

# أشكال الانتقال غير المنظم في ترتيبات أسعار الصرف دراسة على عينة مختارة من الدول الصاعدة

## Unregulated transition forms in exchange rate arrangements Study on selected emerging countries

| زيات عادل             | دومي سمراء            | خلوفي عائشة           |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| أستاذ محاضر ب         | أستاذ محاضر أ         | أستاذ مساعد أ         |
| جامعة سطيف 1، الجزائر | جامعة سطيف 1، الجزائر | جامعة سطيف 1، الجزائر |
| Kais192002@yahoo.fr   | samradoumi@gmail.com  | sachawifi@gmail.com   |

تاريخ الإرسال:

تاريخ التعديل

تاريخ قبول النشر

الملخص:

إن البحث يقوم على فرضية ثابتة مفادها أنه في ظل النظام النقدي الدولي الحالي، وجدت العديد من الدول نفسها أمام إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم ومع اختلاف مزايا وعيوب كل نظام من النظم المتوفرة أصبحت عملية الانتقاء صعبة للغاية وفي ظل هذه الظروف نتج عن ممارسات الدول وتجاربها تطبيق خاطئ وبشكل معين لأنظمة الصرف.

الكلمات المفتاحية: نظام الصرف، الأزمات البنكية، أزمات الصرف.

### Abstract:

: Notre travail de recherche est basé sur l'hypothèse que de nombreux pays en vertu de l'actuel système monétaire international, ce sont retrouvé devant la problématique de choix d'un système de change approprié. En prenant en compte la diversité des systèmes et leurs avantages et inconvénients le processus de sélection est devenu très difficile. Dans de tel circonstance les pratiques des pays ont révélé de multitudes formes d'application erronée des systèmes de change que nous allons essayer d'éclaircir.

**Key Words :** système de change, crise bancaire, crise de change,

**JEL Classification:**

## تمهيد:

لقد شهد العقدان السابقان تحول العديد من الدول من أنظمة صرف ثابتة إلى أنظمة صرف عائمة، ونجح البعض منها في التحول بشكل سلس ومنظم من خلال اعتمادهم على أنظمة صرف وسيطة تمكنوا من خلال تطبيقها من توفير شروط الانتقال الآمن نحو مرونة أكثر في أسعار الصرف. الأمر لم يكن كذلك في بقية الدول، التي وجدت نفسها غير قادرة على الثبات في نظام معين، سواء بسبب عدم ملائمة النظام المعتمد لوضعياتهم وخصوصياتهم الاقتصادية والتنظيمية أو لأنه كان سببا في تهيئة المناخ وتوفير مسببات حدوث الأزمات.

ولا يكاد يختلف اثنان على أن عدم نجاح تطبيق نظام صرف معين، يعني أن شروط التطبيق لم تكن متوفرة والمناخ لم يكن ملائما والقرار لم يأتي في الوقت المناسب، فالعوامل الثلاثة السابقة تحدد لنا المراحل المنهجية الواجب تطبيقها وإتباعها للوصول إلى النتائج المرجوة. فعملية تبني نظام الصرف، هي عملية معقدة ذات أبعاد تفاعلية مع بقية السياسات، وهي تمر بمراحل متعاقبة، تكون الأولى سابقة لاتخاذ القرار والثانية أثناء القرار والثالثة بعد القرار. وهي بذلك مراحل متعاقبة بشكل متوالي، يصعب أن تسبق إحداها الأخرى ويستحيل أن يتم تجاهل واحدة منها، بل يمكن القول إن احترام هذا التتابع هو الذي يجعل نظام الصرف ملائما، ويزيد من احتمال نجاحه. من جهة أخرى، نجد أن عدم احترام هذا التتابع أو محاولة تعدي المراحل والأدوار، يؤدي إلى فشل النظام وعدم وصوله للأهداف المسطرة، وهو بذلك يعبر لنا في نتائجه ومسبباته عن شكل معين من أشكال الانتقال غير المنظم.

مما سبق يمكن أن نطرح الإشكالية التالية "ما هي أشكال التحول غير المنظم في ترتيبات أسعار الصرف". ولمعالجة الإشكالية السابقة، فقد اشتمل على محورين عدا المقدمة والخاتمة تتناول النقطة الأولى نظم أسعار الصرف أنواعها ومعايير اختيارها والنقطة الثانية تتناول أوجه وملامح الانتقال غير المنظم لترتيبات أسعار الصرف.

## أولا: نظم أسعار الصرف ومعايير اختيارها

إن النظام النقدي الدولي قد تطور بشكل كبير خلال السنوات التسعينات، فبينما أنشأت دول أوروبية اتحاد نقدي وحاولت بعض الدول الناشئة تطبيق أنظمة صرف صارمة كالأرجنتين واستونيا مثلا، فإن الكثير من الدول أجبرت على التخلي عن أنظمتها في أثناء مواجهتها الأزمات (الأزمات المكسيكية، الآسيوية، البرازيلية...) حيث كان هناك تحول لدى العديد من الدول من نظام الربط وبصفة عامة الدولار إلى التعويم وبصفة مؤقتة. إن عملية اختيار نظام الصرف أهمية كبيرة لدى الدول لما له من علاقة مع السياسات الاقتصادية المتبعة والتوازنات الكلية لهذه الدول، وكذلك تحدد أنظمة الصرف شروط اندماج اقتصاديات الدول على المستوى الدولي.

**1. أنواع نظم أسعار الصرف:** يعرف نظام الصرف بأنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف وبالتالي سلوك سعر الصرف<sup>1</sup>، ويمكن تقسيم أنظمة أسعار الصرف إلى ما يلي:

### 1.1. نظام أسعار الصرف الثابتة

**1.1.1. تعريفه:** وهو نظام يقتضي تعريف نسبة تعادل مرجعية بين عملة بلد ما وعملة أجنبية أو سلة من العملات، واستنادا إليها يلتزم البنك المركزي بتبديل عملته، فعندما يكون سوق الصرف حر فإن احترام البنك المركزي لهذا الالتزام يفرض عليه التدخل في سوق الصرف بمجرد أن يتغير أو يتعد سعر الصرف عن نسبة التعادل القائمة عن

طريق شراء العملة الوطنية إذا اتجهت قيمة هذه الأخيرة نحو الانخفاض في سوق الصرف أو عن طريق بيعها في الحالة المعاكسة، وعندما يكون سوق الصرف مراقب وتكون العملة غير قابلة للتحويل فإن نسبة التعادل تعرف عن طريق تحكيم البنك المركزي تبعاً لأهدافه، ويتم الحفاظ على استمرارية هذه النسبة بتصنع<sup>2</sup>. وفي ظل هذا النظام يتم تثبيت سعر العملة الوطنية إلى<sup>3</sup>:

- **إما عملة واحدة:** تتميز هذه العملة بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة دون إحداث تغيير إلا في بعض الحالات، وقد شكلت العملات المربوطة بعملة واحدة سنة 1996 20 عملة بالدولار الأمريكي و14 عملة بالفرنك الفرنسي؛

- **إما سلة عملات:** وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة كما هو شأن الدينار الإماراتي، أو الربط حالياً باليورو باعتباره امتداد لسلة العملات المكونة للايكو سابقاً، ولقد تم تسجيل 20 عملة مرتبطة بسلة من العملات من غير حقوق السحب الخاصة سنة 1996

ويمكن ذكر بعض أنظمة أسعار الصرف الثابتة على النحو التالي<sup>4</sup>:

- **الاتحاد النقدي:** وهو الشكل الأكثر صرامة حيث يتم تثبيت أسعار الصرف للمساهمين في الاتحاد النقدي بطريقة لا يكمن إبطائها، ويمكن تعويض العملات بعملة موحدة؛

- **مجالس العملة:** في هذه الأنظمة تعتمد عملية خلق النقود بصرامة على احتياطي الصرف من عملة الربط، ولا تمتلك السياسة النقدية أي استقلالية، كما تسمح هذه الأنظمة بوجود تداول نقدي مزدوج مثل البيزو والدولار في الأرجنتين.

### 2.1.1 خصائص نظام الصرف الثابت: يتميز هذا النظام بالخصائص التالية<sup>5</sup>:

- السلطات النقدية هي التي تحدد معدل الصرف الثابت لتحويل العملة الوطنية إلى عملات صعبة أجنبية ويكون تحديد هذا المعدل بصفة دقيقة أو تقريبية لا تتعدى هامش تعويم مقدر باتفاقية نقدية؛

- إذا تغيرت قيمة العملة فوق الحدود المسموح بها البنك المركزي عليه أن يتدخل مباشرة ببيع أو شراء عملته من أجل توقيف ارتفاع قيمتها أو انخفاضها، كما يمكنه أن يتدخل بطريقة غير مباشرة بواسطة سعر الفائدة فيما يخص رؤوس الأموال الأجنبية؛

- في حالة عدم قدرة السلطات النقدية أو عدم رغبتها في الدفاع عن المقابل الثابت لعملتها الوطنية، عليها تعديل هذه القيمة بإجراء تخفيض أو رفع قيمة العملة الوطنية مقابل العملة الصعبة المرتبطة بها.

### 3.1.1 مزايا ومآخذ نظام أسعار الصرف الثابتة

- **المزايا:** وهي كما يلي:

- التحكم الجيد في المبادلات الدولية فمعدل الصرف الثابت بهامش تغير محدود يؤدي إلى معرفة إيرادات الصادرات وتكاليف الواردات؛

● سعر الصرف الثابت يكون مفضل عندما يكون النظام المالي غير متطور إلى الحد الذي يسمح بممارسة السوق النقدية؛

● التحكم الجيد في المتغيرات الأساسية للاقتصاد، وإدارة السلطات النقدية في حماية نظام الصرف الثابت تتيح للدول فرصة تسيير جيد لهذه المتغيرات (الأسعار، عجز الميزانية...).

– المآخذ: ويمكن إيجازها فيما يلي<sup>6</sup>:

\* السياسة النقدية غير فعالة ولا يمكن استعمالها من قبل السلطات النقدية كأداة للتحكم، هذه السياسة تتأثر بسياسة الدولة التي ترتبط بها العملة الوطنية، فإذا قامت هذه الأخيرة برفع معدلات الفائدة سوف يؤدي ذلك إلى هروب رؤوس الأموال وبالتالي يفرض على البنك المركزي التدخل في سوق الصرف لإعادة التوازن من جديد، وهذا ما يهدد الكتلة النقدية لتلك الدولة وبالتالي انخفاض النشاط الاقتصادي ومنه فان نظام الصرف الثابت يؤدي إلى عدم وجود استقلالية للسياسة النقدية لأي دولة مفتوحة على رؤوس الأموال؛

\* لكي يكون النظام فعال يجب على تدخلات البنك المركزي أن تكون قوية وشديدة للوصول إلى تحقيق معدل الصرف المرغوب فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار أهمية رؤوس الأموال الخاصة المطروحة في سوق الصرف، كما يجب عليه امتلاك احتياطات صرف هامة مما يكون كتلة من السيولة غير مستعملة في التجارة الخارجية؛

\* يمكن أخذ معدل الصرف في مستويات غير متجانسة مع المتغيرات الأساسية للاقتصاد فأى تأخير لإجراء التعديلات اللازمة لمعدلات الصرف تخلق منافسة غير متكافئة، ففي حالة التقدير بكمية أكبر المؤسسات المصدرة سوف تتعرض لخسائر مما يؤدي إلى حدوث عجز خارجي للدول المعنية، ويكون للتأخر خطورة أكبر في حالة عدم الاستقرار السياسي؛

\* في ظل نظام معدل الصرف الثابت، المضاربة عمليا هي دون أي خطر، إذا كان أي تغيير في القيمة ممكن احتماله، فهجمات المضاربة ضد العملات القابلة للتخفيض تؤدي إلى عدم استقرار سوق الصرف، فالمضارب الذي يستهدف العملة هو في وضعية مربحة إذا كانت هذه التعديلات يمكن معرفتها مسبقا وبالتالي يحقق أرباحا مهمة، أما إذا قاومت هذه العملة ولم تقبل هذا التعديل فلا يتحمل المضارب إلا تكلفة الصفقة فقط؛

\* يساعد نظام الصرف الثابت على نقل التضخم والصدمات الخارجية بقوة إلى الاقتصاد الوطني؛

\* عند تثبيت عملة بلد ما إلى عملة رئيسية فان حركات أسعار صرف عملة هذا البلد تتأثر بعوامل خارجية أكثر من ارتباطها بحاجات البلد الداخلية ووضع ميزان مدفوعاته أي أنها تعكس تطورات المدفوعات الخارجية لبلد عملة الربط بدلا من وضع التوازن الخارجي لذلك البلد.

**2.1 الأنظمة الوسيطة:** يوجد بين نظامي أسعار الصرف الثابت والمرنة أنظمة وسيطة تتمايز حسب هوامش التذبذب حول نسبة التعادل المرجعية التي يخصصها البنك المركزي وحسب تردد التغيير في نسبة التعادل، نجد من بين هذه الأنظمة مجالس العملة التي لا تقدر مسبقا أي تغيير في سعر التعادل والتي تتناقض مع نظام الربط الزاحف الذي يقدر مسبقا وسلسلة من التغيرات وبنسب صغيرة في نسبة التعادل عبر فترات متعددة<sup>7</sup>. ويمكن التطرق إلى بعض الأنظمة الوسيطة على النحو التالي:

**1.2.1 نظام الربط الزاحف:** في ظل هذا النظام أساسا يبقى سعر الصرف ثابتا، لكن نسبة التعادل هي التي تتغير بشكل منتظم وبمقدار صغير وبنسب صغيرة دون سابق إعلان في فترات متعددة ومحددة<sup>8</sup>، ولتكن كل شهر مثلا حتى يمكن الوصول إلى سعر صرف التوازن، وبافتراض أن ظروف دولة ما تتطلب منها تخفيض قيمة عملتها ومثل ما يوضحه الشكل رقم (01) فبدلا من التخفيض دفعة واحدة في قيمة العملة بقدر 6% بعد 3 أشهر، فإن الدولة تلجأ إلى تخفيض عملتها بحوالي 2% في نهاية كل شهر لمدة 3 أشهر، وتستطيع الدولة أن تمنع المضاربات المؤدية لعدم الاستقرار بإحداث التغييرات المطلوبة في سعر الفائدة القصير الأجل حتى يتحقق الحياد في الأرباح التي كانت من الممكن أن تتحقق للمضاربين من التغييرات المجدولة في سعر الصرف.<sup>9</sup>

إن هذا النظام يسمح بالتعديل التدريجي لأسعار الصرف، وعلى الدول التي تعتمد تطبيق هذا النظام أن تحدد مقدار التكرار ومقدار التغييرات في قيم التعادل ومدى اتساع عرض شريط التذبذب.

**2.2.1 التعويم المدار:** تعتبر أسعار الصرف في هذا النظام عائمة، لكن تتدخل السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات<sup>10</sup>. إن الخط الفاصل بين نظام الصرف الثابت والأنظمة الوسيطة هو ما إذا كانت السياسة الرامية إلى التثبيت تمثل التزاما مؤسسيا، والخط الفاصل بين الأنظمة الوسيطة ونظام أسعار الصرف المرنة هو ما إذا كان هناك نطاق مستهدف ومحدد تتدخل السلطات في إطاره.

### 3.1 نظام أسعار الصرف المرنة

**1.3.1 تعريفه:** في هذا النظام يترك لسعر الصرف حرية التغيير بشكل مستمر عبر الزمن، بما يتفق وقوى السوق ويقتصر تدخل السلطات على التأثير على سرعة التغيير في سعر الصرف فقط وليس الحد من ذلك التغيير، ويسمح هذا النظام للسياسة النقدية بالتححرر من قيود سعر الصرف، بحيث تصبح مستقلة وبذلك يتنازل البنك المركزي عن السيطرة على سعر الصرف الأجنبي والتي يتم تحديدها في سوق الصرف، ويتميز نظام أسعار الصرف المرنة في أن تدخلات البنك المركزي يمكن أن تكون انفرادية أو نتيجة اتفاقيات<sup>11</sup>.

**2.3.1 أنواعه:** في ظل هذا النظام المعلوم لأسعار الصرف، عادة ما يفرق بين نوعين من التعويم هما<sup>12</sup>:

- **التعويم النظيف:** ففي ظل هذا النظام تقوم السلطات النقدية بترك سعر الصرف حرا يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، وفي الوقت نفسه تقوم بإنشاء ما يعرف بأموال موازنة الصرف، وذلك بتخصيص أرصدة كافية من الذهب والاحتياطات النقدية تسمح للسلطات النقدية أن تتدخل في سوق الصرف بائعة أو مشتريّة لحماية قيمة العملة الخارجية من التغييرات التي تسببها عمليات المضاربة غير المتوازنة.

- **التعويم غير النظيف:** فيعني تدخل السلطات النقدية في أسواق الصرف الأجنبي بائعة أو مشتريّة بغرض التأثير على قيمة عملتها.

### 3.3.1 مزايا ومآخذ نظام أسعار الصرف المرنة

- **المزايا:** يمكن إجمالها بما يلي<sup>13</sup>:

\* يمكن للبلد الذي يتبع هذا النظام أن يواصل سياسة اقتصادية مستقلة فسياسته النقدية مثلاً لا تقيد بقوة للحفاظ على رقم معين لسعر الصرف وإقحام البلد في كساد وبطالة وهذا كثيراً ما يحدث عند إتباع نظام أسعار الصرف الثابتة؛

\* يكون الاستقرار الداخلي أفضل هدف يمكن مواصلته فالدولة عليها أن يهتم بالاستقرار للأسعار والإنتاج والتوظيف وترك سعر الصرف يتغير كما يشاء ليحقق التوازن الخارجي ومثل هذه السياسة تزيل التداخل بين الاستقرار الداخلي والخارجي؛

\* يأخذ سعر الصرف دور مستوعب الصدمات إذا كان مرناً فهو يدفع القوى التضخمية أو الانكماشية عن الاقتصاد، بينما النظام الثابت سينقل تلك الصدمات إلى الاقتصاد الداخلي، أي أن سعر الصرف العائم سيعمل على عزل الاقتصاديات وحمايتها من الصدمات الخارجية المختلفة؛

\* تغير أسعار الصرف تؤدي إلى توازن ميزان المدفوعات بصفة أكثر أوتوماتيكية وهذا دون الحاجة إلى التدخل في ذلك، إذ أن التوازن يعود إلى ميزان المدفوعات بواسطة التحرك في سعر الصرف أي عن طريق آلية السوق؛

\* تقليل الحاجة إلى الاحتياطات الأجنبية لدى السلطات النقدية، يمنح فرصة استخدام هذه الاحتياطات بفاعلية في مجالات أخرى.

- المآخذ: يمكن إجمالها فيما يلي<sup>14</sup>:

\* يمكن أن يساء استخدام استقلالية السياسة النقدية فمثلاً عدم وجود قيام الحكومة بمنع انخفاض العملة يمكن أن يؤدي إلى سياسات مالية ونقدية تضخمية؛

\* معدلات الصرف يمكن أن تسجل تغيرات كبيرة مما يؤدي إلى تضخم سلبي على التجارة الخارجية والاستثمارات، كما أن معدلات الصرف غير الممكن التنبؤ بها مسبقاً تؤدي إلى نشأة خطر الصرف وبالتالي يجب العمل على تجنبه؛

\* عدم التأكد من التكلفة الملحقة بالعمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف ينجر عنه ارتفاع في الأسعار وتدعيم التضخم.

## 2. معايير اختيار نظم أسعار الصرف

إن عملية اختيار نظم أسعار الصرف الملائمة لاقتصاد ما موضوع خلافي تزايد الاهتمام به من قبل صانعي السياسات، والأكاديميين والاقتصاديين، نتيجة العدد المتنامي من الأزمات المالية الدولية كالأزمة المكسيكية 1994. أزمة جنوب شرق آسيا 1998، روسيا والبرازيل 1998-1999، الأرجنتين وتركيا 2000، فقد قامت العديد من دول العالم بربط عملتها مع عملات أخرى ولكن حدة ارتفاع وانخفاض قيمة عملة الربط، دفع العديد منها وبشكل فردي لمناقشة جدوى ربط عملاتها مع عملة الربط، ومن المفترض أن تستند الدول إلى مجموعة من المعايير التي يجب أخذها بالاعتبار عند اختيار نظام سعر الصرف المناسب خلال فترة زمنية معينة، ويمكن إجمال هذه المعايير في الجدول رقم (01)، وباستعراض أهم معايير اختيار نظام أسعار الصرف، فإن قرار اختياره يبقى مرهوناً بالأولويات التي تحددها السلطات النقدية والاقتصادية لتحديد النظام المناسب، لأن كلا من أنظمة أسعار الصرف الثابتة والمرنة تتمتع

بمزايا ومآخذ وبالتالي تحديد الهدف هو الذي سيحدد طبيعة أنظمة الصرف المستخدمة التي تتطلب عملية انتقالها المنتظم شروط عدة.

### 3. شروط الانتقال المنتظم لأسعار الصرف:

نبحث بعض الدول في التحول بشكل تدريجي وسلس من أسعار الصرف الثابتة إلى أسعار الصرف المرنة، باعتمادها أشكالا وسيطة من نظم الصرف كالربط المرن، ونطاقات الثقلب الأفقية والزاحفة، والتعويم الموجه، قبل السماح بالتعويم الحر لأسعار الصرف غير أن التحول في بلدان أخرى كان تحولاً غير منظم أي انه اقترن بانخفاض حاد في سعر العملة، وقد كانت معظم التحولات إلى النظم المرنة في الفترة 1990 إلى 2002 تحولات من النوع غير المنتظم، ولكن سواء كان التحول عن سعر الصرف الثابت منظم أو غير منظم فهو دائما عملية معقدة، ولكي يكون الانتقال منظم فإن الأمر يستوجب توفر مجموعة من الشروط بياها كالتالي:

**1.3 سوق للنقد الأجنبي تتسم بالعمق والسيولة:** يتطلب تطبيق نظام سعر الصرف المرن وجود سوق للنقد الأجنبي على درجة كافية من السيولة والكفاءة تسمح باستجابة سعر الصرف لقوى السوق، ويعمل على تخفيض عدد موجات الثقلب المفرط والانحرافات عن سعر الصرف التوازني، والمدة التي تستغرقها هذه الموجات والانحرافات حتى تتحقق عملية "اكتشاف السعر"

إن أسواق النقد الأجنبي في العديد من البلدان النامية تتسم بالضخالة وعدم الكفاءة، وهو ما يرجع جزئيا إلى كثرة القواعد المنظمة للنقد الأجنبي كالقيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود، والقيود الاحترازية الصارمة على المراكز المفتوحة بالعملات الأجنبية، وشروط تسليم حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي، وقد يكون جمود أسعار الصرف في حد ذاته عاملا من عوامل افتقار سوق النقد الأجنبي للسيولة، فالبنك المركزي الذي يطبق نظام سعر الصرف الثابت عادة ما يكون نشطا في السوق بحكم الضرورة، مما يحول دون اكتساب المشاركين الآخرين الخبرة اللازمة في تشكيل الأسعار وإدارة مخاطر سعر الصرف، ويقيد أنشطة التعامل بين البنوك

وفي ظل سعر الصرف الثابت يتوافر للمشاركين حافز اقل لتكوين آراء في الاتجاهات العامة لأسعار الصرف، واتخاذ مراكز استثمارية، أو تداول النقد الأجنبي، مما يحد من نشاط النقد الأجنبي في سوق التسليم الفوري وسوق المعاملات الآجلة: وفيما يلي بعض الإجراءات التي من شأنها مساعدة البلدان على تعزيز العمق والكفاءة في سوق النقد الأجنبي<sup>15</sup>:

- السماح ببعض المرونة في سعر الصرف لتحفيز نشاط الصرف الأجنبي، وينبغي أن تعمل السلطات أيضا على بث الشعور بان سعر الصرف ينطوي على مخاطر في اتجاهين متقابلين مخاطر ارتفاع قيمة العملة أو انخفاضها بهدف تشجيع المشاركين في السوق على اتخاذ مراكز مكشوفة وأخرى مغطاة؛
- تقليص دور البنك المركزي في صنع السوق وذلك بالحد من تعاملاته مع البنوك وتدخله لإتاحة المجال أمام صانعي السوق الآخرين، ولا ينبغي للبنك المركزي التعامل مع عملاء من غير الجهات المالية؛

- زيادة المعلومات المتاحة في السوق عن مصادر النقد الأجنبي واستخداماته وعن اتجاهات ميزان المدفوعات الرامية إلى تمكين المشاركين في السوق من تكوين آراء فعالة ذات مصداقية عن سعر الصرف والسياسة النقدية وتسعير النقد الأجنبي؛

- الإلغاء التدريجي أو التخلص من القواعد التنظيمية التي تقيد نشاط السوق، ومن التدابير المهمة في هذا الصدد: إلغاء شروط تسليم حسيلة النقد الأجنبي للبنك المركزي، والضرائب والرسوم الإضافية على المعاملات بالنقد الأجنبي، والقيود المفروضة على التداول بين البنوك، وتخفيف القيود المفروضة الحسابات الجارية وبعض الحسابات الرأسمالية بهدف زيادة مصادر النقد الأجنبي واستخداماته في السوق؛

- توحيد وتبسيط قوانين النقد الأجنبي، وتجنب إجراء التغييرات المتكررة والمتخصصة في القانون لزيادة شفافية السوق وخفض تكاليف المعاملات؛

- تحسين البنية الجزئية للسوق من خلال الحد من تجزئته وزيادة فعالية وسطاء السوق وتوفير نظم التسوية ذات الموثوقية والكفاءة؛

وتزداد تعقيدات تطوير تعميق سوق النقد الأجنبي حينما يضطر البلد المعني إلى التخلي عن نظام الربط تحت ضغط السوق قبل أن يتاح له الوقت الكافي للتحول المنظم.

**2.3 سياسات متماسكة تحكم تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي:** في ظل نظم الربط تستند عادة العمليات الرسمية لشراء وبيع النقد الأجنبي بهدف فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين إلى قواعد محددة، أي تحديد توقيت التدخل وحجمه سابقا، وفي المقابل نجد أنه في ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي إما على أساس اختياري أو استنسابي، مع بقاء السلطات قادرة على التدخل لتصحيح الانحرافات عن المسار المحدد، والتقليل من الاضطرابات التي تحدث في السوق وتوفير النقد الأجنبي وتخزين الاحتياطات، ومن ثم فإن أي حكومة تتحرك نحو مرونة سعر الصرف لابد لها من صياغة سياسات تعنى بأهداف التدخل وتوقيته.

وعموما، ينبغي للبنوك المركزية أن تتوخى الانتقائية في التدخل والاقتصاد في استخدام احتياطات النقد الأجنبي، فصعوبة رصد حالات اختلال سعر الصرف والأسواق المضطربة تعني افتقار القرارات المتعلقة بتوقيت التدخل وحجمه إلى الموضوعية، وعلاوة على ذلك، إذا خفضت البنوك المركزية وتيرة تدخلها في أسواق النقد فإن ذلك من شأنه مساعدتها في إقناع الأسواق بالتزامها بمرونة أسعار الصرف وتحسين الفعالية الممكنة للتدخل العرضي، وحينما يحدد أحد البلدان نطاق تقلب في سباق التحرك التدريجي نحو مرونة سعر الصرف، ومع ذلك ينبغي للبنوك المركزية تخفيض عدد مرات تدخلها إلى أدنى حد وتحقيق الاستفادة الكاملة من مرونة سعر الصرف التي تتيحها حدود نطاق التقلب، فالبنوك المركزية في كثير من الاقتصادات المتقدمة نادرا ما تتدخل في سوق النقد الأجنبي<sup>16</sup>.

### 3.3 ركيزة اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت:

يجب على البلد الذي يتخلى عن نظام الربط أن يستبدله بركيزة اسمية أخرى وإعادة تصميم إطار سياسته النقدية حول هذه الركيزة الجديدة، فبينما تطبق بعض البنوك المركزية نظم الصرف المرنة دونما ركيزة اسمية مثلما هو الحال في

منطقة اليورو وسنغافورة وسويسرا والولايات المتحدة الأمريكية، نجد أن هذه الاقتصادات تتمتع بدرجة كبيرة من المصدقية التي قد تعجز البلدان النامية عن اكتسابها بسرعة، لاسيما إذا كانت تعتمد في الأصل على ركيزة جامدة لسعر الصرف قبل التحرك نحو مرونة سعر الصرف أو إذا كانت لها معدلات تضخم مرتفعة.

ومع صعوبة إنشاء ركيزة اسمية بديلة ذات مصداقية تلجأ العديد من البلدان إلى التحلي ببطء عن سعر الصرف، باعتمادها على سبيل المثال نطاق تقلب زاحف كنظام وسيط إلى حين التحرك نحو ركيزة اسمية أخرى، وعادة ما يحدد نطاق التقلب باتساق حول سعر مركزي زاحف على أن يتسع تدريجيا حتى ينحسر الاختلاف بين أهداف سعر الصرف وأهداف التضخم ليصل في آخر المطاف لصالح أهداف التضخم.

ولقد بينت العديد من تجارب البلدان في هذا السياق ما يلي<sup>17</sup>:

- قد يؤدي ضيق نطاق مرونة سعر الصرف في المراحل الأولى من التحول إلى تقييد استقلالية السياسة النقدية وإلقاء عبء إدارة الطلب الكلي على سياسة المالية العامة وسياسة الدخل؛

- قد يؤدي تقييد تحركات أسعار الصرف في نطاق تقلب أضيق من المعلن إلى خلق انطباع بوجود كفالة ضمنية لسعر الصرف والتقليل من حساسية المشاركين في السوق إزاء التعرض لمخاطر سعر الصرف، فالتحركات المزدوجة في سعر الصرف ضرورية لتحفز المشاركين على استحداث أدوات للوقاية من التقلبات وإدارة مخاطرها؛

- قد يؤدي احتفاظ الحكومات بركيزتين اسميتين سعر الصرف بهدف التضخم إلى تعزيز ثقة الجمهور بالتزاماتها بهدف التضخم، من خلال تأكيدها على أن استقرار الأسعار سيكون في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الركيزتين ويفضل الكثير من الدول المتحركة نحو مرونة سعر الصرف اعتماد استراتيجيات تحديد الأهداف النقدية، وبينما يمكن اعتبار إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية ركيزة اسمية بديلة بعد تحلي البلد المعني عن نظام الربط، نجد أن ضعف العلاقة بين المجملات النقدية والتضخم، يقلل من فعالية هذه الأهداف النقدية، وعموما لجأت البلدان التي تحولت من نظم الربط إلى النظم المرنة إلى اعتماد إستراتيجية تحديد أهداف التضخم على مدار فترات طويلة، ويرجع السبب في ذلك جزئيا لطول الوقت الضروري لإنشاء المؤسسات وتوفير الظروف الاقتصادية الكلية اللازمة

**4.3 نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر سعر الصرف في القطاعين العام والخاص:** حينما يتم تعويم عملة بلد ما، تنتقل مخاطر سعر الصرف من القطاع العام (البنك المركزي) إلى القطاع الخاص، فلا يصبح القطاع بعد ذلك مستعدا للتدخل عند مستويات أسعار ثابتة، وفي واقع الأمر يحدث التحول غير المنظم غالبا نتيجة اختلالات لا يمكن التعامل معها في الميزانية العمومية للقطاع العام، وبالتالي فإن تحديد حجم ونطاق المخاطر التي يتعرض لها سعر الصرف في القطاعات المالية وغير المالية وهو أيضا عنصر أساسي في تحقيق التحول المنظم من نظم الربط وقد تؤثر مخاطر التي يتعرض لها القطاع الخاص إلى حد كبير على وتيرة التحول، ونوع نظام الصرف المرن الذي يعتمد وسياسات التدخل الرسمي.

وتتألف إدارة مخاطر سعر الصرف من أربعة عناصر هي كالتالي<sup>18</sup>:

- نظم المعلومات لرصد مصادر الخطر المختلفة في أسعار الصرف، بما في ذلك مصادر واستخدامات التمويل بالعملة الأجنبية، وشروط الإبلاغ الرسمي وينبغي كذلك رصد المخاطر غير المباشرة في سعر الصرف من خلال

إجراء مسح منتظم لقطاع الشركات أو مطالبة المقترضين بتوفير معلومات عن دخولهم وديونهم الخارجية وعمليات التمويل بالقروض بالعملة الأجنبية.

- الصيغ والأساليب التحليلية لقياس مخاطر سعر الصرف، وتتضمن وسائل قياس المخاطر مقاييس مركز النقد الأجنبي الكلي القائم على أساس محاسبي وأساليب إدارة المخاطر الاستشرافية مثل: نماذج القيمة المعرضة للخطر واختبار القدرة على تحمل الضغط

- السياسات والإجراءات ذات الصلة بالمخاطر الداخلية، وتشمل عدة أمور منها فرض القيود على تركيز الاقتراض بالعملة الأجنبية، ووضع شروط محددة لمخاطر الائتمان الإضافية المقترنة بالقروض بالنقد الأجنبي، شروط الأرباح أو الضمانات الإضافية الأجنبية بالنسبة للمقترضين بالنقد الأجنبي، وتحليل تأثير تحركات أسعار الصرف المحتمل على المقترضين بالنقد الأجنبي؛

- التنظيم والرقابة الاحترازية لمخاطر النقد الأجنبي، وقد تشمل التدابير الاحترازية وضع قيود على صافي المركز المفتوح، الإقراض بالعملة الأجنبية، الاقتراض وإصدار السندات في الخارج، وتحديد نطاق عمليات الصرف الأجنبي التي يُسمح للبنوك بممارستها من خلال شروط إصدار التراخيص، وشروط رأس المال الإلزامي مقابل مخاطر النقد الأجنبي وإصدار القواعد التنظيمية أو التوجيهات بشأن تصميم الضوابط الداخلية للبنوك.

إن تسهيل استحداث أدوات الوقاية من مخاطر تقلب أسعار الصرف، من شأنه أن يضمن الانتقال السليم والمنظم لنظام سعر الصرف.

**ثانيا: ملامح الانتقال غير المنظم في الدول محل الدراسة:**

### 1. ترتيبات الصرف في عينة الدراسة

تضم العينة المختارة للدراسة مجموعة من الدول التي تشترك في كونها من الدول الناشئة وأيضا أنها شهدت تطبيق أنظمة صرف مختلفة خلال مرحلة الدراسة، ويمكن تحديد توزيع أنظمة الصرف على الدول محل الدراسة خلال الفترة 1990-2010 وفقا للجدول رقم (02) ومنه نلاحظ أن عدد الدول التي تبنت التعويم زاد على حساب الدول التي تبنت التثبيت، وهذا ما يتماشى مع ما هو حاصل على المستوى العالمي فما بين سنة 1991 و 2009 انتقلت نسبة الدول التي تطبق نظام التعويم من 17.4% إلى 42.1% الظاهرة تظهر بجلاء عندما يتعلق الأمر بالدول الصاعدة التي أصبح فيها عدد الدول التي تطبق نظام التعويم 65.7 % وهو ما يمكن توضيحه في الجدول رقم (03). ولمعرفة واقع الدول محل الدراسة في هذه النتيجة نعطي توزيع هذه الدول على مختلف الأنظمة حسب التقرير السنوي المعد من قبل صندوق النقد الدولي في الجدول رقم (04) وفيه نلاحظ أن معظم دول العينة قد انتقلت الى الأنظمة القائمة.

### 2. ملامح الانتقال غير المنظم

يمكن تحديد ملامح الانتقال غير المنظم في أنظمة الصرف في النقاط الثلاث التالية:

#### 1.2 التغيير المتكرر في أنظمة الصرف المعتمدة:

من خلال الدراسة التي قمنا بها على إحدى عشر دولة صاعدة تبين لنا عدم استقرار خيارات هذه الدول على نظام واحد بل لوحظ تبينها للعديد من الأنظمة خلال فترة الدراسة وهو ما يمكن توضيحه في الشكل رقم (02) والذي يوضح ان عدم الاستقرار في تبني نظام صرف معين عيبا في سياسة الصرف المعتمدة ويكون نتيجة ومؤيدا في آن واحد لتعدد الأزمات وهو ما سنحاول توضيحه في النقطة التالية.

## 2.2 تعدد وتكرار الأزمات خلال فترة الانتقال:

من خلال الشكل رقم (03) نلاحظ كثرة الأزمات بمختلف أنواعها وأشكالها والتي أصابت هذه الدول خلال فترة الدراسة. ففي الفترة الممتدة من 1990 إلى 2010 تم إحصاء أكثر من 260 أزمة أصابت اقتصاديات دول عينة الدراسة وتفرع هذه الأزمات حسب أهميتها إلى أنواع كثيرة الأولى هي أزمات الصرف الثانية أزمات التضخم والثالثة أزمات بنكية.

## 3.2 غياب وضعف تقنيات التحوط:

### 1.3.2 حجم الأسواق المشتقة في الاقتصاديات الصاعدة:

يقدر حجم التداول اليومي من المنتجات المشتقة في الدول الصاعدة حسب التحقيق الذي أجري في أبريل 2010 بأكثر من 1.2 تريليون دولار أو ما يمثل 6.2% من ناتجها المحلي الإجمالي. ويبقى هذا المبلغ ضئيلا مقارنة مع حجم هذا السوق في الدول الصناعية، حيث أنه يناهز 13.8 تريليون دولار أي بنسبة 36% من ناتجها المحلي الإجمالي<sup>19</sup>. فمن خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن 77% من مجموع سوق المشتقات في الدول المتقدمة هي مشتقات على معدلات الفائدة، النسبة المتبقية يتقاسمها كل من الصرف والأوراق المالية. على العكس من ذلك، نجد أن المنتجات المشتقة على الصرف تمثل أكثر من 50% من مجموع المنتجات المشتقة المتداولة في الاقتصاديات الصاعدة. هذا إن دل على شيء فإنما يدل على طبيعة المخاطر وأهميتها في اقتصاد معين، ففي الدول المتقدمة يتصدر خطر معدلات الفائدة قائمة المخاطر المالية أما في الدول الصاعدة فخطر الصرف هو الأهم. الملاحظة الثانية سوق المشتقات في الدول الصناعية يغلب عليه السوق المنظم بنسبة 62% أما في الدول الصاعدة فنجد أن السوق مقسم مناصفة بين السوق المنظم والسوق الحر.

### 2.3.2 تطور مشتقات الصرف في الدول محل الدراسة:

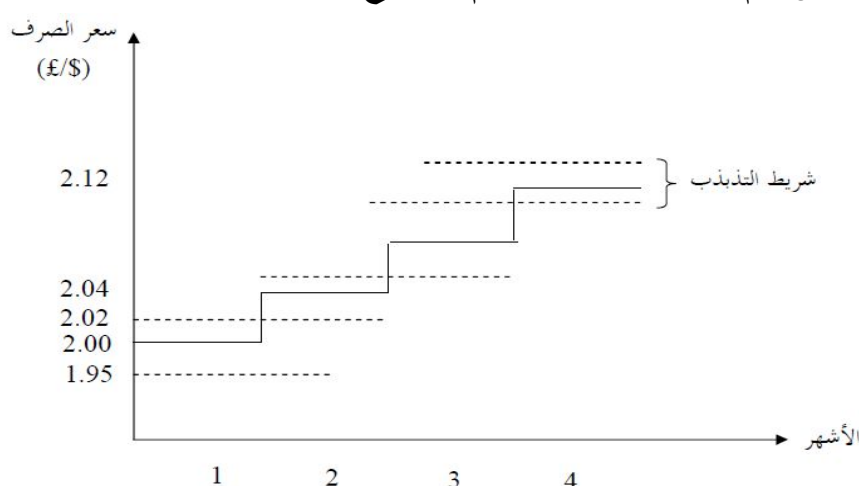
تطورت أسواق الصرف المشتقة في الدول الصاعدة عموما بنسبة 25% سنويا منذ سنة 1995 وحتى 2010 أما بالنسبة للدول محل الدراسة فيمكن تقديم تطور الأسواق المشتقة في الجدول رقم (05) الذي يبين ضعف حجم المبادلات في هذه الدول إذا ما قورنت بالمبالغ المتداولة في هذا السوق إلى جانب ذلك فإن معظم هذه المبالغ يتم تداولها في 4 دول من أصل دول العينة وهي الهند كوريا المكسيك وتركيا وهو ما يمكن ملاحظته في الشكل رقم (05) وبياناته توضح وتدل على الانتقال غير المنظم. نفس النتائج السابقة نحصل عليها من خلال تحليل الأسواق المنظمة حيث أن مثل هذه الأسواق هي غائبة في الكثير من الدول حسب الجدول رقم (06). فالشيء الملاحظ أن معظم الدول لا تتوفر على أسواق منظمة يتم فيها تداول مشتقات أسعار الصرف، وفي تلك الدول التي تأوي مثل هذه الأسواق فنجد أن العملات المدرجة هي عموما أهم العملات المتداولة دوليا ونقصد بذلك الدولار اليورو الين والجنيه

الإسترليني. وحسب الإحصائيات المتوفرة حول سوق المستقبلات والخيارات في سنة 2010 نجد بأن أكبر عدد من العقود المتداولة في سوق المستقبلات كان في سوقي NSE و MCX-SX بالهند بعدد عقود تجاوز 1.5 تريليون عقد<sup>20</sup>.

**الختاتمة:** من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى أن كل الدول محل الدراسة قد قامت بتبني أنظمة صرف مختلفة كما أن عملية الانتقال من نظام إلى آخر تحدث باستمرار مما يعني أن معظم هذه الدول لم تستقر على نظام واحد، كما أن الدول التي وصلت إلى تطبيق الأنظمة القائمة سرعان ما أعادت حساباتها بسبب أزمات الصرف التي حدثت فيها. إلى جانب ما سبق يمكن القول أن الانتقال من نظام إلى آخر في هذه الدول لم يكن بالمرّة انتقالات منظم بل كان بسبب الأزمات في كثير من الحالات. وما تجدر الإشارة إليه إلى أن ضعف تداول المشتقات المالية الذي حسبناه دليلاً على الانتقال الغير منظم كان بسبب تشريعات الصرف التي أعاققت هذا التطور وهو ما توصل إليه كل من Martin Hohensee و Kyungjik Lee ففي الدراسة<sup>21</sup> المنجزة حول تطور عمليات التحوط في أسواق آسيا، توصل الباحثان إلى وجود علاقة عكسية بين وجود تشريعات تقيد التعامل في السوق وتطور السوق سواء من حيث المبالغ المتداولة أو الوسائل التقنية المستخدمة. فكلما زادت القيود كلما انخفض تطور السوق. من هذا المنطلق يمكن تفسير التفاوت الموجود بين الدول محل الدراسة فيما يخص المنتجات الموجودة والمبالغ المتداولة. فسنغافورة وهونغ كونغ تتميزان بعدم وجود أي تشريعات تحد من التعامل في أسواقهم<sup>22</sup> لهذا نجد بأنهم يعتبرون ضمن أنشط الأسواق العالمية. على العكس من ذلك نجد بأن الصين هي من أكبر الدول المقيدة للتداول، لهذا نجد أنها ضمن الدول منخفضة النشاط في تداول المشتقات المالية. وتجدر الإشارة في هذا المقام أن التقييد لا يمس بأي شكل من الأشكال عمليات التحوط فنلاحظ مثلاً أن الصين تسمح للمتحوطين المقيمين فقط بالتعامل في أسواقها المشتقة.

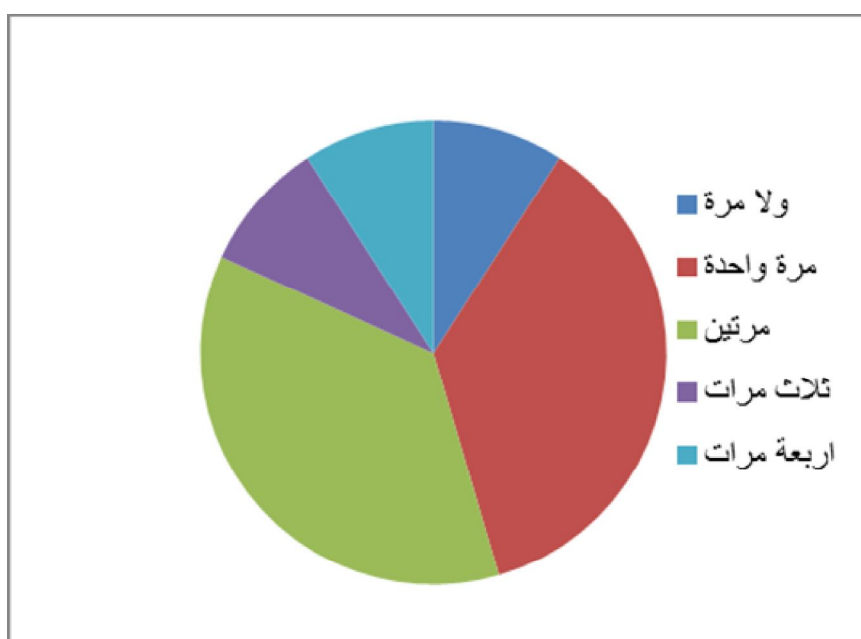
## الأشكال والجداول

الشكل رقم (01): المستوى اللازم زحفه مع شريط لتخفيض قيمة العملة



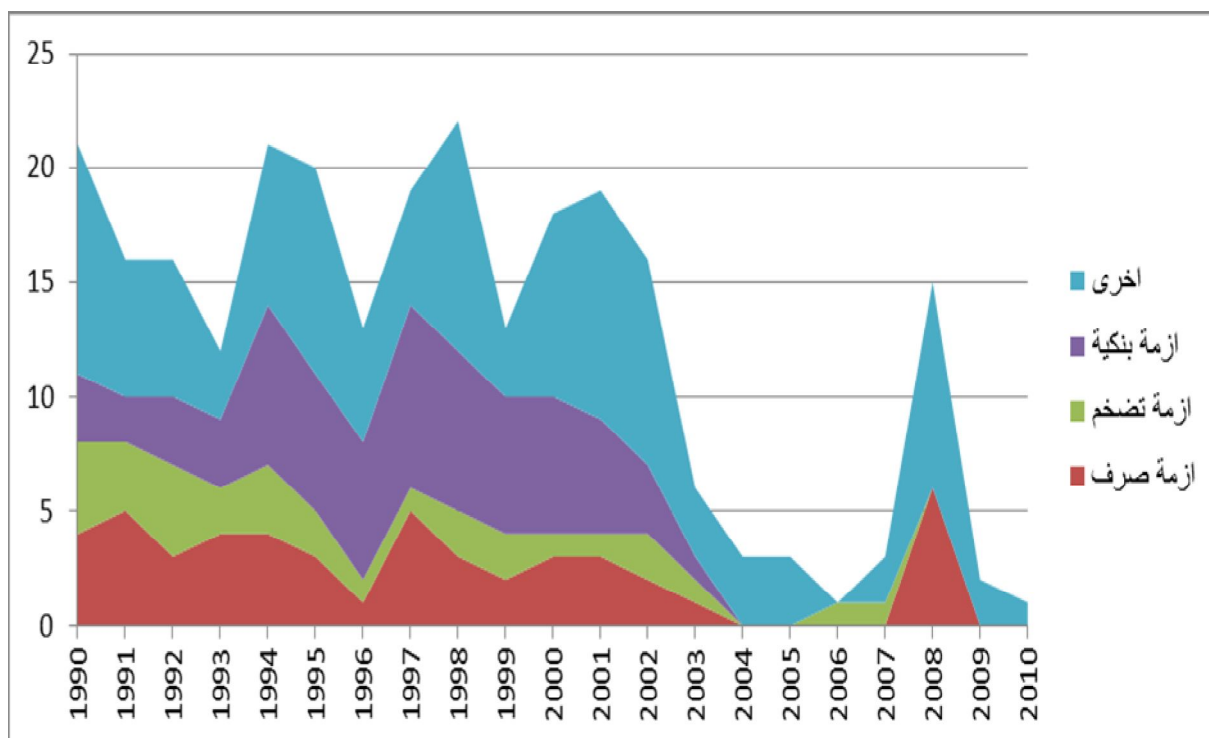
**المصدر:** سعيد صحراوي، محددات سعر الصرف: دراسة قياسية لنظرية تعادل القوة الشرائية والنموذج النقدي في الجزائر، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010 : 27.

### الشكل رقم (02): عدد المرات التي تم فيها تغيير نظام الصرف



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على قاعدة البيانات المتوفرة في الموقع [www.bis.org](http://www.bis.org)

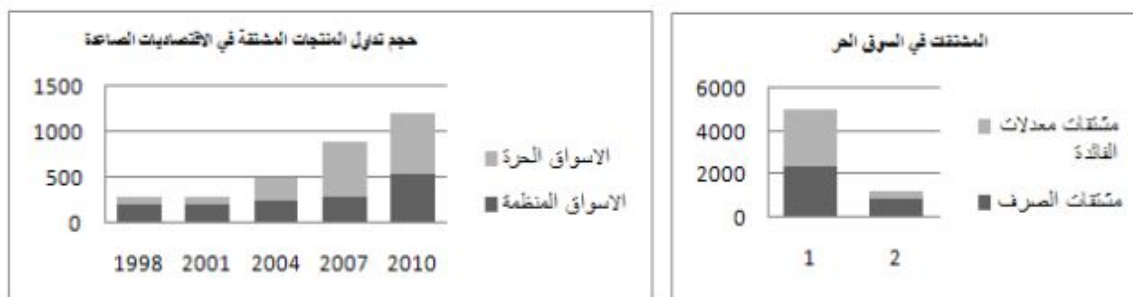
### الشكل رقم (03): أنواع الأزمات في الدول محل الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين على أساس قاعدة البيانات في الموقع التالي

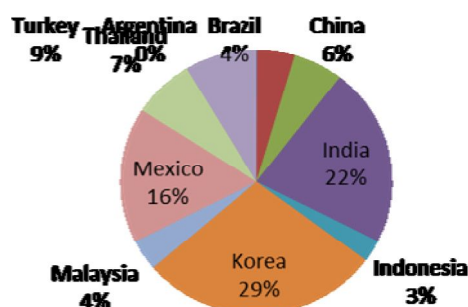
[www.carmenreinhardt.com](http://www.carmenreinhardt.com)

## الشكل رقم (04): حجم تداول وتطور المشتقات في الأسواق المتقدمة والصاعدة



Dubravko Mihaljek, Frank Packer "Derivative in emerging markets" BIS Quarterly Review; December 2010 P "44",

## الشكل رقم (05) توزيع حجم التداول اليومي على دول العينة



المصدر: من إعداد الباحثين بناء على قاعدة البيانات المتوفرة في الموقع [www.bis.org](http://www.bis.org)

## الجدول رقم (01): معايير اختيار نظام سعر الصرف الأمثل

| نظام سعر الصرف الأمثل                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | خصائص الاقتصاد                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|
| يمكن قياس درجة الانفتاح الاقتصادي من خلال معرفة نسبة مجموع إجمالي الصادرات والواردات إلى الناتج الداخلي الخام، فكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على انفتاح الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي، ويقل بذلك التوجه نحو نظم الصرف المرنة، وهذا ما يتيح تحقيق الاستقرار في حجم التجارة الخارجية نتيجة التقلبات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية | 1-درجة الانفتاح الاقتصادي         |
| يلعب حجم الاقتصاد دورا مؤثرا في اختيار نظم الصرف، فكلما زاد حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه دل ذلك على قلة اعتماده على السوق الخارجي، لذا يفضل الأخذ بنظام أسعار الصرف المرنة                                                                                                                                                            | 2-حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه |
| كلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير، ازداد التوجه نحو تثبيت العملة المحلية بعملة هذا البلد                                                                                                                                                                                                                                           | 3-التركز الجغرافي للتجارة         |
| كلما زادت درجة التطور الاقتصادي والمالي أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظم الصرف المرنة                                                                                                                                                                                                                                                  | 4-درجة التطور الاقتصادي والمالي   |
| كلما زادت حرية حركة رؤوس الأموال، زادت صعوبة الاحتفاظ بنظم الصرف الثابتة                                                                                                                                                                                                                                                                 | 5-حرية حركة رؤوس الأموال          |

|                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 6- حرية حركة العمالة                           | كلما زاد مدى حرية حركة العمالة مع كون الأجور والأسعار ثابتة، انخفضت صعوبة وتكلفة التعديل في ظل نظم الصرف الثابتة لكن تبقى هذه الصعوبة غير موجودة في حالة نظم الصرف المرنة                                                                                                 |
| 7- اختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي | عن كون معدل التضخم في بلد شديد الارتفاع فان نظم الصرف الثابتة تزيد القدرة على ضبط معدلات التضخم وتضفي المصدقية على برامج الاستقرار الاقتصادي                                                                                                                              |
| 8- مشاريع التكامل البينية                      | في حالة وجود أفكار تكاملية إقليمية تلجأ الدول إلى تثبيت أسعار صرف عملاتها البينية وتعميمها كعملة واحدة أمام باقي العملات أو تثبيتها بمثبت مشترك حسب طبيعة خصائصها الاقتصادية                                                                                              |
| 9- القدرة على امتصاص الصدمات الاسمية والحقيقية | الصدمات المحلية المرتبطة بالطلب على النقد تشجع استخدام نظم الصرف الثابتة والتي تسمح باستقرار مستوى الأسعار، وبالمقابل في مواجهة الصدمات الحقيقية فان الاقتصاد سيستفيد من أسعار الصرف المرنة والتي تسهل أو تخفف من تكاليف التعديل في ظل وجود بطء في تحركات الأسعار والأجور |

**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على:- مشهور هذلول برور، العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن، أطروحة دكتوراه مقدمة إلى قسم المصارف والمصارف الإسلامية كلية العلوم المالية والمصرفية، الأردن، ص: 60-61 وعبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي.

#### الجدول رقم (02): توزيع أنظمة الصرف على العينة

| الانظمة القائمة | الأنظمة الوسيطة | الأنظمة الثابتة | السنوات       |
|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| 2               | 6               | 3               | 1990          |
| 1               | 7               | 3               | 1991          |
| 1               | 8               | 2               | 1992          |
| 2               | 7               | 2               | 1993 حتى 1996 |
| 5               | 5               | 1               | 1997 و 1998   |
| 6               | 1               | 4               | 1999          |
| 6               | 2               | 3               | 2000          |
| 4               | 4               | 3               | 2001 و 2002   |
| 4               | 5               | 2               | 2003 و 2004   |
| 4               | 6               | 1               | 2005 حتى 2016 |

من إعداد الباحثين بالاعتماد على various annual report on exchange arrangement and exchange restriction IMF

### الجدول رقم (03): تطور أنظمة الصرف

| الوحدة نسبة مئوية | 2009 | 2007 | 2005 | 2003 | 2001 | 1999 | 1997 | 1995 | 1993 | 1991 | السنة                                   |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------------------------------------|
|                   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | نظام الصرف                              |
|                   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | مجموع الدول المنظمة لصندوق النقد الدولي |
|                   | 12,2 | 12,2 | 25,7 | 25,8 | 25,8 | 24,2 | 18,3 | 16,2 | 15,9 | 16,1 | - الأنظمة الثابتة                       |
|                   | 45,7 | 43,7 | 29,9 | 29   | 38,7 | 40,9 | 53,2 | 58,9 | 58,8 | 66,5 | - الأنظمة الوسيطة                       |
|                   | 42,1 | 44,1 | 44,4 | 45,2 | 35,5 | 34,9 | 28,5 | 24,9 | 25,3 | 17,4 | - الأنظمة العائمة                       |
|                   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      | - الدول الصاعدة                         |
|                   | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 12,5 | 15,6 | 12,5 | 12,5 | 9,4  | 9,4  | 10   | - الأنظمة الثابتة                       |
|                   | 21,8 | 21,8 | 21,8 | 21,8 | 34,4 | 40,6 | 56,3 | 81,3 | 75   | 66,7 | - الأنظمة الوسيطة                       |
|                   | 65,7 | 65,7 | 65,7 | 65,7 | 50   | 46,9 | 31,3 | 9,4  | 15,6 | 23,3 | - الأنظمة العائمة                       |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على

1-Andrea Bubula, Inci Ötör-Robe "The Evolution of Exchange rate regime since 1990: Evidence de facto policies" IMF working paper 02-155 sept 2002 p"16",

2-Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF 2009 p"XII-XIX",

3-Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF 2010 p"13-16",

4-Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, IMF 2003 p"11-14",

4-Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks IMF 2004-2005-2008

قائمة الدول الصاعدة: الصين، البرازيل، المكسيك، مصر، نيجيريا، هونغ كونغ، سيريلانكا، المغرب، بولندا، التشيك، تايوان، الأكوادور، جنوب أفريقيا، إسرائيل، البيرو، كولومبيا، كوريا، تركيا، لاتفيا، بلغاريا، الأرجنتين، الهند، سنغافورة، اندونيسيا، ياباما، تركيا، روسيا، فنزويلا، باكستان، الفلبين، المجر، التشيلي

### الجدول رقم (04): توزيع الدول محل الدراسة على مختلف أنظمة الصرف

| مجلس العملة | الترتيبات المستقرة | ترتيبات مدارة أخرى                                           | التعويم الحر |
|-------------|--------------------|--------------------------------------------------------------|--------------|
|             | الصين              | البرازيل، الهند، اندونيسيا، كوريا<br>المكسيك، مصر، الأرجنتين |              |
|             |                    | تايلاند                                                      |              |

المصدر: من إعداد الباحثين على أساس التقرير السنوي

### الجدول رقم (05): تطور الأسواق المشتقة في الدول محل الدراسة

الوحدة مليار دولار

| نوع المنتج             | افريل 1995 | افريل 1998 | افريل 2001 | افريل 2004 | افريل 2007 | افريل 2010 |
|------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| العمليات الآجلة        | 0          | 1.737      | 3.909      | 7.236      | 14.47      | 23.236     |
| عقود التبادل على الصرف | 0          | 6.994      | 10.306     | 16.143     | 43.479     | 58.299     |
| عقود تبادل العملة      | 0          | 0.06       | 0.590      | 1.593      | 2.769      | 2.496      |
| الخيارات               | 0          | 0.343      | 0.483      | 0.953      | 4.965      | 3.844      |
| المجموع                | 0          | 9.134      | 15.288     | 25.925     | 65.683     | 87.875     |

المصدر: من إعداد الباحثين على أساس قاعدة البيانات المتوفرة في بنك التسوية الدولية rpxf10a

## الجدول رقم (06) عرض الأسواق المنظمة في الدول محل الدراسة

| البلد                                                                                                                                                                                                             | السوق منظم للمشتقات                      | الافتتاح   | العقود المتداولة في المستقبلات                                                  | العقود المتداولة في الخيارات                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------|---------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------|
| كوريا                                                                                                                                                                                                             | Korea Exchange                           | 1953       | USD, EUR, YEN                                                                   | USD/KRW                                      |
| البرازيل                                                                                                                                                                                                          | BM&FBOVESPA                              | 2008<br>** | USD,<br>AUD, CAD, CLP<br>CNY , EUR,<br>YEN, MXN<br>GBP, ZAR,<br>NZD, CHF<br>TRY | غير موجود                                    |
| المكسيك                                                                                                                                                                                                           | Mexican Derivatives Exchange             | 1998       | USD/MXN, EUR/MXN                                                                | غير موجود                                    |
| سنغافورة                                                                                                                                                                                                          | Singapore Mercantile Exchange (SMX)      |            | EUR/USD,<br>USD/JPY ,<br>AUD/USD,<br>GBP/USD,<br>EUR/USD                        | EUR/USD,<br>USD/JPY ,<br>GBP/USD,<br>EUR/USD |
|                                                                                                                                                                                                                   | Singapore Exchange***                    | 1999       | CNY, INR, IDR, KRW, MYR, PHP, TWD                                               | غير موجود                                    |
| الصين                                                                                                                                                                                                             | Shanghai Futures Exchange                | 1999       | غير موجود                                                                       | غير موجود                                    |
| الهند                                                                                                                                                                                                             | United Stock Exchange                    | 2010       | USD, EUR, GBP, YEN                                                              | غير موجودة                                   |
|                                                                                                                                                                                                                   | India's New stock Exchange               | 2008       | USD, EUR, GBP, YEN                                                              | غير موجود                                    |
|                                                                                                                                                                                                                   | National Stock Exchange OF INDIA LIMITED | 1992       | USD, EUR, GBP, YEN                                                              | USD/INR<br>*****                             |
| اندونيسيا                                                                                                                                                                                                         | Jakarta Futures Exchange                 | 2000       | غير موجود                                                                       | غير موجود                                    |
| <p>***- FX Non-deliverable Forwards</p> <p>في سوق واحد هو MICEX و RTS منذ 19 ديسمبر 2011 تم دمج كل من سوق **** MICEX-RTS.</p> <p>*****Circular No. 026 DU 27-10-2010 National Stock Exchange OF INDIA LIMITED</p> |                                          |            |                                                                                 |                                              |

المصدر: من إعداد الباحثين على أساس أسواق منظمة متعددة

الإحالات والمراجع:

2 Idem.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 115

4 Amina Lahrèche Revil, op cit, p 94

5 طارق شوقي، اثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، أطروحة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية جامعة باتنة، 2009، ص: 09.

6 طارق شوقي، مرجع سابق، ص: 10

7 Amina Lahrèche Revil, op cit, p 94.

8 Ibid, p. 95.

9 سعيد صحراوي، مرجع سابق، ص: 27

10 عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص: 98.

11 Amina Lahrèche Revil, op cit, p 93.

12 سامي عفيفي حاتم، دراسات في الاقتصاد الدولي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ص: 191-192.

13 عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، مرجع سابق، ص: 93.

14 إبراهيم الكراسنة، سياسة سعر الصرف، دورة "البرمجة المالية والسياسات الاقتصادية الكلية"، أبو ظبي، 2006/06/22، ص: 10

15 روبا دوتاغويتا وآخرون، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي، و.م.أ، 2006 ص: 07-06.

16 المرجع السابق، ص: 10.

17 المرجع السابق، ص: 11-12.

18 المرجع السابق، ص: 14-15.

19 Dubravko Mihaljek, Frank Packer "Derivative in emerging markets" BIS Quarterly Review; December 2010 P "44".

<sup>20</sup> www.futureindustrie.com

<sup>21</sup> Martin Hohensee and Kyungjik Lee A survey on hedging markets in Asia: a description of Asian derivatives markets from a practical perspective in BIS Papers Bank for International Settlements 2006.No 30 "262".