

## النظام النقدي والمالي الدولي

د. عمر عبدة سامية  
مخبر التنمية الذاتية والحكم الرشيد  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
جامعة 8 ماي 1945 - قالمة  
amorabdasamia@yahoo.fr

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على التطورات التي شهدها النظام النقدي والمالي الدولي، فقد مر النظام المذكور بمراحل مختلفة حتى وصل إلى نظام التعويم، وكانت لكل مرحلة معطياتها وتأثيراتها الخاصة على صعيد الاقتصاد الدولي، ولم تكن المؤسسات المالية في الدول النامية والناشئة بمنأى عن تلك التطورات وما لازمها من اختلال التوازن في مفاصل الاقتصاديات الكلية. توصلت الدراسة إلا أن تحقيق الاستقرار في النظام المالي الدولي يتطلب قدرا كبيرا من التعاون بين البلاد الصناعية والنامية بما يكفل إزالة التضارب بين سياساتها النقدية والمالية وتحقيق الانسجام بين تلك السياسات وبين الأهداف الاقتصادية التي تسعى كل منها إلى تحقيقها.

**الكلمات المفتاحية:** النظام النقدي الدولي، النظام المالي الدولي، العوامة المالية، التحرير المالي، الاندماج المالي.

### Résumé

Cette étude vise à illustrer le développement du système monétaire et financier international qui est passé par des étapes différentes pour arriver au système monétaire flottant, chaque étape avait ses spécificités et ses influences sur le plan économique internationale. Les institutions financières des pays en voie de développement et les pays émergents n'ont pas été à l'abri de ces développements et des aménagements du déséquilibre dans les agrégations Macro-économiques. L'étude a révélé que la stabilisation du système financier international exige beaucoup de coopération entre les pays industrialisés et les pays en voie de développement pour assurer l'élimination des contradictions entre les politiques monétaires et budgétaires et de parvenir à l'harmonie entre les politiques et les objectifs économiques, dont chacun cherche à atteindre.

**Mots clés:** Le système monétaire international, le système financier international, la mondialisation financière, la libéralisation financière, l'intégration financière.

**Abstract:**

The aim of this study is to light up the developments of the international monetary and financial system, the system has gone through different stages until it reached what is now, and each phase has its input and effect on the level of the international economy.. Financial institutions in developing and emerging countries were not immune to these developments and improvements of the imbalance in the Macroeconomic aggregates. The study found, however, to stabilize the global financial system requires a great deal of cooperation between industrialized and developing countries to ensure the removal of conflicts between monetary and fiscal policies and achieve harmony between those policies and the economic objectives, each of which seeks to achieve.

**Key Words:** The international monetary system, the international financial system, financial globalization, financial liberalization, Financial Integration.

**1- مقدمة**

شهدت الساحة الاقتصادية الكثير من الأحداث والتغيرات التي شكلت في مجملها عالما جديدا يتسم بالتحوّل الجوهري نحو الأخذ بأسباب الاقتصاد الحر وآلياته، والتوجه نحو التجمعات والتكتلات الاقتصادية الدولية والإقليمية، والمؤسسات العملاقة عابرة القارات، والاندماج بين الوحدات الاقتصادية، والأسواق المالية الكبيرة في ظل تقدم تكنولوجي مستمر، وثورة معلومات متطورة. كل هذه العوامل ساعدت على ميلاد نظام جديد يتميز بالتحريك المالي وإزالة القيود عن حركة رؤوس الأموال وبروز ظاهرة العولمة بما تحمله من خصائص وسمات اقتصادية مثل تحرير الأسواق والخصخصة، وتراجع دور الدولة الاقتصادي واندماج الأسواق المالية الدولية، وهو ما كان سببا في توسّع الأسواق وزيادة المنافسة والإبداع.

وبالرغم من الدوافع الإيجابية للتحرير المالي والانفتاح على الأسواق الخارجية، والمتمثلة في رفع كفاءة القطاع المالي وزيادة قدراته على الوساطة المالية واستقطاب الموارد الخارجية، للمساعدة في تحقيق أهداف

الدول النامية والناشئة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إلا أن هذا المسار لم يخل من المخاطر الجسيمة التي أثرت سلباً على السلامة المالية للقطاعات المالية، وخاصة القطاع المصرفي، في معظم دول العالم. إذ واجهت بعض الدول أزمات ومخاطر الانهيار، نتيجة للانفتاح على الأسواق المعولمة والعمل بالأدوات المستحدثة المعقدة وما واكبها من ارتفاع في معدلات المخاطر. وشهدت الأسواق المالية الدولية اهتزازاً كبيراً، وغير مسبوق، في الأسواق المالية الدولية في التاريخ المعاصر. وكانت هذه الأزمات، التي طالت قطاعات واسعة في الأسواق المالية الدولية والمحلية، بالغة الأثر على النظم المالية الدولية، ومن خلالها على توازن الاقتصاديات الكلية في تلك الدول.

ومن هنا جاءت هذه الدراسة لتطرح الإشكال التالي: ما هي أهم التطورات التي مر بها النظام المالي والنقدي الدولي؟ وما هي انعكاساتها على صعيد الاقتصاد الدولي؟

## 2- تطور النظام النقدي الدولي

مما يلاحظ أن الحاجة إلى وجود نظام نقدي دولي بدأت مع اتساع المبادلات والعلاقات الاقتصادية الدولية، ومع التعدد الواسع للعملات وما ظهر من تقلبات في أسعار صرفها. إذ نشأت في إطار ذلك بعض الوسائل التي تستخدم في نطاق المعاملات الدولية، ومنها الحوالات والكمبيالات، وبعض النظم المبسطة الأخرى التي يراد منها تسوية المدفوعات الدولية، وأصبح وجود نظام نقدي دولي شرطاً ضرورياً لتمكين التجارة الدولية من النمو بشكل يحقق مصالح الدول المختلفة، فهو يمثل مجموعة من القواعد والآليات المرتبطة بتنظيم الأوضاع النقدية لدول العالم المختلفة بما يكفل

تمويل حركة التجارة الدولية المتعددة الأطراف، ونموها بصورة مطردة واستقرار في العلاقات الاقتصادية الدولية دون أن يترتب على ذلك حدوث اضطرابات اقتصادية.

## 2-1 الخلفية التاريخية للنظام النقدي الدولي

يرى بعض المراقبين أن العالم كان يطبق نظام الذهب فعلا في بداية الثمانينات من القرن التاسع عشر، بينما يجادل آخرون بأن قاعدة الذهب لم يتم تبنيها عالميا حتى التسعينات من ذلك القرن، ويتفق الغالبية على أنه قد انتهى العمل بها عام 1914 بنشوب الحرب العالمية الأولى، وبانتهاء هذه الأخيرة بذلت عدة محاولات لإعادة تشكيل النظام النقدي الدولي من بينها مؤتمر Genève في 1922، باءت بالفشل نتيجة الظروف السائدة في فترة ما بين الحربين.

## 2-1-1 نظام قاعدة الذهب 1880-1914

لقد ساد نظام قاعدة الذهب في فترة اتسعت فيها شبكة التجارة والتمويل الدوليين وأصبحت العمليات معقدة ولكنها عالية التنسيق تتمركز في لندن وتنتشر على نطاق العالم بأسره، وكانت أيضا فترة ازدهار حرية التجارة واختفاء العوائق وقابلية معظم العملات للتحويل إلى ذهب. مثلت بريطانيا في تلك الفترة محور التجارة الدولية، لما لها من قوة اقتصادية وعسكرية في مستعمراتها، حيث لعب بنك إنجلترا نوعا ما دور "بنك العالم" كما استعمل الجنيه الإسترليني كعملة أساسية لتسوية المدفوعات، في حين استعمل الذهب كاحتياطي مقابل الإصدارات، وهكذا بدأت بريطانيا بتطبيق قاعدة الذهب عندما اعتمدت وزنا معينة من الذهب ليمثل الوحدة النقدية الأساسية، لينتشر النظام النقدي الذهبي ليشمل دولا أخرى مثل ألمانيا وفرنسا والو. م. أ. خاصة بعد أن أوصى المؤتمر النقدي الدولي الأول الذي عقد في

باريس عام 1876 بين عدد من الدول الأوروبية باستخدام نظام الذهب عالميا، أي إقامة نظام نقدي قائم على أساس الذهب، وبحلول 1900 أصبحت جميع الدول -تقريبا- تأخذ بقاعدة الذهب باستثناء الصين والمكسيك اللتان فضلنا قاعدة الفضة.[الحسني، 1999، ص. 216]

وفقا لهذه القاعدة كانت كل دولة تحدد قيمة الوحدة الواحدة من عملتها الوطنية بوزن معين من معدن الذهب، وفي الوقت نفسه تكون الدولة مستعدة لشراء وبيع أي كمية من الذهب لقاء سعر عملتها الذي أعلنته، ونظرا لأن المقابل الذهبي لكل وحدة من العملات المختلفة كان محددًا بشكل ثابت، فإن أسعار الصرف والتحويل بين العملات المختلفة كان ثابتًا بالتبعية وعرف باسم سعر تعادل النقد "Mint Parity" أو السعر الرسمي "Par Value" [حشيش وآخرون 1998، ص. 170]، أي السعر الذي تتعادل معه مقادير الذهب التي تتضمنها هذه العملات. وهذا السعر يختلف عن سعر التبادل للعملات والذي يتحدد فعليًا وفقا للعرض من هذه العملات والطلب عليها.

لقد اختلفت الآراء في مدى قابلية نظام قاعدة الذهب على تحقيق التوسع في المبادلات والمعاملات والمحافظة على استقرارها، إلا أن الملاحظ أن هذا النظام استفاد من الظروف الخاصة التي سادت في تلك الفترة، والتي مثلت فترة توسع اقتصادي واستقرار كبير في معظم أنحاء العالم. كما كان الجنيه الإسترليني هو العملة الدولية الوحيدة ولندن هي المركز النقدي الدولي الوحيد، لذلك لم يكن من الممكن حدوث نقص في الثقة في الجنيه الإسترليني والانتقال إلى عملات أخرى وإلى مراكز نقدية أخرى منافسة. لقد كانت هناك مرونة كبيرة في الأسعار، كما أخضعت الدول التوازن الداخلي لمقتضيات التوازن الخارجي، ونجح نسبيًا في استنباط أدوات دفع جديدة تتمثل في النقود الورقية والنقود الائتمانية، لتعوض عجز الموارد المعدنية عن متابعة

احتياجات تمويل النشاط الاقتصادي وفي الوقت نفسه استطاع أن يكسب الثقة لهذه النقود عن طريق ربطها نظريا بالذهب، مما حقق مستوى مناسباً من السيولة، وفي النطاق الدولي ساعدت قاعدة الذهب على استقرار التجارة العالمية ونموها، هذا النمو الذي تم على حساب المستعمرات والدول المتخلفة، فثبات أسعار الصرف مع تقلب أسعار المواد الأولية وزيادة أسعار السلع المصنعة، كان كفيلاً بزيادة الفائض المتحقق من التجارة العالمية لصالح الدول الصناعية وبصفة خاصة إنجلترا.

إلا أن العمل بنظام قاعدة الذهب لم يستمر طويلاً، فبنشوب الحرب العالمية الأولى أخذت معظم دول العالم تتجه نحو التوقف عن العمل بهذا النظام، واتجهت إلى فرض الرقابة على الصرف، حيث توقف العمل بقابلية تحويل العملات الورقية إلى الذهب من ناحية، وكذلك إيقاف تصدير الذهب من ناحية أخرى، واتخذت كل دولة سياسة خاصة بها بالشكل الذي تراعي فيه تحقيق مصالحها الخاصة دون الاهتمام بمصالح الدول الأخرى.

## 2-1-2 الفوضى النقدية لما بين الحربين 1918-1939

لقد نظرت جميع الأطراف للتخلي عن قاعدة الذهب على أنه خطوة مؤقتة، وكان من المتوقع بانتهاء الحرب أن تعود قاعدة الذهب للعمل بكل مظاهرها التي سادت قبل الحرب. إلا أن ذلك لم يحدث، فقد غيرت الحرب هيكل الاقتصاد العالمي بحيث أصبح من المستحيل أن تستمر قاعدة الذهب بشكلها الذي ساد قبل الحرب، ومن أهم تلك التطورات نمو الاقتصاد الأمريكي واقترانه بحقيقة بقاء الدولار مرتبطاً بالذهب، مما مكن الو. م. أ. من منافسة بريطانيا كمركز تجاري وتمويلي في العالم، وخسرت لندن مكانتها باعتبارها المحور الوحيد للتجارة والتمويل الدوليين، وتمت تصفية جزء كبير من استثماراتها الخارجية لكي تمول المجهود الحربي، وأصبح

تدفق رأس المال أقل حساسية لتغيرات أسعار الفائدة المقارنة بين الدول، وخسرت لندن قدرتها على تنظيم الخلل في ميزان المدفوعات عن طريق تلاعبها بأسعار الخصم، ومن الجهة التجارية خسرت بريطانيا العديد من أسواقها لصالح الولايات المتحدة والمنتجين الأجانب الآخرين خلال الفترة التي كانت فيها عملية الوصول إلى تلك الأسواق مقطوعة نتيجة الصراعات. أما التطور الثاني الذي منع من العودة إلى قاعدة الذهب فهو النمو المتسارع في معدلات التضخم الذي شهدته معظم الدول الأوروبية والمرتبطة بظروف الحرب، وبالاضطراب في النظام النقدي الدولي والناجم أساساً عن التخلي عن نظام الذهب خلال الحرب، ولم يعد السعر الرسمي يعكس القدرة الشرائية النسبية للعملة فابتعد سعر الصرف السوقي عن السعر الرسمي. [ج. هيدسون، م. هرنر 1987، ص. 764-766]

نتيجة لما سبق، حاولت بعض الدول العودة إلى نظام قاعدة الذهب لتلافي عدم الاستقرار والمشكلات والمصاعب التي واجهتها بعد تخليها عن هذا النظام، وكانت أول دولة تمكنت من العودة هي الو. م. أ. عام 1919 بسبب وضعها المتقدم اقتصادياً، وعدم تأثرها بآثار الحرب، وتزايد احتياطياتها الذهبية، وبنهاية عام 1928 تم تبني نظام الذهب من قبل معظم الدول وأصبح الذهب مرة أخرى حراً في التدفق بين الدول. إلا أن العودة إلى نظام الذهب لم تكن في شكل قاعدة الذهب التي سادت قبل فترة الحرب ولم يتم تداول العملة المعدنية الذهبية بالحرية السابقة، أما غطاء النقود في العديد من الدول فقد أصبح يتركز في السبائك الذهبية بدلاً من قطع العملة الذهبية، كما أن معظم الدول، وخاصة الأقل تقدماً، لجأت إلى العودة إلى نظام الذهب بصورة غير مباشرة عن طريق ربط عملاتها بعملة دول أخرى متقدمة، وتتسم هذه الأخيرة بقابلية تحويلها إلى الذهب، وبذلك يكون

احتفاظها باحتياطياتها النقدية ممثلة بهذه العملات الأجنبية مماثلاً لاحتفاظها باحتياطيات نقدية من الذهب نظراً لمحدودية الذهب لديها. على أساس ما سبق تم ربط عملات الدول التابعة لإنجلترا بالجنيه الإسترليني وأطلق على هذه المجموعة "منطقة الإسترليني"، في حين ربطت دول أخرى عملاتها بالدولار، نظراً لتزايد قوته كعملة مقبولة دولياً، ونشأت "منطقة الدولار"، وأصبح يعرف هذا النظام بقاعدة صرف الذهب. [ج. هيدسون، م. هرنر 1987، ص. 766-767]

قاعدة صرف الذهب والتي استطاعت التعايش مع ظروف ما بعد الحرب لم تستطع تحمل أزمة الكساد العظيم عام 1929 والذي دفع بالعديد من الدول خاصة النامية منها، إلى فرض الرقابة على الصرف لمواجهة العجز في موازين مدفوعاتها، نتيجة انخفاض الطلب على صادراتها، وكانت بريطانيا أول من خرج عن نظام قاعدة الذهب بإعلانها إنهاء قابلية تحويل عملتها إلى ذهب في سبتمبر 1931، إثر توقف فرنسا عن قبول الجنيه الإسترليني لتسوية عملياتها المالية الخارجية والإصرار على الذهب بدلاً منه، وتبعها الدول الأخرى [A. Samuelson 1993, p.139]. عندئذ توقفت قاعدة صرف الذهب كنظام نقدي دولي فعال، فكانت العديد من العملات غير قابلة للتحويل والعديد منها أيضاً عائماً، وشاعت عملية تخفيض قيمة العملات بين الدول التي حافظت على أسعار صرف رسمية. [J.P. Allegret 2003, p. 52]

حيث أن خروج الدول الكبرى من الكساد العظيم لم يتأت إلا قرب اندلاع الحرب العالمية الثانية، فقد أصبح من الصعب وضع نظام نقدي عالمي جديد ينقذ العالم من الفوضى المالية التي سادت ما بين الحربين إلا في عام 1944 حيث بات انتصار الحلفاء على دول المحور مسألة وقت.



## 2-2 نظام بروتن وودز 1944-1971

حاولت الدول الكبرى بعد الحرب إقامة نظام نقدي يحقق ويعيد الاستقرار للاقتصاد العالمي، وكان الهدف من إقامة نظام نقدي جديد هو تحقيق تحويل العملات التي تلاشت كلبية نتيجة الرقابة على نظام الصرف التي شملت العالم كله، والحفاظ على استقرار أسعار الصرف، إضافة إلى خلق نظام ائتماني متعدد الأطراف وتحرير التجارة الدولية من خلال إزالة القيود المختلفة التي تعيقها. وقد قام النظام النقدي بعد الحرب العالمية الثانية على أسس محددة ومبادئ معينة صاغها مؤتمر الأمم المتحدة الذي انعقد في "New Hampshire" في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1944، وفي اتفاقية عرفت باتفاقية "بروتن وودز"، ويمكن بصفة عامة تلخيص نظام بروتن وودز في مجموعة من القواعد، من أهمها: [م. يونس 1999-2000، ص. 322-329]

### 2-2-1 قابلية العملات للتحويل

تلتزم الدول الأعضاء في الصندوق بجعل عملاتها قابلة للتحويل من خلال التزام بنوكها المركزية بإعادة شراء عملتها الخاصة التي يمتلكها الأعضاء الآخرون، وللدولة الحق في أن تدفع المقابل بعملة الدولة البائعة أو بالذهب. إلا أن القابلية للتحويل لا تتصرف إلا إلى المدفوعات الخاصة بتسوية المعاملات الدولية الجارية، مما يعطي للدولة الحق في فرض الرقابة على الصرف لمحاربة الحركات غير العادية لرؤوس الأموال التي قد تؤدي إلى عجز ميزان المدفوعات.

### 2-2-2 اختيار أسعار التعادل والعمل على استقرارها

تلتزم كل دولة من الدول الأعضاء في الصندوق باختيار سعر التعادل الخاص بعملتها الوطنية، بدلالة الذهب أو الدولار الأمريكي، وسمح

للعملات بالتذبذب صعودا وهبوطا بما لا يزيد عن 1% حول سعر التعادل المعن، ليصل هامش تقلب العملات فيما بينها - عدا الدولار- إلى 2%، وكان على البنوك المركزية أن تتدخل لشراء أو بيع عملاتها في الأسواق الحرة للحفاظ على هذا السعر. كما سمح للدول بإعادة النظر بسعر تعادل عملتها مرة كل سنة مع إمكانية تخفيض العملة بما لا يزيد عن 10% من سعر صرفها إذا دعت الحاجة إلى ذلك، أما إذا كان التغيير أكثر من 10% فيجب أن تحصل على موافقة الصندوق، بعد إجراء استقصاء عن الوضع الاقتصادي والمالي للدولة. اختارت البنوك المركزية من الناحية العملية الدفاع عن أسعار التعادل الخاصة بعملاتها بالنسبة للدولار الأمريكي وحده، مما حمل هذه البنوك ذاتها على أن يكون الاحتياطي من العملات الأجنبية لديها مكونا من الدولار.

بعد أن شهد الاقتصاد العالمي ظاهرة ندرة الدولار، فقد عرف منذ أواخر الخمسينات ظاهرة وفرة الدولار والتي بلغت مداها في أوائل السبعينات، ولمواجهة هذا الموقف لجأت الو.م.أ بالاتفاق مع البنوك المركزية لست دول أوروبية إلى إنشاء مجمع الذهب "Pool d'or" لتخفيف الضغط على رصيد الو.م.أ من الذهب. تعهدت هذه الدول بتزويد سوق لندن بالكميات الضرورية من الذهب للحفاظ على سعر صرف الدولار عند 35 دولار للأوقية، كما تعهدت بعدم المطالبة بتحويل أرصدها الدولارية إلى ذهب، واستمر مجمع الذهب حتى عام 1968 تاريخ إنشاء سوق مزدوجة للذهب. [J-

[P. Allegret; B. Courbis 2003, p. 57

نجحت تلك الإجراءات في الحفاظ على استقرار سعر صرف الدولار خلال فترات الأزمات التي تلت عام 1960، سواء بالنسبة لأزمة برلين أو أزمة كوبا أو حتى عندما أعلنت فرنسا في عام 1964 عن عزمها تحويل

رصيدها من الدولارات إلى ذهب في أمريكا، إلا أن الوضع اختلف بسبب توقع انهيار الجنيه الإسترليني، وإعلان خروج فرنسا من مجمع الذهب، مما أدى إلى أزمة عالمية في عام 1968 تم على أثرها وضع سعرين للذهب: الأول السعر الرسمي (35 دولار للأوقية) والثاني معوم يتحدد بناء على العرض والطلب في الأسواق الخاصة. وقد كانت هذه محاولة لفصل دور الذهب النقدي عن دوره كسلعة صناعية، ومعنى ما تقدم وجود سوقين أحدهما تتعلق بالمعاملات الرسمية بين السلطات النقدية، والأخرى تتعلق بالمعاملات الخاصة. [Y. Simon 2009, p.112]

وبتزايد الأزمات النقدية خلال تلك الفترة قرر الصندوق خلق احتياطي مساعد للدولار، بهدف الحفاظ على نظام بروتن وودز وحل "معضلة تريفين" بإنشاء حقوق السحب الخاصة " Spécial Drawing Rights". وهي عبارة عن قيود دفترية تقيد لحساب الدول الأعضاء كل حسب حصته لدى الصندوق ويجوز استعمالها لتسوية المدفوعات الخارجية، وتشكل إضافة صافية لاحتياطي الدول الأعضاء، دون الحاجة إلى استخراج المزيد من الذهب أو تحقيق عجز دائم في ميزان المدفوعات الأمريكي.

بالنسبة للدول النامية فقد اعتمدت خلال الفترة التي ساد فيها نظام بروتن وودز على أسعار التعادل الثابتة لعملاتها باستخدام عملات وسيطة كالدولار الأمريكي الجنيه الإسترليني والفرنك الفرنسي، وكان أساس هذا النظام هو الوضع السياسي السائد لدى تلك الدول. فالدول التي وقعت ضمن الاستعمار الفرنسي قد اعتمدت على سعر صرف رسمي مرتبط بالفرنك الفرنسي، في حين حافظت بعض الدول التي كانت مستعمرة من قبل بريطانيا على علاقتها بالجنيه الإسترليني، أما بقية الدول النامية، مثل دول أمريكا اللاتينية، فقد

حافظت على علاقة وثيقة مع الدولار الأمريكي. [ع. ت. الحسني، 1999، ص. 175-176]

## 2-3 النظام النقدي الدولي منذ 1971

كما سبق الإشارة لذلك فقد أدى تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي والتهديد لاحتياطياتها من الذهب، بأن تخلت عن التزامها بقابلية تحويل الدولار إلى ذهب في 15 أوت 1971. وقد نتج عن هذا التطور اضطراب الأسواق المالية العالمية وعدم استقرار أسعار العملات الدولية. وفي محاولة لتدارك الوضع اجتمع ممثلو مجموعة الدول العشر في ديسمبر 1971 في "Smithsonian" بواشنطن. وتوصلوا إلى اتفاق عرف باسم مكان الاجتماع "اتفاقيات السميثسونيان" ووافقوا على رفع سعر الذهب مقابل الدولار من 35 دولار للأوقية إلى 38 دولار وبذلك ارتفعت قيم العملات القيادية الأخرى، والعمل على إبطال التعويم المؤقت لأسعار عملات مجموعة العشر وأجيز للعملات أن تتذبذب ضمن نطاق 2.25% من الأسعار المثبتة حديثاً، فحصل شيء من الاستقرار لكنه لم يستمر طويلاً نتيجة استمرار وتزايد العجز الكبير لميزان المدفوعات الأمريكي، فدفعت حركات المضاربة الو.م.أ إلى رفع سعر أوقية الذهب إلى 42.22 دولاراً فانخفضت قيمة الدولار مرة أخرى بنسبة 10%. إزاء عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب قررت الدول الأوروبية في مارس 1972 تعويم عملاتها بشكل مشترك في مقابل الدولار بمجموع مدى تقلب 2.25% فقط بدلاً من 4.5% المتفق عليها في ديسمبر 1971 وفقاً للنظام الذي عرف باسم "snake in tunnel"، متخذة الخطوة الأولى نحو توحيد عملاتها والذي تم في نهاية القرن الماضي، ولكن مع تزايد حدة المضاربات مرة أخرى قررت السلطات النقدية في الدول

الصناعية الكبرى في مارس 1973 إطلاق التعويم لعملاتها، وهكذا تمت ولادة نظام التعويم لأسعار الصرف. [ع.أ. حشيش وآخرون 1998، ص.176]

### 2-3-1 تعويم أسعار الصرف منذ 1973

بغرض مواجهة الفوضى التي سادت أسواق الصرف الأجنبي والمضاربات التي أحدثت العديد من الاختلالات بذلت محاولات جادة لوضع قواعد خاصة لإدارة التعويم على النحو الذي يحول دون الرجوع إلى فوضى أسعار الصرف التي سادت ما بين الحربين العالميتين، وفي سنة 1976 اعترفت اتفاقيات "جامايكا" رسمياً بنظام التعويم المدار وحددت الإصلاحات الأساسية التي تشكل قاعدة النظام النقدي الدولي الجديد والتي دخلت حيز التنفيذ ابتداء من سنة 1978. وفقاً لهذه الأخيرة تعد حرية كل دولة من الدول الأعضاء في الصندوق أكثر أهمية من القواعد التي يتعين عليها احترامها، ويتضح ذلك من خلال بنود الاتفاقية والمتمثلة في: [A.Ondo Ossa 1999, p. 167-168]

- تتعهد كل دولة من الدول الأعضاء بأن تتعاون مع الصندوق ومع الدول الأخرى لوضع نظام مستقر لسعر الصرف، والذي يمكن التوصل إليه عن طريق السياسة الاقتصادية، النقدية، والمالية، وتترك للدول الأعضاء حرية التصرف داخل إطار تعهداتها؛
- لكل دولة حرية اختيار نظام الصرف الأجنبي الذي يناسبها بشرط عدم الإضرار بشركائها في التجارة أو الاقتصاد العالمي ككل، وأن لا تتلاعب بأسعار الصرف اصطناعياً بهدف تحقيق مكاسب على حساب الدول الأخرى؛

▪ تضطلع السلطات النقدية في كل دولة بمسؤولية التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحد من آثار التقلبات قصيرة الأجل لأسعار الصرف، دون محاولة التأثير على اتجاهات أسعار الصرف في المدى الطويل؛

▪ هوامش التغير المسموح بها 4.5% ويمكن تعديلها عن طريق الصندوق بأغلبية 85% من مجموع الأصوات، وتستطيع أي دولة تغيير سعر التعادل الخاص بعملتها ليس فقط لتصحيح اختلال رئيسي في ميزان المدفوعات وإنما لتجنب هذا الاختلال؛

▪ يحظر على البنوك المركزية شراء الذهب من السوق الحرة بأكثر من الأسعار الرسمية، كما يحظر بيعه بأقل من هذه الأسعار، ونزع عن الذهب دوره الرسمي وتقرر أن يقوم الصندوق برد سدس مخزونه من الذهب إلى الدول الأعضاء وأن يتخلى عن سدس آخر يباع في السوق الحرة عن طريق المزايمة، على أن تخصص الزيادة في قيمته لتسديد ديون الدول الأكثر تخلفاً، ليتم تأكيد استبعاد الذهب كأحد عناصر الاحتياطات الدولية، وتم الاتفاق على ألا تعقد أية معاملات بالذهب في المستقبل بين الصندوق وأعضائه.

بعد انهيار نظام بروتن بروتن وودز وما شهدته نظام الصرف القائم على التعويم من اضطرابات في أسعار صرف عملات الدول النامية، وجدت هذه الأخيرة حاجة ماسة لإعادة النظر في نظام صرفها الأجنبي، فواجهت ثلاثة خيارات هي: [ع.ت. الحسني، 1999، ص. 176]

- الإبقاء على ربط عملتها الوطنية بعملة واحدة للتدخل، حيث عملت حوالي 87% من الدول النامية بهذا النوع من نظام الصرف؛

- أو ربط عملتها بسلة من العملات تتلاءم وطبيعة ووجهة تجارتها الخارجية؛

- أو ربط عملتها بسلة عملات حقوق السحب الخاصة.

أما خلال التسعينات تبنت معظم الدول النامية نظام سعر الصرف المرن، وقد انعكس هذا الاتجاه في 1996 حينما اعتمدت ترتيبات الصرف رسمياً بما يعرف بالتعويم المدار أو حتى التعويم المستقل حيث تتولى السلطات النقدية التنظيم الفعال لسعر الصرف كأداة للسياسة.

## 2-3-2 تقييم النظام النقدي الدولي

من خلال تقييم نظام الصرف السائد منذ سنة 1971 يمكن استخلاص

النقاط التالية: [م. يونس 1999-2000، ص. 322-329]

- في إطار نظام أسعار الصرف المعمومة، لم تجد الدول التي عانت موازين مدفوعاتها من عجز كبير منذ عام 1974 صعوبات كثيرة في الحصول على القروض اللازمة لتغطية هذا العجز سواء أكانت هذه الدول تطبق أو لا تطبق سياسة فعالة لإصلاح موازين مدفوعاتها. لقد تم إعادة توجيه رؤوس الأموال المتاحة في الدول ذات الفائض إلى دول العجز عن طريق البنوك والأسواق المالية (بصفة خاصة سوق الأورو دولار) وكذا عن طريق المؤسسات الدولية خاصة صندوق النقد الدولي الذي توسع في منح التسهيلات؛

- إذا كان تمويل العجز الهائل في موازين مدفوعات الكثير من الدول قد تم بسهولة في إطار النظام النقدي الدولي الجديد، فإن قدرة هذا النظام على إصلاح الخلل في الموازين ذاتها يبدو مشكوكاً فيه، بل يمكن القول إن التعويم كان سبباً في تزايد اختلالات موازين المدفوعات، فالميكانيكية القائمة على المرونات السعرية للمبادلات من السلع والخدمات لم تعمل على الوجه الصحيح، والمضاربة أبعد من أن تؤدي مهمة الاستقرار كما كان متصوراً؛

• لقد أضيف النظام الجديد الشرعية على واقع كان قائما من الناحية العملية، ويتمثل في الحلول التي كانت الدول تحاول إيجادها لمواجهة تدهور نظام بروتن وودز، إلا أنه لم يقرر أية قاعدة محددة لتثبيت الآليات الضرورية لتتاسق العلاقات المالية الدولية، فالنظام الجديد ليس إلا اتفاقا بين الو.م.أ التي حصلت على صرف مرن، ودول أوروبا الغربية التي تمكنت من عدم إلغاء الذهب إلغاء كاملا، في حين بقيت الدول النامية في انتظار الحصول على قليل من الائتمان الإضافي من صندوق النقد الدولي؛

• في نظام الصرف المعموم، أصبح لكل دولة من الدول الأعضاء في الصندوق حرية التصرف -داخل إطار تعهداتها- بأن تنسب عملتها إلى حقوق السحب الخاصة، أو إلى عملة أو عملات أخرى، أو تقييمها بحرية في سوق الصرف، كما تستطيع كل دولة من هذه الدول أن تغير سعر التعادل الخاص بعملتها. إلا أن الممارسات العملية أظهرت أن البنوك المركزية لم تتوقف عن التدخل في أسواق الصرف تدخلا كثيفا تكون له آثار ضارة على العملات الأخرى، بالإضافة إلى ذلك فقد تكونت كتل نقدية وتم الإبقاء داخل كل منها على بعض الثبات في أسعار الصرف، في حين يتم التعويم بين الكتل وبعضها البعض، ويلعب الدولار الأمريكي دور العملة القائدة بين الكتل النقدية الأكثر أهمية، فهو الوحدة الحسابية، ووسيلة الاحتياطي، وأداة التدخل في سوق الصرف. وعلى ذلك، يعتبر الدولار الأمريكي في النهاية العملة الرائدة على المستوى العالمي؛

استنادا إلى ما تقدم يمكن القول إن مستقبل العلاقات النقدية الدولية سيبقى دائما معرضا للخطر، فاستقرار أسعار الصرف لم يتدعم، وقابلية العملات للتحويل ليست موجودة، ولا يوجد ما يحد من خلق السيولة الدولية، وتم رفض موضوع ربط مخصصات جديدة لحقوق السحب الخاصة باحتياجات



الدول النامية، وبقي الدولار كما هو النقد الدولي الحقيقي، وهو ما يثير الشك في إمكانية وجود نظام اقتصادي عالمي جديد فالتوازن في العلاقات الاقتصادية الدولية يرتبط تماما بالتوازن في العلاقات النقدية الدولية، لذا فإن خلق عملة دولية يجب أن يتم تنظيمه، أي تحديده وفرض الرقابة عليه وبدون ذلك فلن يستمر أي نظام، بل وبدون ذلك فلن يوجد أي نظام. [A. Brender; F.]

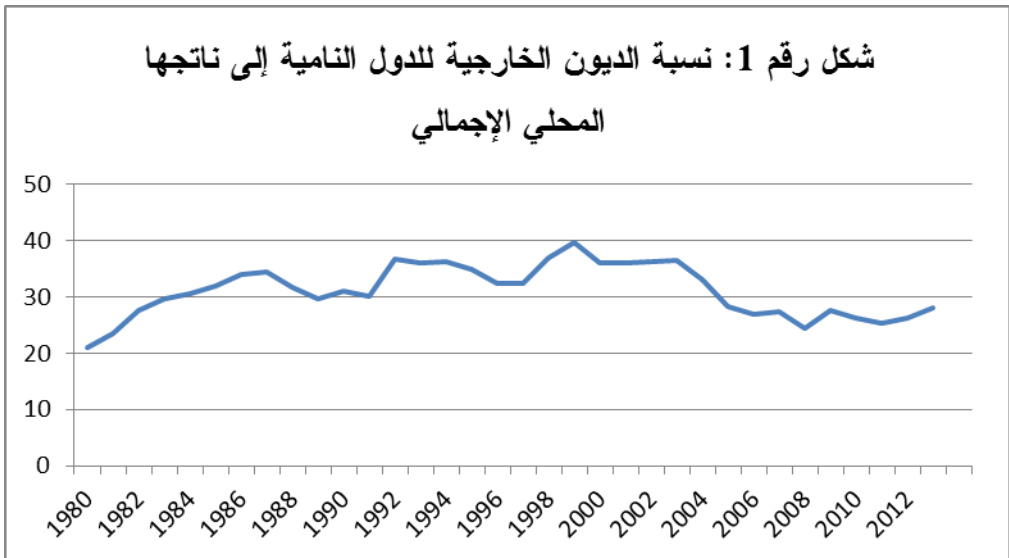
[Pisani 2007, p. 7-8]

نشير إلى أنه بالرغم من اعتراف صندوق النقد الدولي بنظام أسعار الصرف المدارة التعويم، فإن عملية البحث عن بديل عملي لم تتوقف، وبقي ينظر إلى نظام التعويم على أنه مجموعة من الترتيبات المؤقتة من الواجب تغييرها بترتيبات توفر نظام صرف أكثر استقرارا. لقد قدمت عدة اقتراحات لتقليل تقلبات أسعار الصرف، كاقترح وليامسون بإنشاء ما يسمى بالناطق المستهدف لأسعار الصرف بين العملات الرئيسية، واقترح توين بفرض ضريبة دولية تهدف إلى تقييد تدفقات رؤوس الأموال الدولية المضاربة باعتبارها سببا مبدئي لعدم استقرار أسعار الصرف واختلال التوازنات التي تبثلي الاقتصاد العالمي. في نفس السياق اقترح دورنيوش وفرانكل بدلا من فرض ضريبة معاملات دولية، القيام بتخفيض تدفقات رؤوس الأموال دوليا بأسعار صرف مزدوجة، سعر أقل مرونة للمعاملات التجارية وسعر أكثر مرونة للمعاملات المالية البحتة التي لا ترتبط بالتجارة والاستثمارات الدولية عن طريق تقسيم سوق رأس المال أو فصل أسواق الأصول.

## 2-3 النظام النقدي الدولي والدول النامية

لقد عانت الدول النامية لسنوات طوال من الأداء غير المرضي للنظام النقدي الدولي، فنتيجة لنواقص النظام النقدي الدولي وترتيباته تدهور أداء الاقتصاد العالمي خلال فترة السبعينات كما ازداد سوءا خلال فترة

الثمانينات، مما ساهم إلى جانب عوامل أخرى في اندلاع أزمة المديونية العالمية، حيث أدى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وأسعار صرف الدولار بعد الإجراءات التي اتخذتها حكومة ريغن لتصحيح وضعية النظام المالي الأمريكي، إلى آثار كارثية على الدول النامية التي حفزها، خلال عشرية السبعينات، انخفاض أسعار الفائدة نتيجة الزيادة الهائلة في السيولة لدى بنوك الأورو دولار، على اللجوء إلى الاقتراض من هذه الأخيرة [ R. Mundell, 2001, p. 267]. فقد ارتفعت الديون الخارجية للدول النامية من 558.5 مليار دولار في 1980 إلى 1041 مليار دولار في 1987، مشكلة نسبة 34% من الناتج المحلي الإجمالي لتلك الدول، واستمر حجم ديون الدول النامية في التزايد ليقدّر في نهاية عشرية التسعينات بـ 40% من ناتجها المحلي الإجمالي كما يتضح من خلال الشكل رقم (1).



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

### 3- النظام المالي الدولي

شهد الاقتصاد العالمي نظاما ماليا جديدا يتسم بالتحريم وإزالة القيود والاندماج بين أسواق رأس المال، وتكاثف تكنولوجيا المعلومات والكمبيوتر والاتصالات من أجل تحويل العالم إلى ما أطلق عليه قرية واحدة، ويمكن الانفتاح المالي الدول النامية من الوصول إلى الأسواق المالية الدولية للحصول على ما تحتاجه من أموال لسد الفجوة في الموارد المحلية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي وبالتالي معدل النمو الاقتصادي.

#### 3-1 العولمة المالية... مراحلها وأسبابها

يشير مصطلح العولمة إلى عملية تعميق مبدأ الاعتماد المتبادل بين المتعاملين في الاقتصاد العالمي، بحيث تزداد نسبة المشاركة في التبادل الدولي والعلاقات الاقتصادية الدولية لهؤلاء من حيث المستوى والحجم والوزن في مجالات متعددة أهمها: السلع والخدمات، عناصر الإنتاج، مما يترتب عليه زيادة عمليات التبادل التجاري الدولي لتشكل نسبة هامة من النشاط الاقتصادي الكلي، وتكون أشكالا جديدة للعلاقات الاقتصادية الدولية في الاقتصاد العالمي. لقد وصف البعض ظاهرة العولمة بأنها تجليات لظاهرة اقتصادية تتمثل في تحرير الأسواق، الخصخصة، وانسحاب الدولة من النشاط الاقتصادي ومن بعض وظائفها مثل الرعاية الاجتماعية، وتغير نمط التكنولوجيا، وتوزيع الإنتاج عبر القارات من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر والتكامل بين الأسواق الرأسمالية.

تعد العولمة المالية نتاجا أساسيا لعمليات التحرير المالي ولتبنى سياسة الانفتاح المالي، ويعكس مصطلح العولمة المالية "وجود سوق موحدة للتمويل على المستوى الكوني تسمح بالاقتراض والإقراض بدون حدود، أي التكامل والترابط العالمي لأسواق رأس المال" [Lelart 2001, p. 165 M.]، مما

سمح بالتحول إلى ما يعرف بالاندماج المالي، الذي أدى إلى تكامل الأسواق المالية المحلية وارتباطها بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال التي أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية.

### 3-1-1 إطلالة تاريخية على مسار العولمة المالية

بدأت البذور الأولى للعولمة في الستينات ثم تسارعت واتسعت في الثمانينات بحيث يمكن القول بأن العالم على مشارف التسعينات كان قد أصبح قرية مالية واحدة. وعلى العموم يمكن التمييز بين ثلاث مراحل أساسية للعولمة المالية: [م. جبار ديسمبر 2002، ص. 186]

#### ❖ مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

وامتدت هذه المرحلة من 1960 وحتى سنة 1979. تميزت في بدايتها بتعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة. كما لعب نظام بروتن وودز والأهمية الخاصة التي أعطاها لثبات أسعار الصرف، دوراً مؤثراً في تعزيز حركة رأس المال في صعيدها العالمي، وظهور أسواق الأورو ودولار وتوسعها بدءاً من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية. إلا أن عدم الاستقرار الذي عرفته عملات دول غرب أوروبا خلال الفترة 1959-1968 بسبب المضاربات في أسواق الصرف والذهب، وخاصة بعد زيادة عجز ميزان المدفوعات الأمريكي، أدى بالو.م.أ إلى توقيف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، وهو الأمر الذي عجل بانتهاء نظام بروتن وودز وتحول العالم بعد ذلك إلى نظام تعويم أسعار الصرف.

بعد ارتفاع أسعار النفط خلال الفترتين 74/73 و 80/79 اختلت موازين مدفوعات غالبية دول العالم، وتجمعت فوائض بترولية ضخمة لدى الدول المصدرة للبتروول فاقت احتياجاتها من التمويل، فمثلاً سجلت دول الخليج

العربي فائضا مقداره 360 مليار دولار خلال ثمان سنوات (1974-1981). وفي هذه الأجواء التي سادها عدم الاستقرار الداخلي والخارجي، ظهر مناخ جديد ضاغط لمسار العولمة المالية أدى إلى اندماج البترودولارات في الاقتصاد العالمي، وزيادة نسبة الادخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة "International syndicated credit".

### ❖ مرحلة التحرير المالي:

استمرت هذه المرحلة من 1980 إلى غاية 1985. بعد القيام بتطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الـوم.أ وبريطانيا، إثر وصول "Margaret Thatcher" إلى الحكم في بريطانيا وتولي "Paul Volker" رئاسة الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، قامت اليابان (في 1980) وباقي دول أوروبا الغربية بإلغاء تلك القيود في عقد الثمانينات، كما قامت كثير من البلدان النامية وبلدان المعسكر الشرقي سابقا، بفتح حساباتها الرأسمالية ومدت جسورا متنوعة بين أسواقها المالية المحلية والأسواق المالية الخارجية. اعتبرت هذه الإجراءات بمثابة الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي، وعرفت هذه المرحلة لجوء حكومات الدول الصناعية الكبرى إلى تغطية الدين العام بالأوراق المالية، حيث أصبحت تمول العجوزات في ميزانياتها عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية العالمية، إثر التوسع الكبير في أسواق السندات وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، وقد سمح التوسع والتعمق في الإبداعات المالية، بجمع كميات ضخمة من الادخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة، إضافة إلى كل هذا شهدت هذه المرحلة توسع

صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار، والتي تهدف إلى تعظيم إيراداتها في مختلف الأسواق العالمية.

### ❖ مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:

يعد تحرير بورصة لندن إثر إجراء الإصلاحات المعروفة باسم " Big Bang" في 1986 بداية المرحلة الثالثة في سيرورة العولمة المالية، والتي تبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسواق أسهمها، مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها، على غرار أسواق السندات، وبهذا أصبحت أسواق رأس المال أكثر ارتباطا وتكاملا وبشكل خاص في العقد التاسع من القرن الماضي إلى درجة أنها أصبحت تشبه سوقا واحدة. إذ حدثت قفزة هائلة في حجم التدفقات المالية بين تلك الأسواق، على إثر استعمال وسائل الاتصال الحديثة وربطها بشبكات التعامل العالمية. كما سمح ضم الأسواق الناشئة ابتداء من أوائل التسعينات وربطها بالأسواق المالية العالمية عن طريق شبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، بزيادة تدفق رؤوس الأموال نحوها. إلا أن الحدث المميز لهذه المرحلة هو الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي كلفت الاقتصاد العالمي خسائر بألاف الملايير من الدولارات وتسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.

### 3-1-2 العوامل المفسرة لتسارع العولمة المالية

إن الإحاطة السليمة بمفهوم العولمة المالية وتأثيرها سواء على البلاد النامية أو المتطورة، تتطلب الإحاطة بالعوامل المسببة لهذا الزخم المتسارع لها، والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية: [ر. زكي 1999، ص 85-108]

### ❖ صعود الرأسمالية المالية: والمقصود بذلك الأهمية المتزايدة لرأس

المال الذي يتجسد في صناعة الخدمات المالية بمكوناتها المصرفية وغير

المصرفية (البنوك التجارية، الشركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق المعاشات... الخ)، حيث أصبحت معدلات الربح التي يحققها تزيد عدة أضعاف عن معدلات الربح التي تحققها قطاعات الإنتاج الحقيقي، وأصبحت حركة رأس المال مستقلة ولها آلياتها ودورتها الخاصة ولم تعد ترتبط بحركة التجارة الدولية؛

❖ **بروز فوائض نسبية كبيرة لرؤوس الأموال:** إن الحركة الدائمة لرؤوس الأموال الباحثة عن الربح على الصعيد العالمي تعكس وجود كتلة كبيرة من الفوائض الادخارية التي ضاقت أسواقها الوطنية عن استيعابها، فراحت تبحث عن فرص أفضل للاستثمار الخارجي لتدر مردودا أفضل مما لو بقيت في الداخل، وتشير البيانات إلى أنه في سنة 1995 قامت المؤسسات المالية غير المصرفية في مجموعة الدول السبع الرئيسية بإدارة أصول مالية تزيد قيمتها عن 20 ترليون دولارا أمريكيا، وهو ما يعادل 110% من مجموع الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول وحوالي 90% من إجمالي حجم الأصول التي يملكها الجهاز المصرفي في هذه الدول؛

❖ **التقدم التكنولوجي:** لعب التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات والمعلومات، دورا بالغ الأهمية في اندماج الأسواق المالية وتكاملها. حيث تم التغلب على الحواجز المكانية والزمانية بين الأسواق الوطنية المختلفة، وانخفضت كلفة الاتصالات السلكية واللاسلكية مما كان له أثر كبير في زيادة سرعة حركة رؤوس الأموال من سوق لآخر، وزيادة الروابط والصلات بين مختلف الأسواق؛

❖ **إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية وظهور الابتكارات المالية:** لقد عرفت صناعة الخدمات المالية تغيرات هائلة في العقدين الماضيين وبالأخص في العقد التاسع، وحدث تغير محسوس في أعمال البنوك، التي

توسعت دائرة أعمالها المصرفية، محليا ودوليا، وأصبحت تؤدي خدمات لم تكن تقوم بها من قبل. كما شهد مجال صناعة الخدمات المالية، دخول مؤسسات غير مصرفية كمنافس قوي للبنوك التجارية، مما يعكس تراجع دور البنوك في مجال الوساطة. كما تميزت عملية إعادة هيكلة صناعة الخدمات المالية بعمليات اندماج واستحواذ بين المؤسسات المالية، تحت تأثير المنافسة القوية؛

❖ **نمو سوق السندات:** يعود شطر مهم من عمليات تسارع عولمة الأسواق المالية إلى النمو الهائل الذي حدث في إصدارات السندات وتداولها في تلك الأسواق، وبالأخص السندات الحكومية التي تعتبر العمود الفقري لسوق السندات عموما؛

❖ **الخصخصة:** كان لعمليات خصخصة شركات القطاع العام وبعض الخدمات العامة دور لا يستهان به في توسيع نطاق العولمة المالية. خاصة في الدول التي توجد بها برامج واسعة للخصخصة، والتي سمحت للأجانب بتملك هذه الشركات أو المساهمة في ملكيتها، وهو ما أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الدولية إلى البلاد المعنية؛

❖ **التطور الصناعي في بعض الدول النامية واندماجها في السوق المالية العالمية:** يعتبر النمو الذي حققته بعض الدول النامية أحد أسباب العولمة نظرا لزيادة نصيبها من الناتج المحلي الإجمالي، حيث ارتفع نصيب دول شرق آسيا في الفترة 1965-1988 من الناتج المحلي الإجمالي للعالم من 5% إلى 20%، ومن الناتج الصناعي العالمي من 10% إلى 23%، وزاد نصيب القطاع الصناعي من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية منخفضة الدخل من 27% سنة 1965 إلى 34% سنة 1988. كما بلغ نصيب الدول النامية من التجارة العالمية 29% سنة 1995 بعد أن كان



23% سنة 1985، وزاد نصيب المنتجات الصناعية من إجمالي صادرات الدول النامية من 47% سنة 1985 إلى 89% سنة 1995؛ [ع. صقر 2000-2001، ص. 11-12]

### 3-2 التحرير المالي

يعد التحرير المالي أحد معالم النظام المالي الجديد، وأهم ملامح التطورات الاقتصادية البارزة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وارتبطت سياسة التحرير المالي ارتباطاً وثيقاً بهيمنة السياسات الليبرالية كسياسات اقتصادية عامة وكذلك بموجة التوجه نحو الاندماج في الاقتصاد العالمي التي شهدتها غالبية الدول. المقصود بالتحرير المالي هو إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان الموارد المالية وتوزيعها وتخصيصها وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب، وكذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، وعدم فرض أية قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية. [ر. زكي 1999، ص 73]

يتضمن التحرير المالي تحرير المعاملات التالية: [غلاب 2006، ص 36-37]

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم، والسندات، والأوراق الاستثمارية والمشتقات المالية؛
- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل أو التدفقات للخارج؛
- المعاملات المتعلقة بالمصارف التجارية، وهي تشمل ودائع غير المقيمين واقتراض المصارف من الخارج التي تمثل تدفقات للداخل والقروض والودائع الأجنبية التي تمثل تدفقات للخارج؛

- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة ب(الودائع، القروض، الهدايا، المنح، الميراث، الشركات أو تسوية الديون)؛
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر وهي تشمل التحرر من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر الوارد للداخل أو المتجه للخارج، أو تصفية الاستثمار، وتحويلات الأرباح عبر الحدود؛
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين، أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.

ويمكن لتحرير حساب رأس المال أن يتم بشكل واسع لكل هذه المعاملات، كما أنه يمكن أن يكون جزئيا وذلك بتحرير بعض مكونات حساب رأس المال بميزان المدفوعات والاحتفاظ بقيود على بعضها الآخر.

### 3-2-1 إجراءات التحرير المالي في بعض الأسواق المالية الدولية الرئيسية

يعد اقتصاد الو.م.أ أول من استخدم استراتيجية التحرير المالي ويستدل من الوقائع أن الو.م.أ اعتمدت شتى الإجراءات في شكل استراتيجية منظمة للتحرير المالي، لزيادة كفاءة القطاع المالي. سارت تلك الاستراتيجية في اتجاهين متكاملين ومتراطبين على النحو التالي: [ع. محمد علي العاني 2002، ص 149-170]

❖ **التحرير المالي على المستوى المحلي:** وتتجسد استراتيجية التحرير المالي على المستوى المحلي في العمل على تخفيف الرقابة النقدية وذلك باستخدام الأدوات الكمية للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية التي تكون عادة معيقة لاستراتيجية التحرير. بالإضافة إلى إعطاء حرية أوسع لتحديد

أسعار الفائدة والاتجاه نحو السوق المالية لتحديدها، وتخفيف القيود المفروضة على السوق المالية التي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة هذه الأخيرة وذلك من خلال تقليل الحواجز أو إلغائها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها، الأمر الذي يعزز تشجيع تأسيس الشركات المساهمة وإعطائها حرية واسعة في تحديد كيفية إصدار الأوراق المالية، وقد انعكس ذلك بشكل كبير في عدد الأسهم المدرجة في السوق، إذ زاد من 90.9 مليار سهم سنة 1990 إلى 207.08 مليار سهم في عام 1997 أي بزيادة نسبية قدرها 127.7%.

❖ **التحرير المالي على المستوى الدولي:** ويتضمن إلغاء ضوابط الصرف وذلك باعتماد سعر صرف متغير، يتحدد وفق قوى العرض والطلب، وتم اعتماد هذا النظام في 1973 ليس فقط في الـ.و.م.أ بل في معظم الاقتصاديات الرأسمالية المتقدمة الأخرى مع تحرير معاملات حساب رأس المال، مما يزيد من إمكانية امتلاك المقيمين للأصول وتسمح لغير المقيمين أيضاً، بامتلاك الأصول المحلية وتداولها. بالإضافة إلى تحرير أسعار الفائدة في القطاع المالي للـ.و.م.أ وفسح المجال أمام الشركات المساهمة الأجنبية للدخول في السوق المالية وإصدار الأوراق المختلفة وذلك تعزيزاً لحالة المنافسة في القطاع المالي، فضلاً عن فسح المجال أمام الشركات الأجنبية للوساطة المالية، وأمام المضاربين والمتعاملين الأجانب للانضمام في السوق المالية.

ولما كان هدف استراتيجية التحرير المالي التي اتبعتها الدول ولاسيما المتقدمة منها هو زيادة التقارب بين أسواقها وصولاً إلى حالة الاندماج فيما بينها وذلك للاستفادة من المميزات التي توفرها حالة الاندماج تلك، وعلى أساس ذلك كان هناك تناسق في التدابير التي اتخذتها تلك الدول بغية تحقيق

التحرير المالي. وتمثلت أهم التدابير التي تمت بشكل منسق بين الاقتصاديات الرأسمالية خلال عقد الثمانينات، في:

- تخفيف القيود المفروضة على عمليات الصرف الأجنبي في الاقتصاديات الرأسمالية، الأمر الذي زاد من إمكانية الاستبدال بين الأصول المحلية والأجنبية؛
- خضعت المؤسسات المالية الأجنبية التي تعمل في المجالات المصرفية أو التأمين أو الاستثمار لمبدأ المعاملة التي تعامل بها المؤسسات المحلية المماثلة وعليه تضاءلت حصة البنوك الأجنبية في إجمالي أصول النظم المصرفية المحلية في الاقتصاديات الرأسمالية جميعها خلال المدة (1970-1985)؛
- تخفيف القيود على محافظ الأوراق المالية التي يسمح للمؤسسات المالية حيازتها ولاسيما من حيث آجال الاستحقاق وأنواع الصكوك، فضلا عن تخفيف الشروط التي تقيد المنافسة بين البنوك وشركات الأوراق المالية بوصفها وسيلة لتشجيع كفاءة الأسواق المالية.

### 3-2-2 آثار التحرير والانفتاح على الأسواق المعولمة

إن الدوافع الايجابية للتحرير المالي والانفتاح على الأسواق الخارجية والمتمثلة في رفع كفاءة القطاع المالي وزيادة كفاءته في مجال الوساطة المالية واستقطاب الموارد الخارجية، تساعد في تحقيق الأهداف التنموية للدول النامية، فقابلية الحساب الرأسمالي للتحويل فكرة جيدة لعدة أسباب منها: [بي. فينجوبال ريدي مارس 2007، ص. 20]

- تسمح حرية حركة رأس المال بالتخصيص الكفاء للمدخرات، وتحول الموارد نحو أكثر الاستخدامات إنتاجية؛
- تشجع التجارة، مما يمكن البلاد من الاستهلاك السلس؛

- تسهل تنويع المحفظة وتقاسم المخاطر، وتقلل تكاليف المعاملات وتحسن العائد؛
- تعود بمكاسب من خلال التخصص في الخدمات المالية وتوفير حوافز الابتكار وتحسين الإنتاجية.

إلا أنه على الرغم من المزايا النظرية، فقد وجد الاقتصاديون أنه من الصعب بيان أن تحرير حساب رأس المال في حد ذاته ينتج منافع حقيقية، وأنه ليس هناك سوى أدلة قليلة على أن التكامل المالي قد ساعد البلدان النامية على تثبيت التقلبات في نمو الاستهلاك على نحو أفضل.

كما أن تحرير حساب رأس المال له مخاطره، فإذا لم تستخدم تدفقات رؤوس الأموال للداخل بكفاءة فإن الأسواق قد تشكك في قابليتها للاستمرار وفي قدرة البلد المثلي على خدمة ديونه الخارجية، وفقدان الثقة يمكن أن يؤدي إلى انعكاس اتجاه تدفق رؤوس الأموال مما يؤثر سلباً على سلامة القطاع المالي، وقد واجهت المؤسسات المالية في بعض الدول أزمات ومخاطر الانهيار نتيجة للانفتاح على الأسواق المعولمة والعمل بالأدوات المستحدثة المعقدة وما واكبها من ارتفاع في معدلات المخاطر. كما أن حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود ساعدت على سرعة انتشار الأزمات المالية وانتقالها من دولة إلى أخرى ومن منطقة إلى أخرى. [ب. أيشينجرين ديسمبر 1998، ص. 20].

### 3-3 الاندماج المالي

يشير الاندماج المالي إلى "الوضعية التي تضمن عدم الاختلاف أو التمييز بين الأعوان الاقتصادية فيما يخص حصولهم على رؤوس الأموال الضرورية لتمويل استثماراتهم، وذلك من خلال إلغاء جميع الحواجز أمام الاستغلال الأمثل للمؤسسات الشبكية واقتصاديات الوفرة لصالح المتعاملين

في السوق الواسعة، بالإضافة إلى إنشاء قواعد، إجراءات ومعايير مشتركة لكل المتدخلين ومقرضي الخدمات المالية" [La BCE , p 2]. نتيجة ترابط واندماج الأسواق المالية يستطيع المستثمرون في بلد ما شراء وبيع الأوراق المالية المصدرة في بلد آخر دون أي عوائق أو قيود، كما يسمح الاندماج بإصدار وتداول الأوراق المالية المتشابهة (التي تدر نفس العائد وتعكس نفس درجة المخاطرة) بسعر موحد عبر تلك الأسواق، بعد تعديل سعر الصرف طبعا.

يسمح الاندماج المالي بتحقيق العديد من الفوائد من بينها:

[H; El Serafie, SH; Abdel shahid October 2002, p. 8-9]

- ♦ توفير فرص انسياب أكبر للاستثمار الأجنبي غير المباشر، يمكن المؤسسات الخاصة العاملة في الأسواق الناشئة من التنافس على رأس المال على مستوى إقليمي أو حتى دولي بتوفيرها فرص استعمال أدوات مالية أقل تكلفة وأكثر فعالية؛
- ♦ إتمام برامج خصخصة الشركات العمومية وتشجيع مشاركة هيئات الاستثمار الجماعي المحلية؛
- ♦ تحسين مقاييس أداء السوق وأنشطة السمسرة كنتيجة لوفورات الإنتاج الذي سيحقق من خلال الاستغلال الكفء للتكنولوجيا ومشاركة عدة أسواق في تكاليفها مما يقلل من تكلفة الصفقة؛
- ♦ تشجع التخصص في الإنتاج، وبالتالي ترفع مستوى النمو الكامن؛
- ♦ تشجع على الشراكة الأجنبية نتيجة تحسين إدارة الشركات ورفع مستوى الإفصاح المعلوماتي والعمل وفقا للمعايير الدولية؛
- ♦ توفر إمكانيات تقاسم الأخطار بين المناطق مما يحد من تأثير الأزمات؛

- ◆ زيادة حجم السيولة المتاحة للاستثمار، مما يساعد على خفض التكلفة بفضل استخدام أكثر كفاءة للوساطة المالية.
- ◆ يعد عملاء السوق من أوائل المستفيدين من ترابط الأسواق، حيث يستفيدون من انخفاض تكاليف الوساطة مما يعزز المنافسة، وكذلك الاستفادة من التشكيلات الواسعة المعروضة في السوق وتزايد احتمالات تنويع محفظة الأوراق المالية.

### 3-3-1- متطلبات الاندماج المالي:

قبل الشروع في عملية الاندماج هناك مجموعة من المتطلبات التي يجب أخذها بعين الاعتبار للاستفادة من مزايا الاندماج، حتى لا يكون البلد عرضة للتقلبات الفجائية في رؤوس الأموال والأزمات الناجمة عن التحرير غير المدروس. من بين تلك المتطلبات، ما يلي: [El Serafie, SH; Abdel H; :shahid October 2002, p. 7-8]

- قبل الدخول في التحالفات الدولية يجب أن يكون البلد متطورا محليا، بعبارة أخرى، توفر محيط اقتصادي كلي ذو بنية سليمة، وعلى المستوى الداخلي وجود قطاع مالي في صحة جيدة. هذه العوامل تشجع دخول رؤوس الأموال الدولية، مع تخفيف خطر الأزمات المالية؛
- تكامل الأنظمة الاقتصادية للدول المعنية وتقارب في الأنظمة السياسية، بالإضافة إلى توفر الانسجام بين الأنظمة المالية؛
- يلعب التطور التكنولوجي والاتصالات السلكية واللاسلكية دورا هاما في تفعيل عملية الاندماج؛
- للحكومات دور فعال في تسهيل عملية الاندماج من خلال تسهيل عمل القطاع الخاص، وإنشاء قنوات تبادل المعلومات ما بين الأسواق مما

يحفز التجارة الالكترونية، وكذلك تبني نظام ضريبي محفز، وتعد درجة انفتاح الاقتصاد والإمداد بالموارد المالية الكافية عاملان فاصلان في عملية الربط والاندماج؛

- يجب على السلطات العمومية، خصوصا البنوك المركزية والسلطات الرقابية أن تؤسس ميكانزمات تسمح بمتابعة وتحليل هذه التحولات من أجل ضبط أفضل للمتغيرات فيما يخص الأخطار النظامية؛
- توافر الأسواق على قواعد وأنظمة دولية مقبولة، تتعلق بكفاءة رأس المال، ومحاربة المتاجرة غير القانونية للأسهم، والممارسات غير الشرعية في الأسواق؛
- توحيد النظم المحاسبية، ونظم المقاصة والتسوية، وتطبيق نظم تداول كفؤة تسمح بالتنفيذ السريع للمعاملات والصفقات والشفافية التامة؛
- تبني أنظمة معلوماتية مشتركة.

تجدر الإشارة إلى أنه، إذا خلق المحيط التشريعي والقانوني للنظام المالي الشروط اللازمة والضرورية للاندماج والتطور المالي، فإن أعضاء السوق سيسهمون من ناحيتهم في إنشاء وتطوير السوق الموحدة وذلك بالاستفادة في الوقت نفسه -أفرادا ومؤسسات- من الفرص التي يقدمها. يتطلب تحقيق الاندماج ما بين الأسواق المالية تفاعل كل من السلطات العمومية، والقائمين على إدارة وتسيير هذه الأسواق ومجمل المتدخلين فيها مما يسمح بزيادة عمق وسيولة السوق.

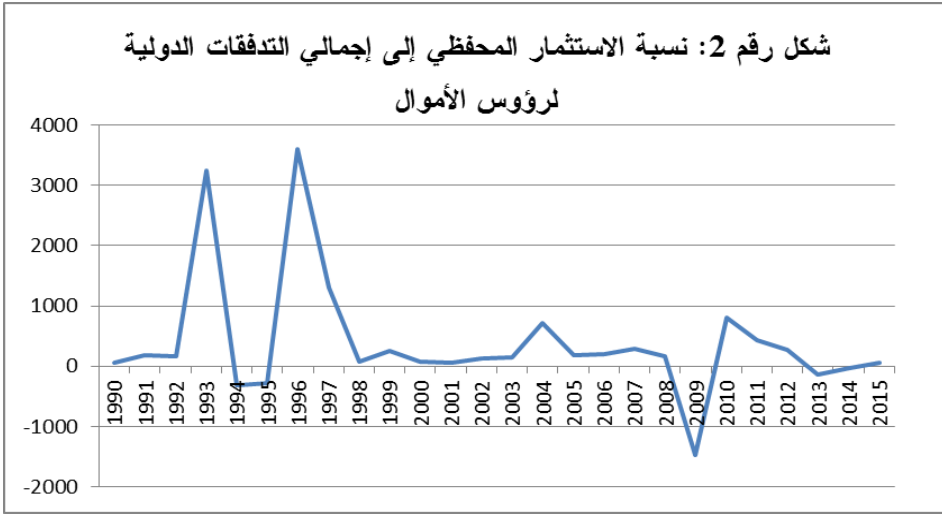
### 3-3-2 مؤشرات الاتجاه نحو الاندماج المالي:

يمكن الاستدلال على درجة الاندماج المالي من خلال العديد من المؤشرات التي يمكن توضيحها في النقاط التالية: [ع. محمد علي العاني 2002،

ص 97-120]



❖ **حجم التدفقات المالية عبر الحدود:** حينما يزداد حجم التدفقات الرأسمالية، يعكس ذلك زيادة الارتباط على مستوى الاقتصاد الدولي ويستدل من ذلك وجود ظاهرة الاعتماد المتبادل بين الاقتصادات الدولية، وهي ظاهرة موجودة منذ سيادة الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، ولكن زيادة حجم التدفقات المالية الدولية بشكل أوراق مالية متنوعة عبر المحفظة المالية هي الظاهرة الأشد حداثة. لذلك تؤثر درجة الاندماج فيما بين الأسواق المالية الدولية على أساس حجم التدفقات المالية بين تلك الأسواق التي تتم بواسطة المحفظة المالية، وكذلك على مدى قدرة السوق على استيعاب تلك التدفقات. كما يتضح من خلال الشكل رقم 2 نلاحظ ارتفاع نسبة الاستثمار الأجنبي بواسطة المحفظة المالية إلى إجمالي التدفقات الدولية لرؤوس الأموال خلال عشرية التسعينات نتيجة تزايد الاتجاه العالمي نحو تبني استراتيجية التحرير المالي، إلا أن هذه النسبة سجلت قيم منخفضة خلال فترات الأزمات المالية كأزمة المكسيك في 1994، أزمة النور الآسيوية 1997، وأزمة الرهن العقاري 2008، وهذا راجع إلى شدة تأثير تدفقات الاستثمار المحفظي بالأوضاع المالية مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر، وهو ما دفع بالعديد من الدول إلى العمل على استقطاب هذا الأخير نظراً لما يحققه من استقرار مالي، أدى ذلك إلى تراجع نسبة الاستثمار المحفظي إلى إجمالي التدفقات خلال السنوات الأخيرة كما يتضح من خلال الشكل رقم 2؛



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي.

❖ **حجم معاملات الصرف الأجنبي:** يعكس حجم المعاملات اليومية في سوق الصرف الأجنبي مدى تداول العملات الأجنبية فيما بين مختلف الأسواق، ويتعلق هذا التداول بقدرة السلطات النقدية في التأثير في سعر الصرف من خلال التدخل الرسمي، فحينما يكون حجم التداول منخفضا وتحت سيطرة السلطة النقدية وذلك من خلال رقابتها المباشرة على سوق الصرف الأجنبي، فإن ذلك يدل على أن هذه السوق تعمل بعزلة دولية نسبيا، وأن درجة اندماجها بالأسواق المالية الأخرى منخفضة، وهو ما تتصف به عادة أسواق الدول النامية. على العكس من ذلك، تقترب عمليات أسواق الصرف الأجنبي وتتجه نحو التداخل والاندماج حينما يكون هناك تعامل كبير في الصرف الأجنبي، الأمر الذي يقود إلى الحد من قدرة السلطة النقدية في التأثير في سعر الصرف وذلك لصعوبة التعامل مع الكميات الكبيرة من الصرف الأجنبي ولا سيما عندما تكون متحررة من قيود السلطة النقدية

وتمتلك قدرة كبيرة على الحركة، الأمر الذي يجعل تلك الأسواق أكثر تداخلا واندماجا؛

❖ **ارتباط مؤشرات أسعار الأسهم:** ترتب على زيادة التنويع الدولي للمحفظة الاستثمارية، اتجاه مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة إلى التماثل في الاتجاه والانحراف، الأمر الذي يدل على زيادة درجة ارتباط تلك المؤشرات بعضها ببعض. كلما زاد معامل الارتباط بين تلك المؤشرات دل ذلك على زيادة درجة الاندماج بين تلك الأسواق، وذلك لتماثل تحركات أسعار الأوراق المالية، ولذلك تسيير تلك المؤشرات في اتجاه واحد، ارتفاعا وانخفاضا، وينعكس التغيير في إحدى هذه المؤشرات بصورة تغيرات مماثلة في بقية المؤشرات، وكأنها تعمل في سوق واحدة؛

❖ **ارتباط هيكل أسعار الفائدة:** تعد أسعار الفائدة من أبرز المؤشرات المستخدمة في قياس درجة اندماج الأسواق المالية الدولية، نظرا لوجود ارتباط قوي وموجب بينها. ويدل هذا الارتباط القوي على أن الأدوات المالية الدولية متجانسة نسبيا، أي أن عوائدها متساوية ومرتبطة ببعضها البعض. ويتم الكشف عن مدى ارتباط هيكل أسعار الفائدة فيما بين الأسواق المالية من خلال: درجة تعادل أسعار الفائدة على المستوى الدولي، تباين الفائدة الحقيقية دوليا، وارتباط الفائدة طويلة الأجل.

**3-3-4 التحديات التي تواجه الدول النامية نتيجة الاندماج في النظام المعولم**

إن أهم محاذير التحرير المالي والاندماج في النظام العالمي المعولم والتي تمثل تحديا للبلدان النامية فهي التالية: [م. الأطرش، 2001، ص.

[245-242]

- فقدان الدول لدرجة كبيرة من استقلالية قرارها الاقتصادي وبخاصة في المجال النقدي، ففي حالة ارتفاع أسعار الفائدة في أحد المراكز الرأسمالية فإن هذا يؤدي إلى نزوح الرساميل من البلد النامي المعولم ماليا للاستفادة من سعر الفائدة الأعلى في المركز، ولكي يتفادى البلد النامي استنزاف احتياطياته من العملات الأجنبية يجد نفسه مضطرا لرفع سعر فائدته مما قد لا يكون منسجما مع متطلبات اقتصاده.

- تفاقم الصعوبات الاقتصادية التي يمر بها الاقتصاد المعولم ماليا وتحولها إلى أزمة مالية. فالأزمة المالية تحرم الحكومة من الوقت الكافي ومن الاحتياطيات الكافية لمعالجة صعوباتها الاقتصادية. كما تنتشر عدوى الأزمة إلى دول أخرى معولمة ماليا على الرغم من أن مؤشرات الاقتصاد الكلي قد تكون سليمة.

- قد يتعرض الاقتصاد المعولم لأزمات مالية ليس بسبب عدم سلامة وضعه الاقتصادي الحقيقي، وإنما بسبب توقعات أو تصرفات بعض المضاربين. فمن المعلوم أن المتعاملين في الأسواق المالية يتأثرون بعوامل نفسية وبشائعات وبتوقعات اقتصادية قد لا يوجد لها مبرر في الوضع الاقتصادي الحقيقي.

- تساهم العولمة المالية في سوء توزيع كبير في الثروات والدخول على المستوى الوطني وعلى المستوى العالمي. لقد تفاقم هذا سوء في عقد الثمانينات وفي أوائل التسعينات من القرن الماضي نتيجة تحرير النظام الرأسمالي من العديد من القيود على فعاليته ونتيجة إضعاف النقابات العمالية وأنظمة الضمان الاجتماعي.

## 4- خاتمة

إن التغيرات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاد العالمي وما صاحبها من اضطرابات غيرت ملامح نظامه النقدي والمالي، فعلى النقيض تماما مما تحتمه اتفاقية "بروتن وودز"، يمكن القول إن تعويم العملات المدار قد أصبح هو القاعدة في تحديد أسعار صرف مختلف العملات، سواء أكان تعويما مستقلا أو مشتركا، أما أسعار التعادل التي أسس عليها نظام استقرار سعر الصرف فلم تعد سوى نقاط أو علامات للتعرف على المستوى النظري لا أكثر، ذلك لأن سعر صرف العملة قد أصبح يتحدد وفقا لقوى عرضها والطلب عليها، وبعد أن كانت أسعار التعادل النظرية للعملات هذه تحدد في شكل وزن معين من الذهب، أصبحت تحدد في شكل وحدات من حقوق السحب الخاصة وذلك بعد أن انتهى الدور النقدي للذهب. تحدد الوحدة من حقوق السحب الخاصة بدورها وفقا لسلة تحتوي على أربع عملات رئيسية، ومعنى هذا أن قيم مختلف العملات قد أصبحت مرتبطة في ظل التعويم ببعضها البعض وليس بأي شيء ثابت القيمة، ولا يمكن في الوقت الحاضر تعريف قيمة أية عملة، وكل ما يمكن القيام به هو ملاحظة تغير هذه القيمة في سوق الصرف الأجنبي في وقت ما.

كما زاد التحرير المالي من حدة الأزمات في الأسواق المعولمة، التي اتسمت بالتذبذب وعدم الاستقرار والمخاطر المترتبة على التقلبات في نظم أسعار الصرف والتباين في أسعار الفائدة بين سوق وأخرى. وهو ما يتطلب أن يكون التحرير المالي مصحوبا بسياسات ملائمة للحد من سرعة التقلب، وما يرتبط بها من مشكلات لاحتواء آثارها المدمرة المحتملة، ومن المسلم منذ وقت طويل أنه لا غنى عن سياسات الاقتصاد الكلي السليمة للمحافظة على الاستقرار المالي، غير أن التجارب الحديثة تؤكد أن استقرار الاقتصاد

الكلي، وإن كان ضروريا فهو لا يكفي لتحقيق الاستقرار المالي الذي يحتاج أيضا إلى سياسات سليمة للقطاع المالي. في الأخير تجدر الإشارة إلى أن تحقيق الاستقرار في النظام المالي العالمي، ومنع الانحرافات يتطلب بالضرورة قدرا كبيرا من التعاون بين البلاد الصناعية بما يكفل إزالة التضارب بين سياساتها النقدية والمالية وتحقيق الانسجام بين تلك السياسات وبين الأهداف الاقتصادية التي تسعى كل منها إلى تحقيقها. لكي يكون النظام النقدي الحالي نظاما بمعنى الكلمة فيجب البدء بإقامة قاعدته، أي إقامة تلاحم كاف بين السياسات الوطنية داخل مجموعات إقليمية أولا، ثم بعد ذلك بين هذه المجموعات وبعضها البعض على المستوى العالمي. كما يجب الاعتراف بقوة عملات الدول التي أصبح لها وزن اقتصادي كبير مثل الاتحاد الأوروبي، ويسمح للدول النامية بفرصة متكافئة مع الدول المتقدمة في إدارة النقد الدولي.

## المراجع

### I. بالعربية

- باري أيشينجرين، مايكل موسى، صندوق النقد الدولي وتحرير حساب رأس المال، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 1998.
- جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد7، ديسمبر 2002.
- جون هدسون، مارك هرندر، ترجمة: طه عبد الله منصور، محمد عبد الصبور محمد علي، العلاقات الاقتصادية الدولية، دار المريخ للنشر، الرياض، الطبعة الأولى، 1987.
- رمزي زكي، العولمة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، دار المستقبل للنشر، 1999.
- زينب حسين عوض الله، العلاقات الاقتصادية الدولية، الدار الجامعية، بيروت، 2000.

- عادل أحمد حشيش، وآخرون، أساسيات الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1998.
- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي، عمان، الطبعة الأولى، 1999.
- عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، 2000-2001.
- غلاب نعمان عبد الله علي، أثر سياسة التحرر المالي على كفاءة القطاع المصرفي في ظل العولمة: دراسة تطبيقية على المصارف التجارية العاملة في اليمن، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية - عمان، 2006.
- فليح حسن خلف، التمويل الدولي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي،  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/weodata/index.aspx>
- ماهر كنج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- محمد الأطرش، حول تحديات الاتجاه نحو العولمة الاقتصادية، هموم اقتصادية عربية، منشورات مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، الطبعة الأولى، 2001.
- محمود يونس، اقتصاديات دولية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999-2000.
- ياجا فينجوبال ريدي، جعل الحساب الجاري قابلاً للتحويل لدى أحد النُمور، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2007، المجلد 44، العدد 1.

## II. بالفرنسية

- Abdelkader Djalali, aperçu critique du system monétaire international, entrepreise national de livre, Alger, 1984.
- Alain Samuelson, Economie internationale contemporaine: aspects réel et monétaires, office des publications universitaires, 1993.
- Albert Ondo Ossa, économie monétaire internationale, éditions ESTEM, Paris, 1999.
- Anton Brender; Florence Pisani, Les déséquilibres financiers internationaux, édition La Découverte, Paris, 2007.
- Christian Aubin; Philippe Norel, économie internationale: faits, théories et politiques, éditions du seuil, Paris, mars 2000.

- El Serafie, H; Abdel shahid, Sh; world stock exchanges are integrating/ consolidating/ merging: what could be done by Arab exchanges? Working paper series N<sup>0</sup> 2, Cairo & Alexandria stock exchanges, October 2002.
- Jean-Pierre Allegret; Bernard Courbis, monnaies, finance, et mondialisation, librairie Vuibert, Paris, 2003.
- Josette Peyrard, gestion financière internationale, librairie Vuibert, Paris, 5<sup>e</sup> édition, 1999.
- Michel Lelart, le système monétaire international, édition la découverte, Paris, 6<sup>e</sup> édition, 2003.
- Robert Mundell, **Capitaux mondiaux, zones monétaires et développement économique**, revue d'économie du développement (Volume 1-2), Paris, 2001.
- 10- Nations unies "conseil économique et social", intégration financière mondiale et développement: les nouveaux enjeux, avril 1998, [www.un.org](http://www.un.org)
- 11- Yves Simon et all, Finance Internationale, ECONOMICA, Paris, 10<sup>e</sup> édition, 2009.