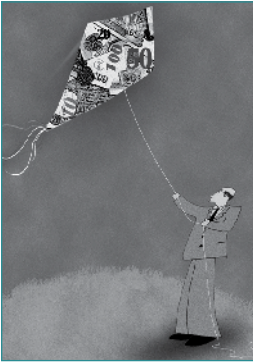


التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟



روبا دوتاغوبتا
وغيلدا فرنانديز
وسيم كاراكاداغ

التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟



روبا دوتاغوبتا
وغيلدا فرنانديز
وسيم كاراكاداغ

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٦

رئيس تحرير السلسلة
أسيمنيا كامينيس
إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي

تصميم وتنفيذ الغلاف
مسعود اعتمادى وشوون لى
قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي

رقم النسخة العربية 3-541-58906-1-978 ISBN

ISSN 1020-8380

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي،

يرجى الاتصال بال عنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

هاتف: 623-7430 (202) فاكس: 623-7201 (202)

بريد إلكتروني: publications@imf.org

إنترنت: <http://www.imf.org/pubs>

تمهيد

هناك عدة مزايا ينطوي عليها سعر الصرف الثابت الذي يربط قيمة العملة المحلية بإحدى العملات الأجنبية القوية كالدولار أو اليورو، لا سيما في حالة البلدان النامية التي تسعى إلى بناء الثقة في سياساتها الاقتصادية. وترتبط هذه النظم في العادة بانخفاض معدلات التضخم. غير أن البلدان التي تعتمد نظما لسعر الصرف الثابت تبدو معرضة لآزمات العملة، وكذلك آزمات العملة المزدوجة والآزمات المصرفية، مقارنة بالبلدان التي تعتمد نظما أكثر مرونة. وبالفعل، يبدو أن المزايا المترتبة على مرونة سعر الصرف تزداد مع تطور الاقتصادات وارتباطها على نحو أوثق بالأسواق المالية الدولية.

وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظما لسعر الصرف الثابت أو غيرها من أنواع نظم الربط، فقد ازداد عدد البلدان التي اعتمدت نظما أكثر مرونة على مدار العقد السابق، ومنها البرازيل وشيلي وإسرائيل وبولندا. ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه العام نحو زيادة المرونة في أسعار الصرف مع ازدياد عمق الروابط عبر الحدود وما تسببه من تعريض بلدان العملة المربوطة لتدفقات رأسمالية أكثر تقلبا، نظرا لما تكفله النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية.

وبصرف النظر عما إذا كان اعتماد نظم الصرف المرنة قد جاء في ظل ضغوط أو أوضاع منتظمة، فإن نجاحها يتوقف على فعالية إدارة عدد من القضايا المؤسسية والتشغيلية. ونورد عرضا موجزا لهذه الموضوعات في هذا العدد من سلسلة «قضايا اقتصادية» الذي أعده ديفيد تشيني استنادا إلى المادة التي تحتويها ورقة العمل رقم ١٢٦/٠٤ الصادرة عن الصندوق بعنوان “From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility” من إعداد روبا دوتاغويتا، وغيلدا فرنانديز، وسيم كاراكاداغ، والتي يمكن الحصول عليها مجانا من موقع الصندوق الإلكتروني على شبكة الإنترنت: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04126.pdf. ويمكن الاطلاع أيضا على ورقة العمل التي تحمل نفس العنوان، والتي قدمتها إدارة النظم النقدية والمالية بالصندوق إلى مجلسه التنفيذي في نوفمبر ٢٠٠٤، من خلال موقع الصندوق الإلكتروني على شبكة الإنترنت: www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/111904.pdf.

ويمكن الحصول مجانا أيضا في موقع الصندوق www.imf.org/pubs على عدد من سابقين من سلسلة «قضايا اقتصادية» يتناولان أسعار الصرف، وهما العدد ٢ بعنوان: “Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?”.

من إعداد آتیش غوش، وأن ماري غولد، وجوناثان أوستري، وهولغر وولف (١٩٩٦)، والعدد ١٣
بعنوان "Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s"، من إعداد فرانسيسكو كارامازا وجهانغير عزيز (١٩٩٨).

التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟

نجحت بعض البلدان في التحول بشكل تدريجي سلس من أسعار الصرف الثابتة إلى الأسعار المرنة، باعتمادها أشكالاً وسيطة من نظم الصرف كالربط المرن، ونطاقات التقلب الأفقية والزاحفة، والتعويم الموجه قبل السماح بالتعويم الحر لأسعار الصرف (راجع الإطار ١ للاطلاع على قائمة بنظم سعر الصرف). غير أن التحول في بلدان أخرى كان تحولاً غير منظم أي أنه اقترن بانخفاض حاد في سعر العملة. وقد كان معظم التحولات إلى النظم المرنة في الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٢ تحولت من النوع غير المنظم (الإطار ٢). ولكن سواء كان التحول عن سعر الصرف الثابت منظماً أم غير منظم، فهو دائماً عملية معقدة.

فما هي الشروط التي يلزم توافرها من الناحية التشغيلية لنجاح التحول من سعر الصرف الثابت إلى سعر تحدده قوى السوق، أو على الأقل تشترك في تحديده؟ وما مدى السرعة التي ينبغي أن يتم بها التحول؟ وما هو التسلسل الذي ينبغي اتباعه في تطبيق السياسات اللازمة لتحقيق المرونة؟

تشير التجارب القطرية إلى ضرورة توافر أربعة عناصر عموماً لنجاح التحرك نحو مرونة سعر الصرف.

- سوق للنقد الأجنبي تتسم بالعمق والسيولة؛
 - سياسات متماسكة تحكم تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي (ممارسات شراء أو بيع العملة المحلية للتأثير في سعرها أو في سعر الصرف)؛
 - ركيزة اسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت؛
 - نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر سعر الصرف في القطاعين العام والخاص.
- وعادة ما يختلف التوقيت المختار لكل من هذه العناصر ودرجة الأولوية المعطاة لها مع اختلاف البلد المعني وأوضاعه المبدئية وهيكله الاقتصادي.



الإطار ١ - أنواع نظم الصرف

ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة

تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة. وبعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.

مجلس العملة

هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماماً بالأصول الأجنبية، مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمُقروض الأخير، وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية الاستثنائية. غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي، حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة.

ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت

تتطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسمياً أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو الماليين، مع إعطائها أوزاناً ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة، يكون السعر المركزي قابلاً للإلغاء، ويُسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة ثلاثة أشهر على الأقل. وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل.

تطوير سوق النقد الأجنبي

يتطلب تطبيق نظام سعر الصرف المرن وجود سوق للنقد الأجنبي على درجة كافية من السيولة والكفاءة تسمح باستجابة سعر الصرف لقوى السوق، ويعمل على تخفيض عدد موجات التقلب المفرط والانحرافات عن سعر الصرف التوازني (الذي يتوافق مع أساسيات الاقتصاد في البلد المعني) والمدة التي تستغرقها هذه الموجات والانحرافات، حتى تتحقق عملية «اكتشاف السعر».

الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/شراء النقد الأجنبي في السوق) أو التدخل غير المباشر (الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي، أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الاستقلالية، رغم محدوديتها، مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف، وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبياً.

أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية

تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2% . ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية (ERM) في النظام النقدي الأوروبي (EMS) والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية (ERM II) في الأول من يناير 1999. ويتيح هذا النظام قدراً محدوداً من الصلاحية الاستثنائية في تنفيذ السياسة النقدية، تبعاً لمدى اتساع نطاق التقلب.

نظم الربط الزاحف

عُدلَّ قيمة العملة وفقاً لهذا الترتيب تعديلاً دورياً طفيفاً بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائياً لاستبعاد أثر التضخم (على أساس استرجاعي)، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفاً و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس استشرافي). ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية.

(يتبع في الصفحة التالية)

ويتألف سوق النقد الأجنبي عموماً من سوق للتداول بالجملة بين البنوك حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين (عادة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى). وسوق للتداول بالتجزئة حيث تتم المعاملات بين الوسطاء المعتمدين والعملاء النهائيين كالأسر المعيشية والشركات. والسوق السائلة هي التي تتسم بضيق الفروق نسبياً بين سعر الشراء وسعر البيع، وانخفاض تكاليف المعاملات، وكفاية حجم الأعمال للحد من تأثير المتاجرات

الإطار ١ - أنواع نظم الصرف (تتمة)

أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة

تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب ضمن هامش للتقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من ٢٪، مع تعديل السعر المركزي أو هامش التقلب دوريا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة.

وفي هذه الحالة، تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما منسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجيا بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى (في حالة الحد الأدنى، قد لا يكون هناك سعر مركزي معلن سلفا). ويفرض الالتزام بنطاق لتقلب سعر الصرف قيودا على السياسة النقدية، حيث تكون درجة استقلالية السياسة النقدية دالة لاتساع نطاق التقلب.

التعويم الموجه

تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفا لهذا التأثير. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطيات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية. وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشرا أو غير مباشر.

التعويم الحر

يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق. ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديد مستوى معين له.

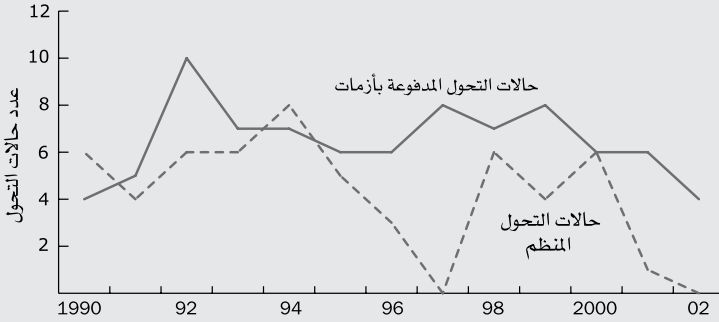
المنفردة على الأسعار، ووجود نظم للتداول والمقاصة والتسوية تساعد على سرعة تنفيذ الأوامر، والتنوع الكبير في قاعدة المشاركين النشطين في السوق.

غير أن أسواق النقد الأجنبي في العديد من البلدان النامية تتسم بالضخالة وعدم الكفاءة، وهو ما يرجع جزئيا إلى كثرة القواعد المنظمة للنقد الأجنبي كالقيود على تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود (وهي قيود تحد من حجم التداول في السوق)، والقيود الاحترازية الصارمة على صافي المراكز المفتوحة بالعملات الأجنبية، وشروط تسليم

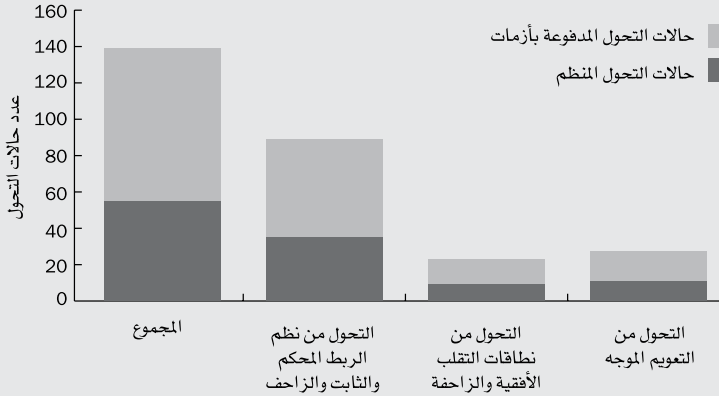
الإطار ٢ - التحول المنظم وغير المنظم نحو مرونة سعر الصرف

ينقسم التحول نحو النظم المرنة إلى ثلاث فئات: التحول من جميع أنظمة الربط المحكم والثابت والزاحف إلى أنظمة النطاقات والتعويم؛ والتحول من أنظمة النطاقات إلى التعويم؛ والتحول من التعويم الموجه إلى التعويم الحر. ويعرض الشكلان البيانيان أدناه ١٣٩ حالة تحول إلى النظم المرنة. ويقتصر الشكلان على الحالات التي استمر فيها التحول لمدة لا تقل عن عام واحد أو التي واصلت فيها البلدان المعنية زيادة المرونة خلال سنة التحول.

الشكل البياني ١ - عدد حالات التحول وأنواعها، ١٩٩٠-٢٠٠٢



الرسم البياني ٢ - حالات التحول حسب نظام سعر الصرف، ١٩٩٠-٢٠٠٢



حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي. وعادة ما تكون أسواق تداول النقد الأجنبي بين البنوك إن وجدت أسواقا محدودة مقارنة بأسواق التجزئة، الأمر الذي يحد من فرص اكتشاف السعر المناسب.

وقد يكون جمود أسعار الصرف في حد ذاته عاملا من عوامل افتقار سوق النقد الأجنبي للسيولة. فالبنك المركزي الذي يطبق نظام سعر الصرف الثابت عادة ما يكون نشطا في السوق بحكم الضرورة، مما يحول دون اكتساب المشاركين الآخرين الخبرة اللازمة في تشكيل الأسعار وإدارة مخاطر سعر الصرف وقيود أنشطة التعامل بين البنوك. وفي الحالات المتطرفة، قد يسيطر البنك المركزي على سوق النقد الأجنبي ويكون وسيط السوق الأولية لتعاملات النقد الأجنبي. وفي ظل سعر الصرف الثابت، يتوافر للمشاركين حافز أقل لتكوين آراء في الاتجاهات العامة لأسعار الصرف، أو اتخاذ مراكز استثمارية، أو تداول النقد الأجنبي، مما يحد من نشاط النقد الأجنبي في سوق التسليم الفوري وسوق المعاملات الآجلة. وإضافة إلى ذلك، غالبا ما تعمل نظم أسعار الصرف المربوطة على تثبيت النشاط في سوق المعاملات الآجلة بغية الحد من نشاط المضاربة. ويؤدي صغر حجم أسواق المعاملات الآجلة، بدوره، إلى الحد من فرص الوقاية من مخاطر تقلبات الأسعار.

وفيما يلي بعض الإجراءات التي من شأنها مساعدة البلدان على تعزيز العمق والكفاءة في سوق النقد الأجنبي:

- السماح ببعض المرونة في سعر الصرف (ضمن نطاق للتقلب حول سعر الربط، على سبيل المثال) لحفز نشاط الصرف الأجنبي. وينبغي أن تعمل السلطات أيضا على بث الشعور بأن سعر الصرف ينطوي على مخاطر في اتجاهين متقابلين مخاطر ارتفاع قيمة العملة أو انخفاضها بهدف تشجيع المشاركين في السوق على اتخاذ مراكز مكشوفة وأخرى مغطاة. وخلال الفترة من ١٩٩٥ إلى ٢٠٠١ ارتفع حجم التداول في أسواق النقد الأجنبي لدى البلدان التي اعتمدت نظما أكثر مرونة بينما انخفض حجم التداول في البلدان التي اعتمدت نظما أقل مرونة.
- تقليص دور البنك المركزي في صنع السوق وذلك بالحد من تعاملاته مع البنوك وتدخله لإتاحة المجال أمام صانعي السوق الآخرين. ولا ينبغي للبنك المركزي التعامل مع عملاء من غير الجهات المالية.
- زيادة المعلومات المتاحة في السوق عن مصادر النقد الأجنبي واستخداماته وعن اتجاهات ميزان المدفوعات الرامية إلى تمكين المشاركين في السوق من تكوين آراء فعالة ذات مصداقية عن سعر الصرف والسياسة النقدية وتسعير

النقد الأجنبي. وينبغي كذلك للسلطات التأكد من قدرة نظم المعلومات وصلات التداول على إعلان أسعار البيع والشراء في سوق التداول بين البنوك في الوقت الحقيقي.

- الإلغاء التدريجي أو التخلص من القواعد التنظيمية التي تقيد نشاط السوق. ومن التدابير المهمة في هذا الصدد إلغاء شروط تسليم حصيلة النقد الأجنبي للبنك المركزي، والضرائب والرسوم الإضافية على المعاملات بالنقد الأجنبي، والقيود المفروضة على التداول بين البنوك؛ وتوحيد أسواق النقد الأجنبي المجزأة، وتخفيف القيود المفروضة على الحسابات الجارية وبعض الحسابات الرأسمالية بهدف زيادة مصادر النقد الأجنبي واستخداماته في السوق. غير أنه ينبغي تخفيف ضوابط رأس المال تدريجياً، وليس قبل استيفاء بعض الشروط الاقتصادية الكلية والمؤسسية المسبقة.

- توحيد وتبسيط قوانين النقد الأجنبي وتجنب إجراء التغييرات المتكررة والمتخصصة في القانون لزيادة شفافية السوق وخفض تكاليف المعاملات.

- تحسين البنية الجزئية للسوق من خلال الحد من تجزئته، وزيادة فعالية وسطاء السوق، وتوفير نظم التسوية ذات الموثوقية والكفاءة.

وتزداد تعقيدات تطوير وعميق سوق النقد الأجنبي حينما يضطر البلد المعنى إلى التخلي عن نظام الربط تحت ضغط السوق قبل أن يتاح له الوقت الكافي للتأهب للتحويل المنظم. ومن المرجح أن تتضارب الأهداف لدى الحكومة. فمن جانب، يتعين عليها بيع النقد الأجنبي للحد من الانخفاض المفروض في أسعاره. ومن جانب آخر، وبهدف الحفاظ على المصداقية في السوق، يتعين عليها إرسال إشارة بعدم تدخلها للإبقاء على سعر الصرف عند مستوى معين. وفي ظل هذه الظروف، تخلت بلدان عديدة تدريجياً عن دور البنك المركزي في صنع السوق، وأزالت الحواجز أمام عمليات سوق النقد الأجنبي، وسمحت بدرجة أكبر من التقلب في أسعار الصرف، كما أفسحت المجال أمام ارتفاع أسعار الفائدة لمواجهة ضغوط السوق، وقامت بمراقبة المعاملات في السوق لتحديد مصادر تدفق الطلب واتجاهاته.



تدخل البنك المركزي

في ظل نظم الربط، تستند عادة العمليات الرسمية لشراء وبيع النقد الأجنبي بهدف سد فجوة العرض والطلب على النقد الأجنبي عند سعر معين إلى قواعد محددة، أي تحديد توقيت التدخل وحجمه سلفاً. وفي المقابل، نجد أنه في ظل مرونة سعر الصرف قد يكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي إما على أساس اختياري أو استثنائي، مع بقاء السلطات قادرة على التدخل، وتدخلها بالفعل، في المعتاد لتصحيح الانحرافات عن المسار المحدد، وتهدئة الأسواق المضطربة، وتوفير النقد الأجنبي، ومراكمة الاحتياطات. ومن ثم، فإن أي حكومة تتحرك نحو مرونة سعر الصرف لا بد لها من صياغة سياسات تعنى بأهداف التدخل وتوقيته ومقداره.

وكسائر الأسواق الأخرى، فإن أسواق النقد الأجنبية غير محكمة. فعلى سبيل المثال، قد تؤدي «سلوكيات القطيع» (herding) (حينما يشتري المستثمرون أو يبيعون بالجملة) و«المتاجرة على أساس التحليل الارتجاعي» (feed-back trading) (المتاجرة على أساس حركة السعر وليس الأساسيات الاقتصادية) إلى عدم اتساق سعر الصرف مع الأساسيات الاقتصادية في البلد المعني، وما يقترن بذلك من مضاعفات خطيرة. ومن جملة هذه العواقب، تؤدي العملة المقومة بأكثر من قيمتها إلى إضعاف القدرة التنافسية لصادرات البلد المعني، بينما يمكن أن يؤدي سعر الصرف المقوم بأقل من القيمة الحقيقية إلى زيادة معدلات التضخم. وعلاوة على ذلك، حينما لا يكون الحساب الرأسمالي في بلد ما محرراً بالكامل، أو يفتقر سوق رأس المال فيه للكفاءة، فإن الصدمات المؤقتة قد تؤدي إلى تقلب سعر الصرف في الأسواق «الهزيلة». وقد يترتب على تقلبات أسعار الصرف تكاليف سياسية باهظة نظراً لأن سعر الصرف هو المقياس الرمزي لنجاح الحكومة في إدارة اقتصادها الكلي. وقد يؤدي استمرار الانحرافات لفترات طويلة وعدم انتظام تحركات أسعار الصرف إلى اتساع هوامش الخطأ في توقعات التكلفة والدخل في القطاع الحقيقي، مما يضيف صعوبة على التخطيط والاستثمار على المدى البعيد.

غير أنه يصعب في العادة رصد حالات اختلال سعر الصرف، كما لا يوجد توافق في الآراء حول اعتماد منهجية معينة لتقدير سعر الصرف التوازني. فالمؤشرات شائعة الاستخدام، سعر الصرف الفعلي الاسمي وسعر الصرف الفعلي الحقيقي، ومقاييس الإنتاجية وغيرها من مقاييس القدرة التنافسية، ومعدلات التبادل التجاري، وميزان المدفوعات، وفروق أسعار الفائدة، أسعار سوق الصرف الموازية، لا تسمح في العادة لصانعي السياسات بتقدير درجة الاختلال بالدقة الكافية لتحديد توقيت وحجم التدخل الأمثل.

وحتى عندما يرصد صانعو السياسات حالات انحراف سعر الصرف عن مستواه التوازني أو التقلبات المُخلة بالاستقرار فإن تدخل البنك المركزي لا يسفر دائماً عن تصحيح المشكلة. وهناك أدلة تجريبية متباينة بشأن فعالية هذا التدخل في التأثير على سعر الصرف، حيث لا يحقق على ما يبدو سوى تأثير قصير الأجل في مستويات سعر الصرف. وخلصت الدراسات التجريبية كذلك إلى ميل هذا التدخل نحو زيادة تقلبات سعر الصرف وليس خفضها. وبالتالي فإن تقلبات سعر الصرف قصيرة الأجل، لا سيما في الأسواق السائلة أو المنظمة، لا يبرر التدخل. وقد يرجع تقلب أسعار الصرف إلى سعي الأسواق لاكتشاف السعر المناسب ويرسل إشارات مفيدة لصانعي السياسات والمشاركين في السوق.

غير أن تدخل البنك المركزي عادة ما يُبرر بتهدئة الأسواق المضطربة أي الأسواق التي لا تتساوى فيها أعداد بائعي النقد الأجنبي ومشتريه، مما يسفر عن نقص السيولة. فاستمرار نقص السيولة في السوق يمكن أن يلحق الضرر بالاقتصاد الحقيقي. ورغم صعوبة رصد التقلبات الناجمة عن اضطراب الأسواق والمرجح أن تؤدي إلى حدوث نقص حاد في السيولة، فمن الضروري رصد مؤشرات مثل تسارع وتيرة التغيرات في سعر الصرف، واتساع الفروق بين سعري الشراء والبيع، والزيادة الحادة في حجم المعاملات بين البنوك مقارنة بحجم الأعمال بين العملاء والبنوك.

وقد يتعين على البنوك المركزية كذلك التدخل في سوق النقد الأجنبي لتوفير العملات الأجنبية أو مراكمة الاحتياطيات. أولاً، هناك العديد من البنوك المركزية التي تحصل على النقد الأجنبي بانتظام من إيرادات الاحتياطيات الأجنبية ومن اضطلاعها بدور بنك الحكومة الذي يقتض أو يتلقى المعونات بالنقد الأجنبي. ثانياً، تستهدف البنوك المركزية في العادة مستوى معين من الاحتياطيات، مما يقتضي شراء النقد الأجنبي بانتظام للحفاظ على نسبة الاحتياطي الإلزامي الأساسية.

وقد يتعين إعادة تقييم سياسة إدارة الاحتياطيات الدولية في البلد المعني عند تحركه نحو مرونة سعر الصرف. فمن جهة، قد يكون مستوى الاحتياطيات اللازم للإبقاء على مرونة سعر الصرف أقل مما يلزم للحفاظ على سعر الصرف الثابت. وقد يؤدي تحسن الرقابة على مخاطر النقد الأجنبي في القطاع الخاص إلى خفض نسبة الاحتياطي الإلزامي. ومن جهة أخرى، قد يؤدي إلغاء قيود رأس المال إلى ظهور الحاجة لزيادة الاحتياطيات بهدف الحفاظ على ثقة السوق أو تعزيزها وتخفيف حدة تقلبات سعر الصرف، والحد من احتمالات حدوث الأزمات، وزيادة فعالية التدخل، مع توفير الأموال اللازمة للحكومة للاستثمار في الأصول الأطول أجلاً ذات العائد المرتفع.

وعلى وجه العموم، ينبغي للبنوك المركزية أن تتوخى الانتقائية في التدخل والاقتصاد في استخدام احتياطات النقد الأجنبي. فصعوبة رصد حالات اختلال سعر الصرف والأسواق المضطربة تعني افتقار القرارات المتعلقة بتوقيت التدخل وحجمه إلى الموضوعية وربما تعيد عن الصواب. وعلاوة على ذلك، إذا خفضت البنوك المركزية وتيرة تدخلها في أسواق النقد فإن ذلك من شأنه مساعدتها في إقناع الأسواق بالتزامها بمرونة أسعار الصرف وتحسين الفعالية الممكنة للتدخل العرضي. وحينما يحدد أحد البلدان نطاق تقلب في سياق التحرك التدريجي نحو مرونة سعر الصرف، فمن المحتمل ازدياد وتيرة التدخل عما هو الحال في ظل نظم الصرف الأكثر مرونة؛ ومع ذلك، ينبغي للبنوك المركزية تخفيض عدد مرات تدخلها إلى أدنى حد وتحقيق الاستفادة الكاملة من مرونة سعر الصرف التي تتيحها حدود نطاق التقلب. فالبنوك المركزية في كثير من الاقتصادات المتقدمة (مثل كندا والمملكة المتحدة ونيوزيلندا) نادرا ما تتدخل في سوق النقد الأجنبي.

وتسهم الشفافية أيضا في بناء الثقة في نظام سعر الصرف الجديد، خاصة في أعقاب التحول الجبري. فقد أصدر العديد من البلدان، بما في ذلك تركيا والفلبين، بيانات وتقارير عن سياساتها التي تؤكد التزامها بنظم الصرف المرنة وعزمها على عدم التدخل في سوق النقد الأجنبي لتحديد مستوى معين لسعر الصرف. وتعتبر سياسات التدخل المعلنة في أستراليا والسويد أمثلة جيدة على السياسات التي يتعين وضعها وتعريف السوق بها لتعزيز فعالية عمليات الصرف الرسمية. ومن الممكن تحسين مستوى الشفافية في السوق وتعزيز مساءلة البنك المركزي من خلال الإفصاح عن معلومات التدخل مع اعتماد فارق زمني. فالمملكة المتحدة تفصح عن المعلومات المتعلقة بالتدخل في سوق النقد الأجنبي في بيان صحفي شهري، وفي حالة البنك المركزي الأوروبي يتم الإفصاح عن هذه المعلومات في نشرة شهرية؛ وتعلن وزارة الخزانة الأمريكية عن عمليات التدخل في نفس يوم حدوثها وتعرض تفاصيل إضافية بشأنها في تقارير ربع سنوية.

وتفيد التجارب في بعض البلدان المختارة باحتمال تحقيق الفائدة من التدخل القائم على قواعد محددة عندما لا يتعرض سعر الصرف لضغوط كبيرة في سوق أحادية الجانب. وقد تساعد مثل هذه السياسة البلدان على توفير النقد الأجنبي أو مراكمة الاحتياطات دون التأثير في أسعار الصرف. غير أن البنوك المركزية في نهاية المطاف سوف تكتسب ما يكفي من الخبرة والمصدقية للتدخل على أساس درجة أكبر من الصلاحية الاستثنائية. وتميل معظم البلدان (مثل البرازيل وكندا) نحو اعتبار سياسات التدخل القائم على قواعد محددة سياسات مؤقتة أو مستبعدة أو معدلة.



اعتماد ركيزة اسمية بديلة

يجب على البلد الذي يتخلى عن نظام الربط أن يستبدله بركيزة اسمية أخرى وإعادة تصميم إطار سياسته النقدية حول هذه الركيزة الجديدة. فبينما تطبق بعض البنوك المركزية نظم الصرف المرن دونما ركيزة اسمية رسمية مثلما هو الحال في منطقة اليورو وسنغافورة وسويسرا والولايات المتحدة نجد أن هذه الاقتصادات تتمتع بدرجة كبيرة من المصدقية التي قد تعجز البلدان النامية عن اكتسابها بسرعة، لا سيما إذا كانت تعتمد في الأصل على ركيزة جامدة لسعر الصرف قبل التحرك نحو مرونة سعر الصرف أو إذا كان تاريخها حافلا بمعدلات التضخم المرتفعة.

ولعل أهم وظائف السياسة النقدية في أي بلد هي إرساء الضوابط للمعروض النقدي (أو السيولة). ويصدق هذا الأمر بصورة خاصة عند تخلي البلدان عن نظم الربط نتيجة ضغوط السوق، حيث يؤدي انخفاض سعر العملة على الأرجح إلى حدوث التضخم. ومع تحول أي بلد إلى نظام صرف أكثر مرونة فإن عبء إدارة السيولة ينتقل من التدخل في سوق النقد الأجنبي إلى أدوات السياسة النقدية الأخرى كالتسهيلات الدائمة، وعمليات السوق المفتوحة، واتفاقيات إعادة الشراء. وعلى الرغم من أهمية هذه الأدوات، إلى جانب الأسواق السائلة، بالنسبة لإدارة السيولة في ظل أي من أشكال نظم الصرف، فإن أهميتها تزداد في ظل مرونة سعر الصرف.

ومع صعوبة إنشاء ركيزة اسمية بديلة ذات مصداقية لجا العديد من البلدان إلى التخلي ببطء عن ركيزة سعر الصرف، باعتمادها على سبيل المثال نطاق تقلب زاحف كنظام وسيط إلى حين التحرك نحو ركيزة اسمية أخرى، وربما بعد فترة طويلة. وعادة ما يُحدد نطاق التقلب باتساق حول سعر مركزي زاحف على أن يتسع تدريجيا حتى ينحسر الاختلاف بين أهداف سعر الصرف وأهداف التضخم في آخر المطاف لصالح أهداف التضخم. وقد نجحت كل من شيلي وهنغاريا وإسرائيل وبولندا في التحول باستخدام نطاقات تقلب زاحفة اتسعت بمرور الوقت استجابة لزيادة التدفقات الرأسمالية الوافدة. وفيما يلي نورد بعض الخبرات المفيدة التي نستخلصها من تجارب هذه البلدان:

- قد يؤدي ضيق نطاق مرونة سعر الصرف في المراحل الأولى من التحول إلى تقييد استقلالية السياسة النقدية وإلقاء عبء إدارة الطلب الكلي على سياسة المالية العامة وسياسة الدخل.
- قد يؤدي تقييد تحركات أسعار الصرف في نطاق تقلب أضيق من المعلن إلى خلق انطباع بوجود كفالة ضمنية لسعر الصرف والتقليل من حساسية المشاركين

في السوق إزاء التعرض لمخاطر سعر الصرف. فالتحركات المزدوجة في سعر الصرف ضرورية لحفز المشاركين على استحداث أدوات للوقاية من التقلبات وإدارة مخاطرها.

- قد يؤدي احتفاظ الحكومات بركيزتين اسميتين سعر الصرف وهدف التضخم إلى تعزيز ثقة الجمهور بالتزامها بهدف التضخم، من خلال تأكيدها على أن استقرار الأسعار سيكون في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الركيزتين.

وآثر الكثير من البلدان المتحركة نحو مرونة سعر الصرف اعتماد استراتيجيات تحديد أهداف التضخم على استراتيجيات تحديد الأهداف النقدية. ويبدو أن هناك إجماع وشيك في الآراء بأن هدف التضخم يشكل ركيزة اسمية أكثر موثوقية وفعالية. وبينما يمكن اعتبار استراتيجية تحديد الأهداف النقدية ركيزة اسمية بديلة بعد تخلي البلد المعني عن نظام الربط، نجد أن ضعف العلاقة بين المجملات النقدية والتضخم يقلل من فعالية هذه الأهداف النقدية. وبصفة عامة، لجأت البلدان التي تحولت من نظم الربط إلى النظم المرنة على نحو منظم إلى اعتماد استراتيجية تحديد أهداف التضخم على مدار فترات طويلة، ويرجع السبب في ذلك جزئياً لطول الوقت الضروري لإنشاء المؤسسات وتوفير الظروف الاقتصادية الكلية اللازمة، بما في ذلك تفويض البنك المركزي مهمة تحقيق هدف صريح للتضخم باعتباره الهدف الأساسي للسياسة النقدية؛ وتحقيق استقلالية البنك المركزي وضمان خضوعه للمساءلة؛ وتحقيق مستوى الشفافية الذي يشجع المساءلة بالنسبة لتسيير السياسة النقدية وتقييمها؛ ووضع المنهجية الموثوقة للتنبؤ بمعدلات التضخم؛ واتخاذ الإجراءات الاستشرافية التي تطبق التنبؤات على نحو منهجي في السياسات وتعالج حالات الانحراف عن المسار المستهدف؛ ووضع سياسة المالية العامة المساندة، وتجهيز القطاع المالي الذي يتمتع بدرجة كبيرة من التنظيم والرقابة والإدارة.

وإلى أن تتحقق هذه الشروط المسبقة، اتبع العديد من البلدان أنماطا متنوعة من منهج تحديد الأهداف النقدية (تحديد هدف الاحتياطي النقدي أو مجملات النقود بمعناها الواسع أو احتياطيات البنوك) لا سيما بعد التحول غير المنظم إلى نظم الصرف المرنة. فعلى سبيل المثال، اعتمد العديد من البلدان التي تأثرت بالأزمة الآسيوية أهدافا نقدية فور تخليها عن نظم الربط بغية إنشاء ركيزة اسمية جديدة واستعادة المصدافية لسياساتها في أسرع وقت ممكن. وقد أدى منهج تحديد الأهداف النقدية في كوريا واليابان وتايلند إلى إرساء الأسس لسرعة التحرك نحو استهداف التضخم. واتبعت البرازيل منهجا مماثلا. غير أن التحول من استراتيجية تحديد

الأهداف النقدية إلى استراتيجية استهداف التضخم في إندونيسيا كان يسير بوتيرة أبطأ لأن شدة الأزمة هناك عرقلت الجهود الرامية إلى إحراز التقدم.



رصد وإدارة مخاطر سعر الصرف

حينما يتم تعويم عملة بلد ما، تنتقل مخاطر سعر الصرف من القطاع العام (البنك المركزي) إلى القطاع الخاص، فلا يصبح القطاع العام بعد ذلك مستعداً للتدخل عند مستويات أسعار ثابتة. وفي واقع الأمر، يحدث التحول غير المنظم غالباً نتيجة اختلالات لا يمكن التعامل معها في الميزانية العمومية للقطاع العام. وبالتالي، فإن تحديد حجم ونطاق المخاطر التي يتعرض لها سعر الصرف في القطاعات المالية وغير المالية هو أيضاً عنصر أساسي في تحقيق التحول المنظم من نظم الربط. وقد تؤثر مخاطر سعر الصرف التي يتعرض لها القطاع الخاص إلى حد كبير على وتيرة التحول، ونوع نظام الصرف المرن الذي يعتمد (نطاق التقلب مقابل التعويم، على سبيل المثال) وسياسات التدخل الرسمي.

ويستدعي تقييم احتمالات التعرض لمخاطر سعر الصرف إجراء تحليل مفصل للميزانية العمومية مع التركيز على تكوين العملة وأجال الاستحقاق والسيولة والجودة الائتمانية للأصول والالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية. فقد أظهرت الأزمة الآسيوية، على سبيل المثال، كيفية تسبب قروض قطاع الشركات المقومة بالنقد الأجنبي وغير المغطاة في وقوع خسائر فادحة في البنوك الدائنة وحدث طفرة في الطلب على النقد الأجنبي. وحتى إذا ما تأكدت البنوك من تطابق الخصوم والأصول بالنقد الأجنبي، فإن استخدام أرصدة قصيرة الأجل بالنقد الأجنبي لتمويل قروض طويلة الأجل لعملاء لا يتمتعون بالوقاية من مخاطر تقلب الأسعار سوف يؤدي إلى حدوث مخاطر كبيرة على مستوى الائتمان والسيولة. وبالمثل، فإن تعرض قطاع الشركات والقطاع المصرفي لمخاطر أسعار الفائدة يمكن أن يحد من قدرة البنك المركزي على استخدام أسعار الفائدة في تسيير السياسة النقدية بدلاً من التدخل في سوق النقد الأجنبي. وقد يكون تجنب مخاطر أسعار الفائدة أمراً شديداً الصعبة على الشركات في البلدان النامية وبلدان الأسواق الصاعدة، لا سيما إذا كانت أصولها غير مدرة للفائدة وكانت تجد صعوبة في الحصول على أسعار فائدة ثابتة طويلة الأجل على التزاماتها، مثلما هو الحال غالباً.

- وتتألف إدارة مخاطر سعر الصرف من أربعة عناصر هي كالتالي:
- نظم المعلومات لرصد مصادر الخطر المختلفة في أسعار الصرف، بما في ذلك مصادر واستخدامات التمويل بالعملة الأجنبية، وشروط الإبلاغ الرسمي. وينبغي كذلك رصد المخاطر غير المباشرة في سعر الصرف من خلال إجراء مسح منتظمة لقطاع الشركات أو مطالبة المقترضين بتوفير معلومات عن دخولهم وديونهم الخارجية وعمليات التمويل بالقروض بالعملة الأجنبية.
 - الصيغ والأساليب التحليلية لقياس مخاطر سعر الصرف. وتتضمن وسائل قياس المخاطر مقاييس مركز النقد الأجنبي الكلي القائم على أساس محاسبي وأساليب إدارة المخاطر الاستشرافية مثل نماذج القيمة المعرضة للخطر واختبار القدرة على تحمل الضغط.
 - السياسات والإجراءات ذات الصلة بالمخاطر الداخلية، وتشمل عدة أمور منها فرض القيود على تركيز الاقتراض بالعملة الأجنبية، ووضع شروط محددة لمخاطر الائتمان الإضافية المقترنة بالقروض بالنقد الأجنبي، وشروط الأرباح أو الضمانات الإضافية الأجنبية بالنسبة للمقترضين بالنقد الأجنبي، وتحليل تأثير تحركات أسعار الصرف المحتمل على المقترضين بالنقد الأجنبي. ومن الأمور الأخرى المهمة أيضا قوة الضوابط الداخلية بما في ذلك وجود سياسة مكتوبة بشأن عمليات الصرف الأجنبي، وتعيين حدود للانكشاف للقروض، وإجراءات إدارة المخاطر، وإنشاء نظام لمراقبة الامتثال في حالة استقلال المكاتب الأمامية عن المكاتب الخلفية كلية - إضافة إلى التأكد من حوكمة الشركات، بما في ذلك قيام المجلس التنفيذي بأعمال المراقبة المنتظمة، ومراجعة سياسات وإجراءات مواجهة المخاطر واعتمادها بغية الحفاظ على نظام ملائم للضبط والتوازن داخل المؤسسة. وينبغي للبنوك تشجيع العملاء على الوقاية ضد مخاطر أسعار الصرف.
 - التنظيم والرقابة الاحترازية لمخاطر النقد الأجنبي. وقد تشمل التدابير الاحترازية وضع قيود على صافي المركز المفتوح (كنسبة من رأس المال)، والإقراض بالعملة الأجنبية (كنسبة من الالتزامات بالعملة الأجنبية)، والاقتراض وإصدار السندات في الخارج (كنسبة من رأس المال)؛ وتحديد نطاق عمليات الصرف الأجنبي التي يُسمح للبنوك بممارستها من خلال شروط إصدار التراخيص؛ وشروط رأس المال الإلزامي مقابل مخاطر النقد الأجنبي؛ وإصدار

القواعد التنظيمية أو التوجيهات بشأن تصميم الضوابط الداخلية للبنوك. ويتعين على القطاعات التي لا تدر إيرادات بالنقد الأجنبي أو المعرضة لتقلب عائداتها أن تتوخي الحرص بصفة خاصة إزاء الاقتراض بالعملة الأجنبية. إن تسهيل استحداث أدوات الوقاية من مخاطر تقلب أسعار الصرف بإلغاء ضوابط نشاط سوق المعاملات الآجلة يمكن أن يؤدي إلى مخاطر في اتجاهين متقابلين. فقد يسهم في تطوير سوق النقد الأجنبي إلى جانب تحسين إدارة المخاطر، وقد يؤدي أيضا إلى إساءة استخدام المشتقات ففي تايلند على سبيل المثال استخدم المستثمرون في عام ١٩٩٧ المشتقات المالية في الاستدانة بصورة مكثفة لتمويل استثمارات راهنوا فيها على أسعار صرف غير قابلة للاستمرار. فالشركات والمؤسسات المالية وكذلك السلطات التي تقوم بالرقابة عليها تتحمل مسؤولية الوصول إلى درجة عالية من التطور لضمان سلامة استخدام هذه الأدوات. وينبغي كذلك مراقبة استخدامها بدقة، وتوحيد معايير متاجرة البنوك في منتجات المشتقات المالية، ووضع المعايير المحاسبية الكفيلة بتحقيق العدالة في التقييم وإرساء النظام القانوني الموثوق لإنفاذ العقود، كما ينبغي للبنك المركزي تعزيز شفافية السوق ودعم معايير الإبلاغ عالية المستوى.



الوتيرة والتسلسل

تواجه البلدان مواقف معينة تقتضي المفاضلة عند الاختيار بين التحول السريع من نظام الربط وبين الانتقال على نحو أكثر تدرجا إلى نظام الصرف المعموم. فالمنهج السريع ينطوي على إجراءات أقل في المرحلة المتوسطة بين نظامي الصرف الثابت والمعموم، إن وجدت، مقارنة بالمنهج التدريجي.

وفي البلدان ذات الاقتصاد الكلي القوي والسياسات النقدية الاحترازية يمكن لمنهج التحول السريع أن يكون دلالة ذات مصداقية كبيرة على الالتزام بمرونة سعر الصرف مقارنة بالتحول التدريجي، فمنهج التحول السريع يسمح للبلد بالحد من عمليات التدخل في سوق النقد الأجنبي ومن ثم الحفاظ على احتياطياته من النقد الأجنبي. وقد يكون التحول السريع في مصلحة البلدان الساعية إلى تحقيق قدر أكبر من استقلالية السياسة النقدية، وكذلك بالنسبة للبلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة حيث يزداد احتمال تعذر انتهاجها استراتيجية التحول التدريجي في ظل التدفقات الرأسمالية الكبيرة والمتقلبة. غير أنه من الأفضل اتباع منهج التحول التدريجي إذا كان البلد المعني يفتقر إلى الإطار

المؤسسي الملائم، بما في ذلك السوق العميقة للنقد الأجنبي والقدرة على رصد وإدارة مخاطر سعر الصرف؛ فهناك احتمالات كبيرة لتعرض مثل هذا البلد لتقلبات مفرطة في سعر الصرف إذا ما اتبع منهجا سريعا جدا في التحول.

إن عدم وجود إطار نهائي لاستراتيجية تحديد أهداف التضخم كبديل للركيزة الاسمية لا يستبعد بالضرورة اعتماد استراتيجية التحول السريع، طالما كان هناك التزام قوي بالحفاظ على استقرار الأسعار. فتجاح أي نظام نقدي بصرف النظر عن اعتماد استراتيجية تحديد أهداف التضخم بصفة رسمية يستند إلى العناصر الأساسية لتحديد أهداف التضخم ومنها انضباط المالية العامة، والاستقلالية التشغيلية للسلطات النقدية لتحقيق معدلات التضخم المنخفضة، واتخاذ إجراءات تتسم بالمصداقية لاحتواء التضخم، والشفافية، والمساءلة. فقد تحولت جنوب إفريقيا في أوائل الثمانينات من نظام الربط الثابت إلى نظام التعويم، ولكنها لم تعتمد استراتيجية تحديد أهداف التضخم رسميا حتى عام ٢٠٠٠. وهناك بلدان أخرى اضطرت لاعتماد نظام التعويم في خطوة واحدة مثل تركيا والمكسيك مستخدمة استراتيجية تحديد الأهداف النقدية باعتبارها استراتيجية مؤقتة قبل اعتماد استراتيجية استهداف التضخم.

أما المنهج التدريجي فيسمح للبلد بالتحول نحو التعويم الحر بخطوات مدروسة من خلال التحول، مثلا، من نظام الربط الثابت بعملة واحدة إلى نظام الربط الثابت أو الزاحف مقابل سلة عملات، ثم التحول إلى نطاق تقلب سعر الصرف بحيث يتسع تدريجيا. فقد قامت الصين، على سبيل المثال، في يوليو ٢٠٠٥ بإعادة تقييم اليوان وربطه بسلة عملات بدلا من الدولار. فربط العملة بسلة عملات يتميز بقدرته على تقليل فرص انتقال الصدمات الخارجية إلى الاقتصاد المحلي كما يخفف من احتمالات تعرض سعر الصرف للتحركات غير السوية المحتملة في سعر العملة الواحدة. وقد تتألف سلة العملات من متوسط مرجح لعملات أهم الشركاء التجاريين للبلد المعني. وقد يسهم التحرك نحو نظام الربط الزاحف مقابل سلة عملات في مساعدة البلد المعني في الاحتفاظ بقدرتها التنافسية الخارجية في حالة اختلاف معدلات التضخم فيها عن معدلات شركائها التجاريين. وقد يؤدي التحول لنطاق تقلب أفتي أو زاحف لسعر الصرف إلى توفير قدر أكبر من المرونة في سعر الصرف وزيادة استقلالية السياسة النقدية. وبالرغم من سهولة الاستمرار في اتباع هذه الأنماط المختلفة من نظم الربط مقارنة بنطاقات التقلب والتعويم ذات النطاق الواسع، فإنها تترض قيودا على السياسة النقدية ويصعب استمرارها في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المحررة. وفي أي من الحالتين، سواء كان التحول سريعا أو تدريجيا، سوف تتطوي كل خطوة على مخاطر ذات اتجاهين بالنسبة لتحركات أسعار الصرف.

ويؤدي الإعداد المبكر للتحويل نحو سعر الصرف الموعوم إلى زيادة احتمالات نجاح هذا التحويل. وينبغي للبلد المعني إرساء دعائم التحويل في الوقت الذي لا يزال فيه نظام الربط قائماً، بحيث يضمن استقلالية البنك المركزي، وتحسين قدرته على التنبؤ بالتضخم، وزيادة الشفافية في السياسة النقدية، وإنشاء نظم للمعلومات حول مخاطر النقد الأجنبي، وزيادة المعلومات حول تطورات ميزان المدفوعات. وما أن ينتهي هذا البلد من إرساء الدعائم حتى ينتقل إلى المرحلة الثانية، فيوفر بعض المرونة في سعر الصرف لحفز النشاط في سوق النقد الأجنبي، بينما يستحدث الأدوات الأخرى التي يحتاج إليها في تشغيل النظام الجديد. ويمكن تناول المسائل المتعلقة بسياسات التدخل فيما بعد خلال المرحلة الانتقالية.

وعلى الرغم من عدم قدرة صانعي السياسات على التحكم في وتيرة التحويل غير المنظم، فلا يزال عليهم اتخاذ القرارات بشأن التسلسل. وينبغي أن يأتي تحقيق استقرار سعر الصرف في طليعة أولوياتهم. ويمكن القيام بذلك في العادة من خلال القضاء على نقص الدولار في السوق ومواصلة أعمال الرقابة النقدية. وعلى الرغم من أن اعتماد ركيزة اسمية بديلة سيقضي على الأرجح مزيداً من الوقت، فسوف ينبغي كذلك لصانعي السياسات محاولة إضفاء سمة التحفظ على السياسة النقدية.

إن اعتماد سعر الصرف المرن قبل تحرير الحساب الرأسمالي يسمح للبلد المعني باستيعاب صدمات الحساب الرأسمالي بقدر أقل من الضرر على الاقتصاد الحقيقي مقارنة بسعر الصرف ثابت. وفي المقابل، قد يسهم تحرير الحساب الرأسمالي أولاً في موازنة الصدمات المؤقتة في الحساب الجاري، وتوسيع نطاق الأدوات المتاحة لإدارة المخاطر، وزيادة تعميق سوق النقد الأجنبي. وبالتالي، قد يستدعي تعويم سعر الصرف قبل تحرير الحساب الرأسمالي تدخل البنك المركزي لموازنة الصدمات المؤقتة التي يواجهها الحساب الجاري والحد من التقلبات المفردة في سعر الصرف الحقيقي.

وتسهم تجارب اقتصادات الأسواق الصاعدة على مدار العقد الماضي في تسليط الضوء على مخاطر فتح الحساب الرأسمالي قبل اعتماد المرونة في سعر الصرف. وقد اضطرت بلدان عديدة إلى التخلي عن نظم الربط إثر حدوث تحول مفاجئ في التدفقات الرأسمالية في ظل الحسابات الرأسمالية المفتوحة (مثل المكسيك في نهاية عام ١٩٩٤، وتايلند في يوليو ١٩٩٧، والبرازيل في مطلع عام ١٩٩٩). وواجهت بلدان أخرى زيادة هائلة في التدفقات الوافدة وضغوطاً صعودية على الأسعار المربوطة واضطرت إلى إفساح المجال أمام مرونة سعر الصرف لتلافي حدوث فورة في النشاط الاقتصادي (مثل شيلي وبولندا خلال التسعينات). وبالتالي، فإن فتح الحساب الرأسمالي قبل استحداث

مرونة سعر الصرف، حتى في الظروف الاقتصادية المواتية، قد يعرض السيولة المحلية للخطر، ويخلق اختلالات في الاقتصاد الكلي، ويؤدي إلى حدوث موجات مفاجئة من المضاربة. فقد آثرت أوغندا تأجيل تحرير حسابها الرأسمالي لما بعد استكمال التحول إلى نظام التعويم؛ ونجحت نيوزيلندا في التحول إلى نظام التعويم وتحرير حسابها الرأسمالي على نحو متزامن؛ وسارت عملية تحرير الحساب الرأسمالي في شيلي جنبا إلى جنب مع التحول نحو تعويم سعر الصرف، ولكن بشكل تدريجي جدا.



التعويم أم عدم التعويم

ليس ثمة شك أنه من الأفضل التخطيط لعملية التحول إلى النظم المرنة في مناخ اقتصادي يسوده الهدوء. ولكن عمليات التحول مسبقة التخطيط ليست بالضرورة مضمونة الاستمرار. فقد لجأت بلدان كثيرة إلى تغيير مسارها بعد اعتمادها نظم مرونة سعر الصرف. وقد تسهم ظروف الاقتصاد الكلي أو قلة المؤسسات وربما كلاهما في التحول العكسي من نظام التعويم إلى نظام سعر الصرف الثابت. فقد أسهمت هيمنة سياسة المالية العامة بدور مهم في التحولات العكسية التي وقعت في كل من روسيا (١٩٩٣-١٩٩٥) وفنزويلا (٢٠٠٢-٢٠٠٣)، بينما حدث التحول العكسي في مصر وسط مخاوف من حدوث انخفاض مفرط في سعر العملة (٢٠٠٣). وتتمثل بعض العوائق الأخرى التي تواجه التعويم في العديد من البلدان النامية في محدودية عدد المشاركين في سوق النقد الأجنبي، والقيود على الصرف، وضعف البنية التحتية التكنولوجية، وأسواق المال غير مكتملة النمو.

وهناك العديد من الفوائد المختلفة والتميزة التي تترتب على اعتماد نظامي سعر الصرف الثابت والمعموم. فليس هناك نظام واحد يناسب جميع البلدان في كل الظروف. وعلى البلدان تقدير التكاليف والمزايا المترتبة على التعويم في ضوء استعداداتها الاقتصادية والمؤسسية.

سلسلة قضايا اقتصادية

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşıoğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.

20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.
25. *Controlling Pollution Using Taxes and Tradable Permits*. John Norregaard and Valérie Reppelin-Hill. 2000.
26. *Rural Poverty in Developing Countries: Implications for Public Policy*. Mahmood Hasan Khan. 2001.
27. *Tax Policy for Developing Countries*. Vito Tanzi and Howell Zee. 2001.
28. *Moral Hazard: Does IMF Financing Encourage Imprudence by Borrowers and Lenders?* Timothy Lane and Steven Phillips. 2002.
29. *The Pension Puzzle: Prerequisites and Policy Choices in Pension Design*. Nicholas Barr. 2002.
30. *Hiding in the Shadows: The Growth of the Underground Economy*. Friedrich Schneider with Dominik Enste. 2002.
31. *Corporate Sector Restructuring: The Role of Government in Times of Crisis*. Mark R. Stone. 2002.
32. *Should Financial Sector Regulators Be Independent?* Marc Quintyn and Michael W. Taylor. 2004.
33. *Educating Children in Poor Countries*. Arye L. Hillman and Eva Jenkner. 2004.
34. *Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries?* Benedict Clements, Rina Bhattacharya, and Toan Quoc Nguyen. 2005.
35. *Financial Reform: What Shakes It? What Shapes It?* Abdul Abiad and Ashoka Mody. 2005.
36. *Preserving Financial Stability*. Garry J. Schinasi. 2005.
37. *Integrating Poor Countries into the World Trading System*. 2005.
38. *Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When, and How Fast?* Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez, and Cem Karacadag. 2005.



تعمل **روبا دوتاغوبتا** خبيرة اقتصادية في إدارة نصف الكرة الغربي بصندوق النقد الدولي. وكانت تعمل خبيرة اقتصادية في إدارة النظم النقدية والمالية في الصندوق وقت مشاركتها في إعداد ورقة العمل التي يستند إليها هذا العدد من سلسلة «قضايا اقتصادية».



تعمل **غيلدا فرنانديز** خبيرة اقتصادية في إدارة النظم النقدية والمالية بصندوق النقد الدولي.



يعمل **سيم كاراكاداغ** مديرا في اقتصاديات الأسواق الصاعدة في بنك «كريديت سويس فرست بوسطن». وكان يعمل خبيرا اقتصاديا في إدارة النظم النقدية والمالية في صندوق النقد الدولي وقت مشاركته في إعداد ورقة العمل التي يستند إليها هذا العدد من سلسلة «قضايا اقتصادية».