

اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية : دراسة نظرية نقدية

د. جبوري محمد* و بدراري شاهيناز**

* أستاذ محاضر بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة سعيدة

** طالبة دكتوراة، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان

ملخص

يهدف هذا المقال إلى تحليل إشكالية اختيار نظام سعر الصرف في الدول النامية بعد التغيرات العميقة التي شهدتها الاقتصاد الدولي والتي جعلت هذا الفلك أكثر تعقيداً. التطور الحالي للنظام النقدي الدولي تميز بالنمو المعتبر لتدفقات رؤوس الأموال باتجاه الدول النامية والناشئة وتوسع دائرة الشركاء التجاريين لهذه الدول.

إذن مسألة اختيار نظام سعر الصرف الأمثل الذي يتسق ويسمح بتحقيق بعض تلامم بين أهداف الاستقرار الداخلي والخارجي للبلد ويوفر بعض الحماية في مواجهة خطر تقلب المفاجئ في تغير اتجاه تدفقات رؤوس الأموال، تستدعي التعمق في مسألة اختيار نظام سعر الصرف بشكل أساسي بالنسبة للدول النامية.

الكلمات المفتاحية: مثلث الثلاثية المستحيلة؛ العوامل المالية والضعف المالي؛ اختيار نظام سعر الصرف.

Résumé

Cet article vise à analyser la problématique du choix d'un régime de change pour les pays en développements, après les profonds changements de l'économie internationale, rendant cette sphère plus complexe. L'évolution actuelle du système monétaire international est caractérisé par l'accroissement considérable des flux de capitaux en direction des pays en développements et émergentes et l'élargissement du cercle des partenaires commerciaux de ces pays.

Donc la question du choix d'un régime de change optimal qui permet une certaine adéquation entre objectifs de stabilité interne et externe du pays ainsi qu'une certaine protection contre la menace des revirements soudains des flux de capitaux, nécessite d'approfondir la question du régime de change, principalement du point de vue des pays en développements.

Mots clés : Le triangle d'incompatibilité ; Les facteurs financiers et fragilité financière ; Choix d'un régime de change.

مقدمة

تاريخياً عرف العالم نظم صرف مختلفة، الأول ارتبط بقاعدة الذهب الدولي خلال نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وجاء الثاني في إطار نظام بريتونودز واستمر من نهاية الحرب العالمية الثانية حتى بداية السبعينات، وأخيراً سادت بعد ذلك، أنظمة أسعار صرف مختلفة وبطبيعة الحال كانت لتلك الأنظمة انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، حيث عرف النظام النقدي الدولي أزمات عنيفة على فترات متعاقبة أدت إلى إحداث آثار هامة على التوازن الاقتصادي العالمي عموماً وعلى اقتصاديات الدول الناشئة والنامية بوجه خاص. الأمر الذي أفرز توجهات مختلفة نحو أنظمة أسعار صرف أكثر ملائمة وكفيلة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي أين سادت عدة ترتيبات في أنظمة أسعار الصرف.

هذه الترتيبات فينظم الصرفتندرج ابتداء من أشد الأنظمة ثباتاً إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هاذين النظامين الركنين مجموعة من الأنظمة تتفاوت فيها درجة المرونة، فانطلاقاً من التعويم المحض تمر الأنظمة عبر الكثير من الترتيبات الوسيطة إلى الربط الجامد مثل اتحادات العملة، مجالس العملة و الدولار.

وتتراوح الترتيبات الوسيطة من الربط القابل للتعديل، الذي يمكن في إطاره، للبلدان أن تعد لدوريا عملية الربط الخاصة بها؛ و أسعار الصرف القائمة الموجهة التي يتم التدخل فيها للمساندة العملة.

يتوقف تحديد سعر الصرف في ظل أسعار الصرف العائمة على آليات العرض والطلب على العملات في سوق الصرف، مع غياب تام لتدخل السلطات، فسر الصرف تحدده قوى السوق. والخط الفاصل بين الترتيبات الثابتة و الترتيبات الوسيطة هو ما إذا كانت السياسة الرامية إلى تثبيت مثلًا التزامًا مؤسسيًا. والخط الفاصل بين الترتيبات الوسيطة و ترتيبات التعويم هو ما إذا كان هناك نطاقاً مستهدفاً محددت تدخل السلطة في إطاره.

لا تزال مسألة المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف واحدة من أكثر القضايا مثيرة للجدل في الاقتصاد الدولي في الواقع، إن الاختيار الأمثل بين نظام سعر الصرف الثابت، نظام سعر صرف العائم ونظام سعر الصرف الوسيط في الدول النامية ليس دائما واضحا وقد يكون غامضاً.

في سياق النمو السريع لتدفقات رأس المال إلى الدول النامية والأسواق الناشئة وتوسيع دائرة شركائها التجاريين، تبرز أهمية مسألة اختيار نظام سعر الصرف الذي يحقق التناوب بين الاستقرار الداخلي والخارجي للبلد، وكذلك يسمح ببعض الحماية من مخاطر تغير الاتجاه المفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الساخنة، لأن الهدف النهائي للسياسة الاقتصادية وبالتالي لاختيار نظام سعر الصرف هو تحقيق نمو سريع وأكثر استقراراً.

وفي هذا الصدد وقبل الخوض في البدائل المتاحة أمام الدول النامية في اختيارها للنظام سعر الصرف الأكثر ملائمة، يمكن أن نميز بعض التطورات الهامة في نظرية اختيار نظام سعر الصرف التي أفرزتها التحولات التي طرأت على الصعيد العالمي، لا سيما بعد الأزمات المالية، التي عصفت بالعديد من الدول وتأثيراتها المكلفة على استقرار وتوازن الاقتصاد الكلي وما تفرزه من آثار سلبية بالغة الأهمية، والتي تتمثل في أهمية التطرق إلى مفهوم الثلاثية المستحيلة والعوامل المالية والضعف المالي، فقد قامت مختلف الأدبيات المعاصرة بإدراج هذه المحددات وإبراز أهميتها في تفسير اختيار نظم الصرف.

I-1 معضلة الثلاثية المستحيلة

مفهوم الثلاثية المستحيلة، قدم في الأصل من طرف R.Mundell (1972)، وقد استحدث بعد ذلك من طرف T.Padoa-Schioppa. بمناسبة تحليل أساسيات إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي. إنه يوضح الصعوبات التي تعترض الدول في الاحتفاظ بثلاثية العناصر المركزية للنظام النقدي الدولي: ثبات أسعار الصرف، حركة رؤوس الأموال، واستقلالية السياسة النقدية.¹

تضع المعضلة الثلاثية أمام السلطات اختيار تحقيق هدفين فقط والتضحية بالهدف الثالث من بين ثلاثية الأهداف.² حيث يواجه صانعو السياسات معضلة الثلاثية المستحيلة عند اختيارهم لنظام السياسة الاقتصادية الكلية الممكن تطبيقه. ففي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت معاً لرغبة في انتهاز سياسة نقدية مستقلة، تؤكد النظرية الاقتصادية أن استقرار سعر الصرف يتعارض مع قيادة سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق هدف نمو اقتصادي مستقر، على اعتبار أن سعر الصرف الحقيقي هو دالة في الأسعار المحلية والأجنبية، فتغير عرض النقود ينعكس مباشرة على الأسعار المحلية، ويصبح تقلب سعر الصرف الحقيقي أمر محتوم لا مفر منه، يجعلي صانعي السياسات تقييد حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود و ذلك لفصل تحركات أسعار الفائدة المحلية عن تحركات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية، و التي تعتبر شرطاً أساسياً لضمان استقلالية السياسة النقدية.

في حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في تحقيق الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، لن يستطيع صانعو لسياسات تطبيق سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية، نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستقتصر على أغراض الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغيرات في أسعار الفائدة العالمية، وبالتالي تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية مثل الإنتاج الحقيقي

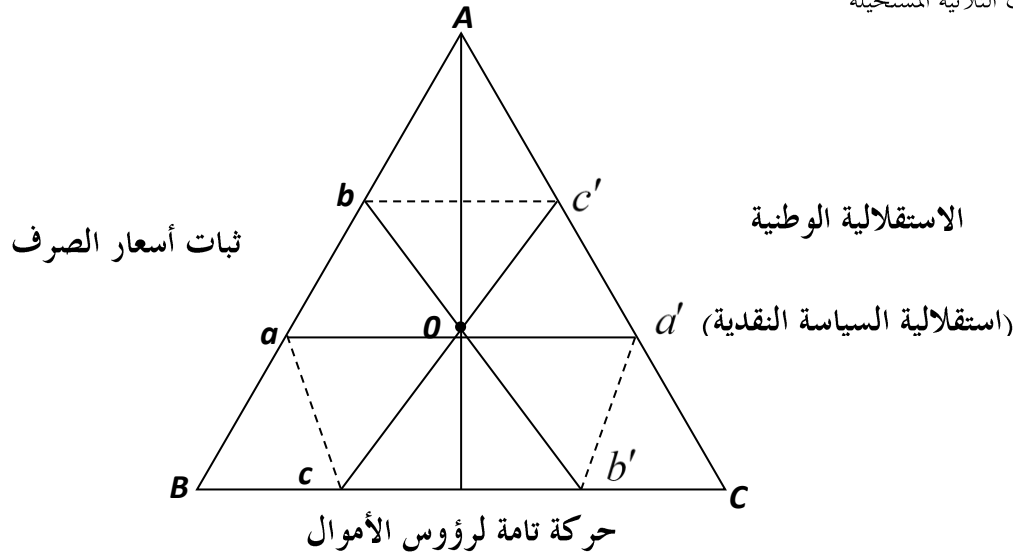
¹ Jean-pierre Allégret, «Les régimes de change dans les marchés émergents», librairie Vuibert, Paris, 2005, p.13.

² Obstfeld, M., Shamgaugh, J.C. et Taylor, A., «The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility». Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003, p.08.

جبوري محمد و بدراري شاهيناز

و البطالة بسبب فقدان أدوات تعديل الصدمات الخارجية والداخلية⁽³⁾، وهذا ما يجعل هذا الاختيار مكلفاً بالنسبة للاقتصاد والنظام المالي بشكل خاص³. وأخيراً، إذا ما رغب صانعو السياسات في تطبيق سياسة نقدية مستقلة مع حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، يجب عليهما لتخلي عن سياسة سعر الصرف الثابت نظراً لعدم إمكانية قيام السلطات النقدية بتحقيق أهداف ثبات سعر الصرف و الأهداف المحلية المرغوبة في الوقت نفسه في ظل حرية انتقال رؤوس الأموال وبالتالي تبني التعويم الحر والانتقال إلى الحرية الكاملة للاقتصاد. يوضح مثلث Mundell، أنه من الاستحالة الأخذ بأسعار صرف ثابتة، حركة تامة لرؤوس الأموال وسياسة نقدية في آن واحد.⁴

الشكل رقم (1): مثلث الثلاثية المستحيلة



Source: Jean-pierre Allégret, « Les Régimes DeChange Dans Les Marchés émergents », Paris, 2005.

I-2 العوامل المالية واستقرار أنظمة الصرف

أدت أزمات الأسواق الناشئة إلى توجيه الانتباه إلى الدور المحدد الذي تؤديه العوامل المالية في استقرار أنظمة أسعار الصرف وبشكل خاص في الدول المنفتحة على الأسواق المالية. ولقد كان لدى معظم البلدان التي ألت بها الأزمات أسعار صرف مربوطة، وبناء على ذلك، طرح العديد من المراقبين وجهة النظر الثنائية القطب القائلة بأن الخيارين الوحيدين لهذه البلدان هما إما الربط الجامد الفائق أو التعويم. غير أن البلدان الناشئة تواجه جملة من المشاكل الخاصة، تجعل هذا التقسيم الثنائي البسيط أكثر صعوبة وبشكل خاص تتعرض هذه البلدان إلى ما يسمى بمشكلة "الخطيئة الأولى" Pêche original وتضارب وعدم تناسب العملات Currency Mismatch.

هذه المقاربة تسمح بربط العلاقة بين الضعف المالي وأنظمة أسعار الصرف ويعتبرها الأدب الاقتصادي الحديث من محددات اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول بشكل عام وفي الدول الناشئة والنامية بشكل خاص.

I-2-1 الخطيئة الأولى (Le pêche originel)

تعتبر الخطيئة الأولى من بين أهم العوامل المحددة لاختيار أنظمة أسعار الصرف في الاقتصاديات الناشئة في الوقت الحالي، لارتباطها الوثيق بالخصائص المالية لهذه الدول، هذا المفهوم قدم في الأصل من قبل Eichengreen و Hausmann (1999)، ويشير إلى عدم مقدرة الكثير من الدول بشكل عام والاقتصاديات الناشئة بشكل خاص على الاقتراض من الخارج بعملتها الخاصة، وفي ظل ذلك يكون الاقتصاد عرضة لتراكم ديونه بالعملة الأجنبية، والذي قد ينعكس سلباً على الاستقرار المالي وعلى سياسات الاقتصاد الكلي في البلد.

(³) مختلف أدوات التسوية هي: سعر الصرف، سعر الفائدة، المجمعات النقدية، الاحتياطات ...

³Panizza, H., Stein, E. et Talvi, E., «Assessing Dollarization : An Application to Central American and Caribbean Countries». In Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F., eds., Dollarization, Cambridge and London MIT Press. 2003.

⁴Dominique Plihon, « les taux de change », édition la découverte, Paris, 2001, p.78.

توضح الدراسة المقدمة من قبل Stein و Panizza، Hausmann أن التخوف من التعويم في الاقتصاديات الناشئة يكون في جانب كبير منه من جراء زيادة المخاطر والتبعية القوية لتدفقات التمويل الخارجي والذي يقود إلى مخاطر حدوث أزمة ثقة في الاقتصاد⁵. ويمكن أن يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى مشاكل خطيرة في الميزانية، وإلى حالات إفلاس واسعة النطاق، وإلى عجز عند فعال ديون، وهذا هو ما حدث فيشرق آسيا في التسعينات، وفي الأرجنتين عند خروجها من مجلس عملة في سنة 2001. تخلق الخطيئة الأولى مشاكل للبلدان الناشئة التي تأخذ بالتعويم بلوتلك التي تأخذ بالربط الجامد. فمن جهة إذا قررت السلطات ترك العملة عائمة وبالتالي إمكانية انخفاضها في السوق، فقد يؤدي ذلك إلى الإفلاس بسبب النقل المتنامي للديون بالعملة الأجنبية، وتكبد هاسارة في التنافسية و التراجع المسجل في تنوع صادراتها (المرض الهولندي). ومن ناحية أخرى إذا تبنت السلطات أنظمة الربط الثابتة، في حالة الانخفاض يكون عليها ضرورة الدفاع عن سعر صرف العملة باستخدام احتياطات الصرف والرفع من أسعار الفائدة، مما يجعلها تتخلف عن سداد الديون قصيرة الأجل. في هذا السياق يري بعض المنظرين أن أحد الحلول تكمن في استبعاد خطر سعر الصرف من خلال تبني الدولار التي قد تعمل على تخفيض مستوى خطر الضعف المالي

وجعل الاقتصاد أقل عرضة للأزمات. أو كما أشار Stein و Panizza، Hausmann أن الدول ذات المديونية المرتفعة بعملة أجنبية وغير مغطاة من خطر الصرف هي بحيرة على تثبيت عملتها بعملة الاقتراض⁶.

I-2-2 عدم تناسب العملات (Currency Mismatch)

يعرف Stein و Panizza، Hausman تضارب وعدم تناسب العملات على أنها فروق في القيم بين الأصول والخصوم بالعملات الأجنبية في الاقتصاد، والتي تتطور حسب قيم سعر الصرف، بشكل عام عند التخفيض في الاقتصاد يزداد اقتراض الأعوان الاقتصاديون بالعملة الأجنبية.

يرى Calvo و Reinhart أنه من بين أهم العوامل المفسرة لظاهرة التخوف من التعويم هي التخوف من الآثار الحادة لتقلب سعر الصرف على ميزانيات البنوك والمؤسسات التي لديها قروض بالعملات الأجنبية. التقلبات الواسعة في سعر الصرف، قد تقود ليس فقط إلى إفلاس الأعوان الاقتصاديين بل إلى إفلاس النظام المالي برمته لأن الانخفاضات قد تحدث وضعية من التعسر المالي العام، مثل ما تم حدوثه في الأزمة الآسيوية في نهاية التسعينات من القرن الماضي .

وتشير الكثير من الدلائل، على توجه الدول الناشئة للاستدانة المتزايدة في الأسواق الدولية بالعملات الأجنبية وإلى جانب ظاهرة الخطيئة الأولى، تجدر الإشارة إلى أن المرونة الضعيفة في سعر الصرف وبالتالي التخوف من التعويم، تغذي نفسها لتعمق من مشكلة تضارب العملات⁷.

حسب Mussa و Valasco فإن إصرار السلطات النقدية على ترك العملة عائمة داخل هوامش محدودة، لا يشجع كثيرا على التغطية من مخاطر سعر الصرف، في هذا الإطار يشير Krugman أن هذه الحلقة يمكن تخطيها إذا سمحت السلطات بتغيرات واسعة النطاق في سعر الصرف، حيث إذا تعرض الأعوان الاقتصاديون لمخاطر التخفيض، فأهم لا يترددون في التحوط من هذه المخاطر⁸.

العديد من الدراسات حاولت تفسير مسألة التعرض للمخاطر في ظل غياب التغطية، والتي تشير إلى مشكلة الخطر المعنوي Alea Moral ونقص التأمين الكافي، في ظل هذه الظروف تقدم المؤسسات المالية إلى منح قروض بالدولارات إلى مؤسسات تدر دخولا بالعملة المحلية، هذه المؤسسات لا تستطيع أو لا تشاء هي أيضا في التغطية من مخاطر سعر الصرف. وهذا حتى في حالة التغاضي عن الأسباب التي تدفع الأعوان الاقتصاديون إلى عدم التغطية، فإن وجود الديون المتزايدة المحررة بالعملة الأجنبية فقط يقود إلى تراجع بشكل بالغ من فعالية السياسة النقدية حتى في ظل نظام سعر الصرف العائم.

ويعتبر Bachetta و Krugman أن الديون المتزايدة بالعملة الأجنبية (وأثارها على الميزانيات) تشكل عائق حقيقي أمام السياسة النقدية، لاعتبارهم أن الاقتصاد في ظل حصة وافرة من الديون المترتبة عليه بالعملات الأجنبية يكون احتمال تلقيه لأزمة ذاتية التحقق

⁵Eichengreen, B. Hausmann, R and Panizza, U, «Currency mismatch, debt intolerance and original sin», NBER WP n° 10036, 2003, p.05.

⁶Eichengreen, B. Hausmann, R, Panizza, U, Op.cit, p.06.

⁷Sfia, Mohamed Daly, « Le choix du régime de change pour les économies émergentes », MPRA: Munich Personal RePEc Archive, Mai, 2007, p.31.

⁸Krugman, P, «Balance sheets, the transfer problem, and financial crises», Cambridge, MIT, department of Economics, 1999, p04.

كبيراً، مهما كانت طبيعة نظام سعر الصرف في هذا الاقتصاد وتكون السياسة النقدية عديمة الفعالية. ومن ناحية أخرى إذا كان الاستثمار في البلد يتوقف بشكل كبير على الوضعية المالية للمؤسسات، وعلى نسبة مرتفعة من الاقتراض المحرر بالعملة الأجنبية، يقود ذلك بشكل أكيد إلى فقدان الثقة في الاقتصاد، كما أن ردود فعل السياسات الاقتصادية من خلال إضفاء بعض اللبونة في الشروط النقدية لا تكون فقط عديمة الفعالية، بل تؤدي إلى إحداث انخفاضات في قيمة العملة المحلية وإلى مضاعفة الآثار الخطيرة على ميزانيات المؤسسات.

تشير التجارب إلى أنه في إطار الحركة القوية والمتنامية لتدفق رؤوس الأموال تتعرض الدول إلى ظاهرة تغير اتجاه تدفق رؤوس الأموال نحو الخروج المفاجئ محدثة هزات عنيفة في الأسواق والاقتصاد.⁹

ما يمكن استنتاجه من خلال هذا التحليل هو أهمية إدراج العوامل المالية والضعف المالي، كمتغيرات محددة في اختيار نظام سعر الصرف. يشير التحليل من ناحية إلى إيجابية مرونة سعر الصرف لجعل الأعوان الاقتصاديين يأخذون في اعتبارهم بشكل جدي المخاطر المرتبطة بالاستدانة الخارجية، ولكن من جهة أخرى الاستدانة الدولية المتزايدة بالعملة الأجنبية قد تهدد الاستقرار المالي إذا كانت سعر الصرف يتقلب بشدة، في هذه الحالة بعض الدرجة من التثبيت تكون ضرورية لتحقيق الاستقرار المالي.

في الأخير هذا العرض يشير إلى إيجابية الأنظمة الوسيطة واسعة المرونة على اعتبار أن بعض المرونة تسمح باحتفاظ البنك المركزي بدور الملاذ الأخير وبالتزامن بعض التثبيت يسمح باستقرار قيمة العملة المحلية في مواجهة العملات الأجنبية التي تحرر بها الديون الخارجية.

II- اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية

تجذب أنظمة سعر الصرف في البلدان النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية الكثير من الاهتمام في الندوات والنقاشات التي جرت مؤخراً حول إصلاح النظام المالي الدولي، وذلك بسبب تأثير هذه الأنظمة على

العوامل الخارجية والأزمات المالية والنقدية وتأثيرها بها.

في البلدان المندمجة بشكل وثيق في الأسواق المالية العالمية، تعتبر أنظمة الربط القابلة للتعديل بشكل متزايد من أكبر المسببات للاضطرابات والأزمات. لذلك، غالباً ما تقدم المشورة من جهات عديدة الدول النامية، بتبني نظام سعر صرف عائم، أو الالتزام بمصدقية الدفاع عن سعر الصرف الثابت عن طريق إنشاء مجلس للعملة أو عن طريق اعتماد عملة أجنبية أساسية في الاحتياطات الدولية كعملة رسمية في البلد؛ وبعبارة أخرى، فمن المستحسن اختيار الأنظمة القطبية بدلا من الأنظمة الوسيطة القابلة للتعديل.¹⁰

II-1 الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل

كان يعزى لاهيار نظام أسعار التعادل لبروتنودز، وأزمة النظام النقدي الأوروبي في سنة 1992-1993 والأزمات الأسواق الناشئة إلى عدم إمكانية تحرير حساب رأس المال وتحقيق هدف محدد في سعر الصرف بشكل متزامن مع قيادة سياسة نقدية مستقلة، فحسب Eichengreen إن الرقابة على تحركات رؤوس الأموال التي كان مسموحاً بها في نظام بروتنودز، سرعان ما تم التخلي عنها لاسيما عند ارتفاع حجم المبادلات التجارية الدولية¹¹. اعتبر تبني نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل من بين الأسباب الأساسية المحدثة للأزمات المالية التي عصفت بالدول الناشئة مثل المكسيك، تايلنديا، أندونيسيا، كوريا الجنوبية، روسيا والبرازيل وغيرها. وتبعاً لهذه الأحداث، تبنت أغلب هذه الدول أنظمة أسعار صرف عائمة لتؤكد أن الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل غير ملائمة لظروفها وغير قابلة للاستمرار في الدول الأكثر اندماجاً في النظام المالي الدولي.

مساهمة الأنظمة الثابتة المعدلة في إحداث وتعميق الضعف الخارجي في الدول الناشئة، أثبتتها التجارب، ففي أغلب الدول الناشئة، كانت أسعار الفائدة مرتفعة عن غيرها في الدول الصناعية والذي يرجع في شق كبير منه، إلى ارتفاع معدلات التضخم في هذه الدول. كما تخلق مثل هذه الأوضاع مجالا واسعا لإمكانية التحكيم بين المستثمرين والمقرضين الدوليين لتحقيق المردودية المثلى وتدافع المؤسسات على الاقتراض من الخارج بغية تقليل تكاليفها، ومن جهة أخرى نتيجة توفر الضمانات للمقرضين والمقرضين الدوليين في الأنظمة

⁹Bacchetta, P., «Monetary policy with foreign currency debt», Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen, 445-456, 2000, p.14.

¹⁰Bénassy-Quéré, A., « Régimes de change : avec ou sans sucre ? », la lettre du CEPII, n°191, 2000, p.11.

¹¹Eichengreen, B., « L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international », Ed L'Harmattan, 1997, p.172.

الثابتة، هذا شجع أيضا على الاقتراض والإقراض بطريقة غير حذرة وما قد ينجر عن ذلك من مخاطر على الاقتصاد المحلي AleaMoral، كما تسمح الضمانات أيضا في الأنظمة الثابتة بقيام عمليات المضاربة دون تعرض المضاربين للمخاطر مما يجعل المضاربة تقود إلى زعزعة الاستقرار¹².

قد استعانت الكثير من الدول النامية خاصة في أمريكا اللاتينية بالنظام الثابت القابل للتعديل للتحكم في معدلات التضخم ولكنها اكتشفت وواجهت صعوبة التصحيح الذي خلف الكثير من الاضطرابات، أهمها خروج رؤوس الأموال إلى الخارج وخلق أزمة سيولة، مما يدفع بالسلطات النقدية على زيادة الصرامة في السياسة النقدية لتنتهي هذه الوضعية عاجلاً أو آجلاً باتجاه السلطات النقدية نحو التخلي عن النظام وخلق أزمة اقتصادية قد تكون خانقة.

هذا ما يوضح أن تحقيق الاستقرار باستخدام أداة سعر الصرف قد يكون ضرورياً للحد من التضخم، ولكن غالباً ما يصدم ذلك بتقهقر وتراجع المنافسة وزيادة العجز في الميزان التجاري، ويصبح النظام محكوم عليه في نهاية المطاف بالانحياز حتى لو كان معدل التضخم عند مستوى مقبول¹³.

في هذا السياق تكمن إحدى الحلول في الرقابة على تدفقات رأس المال أثناء تطبيق نظام سعر الصرف قابل للتعديل للحيلولة دون تفاقم ضعف الأنظمة القائمة على سعر صرف ثابت. واستخدام الضرائب فقد اقترح Tobin فرض ضريبة قدرها 1% على جميع تدفقات رؤوس الأموال والتي من شأنها أن تؤدي إلى إعاقه التحركات الدولية لرؤوس الأموال ذات الأهداف المضاربة¹⁴.

واستخدام أيضاً نسبة الاحتياطي لرأس المال الأجنبي، في هذا السياق اقترح كل من Eichengreen و Wyplosz (1995)، مشروع يقضي بالزام إنشاء ودائع ضمان بدون فوائد لدى البنوك التجارية التي لها وضعيات مفتوحة بأسعار الصرف¹⁵. هذه الإجراءات تهدف إلى القضاء على فرص المراجعة في المدى القصير وتساعد السلطات على الحفاظ على الاستقلالية في السياسة النقدية وتسمح بثبات سعر الصرف.

ومع ذلك، فإن الغالبية العظمى من البلدان النامية لا تريد الحد من تدفق الأموال الساخنة إليها خلال فترة ازدهار والتوسع، وذلك للأسباب نفسها التي جعلتها لا تريد أن تتخلى عن أسعار الصرف الثابتة بعد نجاحها نسبياً في السيطرة على التضخم، فهي لا تزال أقل ميولاً واحتمالاً للسيطرة على تدفق رأس المال لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف والسياسة النقدية للحماية من الضغوط في سوق الصرف الأجنبي في فترات من هجمات المضاربة والأزمات.

مع نظام سعر الصرف الثابت، تواجه السلطات النقدية صعوبة بالغة في تصحيح الاختلال الخارجي نتيجة التعارض بين الأهداف الداخلية والخارجية للسياسة الاقتصادية، الرغبة في الانتقال إلى الأنظمة العائمة على أمل أن يتم التصحيح بطريقة أقل قيوداً، لأن في مثل هذا النظام يتم السماح بانخفاض العملة أو ارتفاعها استجابة لقوى السوق وبالتالي تحقيق عملية التصحيح بشكل تلقائي في حالة العجز أو الفائض في العمليات الجارية وهو ما يتعذر حدوثه في نظام أسعار التعادل.

II-2 نظام التعويم

الأنظمة العائمة هل يمكن اعتبارها حلولاً ملائمة للدول النامية والدول الانتقالية؟ فهل تستطيع هذه الدول ترك عملاتها عائمة في السوق؟ وبالتالي ترك القيمة الحقيقية لعملتها تحت رحمة نزعة حركات رؤوس الأموال وتوجيه السياسة النقدية لخدمة الأهداف الداخلية فقط، مثل استقرار الأسعار والعمالة الكاملة؟ وإلى أي مستوى تستطيع التقلبات الشديدة وارتفاع تقويم العملة وانخفاضها التي لا تنفك تلازم التعويم أن تعيق من تحقيق هذه الأهداف؟

إن معظم البلدان النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية لا تمتلك مؤسسات ذات مصداقية كافية والتي تعتبر في حد ذاتها سبباً لتقلبات السوق ولتقلبات سعر الصرف. الأسواق المالية في الدول الناشئة غالباً ما تكون غير ناضجة ولا تتوفر فيها الأدوات اللازمة للتغطية من المخاطر صدمات سعر الصرف وبالنظر إلى تحرير التبادل يمكن أن تكون أيضاً عرضة لصدمات شروط التبادل، إضافة إلى أن

¹² Yves.Simon, Delphine. Lautier, « Finance internationale », 9^e édition, Ed.Economica, Paris, France, 2005, p.115.

¹³ Eichengrenn. B, Masson. P, Savastano. M, Sharma. S, « Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility », Princeton Essays in International Economics 213, International Economics Section, Department of Economics Princeton University, 1999.p.19.

¹⁴ Grolier. A, « Le retour de la taxe Tobin ? », in problèmes économiques, n°2595, 16 décembre 1998,p.30.

¹⁵ Paul De Grauwe, « Monnaie internationale: Théorie et perspectives », De Boeck Université, Belgique, 1999.p.120.

تقلبات سعر الصرف يكون لها آثار سريعة على معدلات التضخم، كما أن انتقال التقلب أسعار الصرف إلى الأسعار المحلية يكون سريعاً بمعدل يتجاوز أربع مرات معدل انتقاله في الدول المتقدمة¹⁶. والذي يقود بدون شك إلى أن تكون معظم البلدان الناشئة والنامية حذرة ومتردة في اختيارها لنظام سعر الصرف العائم.

عدد كبير من هذه الدول التي تنشأ وترغب في ترك عملتها عائمة، تطبق في الحقيقة أمرها نظام سعر صرف وسيط وتغير أسعار الفائدة المحلية أو تتدخل في سوق الصرف لتأثير على اتجاه سعر صرفها، وهذا ما يؤكد أن الدول الناشئة والنامية لا تميل إلى التخلي عن الأنظمة الوسيطة¹⁷.

تقدم المشورة إلى الدول النامية بتبني نظام سعر الصرف العائم بدافع أن عدم التأكد المتمحض عن هذا النظام يقضي على الضمانات والخطر المعنوي ويجبر المقرضين والمقرضين على الأخذ بالمخاطر وتوخي الحذر، إلا أن التجارب تشير إلى أن خطر احتمال التعرض للأزمات هو بنفس الأهمية في النظام العائم منه في الأنظمة الوسيطة.

تجارب الدول الناشئة والنامية في تبني الأنظمة العائمة توضح أن هذه الدول لا تتبع المرونة الكاملة في أسعار صرفها لتخوفها من التعويم مما يحول دون استفادتها من المكاسب التي تقدمها هذه الأنظمة خاصة المتمتع باستقلالية السياسة النقدية.

أكثر ما ينطوي عليه التخوف من التعويم هو اكتشاف أن السلطات النقدية في الدول الناشئة تظهر أنها لا تستفيد من مكاسب المترتبة عن مرونة سعر الصرف، Calvo و Reinhart وجدا أن تطاير أسعار الفائدة كان كبيراً وهاما في الأسواق الناشئة التي تصرح بالنظام العائم من التقلبات الحديثة في الدول المتقدمة، متوسط التغير الشهري في أسعار الفائدة كان يعادل 758,19 في مجموع الدول الناشئة ويكافئ 80,15 في الدول الناشئة خارج المجموعة ذات التضخم المرتفع، بينما تم تسجيل 16,78 فقط في مجموعة الدول المتقدمة. هذا التطاير والتقلب في أسعار الفائدة يشير بوضوح إلى نقص المصادقية المتفشي في الأسواق الناشئة، فعندما يكون البلد قد عايش سنوات عديدة، من التسيب المالي والاختلال النقدي يتحول كل توقع عن تغير في سعر الصرف إلى أسعار الفائدة، التوقعات حول انخفاض العملة المحلية تترجم كذلك بارتفاع وتنامي أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، مؤدياً إلى انكماش في النشاط الاقتصادي في حالة الصدمات السلبية، وبناءً عليه لا تحقق المرونة الكثير من مكاسب الاستقلالية النقدية في الأسواق الناشئة من جراء التقلبات القوية لأسعار الفائدة في هذه الدول¹⁸.

تسيير سعر الصرف في الدول الناشئة والنامية التي تعلن عن تبني نظام سعر الصرف العائم يكشف كذلك عن معلومات ضرورية عن ظاهرة التخوف من التعويم، لغرض توضيح ذلك استخدام كل من HausmannPanizza و Stein ثلاثة متغيرات التي تتمثل في احتياطات سعر الصرف الدولية، أسعار الفائدة ومعدلات انخفاض العملة المحلية على مجموعات مختلفة تتشكل من الدول النامية، الناشئة بشكل خاص والدول المتقدمة كما يوضحه الجدول التالي¹⁹. العينة المستخدمة في الدراسة تضم الدول المتبينة للنظام العائم، ويوضح الجدول أسفله سلوك المتغيرات المستخدمة في الدراسة، والتي تظهر أنها مختلفة حسب الدول، العمود الثاني من الجدول يوضح أن نسبة الاحتياطات الدولية إلى المجمع النقدي M2 التي تقيس حجم ما يحتفظ به كل بلد من الاحتياطات، فكلما كان البلد يستخدم درجة عالية من المرونة كلما كانت هذه النسبة ضعيفة. المجموعة الأولى من الدول الصناعية المأخوذة في الدراسة هي مجموعة G3 (الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا واليابان) التي تحتفظ بكميات قليلة من الاحتياطات بالنسبة للمجمع M2، والذي يعبر بشكل مباشر عن تفضيل هذه المجموعة انتهاج التعويم الحر، وعلى العكس تماماً من ذلك، نجد الدول الناشئة تحوز بمبالغ كبيرة من الاحتياطات والذي يشير بدوره إلى رغبة وعزم هذه الدول على تسيير سعر صرفها.

¹⁶ Allegret, J., Courbis, B., « Monnaies, finance et mondialisation », Librairie Vuibert, France, 2003, p.190.

¹⁷ Reinhart, C. M., « The mirage of floating exchange rate », American Economy Review, vol.90, n°2, 2000, pp. 65-90.

¹⁸ Calvo, G., Reinhart, C.M., « Fixing for your life », in Collins et Rodrik D. (éd), Brooking Trade Forum 2000, Brooking institution, Washington, 2001, p.39.

¹⁹ Hausmann, R., Panizza, U. et Stein, E., « Why do countries float the way they float? », Journal of Development Economic, vol.66, 2001, p.388.

أما العمود الثالث والرابع في الجدول يعبران عن مدى تدخل الدول في الأسواق للعمل على استقرار سعر صرف العملة، كما سبق التعرف عليه سابقاً، فإن التطاير المرتفع في سعر الصرف (الضعيف) يحدث في الأنظمة العائمة (النظام الثابت)، التطاير المرتفع (الضعيف) في الاحتياطات يتم حدوثه في النظام الثابت (النظام العائم) وأخيراً تقلب مرتفع (ضعيف) في أسعار الفائدة يسجل في النظام الثابت (النظام العائم).

الجدول رقم (1): تطاير النسبي لأسعار الصرف حسب مجموعة من الدول (يناير 1997-1999)

احتياطات الصرف/M2	تقلب انخفاض العملة مقسوم على تطاير:		
	احتياطات الصرف	أسعار الفائدة	
الدول المتقدمة G3	0,06	17,55	201,60
دول صناعية أخرى	0,15	5,07	38,42
الأسواق الناشئة	0,37	1,76	15,65
دول نامية أخرى	0,21	0,82	11,06
دول أمريكا اللاتينية	0,42	1,12	9,74
دول شرق آسيا	0,39	2,63	22,23
كل الدول	0,25	4,18	40,57

Source: Hausmann, Panizza et Stein, 2001.

تبني نظام سعر الصرف الثابت من المفروض أن يترجم بقيم ضعيفة في نسبة تقلب سعر الصرف إلى تقلب احتياطات، تشير هذه النسبة من جديد أن الدول المتقدمة G3 قد تبنت نظام سعر صرف قريب إلى التعويم الحر. النسبة المسجلة في الدول الناشئة لا تمثل إلا عشر النسبة المسجلة في المجموعة G3 و تمثل نصف النسبة المحددة في الدول الصناعية الأخرى التي تأخذ بالتعويم. وبناءً عليه هذه المجموعة من الدول الناشئة لا تسلك نفس سلوك الدول المتبينة للتعويم الحر أو المرونة العالية بينما تسجل نسب أعلى من تلك المحددة في مجموعة الدول النامية. وبعبارة أخرى يظهر أن مقدرة الدول على ترك العملة عائمة في السوق يتوقف على درجة تقدم هذه الدول.²⁰

العمود الرابع في الجدول يعكس النتائج المتعلقة بنسبة تطاير سعر الصرف إلى تقلب أسعار الفائدة، ينطوي نظام الثابت على معدلات قريبة من الصفر، وتسجل نفس النتيجة في نسبة سعر الصرف إلى احتياطات الصرف.

الدول الناشئة من خلال النسبة المسجلة يتضح أنها تتصرف بشكل مختلف عن الدول التعويم الحر، ونشير أن دول أمريكا اللاتينية سواء صنف في الدول الناشئة أو في الدول النامية سجلت بشكل ملحوظ نسبة ضعيفة.

قام كل من Mohanty و (Klau, 2004)، بدراسة سلوك أسعار الفائدة في مجموعة من الدول الناشئة²¹ وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تتوقف بشكل قوي على سعر الصرف، وإلى أن هذا الأخير يساهم معنوياً في تطاير أسعار الفائدة، درجة التدخل تختلف من بلد إلى آخر، فقد كانت استجابة سعر الفائدة قوية بالنسبة للمكسيك، بيرو وتايلندا، وكانت ضعيفة في بولونيا، تايوان والجمهورية التشيكية.

تحليل التغيرات الشهرية لأسعار الفائدة وسعر الصرف يؤكد هذه النتائج، باستثناء بولونيا والجمهورية التشيكية، كل الدول تستخدم سعر الفائدة لتسير سعر صرفها بالرغم من انتقالها إلى الأنظمة العائمة.²¹

²⁰Hausmann, R, Panizza, U et Stein, E. « Why do countries float the way they float? », Op.cit, p.388.

(*) عينة الدول الناشئة المستخدمة في الدراسة هي الهند، كوريا، تايوان، تايلندا، البرازيل، الشيلي، المكسيك، بيرو، الجمهورية التشيكية، المجر، بولندا وجنوب إفريقيا.

²¹Mohanty, M. S, Klau, M. « Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence », BIS Working papers, N° 149.2004, p.32.

فحسب Reinhart و Calvo سياسة أسعار الفائدة قد أصبحت الأداة المفضلة في الدول الناشئة لتسيير سعر صرفها بدلا من التدخلات.

وبناءً عليه، بالرغم من أن هناك توجهاً عاماً إلى تفضيل الأخذ بأسعار الصرف المرنة مما كان عليه الحال من قبل، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن نظم أسعار الصرف المرنة أصبحت مناسبة في كل الأحوال بل أن نجاح وفعالية مثل هذه السياسات يفترض الوصول إلى مرحلة نضج وتقدم في القطاع المالي، وريثما يتم ذلك ستسود ترتيبات أخرى لأنظمة أسعار الصرف في البلدان الناشئة و النامية.

II-3 الأنظمة الثابتة

يبدو أن الدول الناشئة والنامية مع حرية حركة رأس المال لا يمكن أن تحقق الاستقرار المالي والاقتصادي المستدام عن طريق اختيار نظام أسعار الصرف العائمة أو الأنظمة الثابتة الزاحفة، ويقي أمامها الحلول المتمثلة في الأنظمة الثابتة الصارمة مثل مجالس العملة، الدولار الكاملة أو الجزئية أو الاتحادات النقدية.

في نهاية سنوات التسعينيات، أقدمت 45 دولة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بتبني أنظمة التثبيت الصارمة، من ضمنها 37 دولة (من بينها دول منطقة الأورو) لم تكن لها عملة رسمية مستقلة، أما باقي هذه المجموعة خاصة الأرجنتين (قبل سنة 2001)، هونغ كونغ والدول التي كانت في فترة انتقالية قبل انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي مثل بلغاريا، استونيا وليتوانيا كانت تتبع أنظمة مجالس العملة.

أغلب الدول والأقاليم التي لا يوجد فيها عملة محلية مستقلة، كانت صغيرة الحجم باستثناء الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي. وتبنت السلفادور، إكوادور وغواتيمالا الدولار الأمريكي كعملة رسمية لها. بشكل عام هناك 28 حالة من دولرة (الأوروبية) من بنما (USD) إلى موناكو (EURO). ومن جزر فيرجن Iles vierges (USF) إلى ليشتنستين Lichtenstein (CHF) أو سانت هيلين (GDP) Saint Héléne.²²

هذه الحلول تبدو بشكل خاص ملائمة للدول التي لها تاريخ طويل من الاضطرابات النقدية، التضخم واختلال في الميزانية العامة. تتطلب هذه الأنظمة إلغاء دور البنك المركزي وتخليه عن قيادة سياسة نقدية مستقلة وكذا مهمة مقرض الملاذ الأخير، ويصبح سعر الصرف الاسمي مجرد من أي دور كأداة تصحيح وتكيف جميع وسائل السياسة الاقتصادية للعمل على الحفاظ على سعر صرف ثابت أو الحفاظ على نظام الدولار.

هذه القواعد والقيود الإجبارية هي التي تضمن بالضبط المصادقية الضرورية في هذه الأنظمة وتحقق نجاحها. والتي تعني استعداد السلطات للاذعان للضوابط الخارجية خاصة تلك المنفذة من قبل البنك المركزي الأجنبي في بلد العملة الرئيسية المرجعية والذي يتمتع بسياسة نقدية مستقلة ذات مصداقية.

المكاسب المتوقعة جنيها من هذه الأنظمة تتمثل من الناحية الاقتصادية في انخفاض معدلات التضخم، الوصول إلى معدلات فائدة منخفضة ومستقرة، انخفاض تكاليف الاقتراض من الأسواق الخارجية، ففي حالة الدولار تتوفر إمكانية وسهولة المقدرة على الاقتراض من الخارج بالعملة الرسمية في البلد وبالتالي التخلص من مخاطر الخطيئة الأولى وتضارب العملات.

بالإضافة إلى ذلك نعتقد أن الدولار تحسن من كفاءة عمل الأسواق وتعمق القطاع المالي وتعتبر جاذبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما تفضل المؤسسات والشركات الخاصة نظام الدولار لأن دولة الاقتصاد تقلل من حالات عدم التأكد ومن تكاليف المعاملات. وبالتالي، فإن قرار الأخذ بالدولرة مع مصداقية عالية تضمن ثقة المستثمرين الدوليين، وتؤدي إلى انخفاض علاوات المخاطر، مما يقلل من تكلفة التمويل الدولي نتيجة لاختفاء مخاطر العملة إذا كان التمويل مقوماً بالدولار، ومن جراء وجود خطر بلد أقل في ظل سياسة اقتصادية ذات مصداقية تسعى إلى تحقيق استقرار الأسعار والسيطرة على العجز في الميزانية.²³

²²Philippe d'Arvisenet, « Finance internationale », Dunond, Paris, France, 2004. p.211.

²³Jean-Pierre Allegret, « Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions », Panoeconomicus, 2007, p.12.

هذه الفوائد تكون معتبرة في حالة البلد صغير الحجم اقتصادياً الذي يرتبط ارتباطاً وثيقاً باقتصاد كبير صاحب عملة المرجعية المستخدمة في الاحتياطات الدولية المتميزة بالقوة والاستقرار.

هذه الايجابيات تغطي خسائر البلد الناتجة عن فقدانه المقدرة على تغيير معدلات الفائدة أو سعر الصرف لمواجهة الصدمات الخارجية والداخلية وعلى إدارة ظروفه الاقتصادية وخسارته صك العملة الخاصة به. ومع ذلك، بالنسبة لمعظم الدول النامية، فإن مجالس العملة أو الدولار غير قابلة للاستمرار على المدى الطويل. وإن كان من الممكن أن تساعد على استعادة المصدقية بسرعة، بعد فترات طويلة من الاضطرابات النقدية التسبب المالي والتضخم. الأنظمة الثابتة الصارمة لا تعتبر ملائمةً لهذا لهدف الاقتصادي من الصدمات المالية والحقيقية، وهذا ما أثبتته التجارب السابقة سواء في مراحل سريان معيار الذهب أو في ظل هذه الأنظمة، إلا إذا لم يتعرض اقتصاد العملة المرجعية إلى صدمات مماثلة ولا يستجيب إلا بطريقة تناسب وضعية وظروف بلد الربط، وهذا ما يستبعد حدوثه. في هذا الإطار حتى عندما تكون الأسعار والأجور مرنة نسبياً، يمكن أن تكون عملية التصحيح والتكيف مع الصدمات مكلفة جداً، لأن باستبعاد أداة سعر الصرف، تصبح الطريقة الوحيدة لتصحيح قيمة العملة من حيث القيمة الحقيقية هي تخفيض الأجور الاسمية ولا يكون ذلك ممكناً بدون تخفيض الطلب الكلي وزيادة البطالة. وطالما أن البلدان النامية غير قادرة على إيجاد حلول مثلى فيما يتعلق بأنظمة أسعار صرفها والوقاية من الأزمات المالية من جانب واحد في ظل عدم توفر رغبة الدول الكبرى في إصلاح النظام المالي الدولي، قد تظهر الحلول الإقليمية أكثر ملائمة للدول النامية في ظل الظروف والتحديات التي يشهدها الاقتصاد العالمي. حيث يمكن لإنشاء عملات إقليمية لمجموعات من البلدان النامية أن يجلب إيجابيات معتبرة مماثلة لتلك المتوقعة من إنشاء منطقة الأورو، فإنها توفر إمكانية تخفيض تكاليف المعاملات في المنطقة وتذليل صعوبات قيام الصفقات والمعاملات المتعلقة بالتجارة والاستثمار داخل المناطق الإقليمية. فهذا الاستقرار يشجع على استخدام العملة كمستودع للقيمة وسيطاً للتبادل ويلغي بالتالي عدم كفاءة المعاملات، كما يلغي تكلفة التدخل الرسمي في سوق الصرف، وتكاليف التحوط من مخاطر عمليات الصرف في المعاملات التجارية²⁴.

ومن المتوقع أن يقود ذلك إلى زيادة الإنتاج المحلي الإجمالي في هذه الدول وإلى تعزيز التجارة البينية داخل المنطقة وبشكل أساسي تخفيض وزيادة التجارة مع بقية العالم بشروط أفضل بكثير. إقامة هذه الترتيبات الإقليمية التي تجمع الدول النامية من شأنها أن تؤدي إلى الحد من مخاطر عدم التلاؤم في الأوضاع الاقتصادية والصدمات غير متماثلة على اعتبار أن الهياكل الاقتصادية والمؤسسية في الدول النامية تتشابه إلى حد كبير. وبعبارة أخرى من المرجح أن مجموعة فقط من البلدان النامية ستكون أقرب إلى تشكيل منطقة عملة مثلى، إذا لم تكن البلدان المتقدمة طرفاً في هذه المجموعة.

ويمكن لهذه الترتيبات أن تستمر لفترة طويلة دون إحداث اضطرابات كبيرة وتساعد على تعميق التكامل بين الدول النامية. في عالم متميز بعدم الاستقرار المالي، فإن أي من الترتيبات الإقليمية الهادفة إلى تحقيق استقرار سعر الصرف ومنع نشوب الأزمات وإدارتها على نحو أفضل في حالة حدوثها، ينبغي أن تستكمل بآليات أخرى لتعزيز الرصد المبكر للأزمات وتحسين كفاءة المعلومات. ولكن كما توضحه التجربة الأوروبية، إنشاء اتحادي نقدي يعتبر مسار طويل وشاق يتطلب توفر إرادة سياسية قوية وثقافة التكامل الإقليمي.

II-4- الأنظمة الوسيطة الأكثر مرونة

وفقاً لتحليل Eichengreen تدفع العولمة إلى تبني الحلول الركنية، ففي النظم الوسيطة، أين كان النظام النقدي الأوروبي ينظر إليه كنموذج أصلي، لم يعد قابلاً للاستمرار في بيئة يتحول فيها ما يقارب 1,2 تريليون دولار يومياً من عملة إلى أخرى، في حين أن احتياطات البنوك المركزية منفردة نادراً ما تتجاوز خمس هذا المبلغ. في الواقع إن الدروس المستخلصة من تجارب الدول الصناعية هو أن الحلول الوسيطة لم تعد عملية وأن الأنظمة التي تقع في الركنين ينبغي أن تسود فقط.

²⁴Dominick Salvatore, « The European monetary system: crisis and future », Open Economic Reviews, 1996, p.333.

مما سبق يظهر أن الأنظمة الوسيطة محدودة المرونة غير قابلة للاستمرار في الدول الأكثر انفتاحاً على تدفقات رؤوس الأموال، كما أن الحلول الركنية تعتبر إشكالية في الدول النامية والناشئة، وجدير بنا أن نتساءل هل هناك نظام يكون مناسباً للبلدان النامية أو الناشئة؟ بهدف الإجابة على التساؤل، سوف نقوم بالتطرق إلى المقترحات المقدمة من قبل Williamson و Goldstein لعلها قد تكون أحد الحلول ملائمة لإمكانيات وظروف الدول النامية والناشئة تماشياً مع التحولات التي تعرفها من خلال اندماجها المتنامي في الأسواق الدولية وسعيها إلى تحقيق النمو المستدام ريثما بلوغها مستويات متقدمة في الوصول إلى ما تنشده من تحقيق النضج المالي وتطوير وتعميق أسواقها .

II-4-1 الربط المتحرك بسلة من العملات مع هامش تعويم

يقدم Williamson خيار الربط بسلة من العملات الأجنبية مع هامش تعويم وربط زاحف BBC (Band, Basket, Crawl)، ويستند مقترح Williamson على ثلاثة عناصر أساسية: الربط بسلة من العملات بدلاً من الربط بعملة شريك تجاري واحد، والذي من شأنه أن يؤدي إلى القضاء على آثار التقلبات المسجلة في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية التي تتحرك في اتجاهات متعاكسة.

الاقتصاديات الناشئة بحاجة إلى ضمان أن يضل سعر الصرف ضمن هامش تقلب متناظرة وكبيرة نسبياً وتكون الأسواق وجمهور المتعاملين على اطلاع بحجم التغيرات المسموح بها في سعر الصرف. وبالتالي يترتب على ذلك استقلالية البنك المركزي في قيادة السياسة النقدية، شريطة أن يبقى سعر الصرف ضمن الهوامش المحددة. وأخيراً يتيح هذا النظام إمكانية ضبط السعر المركزي لنطاق التقلب بشكل تدريجي بدلالة المحددات الأساسية لسعر الصرف الحقيقي²⁵.

يعتبر Williamson هذا النظام حلاً أكثر ملائمة لهذه الدول من حيث أنه يسمح بتخفيف آثار التقلبات في مختلف أسعار الصرف على التبادلات التجارية، والاحتفاظ بسعر الصرف داخل هامش تعويم واسع النطاق لضمان للبنك المركزي درجة كافية من الاستقلالية في قيادة السياسة النقدية، ولكن أيضاً يأخذ بعين الاعتبار عدم التأكد في قياس سعر الصرف التوازي، وفي الأخير تعديل سعر الصرف بدلالة الأساسيات وبشكل خاص بدلالة فروق التضخم مع الخارج، والذي يسمح للبلد بضمان تنافسية الاقتصاد.

II-4-2 نظام سعر الصرف المدار المحسن

اقترح Goldstein يركز على الاستهداف الداخلي للتضخم كركيزة أساسية للسياسة النقدية وهكذا يمكن للسلطات التدخل في أسواق الصرف لإدارة سعر الصرف في حدود أن لا يتعارض ذلك مع تحقيق الهدف المحدد للتضخم وبمجرد أن يحدث التعارض بين الهدفين ينبغي أن يحسم الأمر إلى هدف استقرار الأسعار قبل استقرار سعر الصرف²⁶.

نظام سعر الصرف العائم المدار يعتبر حلاً أكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية من النظام العائم الحر بالنسبة للاقتصاديات الناشئة المندمجة في الأسواق المالية الدولية. هذا النظام له قواسم مشتركة مع نظام الربط بسلة من العملات المقترح من قبل Williamson، ومع ذلك، فإنه يقوم على مفهوم مختلف فيما يخص الاستقرار.

أوجه التشابه بين النظامين، تكمن في إعطاء أولوية خاصة للاستقلال في تسيير وقيادة السياسة النقدية للحد من التقلبات المفرطة المحدثة في أنظمة التعويم الحر. أما أوجه الاختلاف تتمثل في إعطاء دور مركزي في الحفاظ على أسعار التكافؤ في سعر الصرف في نظام الذي يشير إليه Williamson، في حين أن نظام الذي يؤكد عليه Goldstein يقوم أساساً على استهداف معدل تضخم داخلي كركيزة اسمية للسياسة النقدية.

²⁵Williamson J, «Exchange Rate Regimes for Emerging Market: Reviving The Intermediate Option», Institute for International Economics, 2000, p.17.

²⁶Goldstein.M, «Managed floating plus», International Economics, Washington, Institute for International Economics, 2002, p.28.

وفي محاولة للمقارنة بين النظامين المقدمين من قبل Williamson و Goldstein، نلاحظ أن هذين الشكليين يتوسطان الأنظمة القطبية المتناظرة من سعر الصرف الثابت إلى التعويم الحر، وخلافاً لنظام Williamson نجد Goldstein يحدد كهدف أولي تحقيق خطة ثبات الأسعار.

هذا النظام يتيح بالتالي دوراً أكثر أهمية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المحلي منه في سعر الصرف، وأيضاً نظراً لخصائصه فإنه يختلف عن التعويم الحر من جهة أنه يسمح للسلطات النقدية بالتدخل في سوق الصرف عن طريق السياسات المختلفة للحد من التقلبات المفرطة في سعر الصرف طالما يكون معدل التضخم المستهدف مكفولاً، في حالة التعارض بين الهدفين يحسم في النهاية لهدف تحقيق الاستقرار. هذه الخصائص تظهر هذا النظام كنظام أمثل في الاقتصاديات المدروسة بشكل خاص، أولاً، هو نظام أكثر مرونة من باقي الأنظمة الوسيطة الأخرى، حيث لا يكون أمام السلطات النقدية أي نطاق مستهدف ومعلن في سعر الصرف، وتكون قوى السوق من بين المحددات الرئيسية لسعر الصرف. هذا يضمن وجود قوة لاحتواء آثار الصدمات السلبية التي قد تؤثر على الاقتصاد ويضمن أيضاً المزيد من الاستقلالية في السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الحقيقية في هذه الاقتصاديات التي تكون فيها استراتيجيات النمو قائمة على سياسات تشجيع الصادرات.

كما أننا بصدد نظام مدار للإشارة إلى أنه على عكس التعويم الحر، تستطيع السلطات النقدية التدخل في حالة الضرورة وبمختلف السياسات للعمل على مواجهة تقلب تغير اتجاهات تدفقات رؤوس الأموال والتخفيف من حدة التقلبات المفرطة في سعر الصرف وأيضاً المحافظة على سيولة الأسواق. وهو ما يعتبر هام لاسيما في الاقتصاديات المدروسة التي تتميز بأسواق مالية وأسواق صرف غير متطورة بالشكل الكافي، بالإضافة إلى ذلك ترك سعر الصرف عائماً في هذا النظام بطريقة معنوية وهو ما يعتبر إشارة واضحة لجمهور المتعاملين بأهمية الأخذ بمخاطر الصرف.

وفي الأخير هو نظام محسن لأنه يضم نوعين من التدابير التي تغذي بعضها البعض وتشكل نقاط قوى رئيسية ثمة هدف لاستهداف التضخم كركيزة للسياسة النقدية والجانب الآخر يتمثل في الحد من مشكلة التضارب بين العملات Currencymismatch. وقد تكون تدابير الحد من تضارب وعدم تناسب العملات متنوعة، حيث يمكن أن تكون من خلال فرض قواعد للحد من انكشاف البنوك على وضعيات مفتوحة بالعملات الأجنبية وضع آليات أكثر كفاءة للتغطية من المخاطر أو نشر بيانات عن مؤشرات التضارب بين العملات. الفائدة من هذه الإجراءات هو السماح للقيادة السليمة لسياسة استهداف التضخم، نظراً لدرجة العالية في الانفتاح التجاري والانفتاح المالي على حساب رأس المال في هذه الاقتصاديات، وأيضاً على أساس أن أغلب التزامات هذه الدول اتجاه الخارج هي مقومة بالعملات الأجنبية، في هذا الشأن فإنه يكون من غير الحكمة تجاهل تأثير تقلبات أسعار الصرف. هذه التدابير في هذا النظام تؤدي إلى التقليل بشكل لافت من ظاهرة التخوف من التعويم التي طالما رصدت في هذه الدول. في المقابل، فإن التنفيذ الناجح لسياسة استهداف التضخم من خلال الوصول إلى معدلات ضعيفة تسمح أيضاً بتخفيض والحد من مخاطر تضارب في العملات. كما أوضح Goldstein يكون خطر سعر الصرف مرتفعاً في هذه الاقتصاديات بسبب غياب وجود سياسات نقدية تتمتع بالثقة والمصداقية الكافية واللازمة للحد من احتمالات انخفاض العملة في هذه الدول.

علاوة على ذلك ينبغي أن يساهم التضخم المنخفض في تعزيز استقرار سياسات الاقتصاد الكلي، وتعزيز الثقة في الأسواق وزيادة كنتيجة حتمية لذلك في تطوير وتعميق الأسواق المالية وزيادة في نفس الوقت من الإصدارات الحرة بالعملات المحلية.²⁷

²⁷GoldsteinM,op.cit, p.33.

حسب Baillui و Murray هذا النظام ينطوي على المزيد من الجهود لتطوير الأسواق المالية المحلية وتقليل الاعتماد على الاقتراض بالعملة الأجنبية، علاوة على ذلك يجعل هذا النظام الاقتصاديات النامية أكثر حذرًا في تحرير أسواقها المالية والحفاظ على بعض القيود على تحركات رأس المال حتى يتسنى لها خلق بنية مؤسسية ذات كفاءة كافية للرصد والرقابة والتنظيم.

وفقا هؤلاء المنظرون، هذا النهج المتدرج في الانفتاح على الأسواق المالية يجد من تعرض الاقتصاد للصدمات الخارجية و يعزز من ثقة المستثمرين. ومع ذلك سيتم اعتبار هذه القيود على أنها مؤقتة وليست سمة دائمة من سمات الاقتصاد.²⁸

وتجدر الإشارة إلى أن تجربة الاقتصاديات النامية والناشئة مع سياسة استهداف التضخم لا تزال حديثة نسبياً وبالرغم من ذلك يجب أن لا تتردد هذه الدول في الأخذ بهذا النظام طالما من شأنه أن ينشئ إطاراً صلباً وذائع الصيت لمكافحة التضخم لتحقيق مستويات تضخمية مقبولة.

خاتمة

أدت الموجات الأخيرة من أزمات في الاقتصاد العالمي إلى توجيه الانتباه إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة والاستقلال النقدي وعمليات الربط لا تتسق مع بعضها البعض، وبناء على ذلك طرح العديد من المراقبين وجهة النظر ثنائية القطب والتي تشير إلى اختيار الربط الجامد أو التعويم الحر.

غير أنه بالرغم من استبعاد أزمات العملة في حالة أنظمة الربط الجامد مثل مجالس العملة أو الدولار، إلا أن احتمال حدوث الأزمات المصرفية يبقى قائماً في هذه الأنظمة بسبب عدم المقدرة على احتوائها دون وجود سلطة نقدية من جراء غياب دور مقرض الملاذ الأخير وعدم القدرة على توفير المرونة في السياسة النقدية لمقابلة الصدمات، وتعني هذه الصعوبات أن الترتيبات الوسيطة قد تظل قائمة.

وفي الأخير وعلى ضوء ما تم عرضه من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم التوصيات والاقتراحات التالية:

- ارتفاع معدلات التضخم في الدول يشجع على تطبيق أنظمة أسعار الصرف الثابتة، إلا أنه مع مرور الوقت ومع إزالة التضخم تقل فوائد تثبيت سعر الصرف وتصبح أهم أعباء التثبيت فيما بعد هي المغالاة في قيمة العملة المحلية، وهذا من شأنه إضعاف القدرة التنافسية للدول المعنية في الأسواق العالمية لأن هذه الأنظمة لا يمكن أن تتعايش مع الحركة التامة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.
- إيجابية أنظمة أسعار الصرف الوسيطة واسعة النطاق في الدول النامية لأن المرونة تسمح بالقيام بدور مقرض الملاذ الأخير والتثبيت يسمح بالعمل على استقرار قيمة العملة المحلية في مواجهة العملات الأجنبية، كما هذه الأنظمة تتلاءم مع تدفق رؤوس الأموال والسياسة النقدية المستقلة قصد مكافحة التضخم عن طريق سياسة استهداف التضخم.
- ضرورة تنمية وتعميق الأسواق المالية في البلدان النامية والرفع من درجة كفاءتها والأخذ بآليات تطوير القطاع المالي من أجل تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي في المدى القصير والطويل للحصول على مكاسب الأنظمة الأكثر مرونة وتلافي عيوبها.

المراجع

- [1]Jean-pierre Allégret, «Les régimes de change dans les marchés émergents», librairie Vuibert, Paris, 2005.
- [2]Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. et Taylor, A., «The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility». Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003.
- [3]Panizza, H., Stein, E. et Talvi, E., «Assessing Dollarization : An Application to Central American and Caribbean Countries». In Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F., eds., Dollarization, Cambridge and London MIT Press. 2003.
- [4]Dominique Plihon, « les taux de change », édition la découverte, Paris, 2001.
- [5]Eichengreen, B. Hausmann, R and Panizza. U, «Currency mismatch, debt intolerance and original sin», NBER WP n° 10036, 2003.
- [6]Eichengreen, B. Hausmann, R. Panizza. U, Op.cit.
- [7]Sfia, Mohamed Daly, « Le choix du régime de change pour les économies émergentes », MPRA: Munich Personal RePEc Archive, Mai, 2007.
- [8]Krugman, P., « Balance sheets, the transfer problem, and financial crises », Cambridge, MIT, department of Economics, 1999.
- [9]Bacchetta, P., « Monetary policy with foreign currency debt », Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen, 445-456, 2000.
- [10]Bénassy-Quéré. A., « Régimes de change : avec ou sans sucre? », la lettre du CEPII, n°191, 2000.
- [11]Eichengreen. B., « L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international », Ed L'Harmattan, 1997.
- [12]Yves. Simon, Delphine. Lautier, « Finance internationale », 9^e édition, Ed. Economica, Paris, France, 2005.
- [13]Eichengreen. B., Masson. P., Savastano. M., Sharma. S., « Transition strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility », Princeton 213, Princeton University, 1999.
- [14]Grolier. A., « Le retour de la taxe Tobin ? », in problèmes économiques, n°2595, 16 décembre 1998.
- [15]Paul De Grauwe, « Monnaie internationale: théorie et perspectives », De Boeck Université, Belgique, 1999.

²⁸Baillui, J., Murray, « Les régimes de change dans les économies émergentes », Revue de la banque du Canada, 2003, p.09.

- [16]Allegret. J, Courbis. B, « Monnaies, finance et mondialisation », Librairie Vuibert, France, 2003.
- [17]Reinhart. C. M, « The mirage of floating exchange rate », American Economy Review, vol.90, n°2, 2000.
- [18]Calvo. G, Reinhart. C.M, « Fixing for your life », in Collins et Rodrik D, (éd), Brooking Trade Forum 2000, Brooking institution, Washington, 2001.
- [19]Hausmann. R, Panizza.U et Stein.E, « Why do countries float the way they float? », Journal of Development Economic, vol.66, 2001.
- [20]Hausmann. R, Panizza.U et Stein.E, « Why do countries float the way they float? »,Op.cit.
- [21]Mohanty, M. S, Klau . M, « Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence», BIS Working papers, N° 149.2004.
- [22] Philippe d'Arvisenet, « Finance internationale », Dunond, Paris, France, 2004.
- [23]Jean-Pierre Allegret,« Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions»,Panoeconomicus, 2007.
- [24] Dominick. Salvatore, « The European monetary system: crisis and future », Open Economic Reviews, 1996.
- [25]Williamson J, « Exchange rate regimes for emerging market: reviving the intermediate option », Institute for International Economics, 2000.
- [26]Goldstein. M, « Managed floating plus», International Economics, Washington, Institute for International Economics, 2002.
- [27]Goldstein. M, « Managed floating plus», op.cit.
- [28]Bailliu.J, Murray, « Les régimes de change dans les économies émergentes », Revue de la banque du Canada, 2003.