

## تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار

### دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010)

أ. د. محمد راتول جامعة الشلف

أ. معزوز لقمان جامعة الشلف

#### الملخص:

منذ عام 1793 وحتى الآن تواصل أسعار الذهب في ارتفاعها وذلك على الرغم من اتخاذ الدولار مكانه، حيث أن الأزمات المالية والاقتصادية التي مر بها الاقتصاد العالمي كلها كانت دائما تأتي في صالحه باعتباره الملاذ الآمن الذي لا يفقده قيمته بفعل الاضطرابات المالية والاقتصادية، ومع اندلاع أزمة الرهونات العقارية في 2008 والتي ما زال يعاني منها الاقتصاد العالمي حتى هذه اللحظة استطاع المعدن النفيس أن يحقق أعلى مستوى في تاريخه في سبتمبر 2011 عندما سجل 1920 دولار/أوقية، مدعوما أيضا بأزمة الديون السيادية التي يعاني منها أعضاء الاتحاد الأوروبي، وقد شهدت الفترة الأخيرة إقبالا كبيرا على شراء الذهب سواء من المستثمرين أو من البنوك المركزية خصوصا الأوروبية إلى جانب زيادة الطلب من جانب الأسواق الناشئة بهدف خفض انكشافها على الدولار الذي أصبح مضطربا. وفي ظل هذه التطورات أثار تزامن التقلبات التي شهدتها أسواق صرف الدولار مقابل الأورو مع تقلبات أكثر حدة في أسواق الذهب العالمية اهتمام الدارسين.

وقد خضعت العلاقة السببية بين سعر صرف الدولار وأسعار الذهب للعديد من الدراسات الاقتصادية التي توصلت إلى نتائج غير حاسمة، وبافتراض وجود علاقة سببية تتجه من سعر صرف الدولار مقابل الأورو إلى أسعار الذهب العالمية خلال الفترة (1999-2010) تتجلى الإشكالية بوضوح وهي ما مدى تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار مقابل الأورو على أسعار الذهب العالمية؟.

كما تهدف الدراسة هذه إلى تبيان طبيعة التأثير الذي يمكن أن تحدثه تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب العالمية، يتأتى ذلك من خلال ثلاثة محاور، المحور الأول يتناول مكانة الدولار والأورو في الاقتصاد الدولي، والمحور الثاني يدرس حدة التنافس بين العملتين ضمن النظام النقدي الدولي، أما المحور الثالث فيأتي كمحاولة لإبراز تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب.

الكلمات الافتتاحية: تقلبات أسعار الصرف، النظام النقدي الدولي، أسعار الذهب، الدولار والأورو.

Abstract:

Since 1793 and yet prices continue to gold in Artvaaha in spite of being spared from the fact that cash reserve basic with central banks and take the dollar's place, as the financial and economic crises experienced by the global economy were all always come in his favor as a safe haven that does not lose its value by the financial and economic turmoil, and with the outbreak of the mortgage crisis in 2008, which is still suffering from the global economy at the moment could the precious metal to achieve the highest level in history in September 2011 when he scored in 1920 dollars / ounce, also supported a crisis of sovereign debt suffered by members of the the European Union, has seen a recent high demand for gold from investors or both of the European central banks, especially along with the increased demand from emerging markets to reduce their exposure to the dollar, which has become turbulent. In light of these developments raised the synchronization of fluctuations in the history of the dollar against the Euro with greater volatility in the global gold market interest learners.

Has undergone a causal relationship between the exchange rate of the dollar and gold prices of many economic studies reached inconclusive results, and assuming a causal relationship going from the exchange rate of the dollar against the Euro to the world gold prices during the period (1999-2010) reflected problem clearly is what the impact of fluctuations in exchange rates of the dollar against the Euro on the world gold prices?.

The aim this study to demonstrate the nature of the impact that can be caused by fluctuations in exchange rates of the dollar against the Euro on the world gold prices, come through the three axes, the first axis deals with the status of the dollar and the Euro in the international economy, and the second axis examines the rivalry between the two currencies in the monetary system international, the third comes as an attempt to highlight the impact of fluctuations in exchange rates of the dollar against the Euro on the price of gold.

Key words: fluctuations in exchange rates, international monetary system, gold prices, the dollar and the Euro.

## مقدمة:

وبحلول عام 1999 ظهر منافس جديد للدولار - كعملة يرتكز عليها النظام النقدي الدولي وكوسيلة الدفع الرئيسية في المعاملات الدولية وعملة احتياط ارتكازية تحتفظ بها السلطات النقدية في معظم دول العالم - وهو الأورو، العملة الأوروبية الموحدة التي تضم عملات سبعة عشر دولة، آخرها دولة استونيا في مستهل العام 2011، وبظهور المنافس الجديد شكل نقطة تحول جديدة على صعيد الأسواق الدولية سمحت لدول منطقة الأورو بامتلاك مقومات اقتصادية تمكنها من مواجهة الولايات المتحدة الأمريكية وتجعلها تتمتع بنفوذ دولي لا يمكن تجاهله، وتضاربت الآراء واختلفت بشأن العملة التي ستفوز بمركز الصدارة في النظام النقدي الدولي والوضعية التي سيؤول إليها النظام بوجود عملتين متنافستين.

ومع تزامن التقلبات التي تشهدها أسواق صرف الدولار مع تقلبات أكثر حدة في أسواق الذهب العالمية، الأمر الذي حدا إلى التركيز على دراسة هذين السوقين لما يمثلانه من أهمية في مجال التمويل الدولي والتجارة الدولية، وبالنظر إلى طبيعة العلاقة التي تتصف بالمتانة والترابط بين سوق الذهب وسوق صرف الدولار مما يجعلها تخضع لدراسات وتحليلات عديدة تختلف فيها النتائج.

وتهدف الدراسة هذه إلى تبيان طبيعة التأثير الذي يمكن أن تحدثه تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب العالمية.

ضمن هذا الإطار يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث على النحو التالي: ما مدى تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب الدولية؟

وعليه سيتم معالجة الإشكالية من خلال المحاور التالية:

- المحور الأول: مكانة الدولار والأورو في الاقتصاد الدولي
- المحور الثاني: حدة التنافس بين العملتين ضمن النظام النقدي الدولي
- المحور الثالث: تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب

المحور الأول: مكانة الدولار والأورو في الاقتصاد الدولي

يعتبر الدولار الأمريكي العملة الارتكازية الأولى في العالم ويعزى ذلك إلى أنه أكثر العملات استعمالاً في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية، كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية بالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى، ومع ظهور عملة الأورو الأوروبي اكتسب مكانةً دولية في العالم بعد الدولار الأمريكي أصبح بروزه الدولي لا يتجاوز تراث العملات الأوروبية التي حل الأورو محلها فحسب، ولكن يتجاوز مركز الجنيه الإسترليني والين الياباني والفرنك السويسري. من خلال هذا المحور، سيتم إبراز مكانة ودور كلاً من عمليتي الدولار الأمريكي والأورو الأوروبي في الاقتصاد العالمي.

أولاً- الدولار، العملة المحورية في النظام النقدي الحديث:

يعتبر الدولار العملة المحورية وعملة الاحتياط الدولية إلى جانب كونه العملة الأساسية التي تقبل في التسويات الدولية، مما أتاح له مكانة رئيسية ضمن النظام النقدي الدولي وذلك من خلال التأثير على المؤسسات النقدية العالمية ودرجة السيولة الدولية:

1- موقع الدولار في الأنظمة النقدية الدولية:

يعرف النظام النقدي على أنه "يشتمل جميع أنواع النقود في الدولة، كما يشمل جميع المؤسسات التي تكون لها السلطة والمسؤولية في خلق النقود وإعدامها، بالإضافة إلى كل القوانين والأنظمة والتعليمات والإجراءات المنظمة لعملية خلق النقود وإعدامها"<sup>1</sup>، وقد عرف العالم تاريخياً عدة نظم نقدية مختلفة: الأول ارتبط بقاعدة الذهب الدولي خلال نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وجاء الثاني في إطار نظام بريتون وودز واستمر من نهاية الحرب العالمية الثانية حتى بداية السبعينات، أما الثالث فهو نظام حرية الصرف الذي بني على ما تبقى من نظام بريتون وودز:

أ- تسوية المدفوعات في ظل نظام قاعدة الذهب:

قامت قاعدة الذهب بدور فعال في تحقيق التنسيق النقدي بين الدول، باعتبار أن الذهب وسيط عالمي في المبادلات فهو يتمتع بصفة العمومية والقبول التام بين الاقتصادات المختلفة، ففي إطار هذا النظام كانت عملات الدول تتساوى بالذهب نتيجة استخدامه كنقد في تسوية المدفوعات الدولية، كما أسهم الذهب في الحفاظ على القيمة الاقتصادية للنقود وعلى تحقيق التوازن والاستقرار النقدي بين نمو النشاط الاقتصادي الداخلي والمبادلات الخارجية بالإضافة إلى تشبيته لأسعار الصرف بين عملات الدول.

تغييرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

وقد انهار النظام النقدي على قاعدة الذهب لأسباب عديدة من أهمها: جمود نظام الذهب، وعدم تقييم بعض العملات تقييماً صحيحاً، كذلك النظام الشاذ للمدفوعات الخارجية (تعويضات الحرب)، بالإضافة إلى التسابق بين الدول في فرض تعريفات جمركية عالية، واتجاه بعض البنوك المركزية إلى اكتناز الذهب، وعليه كان لابد من البدء بالعمل لإيجاد قواعد أساسية لنظام نقدي جديد يجنب مساوئ النظام السابق، ويحتفظ في الوقت نفسه بميزاته.

**ب-** تسوية المدفوعات في ظل النظام النقدي "بريتون وودز": لقد حدد مؤتمر بريتون وودز الذي عقد في ولاية نيوهامشير في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1944، بالمواصفات الأساسية التالية<sup>2</sup>:

- تثبيت سعر الدولار بالذهب وإمكانية تحويله إلى ذهب؛
- تحديد أسعار صرف عملات الدول الأعضاء على أساس الذهب أو الدولار؛
- السماح بتقلبات أسعار الصرف في حدود 11%؛
- تعديل أسعار صرف عملات الدول الأعضاء التي تعاني عجزاً هيكلية في ميزان مدفوعاتها بنسبة 10%.

مما تقدم سابقاً، كانت الدول تعالج العجز المؤقت في ميزان مدفوعاتها عن طريق اللجوء إلى صندوق النقد الدولي للاقتراض منه بعملات الدول الأخرى في إطار حقوق السحب العادية، عن طريق شراء الدولة العضو لعملات الدول الأعضاء التي تحتاج إليها مقابل الذهب أو بعض العملات الأساسية كالدولار أو بمقدار من عملتها، وتفرض على الدولة شروطاً عند حد معين من هذه السحوبات ولم تكن تعتبر هذه الأخيرة قروضاً أو إعانات، وإنما تمثل سحباً من حصة الدولة في الصندوق، وذلك لمواجهة العجز القصير الأمد في موازين المدفوعات، أما إذا كان عدم التوازن ذا طبيعة هيكلية فقد كان يتم تعديل أسعار الصرف عن طريق رفع قيمة العملة أو تخفيضها.

2- دور الدولار الأمريكي في ظل نظام أسعار الصرف المرنة:

مع نمو التجارة الدولية بمعدلات مرتفعة خلال الفترة 1958-1970، كانت معدلات نمو الذهب النقدي تسير ببطء كبير، غير أن وفرة الدولار - نتيجة معالجة الولايات المتحدة لعجز ميزان مدفوعاتها الذي طالما سعت إليه الإدارات الأمريكية المتعاقبة، وكان رصيد

المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية ARFBS .....العدد: 2 / 2011

الميزان التجاري موضع اهتمامها - عن طريق الإصدار النقدي، ساهم في تغيير النظام من قاعدة الصرف بالذهب إلى قاعدة الصرف بالدولار، نتيجة أن تراكم الدولارات لدى دول الفائض لتكوين احتياطات دولية رفع كمية النقود المحلية المتداولة، وهو ما دفع بالعديد من الدول إلى اعتماد الدولار الأمريكي مقياساً لقيمة عملتها في سوق الصرف، وهو ما أعطى الدولار الأمريكي دوراً مركزياً في اقتصادات مختلف الدول<sup>3</sup>.

وبحلول عام 1971، وصل حجم العجز في الولايات المتحدة فيما يتعلق بالتعاملات على الاحتياطي الرسمي 30 مليار دولار وظهر العجز التجاري حيث وصل 2,7 مليار دولار، بالإضافة إلى ذلك فقد عانت الولايات المتحدة من البطالة وارتفاع معدلات التضخم، مما أدى بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1971 إلى إيقاف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب.

ومع إلغاء قابلية تحويل الدولار إلى ذهب كان قد أزال العديد من العوائق السابقة الذكر من أمام الولايات المتحدة الأمريكية، لكنه لم يؤد على الرغم من ذلك إلى استعادة ثقة السوق بالدولار، أيضاً استمرت المضاربة على الدولار الأمريكي خلال الفترة 1971-1973، مما دفع بالدول الأعضاء في المجموعة الاقتصادية الأوروبية إلى اتخاذ قرار بترك عملاتهم تعوم مقابل الدولار، وبذلك زال عام 1973 النظام النقدي الدولي الذي وُضع حيز التطبيق عقب مؤتمر بريتون وودز نتيجة التخلي عن ركيزتيه الأساسيتين: الصرف الثابت وقابلية تحويل الدولار إلى ذهب، ومنذ عام 1973 أصبح النظام النقدي الدولي في حالة عوم غير تام، حيث مرونة أسعار الصرف ليست مطلقة وقد أقدمت فعليا بعض الدول على إنشاء مناطق معدلات صرف ثابتة كالنظام النقدي الأوروبي<sup>4</sup>.

ومنذ عام 1973 ولغاية 1979 خسر الدولار من قيمته أمام العملات الأوروبية والين الياباني، هذا الواقع حدا بالحكومة الأمريكية لاتخاذ مجموعة من الإجراءات تضمنت على وجه الخصوص انتهاج سياسة نقدية جديدة مستوحاة من مفاهيم الاقتصاديين النقديين، ومرتكزة بالتالي على ضبط المجمععات النقدية، هذه الإجراءات أدت إلى ارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة ومع اقتران حاجتها الضخمة للتمويل أدى إلى ارتفاع أسعار الدولار حتى العام 1985، بعد هذا العام حدث انقلاب في تطور سعر صرف الدولار بالنسبة للعملات الأوروبية والين الياباني، ثم عاد الدولار ليميل باتجاه الهبوط مما دفع بالسلطات الأمريكية لرفع معدلات الفائدة في الأعوام 1987، 1988 و1989، الأمر الذي أدى بدوره إلى ارتفاع جديد للدولار.

ثانياً- التطور التاريخي لعملة الأورو وموقعه في الاقتصاد الدولي:

تعود فكرة إنشاء وحدة نقدية أوروبية إلى سنوات الخمسينات، ونظرا لوجود نظام بريتون وودز لم تتحس الدول الأوروبية إلى إقامة نظام خاص بها وذلك نظرا لأسبقية الملفات الاقتصادية الخاصة بإقامة سوق موحدة أوروبية على القضايا النقدية، إلا أنه ومع انهيار نظام بريتون وودز واشتداد الاختلالات النقدية الدولية سارعت الدول الأوروبية إلى تجسيد مشروع الوحدة بدءاً بإقامة نظام نقدي أوروبي إلى إنشاء عملة أوروبية موحدة.

### 1- تطور النظام النقدي الأوروبي:

يتضح مما سبق أنه مع انهيار نظام بريتون وودز وإذ زادت معدلات العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي وانخفض الدولار بنسبة 10% في فيفري 1971، ظهرت الحاجة إلى إصدار وحدة نقد أوروبية مستقلة بدأت بالترتيبات التي سميت "الثعبان النقدي الأوروبي" ثم النظام النقدي الأوروبي الذي تبعه تقرير ديلور وأخيرا اتفاقية ماستريخت<sup>5</sup>.

أ- نظام الثعبان النقدي: إزاء هذه التطورات، قررت مجموعة من ست دول أوروبية العمل على تحقيق وحدة نقدية فيما بينها تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتم الاتفاق عام 1972 على تقليص حدود التقلبات في أسعار صرف عملاتها وتحقيق المزيد من التكامل والتطوير في أنظمتها النقدية واستحدثت مستويات جديدة للتقلبات في أسعار صرف العملات، الواحدة اتجاه الأخرى بحدود  $\pm 2,25\%$  على جانبي السعر المركزي الاسمي المباشر لكل عملة اتجاه الأخرى.

أطلق على التقلبات في أسعار صرف عملات الدول الأوروبية اتجاه بعضها البعض وتقلبات أسعار صرف هذه العملات اتجاه الدولار اسم "الثعبان النقدي الأوروبي داخل النفق"6، وقد عمل هذا الترتيب على تقليص الحد الأقصى للتقلبات في أي وقت كان بين أسعار صرف عملتين من عملات المجموعة الأوروبية مقومة بالدولار، وهو ما يعرف بالثعبان في حين يُسمح للسعر مقابل الدولار بأن يتحرك بحرية تامة وفقاً لتأثيرات قوى السوق، ولكن ضمن حدود التقلبات المسموح بها وهو ما يعرف بالنفق.

فالثعبان يتمثل في سعري أقوى وأضعف عملتين من عملات المجموعة اتجاه الدولار، حيث تقع العملات القوية أعلى هامش التقلب (أعلى الثعبان)، أما العملات الضعيفة فتقع أسفل هامش التقلب (أسفل الثعبان)، وفي حالة عدم التدخل بواسطة الدولار ضمن حدود

التقلبات المتفق عليها فإن وضع الثعبان النقدي الأوروبي داخل النفق واتساعه يتقرران بتأثير قوى السوق ضمن حدود يتفق عليها.

**ب-** النظام النقدي الأوروبي: تعود الإرهاصات المبكرة للنظام النقدي الأوروبي إلى إعلان روما في عام 1957 التي انبثقت منه السوق الأوروبية المشتركة وبعده بعام تكون ما يسمى بالمجموعة الاقتصادية الأوروبية، وقد انطوى هذا التجمع الإقليمي الكبير للدول الأوروبية على إيجاد مرتكزات للتعاون المشترك بما يحقق لها إطار سياسيا واقتصاديا يوحداهما تجاه التكتلات الاقتصادية العالمية المنافسة، ومن الطبيعي أن يستلزم تحقيق ذلك تنفيذ قائمة من المتطلبات الاقتصادية داخل الكتلة الأوروبية تأتي في مقدمتها خلق نظام نقدي أوروبي قادر على الإيفاء باحتياجاتها من السيولة، وإدارة وتسوية المعاملات الدولية لأعضائه.

ومع انعقاد اجتماع بروكسل عام 1978 توج بإقامة نظام نقدي أوروبي ودخل حيز التنفيذ عام 1979 انتمت إليه كافة الدول الأعضاء باستثناء بريطانيا، وقد انطوى هذا النظام على المبادئ الرئيسية التالية:

- الاعتماد على وحدة النقد الأوروبية (ECU) في تسوية المعاملات النقدية بين الدول الأعضاء، والتي تعتبر بمثابة متوسط مرجح لعملات الدول المنضمة إلى الاتحاد الأوروبي، وتتحدد نسبة تمثيل عملة كل دولة في السلة على حجم ناتجها الوطني الإجمالي وحجم تجارتها الخارجية مع باقي الدول الأعضاء، هذا ويتم تغيير الأوزان النسبية لعملات الدول الأعضاء دوريا كل خمس سنوات، أو في حال تقلبات في أسعار العملة بحدود 25% أو أكثر؛
- استخدام وحدة النقد الأوروبية كأساس للتعامل النقدي، ومع السماح بهامش للتغير في سعر العملة بحدود  $\pm 2,25\%$ ، ويمكن إعطاء هامش أوسع في الحالات الاستثنائية على أن يتم إنقاظه تدريجيا؛
- للبنوك المركزية الحق بالتدخل بالشراء والبيع للحفاظ على سعر العملة داخل الهامش المسموح به؛
- مساهمة الدول الأعضاء بنسبة 20% من احتياطياتها الذهبية، و20% من احتياطياتها الدولارية في صندوق النقد الأوروبي، وتستلم بدلها وحدات النقد



الأوروبية كعملة للتدخل، وتتكون وحدة النقد الأوروبية من سلة من العملات وفقاً للأوزان النسبية لها؛

- تعزيز التعاون المالي والنقدي فيما بين الدول الأعضاء للحفاظ على استقرار سعر التبادل والحد من المضاربة؛

- تعزيز النظام المالي الأوروبي من خلال مساعدة الدول الأعضاء الأقل رخاءاً بمنحها قروض تساهلية تقدمها الأعضاء ذات الفائض، بواسطة الصندوق الإقليمي الأوروبي.

## 2- اتفاقية الوحدة الأوروبية "ماستريخت":

كان من الطبيعي أن تهتم الحكومات الأوروبية باستكمال عمل الاتحاد النقدي الأوروبي، لذلك عقدت الدول الأعضاء للاتحاد الأوروبي مؤتمر قمة في فيفري 1992 في المدينة الهولندية ماستريخت لوضع التعديلات النهائية لمعاهدة روما ولتوقيع الاتفاقية الجديدة للوحدة الأوروبية، مزيد من التفاصيل من خلال العناصر التالية:

أ- مراحل تطبيق اتفاقية ماستريخت: وقد مر الاتحاد النقدي الأوروبي بمراحل عدة من أجل الوصول للوحدة المرجوة وهي كالتالي:

المرحلة الأولى: بدأت في جويلية 1990، وتهدف إلى تحرير حركة رأس المال والتنسيق بين السياسات النقدية والاقتصادية واشتراك جميع عملات الاتحاد الأوروبي في نظم التحويل الخاصة بالنظام النقدي الأوروبي.

المرحلة الثانية: بدأت في جانفي 1994، وترتكز على إقامة نظام أوروبي للبنوك المركزية يضع قوانين معينة في التشريعات المحلية للدول الأعضاء، الأمر الذي يمهد للمرحلة التالية.

المرحلة الثالثة: التي بدأت في جانفي 1999، حيث يكون النظام النقدي للبنوك المركزية سلطة كافية لعقد التعاملات التجارية ولوضع السياسة النقدية للاتحاد الأوروبي، وفي هذه الفترة يتم تجميد معدلات تحويل العملة الخاصة بالدول الأعضاء تمهيداً لتحويلها لعملة موحدة، وقد تم بدأ قيام دول منطقة الأورو في معاملاتها المالية والنقدية كذلك في مؤسسات الأعمال إلى جانب الحكومات، ومسك حسابات مستقلة بالأورو والتعامل به من خلال أسعار الصرف المعلنة للأورو أمام العملات المحلية على أن تتم المعاملات

حسابيا حتى جانفي 2002، وبذلك يكون الأورو قد استكمل مراحل إصداره كعملة حسابية إلكترونية وعملة ورقية متداولة وعملة معدنية مساعدة<sup>8</sup>.

**ب- معايير اتفاقية ماستريخت:** تم وضع مجموعة معايير للانضمام إلى منطقة الأورو، تمثل إطار عمل وضوابط عمل توجيهية حافزة ودافعة كما أنها تمثل مرجعيات ومرشدة للعمل الوحدوي الأوروبي، وجدير بالذكر أنه قد وضعت عدة معايير قياسية كشرط مسبق لازم تحقيقه لانضمام أي دولة إلى الاتفاق وهي:

المعيار الأول- نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي: اشترطت معاهدة ماستريخت أن لا يتجاوز نسبة العجز السنوي للموازنة في الدولة حدود 3% من ناتجها المحلي الإجمالي<sup>9</sup>.

المعيار الثاني- نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي: فالدين العام لم يعد مجرد رصيد تقوم الدولة بسداده بقدر ما أصبح أداة لتطوير أداء الدولة، وقد نجحت كثير من الدول في ضبط إنفاقها العام من خلال حسن إدارة الدين العام فجانبا من النفقات العامة يذهب إلى خدمة الدين العام وسداد فوائده وأقساطه وأعبائه، ومن ثم فإن العلاقات التناسبية ما بين رصيد وحجم الدين، وما بين القدرة على سداد أعبائه وخدمته يتم دراستها جيدا، وقد وجد أنه من المناسب أن لا يتعدى حجم الدين في أي وقت من الأوقات حدود 60% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة بالأسعار الثابتة.

المعيار الثالث- معدل التضخم: حددت معاهدة ماستريخت شرط التقارب الذي يؤهل الدول المعنية للانضمام إلى الوحدة النقدية الأوروبية المتمثل في معدلات التضخم، على أن لا تتجاوز هذه المعدلات حدود 1,5% عن المتوسط الحسابي للدول الأعضاء الأقل تضخما.

المعيار الرابع- سعر الفائدة: بالنظر إلى أهمية سعر الفائدة على توجيه الاستثمارات بين مختلف الدول اشترطت معاهدة ماستريخت ألا يتجاوز سعر الفائدة على السندات الحكومية الطويلة الأجل حدود 2% عن المتوسط السائد في الدول الأعضاء الثلاث ذاتها، وذلك من أجل خلق مزيد من الشفافية في الأسعار وزيادة المنافسة ورفع معدلات النمو الاقتصادي في الدول الأعضاء.

المعيار الخامس- سعر الصرف: واجهت الدول الأوروبية متاعب كبيرة نتيجة تعدد عملاتها ومن ثم تعدد أسعار الصرف فيما بينها، وانطلاقا من هذا الواقع ألزمت معاهدة ماستريخت دول الاتحاد الأوروبي الراغبة في العضوية في الوحدة النقدية أن

تغييرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

تبقى عملتها مدة سنتين ضمن النطاق الضيق لآلية سعر الصرف في النظام النقدي الأوروبي 10، أي السماح بتقلبات سعر صرف العملة في الحدود المقررة دون اللجوء إلى تخفيض سعر العملة مقابل عملة أي من الدول الأخرى الأعضاء في الاتحاد الأوروبي.

المحور الثاني: حدة التنافس بين العملتين ضمن النظام النقدي الدولي

على الرغم من أن فكرة استبدال الدولار بعملة أخرى لا تزال بعيدة لحد ما لأن النظام النقدي الدولي في الواقع لا يزال يركز على الدولار الأمريكي، وعلى الرغم من تأثير هذا الأخير على كافة أنواع المعاملات الاقتصادية الدولية إلا أن ظهور الأورو والوزن الاقتصادي الذي يتمتع به على الصعيد الاقتصادي العالمي، أصبح يزاحم الدولار في المعاملات المالية والتجارية العالمية، بل هناك من ذهب إلى إحلال الأورو محل الدولار كعملة دولية على المدى الطويل في ميزان المعاملات الاقتصادية العالمية.

أولاً- المقارنة بين استخدام الأورو واستخدام الدولار دولياً:

يمكن المقارنة بين استخدام الأورو كعملة دولية وبين استخدام الدولار، حيث أنه نحو ثلث الدول التي تربط عملاتها بشكل أو بعملة أخرى تستخدم الأورو كعملة تثبيت وتشمل في الغالب دولاً غير أعضاء في منطقة الأورو والاتحاد الأوروبي أو التي يحتمل انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي والدول الإفريقية المتحدثة بالفرنسية، وتستخدم معظم دول الثلثين الباقية - في آسيا وإفريقيا والشرق الأوسط وأمريكا اللاتينية - الدولار كعملة تثبيت، وبمراجعة هذا في نهاية عام 2009 نجد أن احتياطات النقد الأجنبي المسعرة بالدولار تضم نحو ثلثي إجمالي العالم من الاحتياطات الرسمية بالنقد الأجنبي المعرف تكوين عملاتها والجدول التالي يبين ذلك:

الجدول رقم (01): نصيب الدولار والأورو من إجمالي الحيازات الرسمية للاحتياطات الدولية

من العملات الأجنبية 1999-2010 (الوحدة: نسبة مئوية)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
الدولار الأمريكي	71,0	71,1	71,5	67,1	65,9	65,9
الأورو الأوروبي	17,9	18,3	19,2	23,8	25,2	24,8

المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية ARFBS ..... العدد: 2 / 2011

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010
باقي العملات	11,1	10,6	9,3	9,1	8,9	9,3
الدولار الأمريكي	66,9	65,5	64,1	64,1	62,1	61,5
الأورو الأوروبي	24,0	25,1	26,3	26,4	27,6	26,2
باقي العملات	9,1	9,4	9,6	9,5	10,3	12,3

Source: International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistics, Annual Report, 2010.

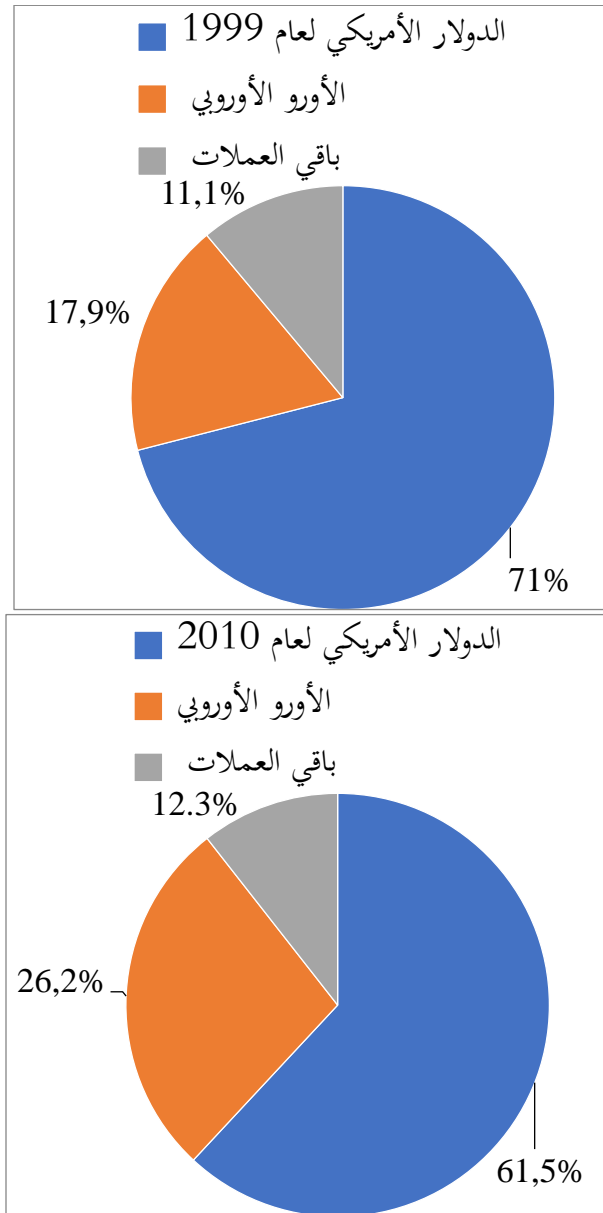
تشكل العملات الارتكازية المصدر الأول لمكونات الاحتياطيات الدولية، وباعتبار الدولار الأمريكي العملة الارتكازية الأولى منذ نهاية الحرب العالمية الثانية وعلى الرغم من انخفاض دوره نسبياً بعد انهيار نظام بريتون وودز عاد ليكون أكثر العملات استعمالاً كعملة احتياطية دولية، وتأتي الصين في المركز الأول بين دول الاحتياط الكبرى من الدولار حيث بلغ عام 2009 قيمة تريليوني دولار.

وتعتبر منطقة الشرق الأوسط والدول العربية من أكثر الدول التي تحتفظ بالاحتياطي من الدولار في العالم فالاحتياطي الرسمي الدولي من الدولار يتركز في أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا حيث وصل عام 2009 إلى حوالي 4,6 تريليون دولار أمريكي، وتأتي أمريكا اللاتينية في المركز الثاني بحوالي 3,8 تريليون دولار، ثم بعد ذلك باقي دول آسيا دون الصين 11، ويظهر الجدول رقم (1) أن نصيب الدولار الأمريكي في الاحتياطيات الدولية انخفض من 71,0% في عام 1999 إلى 61,5% عام 2010، ومن 74,2% إلى 58,5%، على التوالي في البلدان النامية.

وتظهر البيانات الواردة في الشكل رقم (1) زيادة في دور الأورو من 17,9% عام 1999 إلى 26,2% عام 2010 في الاحتياطيات الدولية، ومن 17,5% إلى 30,1% ومن 18,0% إلى 24,8% في الدول النامية والدول الصناعية على التوالي لنفس الفترة، وهو بذلك يحتل المرتبة الثانية.

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار حراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

الشكل رقم (01): نصيب الدولار والأورو من إجمالي الحيازات الرسمية للاحتياطيات الدولية من العملات الأجنبية لعامي 1999 و2010 (نسب مئوية) (الوحدة: النسب مئوية)



**المصدر:** من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (1).

من خلال المعطيات السابقة الذكر تبين أن مكانة الدولار الأمريكي كأهم عملة احتياط في العالم تهبط تدريجياً بينما ترتفع مكانة الأورو باستمرار، وفي الوقت نفسه فإن ازدياد الأورو تماسكاً كلياً أمام الدولار يعكس أن السوق تميل إلى الأورو تدريجياً، وجاءت الأزمة المالية العالمية 2008 حسب الاقتصادي بسام الحجار 12 لتسجل مواقع ضعف جديدة للدولار الأمريكي أمام الأورو، وبالإمكان تفسير قوة الأورو أمام الدولار إلى العوامل التالية:

التباطؤ في الاقتصاد الأمريكي، حيث لجأت السلطات النقدية إلى تخفيض الفائدة بسبب الأزمة مقابل بنوك مركزية الأوربي والياباني، وبسبب تراجع النمو الاقتصادي الأمريكي من نسب 1,9% إلى 0,7% في بداية عام 2001 عمد البنك المركزي الأمريكي إلى خفض الفائدة على الدولار من 6,5% إلى 6% لدعم حركة الاقتراض، وتقديراً لركود اقتصادي محتمل عمد البنك المركزي الأمريكي إلى تخفيض الفوائد على دفعات لتصل إلى 3,75% لتصبح أقل من مستواها في أوربا، وواصل البنك الفدرالي تخفيض الفوائد حتى جوان من العام 2003 لتحت على نسبة 1% أدنى مستوى له 13.

وفي جوان عام 2004 قررت الولايات المتحدة الأمريكية البدء في مرحلة جديدة من الفوائد المرتفعة وبخطى متسارعة لتصل إلى حوالي 5,7% ثم لتعاود انخفاضها من جديد وبدءاً من العام 2007 إلى 5,02%، لتصل عام 2008 إلى 1,98%، هذا في الوقت الذي سجلت فيه الفائدة الأوربية ارتفاعاً من 2,11% في العام 2002 إلى 4,28% في العام 2007 ولتشكل 4,86% عام 142008؛

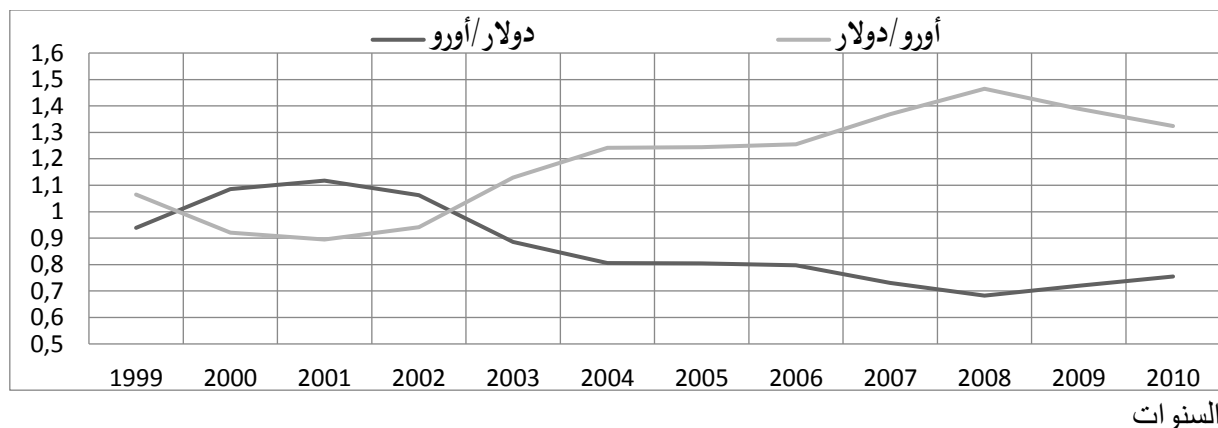
إقبال العديد من البنوك المركزية في العالم على تنويع احتياطياتها من العملات الارتكازية للتحويل على حساب الدولار، من خلال تحويل جزء من احتياطياتها الدولارية إلى الأورو وذلك لتفادي مخاطر ناتجة عن الانخفاضات في سعر صرف الدولار أمام الأورو كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (02): متوسط سعر الصرف المتبادل ما بين الأورو والدولار (1999-2010)

دولار- أورو

أورو- دولار

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).



Source: United Nations Conference on Trade And Development Statistics (UNCTAD), Exchange Rates Crossrates, Annual Report, 2011.

تزايد حدة أزمة السيولة في الولايات المتحدة الأمريكية مع تفاقم عجز الموازنة الأمريكية حيث استمر ارتفاع عجز الموازنة الأمريكية من 157,8 مليار دولار عام 2002 إلى 1412,7 مليار دولار عام 2009 ثم إلى 1555,6 مليار دولار عام 2010، والجدول التالي يوضح ذلك:

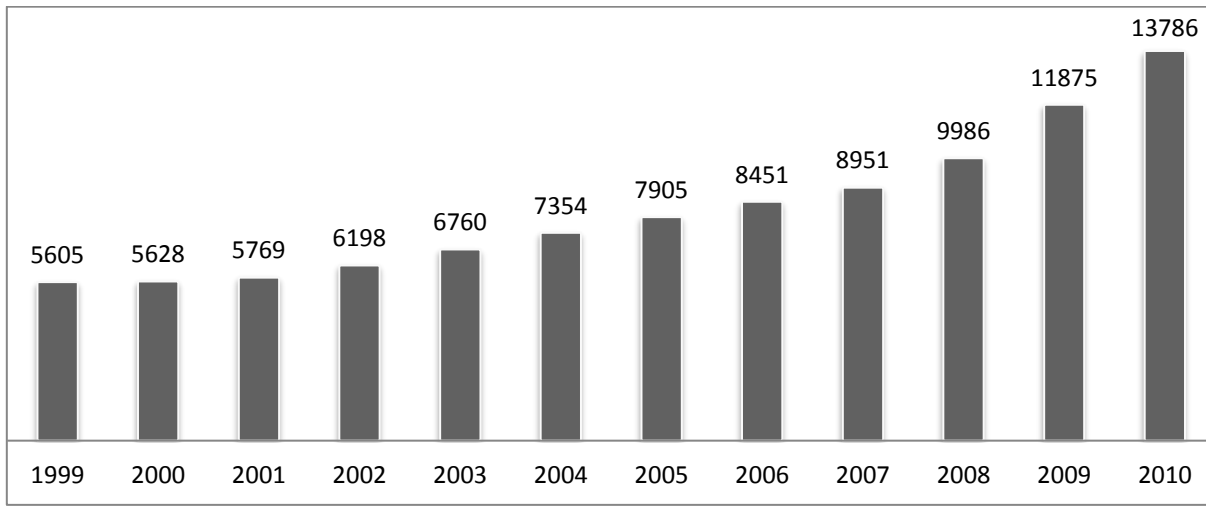
الجدول رقم (02): رصيد الموازنة الأمريكية السنوي 1999-2010 (الوحدة: مليار دولار)

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004
رصيد الموازنة الأمريكية	125,6	236,2	128,2	- 157,8	- 377,6	- 412,7
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010
رصيد الموازنة الأمريكية	- 318,3	- 248,2	- 160,7	- 458,6	- 1412	- 1555,6

Source: John Woolley and Gerhard Peters, Federal Budget Surpluses or Deficits, Budget of The United States Government, 2011.

فالارتفاع المستمر لعجز الموازنة الأمريكية ابتداءً من عام 2002 دفع بالولايات المتحدة الأمريكية إلى الاستدانة من الخارج، وقد بلغ الدين العام الأمريكي 11875 مليار دولار عام 2009 ليرتفع إلى 13786 مليار دولار عام 2010، والشكل رقم (3) يبين ذلك:

الشكل رقم (03): الدين العام الأمريكي السنوي 1999-2010 (الوحدة: مليار دولار)  
الدين العام



السنوات

Source: John Woolley and Gerhard Peters, Cross Federal Debt, Budget of The United States Government, 2011.

أيضا من الأسباب التي تفسر قوة الأورو أمام الدولار، تخلي الولايات المتحدة الأمريكية عن سياسة الدولار القوي لتخفيف العجز في الميزان التجاري، حيث لجأت إلى عملية التيسير الكمي\* الأولى بقيمة 1025 مليار دولار عام 152008، والثانية بقيمة 600 مليار دولار عام 162010، وذلك بتوسيع نطاق الاحتفاظ بالأوراق المالية في حساب النظام الفدرالي للسوق المفتوحة، لتشجيع عملية استعادة النشاط الاقتصادي والحد من اختلال الميزان التجاري الأمريكي، وبذلك زادت الولايات المتحدة من حجم الكتلة النقدية مما ساعد على تدني قيمة الدولار دون أن يؤثر إيجابياً على حجم الصادرات الأمريكية<sup>17</sup>.

ثانياً- الأورو في مواجهة الدولار:



تغييرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرفه الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

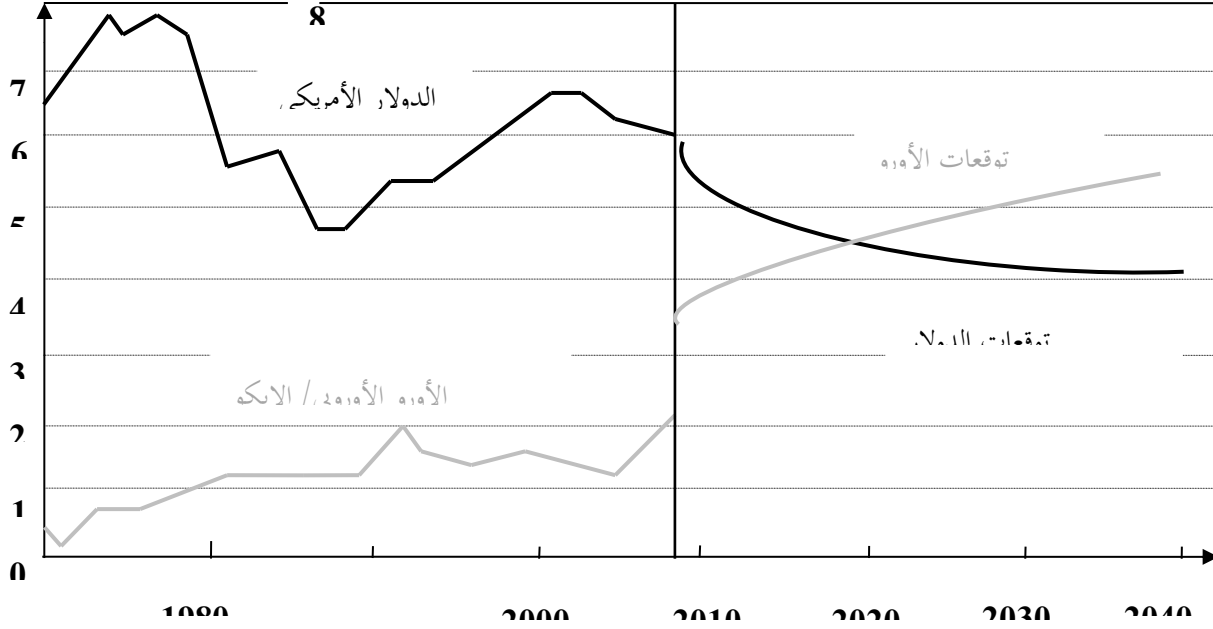
منذ إصداره شكّل الأورو نجاحاً لدوله الأعضاء، ويمكن القول أن الأورو حقق هدفه لدفع عملية التكامل وارتفعت مكانة الأورو الدولية باستمرار، وتساعد سعر صرفه الكلي مقابل الدولار الأمريكي.

وتشير دراسة لجيفري فرنكل 18 يتنبأ فيها بأن الأورو سوف يحل محل الدولار كعملة احتياط عالمية خلال عشر سنوات، ومن وجهة نظره فإن الأورو سوف يتجاوز الدولار لأول مرة في عام 2015 من حيث الاحتياطيات العالمية للبنوك المركزية في العالم، فتنبؤ فرنكل مرتبط بدراسة كان قد قام بها هو وشين منزلي عام 2008 وقد توصلنا إلى هذه النتيجة من خلال تحليل محددات الطلب على الاحتياطيات العالمية من النقد الأجنبي والتي يحتل فيها الدولار المركز الأول وبناءً على نتائج النموذج القياسي تم وضع عدة سيناريوهات للعلاقة بين الدولار والأورو حتى عام 2040.

ويشير فرنكل إلى أن الدولار ظل منذ نهاية الحرب العالمية الثانية حتى نهاية القرن العشرين عملة الاحتياط الرئيسية للعالم، ولم تستطع عملات قوية كانت موجودة في تلك الفترة من منافسة الدولار كالين الياباني والمارك الألماني، ومن وجهة نظره فإن الأورو يختلف عن الين الياباني والمارك الألماني حيث لم يشكل تحدياً لدور الدولار والسبب في ذلك يعود إلى أن الاقتصاديين الألمان واليابانيين كانا صغيرين بالنسبة لحجم الاقتصاد الأمريكي، كما أن أسواق المال في هاتين الدولتين لم تكن بالعمق المقارن بسوق المال الأمريكي، أما بالنسبة للأورو فإن الحجم الاقتصادي للمنطقة الأوروبية كبير وعلى نحو مماثل للاقتصاد الأمريكي كما أن الأورو قد أثبت أنه مخزن جيد للقيمة مقارنة بالدولار.

ويُعول فرنكل في دراسته على الدروس التاريخية المستفادة من العلاقة بين الدولار والجنيه الإسترليني، حيث أنه على الرغم من تجاوز الاقتصاد الأمريكي للاقتصاد البريطاني من حيث الحجم فإن الدولار لم يتجاوز الإسترليني إلا في حالات نادرة أي أن هناك فترات تأخير يمكن أيضاً أن تتكرر في العلاقة بين الدولار والأورو حسب فرنكل والشكل التالي يوضح الدراسة التي قام بها جيفري فرنكل وشين منزلي:

الشكل رقم (04): سيناريو استخدام الدولار والأورو في الاحتياطيات الدولية من النقد الأجنبي



Source: Jeffrey A. Frankel and Menzie Chinn, the Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, April 2008, p 17.

ويرى الاقتصادي محمد إبراهيم السقا 19 أن استشهد فرنكل بتكرار العلاقة بين الدولار والجنيه الإسترليني ليس في محله تماماً، والحجة في ذلك أن صعود الدولار كعملة دولية في ذلك الوقت كان لظروف عالمية أملت أن يحتل الدولار مكانة العملة الدولية في ظل عدم قدرة العالم العود لنظام الذهب، وفي وقت لم تكن هناك عملة احتياط دولية أصلاً، في حين كان الدور العالمي للإسترليني قد انتهى بنهاية العشرينيات من القرن العشرين تقريباً، ولذلك أجمعت الدول المؤتمرة في بريتون وودز على ضرورة العودة لنظام الذهب من خلال الدولار الأمريكي، أي استخدامه في احتياطات البنوك المركزية للعالم بدلاً من الذهب على أن تكون الولايات المتحدة مستعدة لتحويل هذه الدولارات إلى ذهب عند حاجتها لذلك<sup>20</sup>.

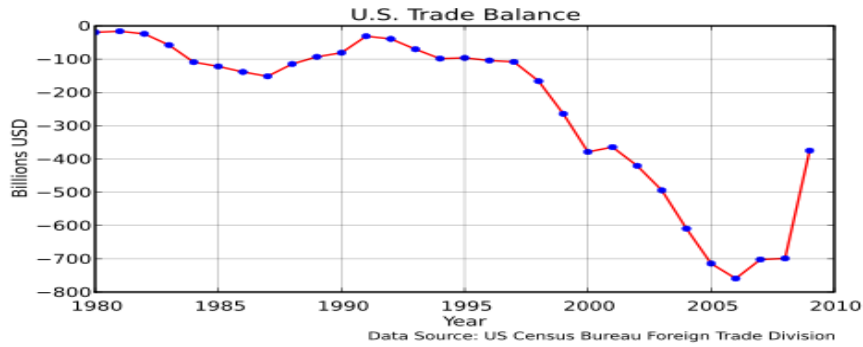
أما الحجة الثانية فهي أن دول العالم في الماضي كانت مستعدة لدفع التكلفة المالية اللازمة للحيلولة دون تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، إلا أنه ومنذ عام 2001 فقدت الولايات المتحدة جانباً كبيراً من التعاطف الدولي حول شرعية ما تقوم به من عمليات عسكرية خارج حدودها ومن ثم لم تجد من يقدم الدعم لميزانها التجاري

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

الذي استمر رصيده في العجز لعقود والشكل رقم (5) يوضح ذلك، في مقابل ما أسمته حربها على الإرهاب وهو ما يمهد لتراجع دور الدولار عالمياً في ظل العجز المتفاقم للميزان التجاري الأمريكي.

الشكل رقم (05): رصيد الميزان التجاري الأمريكي خلال الفترة 1980-2010 (الوحدة: مليار دولار)

الرصيد



السنوات

Source: U.S. Census Bureau Foreign Trade Division, 2011.

من ناحية أخرى، فإن آخر البيانات المتاحة عن احتياطات النقد الأجنبي لدول العالم وفقاً لبيانات صندوق النقد الدولي والمعروضة سابقاً تشير إلى أن الطلب على الدولار كعملة احتياط سار على نحو مماثل للطلب على الأورو، على الرغم من أزمة الدولار الأمريكي، وأن الدولار مازال المكوّن الأول لاحتياطات البنوك المركزية في دول العالم من النقد الأجنبي، وأنه على الرغم من ظروف الأزمة التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي خصوصاً أثناء وبعد الأزمة المالية العالمية 2008، فإن الدولار الأمريكي لم يشهد ذلك الهبوط الحاد في الطلب مثلما تتوقع دراسة فرنكل ومنزري.

ثالثاً- التحديات التي تعيق الأورو عن احتلال مكانة الدولار:

المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية ARFBS .....العدد: 2 / 2011

بالرغم من التخطيط الدقيق لعملية إصدار الأورو، إلا أن هناك نقط استفهام وتحديات كبيرة تواجه الأورو وتعكس بعض الغموض على دوره المستقبلي في النظام النقدي الدولي وقدرته على احتلال مكانة الدولار وأهمها:

❶ ➔ اختلاف السياسات الاقتصادية السائدة في منطقة الأورو: العقبة الأكبر أمام الأورو تنبع من طبيعة هذه العملة، كونها تضم في اسمها ومضمونها دولاً ذات اختلافات كبيرة في ما يتعلق بحجم الاقتصاد والسياسات الاقتصادية والاجتماعية والثقافية السائدة، صحيح أن البنك المركزي الأوروبي المسئول عن توحيد السياسات النقدية المتعلقة بالأورو يشكّل بنكاً مستقلاً تماماً وتعتبر قراراته ملزمةً لجميع الأطراف، إلا أنه سوف يعمل على نحو طبيعي على تحقيق مصالح دول منطقة الأورو عامة وبالتالي فإن أغلب قراراته سوف تكون توفيقية بما يحقق مصالح جميع الأطراف وهذا قد يضعف من قوة الأورو على المستوى العالمي، وهذا هو السبب الأساسي الذي أدى إلى انخفاض قيمة الأورو بما يقارب 20% في السنة الأولى من صدوره عام 1999، ولكنه حقق استقراراً نسبياً نوعاً ما وعاود الصعود مجدداً على نحو لافت للنظر.

❷ ➔ الثقل السياسي والعسكري الأمريكي: هناك عامل آخر يتميز به الدولار عن الأورو، وهو الثقل السياسي والعسكري للولايات المتحدة الأمريكية في العالم، فالتدخل المتواصل في قضايا الشعوب وسياساتها والتدخل العسكري يعطي الدولار قوة كبيرة ويسهم في نشره بقوة في أنحاء العالم، وهذا ما لوحظ بعد أحداث سبتمبر 2001 التي لم تؤثر كثيراً في قيمة الدولار بالنظر إلى ضخامة نتائجها السلبية على الاقتصاد الأمريكي، ويعزى ذلك إلى اتخاذ الولايات المتحدة إجراءات مالية ونقدية معتمدة على المكانة التي يحتلها الدولار ومن ورائه الاقتصاد الأمريكي في العالم، وهذا يشكّل تحدياً للأورو 21.

❸ ➔ التباين السياسي في منطقة الأورو: مع وجود تباين سياسي وازدياد دوره ونشاطه في الاتحاد الأوروبي، وهي تمتلك توجهها نحو الانفصال عن الاتحاد وإعادة الهوية الوطنية إلى كل دولة منه ويشكل هذا نقطة استفهام أخرى حول مستقبل الاتحاد وعملة الأورو، ولو أن الاتفاقيات المنعقدة بين الدول الأوروبية قلّصت بشكل كبير إمكانية حدوث أزمات من هذا النوع قد تؤثر في مستقبل الاتحاد الأوروبي وتكامله، إلا أن التاريخ أثبت أنه لا يسير على قواعد محددة.

❹ ➔ السياسات الاقتصادية الأمريكية: تحديات تواجه الأورو أمام الدولار الأمريكي، وهي تعرقل استمراره في الانتعاش بالنظر إلى السياسات الاقتصادية الأمريكية المتغيرة الخاصة بالضرائب والفائدة، فتخفيض الضرائب الأمريكية سيؤدي إلى زيادة الإنفاق

الاستثماري والاستهلاكي وتحفيز الاستهلاك والاستثمار وبالتالي زيادة معدل النمو، مما يشكّل دعماً للدولار أمام الأورو.

⑤ ➔ الأزمة المالية العالمية لعام 2008: صحيح أن شرارتها بدأت منتصف عام 2007 وطفّت للسطح عام 2008 وهي ناتجة عن أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية، وانتقلت من أزمة مالية خاصة بالأسواق المالية إلى أزمة حقيقية تهدّد الاقتصاد العالمي بالركود 22، وأثرت تأثيراً كبيراً على الاقتصاد الأمريكي ومؤسساته المالية والاقتصادية، كما أربكت هذه الأزمة مسيرة أوروبا التاريخية صوب اتحاد تتوثق عراه دوماً ولسنوات كثيرة تقدم المشروع الأوروبي بسلسلة مضيئة أعضاء جدد وملغيا الحواجز التي تقسم كيانه ومحققاً ازدهاراً متزايداً، وهذه الأزمة هي بمثابة أول اختبار كبير تعرضت له منطقة الأورو كاشفة عن عيوب في الإطار أخفتها السنوات السابقة 23.

فقد تأثر الاقتصاد الأوروبي عموماً واقتصاد منطقة الأورو خصوصاً، حيث انخفض معدل النمو في هذه المنطقة من 7,1% عام 2007 إلى 4,2% عام 2008، وانعكس هذا التراجع في معدل النمو على معدل البطالة بالارتفاع، وهو ما دفع قادة منطقة الأورو إلى تبني خطة إنقاذ مالي تعتمد على تقديم الدعم للمؤسسات المالية المتضررة وتستند أساساً إلى ضخ أموال عامة في المصارف المتضررة وضمان الودائع، كما تسعى إلى ضمان القروض بين المصارف 25، كما شارك صندوق النقد الدولي عن كثب في جهود المنطقة مقدماً الدعم المالي للدول التي تتمتع بأسس اقتصادية سليمة لكنها مازالت معرضة لخطر التضرر من العواقب الناتجة عن الأزمة وعمل على تقديم المشورة السياسية بالتعاون مع الاتحاد الأوروبي من خلال تقديم النصح الخاص ببناء الثقة في التأمين متعدد الأطراف 26.

⑥ ➔ أزمة الديون السيادية الأوروبية لعام 2010: اندلعت هذه الأزمة باعتبارها من أخطر المشاكل التي تعرضت لها منطقة الأورو في عقدها الأول فصل الربيع من عام 2010 27، حينما دفعت كلاً من اليونان وأيرلندا لطلب مساعدات من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي وفق برنامج يلزم الدولتين بإجراءات تقشفية حازمة، فقد اهتزت منطقة الأورو قبل أن يتمكن الانتعاش من اكتساب الفعالية اللازمة وانتشرت الأزمة على الصعيد الدولي مهددة النظام المالي والتعافي الإقليمي والعالمي من آثار الأزمة المالية 2008 28.

ففي ماي عام 2010 اتفق وزراء مالية دول الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي على منح اليونان المثقلة بالديون قرصاً بقيمة 110 مليار أورو بشرط الالتزام بخطة

تقشف صارمة، وفي الشهر نفسه أقر الاتحاد الأوروبي خطة إنقاذ بقيمة 750 مليار أورو، والأمر نفسه وقع مع أيرلندا حينما قاما البنك المركزي الأوروبي والصندوق بتقديم قرض بقيمة 85 مليار أورو مقابل تنفيذ خطة تقشف حازمة<sup>29</sup>.

وقد تزايد القلق بشأن انتقال عدوى الأزمة لدول أوروبية أخرى وفي مقدمتها البرتغال واسبانيا وإيطاليا في ظل تفاقم ديونها كما يوضحه الشكل رقم (6)، متجاوزة بذلك أحد معايير اتفاقية ماستريخت التي تحدد نسبة 60% كحد أقصى للدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي، مما أدى إلى حدوث اضطرابات في بعض أسواق التمويل وفي بعض الحالات وصلت فروق أسعار الفائدة على السندات الحكومية إلى مستويات مرتفعة قياسية تفوق كثيراً المستويات العادية لها<sup>30</sup>.

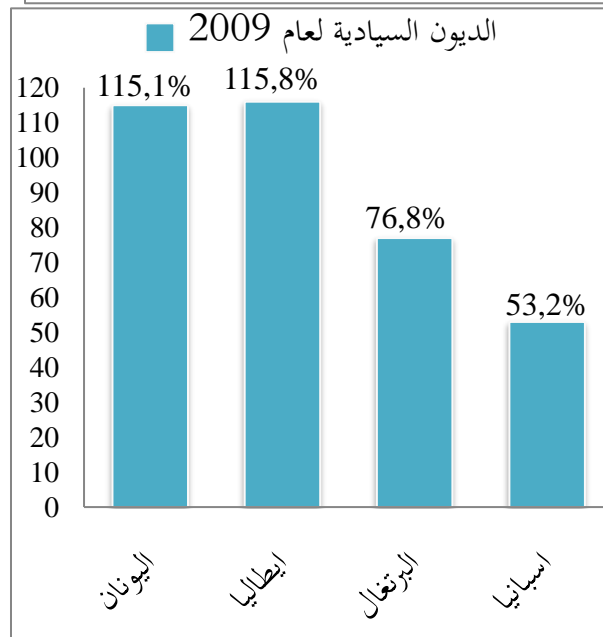
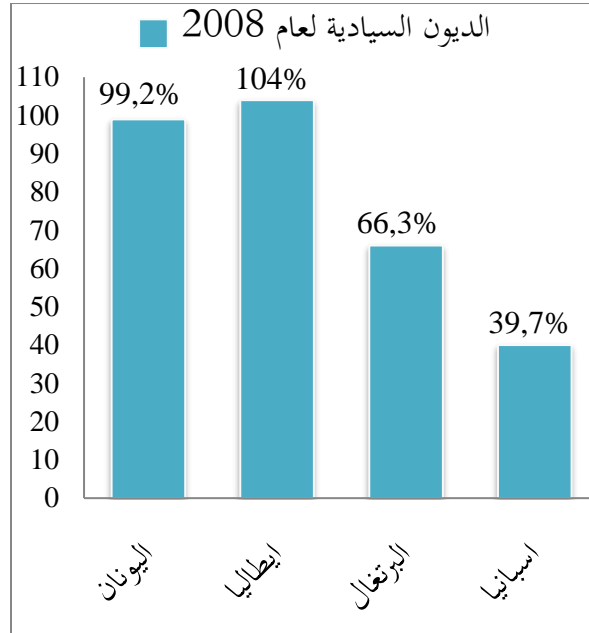
ومع القيام بمقارنة عامي 2008 و2009 نجد أن الدول الأربعة شهدت ارتفاعاً في نسبة ديونها السيادية إلى ناتجها المحلي الإجمالي لكن بنسب مختلفة، فحسب الشكل رقم (6) يشير إلى أن اليونان ارتفعت ديونها السيادية من 99,2% عام 2008 إلى 115,1%، أيضاً إيطاليا عرفت ارتفاعاً في نسبة ديونها السيادية إلى ناتجها المحلي حيث انتقلت من 104% إلى 115,8% عام 2009 بالإضافة إلى البرتغال هي الأخرى شهدت ارتفاعاً من 66,3% إلى 76,8% عام 2009، لتأتي اسبانيا التي عرفت هي أيضاً ارتفاعاً في نسبة ديونها السيادية إلى ناتجها المحلي إذ انتقلت من نسبة 39,7% عام 2008 إلى 53,2% عام 2009.

الشكل رقم (06): الديون السيادية لبعض دول منطقة الأورو لعامي 2008 و2009

(الوحدة: نسبة إلى

الناتج المحلي الإجمالي)

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).



Source: Département Des Etudes Economiques De La Société Générale, Les Risques En Europe Du Sud Et La Spécificité Italienne, Juin 2010, P 24.

ولعل تفاقم الديون السيادية لمنطقة الأورو يعود إلى عدّة أسباب أهمها:

لجّ تحمس الدول صاحبة الديون إلى استيفاء شروط الانضمام إلى منطقة الأورو فقامت بالإفراط في الاقتراض من أجل رفع معدلات النمو وتحسين الأداء الاقتصادي، وكذا تعمّد تليفق بعض المؤشرات خاصة المؤشر المتعلق بعجز الموازنة العامة وهو ما جعل هذه الدول تُعلن في وقت متأخر حقيقة عن وضعها المالي، وكانت المؤشرات الحقيقية مفاجئة في كثير من هذه الدول خصوصاً عندما حان وقت السداد كان الارتباك وحلت الأزمة31؛

لجّ أيضاً من أسباب تفاقم الديون لهذه الدول تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 عندما قامت بعمليات الإقراض الواسعة للحيلولة دون إفلاس العديد من بنوكها والمؤسسات المالية ففي إيطاليا قامت بتوفير تمويل بقيمة 20 مليار أورو لقطاع البنوك ومن دون ضمانات32، وهي إجراءات قامت بها هذه الدول للحد من آثار الأزمة المالية العالمية التي هدّدت بالفعل استقرار الاقتصاد العالمي، فما كان من هذه الدول صاحبة الملاءات المالية الضعيفة إلا اللجوء إلى المديونية الخارجية لتمويلها بالأموال اللازمة لذلك، وهو ما أدى إلى تفاقم ديونها والاتجاه نحو الصعود.

المحور الثالث: تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على أسعار الذهب

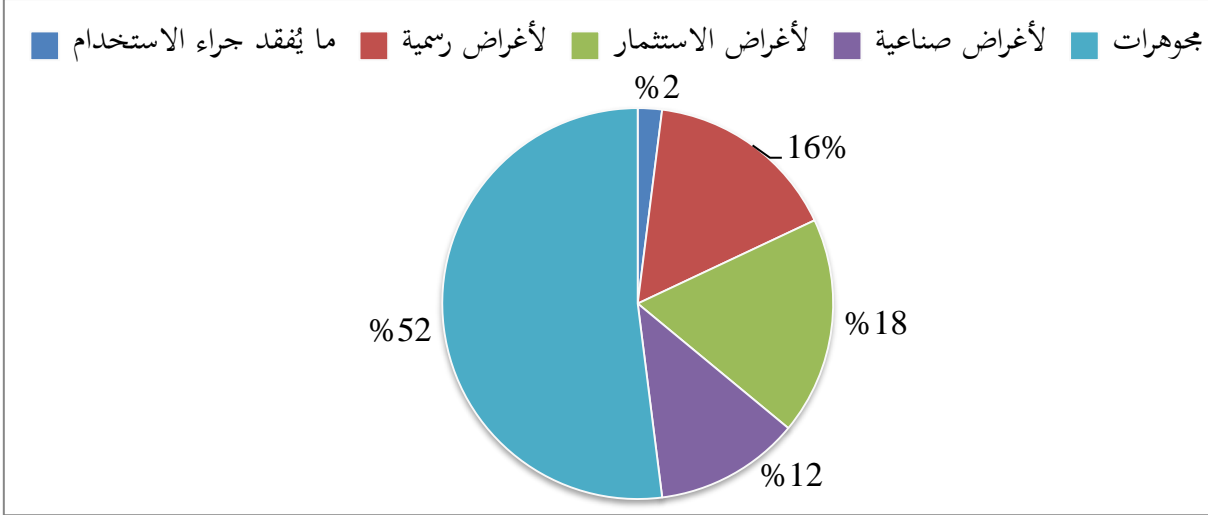
يمكن تحديد أثر تقلبات أسعار صرف الدولار والأورو على أسعار الذهب من خلال ما يلي:

أولاً- استخدامات الذهب: أما عن استخدامات الذهب، ووفقاً للشكل رقم (7) فإن أهم استخدامات الذهب هي استخدامه كحلي مجوهرات بنسبة 52% من الذهب المستخرج، يليه في الأهمية استخدامات الذهب كأصل استثماري بنسبة 18% من الذهب المستخرج ثم ما تحتفظ به البنوك المركزية من ذهب في صورة سبائك بنسبة 16% من الذهب المستخرج، واستخدام الذهب في الأغراض الصناعية بنسبة 12%، فالشكل يشير إلى تطور هام في الطلب على الذهب وهو أحد الأسباب الأساسية وراء ارتفاع سعره حيث تزايد الطلب عليه كأصل استثماري من قبل صناديق تداول المعدن تجعل أسعار الذهب أكثر تقلباً.

الشكل رقم (7): استخدامات الإنتاج العالمي من الذهب عام 2009  
(الوحدة: نسبة مئوية)



تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).



Source: Gold Mineral Services, UBS WMR, May 2010.

ثانياً- أشكال الاستثمار في الذهب:

فيما يلي أهم طرق الاستثمار في الذهب لمن يريد أن يفهم أكثر في هذا المجال33:

الطريقة الأولى: السوق الفورية وهي الطريقة التي يتبعها كبار المشتريين والمؤسسات حيث يشترون الذهب من البنوك الكبرى، وتعتبر لندن هي أهم مراكز السوق العالمية الفورية لتجارة الذهب والتي تحدد أسعار الذهب إذ تتم تسوية تعاملات بنحو 18 مليار دولار في لندن يوميا. وهنا لا يتم نقل الذهب وذلك لتجنب مخاطر التكلفة والمخاطر الأمنية وإنما تتم تسوية الصفقات من خلال تحويلات ورقية.

ولا تعتبر لندن هي السوق الفورية الرئيسية الوحيدة لتجارة الذهب وإنما هناك أسواق فورية رئيسية أخرى للذهب هي الهند والصين والشرق الأوسط وسنغافورة وتركيا وإيطاليا والولايات المتحدة.

الطريقة الثانية: أسواق العقود الآجلة في بورصات العقود الآجلة، يتداول المستثمرون عقودا لبيع أو شراء سلعة معينة بسعر ثابت وموعد تسليم معين في المستقبل، وتعتبر سوق كومكس في بورصة نيويورك التجارية أكبر سوق في العالم لعقود الذهب الآجلة من حيث حجم التداول، كما أطلقت الصين أول بورصة صينية لعقود الذهب الآجلة في يناير 2008. كما جرى أيضاً إطلاق بورصات للعقود الآجلة في عدة بلدان أخرى من بينها الهند وتركيا وكذلك دبي.

الطريقة الثالثة: الصناديق المتداولة في الصناديق المتداولة يتم إصدار أوراق مالية مدعومة بالمعدن الأصفر، مما يتيح للمستثمرين الاستفادة من إمكانيات سوق الذهب دون استلام المعدن نفسه، ويعتبر صندوق أس.بي.دي.أر جولد تراست هو أكبر صندوق متداول مدعوم بالذهب حيث تعادل حيازات هذا الصندوق أكثر من نصف إمدادات المناجم العالمية سنويا وتبلغ قيمتها بأسعار اليوم حوالي 51.8 مليار دولار.

ومن الصناديق الرئيسية الأخرى المتداولة المدعومة بالذهب صندوق أي شيرز كومكس جولد تراست وصندوق جولد بوليون سيكيوريتيز التابع لشركة أي.تي.أف سيكيوريتيز وصندوق أي.تي.أف.أس فيزيكل جولد وصندوق فيزيكل جولد التابع لبنك زوريخ كانتونال.

الطريقة الرابعة: السبائك والعملات وهذه الطريقة يتبعها أغلب المستثمرين المحليين حيث يقومون بشراء الذهب من تجار المعادن في متاجر متخصصة أو على الانترنت. ويدفعون علاوة سعرية ضئيلة مقابل المنتجات الاستثمارية تزيد ما بين خمسة إلى 20 بالمئة على سعر السوق الفورية بناء على حجم المنتج ومستوى الطلب.

ثالثاً- العوامل المؤثرة في اتجاه أسعار الذهب:

حسب تقرير بيتك للأبحاث المحدودة التابعة لمجموعة بيت التمويل الكويتي فإن أهم العوامل التي تؤثر في اتجاه سعر الذهب تتمثل في:

1- الذهب ومعدلات الفائدة الحقيقية: يُعد مستوى معدلات الفائدة الحقيقية عامل مهم يمكن أن يؤثر في أسعار الذهب، ففي الوقت الذي يفتقر فيه الذهب إلى عائداته الخاصة، تزداد تكلفة فرصة امتلاك الذهب مع زيادة أسعار الفائدة الحقيقية وتتنخفض مع تراجع معدلات الفائدة الحقيقية.

وفقاً للدراسة، يجب أن تكون فترات أسعار الفائدة الحقيقية السلبية إيجابية وخصوصاً بالنسبة للذهب، ويدعم هذا الرأي من خلال دراسة فترة السبعينيات من القرن العشرين عندما كانت أسعار الفائدة الحقيقية سلبية إلى حد كبير لفترات طويلة. وفي الآونة الأخيرة، توحدت أسعار الفائدة قصيرة الأجل القريبة من الصفر مع التضخم المتواضع كما وتشير (توقعات التضخم) أيضاً إلى أسعار الفائدة الحقيقية السلبية مما قد يكون سبباً في دعم الطلب على الذهب.

2- الذهب والدولار الأميركي: منذ التحول إلى أسعار الصرف العائمة في أوائل السبعينيات من القرن العشرين، شكلت القيمة الخارجية للدولار تأثيراً كبيراً على المدى

القصير لتحركات أسعار الذهب. ويقدر صندوق النقد الدولي في عام 2008 أن 40% - 50% من التحركات في سعر الذهب منذ عام 2002 كانت مرتبطة بالدولار، مع تغيير بنسبة 1% في القيمة الخارجية للدولار بنسب فعالة مما أدى إلى تغيير أكثر من 1% في سعر الذهب.

وتقوم هذه العلاقة نظراً لـ:

• تراجع الدولار يؤدي لزيادة القدرة الشرائية لدول المناطق التي لا تعتمد على الدولار (وارتفاع الدولار يقلل من ذلك) مما يزيد من أسعار السلع الأساسية بما في ذلك الذهب (أو خفض تلك الأسعار في حالة ارتفاع الدولار)؛

• يبحث المستثمرون في فترات ضعف الدولار عن بديل للقيمة، مما يسهم في ارتفاع أسعار الذهب. ويشمل ذلك المستثمرين الذين يعتمدون على الدولار نتيجة القلق من عواقب التضخم المحتملة لضعف الدولار، وقد كان الدولار خلال فترات قوته بديلاً مناسباً للمحافظة على القيمة؛

• يؤكد التاريخ الحديث وجود ارتباط وثيق بين سعر الذهب وقيمة الدولار الأمريكي. كما وارتبط ضعف الدولار في أواخر السبعينيات من القرن العشرين بارتفاع أسعار الذهب، كما هي الحال مع الضعف الكبير في قيمة الدولار الذي بدأ في عام 2002. وعلى خلاف ذلك، قد ارتبط الدولار القوي في منتصف الثمانينيات والتسعينيات بانخفاض أسعار الذهب نسبياً.

### 3- الذهب وأسعار النفط:

المُتَّبَع لأسعار الذهب في الأسواق العالمية يلاحظ التالي كلما ترتفع أسعار الطاقة وخصوصاً النفط ترتفع أسعار الذهب والإجابة في الحقيقة تبقى واضحة على هذا الاتجاه لأن ارتفاع أسعار النفط تمثل ارتفاع في تكلفة الإنتاج على المستوى العالمي وارتفاع تكلفة الإنتاج على المستوى العالمي تؤثر على ما يُطلق عليه اقتصاديات العرض ومن ثم يحدث التضخم، حدوث التضخم يجعل المستثمرين يلجئون إلى الاحتفاظ بنوع معين من الأدوات المالية التي تبقى ملاذ لهم في هذا الوقت وتخوفاً من التضخم ويكون في الغالب هو الذهب ومن ثم الراسد لتطورات أسعار الذهب لفترات طويلة يلاحظ أنها ترتفع عند ارتفاع أسعار النفط<sup>34</sup>.

- 4- الذهب والضغط المالي: يمثل التأثير الكبير والواضح في أسعار الذهب على المدى القصير مستوى الضغوط المالية، مما أدى إلى وصف الذهب أحياناً أنه «التحوط عند الأزمات». وقد يزداد الطلب على الذهب في فترات الضغط المالي لعدد من الأسباب:
- الانخفاض الحاد في قيمة الأصول الأخرى مثل حقوق المساهمين وارتفاع معدل التذبذب في أسعار الأصول، مما أدى إلى الطلب على بديل أكثر استقراراً له قيمة غير مترابطة بالأصول الأخرى؛
  - المخاوف بشأن أمن الأصول الأخرى مثل السندات نظراً لاحتمالات العجز عن السداد، وحتى المخاوف المرتبطة بالمبالغ النقدية في حالة تعافي النظام المصرفي - الخوف من الانهيار المنظم؛
  - الحاجة للسيولة في بيئة قد يكون من الصعب معها تحقيق القيمة (أو القيمة الكاملة) من أصول أخرى.

كما جاء في تقرير «بيتك» للأبحاث أنه على الرغم من توقعات ارتفاع أسعار الذهب في المدى القريب لا يزال الاعتقاد أن الأسعار قد اقتربت من ذروتها. وتتصل هذه التوقعات بتطورات أزمة الديون في الولايات المتحدة، ومواصلة القادة الأوروبيين تصحيح الأوضاع في منطقة اليورو، وبالتالي تجنب وقوع كارثة أخرى. وعلاوة على ذلك من المتوقع أن يستعيد الانتعاش الاقتصادي الأميركي زخمه تدريجياً في النصف الثاني من عام 2011 حسب المؤشرات الاقتصادية الإيجابية. وفي الوقت ذاته، تقترب اليابان من تحقيق الوضع الطبيعي بعدما ألمت بها الكوارث الطبيعية في مارس 2011. وينبغي أن تعزز هذه العوامل ثقة المستثمرين وبالتالي خفض أسعار الذهب 35.

5- الذهب والعوامل السياسية: يرى الخبير الاقتصادي من دبي محمد العسومي أنه إضافة إلى العوامل الاقتصادية نجد هناك عوامل سياسية لها أثر في اتجاه أسعار الذهب، فازدياد التوتر بين الولايات المتحدة وإيران سوف يؤدي إلى ارتفاع سعر الذهب، وعليه فالتوقعات بشأن تأثر أسعار الذهب مرتبطة بتوتر الأوضاع أكثر بين الولايات المتحدة وإيران بشكل خاص وتوتر الأوضاع في العالم بشكل عام 36.

رابعاً- العلاقة بين سعر صرف الدولار أمام الأورو وأسعار الذهب:

تتصف طبيعة العلاقة بين سعر صرف الدولار أمام الأورو وأسعار الذهب حسب البيانات الواردة بالعكسية خلال الفترة (1999-2008)، والدولار هو العملة المتعارف عليها منذ نهاية الحرب العالمية الثانية لتسعير معظم السلع الإستراتيجية العالمية كالنفط

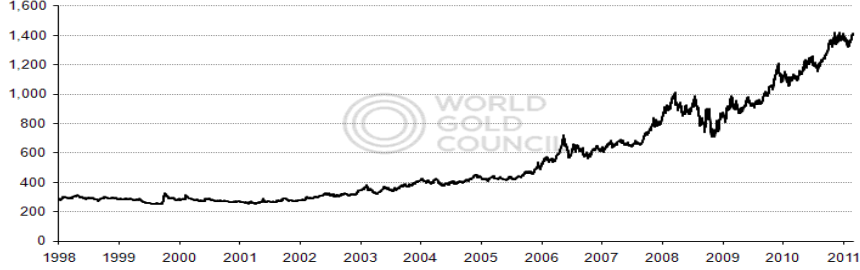
تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

والذهب، فإذا انخفض سعر صرف الدولار أمام الأورو ارتفعت أسعار الذهب أو زاد الطلب عليها، كما عرفت الفترة (2009-2010) علاقة طردية بين سعر صرف الدولار أمام الأورو وأسعار الذهب، حيث شهد سعر صرف الدولار ارتفاعاً أمام الأورو خلال هذه الفترة وفي نفس الوقت عرفت أسعار الذهب ارتفاعاً.

وبخصوص أسعار الذهب، فقد شهدت ارتفاعاً مستمراً خلال فترة الدراسة ويعزى ذلك إلى ارتباط الدولار بالذهب من جهة، وإلى محدودية الإنتاج والاحتياطي العالمي من الذهب من جهة أخرى، كما يواجه الذهب طلب متزايد باعتباره معدن نفيس إلى جانب قيامه بالعديد من الوظائف على مر الزمن، ما يعني ندرة العرض مقابل الطلب عليه، وهو ما يفسر استمرارية ارتفاع الأسعار حسب الشكل رقم (8) خلال الفترة بين عامي 1998 وبداية عام 2011، إضافة إلى تزايد المخاوف بشأن تفاقم الديون السيادية لمنطقة الأورو مما دفع بأسعار الذهب نحو الارتفاع، كما تجدر الإشارة إلى أن من بين أسباب ارتفاع أسعار الذهب والنفط معاً عند بداية عام 2011 ما حدث من توترات واضطرابات سياسية واقتصادية في شمال إفريقيا خلال الأشهر الأولى من نفس العام ما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع الإستراتيجية.

الشكل رقم (8): تطور أسعار الذهب خلال الفترة 1998-2011 (الوحدة: دولار أمريكي/أوقية)

Gold price, USD per ounce, London PM fix



Source: IHS Global Insight

World Gold Council Statistics, 2011. Source: -

- The first two months of 2011.

وفي دراسة قامت بها شركة تعمل في مجال الاستشارات الخاصة بالمعادن النفيسة (GFMS Ltd)، تمت دراسة مدى قوة الارتباط بين أسعار الذهب وسعر صرف الدولار أثبتت النتائج وجود علاقة سلبية بين سعر صرف الدولار أمام الأورو وبدأت هذه العلاقة ثابتة على مر الوقت ومع أسعار الصرف على اختلافها 37، وتوضح البحوث أنه على الرغم من أن هذه الفترة (1998-2011) كانت تعد فترة اضطراب اقتصادي كبير إلا أن الذهب خلال هذه الفترة كان على الدوام بمثابة ملاذ آمن ووسيلة حماية جيدة ضد الأوضاع التي سادها عدم الاستقرار والتقلبات في أسعار الصرف التي ترتبت على ذلك خصوصاً خلال العشر سنوات الأولى من القرن العشرين إذ شهدت أحياناً أزمات اقتصادية عالمية وأخرى إقليمية لها انعكاسات عالمية أكثرها حدة الأزمة المالية العالمية 2008 وأزمة الديون السيادية الأوروبية 2010.

النتائج وأهم التوصيات:

من خلال الاستعراض البسيط السابق تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها:

- بالرغم من أن بعض الدراسات تتنبأ بأن الأورو سوف يحل محل الدولار كعملة احتياط عالمية خلال سنوات قادمة إلا أن الدولار حالياً لا يزال يشكل القاعدة التي يرتكز عليها النظام المالي والنقدي العالمي، وهو ما أوضحتها العديد من الإحصاءات التي ترمي إلى تبيان موقع ومكانة الدولار في النظام النقدي العالمي؛

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

- تأخذ أسعار الذهب العالمية منحاً تصاعدياً خلال فترة الدراسة ويُعزى ذلك لطبيعة خاصة تأخذ خصوصية من تداخل العديد من العوامل الاقتصادية، والتي تتفاوت أهميتها ودرجة تأثيرها على أسعار الذهب في السوق العالمية؛
- تتصف طبيعة العلاقة إجمالاً خلال فترة الدراسة بين سعر صرف الدولار والأورو وأسعار الذهب بالعكسية باعتبار أن الدولار هو العملة المتعارف عليها منذ نهاية الحرب العالمية الثانية لتسعير معظم السلع الإستراتيجية العالمية كالنفط والذهب هذا من جهة، وإلى محدودية الإنتاج والاحتياطي العالمي من الذهب من جهة أخرى، فإذا انخفض سعر صرف الدولار أمام الأورو ارتفعت أسعار الذهب أو زاد الطلب عليها.

#### التوصيات:

بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يمكن طرح توصيات بهذا الشأن أهمها:

- إمكانية اعتماد عملة عالمية جديدة في شكل سلة عملات أو ما يعرف بحقوق السحب الخاصة كأساس للتسعير، يخول صندوق النقد الدولي بالتحكم بها، قصد تجنب تسعير الذهب بالدولار وبالتالي تحييد أثر تقلبات سعر صرف الدولار على السعر الحقيقي للذهب؛
- دور الهيئات النقدية الدولية في العمل على الحد من التوجه لسياسة التيسير الكمي المعتمدة من طرف الولايات المتحدة الأمريكية، فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى المزيد من تقلبات سعر صرف الدولار وهو ما ينعكس على سلوك المستثمرين بفقدانهم درجة الثقة في قيمة الدولار، هذا الوضع يقود المستثمرين إلى التوجه نحو الملاذ الآمن وهو الذهب للحيلولة دون فقدان قيمة أصولهم وبالتالي ارتفاع أسعار الذهب.

#### المراجع:

<sup>1</sup> - رشاد العصار ورياض الحلبي، النقود والبنوك، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 29.

- 2- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، مجلة عالم المعرفة، العدد رقم 118، الكويت، أكتوبر 1987، ص ص 133-146.
- 3- سامي خليل، الاقتصاد الدولي، الكتاب الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، 2007، ص ص 1298-1301.
- 4- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، لبنان، 2001، ص 437.
- 5- مجدي محمود شهاب، الوحدة النقدية الأوروبية الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة النشر مجهولة، ص 70.
- 6- صالح فلاح، نظام النقد الدولي ومعضلة الدول الفقيرة، مجلة اتحاد الجامعات العربية للعلوم التطبيقية، المجلد 01، العدد 03، سبتمبر 1999، ص 72.
- 7- عماد يونس، وحدة النقد تاريخ - أهداف ومؤثرات على الاقتصاد العالمي وعلى العالم العربي، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2005، ص 55.
- 8- ماجد بن عبد الله المنيف، آثار عملة اليورو في أسواق النقد العالمية، مجلة الكويت الاقتصادية، المجلد 03، العدد 06، شتاء 1999، ص ص 13-14.
- 9- فاروق محمود الحمد، الوحدة النقدية الأوروبية واليورو: النشأة، التطور والآثار، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 61، الكويت، 2000، ص 39.
- 10- عرفات تقي الحسني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص 257.
- 11- خالد حنفي وآخرون، النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، ورقة بحث مقدمة للمؤتمر العلمي العاشر حول: الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، لبنان، 20/19 ديسمبر 2009، ص ص 16-17.
- 12- أستاذ في الاقتصاد والمصارف والمال بجامعة بيروت وله العديد من المؤلفات في مجال الاقتصاد الدولي.
- 13- اتحاد المصارف العربية، النشرة المصرفية العربية، الفصل الثالث، سبتمبر 2007، ص 28.
- 14- بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى، لبنان، 2009، ص 56.



تغييرات أسعار الذهب الدولية فهي ظل تقلبات أسعار صرفه الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

\*- يُعد التيسير الكمي إحدى أدوات السياسة النقدية التي تستخدم في أوقات الأزمات، وتعني خطة التيسير الكمي عملية خلق النقود من فراغ، حيث سيقوم الاحتياطي الفدرالي بزيادة الأساس النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية، واستخدامه لشراء السندات الحكومية من المؤسسات المالية التي يفترض أن تستخدم هذه الزيادة في الأساس النقدي في عمليات الإقراض وزيادة حجم الائتمان، وهو ما يؤدي إلى زيادة عملية خلق النقود بصورة مضاعفة، يعتمد ذلك على قيمة المضاعف النقدي.

15 - John Canally, **Fed Surprises Market with Massive Quantitative Easing**, March 19, 2009, P 01.

16 - EconomicReview Journal, **Quantitative Easing 2 Is A Central Bank Coup**. November 2010.

17- جورج كوبر، ترجمة محمود محيي الدين، الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفاء، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص 63.

18- أستاذ الاقتصاد بجامعة هارفارد مختص في الاقتصاد الدولي.

19- أستاذ الاقتصاد بجامعة الكويت.

20 - محمد إبراهيم السقا، هل يتجاوز اليورو الدولار خلال عشر سنوات، منشور على الموقع: <http://www.alqabas.com.kw/Article.aspx?id=561136>، شوهد بتاريخ: 2011/02/22.

21- عباس كاظم جاسم الدعيمي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006)، أطروحة لنيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، 2008، ص 196.

22- نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، خريف 2009-شتاء 2010، ص 93.

23- ماريك بيلكا، أوروبا في شدة، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 02، جوان 2009، ص 08.

24- البنك الدولي، التقرير السنوي للبنك الدولي 2009، ص 42.

25- محمد أحمد زيدان، فصول الأزمة المالية العالمية: أسبابها، جذورها وتبعاتها الاقتصادية، ورقة بحث مقدمة لمؤتمر حول: الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، لبنان، يومي: 14/13 مارس 2009، ص 18.

26- جين بيزاني وفيري، إعادة تشكيل الاقتصاد العالمي، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولي، المجلد 46، العدد 01، مارس 2009، ص 12.

27- باري ايشنجرين، اختبار إجهاد لليورو، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 46، العدد 02، جوان 2009، ص 19.

28- دراسة أجراها خبراء صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي: التعافي والمخاطر واستعادة التوازن، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2010، ص 72.

29 - Commission Européenne, Procès-verbal de la mille neuf cent trente-huitième réunion de la Commission tenue à Bruxelles, PV(2010) 1938 final, Strasbourg, le 14 décembre 2010, P 13.

30- تقرير الاستقرار المالي، الاستقرار المالي لا يزال معرضاً للخطر، صندوق النقد الدولي، جانفي 2011، ص 02.

31- التقرير الاقتصادي الصادر عن مجلس الغرف السعودية، الديون اليونانية وأزمة اليورو: الدروس المستفادة لدول مجلس التعاون الخليجي، المملكة العربية السعودية، العدد 19، جويلية 2010، ص 15.

32- بندي عبد الله عبد السلام وبرودي نعيمة، تسونامي الرهن العقاري أزمة مالية عالمية إلى أين وإلى متى؟، ورقة بحث مقدمة لمؤتمر حول الأزمة المالية العالمية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأورو مغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة بجاية، 12/11 أكتوبر 2009، ص 21.

33- الطرق المختلفة للاستثمار في الذهب، منشور على الموقع: <http://forum.egypt.com/arforum/>، شوهده بتاريخ: 2011/11/17.

34 - نبيل حشاد، أسباب ارتفاع أسعار الذهب، منشور على الموقع: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/0D878338-773C-4702-812D-2AEE49E1A0AD.htm>، شوهده بتاريخ: 2011/11/17.

تغيرات أسعار الذهب الدولية في ظل تقلبات أسعار صرف الدولار دراسة تحليلية خلال الفترة (1999-2010).

---

35 - إلى أي حد يمكن أن تصل أسعار الذهب؟، منشور على الموقع: <http://www.w-tb.com/wtb/vb4/showthread.php?2577>، شوهد بتاريخ: 2011/11/17.

36 - محمد العسومي، أسباب ارتفاع أسعار الذهب، منشور على الموقع: <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/0D878338-773C-4702-812D-2AEE49E1A0AD.htm>، شوهد بتاريخ: 2011/11/17.

37 - GFMS Limited, London, [www.gfms.co.uk](http://www.gfms.co.uk), 2011.