تقريبا. تجدر الإشارة إلى أن الأورو قروض إضافة إلى سوق الأورو عملات باتت قنوات أساسية لتحويل رؤوس الأموال على المستوى الدولي بين بلد و آخر، سواء في الآجال القصيرة أو حتى المتوسطة و الطويلة. ففي الوقت الذي كان فيه المستثمر الأوروبي مجبرا على الدخول إلى السوق الأمريكية من أجل الحصول على قرض بالدولار الأمريكي، بات بوسعه في ظل سوق الأورو دولار و كذا سوق الأورو قروض أن يقترض الدولار من سوق لندن أو أحد التجمعات النقدية الأوروبية، فعملية الاقتراض من أوروبا أكثر ملائمة لشركة أوروبية مقارنة بأمريكا نظرا لتكلفة الاقتراض من ناحية (أنظر عوامل تطور سوق الأورو دولار) و كذا توافق ساعات العمل في أوروبا مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية.

#### رابعا- نشأة سوق الأورو دولار:

خلال عامي 1957-1958 تمكن الإتحاد السوفييتي من تحقيق إنجازين تقنيين و عسكريين هامين الأول هو إطلاق الصاروخ السوفييتي في الفضاء و المسمى "سبوتنيك" عام 1957، و الثاني هو تمكن روسيا من صنع الصواريخ العابرة للقارات ذات الرؤوس النووية، لترتفع بعد ذلك حدة اللهجة السوفييتية آنذاك ضد عدوها الإيديولوجي في الولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى إلى تخوف المختصين الماليين في موسكو من رد فعل أمريكي.

تراكمت لدى الإتحاد السوفييتي احتياطات كبيرة بالدولار بفعل الفائض في الميزان التجاري المحقق مع منطقة الدولار، و كذا بفعل كميات الذهب الكبيرة التي ينتجها هذا الأخير و التي كانت تباع في أسواق لندن و زيورخ، و قد كانت الدولارات الناجمة عن فائض الميزان التجاري و عمليات بيع الذهب تودع في أهم ثلاث أو أربع مصارف أمريكية. و إذا ما توترت العلاقات الأمريكية-السوفييتية، فليس أسهل على الولايات المتحدة من تجميد هذه الموجودات من الدولارات و لذلك فإنه خلال السنوات الثلاث الأخيرة من الخمسينات، و دون التمكن من تحديد تاريخ معين جرى نقل الدولارات التي يملكها الإتحاد السوفييتي من المصارف الأمريكية. يملك الإتحاد السوفييتي مصرف Moscow Narodny Bank، قام فرع هذا المصرف في لندن و هو مختص في عمليات تبادل العملات بعرض الدولارات على بقية المصارف اللندنية كل صباح و بكميات كبيرة بهدف إيداعها لأمد بأسعار فائدة و شروط حددها في عرضه. و اتبع الطريقة ذاتها مصرف سوفييتي آخر في باريس اسمه Banque Commerciale pour L'Europe

du Nord . نجح السوفييت بهذه الطريقة في الاحتفاظ بدولاراتهم، إذ أن المصارف التي أودعت لديها هذه الدولارات هي مصارف أوروبية أكثر ضماناً من حيث استبعاد وضع اليد أو تجميدها. أدت العروض الأولى للدولارات من قبل المصرفين السوفييتيين في كل من لندن وباريس إلى ولادة الفكرة الأولى لدى المصارف الأوروبية بإمكانية إحداث سوق جديدة للودائع لأجل بالدولار و كذا تقديم تسهيلات ائتمانية و قروض بالدولار، و ذلك على حساب نشاط المصارف الأمريكية.

### خامساً- تطور سوق الأورو دولار:

خلال الفترة الممتدة من 1970 – 1978 نمت سوق الأورو دولار بمعدل 26.5 %، حيث بلغت موجودات السوق 502 مليار دولار عام 1978، و يعود السبب في ذلك إلى سياسة تدوير الدولار بدرجة كبيرة، فقد ارتفعت أسعار البترول خلال الصدمة النفطية الأولى ما بين عامي 1973-1974 بحوالي 400 %، منتقلة بذلك من حوالي 03 دولار للبرميل إلى أكثر من 12 دولار للبرميل. أدت الأسعار المرتفعة إلى تراكم فوائض مالية هامة بالدولار الأمريكي لدى الدول المصدرة للبترول و بما أن سوق الأورو دولار يقترح عوائد مغرية على الإيداعات فقد تدفق جزء من الفوائض المالية إلى سوق الأورو دولار على شكل إيداعات بنكية، ليم إعادة تدويره (إعادة إقراضه) على شكل قروض للدول المستوردة للنفط و التي زادت حاجتها للدولار لتسديد فاتورة الواردات البترولية المتزايدة آنذاك، و إما على شكل قروض بنكية طويلة الأجل لصالح الدول النامية التي كانت بحاجة لتمويل مشاريعها التنموية.

الجدول رقم (09): القروض و التسهيلات الائتمانية بالدولار في ميزانية المصارف غير الأمريكية خلال الفترة 1965-

1980: (مليار دولار)

السنة	التسهيلات و القروض الممنوحة
1965	12
1970	60
1975	190
1980	520
1983	616

المصدر:

جان دنيزت. الدولار: تاريخ النظام النقدي الدولي 1945-1988. ترجمة: هشام متولي. الطبعة الأولى. طلاس للدراسات و الترجمة و النشر. دمشق. 1989. ص: 94.

يعود نمو هذا السوق خلال السنوات الأولى و الأساسية لنشاطه إلى ظاهرة تكاثر البنوك غير الأمريكية العاملة في هذا السوق جراء دولارات الإتحاد السوفييتي المحوّلة إلى أوروبا من ناحية و إلى عجز ميزان المدفوعات الأمريكي من ناحية ثانية، فقد ألقت الولايات المتحدة بدولاراتها في مختلف أنحاء العالم من أجل سدّاد العجز في حساباتها الخارجية المتعلقة بميزان المدفوعات، إذ شكلت هذه الدولارات المبعثرة من طرف البلد المصدر لها المادة الأولية لتشكيل السوق الأوروبية للدولار.

خلال الفترة التي أعقبت أزمة النفط الأولى عامي 1973-1974 لعبت سياسة تدوير الدولار الأمريكي دوراً أساسياً في إنعاش و تطوير هذه السوق، و ذلك بفعل ضخ جزء من الفوائض البترولية لدى دول الخليج في المصارف الأوروبية العاملة بهذا السوق ليعاد إقراضها إلى بلدان العالم النامية بأسعار فائدة مرتفعة.

يعود سبب تباطؤ النمو في نهاية الفترة المبينة في الجدول إلى شبه التوقف عن تقديم القروض و التسهيلات المصرفية عقب الإعلان عن تأجيل دفع الديون المكسيكية من قبل المكسيك في 15 أوت من عام 1982. و ذلك بسبب الشكوك التي حامت حول الملاءة المالية للدول المدينة و المخاوف التي رافقتها من عدم القدرة على السداد في آجال الاستحقاق.

### سادساً- عوامل تطور سوق الأورو دولار:

تعود نشأة سوق "الأورو دولار" إلى أواخر الخمسينات، و رغم أنها كانت محدودة في بداياتها الأولى لكنها سرعان من تطورت بفعل العوامل التالية:<sup>1</sup>

#### 1- أزمة الجنيه الإسترليني:

- في عام 1957 قام بنك إنجلترا بتشديد الرقابة على استخدام الجنيه الإسترليني من جانب غير المقيمين هناك و ذلك عقب أزمة الإسترليني التي تعتبر أخطر أزمة سبقت تلك التي عرفها الجنيه عام 1967 و التي انتهت بتخفيض قيمته في نوفمبر 1967، تلك القيمة التي ظلت ثابتة تجاه الدولار منذ عام 1949 و قد أدى ذلك إلى قيام البنوك البريطانية بالبحث عن عملة جديدة يمكن من خلالها تمويل عمليات التجارة العالمية، و بالتالي تم اللجوء إلى الدولار الأمريكي كعملة بارزة و قابلة للتحويل. بحلول عام 1957 انتهى دور الجنيه الإسترليني كعملة عالمية في مجال القطاع الخاص (الفردي)، أما الدولار الذي لم يكن حتى ذلك الوقت إلا عملة قياسية للبنوك المركزية في ظل اتفاقية بريتن وودز، فقد أصبح شيئاً فشيئاً العملة العالمية لتعامل المصارف التجارية و الصناعيين و التجار و الأفراد و المتعاملين معهم.

#### 2- حرية العمل في هذا السوق غير الخاضع لقواعد السياسات النقدية المحلية:

- بحلول عام 1958 بلغ حجم المعاملات في سوق الدولار الأوروبي ما يقل قليلاً عن مليار دولار و يعتبر العامل الرئيسي المسؤول عن هذه السوق هو الكفاءة التي تتمتع بها هذه السوق في عمليات الوساطة الخاصة بهذه الأموال بين المقرضين و المقترضين، فقد كانت تعمل بهامش فائدة ضيق لأسعار

<sup>1</sup> - للمزيد، أنظر:

- سي بول هالود. رونالد ماك دونالد. مرجع سابق. ص ص: 588-591.

- وسام ملاك. الظواهر النقدية على المستوى الدولي. دار المنهل البناني. الطبعة الأولى. بيروت. لبنان. 2001. ص ص: 526-535.

ص: 381-388.

هيل عجمي جميل الجناي. مرجع سابق. ص ص: 381-388.

جان دنيزت. الدولار: تاريخ النظام النقدي الدولي 1945-1988. ترجمة: هشام متولي. الطبعة الأولى. طلاس للدراسات و الترجمة و النشر. دمشق. 1989. ص ص: 83-95.

الفائدة بالقياس إلى البنوك التجارية الوطنية، إذ كانت الأولى تعطي معدلات فائدة مرتفعة على الودائع و حين تفرض أسعار فائدة أقل على القروض بالمقارنة بالبنوك المحلية التي تتيح قروضا بالعملات الوطنية في أوروبا. يمثل هامش الربح بالنسبة للبنوك العاملة في سوق الأورو دولار أقل من 1 %، إلا أن حجم المعاملات التي يتم التعامل بها كما أسلفنا الذكر يعتبر ضخما (تجميع القروض) و بالتالي تتحقق عوائد كبيرة لهذه البنوك.

بالنسبة للولايات المتحدة الأمريكية، تقليديا تعطي المصارف الأمريكية فائدة ضئيلة جدا على الودائع لأجل، في الوقت ذاته الذي تتقاضى فيه أسعار فائدة مرتفعة على تسهيلات و قروضها بالدولار، و في الأدبيات المصرفية يعتبر هامش الفائدة مرتفع جدا. مع نهاية الخمسينات اكتشفت المصارف غير الأمريكية في البلدان المتقدمة هذه الفجوة الكبيرة نسبيا عملت على الاستفادة منها فإذا دفعت فائدة أعلى بقليل على هذه الودائع ، و إذا طلبت من المقترضين سعر فائدة أقل بقليل من ذلك الذي تطلبه المصارف الأمريكية، فإنها ستكون بذلك قادرة على منافستها، الأمر الذي يعني تسرب الدولارات إلى خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية طلبا للعائد المرتفع، و كذا طلب القروض بعملة الدولار من البنوك الأوروبية نظرا لتكلفتها المنخفضة نسبيا، و هو ما يعني انتعاش هذا السوق و نموها بسرعة.

من المنطقي أن نتساءل عن سبب ذلك، كيف يتسنى لها ذلك؟

### 3- اللائحة الأمريكية "Q" (America's Regulation Q):

كانت هناك لائحة أمريكية يطلق تسمى اللائحة الأمريكية "Q" (America's Regulation Q) و التي تضع سقفا على سعر الفائدة على الودائع لدى البنوك الأمريكية. و خارج الولايات المتحدة الأمريكية حيث التحرر من هذه اللائحة استطاعت البنوك الأوروبية أن تجتذب الودائع الدالارية من خلال تقديم أسعار فائدة أعلى. و كانت هناك لائحتان أخريان للحكومة الأمريكية ساعدتا على رفع أسعار الفائدة على القروض، ففي عام 1963 تم فرض "ضريبة مساواة الفائدة" (Interest Equalization Tax) من أجل حماية ميزان المدفوعات الأمريكي (الذي بدأ يعاني العجز) من تدفقات رأس المال إلى الخارج، و هو ما أدى إلى إضافة ضريبة على القروض التي تقدمها البنوك الأمريكية للعملاء الأجانب، و بعد ذلك و في عام 1965 تم إصدار مجموعة إرشادات تتعلق بالتقييد الاختياري للائتمان الأجنبي و التي أصبحت إجبارية بحلول عام 1968 و ذلك بهدف تقييد حجم الإقراض إلى الأجانب عن طريق البنوك الأمريكية.

بينما كانت اللوائح الحكومية الأمريكية عاملا مهما في الأيام الأولى لتطور و نمو سوق الدولار الأوروبي، فإنها لم تفسر السبب في استمرار نجاحها بالرغم من إلغاء هذه اللوائح. يعود السبب في ذلك إلى أن البنوك الأوروبية (أي العاملة في سوق الأورو دولار) كانت تعمل بنفقات منخفضة بالقياس إلى البنوك التجارية المحلية، و يعود سبب ذلك إلى كون هذه الأخيرة كانت مكبلة بالأعباء التي تفرضها اللوائح المصرفية فيما يتعلق بنسب الاحتياطي القانوني، في حين لم تكن البنوك العاملة في سوق الأورو

دولار تخضع لمثل تلك الشروط، فالحاجة إلى حيازة حد أدنى من الاحتياطات النقدية السائلة تشكل عبئاً على البنوك المحلية، هذا في حين لم تكن نظيراتها ملزمة بذلك. كما أن البنوك الأوروبية (أي العاملة في سوق الأورو دولار) كانت تتمتع باقتصاديات الحجم على اعتبار أن القروض التي تقدمها عادة ما تزيد كثيراً على القروض التي تقدمها البنوك المحلية المقيدة باللوائح.

في إشارة إلى الطبيعة الكتابية لقروض الأورو دولار و قدرة البنوك العاملة في هذا المجال على خلق النقود كتب الاقتصادي الأمريكي الشهير "ميلتون فريدمان Milton Friedman" أن المصارف غير الأمريكية كانت تخلق الدولارات بجرة قلم (With the pencil)، أي بقيود دفترية اعتباراً من العدم أو نقطة الصفر. في حين كتب المحلل التاريخي "ريمون آرون R Aron" يقول: "إن سوق الدولار الأوروبي ترمز إلى إصدار شبه نقد إلى جانب الدولة المؤهلة تقليدياً بأن تكون المصدرة للنقد".

#### 4- قابلية تحويل العملات الأوروبية:

بحلول عام 1958 عادت عشرة بلدان صناعية و غنية في العالم الغربي إلى نظام قابلية عملاتها إلى التحويل الخارجي. يكمن المعنى الدقيق لقابلية التحويل الخارجي في أن غير المقيمين في هذه البلدان الذين يقومون بالتوظيفات سواء عن طريق شراء سندات، عقارات، شركات أو إيداعات مصرفية... يستطيعون بيع هذه التوظيفات في أي وقت و تحويل قيمتها من عملة إلى أخرى، غير أن هذه البلدان بقيت تعمل بنظام (المصيدة) أو الفخ، الذي يسمح لرؤوس الأموال بالدخول بحرية لكن لا يسمح بخروجها.

كانت مصارف هذه الدول مجبرة بصورة مستمرة على أن تتخلى دون تأخير للمصرف المركزي عن كل العملات الأجنبية التي تحصل عليها من زبائنها و عملاتها خاصة عندما يتعرض ميزان المدفوعات إلى صعوبات متعلقة بالنقد الأجنبي. أما الآن أي مع قابلية العملة للتحويل الخارجي أصبح بإمكان المصارف الاحتفاظ بالعملات الأجنبية التي يبيعها لها عملاؤها، كما أن المصدرين تحرروا من بعض القيود، إذ لم يعودوا مجبرين على إعادة القطع و العملات الأجنبية التي يتلقونها إلى المصارف في وقت محدد، إذ يمكن لهم الاحتفاظ بها كودائع في المصارف. أدت هذه التدابير إلى زيادة الودائع بالدولار بمقادير هامة لدى البنوك التجارية في البلدان المذكورة، الأمر الذي ساهم في توسع و نمو سوق الأورو دولار على شكل ودائع، تسهيلات، قروض بالدولار.

#### 5- العجز في ميزان مدفوعات الأمريكي:

بلغ عجز ميزان المدفوعات الأمريكي في نهاية عام 1958 مقدار 3.7 مليار دولار، و قد أثار الكشف عن هذا الرقم في فيفري 1959 ردة فعل كبيرة في أوروبا و بدرجة أكبر في الولايات المتحدة، هذا العجز الذي جعل الرئيس الفرنسي "ديغول" يقرر الطلب من الولايات المتحدة أن تحول فائض الدولارات لدى فرنسا إلى ذهب (كما نصت على ذلك اتفاقية بريتن وودز). فعلى مدى سنوات كان ميزان السلع و الخدمات للولايات المتحدة فائضاً، غير أن هذا الفائض انقلب إلى عجز إجمالي بسبب ثلاثة بنود في

ميزان المدفوعات تمثلت في: النفقات العسكرية في الخارج المساعدات الحكومية، و أخيرا خروج رؤوس الأموال على شكل استثمارات أجنبية مباشرة و قروض مصرفية.

أدت التعديلات التي قام بها الرئيس الأمريكي "إيزنهاور" إلى معالجة هذه الاختلالات، إذ خفض منها مقدار 1350 مليون دولار، كما عُدلت السياسة النقدية بحيث تم رفع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة بهدف عدم تشجيع المستقرضين الأجانب من الاستقراض من المصارف الأمريكية. كانت المفاجئة أن النتائج جاءت على عكس ما كان متوقعا إذ انخفض الفائض في حساب السلع و الخدمات و أزال الوفورات التي هدفت إلى تحقيقها إجراءات الرئيس "إيزنهاور"، و يعود تفسير ذلك إلى أن المساعدات الحكومية ذات الطابع المدني و العسكري و حتى غالبية نفقات الاستثمار كانت مرتبطة بالاقتصاد الأمريكي، أي أنها كانت تنفق على مشتريات داخل الولايات المتحدة فبتخفيضها انخفضت أيضا الصادرات الأمريكية. أما فيما يتعلق برفع سعر الفائدة فقد كانت النتيجة إيجابية، إذ أن التسهيلات و القروض المصرفية تضاءلت و لكن ليس بالدرجة الكافية. و من تتبّع الأرقام نجد أن عجز ميزان المدفوعات الأمريكي قد ازداد مجددا ليبلغ 3740 مليون دولار و استمر في الزيادة عام 1960 رغم أن الإجراءات التقلصية التي وضعها "إيزنهاور" ما زالت مطبقة.

ورث الرئيس "كندي" عجزا خارجيا أكبر مما قدمته الأرقام السابقة، مع اتجاهه نحو الزيادة ليقترح هذا الأخير مشروع قانون بفرض رسم على المواطن الأمريكي الذي يشتري أو يساهم بالاشتراك بسندات أجنبية بعملته الوطنية. لم يوافق الكونغرس على المشروع إلا في ظل إدارة "جنسون" الرئيس الجديد للولايات المتحدة، إذ كان يهدف هذا القانون إلى عزل سوق رؤوس الأموال الأمريكية بغرض حمايتها من تسرب الدولارات إلى الخارج، و ذلك بمنع المقترضين الأجانب من اللجوء إلى سوق رؤوس الأموال في نيويورك حيث يتوفر احتياطي ضخم من الادخار بالدولار الأمريكي.

أدى عزل السوق المالي الأمريكي إلى تحقيق النتائج المرجوة، غير أن هذه السوق أضاعت الكثير من تأثيرها، بسبب لجوء الأوروبيين إلى تطوير أسواقهم المالية، إذ بدأت أنظمتها المصرفية تتعلم و تطبق أساليب فنية جديدة، و ليس أسلوب الدولار الأوروبي إلا واحدا منها، و باتت تنزع إلى العالمية في مجال نشاطها و تنافس المصارف الأمريكية في نطاق فعاليتها الدولية، إذ ساهمت هذه السوق في إعادة تدوير فوائض موازين مدفوعات المملكة العربية السعودية و بلدان الخليج، منقذة بذلك العالم من الضمور النقدي أو شح السيولة كما يرى المدافعون عن هذا السوق.

رغم أن الإجراءات المتخذة من قبل إدارة جونسون ساهمت في تخفيف العجز في ميزان المدفوعات، إلا أنه ما فتئ هذا العجز يتفاقم في عهد الرئيس "ريغان" ليصل العجز الخارجي للمدفوعات الجارية 102 مليار دولار بحلول عام 1984.

يترجم العجز الحاصل في ميزان المدفوعات الأمريكي فائض في السلع و الخدمات المتدفقة إلى داخل الولايات المتحدة، في مقابل تسرب الدولارات الأمريكية إلى خارج حدودها لسداد فاتورة الواردات و بما أن العجز في تزايد فهذا معناه أن الدولارات التي تخرج من الولايات المتحدة و تستقر خارجها (خاصة في أوروبا) تتطور باستمرار، الأمر الذي يعني تراكم مزيد من الدولارات خارج حدود الولايات المتحدة الأمريكية و بالتالي إنعاش سوق الأورو دولار.

يعود نمو هذا السوق خلال السنوات الأولى و الأساسية لنشاطه إلى عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، فقد ألقت الولايات المتحدة بدولاراتها في مختلف أنحاء العالم من أجل سداد العجز في حساباتها الخارجية المتعلقة بميزان المدفوعات، إذ شكلت هذه الدولارات المبعثرة من طرف البلد المصدر لها المادة الأولية لتشكيل السوق الأوروبية للدولار.

## المحور السابع- السيولة الدولية و احتياطات الصرف الرسمية:

تعرفت أدبيات المالية الدولية على عدم التمييز بين مصطلحي "السيولة الدولية" و "احتياطي الصرف الرسمي أو الاحتياطات الدولية"، إذ أن كلاهما يشير إلى تلك الأصول المتاحة للسلطات النقدية و التي تحظى بالقبول الدولي في أية لحظة، كالذهب النقدي، العملات القابلة للتحويل و كذا حقوق السحب الخاصة...

غير أن صندوق النقد الدولي، و في منشوراته الرسمية يؤكد على التفريق بين "السيولة الدولية" و "احتياطات الصرف الرسمية"، إذ أن الأولى أوسع من الثانية، كما أن الاحتياطات الرسمية تشكل جزء من "السيولة الدولية".

### أولاً- السيولة الدولية:

#### 1- تعريف السيولة الدولية:

يقصد بالسيولة الدولية جميع وسائل الدفع الدولية التي تحظى بالقبول العام و المتاحة بما فيها تلك الأصول التي تتحول بسرعة فائقة إلى نقود حاضرة تستعمل لتسوية المدفوعات الدولية، أي لتمويل التجارة الخارجية لأقطار العالم<sup>1</sup> و كذا تسوية الالتزامات المالية الخارجية للدول كالمديونية الخارجية، الحفاظ على استقرار العملة المحلية و حتى من أجل الاحتياط للأخطار غير المتوقعة في المستقبل و التي قد تنجم عن الصدمات الخارجية.

كما يمكن تعريف السيولة الدولية بأنها تلك الموارد التي تحظى بالقبول العام على المستوى الدولي كالذهب العملات الرئيسية، حقوق السحب الخاصة و غيرها ، و المتاحة للسلطات النقدية و التي يمكن اللجوء إليها عند الحاجة إما للتعامل مع الاختلالات في ميزان المدفوعات، أو في إطار نظام الصرف المتبع من أجل حماية العملة المحلية و في جميع أوجه المعاملات الخارجية التي تقتضي وسائل دفع تحظى بالقبول الدولي.

تشتمل السيولة الدولية على جميع موارد النقد الأجنبي و وسائل الدفع الدولية كالذهب أو حقوق السحب الخاصة سواء تلك التي بحوزة و تحت تصرف السلطات النقدية للدول، أو تلك التي يمكن اللجوء إليها على شكل قروض أو مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي. لذا يمكن التمييز في هذا الإطار بين نوعين من السيولة الدولية.

<sup>1</sup> - نعمان سعدي. البعد الدولي للنظام النقدي. دار بلقيس. الطبعة الأولى. الجزائر. 2011. ص: 74.

يميز صندوق النقد الدولي بين نوعين من السيولة الدولية كالتالي:<sup>1</sup>

#### أ- السيولة الدولية المملوكة " غير المشروطة":

وهي السيولة الحرة الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية الرسمية في بلد ما، ويمكن استخدامها بمحض إرادتها دون قيد أو شرط، وتشمل في الأساس ما تملكه السلطات النقدية في البلد من عملات أجنبية قابلة للتحويل و من رصيد ذهبي نقدي، ومجموع الموارد التي يحق للبلد سحبها بشكل تلقائي غير مشروط من صندوق النقد الدولي ، وهي مرادفة لمصطلح احتياطات الصرف الأجنبي ، وتعتبر أفضل مؤشر لقياس السيولة الدولية للبلد.

#### ب- السيولة الدولية غير المملوكة "المشروطة":

تتمثل في كافة الموارد التي يحصل عليها البلد عن طريق الاقتراض الخارجي، و لها تاريخ استحقاق معين و يتحمل الاقتصاد تكلفة للحصول عليها و بشروط معينة.

رغم أن المتعارف عليه بخصوص السيولة النقدية هو تلك الموجودات المتاحة أو المحتملة من وسائل الدفع الدولية للسلطات النقدية. إلا أنه قد يقصد بالسيولة الدولية المعنى الأوسع و المتمثل في موارد النقد الأجنبي و وسائل الدفع الأخرى التي تحظى بالقبول الدولي سواء للسلطات النقدية أو حتى للقطاع الخاص، إذ بات ممكنا في ظل الانفتاح المالي لجوء المؤسسات المالية و المصرفية و حتى الاقتصادية إلى الأسواق المالية الدولية من أجل الإقراض و الاقتراض و الحصول على التمويل اللازم، و كذا التعامل في سوق الصرف الأجنبي، الأمر الذي يجعل السيولة الدولية تتوسع لتشمل موجودات السلطات النقدية للدول و كذا نظامها المصرفي و المالي الخاص.

#### 2- النمو غير المتوازن للسيولة الدولية "معضلة تريفن":

بدأت الحاجة ملحة إلى وسيلة جديدة لتسوية المدفوعات الدولية، فبعد الحرب العالمية الثانية بدأت المعاملات الدولية تزداد بمعدلات تفوق بكثير الزيادة في السيولة الدولية التي يمكن استعمالها في تأدية الالتزامات الناتجة عن هذه المبادلات. فخلال المرحلة ما بين (1938-1970) ارتفعت الاحتياطات الذهبية الدولية ب 1.5 مرة فقط بينما ازداد حجم التجارة الدولية بمقدار 15 مرة<sup>2</sup>.

في عام 1960 قام الاقتصادي الأمريكي "تريفن" من جامعة "يال" في الولايات المتحدة الأمريكية بتحليل الصعوبات الموروثة عن نظام الصرف بالذهب، وعمل على تطوير برنامج نظري لتمكين صندوق النقد الدولي من خلق احتياطات دولية حقيقية خاصة به. بعد سبع سنوات من طرح الفكرة تم تبنيها من قبل الدول الرئيسية في اجتماع "ريودي جانيرو" عام 1967 إذ توصل المؤتمر إلى صيغة اتفاق حول خلق

1 - بوكريديد عبد القادر. متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية "دراسة حالة بنك الجزائر". رسالة دكتوراه. جامعة حسينية بن بوعلي "الشلف". 2015 - 2016. ص: 16. ص: 3-4.

2- مروان عطون. "أزمات الذهب في العلاقات النقدية الدولية". دار الهدى. 1992. ص: 93-95.

إضافة حقيقية صافية إلى الاحتياطات الدولية أطلق عليها حقوق السحب الخاصة، و في عام 1970 تم توزيع الوجبة الأولى<sup>1</sup>.

قام "روبرت تريفين" Robert Triffin بوضع معضلته المسماة "معضلة تريفين" و التي تنبأت بانهييار النظام. إذ تتلخص هذه المعضلة في أنه يجب على احتياطات العالم أن تنمو بشكل منسجم مع نمو التجارة الدولية، و التي كانت تنمو بمعدلات تفوق معدلات النمو الاقتصادي و عليه يجب على الدولة مصدرة عملة الاحتياطي العالمية "الولايات المتحدة" (أن تحقق عجزا دائما في ميزان مدفوعاتها لتمكين بقية الدول من بناء احتياطاتها، إلا أنه من ناحية أخرى فإن تزايد العجز المذكور كان يصاحبه تزايد الشكوك في قدرة الولايات المتحدة على تحويل مطلوباتها الخارجية (من الدولار) إلى ذهب بالسعر المتفق عليه.

و من ثم قامت فرنسا التي كانت تعارض دور الدولار المركزي منذ البداية، و ابتداء من عام 1962 بتحويل دولاراتها إلى ذهب على الرغم من معارضة الولايات المتحدة. و قد شجع ذلك بقية الدول على تحويل الدولار إلى ذهب مما أدى إلى أول أزمة عالمية عام 1968، تم من خلالها وضع سعرين للذهب الأول هو سعر رسمي ب 35 دولار للأونصة، و الثاني معوم يتحدد بناء على العرض و الطلب في الأسواق. و قد كانت هذه محاولة لفصل دور الذهب النقدي عن دوره كسلعة صناعية. و بتزايد الأزمات النقدية خلال تلك الفترة 1962-1968 حيث تم تخفيض الجنيه الإسترليني عام 1967 بنسبة 14.3 بالمائة، و من ثم الفرنك الفرنسي عام 1969، قرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار بهدف الحفاظ على نظام بريتن وودز و حل معضلة "تريفين"، و ذلك بالتخصيص الأول لحقوق السحب الخاصة عام 1970.<sup>2</sup>

## ثانيا- الاحتياطات الدولية "الأصول الاحتياطية":

### 1- مفهوم احتياطات الصرف الرسمية:

توضح الطبعة السادسة من دليل ميزان المدفوعات ووضع الاستثمار الدولي الصادرة عن صندوق النقد الدولي المفهوم الذي تركز عليه الاحتياطات الدولية، فتشير الاحتياطات الدولية لأي بلد إلى "الأصول الخارجية المتاحة تحت تصرف السلطات النقدية والخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية وتشكيل أساس يُستند إليه في الاقتراض الخارجي).

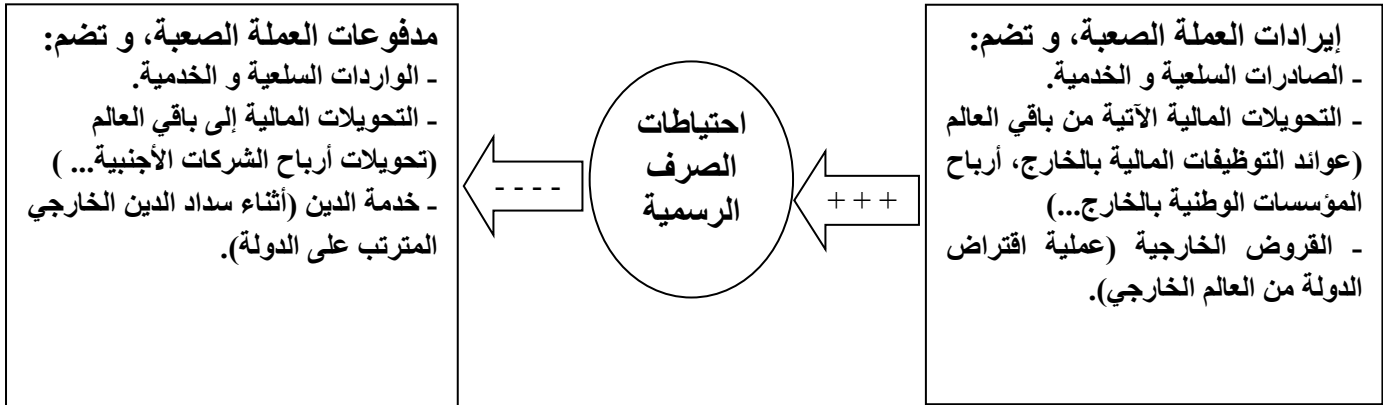
الأصول الاحتياطية هي الأصول الخارجية الموجودة تحت تصرف السلطات النقدية و الخاضعة لسيطرتها لتلبية احتياجات ميزان المدفوعات التمويلية، أو التدخل في أسواق الصرف للتأثير على سعر صرف العملة، أو غير ذلك من الأغراض ذات الصلة (كالمحافظة على الثقة في العملة المحلية و تشكيل

<sup>1</sup> - ضياء مجيد الموسوي. الاقتصاد النقدي. دار الفكر. 1993.. ص: 313.

<sup>2</sup> - ماهر كنج شكري. مروان عوض. المالية الدولية. دار الحامد للنشر و التوزيع. الطبعة الأولى. الأردن. 2004. ص: 28 - 29.

أساس يستند إليه في الاقتراض الخارجي). و لا بد أن تكون الأصول الاحتياطية أصولا بالعملة الأجنبية و أصولا موجودة بالفعل، و يستبعد منها الأصول المحتملة. و يستند مفهوم الأصول الاحتياطية إلى مفهومي "السيطرة" و "إتاحة الاستخدام" بالنسبة للسلطات النقدية. ويستند مفهوم الاحتياطيات الدولية إلى التمييز بين المقيمين وغير المقيمين، حيث تمثل الأصول الاحتياطية مطالبات السلطات النقدية على غير المقيمين.

الشكل رقم (05): شكل توضيحي لكيفية تراكم و استخدام احتياطيات الصرف الرسمية:



المصدر: من إعداد الباحث.

هناك شرطان أيضا يمثلان عاملا أساسيا في مفهوم الاحتياطيات الدولية، وهما أن تكون الاحتياطيات الدولية "تحت تصرف" السلطات النقدية أو "خاضعة لسيطرة" تلك السلطات. و يعني ذلك أن الأصول التي تقي بهذه المعايير هي وحدها التي يمكن اعتبارها أصولا احتياطية.

تتألف الأصول الاحتياطية من الذهب النقدي و حيازات حقوق السحب الخاصة، و مركز الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، و العملة و الودائع، و الأوراق المالية بما فيها سندات الدين و أسهم رأس المال و المشتقات المالية و المطالبات الأخرى كالقروض و الأدوات المالية الأخرى<sup>1</sup>.

## 2- مكونات احتياطيات الصرف الأجنبي:

تتشكل الاحتياطيات الرسمية لدى البنوك التجارية بحسب الطبعة السادسة و الأخيرة لميزان المدفوعات الصادرة عن صندوق النقد الدولي بعنوان: دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي "من أربعة مكونات أساسية، هي: النقد الأجنبي، الذهب النقدي، الحيازات من حقوق السحب الخاصة و مركز الاحتياطي لدى الصندوق.

<sup>1</sup> - أنظر:

- صندوق النقد الدولي. الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الأجنبية. 2013. ص : 3.  
- صندوق النقد الدولي. دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي. الطبعة السادسة "الطبعة العربية". 2009. ص: 111- 113.

## أ- العملات الأجنبية:

## أ.1- تعريف العملة الدولية:

تتمثل الوظائف الأساسية و التقليدية للنقود في كونها وسيط للتبادل ، مخزن للقيمة و وحدة حساب فقدرتها على تأدية هذه الوظائف و استعمالها من طرف المقيمين يجعلها عملة محلية تحظى بالقبول العام. غير أنه إذا استعملت هذه النقود من طرف غير المقيمين للأغراض الثلاثة السابقة فإنها تتحول إلى عملة دولية. إن فحوى العملات الدولية هو ببساطة أن يستعملها غير المقيمون كأداة للتبادل، وحدة حساب و مخزن للقيمة، سواء كان غير المقيمين حكومات و دول و سلطات نقدية أو قطاع خاص كالشركات و الأفراد. و هذا ما تؤكد مصفوفة وظائف العملة الدولية للاقتصادي "كروغمان".

عمليا يطلق على عملة ما صفة العملة الدولية إذا ما كانت عملة قابلة للتحويل و يتم استعمالها بشكل واسع في المبادلات التجارية الخارجية لمجموعة من الشركاء التجاريين، كما تدخل في قائمة العملات الثمانية التي تشكل الاحتياطيات الرسمية للدول، و ذلك بموجب البيانات الصادرة عن صندوق النقد الدولي. لذا يمكن أن نقول أن العملات الدولية الحالية هي أكبر من تلك المكونة لسلة حقوق السحب الخاصة و المتمثلة في الدولار الأمريكي، الأورو، الجنيه الإسترليني، الين الياباني و اليوان الصيني.

يطلق صندوق النقد الدولي بيانات فصلية لمجموعة من العملات المكونة للاحتياطيات الرسمية لمختلف دول العالم، و تضم هذه القائمة إضافة إلى العملات الخمسة المكونة لسلة حقوق السحب الخاصة كل من الدولار الكندي، الدولار الأسترالي و الفرنك السويسري.

## أ.2- مساهمة العملات الرئيسية في احتياطيات الصرف الرسمية:

تهيمن العملات الأجنبية للدول الكبرى على مجموع احتياطيات الصرف الرسمية، فإذا ما تمت مقارنة مساهمة العملات الأجنبية مجتمعة نسبة إلى باقي الأصول الأخرى كالذهب النقدي و حقوق السحب الخاصة و وضع الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي فإنها تبقى مسيطرة على مجموع الاحتياطيات الرسمية. خلال السنوات الممتدة من 2008 إلى غاية 2014 تراوحت مساهمة العملات الأجنبية مجتمعة نسبة إلى باقي مكونات الاحتياطيات العالمية ما بين 85 إلى 90 %، في حين تتقاسم باقي المكونات المذكورة النسبة المتبقية.

يعطي النظام النقدي الدولي المنبثق عن اتفاق بريتن وودز وزنا كبيرا للدولار الأمريكي في سلة الاحتياطيات الرسمية، و رغم التطورات الحاصلة في هذا النظام من إطلاق حقوق السحب الخاصة المطالبة بعودة الدور النقدي للذهب و ظهور اقتصاديات جديدة منافسة للهيمنة الأمريكية إلا أن تركيبة الاحتياطيات الرسمية ما زالت تتشكل في معظمها من العملات الأجنبية بنسبة تقارب 90 % و ذلك بقيادة العملة الأمريكية .

## ب- الذهب النقدي:

هو الذهب الذي تملكه السلطات النقدية أو أطراف أخرى خاضعة للسيطرة الفعلية للسلطات النقدية و تحتفظ به كأصول احتياطية. و يتكون من سبائك الذهب بما في ذلك النقود الذهبية و القوالب و السبائك التي تصل نسبة نقائها إلى 995 جزءا في 1000 "الألف" على الأقل، و سبائك الذهب في حسابات الذهب المخصصة بغض النظر عن مكان الحساب، و حسابات الذهب غير المخصصة لدى غير المقيمين التي تعطي حق المطالبة بتسليم الذهب.

و يتم تداول سبائك الذهب عادة في أسواق منظمة أو من خلال ترتيبات ثنائية بين البنوك المركزية و حتى تكون حسابات الذهب مؤهلة لتبويبها كأصول احتياطية لا بد أن تكون متاحة بسهولة للسلطات النقدية عند الطلب<sup>1</sup>.

منذ عام 1916، يستقبل الاحتياطي الفيدرالي لنيويورك إيداعات الذهب المملوكة للحكومات الأجنبية البنوك المركزية و كذا المؤسسات الدولية، إذ يحتوي الاحتياطي الفيدرالي على غرفة قوية تضم 122 مقصورة، واحدة لكل مالك رسمي، و هي تضم حاليا حوالي 7100 طن من الذهب، أي ما يعادل تقريبا ربع الاحتياطات العالمية من الذهب الرسمي. إن هذه الكميات الهائلة من الذهب النقدي مخزنة تحت الأرض، في "منهاتن" و هي محمية ببوابة اسطوانية من الفولاذ تزن 90 طن.

من جانبها لا تخزن الحكومة الأمريكية سوى جزء صغير من سبائكها الذهبية (المقدرة ب 8149 طن في مجملها) في خزائن الاحتياطي الفيدرالي بنيويورك. تتركز أغلب المخزونات الرسمية للولايات المتحدة من الذهب في خزانة "فورت نوكس - Fort Knox" الواقعة بولاية نيويورك<sup>2</sup>.

نظرا لنفاسة الذهب المتأينة من خصائصه الكيميائية الفريدة من نوعها و كذا ندرته النسبية على سطح الأرض فإنه قد لعب دورا أساسيا كأداة دفع و تسويات دولية على مر التاريخ. ففي ظل نظام القاعدة الذهبية كان يتم تسوية معظم المبادلات التجارية فيما بين الدول بالذهب، لذا كان يعتبر المكون الأساسي و الرئيسي للسيولة الدولية آنذاك، و إلى غاية عام 1913 شكل الذهب ما يفوق 80 % من احتياطات الدول الرسمية، و هو ما يؤكد مساهمته بحصة الأسد في السيولة الدولية خلال مرحلة القاعدة الذهبية، خاصة في ظل مرحلة المسكوكات.

بعد استقرار النظام النقدي الدولي عقب مؤتمر بريتن وودز بقي الذهب ركيزة أساسية في السيولة الدولية و أحد أهم مكوناتها إلى جانب الدولار الأمريكي، فقد كانت احتياطات الدول تتشكل في معظمها من الذهب النقدي و الدولار الأمريكي، و قد فاقت خلال هذه المرحلة نسبة مساهمة الذهب في الاحتياطات الرسمية 50 %، الأمر الذي جعله مكونا أساسيا للسيولة الدولية آنذاك.

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي. دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي. مرجع سابق. ص: 113.

<sup>2</sup> - Gérard Marie HENRY. Dollar : la monnaie internationale : Histoire, mécanismes et enjeux. Studyrama. 2004. P :35.

غير أنه و مع انهيار مؤتمر بيرتن وودز و إلغاء الدور النقدي للذهب عام 1978، بدأ الذهب الذي تحوزة الدول بالتراجع نسبة إلى باقي مكونات السيولة الدولية، خاصة ما تعلق منها بالعملات الأجنبية و على رأسها الدولار الأمريكي.

و في السنوات التي تلت الأزمة المالي العالمية 2008 و وفقاً لمجلس الذهب العالمي، فإن البلدان المتقدمة تحتفظ ب 21.3 % من إجمالي احتياطياتها في شكل من الذهب، مقارنة مع 3.4 % فقط للبلدان الناشئة. إن هذه الأرقام تبين ضعف المساهمة الحالية للذهب النقدي في إجمالي السيولة الدولية، و ذلك في ظل سيطرة العملات الرئيسية عليها كالدولار و الأورو بصفة أساسية.

#### ت- حقوق السحب:

تنقسم حقوق السحب التي يصدرها صندوق النقد الدولي إلى عامة و خاصة كما يلي:

#### ت- 1- حقوق السحب العامة:

إن حقوق السحب العامة شكل من الأشكال القديمة للسحب على موارد الصندوق، و من حق الدولة العضو أن تلجأ إلى اقتراض عملات الدول الأخرى من الصندوق، و يتم ذلك بشراء هذه العملات إما بالذهب أو بالعملة المحلية للدولة المشتري، لكن هذا الحق في السحب محدود و مقيد بالشروط التالية:<sup>1</sup>

- يحدد حق السحب من حيث المبلغ بحدود لا تتجاوز ما يسحبه العضو من موارد الصندوق خلال سنة 25 بالمائة من قيمة حصته و ألا يؤدي السحب عموماً إلى زيادة ما بحوزة الصندوق من تراكمات عملة العضو عن 200 بالمائة من قيمة حصته.

- استخدام العملات التي يتم الحصول عليها من طرف الصندوق في الغرض الذي منحت من أجله و عادة ما يكون هذا الغرض هو علاج العجز المؤقت في ميزان المدفوعات، و لا يجوز استخدام هذه الموارد في تصدير رؤوس الأموال إلى الخارج.

- ألا تكون العملة التي يطلبها العضو عملة نادرة لا يستطيع الصندوق تلبية حاجته منها، نظراً للطلب المتزايد عليها من طرف الدول الأخرى.

- لا يجوز استخدام موارد الصندوق لأغراض الإغاثة أو التعمير أو سداد ديون الحروب.

- الإشراف على التزام كل دولة عضو بإعادة شراء عملتها المتراكمة في رصيد عضو آخر في الصندوق إذا طلب العضو الثاني ذلك. و تتم إعادة الشراء إما بالذهب أو بعملة البلد الثاني (صاحب عملة القرض).

<sup>1</sup> - علي عبد الفتاح أبو شرار. مرجع سابق. ص ص: 472 - 473.

## ت.2- حقوق السحب الخاصة:

## أ- تعريف حقوق السحب الخاصة:

تتلخص فكرة إنشاء حقوق السحب الخاصة بفتح حساب (خاص) لدى صندوق النقد الدولي إضافة إلى الحساب العام، و يتم تخصيص (توزيع) هذه الحقوق للدول التي انضمت للاتفاقية الخاصة بها. نظريا يخصص لكل دولة مقدار من هذه الحقوق يتناسب مع حصتها في الصندوق، و بذلك أصبح لدى صندوق النقد الدولي حسابان: أحدهما عام و يتعلق بالسحوبات العادية، و ثانيهما خاص و يتعلق بحقوق السحب الخاصة.<sup>1</sup>

حق السحب الخاص هو أصل احتياطي دولي استحدثه الصندوق في عام 1969 ليصبح مكملا للاحتياطيات الرسمية الخاصة بالبلدان الأعضاء. وبحلول مارس 2016، كان قد تم استحداث 204.1 مليار وحدة حقوق سحب خاصة (ما يعادل حوالي 285 مليار دولار أمريكي) وتوزيعها على البلدان الأعضاء. و يمكن مبادلة حقوق السحب الخاصة بأي من العملات القابلة للاستخدام الحر. وتحدد قيمة حق السحب الخاص وفق سلة من خمس عملات رئيسية هي اليوان الصيني الدولار الأمريكي، الأورو اللين الياباني الجنيه الإسترليني اعتبارا من 1 أكتوبر 2016.<sup>2</sup>

## ب- تحديد قيمة حقوق السحب الخاصة:

تحدد قيمة حقوق السحب الخاصة في مقابل الدولار الأمريكي وتُنشر يوميا في موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت. و تحسب هذه القيمة على أساس مجموع المبالغ المحددة لكل عملة في السلة بالدولار الأمريكي باستخدام أسعار الصرف المعلنة ظهر كل يوم في سوق لندن. يُجري المجلس التنفيذي مراجعة لمكونات السلة كل خمس سنوات، أو قبل ذلك إذا ارتأى الصندوق أن الظروف تغيرت بما يبرر مراجعة مبكرة، بغية التأكد من كونها انعكاسا صحيحا لأهمية العملات النسبية في النظام التجاري و المالي الدولي. و في المراجعة الأخيرة (التي اختتمت في نوفمبر 2015)، قرر المجلس التنفيذي اعتبار اليوان الصيني عملة قابلة للاستخدام الحر وتم إدراجه في سلة حقوق السحب الخاصة.

1- نفس المرجع ص: 98.

2 - صندوق النقد الدولي. حقوق السحب الخاصة. صحيفة الوقائع. أكتوبر 2016. ص ص: 1-2.

الجدول رقم (09): تحديد الأوزان الترجيحية للعملات في سلة حقوق السحب الخاصة، في أول أكتوبر 2016:

العملة	وزن العملة في سلة ح س خ (%)
الدولار الأمريكي	41.73
الأورو	30.93
اليوان الصيني	10.92
الين الياباني	8.33
الجنيه الاسترليني	8.09

المصدر: صندوق النقد الدولي. التقرير السنوي. 2016. ص: 15.

لقد تم استخدام هذه الأوزان لتحديد مقدار ما تتضمنه سلة تقييم حقوق السحب الخاصة الجديدة التي بدأ العمل بها في 1 أكتوبر 2016 من كل عملة من العملات الخمس. وستظل مقادير هذه العملات الجديدة ثابتة على مدار فترة التقييم القادمة التي تغطي خمس سنوات. و من المقرر إجراء المراجعة القادمة مع نهاية 30 سبتمبر 2021.

ث- مركز (وضع) الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي "حساب الموارد العامة":

يمكن للدول الأعضاء التي تريد تعزيز رصيد الاحتياطي الرسمي لديها اللجوء إلى الصندوق للاستفادة من تسهيلات مالية على شكل قروض تختلف شروطها و أنواعها بحسب وضعية البلد و بحسب درجة تطور اقتصاده، و تسمى كذلك بحقوق السحب العادية أو العامة تمييزاً لها على حقوق السحب الخاصة، و يطلق عليه لدى الصندوق "حساب الموارد العامة". يتكون وضع الاحتياطي في صندوق النقد الدولي من:

أ- مركز شريحة الاحتياطي: أي مبالغ العملات الأجنبية التي يجوز للبلد العضو سحبها من صندوق النقد الدولي خلال مهلة وجيزة.

يمثل المركز في شريحة الاحتياطي حق البلد العضو في السحب غير المشروط من الصندوق و هو ينشأ من خلال دفع مكون النقد الأجنبي في حصة الاكتتاب، مضافاً إليه الزيادات من خلال عمليات بيع عملة البلد العضو و التي يقوم بها الصندوق لتلبية الطلب على استخدام موارد الصندوق من بلدان أعضاء أخرى في حاجة لتمويل موازين مدفوعاتها. و يشكل مركز كل عضو في شريحة الاحتياطي في الصندوق جزءاً من احتياطات البلد.

حتى يتسنى للبلد العضو استخدام مركزه في شريحة الاحتياطي لدى الصندوق، فإنه يقوم بشراء نقد أجنبي من الصندوق مقابل عملته المحلية شريطة أن يكون لديه احتياج لتمويل ميزان مدفوعاته و يتم دفع العملة المحلية بقيمة النقد الأجنبي المتحصل عليه. تقيد المعاملة في ميزان المدفوعات للبلد المقترض كالتالي:

تخفيض في مركز البلد العضو في شريحة الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي.

زيادة في الأصول الاحتياطية الأخرى للبلد العضو<sup>1</sup>.

ب- الاستدانة من صندوق النقد الدولي: تكون تحت تصرف البلد العضو بما في ذلك إقراض البلد المبلّغ

لصندوق النقد الدولي بموجب الاتفاقيات العامة للإقراض، و الاتفاقات الجديدة للإقراض<sup>2</sup>.

الجدول رقم (10): نسبة مساهمة مركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي في مجموع الاحتياطيات الدولية الرسمية

خلال الفترة 2009 – 2014:

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014
مساهمة الاحتياطي لدى الصندوق (%)	0.64	0.69	1.25	1.23	1.13	1.08

المصدر: بوكريدي عبد القادر. مرجع سابق. ص: 16. ص: 25.

يتضح من خلال الجدول رقم (10) المساهمة الضعيفة لمركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي

في مجموع الاحتياطيات الدولية الرسمية إذ تراوحت نسبتها بين 0.64 % عام 2009 و 1.25 % كأعلى

نسبة تم تسجيلها عام 2011، لتصل النسبة إلى 1.08 % سنة 2014 و هي نسبة ضعيفة مقارنة بباقي

الأصول المكونة للاحتياطيات الرسمية، و يعود سبب ذلك للعوامل التالية:

- سيطرة العملات الأجنبية الرئيسية على المرتبة الأولى في تكوين سلة الاحتياطيات بسبة تقارب 90 %

الأمر الذي يجعل باقي الأصول كالذهب و حقوق السحب الخاصة و كذا مركز الاحتياطي لدى صندوق

النقد الدولي تتقاسم النسبة المتبقية.

- ارتباط المركز بحصة مساهمة البلد العضو في الصندوق، الأمر الذي يجعل لجوءه إلى هذا النوع من

الاقتراض لدعم احتياطياته محدودا بحجم مساهمته في رأس مال الصندوق. إن حصة كل بلد من رأس مال

الصندوق تتحدد بحجم الاقتصاد و مدى مساهمته في الجارة الدولية، الأمر الذي يتيح فرصة أكبر للدول

الكبرى في الاستفادة من هذه التقنية نظرا لحصتها الكبيرة في رأس مال صندوق النقد الدولي.

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي. دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي. مرجع سابق. ص: 130 – 131.

<sup>2</sup> - صندوق النقد الدولي. الاحتياطيات الدولية و السيولة بالعملة الأجنبية. مرجع سابق. ص: 18.

## ❖ الخاتمة:

تبين من خلال تطرقنا لمحاور التمويل الدولي أن رؤوس الأموال لا تتدفق بين الدول مراعاة لحاجة أصحاب العجز إليها، وإنما تتحرك بمنطق الربح و تدنية المخاطر، و قد بين تاريخ المديونية الخارجية للدول النامية أن هدف المقرضين يبقى بالدرجة الأولى هو الربح و ليس تمويل المشاريع التنموية في تلك البلدان، و خير دليل هو اندلاع أزمة المديونية لدى كثير من الدول المدينة و حتي بعد لجوئها إلى سياسة إعادة الجدولة، لم تتمكن من علاج العسر المالي لديها، كون هذه الأخيرة تؤجل المشكل و لا تحله من الأساس.

لقد أدت التغيرات التي طرأت على النظام النقدي الدولي، و كذا ظاهرة العولمة إلى انفتاح أسواق النقد و المال على بعضها البعض و هو ما جعلها تتشابه فيما بينها مسهلة بذلك حركة رأس المال على الصعيد الدولي و متيحة الطريق لأنواع جديدة من التمويل الخارجي لم تكن متاحة من قبل، و رغم أن ظاهرة العولمة المالية صاحبها الكثير من المخاطر خاصة تلك المتعلقة بابتكارات الصناعة المالية المتطورة و كذا حركة الأموال الساخنة و تسببها في خلق و نقل الأزمات في أسواق المال الدولية، إلا أنها أفرزت كذلك فرصا تمويلية يمكن استغلالها من طرف الدول التي تعاني الفجوة التمويلية و التكنولوجية في أن واحد. يتمثل التمويل عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر و المحفظي أحد أهم الجوانب الإيجابية لهذه الظاهرة.

في ظل التطورات الراهنة التي يشهدها العالم من أزمات مالية و اقتصادية متلاحقة و التغيرات الحديثة التي طرأت على اتجاهات رؤوس الأموال الأجنبية، والتي أبرزت بالخصوص الاتجاه التصاعدي لتدفقات الاستثمار الأجنبي إلى الدول النامية و الانتقالية، تزايدت حدة المنافسة بين دول على جذب الاستثمار الأجنبي كقوة دفع للاقتصاد المحلي من أجل تحسين قدرته على النمو و دعم حركة و استدامة الاندماج و التكامل و التبادل التجاري بين دول العالم.

لذا بات لزاما على الدول التي تبحث عن التمويل الخارجي، و في مقدمتها الجزائر اقتناص الفرص المتاحة و فتح الباب تدريجيا لهذا النوع من التمويل الذي تترافق فيه التدفقات المالية مع التدفقات التكنولوجية و الإدارية. الأمر الذي من شأنه أن يحسن من وضعية موازين المدفوعات لهذا الدول عن طريق المساهمة في حل مشكلة العجز الهيكلي في ميزان المدفوعات، و إعادة التوازنات المالية الخارجية لهذه الدول إلى توازنها الطبيعية.

## ❖ قائمة المراجع:

## ❖ الكتب:

1. جان دنيزت. الدولار: تاريخ النظام النقدي الدولي 1945-1988. ترجمة: هشام متولي. الطبعة الأولى. طلاس للدراسات و الترجمة و النشر. دمشق. 1989.
2. جوزيف دانيالز. ديفيد فانهوز. اقتصاديات النقود و التمويل الدولي. ترجمة: محمود حسن حسني. دار المريخ للنشر و التوزيع. الرياض. المملكة العربية السعودية. 2010.
3. رمزي محمود. خدعة الديون. دار التعليم الجامعي. الاسكندرية. 2018.
4. رواء زكي الطويل. الأمن الدولي وإستراتيجيات التغيير والإصلاح. دار المنهل. عمان. 2012.
5. سي بول هالوود. رونالد ماك دونالد. النقود و التمويل الدولي. ترجمة: محمود حسن حسني. دار المريخ للنشر. السعودية. الرياض. 2007.
6. ضياء مجيد الموسوي. الاقتصاد النقدي. دار الفكر. 1993.
7. الطاهر لطرش. الاقتصاد النقدي و البنكي. ديوان المطبوعات الجزائرية. الجزائر. 2015.
8. علي إبراهيم الخضر. إدارة الأعمال الدولية. دار المنهل. عمان. الأردن. 2010.
9. علي عبد الفتاح أبو شرار. الاقتصاد الدولي: نظريات و سياسات. دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. الطبعة الرابعة. عمان. الأردن. 2015.
10. مأمون علي الناصر و آخرون. التمويل الدولي. دار الحامد للنشر و التوزيع. الأردن. عمان. 2016.
11. ماهر كنج شكري. مروان عوض. المالية الدولية. دار الحامد للنشر و التوزيع. الطبعة الأولى. الأردن. 2004.
12. محمد عبد الله شاهين محمد. سياسات صندوق النقد الدولي وأثرها على الدول النامية. دار المنهل. عمان. الأردن. 2017.
13. محمد عبد الله شاهين. التجارة الدولية و أثرها على التجارة الخارجية للدول العربية. دار حميثرا للنشر و الترجمة. القاهرة. 2018.
14. مروان عطون. "أزمات الذهب في العلاقات النقدية الدولية". دار الهدى. 1992.
15. مهيرة عماد السباعي. القضايا الأفريقية. الأزمات. المعالجة. العربي للنشر و التوزيع. القاهرة. 2018.
16. نعمان سعدي. البعد الدولي للنظام النقدي. دار بلقيس. الطبعة الأولى. الجزائر. 2011.
17. نوزاد عبد الرحمن الهيبي. مند عبد اللطيف الخشالي. مقدمة في المالية الدولية. دار المناهج. عمان. الأردن. 2006.

18. هيل عجمي جميل الجنابي. التمويل الدولي و العلاقات النقدية الدولية. دار وائل للنشر. عمان. الأردن. 2014.

19. وسام ملاك. الظواهر النقدية على المستوى الدولي. دار المنهل اللبناني. الطبعة الأولى. بيروت. لبنان. 2001.

#### ○ المطبوعات الجامعية:

1. مفتاح الصالح. المالية الدولية. مطبوعة جامعية. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2005-2006.

#### ○ الرسائل الجامعية:

1. بوكريدي عبد القادر. متطلبات كفاءة إدارة احتياطات الصرف الأجنبي بالبنوك المركزية "دراسة حالة بنك الجزائر". رسالة دكتوراه. جامعة حسيبة بن بوعلي "الشلف". 2015 – 2016.

2. سمية حاجي. دور السياسة النقدية في معالجة اختلال ميزان المدفوعات. رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العوم الاقتصادية. جامعة محمد خيضر بسكرة-2015-2016.

#### ○ المداخلات:

1. كمال كبوط. عبد الرزاق بن الزاوي. أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية. مداخلة مقدمة في إطار فعاليات الملتقى الدولي بعنوان: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات. جامعة محمد خيضر بسكرة. 21- 22 نوفمبر 2006.

#### ○ المنشورات و الدوريات:

1. الأمين العام للأمم المتحدة. لقدرة على تحمل الدين الخارجي والتنمية. الجمعية العامة للأمم المتحدة. 2 أوت 2016.

2. سوزان لوند وفيليب هارلي. بداية جديدة للتمويل العالمي. مجلة التمويل والتنمية. المجلد 54. العدد 4. ديسمبر 2017.

3. إيهان كوزي و آخرون. العولمة المالية: فيما وراء لعبة إلقاء اللوم. مجلة التمويل و التنمية. مارس 2007.

4. سوزان لوند وفيليب هارلي. بداية جديدة للتمويل العالمي. مجلة التمويل والتنمية. المجلد 54. العدد 4. ديسمبر 2017.

5. طارق الحاج. تمويل التنمية الاقتصادية. التنمية الاقتصادية. جامعة القدس المفتوحة. دون تاريخ نشر.

#### ○ تقارير و منشورات صندوق النقد الدولي:

1. صندوق النقد الدولي. دليل ميزان المدفوعات و وضع الاستثمار الدولي. الطبعة السادسة "الطبعة العربية". 2009.

2. صندوق النقد الدولي. دليل إحصاءات الدين الخارجي. واشنطن. 2014.

3. صندوق النقد الدولي. الاحتياطات الدولية و السيولة بالعملة الأجنبية. 2013.
4. صندوق النقد الدولي. التقرير السنوي. 2016.
5. صندوق النقد الدولي. حقوق السحب الخاصة. صحيفة الوقائع. أكتوبر 2016 .

○ المواقع الإلكترونية:

1. نعوش. إعادة جدولة الديون الخارجية . موقع قناة الجزيرة. تمت الزيارة بتاريخ: 2018/12/07. متاح على الرابط التالي:

<http://www.aljazeera.net/specialfiles/pages/14eab45f-ec8f-4ce0-b5e4-e2e2d50626a9>

○ المراجع الأجنبية:

أ- اللغة الفرنسية:

1. Assad U. Omer. Le Financement international public du développement . Librairie Droz, Genève. 1979.
2. Christian Deblock. La Dette Extérieure des Pays en Développement .Presses de L'Université du Québec. 2001.
3. Dominick Salvatore. Économie internationale. De Boeck. Bruxelles. 2008.
4. Frediric Mishkin et autres. Monnaie – Banque et marchés financiers. Nouveaux horizons. 9 è Edition. Paris. 2010.
5. Gérard Marie HENRY. Dollar : la monnaie internationale : Histoire, mécanismes et enjeux. Studyrama. 2004.
6. Gregory Mankiw. **Macroéconomie**. Traduction de la 7<sup>e</sup> édition américaine par Jihad EL Naboulsi. De Boeck. 5<sup>e</sup> édition. Paris. 2010.
7. Paul Krugman et autres. Economie internationale. Pearson France. 10<sup>ème</sup> Edition. 2015.
8. YAICI Farid. Précis de finance internationale. ENAG Edition. Alger. 2008.

ب- المراجع بالإنجليزية:

1. Hendrik Van den berg. International finance and open-economy macroeconomics. World Scientific publishing. 2<sup>nd</sup> Edition. Singapore. 2016.
2. The World Bank. International Debt Statistics . Region Tables: Low & middle income. 13/11/2018.
3. The World Bank. International Debt Statistics . 2018.