

إعادة العملات لوضعها الطبيعي

المتاجرون في خيارات اليورو - الدولار في مقصورة المتاجرة في بورصة شيكاغو التجارية.

**يتعين على المصارف
المركزية، لكي تنجح
تدخلاتها في مجال
النقد الأجنبي، أن
تعمل بشكل جماعي**

بقلم: أتيش غوش
Atish Ghosh

أسعار الفائدة. وتتمثل المشكلة في العالم الحقيقي في أن لهذه الإجراءات تكلفتها: إذ أنها تتطلب أن يخضع المصرف المركزي سياساته النقدية لإنجاز هدف سعر الصرف وليس للغايات المحلية العادية بدرجة أكبر المتمثلة في التحكم في التضخم، أو دعم النشاط الاقتصادي، أو توفير السيولة في الأوقات التي يواجه فيها القطاع المالي ضائقة.

وللتغلب على هذه المشكلة، استحدثت المصارف المركزية أسلوباً يسمى التعقيم لفصل آثار السياسة النقدية على سعر الصرف عن آثارها على الأهداف المحلية. وتتمثل الفكرة في معارضة مشتريات أو مبيعات المصارف المركزية من النقد الأجنبي بعمليات السوق المفتوحة (مبيعات أو مشتريات السندات الحكومية) التي تدع المعروض النقدي أو سعر الفائدة المحدد كسياسات عامة دونما تغيير. وعلى سبيل المثال، إذا ما تدخلت حكومة الولايات المتحدة لدعم الدولار (باستخدام حيازاتها من العملات الأجنبية لشراء الدولار)، فإن العملية ستخرج الدولار من التداول وتقلص المعروض النقدي، وهو ما يعادل رفع أسعار الفائدة - وهي أخبار لا يمكن أن تكون طيبة إذا ما كان الاقتصاد على حافة حالة انكماش. وبغية «تعقيم» تلك العملية، يتعين على صندوق الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة أن يقوم بشراء الأوراق المالية لخزانة الولايات المتحدة في السوق المفتوحة لضخ دولارات، مما يعيد المعروض النقدي وسعر الفائدة إلى مستوياتها الأصلية.

تنأى الحكومات في البلدان المتقدمة بنفسها في أغلب الأحيان عن أسواق النقد الأجنبي، تاركة تحديد قيمة عملاتها لقوى السوق. وهي تفعل ذلك لأسباب عقيدية إلى حد ما، بمظنة أن السوق تفعل ذلك عموماً على النحو الصحيح. غير أن جزءاً من ممانعتها في التدخل ينبثق عن النتائج المختلطة التي أسفرت عنها بلا جدال محاولات سابقة - وعلى الأخص في أواخر الثمانينيات - لتعزيز العملات الرئيسية أو منعها من الارتفاع بشكل سريع جداً.

وقد أعادت الشواغل الحديثة العهد بشأن التقلبات الحادة في سعر الدولار والعملات الرئيسية الأخرى، على نحو ما ينعكس في بيان مجموعة السبعة، البلدان الصناعية الرئيسية، في اجتماعات الربيع لصندوق النقد الدولي - البنك الدولي في شهر نيسان/ أبريل الماضي، على إمكانية التدخل في سوق النقد إلى صدارة الاهتمامات. غير أنه إذا ما قرر صناع السياسات البدء في التدخل ثانية في أسواق النقد الأجنبي، فهل سينجح ذلك؟

وتقول الكتب المرجعية إن التأثير على سعر الصرف سهل. فليس على المصرف المركزي، كي يدعم سعر الصرف، سوى أن يرفع سعر الفائدة التي يحددها كسياسة عامة. ومع قيام المستثمرين الذين يبحثون عن عوائد أعلى بزيادة طلبهم على العملة، فإن قيمة سعر النقد ترتفع. ويستطيع المصرف المركزي أن يوهن سعر الصرف بواسطة تخفيض

ولكن إذا ما كان التدخل بغرض التعقيم يعنى عدم تغيير سعر الفائدة، فما الذى يجعله إذن يؤثر على سعر الصرف؟ إنه لن يفعل ذلك، فى حقيقة الأمر، فى عالم لديه قدرة كاملة على إحلال الأصول، ومعلومات تامة، وأسواق سائلة بالكامل.

هذا المقال يفحص الكيفية التى قد يؤثر بها التدخل بغرض التعقيم على سعر الصرف ويستعرض الشواهد التجريبية بشأن ما قد يفلح وما لا يفلح. وينصب التركيز هنا على العملات الرئيسية - الدولار والين واليورو - لأن مجرد حجم سوق تلك العملات يعنى أن من المرجح أن تكون فعالية التدخل فى هذه الحالة مختلفة عن تدخل المصارف المركزية فى البلدان النامية وبلدان السوق الناشئة.

أنواع القنوات

حدد رجال الاقتصاد ثلاث قنوات رئيسية يمكن أن يؤثر بها التدخل بغرض التعقيم على سعر الصرف: رصيد الحافطة، والتأشير، والهيكل الجزئى.

فمن خلال قناة رصيد الحافطة، تؤثر المعروضات النسبية من الأصول على علاوة المخاطر، ومن ثم على سعر الصرف. فلنفترض أن مصرفاً مركزياً يحاول تخفيض قيمة عملته مقابل دولار الولايات المتحدة؛ فإنه يعمد أولاً إلى شراء الدولارات مقابل عملته. وحيث إن ذلك يزيد المعروض النقدي فإنه يعقم هذا التدخل بواسطة بيع السندات الحكومية المقومة بعملته لقاء الحصول على مال، ومن ثم يعيد المعروض النقدي إلى مستواه الأصلي. وتكون النتيجة الصافية أن المعروض من السندات المقومة بتلك العملة قد زاد. وإذا لم تكن الأصول بديلاً كاملاً فإن الزيادة فى المعروض النسبى من الأصول تزيد من علاوة مخاطرها، مما يودى بدوره إلى تخفيض قيمة سعر الصرف.

ورغم أن ثمة شواهد على أن الأصول ليست بالبديل الكامل، فإن مجرد وصف الطريقة التى يفترض أن تعمل بها قناة رصيد الحافطة يوضح أن من المحتمل، من الناحية العملية، أن تكون صلتها محدودة بالنسبة للعملات الرئيسية. إن رصيد الأصول القائمة كبير لدرجة أن تدخلات على نطاق واسع تكون مطلوبة لكي تحدث تأثيراً كبيراً على علاوة المخاطر، ومن ثم على سعر الصرف.

ومن خلال قناة التأشير، يبلغ المصرف المركزى للأسواق بمقاصد سياساته أو بالمعلومات الخاصة التى قد تكون لديه بخصوص العرض أو الطلب فى المستقبل بشأن العملات (أو بشكل مرادف، مسار سعر الفائدة). ومن الممكن أن تنشأ دورة توقع إيجابية؛ مثلاً، إذا ما قام المصرف المركزى، بشكل له مصادقية، بإبلاغ اعتقاده بأن سعر الصرف قوى جداً - وأنه مستعد لتغيير سياساته بشأن سعر الفائدة إذا ما اقتضت الضرورة - وعندئذ تفضى توقعات السوق إلى مبيعات للعملة، وإلى إضعافها كما هو مستهدف.

ولكن، لماذا لا يستطيع مصرف مركزى أن يعلن ببساطة عن نيته أو معلوماته؟ لماذا تمس الحاجة إلى التدخل لإخفاء مصادقية على مثل هذه الإعلانات؟ قد يكون أحد أسباب ذلك أن التدخلات تجعل المصرف المركزى «يتبع القول بالعمل». خذ عندك مصرفاً مركزياً يشتري عملة أجنبية لتخفيض قيمة عملته. فإذا ما ارتفعت قيمة عملته بعد ذلك، فإنه يتكبد خسارة محاسبية على مشترياته من العملة الأجنبية. ومن الممكن أن تكون هذه الخسائر، حتى بالنسبة للمصارف المركزية الكبرى، مرجحة سياسياً - وهو ما يقنع السوق بأن المصرف المركزى يواصل هذا العمل إلى آخر مدى (إذا ما اقتضت الضرورة بواسطة تدخلات غير معقمة) مدفوعاً بنيات سياسية تكشف عنها التدخلات معقمة.

يبين بعض من أحدث البحوث أن الهيكل الجزئى للسوق - تدفق أوامر الشراء والبيع دقيقة بدقيقة - يمكن أن يؤثر على أسعار الأصول، لأن هذه التدفقات تنقل ضمناً معلومات إلى السوق. ومن الممكن أن تؤثر تدخلات المصرف المركزى، بواسطة تغيير تدفق الأوامر، على سعر الصرف.

وبالمثل، إذا ما نجحت التدخلات فى تحريك سعر الصرف، فإن قوى مشاركة معينة فى السوق قد «تنجرف مع التيار»، وتضاعف من تأثير التدخل، وتطلق عنان الخروج على المستويات التقنية الرئيسية، أو «نقاط المقاومة» الخاصة بسعر الصرف. وإذا ما كان هناك عدد كبير من التجار التقنيين (أى المشترين فى السوق الذين يتجرون على أساس التحليل التقني)، فإن التدخل الأصلي يمكن أن يكون له تأثير كبير غير تناسبى، وبخاصة إذا ما كان ينظر إلى سعر الصرف على أنه أبعد ما يكون عن توازنه.

وأخيراً، فحتى لو كان للتدخل بغرض التعقيم تأثير قليل، أو تأثير مؤقت فقط على مستوى سعر الصرف، فمن الممكن أن يكون للتدخلات المتكررة تأثير دائم على تقلب سعر الصرف. وفى الحقيقة، كثيراً ما تتدخل المصارف المركزية عندما تكون ظروف السوق مضطربة ويكون التقلب مفرطاً.

بعض خيارات التدخل

أحد الخيارات التى يواجهها المصرف المركزى ما إن كان يتدخل صراحة أو سرا (رغم أنه لا يمكن لأى تدخل أن يكون سرياً بشكل كامل بسبب آثاره على تدفقات الأوامر، على نحو ما سبق بيانه). وقناة التأشير تكون بطبيعة الحال أكثر فعالية عندما يكون التدخل معلناً. ولكن قد يريد المصرف المركزى أن يختبر موقع قدمه أولاً - أن يقيس عمق تقلب السوق وتقلباتها الأساسية - من خلال تدخلات سرية. وهذا له أيضاً ميزة المحافظة على متانة مصادقية المصرف المركزى إذا ما لم ينجح التدخل فى تحريك سعر الصرف فى الاتجاه المطلوب.

والتدخلات السرية مفضلة فى بعض الظروف الاقتصادية. ولنفترض أن مصرفاً مركزياً لديه بعض المعلومات الخاصة التى قد تتسبب إذا ما كشفت للسوق فى تحرك مياغت وبعثت على الاضطراب لسعر الصرف (مثلاً، إذا كان لدى المصرف المركزى إخطار مسبق عن أرقام «سيئة» عن الميزان التجارى). فى مثل تلك الحالات، قد يكشف التدخل العلنى هذه المعلومات، مما يسفر عن حركة مباغطة على نحو غير مستصوب فى سعر السوق. ويكشف المصرف المركزى بالتدخل سرا جانباً من معلوماته ومن ثم يجعل سعر الصرف يتحرك فى الاتجاه الصحيح - متجنباً حركة مباغطة عندما تعلن المعلومات (مثلاً، أرقام التجارة). وهناك قرار آخر هو ما إن كان يتعين القيام بالتدخلات من جانب واحد أو بالتنسيق مع مصرف مركزى آخر أو أكثر. والأرجح بالطبع أن تكون التدخلات المنسقة فعالة. وما يهم فى قناة رصيد الحافطة هو المعروض النسبى من الأصول: إذا زاد رصيد الأصول القائمة المملوكة لبلد ما وتناقص رصيد بلد آخر، فمن الجلى أن ذلك سيكون له تأثير مناظر على المعروض النسبى من الأصول، أكبر مما قد يحدث إذا ما تغير رصيد أصول بلد واحد فقط. وبالمثل، فى إطار قناة التأشير، فإن ما يهم هو المعروض النسبى من النقود (أو فروق أسعار الفائدة - الفرق بين سعر الفائدة فى بلد وسعر الفائدة فى بلد آخر). وإذا ما أشارت التدخلات المنسقة إلى تغييرات متوقعة فى أسعار الفائدة فى البلدين فى اتجاهات متضاربة، فإن التأثير على الفروق المتوقعة، ومن ثم سعر الصرف، سيكون أكبر بشكل مناظر. وقد يكون من الصعب إنجاز التدخلات المنسقة، على

منها «ناجحة» من حيث أنها مثلت نقاط تحول متقاربة (في الاتجاه المستصوب) للعملة (انظر الشكل ٢) - رغم أن من الصعب تحديد ما كان سيحدث إذا لم تتم هذه التدخلات (مثلا، وصل الدولار بحلول عام ١٩٨٥ إلى ارتفاعات مذهلة وكان من الممكن تماما أن تبدأ قيمته في الانخفاض على أي حال من الأحوال).

ومما يتسق مع قناة التأثير الخاصة بالتدخل بغرض التعقيم، كان أحد العناصر الرئيسية في نجاح تلك الوقائع أن فروق سعر الفائدة تحركت بطرق داعمة بسرعة بعد التدخلات - أو على الأقل لم تتحرك في الاتجاه العكسي. كما أبرز أحد الإخفاقات الكبرى هذا التأثير: ألا وهو إخفاق اتفاق اللوفر في شباط/ فبراير ١٩٨٧ في دعم الدولار. ورغم أن فروق أسعار الفائدة في الولايات المتحدة وألمانيا زادت في البداية، فإن ألمانيا بدأت في صيف ذلك العام في زيادة أسعار فائدها بسبب القلق بشأن الضغوط التضخمية. وكانت النتيجة، التي اعتقدت بفعل أرقام التجارة السلبية للولايات المتحدة، تخفيضا حادا في قيمة الدولار، وانهياب سوق الأسهم في تشرين الأول/ أكتوبر ١٩٨٧ لأن الأسواق توقعت أن يقوم بنك الاحتياطي الاتحادي في الولايات المتحدة بتشديد السياسة النقدية (رفع أسعار الفائدة) استجابة للضغوط التضخمية الناجمة عن الدولار الضعيف.

ومن ثم فإن كلا من النظرية والتجربة تشيران إلى أن التدخل بغرض التعقيم يمكن أن يكون فعالا- ولكن ذلك لا يحدث إلا إذا ساندته توقعات بتوقعات لها مصداقيتها بشأن سياسات دعم طارئة بحسب الاقتضاء. ومن ثم فإن من المحتمل ألا يشكل التدخل بغرض التعقيم أداة سياسات مستقلة تماما. ومع ذلك، فإنه إذا ما تم القيام به بشكل له مصداقيته، وبخاصة إذا ما تم تنسيقه عبر المصارف المركزية، فقد يوفر بعض المرونة الإضافية من أجل إنجاز أهداف السياسات. وفيما تعمل المصارف المركزية جاهدة على الوفاء بشتى الأهداف المحلية والخارجية، وبخاصة في أوقات الشدة المالية، فإنه قد تجد نفسها تنقب في صندوق أدوات السياسات بحثا عن أي أداة تحقق نجاحا. ■

أتيش غوش رئيس قسم في دائرة البحوث في صندوق النقد الدولي.

مقترحات بشأن قراءات إضافية

Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," American Economic Review, Vol. 83 (December), pp. 1356-69.

Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," Journal of Political Economy, Vol. 110 (February), pp. 170-80.

Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," Journal of International Money and Finance, Vol. 25 (March), pp. 199-219.

Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutschemark Rate," Journal of International Economics, Vol. 32, pp. 201-20.

—, 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," European Economic Review, Vol. 46 (February), pp. 253-72.

Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães, and C. Karacadağ, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," IMF Occasional Paper No. 249 (Washington: International Monetary Fund).

Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).

Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).

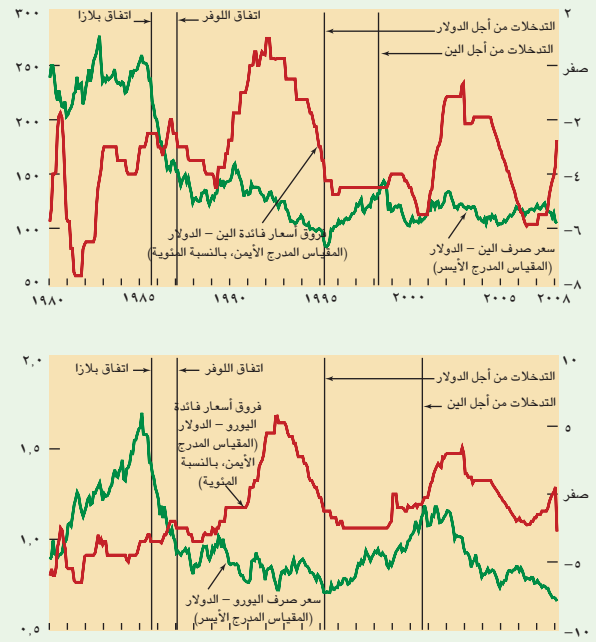
الرغم من أنها أكثر فعالية، إذ تتطلب اتفاقا فيما بين المصارف المركزية بشأن مستوى سعر الصرف ودينامياته المستصوبة، علاوة على التنسيق التشغيلي واللوجستي. ولكن، حتى ولو لم تكن التدخلات منسقة، فإن سياسات المصارف المركزية أو إعلاناتها يجب ألا تكون متناقضة مع سياسات وإعلانات المصارف المركزية الأخرى على الأقل إذا ما كان للتدخلات أن تنجح.

ما الذي تبينه السجلات؟

إذن، إلى أي مدى يعتبر التدخل بغرض التعقيم فعلا من الناحية العملية؟ الشواهد التجريبية مختلطة. ورغم أن عددا من الدراسات التي أجريت في الثمانينيات، مثل تقرير جورغنسن (١٩٨٣)، وجد أن له فعالية محدودة، فإن شواهد حديثة العهد - وبخاصة المستندة إلى دراسات الوقائع - أكثر دعما للتشجيع. لقد كان هناك خمس وقائع كبرى للتدخلات المنسقة منذ منتصف الثمانينيات: اتفاق بلازا لعام ١٩٨٥ لدعم عملات مجموعة الخمس من غير الولايات المتحدة؛ واتفاق اللوفر لعام ١٩٨٧ لدعم دولار الولايات المتحدة مقابل عملات مجموعة الست الأخرى؛ والجهود التي بذلها وزراء مالية مجموعة السبع في ١٩٩٥ لدعم دولار الولايات المتحدة؛ والتدخل المشترك الذي قامت به الولايات المتحدة واليابان في عام ١٩٩٨ لدعم الين؛ والتدخل الذي قام به في عام ٢٠٠٠ المصرف المركزي الأوروبي وبنك الاحتياطي الاتحادي للولايات المتحدة والمصارف المركزية للمملكة المتحدة واليابان وكندا لدعم اليورو. ومن بين هذه التدخلات، كان أربعة

نقاط تحول

منذ منتصف الثمانينيات، ساعدت أربعة من التدخلات المنسقة الرئيسية في تحريك العملة في الاتجاه المستصوب. وكانت فروق الأسعار الداعمة عنصرا أساسيا في هذا النجاح.



المصدر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية. ملحوظة: تبين الخطوط الرأسية وقائع رئيسية من التدخلات المنسقة. سلاسل فروق سعر صرف وفروق سعر فائدة اليورو - الدولار متراكبة مع سلاسل المارك الألماني - الدولار لسنوات طويلة قبل طرح اليورو.