



بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى ؟

مع قيام هذه البلدان بفتح اقتصاداتها، فقد يتعين عليها أن تعيد
التفكير في نظم أسعار الصرف لديها

عبد العلي جبيلي وفيتالي كرامارينكو

Abdelali Jbili and Vitali Kramarenko

الوسيط، مشددين على الصعوبة التي تواجهها البلدان
النامية في الوفاء بالشروط المسبقة للتعويم الناجح
والتأثير السلبي للتقلب المفرط لأسعار الصرف على
الاستثمار والنمو.

وفي الأعوام الأخيرة، حققت بعض بلدان الشرق
الأوسط وشمال أفريقيا تقدما كبيرا في تحرير التجارة،
وفتح نظمه المالية، وتبنى أدوات للسياسة النقدية تستند
إلى السوق. وفي ضوء هذه التغييرات، هل يتعين على
هذه البلدان أن تنظر في جعل سياسات أسعار الصرف
فيها أكثر مرونة ؟ وفي الوقت الحالي، تشمل نظم
أسعار الصرف في المنطقة مجلس العملة (جيبوتي)،
وأشكالا من التعويم (إيران، مصر)، ونظما لربط

أزمات العملات في التسعينيات، كرس
منذ
الاقتصادات قدرا كبيرا من الجهود
لدراسات تجريبية ونظرية عن نظم أسعار
الصرف في البلدان النامية. والحقيقة أنه يجري الطعن
في توافق الرأي الأولي القائل بأنه على أن البلدان
النامية الشديدة الاندماج في النظم التجارية والمالية
العالمية أن تتبنى إما التعويم وإما الربط بعملة أخرى.
ويتمثل الرأي السائد الآن في أن المرونة المتزايدة في
إدارة أسعار الصرف يمكن أن يساعد هذه البلدان في
التعامل مع الصدمات الخارجية، وتقليل خطر الأزمات
المصرفية، والإسهام في تحقيق الاستقرار المالي.
وبالطبع، هناك مخالفون يجادلون دفاعا عن النظم

واعتمدت إيران سعر صرف عائماً موجهاً باتخاذ إجمالي نقدي باعتباره أداة التثبيت الإسمية بحكم الأمر الواقع في أعقاب توحيد أسعار الصرف



المتعددة المعترف بها رسمياً في آذار / مارس. ويدير البنك المركزي سعر الصرف العائم الموجه بصورة رئيسية عن طريق التدخل في سوق النقد الأجنبي، لأن البلد ليس لديه عملياً أية أسواق نقدية كما أن المعدلات المالية للعائد (التي تعادل أسعار الفائدة) محددة. ويبدو أن إيرادات النفط هي التي تحرك التقلبات في سعر الصرف الحقيقي الفعال للريال. وقد تم في الآونة الأخيرة إنشاء صندوق للتثبيت النفطي لتخفيف تأثير تقلبات أسعار النفط. ويبدو اختيار سعر صرف عائم موجه ملائماً، نظراً لتعرض إيران لصددمات معدلات التبادل التجاري، والإصلاحات التجارية الجارية، وخطط التحرير التدريجي للأسعار، وأفاق التدفقات الرأسمالية الضخمة إلى البلاد.

وتقيم الأردن، باقتصادها المفتوح الصغير، ربطاً ثابتاً لعملة الدولار منذ ١٩٩٦. وقد ساعدت أداة تثبيت سعر الصرف البلاد في الحد من التضخم والتوفيق بين الصدمات الإسمية



والطلب على النقود غير أنها جعلت هذا الاقتصاد عرضة لصددمات معدلات التبادل التجاري. ويعتمد اقتصاد الأردن على أسعار الصادرات التعدينية وتحويلات العمال الأردنيين في بلدان الخليج. غير أن اقتصاد الأردن ظل قادراً على المنافسة رغم الارتفاع الكبير في سعر الدولار والتدهور في معدلات تبادلته التجاري في السنوات القليلة الماضية. ويرجع هذا جزئياً إلى مرونة أسواق العمل في الأردن، والإصلاحات الهيكلية، واتفاقية للتجارة الحرة مع الولايات المتحدة، واتفاقية الانتساب إلى الاتحاد الأوروبي، وعمليات التخفيف التي توفرها المنح النفطية العينية من العراق. ورغم أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى الأردن ليست ضخمة، فقد كرس البنوك التجارية أصولاً أجنبية كبيرة أثناء فترات عدم الاستقرار لمواكبة تزايد تفضيل المقيمين لحيارة العملة الأجنبية. ويتم التصدي للضغوط على الدينار من خلال توليفة من تدخلات البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي وتعديلات سعر الفائدة. وقد أدى تراكم إجمالي للاحتياطيات الرسمية يعادل تسعة شهور من الواردات حتى نهاية أيلول / سبتمبر ٢٠٠٢ إلى الحد من تعرض الأردن للصددمات، في حين أفضى تصحيح مالي أدى إلى خفض نسب الدين العام، إلى تحسين المصادقية وافسح مجالاً للسياسات المالية لمقاومة التقلبات الدورية.

ولبنان أيضاً اقتصاد مفتوح صغير يربط ثابت للعملة بالدولار؛ واقتصادها مدولر بصورة عالية. ورغم أن لبنان حقق انخفاضاً سريعاً للتضخم خلال التسعينيات، فقد عانى



الاقتصاد من فقدان القدرة على المنافسة وصار معرضاً بصورة متزايدة لخطر تقلب تدفقات رؤوس الأموال والتحويلات. وعلاوة على هذا، أفضت

العملة. وعلاوة على هذا، فإن البلدان الستة الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي وافقت على إنشاء اتحاد نقدي بحلول عام ٢٠١٠ يقوم على عملة وحيدة مربوطة بالدولار الأمريكي.

ونناقش هنا نظم أسعار الصرف لخمسة من بلدان السوق الناشئة في المنطقة - مصر، والأردن، ولبنان، والمغرب، وتونس - وبلدا منتجا للنفط - إيران - لنرى ما إذا كان من الضروري أن تنظر في إقرار ترتيبات أكثر مرونة في الوقت الذي تقوم فيه بفتح اقتصاداتها. وهذه المناقشة مبنية على نظرية مناطق العملة المثلى التي تقرر أن الصدمات الحقيقية (مثلاً، صدمات معدل التبادل التجاري) يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة، وأن الصدمات الإسمية (مثلاً، صدمات الطلب على النقود)، يمكن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة. كما تعد اعتبارات أخرى مهمة لاختيار ترتيب أسعار الصرف، تشمل حجم الاقتصاد، والانفتاح على التدفقات التجارية والرأسمالية، ودرجة الدولار، ومرونة أسواق العمل والسلع، والسياسة التجارية، وتنسيق السياسات المالية والنقدية. ونجد أن اختيار نظام من مصر وإيران ملائم، في حين أن ذلك الأمر أقل وضوحاً وله طابع أطول أجلاً. وفي كلتا الحالتين، يطرح الانتقال إلى ترتيب أكثر مرونة لأسعار الصرف قضية الشروط التي سوف يتعين على هذه البلدان أن تفي بها، وتشمل إجراء تغييرات في إطار سياساتها النقدية، إذا أثرت تحقيق مرونة أكبر.

النظم الراهنة

وفقاً للتصنيف الرسمي لصندوق النقد الدولي المنشور في الإحصائيات المالية الدولية ٢٠٠٢، فإن للأردن ولبنان والمغرب نوعاً ما من نظام سعر الصرف المربوط. وكان لمصر سعر صرف مربوط حتى ٢٩ يناير ٢٠٠٢، عندما أقرت نظاماً لسعر صرف عائماً. وطبقت تونس، ومؤخراً إيران، أسعار صرف عائمة موجهة.

وقد ربطت مصر عملتها بالدولار في ١٩٩١، غير أنها تخلت عن ربطها به في منتصف ٢٠٠٢. وقد تزايد الضغط على الجنيه منذ ١٩٩٨، مع تدفق



رؤوس الأموال إلى خارج البلد في أعقاب الأزمة الآسيوية، في حين تأثرت السياحة بتوابع الهجمات الإرهابية داخل البلد وفي الخارج. وعلاوة على هذا، فاقم ارتفاع سعر الدولار أمام اليورو والين فقدان القدرة على المنافسة. وفي بداية الأمر واجهت مصر الضغوط من خلال التدخل في سوق الصرف ومن خلال سياسات ائتمانية أشد صرامة، غير أن الاحتياطيات الرسمية واصلت الانخفاض وتباطأ النمو الاقتصادي. ولم تتراجع ضغوط سعر الصرف بعد تخفيض أولى لقيمة العملة في منتصف ٢٠٠٠، وفي كانون الثاني / يناير ٢٠٠١، اعتمد البلد نطاقاً لتعديل سعر العملة قابلاً للتصحيح. غير أن الضغوط على الجنيه اشتدت من جديد بعد ١١ أيلول / سبتمبر، وأفضت إلى تخفيض بنسبة تزيد على ٣٥ في المائة أمام الدولار من منتصف ٢٠٠٠ إلى أوائل ٢٠٠٣. وقد بقي عرض العملة الأجنبية ناقصاً في السوق الرسمية بسعر الصرف الرسمي السائد، ونشأت سوق موازية للصرف. وفي أعقاب التحرك الأخير نحو نظام للتعويم، انخفض سعر صرف الجنيه بنسبة ٢٠ في المائة، وحدث تحسن في توافر العملة الأجنبية في السوق الرسمية.

إلى الداخل (مصر)، والعجوزات المالية الهيكلية الضخمة التي يتم تمويلها بالاقتراف المحلي والأجنبي الباهظ (لبنان) أمور لا تتوافق مع سعر صرف مربوط بعملة أجنبية. وفيما يتعلق بإيران، فقد نجح توحيد سعر الصرف وكان الانتقال إلى سعر صرف عائم موجه سلسا. غير التقييم الكامل لهذه التجربة يحتاج إلى مزيد من الوقت.

ورغم اختيار نظام الصرف، فإن خمسة من البلدان الستة (إيران هي الاستثناء) سجلت معدلات تضخم منخفضة، في حين تراوح النمو الحقيقي بين حوالي ٢-٥ في المائة خلال ١٩٩٣-٢٠٠١. ويعكس هذا الأداء الجيد للتضخم الاتجاه النزولي العالمي خلال معظم سنوات التسعينيات وتأثير سياسات إدارة الطلب الحكيمة، ويعكس أيضا بدرجات متباينة، استمرار تحديد الأسعار. وصورة النمو مختلطة إلى حد ما، نظرا لتعرض الزراعة لتقلبات الطقس (المغرب وتونس)، وتقلب أسعار النفط (إيران)، وضعف التحسين في إنتاجية عوامل الإنتاج الإجمالية في كل البلدان الستة. وبالإضافة إلى هذا، فإن الصدمات الدولية أو الإقليمية المنشأ، وتشمل انهيار عملية السلام في الشرق الأوسط وتطور أحداث ١١ أيلول / سبتمبر، قد أثرت في النمو. ويمكن القول بأن تكلفة التكيف مع هذه الصدمات كانت ستصبح أقل في ظل نظام سعر صرف مرن عنها في ظل الربط بعملة أجنبية، بافتراض تساوى الأشياء الأخرى.

القيام بالاختيار الصحيح

في حين بدا أن التحرك نحو إدارة أكثر مرونة لسعر الصرف ملائم لمصر وإيران، يبقى أن ننتظر لنرى ما إذا كان تعويم سعر الصرف سيزيد على إدارته، خاصة نظرا للسيطرة المالية لإعداد السياسات النقدية في إيران والحاجة إلى استحداث إطار عمل مؤسسي مساعد لتنسيق السياسات النقدية والمالية في كل من البلدين. غير أنه فيما يتعلق بالبلدان الأخرى، فقد تنشأ الحاجة إلى مرونة أكبر لسعر الصرف في الأجل المتوسط أو الطويل. ويمكن للبنان أن تحتفظ بربطها الثابت للعملة في الأجل القريب في الوقت الذي تنفذ فيه تصحيحا ماليا قويا تكمله مساعدة كبيرة من جانب البلدان المانحة. غير أنه ليس من الواضح في الأجل الأطول ما إذا كان التصحيح المالي وحده - حتى وإن استكمل بإصلاحات هيكلية طموحة - يمكن أن يستعيد القدرة على المنافسة والنمو للاقتصاد اللبناني.

وفيما يتعلق بالأردن والمغرب وتونس، يجب أن يأخذ اختيار نظام الصرف في الاعتبار الزيادة في تدفقات رأس المال إلى الداخل التي يحتمل أن تكون متقلبة والتي من المرجح أن تعقب تحرير التجارة وحساب رأس المال وبقية الإصلاحات، وما قد تواجهه نظمها المالية الوليدة من مصاعب في التوسط للحصول على تدفقات ضخمة لرأس المال إلى الداخل. ومن الضروري أيضا أن تفكر هذه البلدان في الصدمات الحقيقية الخارجية المنشأ التي تتعرض لها اقتصاداتها، مثل التغيرات في معدلات التبادل التجاري وقضايا الأمن. وكما توضح تجربة اقتصادات السوق الناشئة الأخرى يمكن أن تكون ترتيبات أكثر مرونة لسعر الصرف أكثر ملاءمة لمساعدة هذه البلدان في التكيف مع تزايد تدفقات رأس المال إليها ومع الصدمات الخارجية المنشأ، في حين أن أشكال ربط العملة الثابتة أو النطاقات الضيقة لتقلب سعر العملة يمكن أن تكون لها تكلفة اقتصادية ثقيلة، وبصورة خاصة إذا لم يتم التصدي في الوقت المناسب لجمود أسواق العمل والأجور الإسمية والمراكز المالية الأضعف للبلدان.

العجوزات المالية الهيكلية الضخمة للبنان إلى تراكم ضخم للدين العام (١٧٠ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي بحلول عام ٢٠٠١)، مما جعل النظام المالي أكثر عرضة لخطر أي تعديل له وزنه في سعر الصرف الإسمي. وكان على لبنان أن يرفع بصورة متكررة أسعار الفائدة المرتفعة أصلا للدفاع عن ربط العملة خلال فترات ركود النمو. وفي الآونة الأخيرة، أصبح التدخل في أسواق النقد الأجنبي هو الأداة المفضلة للدفاع عن الليرة. غير أن لهذه الأداة حدودا - وبصورة خاصة إن لم تكن الاحتياطات كافية لتغطية الديون الأجنبية القصيرة الأجل والمبالغ النقدية الإجمالية.

أما عملة المغرب، الدرهم، المربوطة بسلة من العملات، فقد ارتفعت قيمتها من الناحيتين الإسمية والفعلية على السواء، على امتداد فترة طويلة. ومع



وجود قيود على حساب رأس المال (وبصورة خاصة على التدفقات التي يقوم بها المقيمون إلى الخارج)، احتفظ البنك المركزي المغربي ببعض الاستقلال في السياسة النقدية. وبفضل سياسة نقدية حذرة بوجه عام، تقاربت معدلات تضخم الأرقام القياسية لأسعار المستهلكين مع معدلات البلدان المتقدمة النمو. غير أن الدرهم ارتفعت قيمته بنسبة حوالي ٢١ في المائة بالقيمة الفعلية الحقيقية خلال الفترة من كانون الثاني / يناير ١٩٩١ - آذار / مارس ٢٠٠١، أساسا بسبب الوزن الكبير للدولار الأمريكي في سلة العملات. وقد دفع هذا، بالإضافة إلى التكامل المتنامي للمغرب مع الاتحاد الأوروبي، البنك المركزي إلى تعديل تركيب السلة في نيسان / أبريل ٢٠٠١ لصالح اليورو، مما أفضى إلى انخفاض صغير نسبيا في قيمة السعر الفعلي الإسمي. ورغم التقدم في تحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي، كان النمو في المغرب ضعيفا نسبيا، مما يعكس اعتماد الاقتصاد على الزراعة والإيقاع البطيء للإصلاحات الهيكلية. وفي ظل عدم تحقيق مكاسب في الإنتاجية ربما يؤدي رفع القيمة الحقيقية الفعلية للدرهم أيضا إلى ببطء نمو الصادرات.

أما تونس، التي تستهدف بحكم الأمر الواقع سعر الصرف الحقيقي للدينار، فقد حظت بتضخم منخفض منذ منتصف التسعينيات، أساسا نتيجة



سياسات مالية ونقدية حصيفة، ونمو فعلي للناتج المحلي الإجمالي بمتوسط بلغ ٥ في المائة خلال ١٩٩٦-٢٠٠١. ومما يسر سياسة سعر الصرف في تونس عدم وجود صدمات كبيرة في معدلات التبادل التجاري ووجود ضوابط على رؤوس أموال غير المقيمين. وقد أصبحت السياحة مهمة بصورة متزايدة، وانخفض الاعتماد على الزراعة.

وبين التحليل السابق للوضع في كل بلد على حدة، أن نظم أسعار الصرف في البلدان الستة حققت درجات متباينة من النجاح. وفي الآونة الأخيرة لم تتعرض نظم الصرف في الأردن والمغرب وتونس لضغوط، لأن الصدمات الحقيقية كان يمكن تدبرها نسبيا ولأن السياسات الاقتصادية الكلية اتفقت بصورة عامة مع اختيار نظام سعر الصرف. وعلى النقيض من ذلك تبرهن الضغوط المتكررة في أسواق النقد الأجنبي لمصر ولبنان أن خطر التعرض لصدمات حقيقية خارجية المنشأ، وتقلب تدفقات رأس المال

الاعتبارات في الحسبان في تصميم إطار عمل يستهدف مبلغا إجماليا من النقود.

ويتمثل الخيار الثاني في إدارة السياسة الاقتصادية في ظل ترتيبات مرنة لسعر الصرف في استهداف التضخم. وفي ظل هذا الإطار، يلتزم البنك المركزي بالوفاء بهدف محدد للتضخم في فترة بعينها ويستخدم أدوات ملائمة لتحقيق ذلك. كما يلتزم بإخضاع الأهداف الأخرى للسياسات لهدف التضخم والعمل بدرجة عالية من الخضوع للمساءلة. ويعدل البنك المركزي أسعار الفائدة القصيرة الأجل استجابة لتطورات في التضخم المتوقع، وفجوة الناتج (التي يتم تحديدها عادة على أنها النسبة المئوية للانحراف للناتج المحلي الإجمالي الفعلي عن الناتج المحلي الإجمالي «الممكن»)، ومقياس ما من سعر الصرف، حيث إن هذا الأخير سوف يظل عنصرا مهما لاستهداف التضخم في الاقتصادات المفتوحة. والحقيقة أن الشروط المسبقة للإدارة الناجحة لإطار عمل يستهدف التضخم تمثل تحديا حقيقيا أمام الأسواق الناشئة. وتشمل هذه الشروط مركزا ماليا سليما، ودرجة عالية من تنسيق السياسات المالية والنقدية؛ ونظاما ماليا متطورا جدا؛ واستقلال البنك المركزي في إدارة السياسة الاقتصادية وتفويضا لتحقيق استقرار الأسعار؛ وقنوات نقل مفهومة جيدا إلى حد كبير بين أدوات السياسة النقدية والتضخم؛ وجدارة بالثقة مبنية على سجل إنجازات متين من المسؤولية والشفافية.

ولا يلبي أي بلد من هذه البلدان الستة كل متطلبات استهداف التضخم، غير أن الأردن وتونس قريبتان إلى تلبية بعض الشروط المسبقة. وعلى وجه الخصوص، فإن من الضروري أن تزيل كل بلدان العينة السيطرة المالية الناشئة من وضع السياسة النقدية، وتخفف الدين العام، وتنشئ مؤسسات تشجع السياسة المالية التي ترمي لمواجهة التقلبات الدورية، وتطور نظمها المالية، وتخلق الجدارة بالثقة في إعداد السياسة المالية والنقدية. وعلاوة على هذا، فإن البنوك المركزية يجب أن تعزز تحليلها لآليات النقل بين أدوات السياسات والتضخم.

غير أن عددا من بلدان الأسواق الناشئة قد انتقلت بالتدرج إلى استهداف التضخم، بدون تلبية كل الشروط المسبقة أولا. وقد حدث الانتقال إلى استهداف التضخم في جنوب أفريقيا من إطار عمل استهداف مبلغ نقدي إجمالي كان التضخم فيه هدفا رسميا. وفي تشيلي وبولندا، حدث الانتقال عبر تحول تدريجي من استهداف نطاقات قلب أسعار الصرف والتضخم نحو التركيز على التضخم. ويمكن أن تقدم هذه التجربة دروسا لبلدان في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تفكر مليا في مثل هذا النهج. ■

عبد العلي جبيلي يعمل مديرا مساعدا وفيتالي كرامارينكو يعمل باحثا اقتصاديا أول في دائرة الشرق الأوسط بصندوق النقد الدولي.

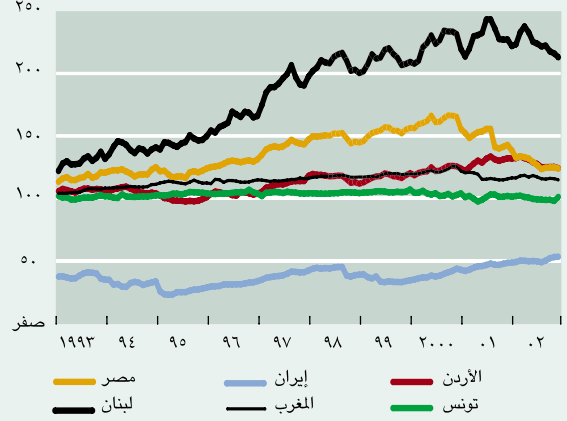
المراجع:

International Monetary Fund, 2002, International Financial Statistics (Washington).

تحركات أسعار الصرف

من البلدان الستة لسعر الصرف الفعلي، كانت لبنان ومصر الأكثر ارتفاعا في تقدير قيمة العملة خلال التسعينيات، مما يجعل اقتصادهما أقل قدرة على المنافسة. وقد ظلت تونس مستقرة، بفضل السياسات المتجهة لسعر الصرف الفعلي^(١)

(١٠٠ = ١٩٩٠)



المصادر: National authorities and INS database.

^١ - سنة الأساس هي ١٩٩٠ بالنسبة لكل البلدان عدا لبنان (سنة الأساس ١٩٩١). آخر مشاهدة، تشرين الثاني/نوفمبر ٢٠٠٢.

وفيما يتعلق بمدى المرونة المرغوب فيه والتوقيت الملائم للانتقال، فإنه لا وجود لنهج واحد يناسب الجميع. وتمثل سرعة وتسلسل التحسينات في النظم المالية والتقدم في التصحيح المالي عوامل رئيسية، وقد يتراوح نطاق المرونة من أسعار الصرف العائمة الموجهة بصورة فضفاضة إلى نظم متوسطة. وربما كان الأهم هو احتياج هذه البلدان إلى بدء الانتقال من الوضع الحالي للاستقرار النسبي دون انتظار حدوث كارثة.

تداعيات تتعلق بالسياسة النقدية

من الضروري أن تقوم البلدان التي تفضل مرونة أكبر لسعر الفائدة أن تختار أداة تثبيت أسمية لسياساتها النقدية الرامية إلى تثبيت توقعات التضخم. وتشمل الخيارات الممكنة تحديد هدف لمعدل النمو لإجمالي نقدي أو استهداف التضخم. وربما كان استهداف مبلغ إجمالي نقدي مثل المال الاحتياطي أو النقود بالمعنى الواسع مألوفا أكثر لوضع السياسات في البلدان النامية كما أن له متطلبات أقل صرامة في المؤسسات والسياسات. غير أنه يقوم على افتراض أن العلاقة بين عرض النقود والتضخم ثابتة، وهذا ما قد لا يكون عليه الحال دائما.

وتبين البيانات المتوافرة بشأن سرعة تداول نقود الدخل - بتعريفها على أنها نسبة رصيد نهاية الفترة من النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي - في البلدان الستة اتجاهها نزوليا ثابتا، باستثناء الأردن. غير أن الطلب على النقود يمكن أن يصير أقل استقرارا في أعقاب إصلاح القطاع المالي - ويشمل هذا الإصلاح إدخال أدوات مالية جديدة - وزيادة افتتاح حساب رأس المال. وعلاوة على هذا، فإن الدين العام غير القابل للاستمرار، خاصة في البلدان ذات المستوى المرتفع من الدولار، يمكن أن يقوض الثقة، ويؤدي عدم استقرار الطلب على النقود. ومن الضروري أخذ هذه