

# النقود السلعية

ترى البلدان النامية التي تعتمد على الصادرات السلعية أن مصير أسعار صرف عملاتها يرتبط بتقلبات أسواق السلع الأساسية

بول كاشين، لويس تشيسبيدس، وراتنا ساهاي

Paul Cashin, Luis Céspedes, and Ratna Sahay

البلد على مواجهة تأرجح أسعار السلع الأساسية؟ وكانت النتائج مثيرة للدهشة، وأثارت أسئلة جادة بالنسبة إلى واضعي السياسات نظرا لأن سعر الصرف الحقيقي هو مفتاح قدرة البلد على المنافسة في أسواق التجارة العالمية.

## تحديد النقود السلعية

بدأت دراستنا بوضع مؤشرات شهرية جديدة للأسعار القومية الحقيقية لسلع التصدير، وجمع البيانات الشهرية لسعر الصرف الحقيقي بالنسبة لعدد ٥٨ بلدا مصدرة للسلع الأساسية في خلال الفترة من كانون الثاني/يناير ١٩٨٠ حتى آذار/مارس ٢٠٠٢. ومؤشر الأسعار (الإسمية) للصادرات السلعية لكل بلد هو المتوسط الهندسي المرجح للأسعار العالمية لأربعة وأربعين سلعة رئيسية كل على حدة ليس من بينها الوقود (مأخوذة من بيانات أسعار السلع الأساسية لصندوق النقد الدولي)، باستخدام حصص الصادرات الخاصة ببلدان معينة (على أساس المتوسط خلال الفترة ٩٠-١٩٩٩) كأوزان. ثم يتم بعد ذلك تكميش المؤشرات القومية للأسعار الإسمية (بالدولار الأمريكي) للصادرات السلعية من غير النفط، بمقياس صندوق النقد الدولي للسعر الإسمي (بالدولار الأمريكي) للصادرات من السلع المصنعة لتكوين السعر الحقيقي للصادرات السلعية لكل بلد. ويمكن أيضا وصف السعر الحقيقي للصادرات السلعية الأساسية بأنه مقياس لمعدلات التبادل التجارى لكل بلد، معبرا عنه بالأسعار العالمية. وسعر الصرف الحقيقي هو سعر الصرف الفعلى الحقيقي وفقا لتعريف صندوق النقد الدولي، والذي يتحدد بالنسبة لكل بلد باعتباره المتوسط المرجح بالتجارة لأسعار الصرف الثنائية في مقابل عملات الشركاء في التجارة، معدلا بفروق الأسعار بين البلد الأصلي وشركائه في التجارة.

وتتضمن الدول الثماني والخمسون المصدرة للسلع ٥٣ بلدا ناميا (يصنفها مطبوع آفاق الاقتصاد العالمي لصندوق النقد الدولي بأنها دول مصدرة لمنتجات أولية

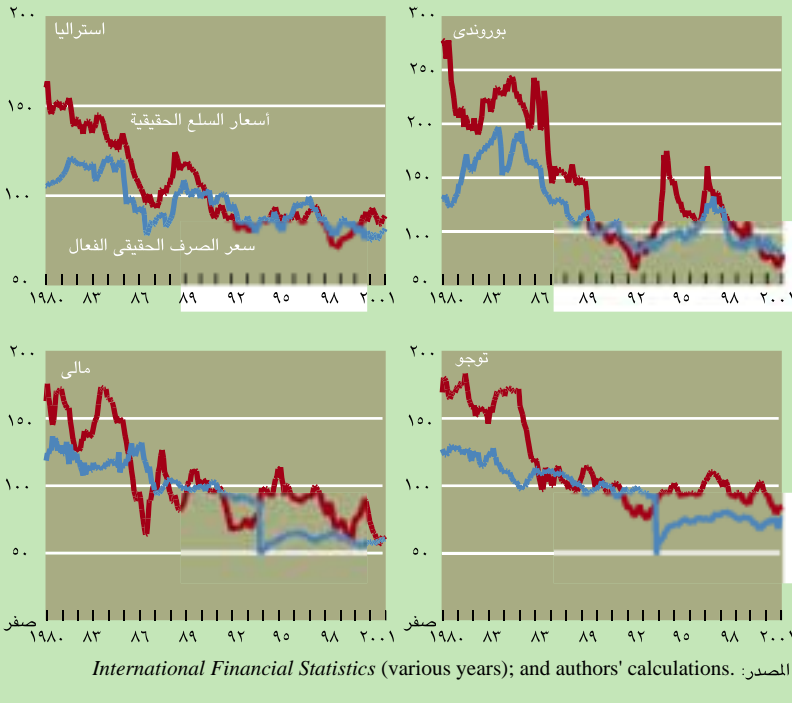
طالما حاول الاقتصاديون لعدة عقود، وبقليل من النجاح، أن يضعوا نموذجا لتحركات أسعار الصرف الحقيقية - أى المعدلة بنسبة التضخم. وقد ركزت كل الدراسات تقريبا، على الدول الصناعية، محاولة تحديد ما إذا كانت الأساسيات مثل الإنفاق الحكومي، واختلالات الحساب الجارى، والفروق في الإنتاجية وأسعار الفائدة هي مفتاح تفسير تحركات أسعار الصرف. إلا أن النتائج كانت مخيبة للآمال، نظرا لإخفاق كثير من النماذج التي قامت على الأساسيات في تقديم تفسير مقنع لسلوك أسعار الصرف الحقيقية في الدول الصناعية.

وعلى النقيض من ذلك، فإن دراسات سلوك أسعار الصرف الحقيقية للبلدان النامية نادرة. وركزت الدراسات القليلة التي درست محددات تلك الأسعار بدرجة كبيرة على أمريكا اللاتينية، وأكدت على دور تحركات معدلات التبادل التجارى في تحديد حركة أسعار الصرف الحقيقية. وعلى أية حال، هناك افتراض طبيعي بالنسبة للبلدان النامية هو أن التذبذبات في الأسعار الحقيقية للسلع الأساسية لها القدرة على تفسير قدر كبير من التغيرات في أسعار الصرف الحقيقية، نظرا لأن كثيرا من هذه البلدان يعتمد إلى حد كبير على السلع الأساسية - وفى بعض الأحيان، على سلعة أساسية وحيدة - للحصول على الكتلة الأساسية من إيراداتها من التصدير. والواقع، أن عدیدا من الدراسات قد استكشفت تلك العلاقة بالنسبة لقلّة من البلدان الصناعية المصدرة للسلع مثل أستراليا، وكندا ونيوزيلندا. ولكن العقبة الكبرى في امتداد هذه الدراسات لتغطى البلدان النامية تمثلت في نقص البيانات المحددة الخاصة بكل بلد عن أسعار تصدير السلع الأساسية.

وهذا هو السبب في قيامنا بدراسة عن العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والأسعار الحقيقية للسلع الأساسية بالنسبة لكافة الاقتصادات التي تعتمد على السلع الأساسية. وقد وجهنا سؤالين: هل تتحرك الأسعار الحقيقية للسلع الأساسية وأسعار الصرف الحقيقية معا؟ وهل يؤثر نظام سعر الصرف على قدرة

## التحرك معا

تحافظ أسعار الصرف الحقيقية وأسعار السلع الحقيقية على الارتباط الوثيق بينهما (١٠٠ = ١٩٩٠)



غير النفط، وتلك لها إيرادات متنوعة من التصدير) وخمس دول صناعية - كلها تعتمد على الصادرات السلعية في حصة رئيسية من دخلها من الصادرات. وبالفعل، فإنه في خلال التسعينيات، كان متوسط الحصة الحسابي عبر البلدان من إجمالي حصيلة الصادرات الناشئة عن صادرات السلع الأولية نحو ٤٨ في المائة. وقد تعدت الصادرات السلعية تقليديا نسبة ٥٠ في المائة من إجمالي الصادرات لعدة بلدان في أفريقيا جنوب الصحراء، وخاصة بروندي (٩٧ في المائة) ومدغشقر (٩٠ في المائة) وزامبيا (٨٨ في المائة). وكان نصيب الصادرات من السلع الأولية في إجمالي الصادرات مرتفعا تماما حتى بالنسبة للدول الصناعية (أستراليا ٥٤ في المائة، وأيسلندا ٥٦ في المائة) وبالإضافة إلى ذلك لا يزال كثير من البلدان يعتمد بشكل غالب على حصيلة الصادرات من السلع القابلة للتصدير المسيطرة - وقد تجاوزت السلع القابلة للتصدير المسيطرة ٩٠ في المائة من حصيلة الصادرات في الدومينيكا (الموز) وفي أثيوبيا (البن)، وفي موريشيوس (السكر) وفي النيجر (اليورانيوم) وفي زامبيا (النحاس).

جدول (١)

### تحديد بلدان النقود السلعية

لدى حوالي خمس البلدان المصدرة للسلع لديها نقود سلعية: هناك علاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف الفعلي الحقيقي لهذه الدول وبين الأسعار الحقيقية للتصدير.

أفريقيا جنوب الصحراء	آسيا والمحيط الهادئ	الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	نصف الكرة الغربي	أوروبا
إثيوبيا	أستراليا	تركيا	الأرجنتين	أيسلندا
أوغندا	إندونيسيا	تونس	إكوادور	النرويج
بروندي	بابوا غينيا الجديدة	الجمهورية العربية السورية	أوروغواي	
تنزانيا	باكستان	المغرب	باراجواي	
توغو	بنغلاديش		البرازيل	
جمهورية أفريقيا الوسطى	تايلند		بوليفيا	
جنوب أفريقيا	سري لانكا		بيرو	
زامبيا	ماليزيا		دومينيكا	
زيمبابوي	ميانمار		سان فنسنت وجرانادين	
السنگال	نيوزيلندا		سورينام	
السودان	الهند		شيلي	
غانا			غواتيمالا	
الكمرون			كندا	
كوت ديفوار			كوستاريكا	
كينيا			كولومبيا	
مالي			المكسيك	
مدغشقر			نيكاراغوا	
ملاوي			هندوراس	
موريتانيا				
موريشيوس				
موزامبيق				
النيجر				

ملاحظة: البلدان المطبوعة بالأسود هي التي لديها عملة سلعية.  
المصدر: Cashin, Céspedes, and Sahay, 2002.

ثم قمنا بعد ذلك مسلحين بسعر الصرف الحقيقي والأسعار الحقيقية لأسعار تصدير السلع في كل بلد، بمقارنته للتحقق مما إذا كانت هاتان السلسلتان قد أظهرتا علاقة وثيقة. ووجدنا أنه، بالنسبة لكثير من البلدان مثل أستراليا وروندي (وكلتاهما لديها أسعار صرف إسمية مرنة) هذا هو الحال تماما. (انظر الشكل)، بينما يبدو أن بلدانا أخرى لديها أظهرت علاقة عندما تحرك ذات يوم في سعر الصرف الحقيقي (مثل تخفيض العملة في مالي وتوجو وهما من منظمة فرك الاتحاد المالي الأفريقي عام ١٩٩٤) هو السبب المسؤول.

وبعد ذلك، قمنا باستخدام تحليل الانحدار حتى نختبر رسميا ما إذا كانت هناك علاقة مستقرة طويلة الأجل بين سعر الصرف الحقيقي لبلد ما والسعر الحقيقي لصادراته السلعية - بعبارة أخرى أي البلدان المصدرة للسلع الأساسية توافرت فيها شروط «النقود السلعية»؟ وفي التحليل سمحنا بتحول هيكل في العلاقة بين السلسلتين بحيث يضم التحركات التي جرت ذات يوم في أي من السلسلتين (والتي تتضمن تقليديا تحركات سريعة في سعر الصرف الإسمي (والحقيقي)). وقد وجدنا

وحدها - وهي نتيجة قوية على نحو يثير الاندهاش. أما بالنسبة للبلدان المصدرة للسلع، التي لا يمكن العثور فيها على تلك العلاقة طويلة الأجل، فالمرجح أنه تكون هناك عوامل أخرى غير الأسعار الحقيقية للسلع لعبت دورا رئيسيا في تحركات سعر الصرف الحقيقي.

ما مدى ضخامة الأثر الذي تحدثه تحركات الأسعار الحقيقية للسلع على أسعار الصرف الحقيقية في بلدان النقود السلعية؟ وجدنا أن المرونة

مثل هذه العلاقة طويلة الأجل فقط في ٢٢ بلدا من بين البلدان الثماني والخمسين المصدرة للسلع (جدول ١). وليس من غير المتوقع أن تمثل البلدان الإفريقية جنوب الصحراء - نظرا للاعتماد على الصادرات السلعية - نصف البلدان ذات العملات السلعية. وفضلا عن ذلك، فإن في تلك البلدان الاثني والعشرين، قد يرجع ما يزيد على ٨٠ في المائة من التغيرات في سعر الصرف، في المتوسط إلى التحركات في أسعار السلع الحقيقية

## لا يهم نوع نظام سعر الصرف

تتشابه تقلبات أسعار الصرف الحقيقية لبلدان النقود السلعية سواء كانت تلك الدول تتبع نظام أسعار الصرف الاسمية الثابتة أو المرنة.

معدل التقلب	تقلب مستويات الأسعار النسبية	تقلب سعر الصرف الاسمي الفعلي	تقلب سعر الصرف الحقيقي الفعلي	تصنيف	
				صندوق النقد الدولي	رينهارت- روجوف
				لنظم أسعار الصرف (القانونية)	لنظم أسعار الصرف (الواقعية)
<b>مرتبط بعملة أخرى</b>					
١,٦	٠,٠١١	٠,٠١٦	٠,٠٢٠	تعويم مدار	مرتبط بعملة أخرى
٢,٣	٠,٠١٩	٠,٠٤٤	٠,٠٤٥	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
٢,١	٠,٠١٩	٠,٠٣٩	٠,٠٤٦	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
٣,١	٠,٠١٤	٠,٠٤٤	٠,٠٤٣	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
١,٦	٠,٠٢٧	٠,٠٤٢	٠,٠٤٤	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
١,٧	٠,٠٢٥	٠,٠٤٣	٠,٠٥١	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
٣,٤	٠,٠٠٨	٠,٠٢٦	٠,٠٤٥	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
٢,٤	٠,٠١٨	٠,٠٤٣	٠,٠٤٧	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
٢,٣	٠,٠١٨	٠,٠٣٧	٠,٠٤٣	مرتبط	مرتبط بعملة أخرى
<b>المتوسط الحسابي</b>					
<b>مرونة محدودة/ تعويم موجه</b>					
١,٦	٠,٠١٦	٠,٠٢٥	٠,٠٢١	مرتبط بعملة أخرى	مرونة محدودة
١,٧	٠,٠٠٧	٠,٠١١	٠,٠١٢	مرتبط بعملة أخرى	مرونة محدودة
٢,٠	٠,١١٨	٠,٢٣٥	٠,١٩٧	تعويم موجه	مرونة محدودة
٥,١	٠,٠١٣	٠,٠٦٧	٠,٠٦٦	تعويم موجه	مرونة محدودة
٣,٣	٠,٠٠٤	٠,٠١٢	٠,٠١٣	تعويم موجه	مرونة محدودة
١,٥	٠,٠١٨	٠,٠٢٦	٠,٠٢٨	تعويم موجه	مرونة محدودة
١,٣	٠,٠٢٢	٠,٠٢٩	٠,٠٢٦	تعويم مدار	تعويم مدار
٢,٣	٠,٠١٥	٠,٠٣٤	٠,٠٣٥	تعويم موجه	تعويم مدار
١,٥	٠,٠٢٤	٠,٠٥٣	٠,٠٤٤	تعويم مستقل	تعويم مدار
٢,١	٠,٠٢٢	٠,٠٤٦	٠,٠٤٧	مرتبط بعملة أخرى	تعويم مدار
٢,٢	٠,٠٢٧	٠,٠٥٤	٠,٠٥٠		
<b>المتوسط الحسابي</b>					
<b>تعويم حر/ متناقص</b>					
٧,١	٠,٠٠٣	٠,٠٢٣	٠,٠٢٣	تعويم مستقل	تعويم حر
٣,١	٠,٠١٩	٠,٠٥٨	٠,٠٥٤	تعويم موجه	تناقص حر
٤,٧	٠,٠٢٦	٠,١٢٢	٠,١١٤	تعويم موجه	تناقص حر
٢,٦	٠,٠١٩	٠,٠٤٩	٠,٠٤٦	تعويم موجه	تعويم حر
٤,٤	٠,٠١٧	٠,٠٦٣	٠,٠٥٩		
<b>المتوسط الحسابي</b>					

ملاحظة: يتم تصنيف أسعار الصرف طبقاً للنظام القائم لأغلب السنوات فيما بين ١٩٨٠ - ٢٠٠٢. وسعر الصرف الاسمي الفعلي (المتوسط المرجح بالتبادل التجاري لأسعار الصرف الثنائية في مقابل عملات الشركاء التجاريين)، المستوى النسبي للأسعار (مستوى الأسعار المحلية بالنسبة لمستويات الأسعار لدى الشركاء التجاريين، وهو الفرق من مستوى الأسعار المحلية ومستوى الأسعار الأجنبية المرجح بالتجارة)، والأرقام القياسية لأسعار الصرف الفعلية الحقيقية هي في اللوغاريتمات (سنة الأساس ١٩٩٥ = ١٠٠) وهي شهرية. يتم قياس مدى التقلب باعتباره الانحراف المعياري لمعدل التغير (الشهري) للسلاسل. ونسبة التقلب هي النسبة بين الانحراف المعياري لنسبة التغير (الشهري) في سعر الصرف الاسمي الفعلي إلى الانحراف المعياري لمعدل التغير (الشهري) لمستوى الأسعار النسبي.

أعقاب صدمة سلبية حقيقية (مثل هبوط الأسعار العالمية لإحدى سلع التصدير الرئيسية) يرفع التخفيض الاسمي لقيمة العملة السعر المحلي للسلع المصدرة (ليعوض جزئياً الهبوط في السعر الدولي) وتقلل الأجر الحقيقية لتساير انخفاض الطلب على العمل. وعلى النقيض، فإنه في البلدان التي تتبع أسعار الصرف الاسمية غير المرنة والتي تعاني من مثل تلك الصدمات الحقيقية السلبية، يقتضى الأمر تخفيض الأسعار حتى يتم ضمان عدم انخفاض العمالة والنتاج. وتبعاً لذلك، فقد قمنا بفحص ما إذا كانت مرونة سعر الصرف الاسمي أو مرونة الأسعار النسبية أكثر أهمية في توجيه أسعار الصرف الحقيقية المرنة للنقود السلعية.

وقد بدأنا بتصنيف نقودنا السلعية وفقاً لنظام سعر الصرف. وكما يبين الجدول ٢ فإننا قمنا بذلك أولاً وفقاً للتقسيم القانوني لصندوق النقد الدولي (والذي يقوم على أساس الالتزام العام المعلن التي تعهدت به السلطات القومية)، ثم بعد ذلك وفقاً للتصنيف الواقعي المقترح في دراسة حديثة قام بها كل من كارمن رينهارت وكينيث روجوف (والتي تقوم على

تتراوح تقليدياً بين ٠,٢، ٠,٤، ٠,٦، و٠,٨. وهكذا فإن انخفاضاً لنسبة ٠,١ في المائة في السعر الحقيقي للصادرات السلعية لبلدان النقود السلعية يرتبط تقليدياً بانخفاض قدره ٣,٨ في المائة في قيمة أسعار الصرف الحقيقية بها. وأوضح مزيد من التحليل أيضاً أنه، عندما حدثت انحرافات عن العلاقة بين أسعار الصرف والأسعار السلعية في بلدان النقود السلعية، فإن ذلك كان يرجع في المحل الأول إلى التغيرات في الأسعار السلعية الحقيقية. إذ أنه بعد تحرك الأسعار السلعية من المعتاد أن يكون سعر الصرف الحقيقي هو الذي يعدل عندئذ لاستعادة علاقة طويلة الأجل بالأسعار السلعية الحقيقية.

## هل نظام الصرف مهم؟

تنبأنا النظرية بأنه بالنسبة للاقتصادات المعرضة لصدمة خارجية حقيقية متكررة، ييسر نظام سعر الصرف الاسمي المرن عملية تخفيف نتائج تلك الصدمات، وخاصة عندما يتباطأ تغير الأجر والأسعار المحلية. وفي

## كرة بللورية في متناول اليد

وجدت دراستنا الدليل الذي يثبت تلازم حركة أسعار الصرف القومية الحقيقية والأسعار الحقيقية للسلع في مجموعة من الدول المصدرة للسلع. وبالنسبة لبلدان النقود السلعية هذه، فإن الأسعار العالمية لصادراتها السلعية لها أثر مستقر ومهم على أسعار الصرف الحقيقية فيها. وهذا الاطراد التجريبي قوى بدرجة مثيرة للدهشة، نظرا للإخفاق المتكرر للمحاولات السابقة في استخدام نماذج تقوم على الأساسيات لشرح تحركات سعر الصرف.

وبالنسبة لواضعى السياسات في البلدان النامية المصدرة للسلع، لا بد أن يثير فهم آثار تحركات أسعار السلع على أسعار الصرف قدرا كبيرا من الاهتمام بتوجيه تنفيذ السياسات النقدية وسياسات سعر الصرف، وخاصة لأن هذه البلدان تقوم بتحرير أسواق رأس المال بها وتزيد مرونة نظم أسعار الصرف لديها. وبالنسبة لبلدان النقود السلعية، تعتبر أسعار السلع المحدد الأساسى لأسعار الصرف الحقيقية بها، ويمكن استخدامها كقياس أداء لتحديد متى انحرفت أسعار الصرف بدرجة مفرطة عن قيمة التوازن. كما يمكن لواضعى السياسات في بلدان النقود السلعية أن يستخدموا أسعار التعامل الفوري أو أسعار العقود الآجلة في أسواق السلع العالمية باعتبارها معلومات مهمة في توجيه السياسة النقدية. وأخيرا، فإن من المحتمل، أن تلعب أسعار السلع دورا أكبر في رسم الترتيبات التي تستهدف التضخم، وخاصة إذا ما اتبعت البلدان النامية المصدرة للسلع تلك الترتيبات. ■

بول كاشين يعمل خبير اقتصادى أقدم، وراتنا ساهاي تعمل كمساعد للمدير في دائرة البحوث بصندوق النقد الدولي.  
لويس تشيسبيدس خبير اقتصادى فى دائرة أوروبا الأولى بصندوق النقد الدولي. ويستند هذا المقال إلى ورقة عمل للمؤلفين بعنوان «كاكاو ونحاس كينز: بحثا عن النقود السلعية» ورقة عمل رقم ٢٢٢/٠٢ صندوق النقد الدولي واشنطن ٢٠٠٢ وهى متاحة أيضا على <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16194.0>. IMF data on world commodity prices can be found at: <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.asp>

المراجع:

Paul Cashin, C. John McDermott, and Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices," Journal of Development Economics, Vol. 69, pp. 277-96.

Paul Cashin and C. John McDermott, 2002, "The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability," IMF Staff Papers, Vol. 49, pp. 175-99; <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/02/cashin.htm>

Yu-chin Chen and Kenneth Rogoff, 2002, "Commodity Currencies and Empirical Exchange Rate Puzzles," IMF Working Paper 02/27. (Washington); <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=15638.0>

Michael Mussa, 1986, "Normal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications", Carnegie-Rochester Series on Public Policy, Vol. 25, pp. 117-213.

Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, 2002 "The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation," NBER Working Paper 8963 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

أساس السلوك الملحوظ في أسعار الصرف التي حددتها الأسواق، بما في ذلك أسواق الصرف الموازية النشيطة). وعلى كل حال، فإنه يمكن لواضعى السياسة عن طريق تدخل أسواق الصرف والسياسة النقدية أن يخلوا النظام القانونى لسعر الصرف المرن إلى نظام واقعى مرتبط بعملة أخرى. وفى ظل كلا التصنيفين، تحوى النقود السلعية خليطا من العملات فى نظم أسعار الصرف الثابتة والمرنة. وبعد ذلك نقسم النقود السلعية لدينا إلى ثلاث مجموعات باستخدام تصنيف رينهارت - روجوف لنظم أسعار الصرف : الربط بعملات أخرى (عملة واحدة، حقوق السحب الخاصة، وسلة من عملات الربط الرسمية)؛ والمرونة المحدودة، أو التقويم الموجهة (بما فى ذلك نظم أسعار الصرف المتحركة والترتيبات التعاونية) والنظم المرنة.

هل تؤثر نظم أسعار الصرف فى سلوك النقود السلعية ؟ لقد أظهرت دراستنا - وبالغزابة - أن تباين سعر الصرف الحقيقى تماثل فى مختلف نظم أسعار الصرف الإسمية. وتتناقض هذه النتيجة مع ما أظهرته دراسة قام بها مايكل موسى فى عام ١٩٨٦، والتي توصلت إلى أن أسعار الصرف الحقيقية للدول الصناعية أكثر تباينا بدرجة كبيرة فى نظم أسعار الصرف الإسمية المرنة عما تكون عليه فى نظم أسعار الصرف الإسمية الثابتة. ويمكن تقسيم التقلب (مقيسا بالانحراف المعيارى) لسعر الصرف الحقيقى الفعلى لكل بلد إلى ثلث لسعر الصرف الإسمى الفعلى، وتقلب فروق الأسعار بين البلد الأسمى وشركائه التجاريين. (انظر جدول ٢). وكما كان متوقعا، فإن تقلب سعر الصرف الإسمى الفعلى بالنسبة إلى تقلب مستويات الأسعار النسبية يكون أصغر ما يمكن بالنسبة للبلدان ذات نظم أسعار الصرف المرتبطة بعملات أخرى. ويكون أكبر ما يمكن بالنسبة للبلدان ذات نظم أسعار الصرف المرنة، ويتضاعف متوسط نسبة التقلب من ٢,٣ (للنظم المرتبطة بعملات) إلى ٤,٤ (للنظم المرنة).

وبينما يتماثل تباين سعر الصرف الحقيقى الفعلى فيما بين النظم المختلفة لأسعار الصرف، بالنسبة للبلدان ذات نظم الربط الإسمى، فإن حصة أكبر نسبيا من مدى تباين سعر الصرف الاسمى يحررها تباين الأسعار النسبية - وهو ما يتوافق مع دراسة رينهارت وروجوف. فقد وجدنا أن بلدان منطقة الفرنك المالى الأفريقى قد شهدت أكثر نوبات الانكماش تكرارا (مقيسا بالهبوط فى النسبة المئوية للتغيرات خلال ١٢ شهرا فى أسعار المستهلكين) - نحو ٢٨ فى المائة من الزمن - فى خلال ١٩٧٠-٢٠٠١. وهو ما يشير إلى أن النقود السلعية فى بلدان نظم أسعار الصرف المرتبطة بعملات أخرى (وثلاثة أرباعها من الدول الأفريقية فى منطقة الفرنك المالى الأفريقى) قد شهدت انكماشاً (أو على الأقل، تضخماً) بمعدلات أقل من شركائها التجاريين) عندما قامت بتعديل أسعار الصرف الحقيقية بها بتخفيضها، استجابة للتحركات المعاكسة المعتادة فى الأسعار الحقيقية للسلع.

وخلاصة الموضوع هى أن طبيعة الصدمات الحقيقية بالنسبة للاقتصاد هى التى تحدد سلوك أسعار الصرف الحقيقية، وليس نوع نظام سعر الصرف الاسمى. وعندما تكون الصدمات الحقيقية (مثل التغير فى أسعار السلع الحقيقية) هى العامل المسيطر المؤثر فى أسعار الصرف الحقيقية، فإن استعادة السعر النسبى الكفاء بين السلع الداخلة فى التجارة وغير الداخلة فى التجارة، يقتضى أن يتوافر للبلدان التى تعتمد على السلع إما نظام سعر صرف إسمى مرن (وهو ما يسهل التغير البطئ لمعدلات التضخم النسبى) أو نظم مرنة للأجور والأسعار (وهو ما ييسر المحافظة على أسعار الصرف الإسمية المرتبطة بعملات أخرى).