

أسعار الصرف في الأسواق الناشئة:  
التعويم نحو المستقبل  
تأليف: أندريا فيلاسكو  
ترجمة: ياسر سليم  
ومراجعة: د. أمنية حلمي  
ورقة عمل رقم ٤٦، نوفمبر ٢٠٠٠

أندريا فيلاسكو أستاذ الاقتصاد بجامعة هارفارد الأمريكية. أعد الكاتب هذه الورقة خصيصاً من أجل مؤتمر "السياسات النقدية وسياسات سعر الصرف: الخيارات المتاحة لمصر"، والذي نظمه المركز المصري للدراسات الاقتصادية خلال الفترة من ١٩ إلى ٢٠ نوفمبر ٢٠٠٠.

تستند أجزاء من هذه الورقة إلى دراسة (Larrain and Velasco (2000) و (Céspedes and Velasco (1999).

## ملخص

تتناقش الدراسة أنه في ضوء الأزمات التي مرت بها مؤخرا دول شرق آسيا وأوروبا الشرقية وأمريكا الجنوبية، أصبح أكثر البدائل واقعية لمعظم الدول النامية وذات الاقتصادات الناشئة هو تطبيق نظام يكفل مرونة كافية لسعر الصرف أو سعر صرف معوم. وتفند الورقة أسباب التخوف من تطبيق نظم مرنة وتزكي استخدام نظام أكثر مرونة له القدرة على الاستجابة للصددمات الخارجية، ومنع الأزمات المصرفية، فضلا عن المساعدة في استعادة الاستقرار عند مواجهة المشاكل الناجمة عن دولرة الخصوم. كما تناقش الورقة أسعار الصرف المرنة والسياسة النقدية من واقع التطبيق الفعلي، وتقدم مقترحات حول كيفية صياغة السياسات من الناحية العملية. وتشير الدراسة إلى أن أفضل السياسات التي من الممكن اتباعها لمواجهة الصدمات المالية الخارجية تتضمن مزيجا من تعديل سعر الفائدة المحلي مع تحقيق خفض حقيقي في قيمة العملة (أو ما يطلق عليه التعويم غير النظيف (Dirty Float)). كذلك توضح الورقة أن نجاح نظم سعر الصرف المرنة يتطلب سياسات مكملة بما في ذلك من إرساء قواعد احترازية للنظام المالي وكذلك سياسة مالية معوضة.

## Abstract

In light of the crises that occurred in East Asia, Eastern Europe and South America in recent years, this paper argues that the most realistic option for the majority of emerging and developing countries is to adopt a regime that entails substantial exchange rate flexibility, or a “floating” rate. The paper refutes the reasons for fearing the adoption of flexible regimes and credits a more flexible regime with the ability to respond to shocks from abroad; prevent bank crises; and help restore stability when facing problems resulting from the dollarization of liabilities.

The paper also discusses flexible exchange rates and monetary policy in practice and offers suggestions on how to craft actual policies. It points out that the best policy response to adverse external financial shocks involves a combination of domestic interest rate adjustment and real depreciation (i.e., a dirty float). It also notes that the success of flexible exchange rate regimes requires complementary policies, including prudential regulation of the financial system and a counter-cyclical fiscal policy.

## ١- الأزمات الأخيرة وآثارها

كشفت الأزمة الآسيوية (١٩٩٧-١٩٩٨) والتي امتدت آثارها إلى شرق أوروبا وأمريكا الجنوبية مدى ضالة ما نعرفه حتى الآن عن سياسات سعر الصرف الملائمة للدول النامية. ويتضح ذلك من الانهيار المفاجئ للأنظمة التي كان أدائها جيدا نسبيا لعدة سنوات (مثل إندونيسيا وكوريا)، وكذلك من انهيار الأنظمة التي بدت لا تقهر (مثل مجلس الإشراف على العملة Currency Board في هونج كونج). أما إجراءات التصحيح في غمرة الأزمات وتغيير السياسات فثبت أنها مزعجة بنفس القدر: ففي كل دولة تخلت عن التثبيت وقامت بتعويم العملة (البرازيل، روسيا، إكوادور، تايلاند، إندونيسيا، وكوريا) ارتفع سعر الصرف بشكل مغالى فيه وتبع ذلك فترة من الاضطراب الحاد في العملة. وبالطبع نتج عن ذلك تكاليف فعلية ضخمة: فقد أدت كل من أسعار الفائدة المرتفعة المستخدمة لحماية التثبيت ثم الانخفاض الهائل في قيمة العملة بعد التخلي عن هذا التثبيت إلى العبث بميزانيات الشركات وبالنظام المالي المحلي.

وكان رد الفعل في بعض الدول هو الادعاء بأن تلك العملات المنهارة لم تكن مثبتة بما يكفي: فقد أدى فقدان المصدقية وما نتج عن ذلك من معدلات فائدة مرتفعة إلى انهيار أسعار الصرف الثابتة. ومن ثم، فإن الحل هو ضمان المصدقية وبأي تكلفة: فالتثبيت التام كما في مجلس الإشراف على العملة أو حتى التخلي الكامل عن العملة المحلية هما أفضل الوسائل. وعلى أية حال، فليس من السهل تعويم عملة ليس لها وجود من الأصل أو أخرى سعر صرفها محدد قانونا. ويساعد هذا المنطق على تفسير ما تحظى به مجالس الإشراف على العملة أو الدولار من شعبية، وخاصة في الدول التي عانت تاريخيا من التضخم و/أو من ضعف المؤسسات السياسية.

ويعود الكثير من الحماس حاليا لمجالس الإشراف على العملة إلى الخبرة القصيرة نسبيا لدولة واحدة وهي الأرجنتين. وبالنسبة لخبرات الدول الأخرى، فيما عدا هونج كونج، فكانت قصيرة جدا ومن ثم لا تمدنا بقدر كاف من المعلومات.<sup>١</sup> في البداية، كان الدليل في صالح نموذج الأرجنتين/هونج كونج، حيث بدت الفترة التي ارتفعت فيها معدلات الفائدة بمثابة تكلفة ضئيلة في مقابل تفادي الاضطراب الذي حل بالدول التي حررت سعر الصرف. ولكن، بالنظر إلى تلك الدولتين اللتين قامتا بتثبيت عملتيهما، يلاحظ أنهما يعانيان الآن من ركود حاد، بينما الدول التي خفضت عملاتها مبكرا (مثل المكسيك وكوريا) فيبدو أنها عادت إلى مسار النمو، مما حد من الحماس لمجالس الإشراف على العملة.

<sup>١</sup> تشمل الدول الأخرى التي أنشأت مؤخرا مجالس للإشراف على العملة: إستونيا، ليتوانيا، وبلغاريا.

ومن المرجح أن تستمر بعض الدول مثل الأرجنتين وهونج كونج في الاحتفاظ بمجالس الإشراف على العملة وقد تحذو بعض الدول الأخرى حذوهما. وليس من المستبعد الاتجاه نحو العملات الموحدة على غرار الاتحاد الأوروبي، كما هو متوقع بالنسبة لدول الميركوسور (Mercosur)، ولكن على المدى الطويل. بيد أنه من الواضح، كما سأذكر بمزيد من التفصيل فيما بعد، أن التثبيت التام يستلزم إجراءات مالية وسياسية متشددة للغاية، كما أن مجالس الإشراف على العملة ذاتها تعاني من مشاكل تنفيذية خطيرة، بداية باختيار العملة التي يتم الربط بها ومعدل هذا الربط. ويذكر أن اعتماد التثبيت على محور ارتكاز غير مناسب في عالم يتميز بالتقلبات الشديدة بين أسعار العملات الثلاث الرئيسية قد يؤدي إلى عواقب وخيمة، كما اكتشفت دول جنوب شرق آسيا مؤخرا. فكيف نضمن استقرار النظام المالي المحلي في ظل غياب المقرض الأخير المحلي؟ لا بد من إيجاد بديل أجنبي. وينتج عن هذه الصعوبات في رأينا، أن أي محاولات جديدة لتطبيق أنظمة سعر الصرف الثابت ستكون على سبيل الاستثناء وليس القاعدة.

إن الخيار الواقعي الوحيد أمام الدول النامية والناشئة يتمثل في اتباع نظام به قدر كبير من المرونة في أسعار الصرف. وكما نوضح أدناه، فإن عددا متزايدا من الدول النامية تحركت خلال العقدين الأخيرين في هذا الاتجاه، وفي منتصف التسعينيات أصبح نصف عدد هذه الدول يطبق سعر صرف يتسم بالمرونة. كما ازداد الاتجاه نحو تطبيق سعر صرف مرن كنتيجة للآزمات الأخيرة التي لم تترك لكثير من الاقتصادات بديلا سوى التعويم. كما اتجه آخرون نحو التعويم بحثا عن مزيد من المرونة والوقاية من الصدمات الخارجية.

أما السؤال الذي يشغل معظم دول السوق الناشئة، فلم يعد يتعلق **بالتعويم أو عدمه** بل كيفية تطبيق هذا التعويم، وفي هذا الصدد تبرز أربع قضايا سأستعرض كل منها ببعض من التفصيل فيما يلي:

تكمن القضية الأولى في مدى إمكانية التعويم مع تحقيق تضخم منخفض في ذات الوقت. فوفقا للحكمة التقليدية بالإضافة إلى بعض الدلائل المستقاة من تجارب الدول والتي سنعرضها أدناه، يعتبر وجود محور ارتكاز لسعر الصرف أداة فعالة للسيطرة على ارتفاع الأسعار. ولكن، هل هي الأداة الوحيدة؟ تمكنت كثير من الدول، سواء متقدمة أو نامية، من تخفيض معدل التضخم أثناء قيامها بالتعويم. وقد يرجع بعض الفضل في هذا للبنوك المركزية المستقلة، بالإضافة إلى استهداف معدل للتضخم.

أما القضية الثانية فتتعلق بما إذا كان التعويم يوفر الوقاية اللازمة كما نذهب إلى ذلك النظرية التقليدية. أي دارس للاقتصاد بالجامعة يعلم النتائج الرئيسية لنموذج مندل- فلمنج Mundell-Fleming: إذا تعرض الاقتصاد إلى صدمات خارجية حقيقية، فإن الغلبة تكون لنظم أسعار الصرف المرنة وليس الثابتة. لاتزال هذه الوصفة موجودة في مراجع الاقتصاد وسيستمر تدريسها في الجامعات. ولكنها تعرضت لبعض الهجوم مؤخرا من قبل الأكاديميين الاقتصاديين ومصممي السياسات. ويعود السبب الحقيقي وراء هذا التحول إلى الأزمة

الأسبوية. فالدول التي قامت بالتعويم مبكرا، مثل إندونيسيا، انخفضت القيمة الحقيقية لعملةها بشكل حاد. ويبدو أن تلك الدول قد عانت، على الأقل في البداية، أكثر من الدول التي استمرت في سياسة التثبيت، مما يطرح من جديد السؤال عما إذا كان تخفيض العملة في الدول النامية له آثار انكماشية.

وما سبق يقودنا إلى القضية الثالثة، وهي العلاقة بين استقرار سعر الصرف واستقرار النظام المالي. ففي ظل دولرة الخصوم، يمكن أن تؤدي التغييرات المفاجئة والحادة في أسعار الصرف إلى عواقب وخيمة. وفي شرق آسيا، كان هناك اعتقاد بأن الارتفاع الكبير في سعر الصرف مسؤول عن صعوبات خدمة الدين وإفلاس الشركات والبنوك. وعلى الرغم من هذا، فقد يساعد التعويم على تجنب الاختلالات، وبالتالي التقليل من احتمالية القيام بتخفيضات حقيقية كبيرة في العملة. كما أن قيم وأجال استحقاق الخصوم قد تتوقف على نظام سعر الصرف، مما يساعد التعويم المتواصل على خلق الحافز على إصدار ديون مقومة بالعملة المحلية.

أما القضية الرابعة فتخص كيفية إدارة السياسة النقدية في ظل التعويم. وجدير بالذكر أنه لا توجد بنوك مركزية في العالم تمتنع تماما عن التدخل في سوق النقد، سواء مباشرة (عن طريق بيع الاحتياطات) أو بشكل غير مباشر. ومن ثم، فإن التساؤلات الأساسية هي: ما نوع "التعويم القدر" (Dirty Float) المناسب؟ متى يجب التدخل؟ هل ينبغي على السياسة النقدية أن تتكيف (عن طريق السياسات الكلية أو أسعار الفائدة) مع التغييرات في أسعار الصرف الاسمية أم الحقيقية؟ هل يجب أن يتوافر "هامش للمراقبة" (Monitoring Band) كما اقترح Williamson (1998) ومثلما هو مطبق في بعض الدول؟ وأخيرا، هل يعتبر استهداف معدل للتضخم أفضل الطرق لتزويد الأنظمة المرنة بمحور ارتكاز اسمي؟

## ٢ - أداء ترتيبات سعر الصرف وتطورها

كيف تطورت مع الوقت ترتيبات سعر الصرف التي اختارتها الدول النامية والناشئة؟ وهل ارتبط الأداء الاقتصادي الكلي لتلك الدول بالسياسات المتبعة؟ يستعرض هذا القسم الدلائل الخاصة بكلا الموضوعين.

### الاتجاهات الحديثة

كانت أواخر السبعينيات بمثابة علامة البداية لاتجاه جديد في ترتيبات سعر الصرف للدول النامية، عندما أفسحت أسعار الصرف الثابتة الطريق أمام أنظمة سعر الصرف الأكثر مرونة. وجاء مطلع هذا الاتجاه على يد الدول المتقدمة عقب انهيار اتفاقية بريتون وودز في أوائل السبعينيات. في البداية، استمرت الدول النامية في ربط عملتها بعملة منفردة أو تحولت من الربط بعملة منفردة إلى سلة من العملات. ولكن مع نهاية هذا العقد، بدأت شعبية أنظمة سعر الصرف الثابتة في الانحسار. ويلاحظ من الجدول رقم (١) أن ٨٥٪ من الدول النامية ظلت تطبق أنظمة سعر صرف ثابتة حتى منتصف السبعينيات. ولكن الموقف تغير كثيرا منذ ذلك الحين. ففي

منتصف التسعينيات كانت نسبة الدول النامية التي ما زلت تطبق أحد أنظمة التثبيت ٤٥٪ فقط مقابل ٥٠٪ تتبع ترتيبات تتسم بالمرونة.

ويتأكد هذه الاتجاه بمجرد أن نأخذ في الاعتبار حجم تلك الدول من الناحية الاقتصادية. ففي منتصف السبعينيات، كانت الدول ذات أسعار الصرف الثابتة تتأثر بنحو ٧٠٪ من إجمالي التجارة بين الدول النامية مقابل ٨٪ للدول المطبقة للأنظمة المرنة. ومنذ منتصف السبعينيات، بدأ نصيب الأخيرة من إجمالي التجارة في الازدياد بشكل ملحوظ. وفي عام ١٩٩٦ بلغ نصيب الدول ذات أسعار الصرف المرنة حوالي ٧٠٪ من إجمالي التجارة.

ولكن ينبغي ملاحظة أن النتائج السابقة تعتمد على الموقف المعلن والرسمي لكل دولة. ففي بعض الحالات كانت الدولة تعلن تطبيقها لنظام سعر صرف مرن بينما في الواقع كانت تمارس سياسة التثبيت. ورغم ذلك، تظل هذه النتائج مفيدة على أية حال.

وتمثل الاستثناء عن هذا الاتجاه العام نحو أنظمة سعر صرف الأكثر مرونة في التزام أو لجوء عدة دول إلى أنظمة مجالس الإشراف على العملة مثل الأرجنتين، هونج كونج، إستونيا، ليتوانيا، وبلغاريا. فهونج كونج لديها مجلس للإشراف على العملة منذ ١٩٨٣، بينما بدأت الأرجنتين في استخدام أنظمة تحويل العملة عام ١٩٩١. وبالنسبة لإستونيا وليتوانيا وبلغاريا فقد قامت بتأسيس مجالس للإشراف على العملة في السنوات الأخيرة. واتخذ البعض الانخفاض الكبير في فروق أسعار الفائدة بين الدول كدليل على مصداقية نظام سعر الصرف. ومن الجدير بالذكر أن جميع هذه الدول حققت مكاسب كبيرة بالحد من التضخم.

جدول رقم (١): الدول النامية التي أعلنت رسمياً عن أنظمة سعر الصرف المتبعة لديها (٪ من إجمالي)

١٩٩٦	١٩٩١	١٩٨٦	١٩٨١	١٩٧٦	
------	------	------	------	------	--

مشبته	٨٦	٧٥	٦٧	٥٧	٤٥
الدولار الأمريكي	٤٢	٣٢	٢٥	١٩	١٥
الفرنك الفرنسي	١٣	١٢	١١	١١	١١
عملات أخرى	٧	٤	٤	٣	٤
حقوق السحب الخاصة	١٢	١٣	٨	٥	٢
مركب من مجموعة من العملات	١٢	١٤	١٨	٢٠	١٤
مرونة محدودة	٣	١٠	٥	٤	٣
منفردة	٣	١٠	٥	٤	٣
تعاونية	-	-	-	-	-
قدر أكبر من المرونة	١١	١٥	٢٨	٣٩	٥٢
محددة بالمؤشرات	٦	٣	٤	٤	٢
تعويم مدار	٤	٩	١٣	١٦	٢١
تعويم حر	١	٤	١١	١٩	٢٩
عدد الدول	١٠٠	١١٣	١١٩	١٢٣	١٢٣

المصدر: صندوق النقد الدولي.

### أداء الاقتصاد الكلي ونظام سعر الصرف

ما هي الأدلة العملية على ارتباط كل من التضخم ونمو الناتج بنظام سعر الصرف المتبع؟ تبدو هذه الأدلة محدودة للغاية، إلا أن هناك بعض المؤشرات التي بدأت في الظهور. يبحث (1993) Edwards فيما لو كان نظام سعر الصرف بما يحققه من انضباط مالي، يؤثر على التضخم، مستعينا في ذلك بعينة مكونة من ٥٢ دولة نامية خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٨. ويعتمد تصنيف نظام سعر الصرف لكل دولة على النظام السائد في عام ١٩٨٠، ويكون المتغير التابع هو متوسط معدل التضخم. ولتقدير مدى تأثير نظام سعر الصرف على معدل التضخم، يقوم Edwards بالتحكم في مجموعة من المتغيرات مثل عدم الاستقرار السياسي والموقع الجغرافي وخصائص النظام الضريبي. وتشير النتائج إلى أن الدول المطبقة لأسعار صرف ثابتة حققت معدلات تضخم أقل خلال الثمانينيات مقارنة بالدول ذات ترتيبات سعر الصرف المرنة. ويوضح استخدام مصطلح يوحى بالتفاعل بين نظام سعر الصرف والتضخم خلال الفترة ١٩٦٥-١٩٨٠ إلى أن أثر تثبيت سعر الصرف على الانضباط يزداد في الدول التي تميزت تاريخيا باستقرار الأسعار. وعلى الرغم مما سبق، يقدم المؤلف طريقة مباشرة لاختبار التأثير الانضباطي لنظام سعر الصرف وذلك باستخدام معدل نمو النقود كمتغير تابع. وجاءت

النتائج متسقة مع النتائج السابقة، وهي أن أنظمة سعر الصرف الثابت تعزز من الانضباط النقدي ومن خلاله تحد من معدل التضخم.

وفي دراسة لاحقة، بحث (Gosh et al (1995) في تأثير نظام سعر الصرف المتبع على التضخم ومعدل نمو الناتج باستخدام بيانات مستقاة من ١٣٦ دولة في الفترة بين ١٩٦٠-١٩٨٩، ثم قاموا بحساب العوامل الشرطية وغير الشرطية المؤثرة على التضخم ومعدلات النمو في تلك الدول والمصنفة وفقا لدرجة المرونة في سعر الصرف. وتشير محصلة تحليل العوامل غير الشرطية إلى أن الدول ذات أسعار الصرف الثابتة حققت معدلات تضخم منخفضة ولكن لا توجد اختلافات تذكر فيما يتعلق بمعدل نمو الناتج. ويتم حساب العوامل الشرطية من خلال تقديرات "طريقة المربعات الصغرى العادية" OLS بحيث يكون كل من التضخم ومعدلات النمو متغيرين تابعين بينما يصبح نظام سعر الصرف، بالإضافة لعوامل أخرى، متغيرا مفسرا. وتشير هذه النتائج إلى أنه حتى بعد أخذ معدلات نمو النقود في الاعتبار، سجلت أنظمة سعر الصرف الثابتة معدلات تضخم أكثر انخفاضا وأقل تقلبا مقارنة بترتيبات سعر الصرف الأكثر مرونة. ولكن، يقل تأثير نظام سعر الصرف بشكل ملحوظ عند أخذ متغير نمو النقود في الاعتبار.

وخلص Gosh et al إلى أن معدل نمو الناتج لا يتباين بشكل كبير بين أنظمة سعر الصرف المختلفة، إلا أن مصادر هذا النمو تبدو مختلفة. ومن الواضح أن أسعار الصرف الثابتة تحقق معدلات استثمار أعلى ولكن نمو أقل في الإنتاجية مقارنة بالنظم الأكثر مرونة. وإحدى النتائج الهامة هي أن العلاقة الإيجابية بين التضخم ودرجة المرونة في سعر الصرف لا تنطبق على الدول ذات الدخل المرتفع وفوق المتوسط، وذلك لأن هذه العلاقة غير خطية في هذه الدول: التعويم التام والتثبيت التام كلاهما يحقق معدلات تضخم منخفضة بينما ترتفع معدلات التضخم في نظم التعويم الوسيطة.

وحديثا قامت دراسة لصندوق النقد الدولي بتقييم أداء الاقتصاد الكلي من حيث التضخم ونمو الناتج لمجموعة من الدول النامية بلغت ١٢٣ دولة خلال الفترة ١٩٧٥-١٩٩٦. وجاءت نتائج التحليل الوسيط غير الشرطي مشابهة لنتائج دراسة Gosh et al، حيث اتجه متوسط معدل التضخم في الدول ذات أسعار الصرف الثابتة إلى الانخفاض المستمر وأصبح أقل تقلبا مقارنة بالدول ذات أسعار الصرف الأكثر مرونة. ومع ذلك، انخفض الفرق في معدلات التضخم بين أنظمة سعر الصرف الثابتة والمرنة طوال عقد التسعينيات. ففي عام ١٩٩٠ بلغ هذا الفرق حوالي ١٧٪ سنويا، ثم انخفض إلى ٧٪ تقريبا في ١٩٩٦. وفي الوقت نفسه، فإن الأداء مقاسا بمتوسط معدل نمو الناتج خلال العقدين الآخرين، لم يختلف بشكل كبير بين النظامين (International Monetary Fund, 1997). وفي التسعينيات، جاء الاختلاف بين النظامين من حيث معدل نمو الناتج لصالح النظام الأكثر مرونة بنحو ١٪ سنويا.

### ٣- أنظمة التثبيت التام: مميزاتها، متطلباتها وأخطارها

بعد مراجعة لا تخلو من الشك لبعض المناقشات النظرية المؤيدة لأنظمة التثبيت التام، أود أن أطرح التساؤلين الآتيين: ما نوع الدولة الأكثر استفادة من نظام التثبيت التام؟ وما هي الأخطار التي يجب على تلك الدولة أن تعمل على تجنبها في حالة تبني هذا النظام؟

#### حجة المصدقية

تستند الحجة الرئيسية المؤيدة لأنظمة التثبيت التام إلى ضرورة إضفاء المصدقية على السياسة النقدية. وإذا لم تستطع الدولة تحقيق هذه المصدقية على المستوى المحلي، فمن الممكن العمل على توفيرها بربط قيمة عملتها بعملة قوية لدولة أخرى؛ وهذا ما حاولته دول الـ Club Med عندما ربطت عملتها بالمارك الألماني، وكذلك محاولة الأرجنتين للربط بالدولار الأمريكي. وقد قوبل هذا الاتجاه بالعديد من الاعتراضات النظرية والعملية المعروفة. ويبدو أن التكاليف السياسية المطلوبة للتخلي عن التثبيت، وما إذا كانت تلك التكاليف مرتفعة بما يكفي لتجنب المفاجآت غير السارة، أمر غير واضح. لقد تخلت العديد من الدول عن نظام سعر الصرف الثابت والذي كان من المتصور أنه لا رجعة فيه. وأحد الأمثلة على ذلك ما حدث في "النظام النقدي الأوروبي" في أوائل التسعينيات. ويبدو من الواضح أيضا أنه لو توافرت الإرادة السياسية والمؤسسات القوية القادرة على التعبير عن هذه الإرادة، لتلاشت الفروق في سعر الفائدة والمؤشرات الأخرى التي تتسبب في فقدان الرأي العام للثقة في النظام. ويعد اقتراب أوروبا من الوحدة النقدية أحد الأمثلة على ذلك.

وتتمثل القوة، (وكذلك الضعف المحتمل)، في أنظمة سعر الصرف الثابتة في غياب بنود تسمح بإمكانية الخروج من هذه النظم. إن سعر الصرف الثابت هو بمثابة عقد ضمني يلتزم البنك المركزي طبقا له بالحفاظ على ثبات العملة، إلا في حالة ظهور عامل أو أكثر من العوامل المزعجة. وحينئذ، فلا يجب أن تكون عقوبة تخفيض قيمة العملة هي فقدان المصدقية، نظرا لأنه بتخفيض قيمة العملة تكون السلطات قد التزمت بالعقد الضمني المذكور آنفا. وعندما تفوق الآثار السلبية قصيرة المدى لحماية تثبيت العملة الفوائد طويلة الأجل للمحافظة على نظام سعر الصرف الثابت، فإن الدولة قد تمارس حقها في "الخروج من هذا النظام" أو تقوم "بتخفيض مبرر لقيمة العملة".

ومعرفة ما إذا كان هذا الرأي مقبولا يتوقف على مشاكل تنفيذية تنسم بالصعوبة. فليس من الواضح أن هناك "تخفيضات مبررة" في الدول النامية، كما قد لا توجد "تخفيضات منتظمة" كذلك. ولعل هذا يرجع إلى أن

الصدمات الخارجية التي قد تتسبب في ذلك، يتعذر ملاحظتها تماما، أو قد لا تكون حتى خارجية بصورة كاملة؛ بما معناه أن الحكومات ذاتها قد تستغل المتغيرات الاقتصادية كمبرر للتخلي عن التثبيت، وهو ما قد يجعل شعوب تلك الدول ينزعون إلى الشك في إجراءات حكوماتهم.<sup>٢</sup>

بالإضافة إلى ذلك، قام (Obstfeld (1997 بإثارة جدل هام وحاد مناهض لإمكانية الخروج من أنظمة سعر الصرف الثابت، قائلا إنها قد تفتح الباب أمام أسعار توازنية متعددة، وهي شيء مسموح به عندما يتفاهم الوضع. ولكن قد يؤدي توقع قيام الحكومة بتخفيض قيمة العملة إلى اتخاذ القطاع الخاص إجراءات معينة (مثل المطالبة برفع الرواتب ومعدلات فائدة اسمية مرتفعة)، مما يعقد من الموقف بداية. فإذا قررت الحكومة عدم تخفيض قيمة العملة، ستضطر إلى تحمل أجور وأسعار فائدة حقيقية مرتفعة. ولكن في حالة قيامها بالتخفيض، فسوف تتحقق النبوءة التالية: يتم التخفيض فقط نتيجة لتوقعات المتعاملين في السوق، مما يعني أن الحكومة يجب أن تفكر مليا قبل التلميح بأنها تنظر إلى تخفيض العملة في بعض الظروف على أنه "إجراء مبرر". ولذا، يتعين على الحكومات أن تتبنى أسعار صرف ثابتة تجعل من التخفيض أمرا مستبعدا تماما.

ويقابل هذا الرأي باعترافات معروفة، أولها أن نظم الصرف الثابتة، بصرف النظر عن درجة ثباتها، قابلة للتغيير بما فيها حالات الوحدة النقدية. وعليه، فمن المحتمل أن يطالب المستثمرون بعلاوة التعويض بسبب مخاطر سعر الصرف؛ ورغم أنها أقل من العلاوة المقابلة في أنظمة سعر الصرف الأقل ثباتا، إلا أنها ليست بقليلة. ويتبين ذلك من الفروق بين سندات البيسو والسندات الدولارية في الأرجنتين خلال السنوات القليلة الماضية.

ويرجع السبب الرئيسي وراء نقص المصادقية فيما يتعلق بأنظمة سعر الصرف الثابتة إلى حاجتها لدعم البنك المركزي للقاعدة النقدية بالعملة الصعبة. ولكن، هل هذه المساندة كافية لضمان الاستمرارية؟ بالمعنى الفني الضيق، نعم. أما بالمعنى الأشمل، ليس بالضرورة. وفي هذا الصدد، أشار (Calvo (1995 إلى أنه لا بد من النظر في وضع مقياس واسع لكفاية الاحتياطات بغرض تقييم قدرة نظام الصرف الثابت على الاستمرار. وإذا لم يرغب البنك المركزي في تخفيض قيمة العملة في أوقات تدفق رأس المال للخارج، فيجب أن يكون على استعداد لاستخدام الاحتياطات لتغطية جميع خصومه السائلة المحتملة. وتشمل تلك الخصوم ليس فقط القاعدة النقدية ولكن أيضا إجمالي الأصول النقدية السائلة في الاقتصاد. ومثال على ذلك، عندما تؤدي توقعات

---

<sup>٢</sup> وتبادر إلى الذهن عدة استثناءات، جاءت نتيجة لوجود بعض الصدمات الخارجية والتي يمكن ملاحظتها بوضوح. فيذهب كل من Sachs, (1996) Tornell and Velasco إلى أن اغتيال المرشح الرئاسي Luis Donaldo Colosio في مارس ١٩٩٥ ربما كان مبررا للتخلي عن هامش سعر الصرف.

تخفيض قيمة العملة إلى انخفاض حاد في ودائع البنوك. ونظرا لأن البنوك تقوم بالإقراض طويل الأجل والاقتراض قصير الأجل، فإنه لا يصبح في خزائنها ما يكفي من النقد لتغطية خصومها.

وعندئذ، تقف السلطات النقدية أمام الخيار الصعب. فإذا تصرفت على أساس أنها المقرض الأخير، فسوف توفر السيولة الكافية للبنوك التجارية للوفاء بأعبائها. وسوف يستخدم المتعاملون في السوق بدورهم تلك الأموال في شراء العملة الأجنبية، مما يؤدي إلى تدهور وضع احتياطات البنك المركزي. أما إذا قرر البنك المركزي ألا يقرض البنوك التجارية (أو أنه لا يستطيع ذلك في حالة التثبيت التام)، فمن الممكن أن يستتبع ذلك موجة من الإفلاسات.

واستنادا إلى منطق Calvo، فإن (Sachs, Tornell, and Velasco (1996) وChang (2000) and Velasco يستخدمون نسبة (٢) إلى الاحتياطات الدولية كمؤشر على كفاية الاحتياطات. ويوضح جدول (٢) نسبة (٢) إلى الاحتياطات الدولية لعينة مختارة تشمل دولا من أمريكا اللاتينية وآسيا. ومن الملاحظ أن تلك النسبة ترتفع بشكل واضح بالنسبة للاقتصادات الآسيوية مقارنة بدول أمريكا اللاتينية، وذلك في مستهل الأزمة الآسيوية مما يدل على موقف أكثر ضعفا في ظل بداية موجة من المضاربات.

وأخيرا، ينبغي التأكيد على أن مجلس الإشراف على العملة، حتى عندما يتمتع بالمصادقية الكاملة، قد يتمكن من التخلص من مخاطر العملة، ولكن ليس بالضرورة من مخاطر الإفلاس. أما بالنسبة للمدينين، سواء من القطاع العام أم الخاص، فبلا شك قد يتخلفون عن سداد التزاماتهم بصرف النظر عن نظام سعر الصرف. ومع ذلك، يرى البعض أحيانا أنه في ظل دولة الخصوم، قد يؤدي نظام سعر الصرف الثابت إلى الحد من مخاطر التخلف عن السداد، وذلك بافتراض أن المقترضين المحليين لديهم مناعة أكبر ضد التغييرات الكبرى والمفاجئة في الأسعار النسبية.

جدول رقم (٢): الاحتياطات الدولية و(٢)

(٢)/الاحتياطات غير الذهب				
١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	
٣,٧	٣,٧	٣,٢	٤,٣	هونج كونج
٣,٤	٣,١	٤,٥	٦,٤	إندونيسيا

كوريا	٦,٢	٥,٩	٤,١	٣,٩
ماليزيا	٣,٤	٣,٤	٢,٨	٢,٦
الفلبين	٤,٥	٥,١	٤,٥	٣,٤
سنغافورة*	١,٠	١,٠	١,٣	١,٣
تايلاند	٣,٩	٣,٥	٤,٥	٤,٢
الأرجنتين	٣,٤	٣,٥	٣,٥	٣,٧
البرازيل	٣,٦	٤,٥	٥,٤	٤,١
شيلي	١,٩	١,٨	٢,١	٢,٢
كولومبيا	٢,١	٢,٣	٢,٧	٢,٩
المكسيك	٤,٤	٣,٩	٣,٤	٣,٧
بيرو	١,٢	١,٥	١,٧	١,٨
فنزويلا	١,٠	١,٣	١,٥	١,٤

(\*): تشمل الاحتياطيات على الذهب وما تملكه الحكومة من احتياطيات دولية.

المصدر: إحصاءات مالية دولية.

ولكن، يبدو أن المستثمرين الدوليين لا ينظرون إلى الدول المطبقة لأنظمة الصرف المرنة على أنها تشكل دائما مخاطرة أكبر. ويتضح ذلك على سبيل المثال من الفروق بين السندات السيادية في المكسيك والأرجنتين مقابل سندات الخزانة الأمريكية. وبالطبع تعود تلك الفروق إلى عدة عوامل يجب أخذها في الاعتبار، وهو ما يخرج عن نطاق هذه الدراسة. ومع ذلك، فإن التناقض بين البلدين لا يخلو من مغزى. ويلاحظ من الشكل رقم (١) في الملحق، والذي يوضح الفرق بين سندات الدولتين خلال يناير ١٩٩٥ وديسمبر ١٩٩٩، أن النتيجة مدهشة. فسندات الأرجنتين لم تزد في المتوسط بمقدار ٤٧ نقطة أساس فحسب مقارنة بسندات المكسيك خلال الفترة بأكملها، لكنها ظلت أعلى طوال الفترة باستثناء عام ١٩٩٨ (حيث بلغ الفرق ١٩ نقطة أساس لصالح الأرجنتين). كما أن سندات المكسيك ظلت عاما بعد عام أقل من نظيرتها في الأرجنتين بنسبة ٧٠٪ من الوقت كما هو موضح في الجدول رقم (٢). وتتضح تلك الميزة لصالح لمكسيك على وجه الخصوص في عام ١٩٩٥، وهو العام الذي شهد كارثة المكسيك!

هذا وقد قام Goldfajn and Olivares (2000a) بمقارنة ومتابعة الفروق بين السندات السيادية في كل من الأرجنتين وبنما في ١٩٩٧-١٩٩٩، وخلصا إلى الآتي: إذا كانت الأنظمة الأكثر ثباتا لسعر الصرف تتسبب في فروق أقل، فيجب أن يكون ذلك ميزة لصالح بنما على الأرجنتين. ولكن، لم يكن هناك فرق كبير بين سندات الدولتين، وذلك على الرغم من أن تصنيف Moody's and Standard & Poor's للمخاطرة جاء في صالح بنما. كما يشير الكاتبان إلى أن بنما قد تحملت فروقا كبيرة مقارنة بكوستاريكا ذات سعر الصرف المرن في أعقاب الأزمة الآسيوية.

وبالنظر إلى أسعار الإقراض الحقيقية في جدول (٣)، نستطيع استخلاص عدة ملاحظات. أولا، كانت أسعار الإقراض في سنغافورة منخفضة مقارنة بهونج كونج في أعقاب الأزمة الآسيوية. ثانيا، تتمتع سنغافورة بأسعار إقراض أكثر استقرارا من جارتها الآسيوية. (حدث ارتفاع حاد في أسعار الإقراض في هونج كونج خلال ١٩٧٩-١٩٩٩). ثالثا، كانت أسعار الإقراض في أستراليا ونيوزيلاندة منخفضة مقارنة بهونج كونج في ١٩٩٨-١٩٩٩. رابعا، كان متوسط أسعار الإقراض في شيلي والمكسيك أقل من الأرجنتين خلال الخمس سنوات بين عامي ١٩٩٥ و ١٩٩٩. وهنا نكرر أن هذه الحقائق لا تشير إلى أن الدول ذات أنظمة سعر الصرف المعمول لديها أسعار فائدة أقل من الدول ذات الأنظمة الثابتة، إلا أن هذه الحقائق لا تخلو من مغزى.

جدول رقم (٣): أسعار الإقراض الحقيقية (%)

١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	
١٢,٩	١٠,٠	٨,٩	١٠,٥	١٦,٢	الأرجنتين
٦,٠	٧,٢	٩,١	٨,٤	٦,٥	أستراليا
١٠,٣	١٥,٥	٩,٦	١٠,٧	١٠,٠	شيلي
١٢,٥	١٠,٦	٤,٣	١,٩	١,٨	هونج كونج

المكسيك	٦,٦	٩,٢	٨,٨	١٠,١	١٣,٦
نيوزيلاندة	٨,٤	١٠,٠	١٠,٢	٩,٩	٨,٦
سنغافورة	٥,٥	٤,٣	٤,٣	٩,٠	٤,٤

المصدر: إحصاءات مالية دولية (صندوق النقد الدولي)، ٢٠٠٠.

### حجة الانضباط

السبب المهم الآخر الذي يدفع الكثيرين إلى تأييد الأنظمة الثابتة هو قدرتها المزعومة على تحقيق الانضباط – سواء المالي أو النقدي. ويعتبر هذا الجدل وثيق الصلة بموضوع المصادقية. ويفترض أن تحقق أسعار الصرف الثابتة انضباطاً أكثر، نظراً لأن تبني سياسات مالية توسعية سيؤدي حتماً إلى استنزاف الاحتياطيات الدولية وبالتالي إلى نهاية التثبيت. كما يفترض أن ينطوي انهيار نظام سعر الصرف الثابت في آخر الأمر على تكلفة سياسية كبرى لصانع السياسات؛ أي أن سوء التصرف اليوم سيجلب العقاب بالغد. وسيؤدي الخوف من هذا العقاب إلى التزام صانع السياسات بالانضباط المالي، وخاصة إذا كان الرادع قويا بما يكفي.

ووفقاً لـ (Tornell and Velasco (1998, 1999)، تعجز الحكمة التقليدية عن استيعاب حقيقة أنه في ظل أسعار الصرف المرنة، تصبح هناك تكاليف ناشئة عن السلوك غير الرشيد، وخاصة المغالاة في التوسع المالي. أما الاختلاف بين أسعار الصرف المرنة والثابتة، فيكمن في توزيع هذه التكاليف عبر الزمن. ففي ظل أسعار الصرف الثابتة، تتجلى السياسات غير السليمة في شكل انخفاض الاحتياطيات وانفجار الديون؛ وتبدأ آثار تلك التكاليف في الظهور فقط عندما يتأزم الموقف. وعلى النقيض من ذلك، تسمح أسعار الصرف المرنة بالكشف الفوري عن السياسات المالية غير السليمة وذلك من خلال التحركات في سعر الصرف ومستوى الأسعار. ويعنى كل هذا (كما يوضح Tornell and Velasco 1998, 1999) أنه إذا كان التضخم مكلفاً للسلطات المالية، والتي تخصم الأسعار الآجلة بمعدلات مرتفعة، فإن أسعار الصرف المرنة قد توفر انضباطاً مالياً أكبر عن طريق الدفع الفوري لتكلفة التجاوزات.

وهناك أدلة عملية تساند هذا الرأي التصحيحي. ووفقا لـ (Tornell and Velasco 1998)؛ و Gavin (1997) and Perotti، فإن السياسات المالية في أمريكا اللاتينية، اتسمت بأنها أكثر حكمة في ظل الأنظمة المرنة عنها في تلك الثابتة، وذلك بعد أخذ عدة عوامل في الاعتبار. ولكن معظم هذه الأنظمة لم تكن ثابتة بشكل تام، ومن ثم فهل يختلف أداء أنظمة سعر الصرف الثابتة تماما؟ الأدلة التي تشير إلى هذا محدودة. وفي هذا الصدد، يقوم (Tornell and Velasco 1999)، بدراسة الدول الأفريقية الواقعة جنوب الصحراء، ومقارنة تجارب الدول الفرنكوفونية التي قامت بربط عملاتها مع الفرنك الفرنسي مقابل بقية الدول. وبما أن الربط في مجموعة الدول الفرنكوفونية ما هو إلا نتاج الاستعمار، لذا فإن هناك التزاما فرنسيا بالتدخل. كما أن أسعار الصرف هذه لم تتغير سوى مرة واحدة منذ ١٩٤٨، ولذا يمكن اعتبارها ثابتة تماما. وللأسف فإن دول إفريقيا الفرنكوفونية والتي تطبق نظام سعر الصرف الثابت سابق الذكر أظهرت انضباطا ماليا أقل مقارنة بدول الأنجلوفون (مقاسا بمتوسط العجز في الموازنة).

بالإضافة لما سبق، فإن تجربة أمريكا اللاتينية الأخيرة يكتنفها الغموض، كما يتبين من الأداء المالي المتدني لكل من الأرجنتين وبنما، إلا أن الأرجنتين سجلت تحسنا ملحوظا مقارنة بمعدلات العجز المرتفعة والتي أدت إلى تضخم مفرط في الثمانينيات. هل كان أعضاء البرلمان في البرازيل سيتصرفون على نحو أكثر رشادة خلال ١٩٩٧-١٩٩٨ في حالة وجود مجلس للإشراف على العملة؟ هذا أمر مشكوك فيه.

### **متطلبات تطبيق التثبيت التام**

على الرغم من وجود مزايا هامة (وإن كانت غير واضحة) لأنظمة أسعار الصرف الثابتة، إلا أن مجالس الإشراف على العملة أو الدولار التامة لا تعتبران وصفا ملائمة لجميع الدول. وهناك قائمة متفق عليها من الشروط المطلوب توافرها والتي تشمل الآتي:<sup>٣</sup>

- مراعاة تحقيق معايير مناطق العملة المثلى Optimal Currency Areas، وتعني، إلى جانب أشياء أخرى، أن نظام التثبيت التام أقل ملائمةً للدول الكبرى عنه لتلك الصغرى؛ وأن الربط بعملة دولة معرضة لصدمات حقيقية وغير متماثلة يعد أمرا ينطوي على مشاكل عديدة.

---

<sup>٣</sup> بعضها يتوافق مع الشروط التي طرحها (Williamson 1998).

- وتماشيا مع رأي Mundell-McKinnon، فإن معظم تجارة الدولة التي تتبنى التثبيت التام يجب أن يتم مع الدولة أو الدول التي تعزز ربط عملتها بها. ومعنى ذلك أنه في ظل ثبات جميع المتغيرات الأخرى، فإن المكسيك أو أمريكا الوسطى تعتبر أنسب الدول لتطبيق الدولار مقارنة بالأرجنتين والبرازيل أو شيلي. وسوف نتناول هذا الموضوع بمزيد من التفصيل فيما بعد.
- على الدولة التي تطبق التثبيت التام، التقيد بمعدلات تضخم مماثلة لتلك الموجودة في الدولة التي تعزز ربط عملتها بها. وهذا يسهل القيام به في الدول التي عانت تاريخيا من التضخم المرتفع، والتي تسعى حاليا إلى استقرار الأسعار بأي تكلفة (الأرجنتين مثلا). ويتطلب هذا الأمر حذرا بالنسبة للدول التي لم تعان قبلا من تضخم مفرط، والتي لا يوجد لديها إجماع على الرغبة في تجرع الألم لضمان استقرار الأسعار (الإكوادور، البرازيل، فنزويلا).
- ضرورة توافر المرونة في أسواق العمل: ففي ظل النظام الثابت لسعر الصرف، يجب أن تتكيف الأجور والأسعار الاسمية ولو ببطء استجابة للصدمات غير المواتية. وفي هذا الصدد، ننصح الدول التي تعزز تطبيق نظام ثابت لسعر الصرف بالقيام بإصلاحات على صعيد العمالة أولا، وخاصة في ضوء الجدل الدائر في أوروبا والذي يرى أن مجرد وجود نظام الصرف الثابت يخلق زخما سياسيا نحو تحرير سوق العمل. ولعل هذا صحيحا ولكنه رهان ينطوي على مخاطرة كبيرة، خاصة بالنسبة للدول ذات الأنظمة السياسية الأقل استقرارا من الدول الأوروبية.
- ويعتبر وجود بنوك جيدة التمويل والإدارة أمرا ضروريا، نظرا لأن التثبيت التام يمنع البنك المركزي المحلي من لعب دور المقرض الأخير للبنوك المحلية. وسوف نتناول هذا الموضوع بمزيد من التفصيل فيما بعد.
- يعد التثبيت التام ضروريا للغاية بالنسبة للدول التي تعاني من بنوك مركزية ضعيفة ومؤسسات مالية يعمها الفوضى. وحتى تعمل الأنظمة الثابتة بشكل سليم، ينبغي وجود قانون ومؤسسات تتمتع بالكفاءة والفاعلية، وهو أمر ضروري لأسباب نادرا ما يتم التطرق إليها. فمجلس الإشراف على العملة مثلا يعتبر التزاما بالتمسك بمجموعة من القواعد الصارمة التي تحكم السياسة النقدية، كما أنه قد يتضمن إدراج سعر الصرف في قانون الدولة كما فعلت الأرجنتين من قبل. ويكون لمثل هذه الترتيبات مغزى فقط حينما تلتزم حكومات الدول بالقواعد التي وضعتها وحيث لا يتم تغيير القوانين بأوامر من السلطات.

*الربط بعملة مناسبة*

أما المشكلة الرئيسية عند التطبيق، فهي أنه وسط عالم من أسعار الصرف المعومة، يصبح الربط بعملة ما تعويماً تجاه معظم العملات الأخرى. ولا تعتبر هذه مشكلة بالنسبة للدول التي تتركز تجارتها جغرافياً، والتي تربط عملتها بعملة شريكها التجاري الرئيسي. وعدا ذلك، فإن تذبذب أسعار الصرف بين العملات المختلفة قد يسبب أضراراً خطيرة كما اكتشفت اقتصاديات شرق آسيا المثبتة تجاه الدولار في ١٩٩٧، وذلك عندما تسبب ارتفاع الدولار مقابل الين الياباني في ارتفاع هائل في أسعار الصرف الحقيقية الفعالة للعديد من دول شرق آسيا، مما مهد لحدوث الأزمة الآسيوية.<sup>٤</sup> ولا شك أن جزءاً من المشكلة راجع لقيام تلك الدول بربط عملتها، سواء بصورة مشروعة أو غير ذلك، بالدولار بينما كانت تجارتها تتسم بقدر معقول من التنوع.

وإحدى طرق التغلب على ما تقدم هو الربط بسلة من العملات وليس عملة واحدة فقط. فمن حيث المبدأ على الأقل، قد يساعد هذا الإجراء على تأمين الدول ضد تقلبات أسعار الصرف للعملات المختلفة. ولكن المشاكل التنفيذية التي تحول دون ذلك عديدة وتتسم بالصعوبة. ففي ظل مجلس الإشراف على العملة، يجب أن تكون الأوزان المستخدمة في حساب سلة العملات معلومة للجميع، وهو عكس الأسلوب التقليدي الذي كانت تفضله البنوك في إدارة مثل هذه السلال. وهناك حاجة لتغيير الأوزان استجابة لحدوث تعديل هيكلية. والسؤال المطروح هو، من الذي سيقوم بهذا وطبقاً لأية معايير؟ خاصة أنه من السهل أن يصبح التلاعب بالأوزان أمراً عشوائياً حتى لو قامت به بنوك مركزية مستقلة ومحترمة، كما يتضح من تجربة شيلي مؤخراً.

وفي الواقع، إذا توافرت البساطة والشفافية والمراقبة في مجلس الإشراف على العملة،<sup>٥</sup> فإن التحول إلى نظام الربط بسلة من العملات والذي يتسم بالتعقيد والتغير الدائم من شأنه تقويض سياسة سعر الصرف من الأساس. وبالطبع، فإن الربط بسلة من العملات يعني أن سعر الصرف بين عملتين يتذبذب بنفس قدر تذبذب أسعار الصرف الدولية بين العملات المختلفة، وهو ما يضيف خطورة إلى بعض أنواع المعاملات. ويتمثل قدر كبير من الإعجاب بسياسة سعر الصرف الحالية في الأرجنتين في أنها ثابتة ومحددة ومعروفة للجميع؛ وأيضاً لأن اتباع نظام معقد يسمح بتذبذب سعر الدولار الأمريكي يومياً لن يحظى بنفس القدر من التأييد، وبالتأكيد لن يضيء نفس الدرجة من الشفافية على السياسة النقدية.

---

<sup>٤</sup> انظر (Corsetti, Pesenti and Roubini (1998).

<sup>٥</sup> طرح Herrendorf هذه القضية من قبل (١٩٩٧، ١٩٩٩).

#### ٤ - المصدقية والتضخم

في الثمانينيات وحتى وقت قريب، كان الجدل حول أنظمة سعر الصرف يتعلق بشكل كبير بتأثيرها على مصداقية سياسة سعر الصرف. واستند تأييد أنظمة الصرف الثابتة إلى الانضباط الذي من المفترض أنها تفرضه على السياستين النقدية والمالية نتيجة للتكاليف السياسية المزعومة والأخرى الناشئة عن عدم الالتزام بسعر الصرف. والمنطق يقول إنه إذا لم يكن باستطاعتك إضفاء المصدقية على السياسة النقدية على المستوى المحلي، فيمكنك تحقيق تلك المصدقية بربط قيمة عملتك بعملة قوية لدولة معينة.

ومن الناحية العملية، يبدو أن هناك من يساند الرأي القائل بأن أسعار الصرف الثابتة تساعد على التحكم في السياسة النقدية. وكما رأينا في القسم الثالث، فإن الدول التي طبقت أسعار صرف ثابتة حققت معدلات تضخم منخفضة في المتوسط. إلا أن هذه الدراسات العملية لا تخلو من المشاكل. وكما ذكرنا من قبل، فإن الاختلافات بين ترتيبات سعر الصرف المعلنة والفعالة قد تكون مصدرا للأخطاء. كما أن هناك مشكلة سببية، حيث إنه ليس من الواضح ما إذا كان نظام سعر الصرف الثابت هو المتسبب في انخفاض معدل التضخم أم أن الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة هي التي تختار هذا النوع من نظم سعر الصرف. وهذه مشكلة مرتبطة ارتباطا وثيقا بالمصدر الأساسي للتضخم، وهو: العجز المالي. ويعتبر التضخم مشكلة نقدية ناشئة عن الارتفاع الشديد في معدلات نمو المعروض النقدي، والناتج عن الحاجة إلى تمويل العجز المالي. وفي ظل هذا السيناريو، تقوم الدول التي تحتاج إلى تمويل العجز المالي باستخدام رسم سك العملة (Seigniorage) وهي الدول ذات معدلات التضخم التوازنية الأعلى) باختيار نظام سعر صرف متوافق مع هذا الهدف، أي نظام مرن لسعر الصرف.

وعلى الرغم من أهمية اعتبارات المصدقية في بعض الأحوال، إلا أن هذه الاعتبارات لم تعد تحظى بنفس الدرجة من الأهمية بالنسبة لكثير من الأسواق الناشئة، وخاصة في أمريكا اللاتينية. ويلاحظ أنه في الدول النامية جاء التحول إلى التعويم متزامنا مع الانخفاض الحاد في متوسط معدلات التضخم.<sup>٦</sup> ويوضح جدول (٤) أن هذا الوضع حدث في إفريقيا والشرق الأوسط وجنوب أوروبا ونصف الكرة الغربي. كما ينطبق على آسيا، باستثناء الاضطراب قصير الأجل والمعتدل الذي حدث في ١٩٩٨ كنتيجة للأزمة الآسيوية. ويظهر الانخفاض الحاد في معدلات التضخم في أمريكا اللاتينية ودول الكاريبي حيث بلغ متوسط معدلات التضخم ٥٠٠٪ سنويا في بداية العقد تقريبا ثم انخفض إلى أقل من ٨٪ بحلول ١٩٩٨.

<sup>٦</sup> انظر (Leiderman and Bufman (1996).

ومع بداية التسعينيات، كان لعدة اقتصادات صغرى ومفتوحة تجارب ناجحة مع نظم أسعار الصرف المرنة، والمقرونة غالباً باستهداف معدل للتضخم. وكانت أستراليا ونيوزيلندا والسويد وإسرائيل وكولومبيا وشيلي من بين هذه الدول والتي تعايشت فيها معدلات التضخم المنخفضة أو المعتدلة مع درجات متزايدة من المرونة. ومن مراجعة تجارب تلك الدول وبعض الدول الأخرى في مجال ترتيبات سعر الصرف الأكثر مرونة في بداية ومنتصف التسعينيات، خلص (Leiderman and Bufman (1996 إلى الآتي: "رغم المخاوف من أن تؤدي المرونة وتزايد استقلالية السياسة النقدية إلى ارتفاع معدلات التضخم بشكل يتعذر السيطرة عليه، إلا أنه كان هناك انخفاض كبير في معدل التضخم في معظم الدول".

جدول رقم (٤): معدلات التضخم في الدول النامية

الكرة الغربي	الشرق الأوسط وأوروبا	آسيا	إفريقيا	نصف الكرة الغربي
٤٠٨,٥	١٠,٧	١٣,٦	١٨,٠	١٩٨٥
٥١,٧	١٥,٤	٣٠,٩	١٧,٠	١٩٨٦
٥٦,٧	٤٤,٥	٢١,٥	٢٠,٩	١٩٨٧
٥٠١,٧	٢٢,٠	٢٨,٢	١٨,٠	١٩٨٨
٣٩٧,٦	١٥,٦	١٢,٧	١٩,٥	١٩٨٩
٤٩٥,٣	١٦,٦	١٣,٥	١٦,٥	١٩٩٠
٢٩٨,٤	١٥,٥	١٣,٩	١٨,١	١٩٩١
٣٥,٥	١٧,٣	١٠,٠	٢٠,٠	١٩٩٢
٨١,٣	١٢,٨	٩,٠	١٧,٩	١٩٩٣
٨٧,٩	١٣,٦	٨,٩	٢٦,٥	١٩٩٤
٢١,٧	١٣,٤	٩,٩	٢٩,٥	١٩٩٥
١٢,٨	١٠,٢	٧,٥	١٥,٨	١٩٩٦

٩,١	٩,٥	٦,٦	١٠,٥	١٩٩٧
٧,٨	٨,٩	١٢,٩	٨,٦	١٩٩٨

المصدر: صندوق النقد الدولي.

وتعتبر التجارب الأحدث كما في المكسيك وشيلي مشجعة أيضا. فمنذ أزمة ١٩٩٤، قامت المكسيك بتطبيق سياسة تعتمد على القاعدة النقدية، بالإضافة إلى ما أطلق عليه "التعويم القذر" Dirty Float. كما يصدق هذا القول على شيلي، حيث تم توسيع هامش سعر الصرف بشكل كبير وبعدها ألغى تماما. وفي كلتا الدولتين، يتمتع البنك المركزي بالاستقلال قانونا. وتوضح عدة دراسات قياسية أن كلا من شيلي والمكسيك اتبعتا سياسة انكماشية كرد فعل للتضخم المتوقع، مما أدى إلى اتجاه التضخم منذ منتصف التسعينيات إلى الانخفاض.<sup>٧</sup>

ويعتبر رد الفعل في هاتين الدولتين على الأزمة الآسيوية والروسية ذا مغزى، حيث إن الدولتين عانتا خلال ١٩٩٨ من صدمات كبيرة في معدل التبادل التجاري وتعرضت عملتيهما إلى ضغوط كثيرة. فقد سمحت المكسيك بانخفاض قيمة البيسو مما أدى أيضا إلى بعض الانخفاض الحقيقي. أما البنك المركزي في شيلي فقد قاوم محاولات تخفيض قيمة العملة في البداية بواسطة سياسة نقدية انكماشية. وفي سبتمبر عام ١٩٩٩، ألغى هامش سعر الصرف وتم السماح بتعويم العملة. وفي كلتا الدولتين لم يخرج معدل التضخم عن نطاق السيطرة، بل استمر في الانخفاض بالنسبة لشيلي، بينما ارتفع بشكل مؤقت ثم بعدها عاد للانخفاض ثانية في المكسيك.<sup>٨</sup>

ولا تعتبر كل من المكسيك وشيلي أمثلة استثنائية، وذلك لاقترابيهما من تطبيق نظام مرن لسعر الصرف على غرار الدول الأكثر تقدما، والتي تتمتع باقتصادات مفتوحة. ويعرض جدول (٥) ملخصا لبعض الحقائق الخاصة بثلاث مجموعات من الدول، تتضمن الأولى (ج ١) مجالس الإشراف على العملة كما في الأرجنتين وهونج كونج؛ وتشمل الثانية (ج ٢) ثلاث دول متقدمة صغيرة تطبق نظاما مرنا لسعر الصرف وهي أستراليا ونيوزيلندا وسنغافورة؛ وتشمل الثالثة (ج ٣) شيلي والمكسيك.

ويجب ملاحظة الميزة التي تتمتع بها دول مجالس الإشراف على العملة من حيث معدل التضخم مقارنة بشيلي والمكسيك، وذلك باستثناء كل من أستراليا ونيوزيلندا وسنغافورة. فالبنوك المركزية في دول المجموعة

<sup>٧</sup> بالنسبة لشيلي، انظر (Landerretche, Morande and Schmidt-Hebbel (1998)؛ وعن المكسيك، راجع Aguilar and Juan (1997) و (Edwards and Savastano (1998)؛ و (Ramon (1997).  
<sup>٨</sup> إذا لم يكن الانخفاض الحقيقي أكبر، فهذا نتيجة الانكماش الخارجي وليس التضخم المحلي.

الثانية (ج ٢) تتمتع بالاستقلال السياسي ومعايير مهنية مرتفعة، بالإضافة إلى سياسة نقدية تستهدف استقرار الأسعار المحلية. وخلال السنوات الأخيرة عانت هذه الدول من انخفاض كبير في الأسعار العالمية للصادرات، إلا أن تخفيض قيمة عملاتها ساعد على امتصاص الصدمة التي أصابت الناتج المحلي من خلال تحفيز الإنتاج في القطاع القابل للتجارة. وظل معدل التضخم معتدلاً حتى مع تخفيض قيمة عملات هذه الدول. ولعل الأهم من ذلك أن جميع هذه الدول تفادت حالات الذعر أو التضخم على السحب من البنوك، ذلك لأن التخفيض حدث تدريجياً وبلا مفاجآت.<sup>٩</sup>

---

<sup>٩</sup> وهو الجدل الذي طرحه Larrain (1990a) بالنسبة لأستراليا ونيوزيلندا.

جدول (٥): أنظمة التثبيت التام والأنظمة المرنة، بعض الحقائق الخاصة بعدد من الدول المختارة

معدل التبادل التجاري (%)					معدل التضخم (%)						النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)						الدولة
١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	
<b>دول مجالس الإشراف على العملة (ج ١)</b>																	
٠,٧	٥,٣-	٢,٢	١,٩	٥,٧-	١,١-	١,٨-	٠,٧	٠,٣	٠,١	١,٦	١,٨	٣,٠-	٣,٩	٨,١	٥,٥	٢,٨-	الأرجنتين
٠,٨	١,٢	٠,٧	١,٠	١,٦-	٣,٤-	٤,٠-	١,٦-	٥,٢	٦,٦	٧,٠	٨,٥	٢,٩	٥,١-	٥,٠	٤,٥	٣,٩	هونج كونج
<b>دول الأنظمة المرنة</b>																	
<b>الدول المتقدمة (ج ٢)</b>																	
٥,٣	٣,٤	١,٩-	١,٣-	٣,٥-	٤,٥	١,٥	٠,٩	٠,٣	٢,٦	٤,٦	٤,٨	٤,٤	٤,٨	٤,١	٤,٤	٣,٨	استراليا
٢,٣-	٠,٥-	١,٠-	١,٥-	٠,٣-	٢,٣	٠,١-	١,٣	١,٢	٢,٣	٣,٧	٥,٠	٣,٤	٠,٨-	٣,١	٢,٥	٢,٩	نيوزيلندا
٠,٣	٠,٠	٠,٠	٠,٢-	١,٧	١,٢	١,٤	١,٥-	٢,٠	٢,٠	٠,٩	٦,١	٥,٤	٠,٣	٨,٩	٧,٦	٨,١	سنغافورة
<b>الدول الناشئة (ج ٣)</b>																	
٤,٥	١٣,٦	٣,٨	١٦,٦	١٤,٨	٤,٠	٢,٣	٤,٧	٦,٠	٦,٦	٨,٢	٧,٠	١,١-	٣,٤	٧,٤	٧,٤	١٠,٦	شيلي
٤,٠	٢,٥-	٠,٨-	٢,٨	٢,٨-	٩,٥	١٢,٣	١٨,٦	١٥,٧	٢٧,٧	٥٢,٠	٦,٥	٣,٧	٤,٨	٦,٧	٥,٢	٦,٢-	المكسيك

أ- بالنسبة لتوقعات عام ٢٠٠٢: JP Morgan "Global Data Watch" (٢٣ يونيو، ٢٠٠٠).  
المصدر: الإحصاءات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٠)؛ JP Morgan (أعداد متفرقة)؛ ومصادر قومية.

ورغم أهمية ما تقدم، إلا أن الدليل عليه مازال محدودا. فمن ناحية، مازال هناك عدد قليل نسبيا من الدول النامية تطبق نظام "التعويم الفدر"، ومعظمها لديها سجل تاريخي محدود في هذا الصدد. كما أن هذا السجل مازال مشوبا بالتطبيق المفاجئ للتعويم والذي يأتي غالبا استجابة لأزمة اقتصادية. وبما أن عددا من الدول (مثل البرازيل وكوريا وروسيا) والتي يطلق عليها أسواقا ناشئة، اتجهت إلى التعويم استجابة للأزمات الأخيرة، فمن المتوقع أن تتوافر أدلة كثيرة في المستقبل القريب. وعلى الباحثين أن يكونوا على أهبة الاستعداد للمتابعة والبحث. ولكن، يبدو حتى الآن أن أسعار الصرف الثابتة لم تعد شرطا ضروريا للسيطرة على معدل التضخم، فهناك عوامل غير نظام سعر الصرف لها بعض الفضل في هذا الصدد، مثل البنوك المركزية المستقلة، والموجودة حاليا في معظم دول أمريكا اللاتينية.

## ٥- الصدمات، والوقاية وأسعار الصرف المرنة

أي دارس للاقتصاد الدولي يعرف الجدل الكلاسيكي لميلتون فريدمان (1953) Milton Friedman والمؤيد للمرونة في سعر الصرف: إذا كانت الأسعار تتحرك ببطء، فإنه من الأسرع والأقل تكلفة أن يتم تحريك سعر الصرف الاسمي استجابة لصدمة تستلزم تعديلا في سعر الصرف الحقيقي. والبديل عن ذلك هو الانتظار حتى يؤدي فائض الطلب في سوق السلع والعمل إلى دفع الأسعار الاسمية للسلع إلى الانخفاض، وهو أسلوب من الواضح أنه مؤلم وطويل للغاية. وتوضيحا لهذا الوضع، يستخدم فريدمان القياس التالي: إن التحول كل عام إلى التوقيت الصيفي أسهل بكثير من التنسيق بين أعداد كبيرة من الناس لتغيير مواعيدهم وارتباطاتهم بمقدار ساعة.

وتزداد قوة الجدل المؤيد لنظام سعر الصرف المرن إذا كانت الدولة تعاني عادة من صدمات خارجية حقيقية وكبيرة. ويرى (1963) Mundell أنه إذا كانت صدمات أسواق السلع أكثر من تلك التي تصيب سوق النقد، فإنه من الأفضل تطبيق نظام مرن لسعر الصرف. ومن المرجح أن التغيير في سعر الصرف الأجنبي الحقيقي سيؤثر بشكل خاص على مصدري المنتجات الأولية و/أو الدول المثقلة بالديون الخارجية، وهو ما ينطبق على العديد من دول السوق الناشئة. وفي الواقع، فإن التسعينيات تسببت حتى الآن في تذبذب معدل التبادل التجاري وأسعار الفائدة العالمية بالنسبة لهذه الدول. كما يلاحظ أن هناك تفضيلا لأنظمة الصرف المرنة في الدول التي تعتمد بشكل كبير على الموارد الطبيعية وأيضا في دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية مثل أستراليا وكندا ونيوزيلندا وبعض الدول الإسكندنافية.

وقد تعرضت مؤخرا الآراء القديمة والمؤيدة لنظام سعر الصرف المرن في الدول النامية إلى هجوم من قبل عدة جهات. فهناك من يرى أن التخفيضات في قيمة العملة، مثلها مثل الزيادات في المعروض النقدي، تكون مؤثرة فقط عندما تحدث فجأة. وبالطبع، فإنه من الصعب على الحكومة مفاجئة الجميع طوال الوقت،

حيث إن تكرار التخفيض يتسبب فقط في التضخم، ويصبح بلا آثار حقيقية. وهذا الرأي صحيح ولكنه في غير محله. حيث إن نظرية نظام الصرف المرن لفريدمان لا تؤيد محاولة استخدام سعر الصرف الاسمي لإبعاد النشاط الحقيقي عن مستواه التوازني الطبيعي. بل على النقيض من ذلك، فهي تؤيد السماح لسعر الصرف الاسمي بالتحرك كي تتواءم الأسعار النسبية مع المستوى التوازني الجديد، وذلك بعد أن صارت الأسعار النسبية القديمة غير مناسبة على أثر الصدمة.

أما الاعتراض الآخر والذي يعتبر ليس فقط مناسباً بل أكثر أهمية أيضاً فكان لـ Hausmann et al. (1999)، ومفاده أن النظرية الكلاسيكية ربما تكون صحيحة نظرياً ولكنها خاطئة عملياً بالنسبة للدول النامية. وإحدى المشاكل، من وجهة نظرهم، تكمن في انتشار استخدام تأثير الأجور. ونظراً لأنه من غير المحتمل أن يؤدي تخفيض القيمة الاسمي إلى تخفيض حقيقي، فإن البنوك المركزية تعزف عن استخدام ذلك الأسلوب لأغراض مقاومة الدورات الاقتصادية. أما العائق الآخر فيكمن في مشكلة البيسو التقليدية: ففي الدول التي ينزع فيها الشعب إلى الشك نتيجة عقود من سوء إدارة نظام سعر الصرف، يمكن التنبؤ بالتحركات في سعر الصرف الاسمي من خلال التغيرات في أسعار الفائدة الاسمية، ومن ثم لا تنخفض الأسعار الحقيقية (بل وربما قد ترتفع) استجابة للصددمات السلبية. وبعد اختبار Hausmann et al لتلك المزاعم في ضوء بيانات من أمريكا اللاتينية، خلصوا إلى صحتها وإن كانت بصورة مشروطة وإلى النتيجة الهامة الآتية: إن مرونة سعر الصرف لا توفر الكثير من الحماية أو الاستقلال في السياسة النقدية، وينقصها مصداقية نظام سعر الصرف الثابت.

وتأكيداً على هذه النقطة، قام كل من Calvo and Reinhart (2000a, 2000b) و Hausmann, و Panizza and Stein (2000) بحصر الدول المطبقة لأنظمة صرف تبدو عائمة والتي ترفض السماح بتعويم سعر الصرف، وهي ظاهرة أطلق عليها "التخوف من التعويم". وخلصوا إلى أن تذبذب معدل الفائدة ليس أقل في الدول المطبقة لأسعار صرف مرنة، وهو رأي يتسق مع النظرية التقليدية. ورغم شدة الموجة الأخيرة من الشك في الخصائص الوقائية لأسعار الصرف المرنة بالنسبة للدول النامية، إلا أن هناك أسباباً نظرية وعملية تستدعي بدورها معاملة المرتابين ببعض من الشك.

### **تأثير الأجور، تأثير سعر الصرف على الأسعار *Pass-through*، وفاعلية التخفيض الاسمي**

لنبدأ بقضيتي تأثير الأجور، وتأثير سعر الصرف على الأسعار. أما بالنسبة للأولى، فهي لا تتسم مطلقاً بالكمال أو الفورية أو الطابع الرسمي. فمع حدوث تعديلات اسمية سواء أكانت جزئية أو متأخرة، فيمكن لتخفيض قيمة العملة أن يتسبب في بعض الآثار وإن كانت مؤقتة. ويذكر أنه يمكن التخلي عن التأشير غير الرسمي للأجور مع تغير الظروف؛ وحتى العقود الرسمية فيمكن إلغاؤها أو تعديلها. وبالطبع يتوقف هذا بشكل

كبير على حالة الطلب الكلي وضيق أسواق العمل. فإذا قامت الدولة بتخفيض قيمة العملة في ظل اقتصاد يعاني من الركود أو عند القيام بتقييد السياسة النقدية والمالية بالإضافة إلى إلغاء التثبيت، فمن المرجح أن يستتبع ذلك آثارا حقيقية.

وفي ضوء ما سبق، يعد أخذ الأوضاع الأولية في الاعتبار أمرا ضروريا. أما رأي فريدمان المؤيد للمرونة فبال تأكيد لا يدافع عن محاولة استخدام سعر الصرف الاسمي في إبعاد النشاط الحقيقي عن مستواه التوازني الطبيعي. بل على النقيض من ذلك، فهو يؤيد السماح لسعر الصرف الاسمي بالحركة كي تتواءم الأسعار النسبية مع المستوى التوازني الجديد بعدما أصبحت الأسعار النسبية القديمة غير مناسبة من جراء الصدمة. وبالتالي، فإن التخفيض الاسمي في ظل وضع يتسم بداية بالمغالاة في قيمة العملة (بصرف النظر عن كيفية تعريفها)، سوف يتبعه عواقب حقيقية مختلفة عما كان سيحدث عند البدء من مجموعة من الأسعار النسبية التوازنية.

أما بالنسبة للمصادقية، فربما تكون ضرورة بالنسبة للآثار الحقيقية للتخفيض الاسمي. وطبقا لرأي Calvo and Reinhart (2000b)، فإن التخفيض الناتج عن ارتفاع مؤقت في المعروض النقدي (لفترة زمنية واحدة مثلا)، وفي ظل أسعار جامدة مؤقتا، سوف يتسبب في تخفيض حقيقي ومن ثم آثار توسعية. أما التخفيض الاسمي الناتج عن زيادة دائمة في المعروض النقدي، فيرفع أيضا أسعار الفائدة الاسمية وربما الحقيقية، ومن ثم قد يكون له آثار انكماشية. فالكثير إذن يتوقف على سمعة وتاريخ البنك المركزي في إدارته للتخفيض. أما التخفيضات الحالية الناشئة عن سياسة نقدية غير رشيدة أو انتهازية، فستصبح أمرا يتوقعه المتعاملون في السوق وبالتالي لن يكون لها أية آثار حقيقية؛ أما التخفيض من وقت لآخر استجابة للصدمات المفاجئة، سيتسبب حتما في آثار حقيقية.

أما الأدلة العملية بالنسبة للدول النامية فهي أبعد ما تكون عن الإشارة إلى أن معظم التخفيضات التضخمية بشكل كامل، وأن ليس لها آثار حقيقية تذكر. وبدراسة عينة كبيرة من التخفيضات التي تمت في الاقتصادات ذات معدلات التضخم المنخفضة نوعا ما، أثبت Kiguel and Ghei (1993) أنه عند وجود سياسات طلب ملائمة، يؤدي تخفيض قدره ٥٠٪ في القيمة إلى تخفيض سعر الصرف الحقيقي بمعدل ٣٠٪ دون أن ينتج عنه ارتفاع دائم في معدل التضخم.<sup>١٠</sup>

---

<sup>١٠</sup> انظر (1993) Edwards.

وهناك طريقة أخرى مناسبة للتعامل مع نفس الموضوع ألا وهي التركيز على درجة تأثير أسعار الصرف على الأسعار. فإذا انعكس كل تحرك في سعر الصرف الاسمي في شكل ارتفاع فوري في الأسعار المحلية، إذن فالحماية التي توفرها أسعار الصرف المرنة تساوي صفر أو قريبة من الصفر. وهناك أدلة نظرية وعملية على أن هيكل السوق، ودرجة المنافسة في أسواق السلع، وحجم الاقتصاد ودرجة انفتاحه تشكل أهمية كبرى في تحديد درجة هذا التأثير. ولا يقل أهمية ضرورة تحديد ما إذا كانت تغيرات سعر الصرف دائمة أو مؤقتة، وهذا بدوره يعتمد بدرجة كبيرة على أداء متوسط معدل التضخم والسياسة النقدية. ولقد تحقق (Leiderman and Bufman (1996 من هذا الموضوع عمليا في عدد من الدول (متقدمة ونامية)، وتوصلا إلى الآتي:

يظهر نمط مختلف في دول أمريكا اللاتينية وإسرائيل، حيث الصلة بين أسعار الصرف الحقيقية والاسمية أضعف بشكل كبير، مما يعني تأثيرا أقوى لسعر الصرف على الأسعار مقارنة بالدول المذكورة سابقا. ويبدو أن هذه الحقائق تتسق مع فكرة أنه في حالة ثبات المتغيرات الأخرى ذات الصلة، فمن المحتمل أن يزيد تأثير سعر الصرف على الأسعار في دولة ذات معدل تضخم مرتفع ...

قام (Goldfajn and Werlang (2000 مؤخرا بالبحث في محددات تأثير سعر الصرف على الأسعار في ٧١ دولة خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٨؛ وخلصا إلى أن المحددات الرئيسية لمدى التأثير التضخمي لانخفاض قيمة العملة (أو ارتفاعها) تتمثل في: الجزء من الناتج المتوقع على الدورة الاقتصادية Cyclical Component؛ درجة المغالاة الأولية في قيمة سعر الصرف الحقيقي؛ معدل التضخم الأولي؛ ودرجة انفتاح الاقتصاد؛ وجميعها تؤكد ما طرحناه سابقا. وتتوصل الورقة أيضا إلى أن الانحرافات في سعر الصرف الحقيقي تعد أهم محدد للتضخم في الأسواق الناشئة، في حين أن معدل التضخم الأولي هو أهم متغير بالنسبة للدول المتقدمة. وباختصار، فإن انخفاض قيمة العملة في ظل موقف يتسم بالمغالاة في سعر الصرف وانخفاض متوسط معدل التضخم (ومن ثم ارتفاع مصداقية البنك المركزي)، قد يؤدي إلى تأثير محدود لسعر الصرف على الأسعار وبالتالي إلى الآثار الحقيقية المنشودة.

وتشير الخبرات الحديثة إلى أن التأثير التضخمي لسعر الصرف قد يتفاوت بشكل كبير من اقتصاد لآخر. فبالنسبة للمكسيك، أدى تخفيض قيمة العملة في ١٩٩٤ إلى انفجار في معدلات التضخم، كما هو موضح في شكل (٢) من الملحق، الأمر الذي تغير تدريجيا من خلال السياسات النقدية الانكماشية. ولكن معدل التضخم لم يرتفع عندما قام عدد من الأسواق الناشئة حديثا بتخفيض قيمة العملة في ظل ظروف متأزمة: كما حدث في كوريا والبرازيل مثلا.

فعندما قامت البرازيل أخيراً بتعويم الريال البرازيلي في يناير ١٩٩٩، كانت هناك تنبؤات شديدة السلبية بشأن معدلات التضخم. لقد كانت نسبة التخفيض مرتفعة: ففي بداية العام، كان سعر الصرف ١,٢٠ ريال مقابل الدولار، بعدها وصل في المتوسط ١,٥٢ في شهر يناير ثم ١,٩١ في فبراير؛ وبلغ ذروته في نفس الشهر عند ٢,٢٥ ريال مقابل الدولار. ومن هنا نجد أنه منذ بداية العام حتى الذروة، شهد الريال انخفاضا في القيمة يقدر بـ ٨٧,٥٪. ولقد أدى هذا الانخفاض، بالإضافة إلى تاريخ الدولة الطويل والمميز فيما يتعلق بالتضخم، إلى انتشار الإحساس بالتشاؤم المفرط، كما يناقش Goldfajn and Olivares (2000a) ببعض من التفصيل. وطبقا لـ Fraga (1999)، تراوحت توقعات معدل التضخم بين ٣٠٪ و ٨٠٪ بالنسبة لعام ١٩٩٩ ككل.

ولكن معدل التضخم المتوقع لم يتحقق على الإطلاق؛ وارتفع الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بنسبة ٩٪ فقط، بينما كان الرقم المتوقع بالنسبة لعام ٢٠٠٠ هو ٦٪. لماذا كان تأثير سعر الصرف على الأسعار منخفضا لهذا الحد في البرازيل؟ يعزو Goldfajn and Werlang (2000) ذلك إلى عدة عوامل: أولاً، كبر دولة البرازيل وعدم انفتاحها بشكل كبير؛ ثانياً، كان سعر الصرف في البداية مغالى فيه بصورة كبيرة، ومعدل نمو الناتج منخفضا كما يتبين من الشكل رقم (٣). وربما الأهم من ذلك أن السلطات البرازيلية ربما تمكنت من إقناع الأسواق بأنها جادة هذه المرة بشأن التضخم. وحسب رأي كل من Fraga (1999) و Goldfajn and Olivares (2000b)، فإن الفضل في ذلك يرجع إلى تبني نظام سعر صرف يستهدف معدلا للتضخم - رغم التردد في اتخاذ هذا الإجراء لعدة شهور - بالإضافة إلى العمل على دعم الموارد المالية العامة التي سبق وأن عانت من ضعف مستعص في البرازيل.

### **تذبذب أسعار الفائدة والاستقلال النقدي**

تكمن إحدى المخاوف من التعويم في أن الدول التي تسلك هذا الاتجاه وتميل إلى التدخل بتحريك أسعار الفائدة المحلية للحيلولة دون تحرك سعر الصرف بشكل حاد استجابة للصدمات، لا تتمتع بالاستقلال النقدي الذي من المفترض أن يتوفر لديها. وتحليل Calvo and Reinhart (2000a) لكل من أداء أسعار الصرف والاحتياطات والمتغيرات النقدية الكلية، وأسعار الفائدة، وأسعار السلع في ١٥٤ نظاما لسعر الصرف، يخلصان إلى أنه في الدول ذات أسعار الصرف العائمة يقل معدل التذبذب في أسعار الصرف الاسمية بينما يزيد هذا المعدل بالنسبة لأسعار الفائدة الاسمية.

وقام Frankel, Schmukler and Serven (2000) بتحليل ما تقدم بشكل أكثر تفصيلا استنادا إلى قاعدة بيانات تشمل كلا من الدول الصناعية والنامية من عام ١٩٧٠ إلى نهاية ١٩٩٠. كما تشتمل الورقة على تقديرات لمعادلة بسيطة ومختصرة يكون فيها سعر الفائدة المحلية متغيرا تابعا بالإضافة إلى القائمة التالية من المتغيرات المفسرة: سعر الفائدة الدولي (سعر الفائدة الأمريكي)؛ مجموعة من المتغيرات الصورية (للتحكم في فترات كل من الأزمات، التحول، والتضخم المفرط)؛ والفرق بين معدلات التضخم المحلية والأجنبية؛ وأخيرا، عامل مميز للدولة. ويقوم الباحثون بحساب هذه المعادلة بشكل منفصل لكل نظام من أنظمة سعر الصرف الثلاثة محل الدراسة (الثابتة والمتوسطة والمرنة، طبقا لتصنيف صندوق النقد الدولي)، مع التركيز على معامل سعر الفائدة الأجنبي (كمقياس للحساسية) ومتوسط العوامل المميزة للدولة (متوسط مستوى أسعار الفائدة المحلية بعد أخذ العوامل الأخرى في الاعتبار). وجاءت النتيجة مناقضة لرأي Calvo and Reinhart (2000)، والذي مفاده أن أسعار الفائدة المحلية أكثر استجابة للأسعار الدولية في ظل أنظمة الصرف الثابتة مقارنة بالأنظمة المرنة. ومثل Calvo and Reinhart (2000)؛ وHausmann, Panizza and Stein (2000)، فإن الدراسة تتوصل إلى أن الأسعار الاسمية تقل في المتوسط بالنسبة للدول ذات أسعار الصرف الثابتة. وتتضح هذه النتائج بعد أخذ أثر العناصر الأخرى في الاعتبار.

وعند تقسيم العينة وفقا لمجموعات الدخل (الدول النامية والصناعية)، يتضح أن استجابة أسعار الفائدة المحلية إلى تلك الأجنبية تبدو أعلى في الدول الصناعية مقارنة بالدول النامية، وهو ما يعتبر مؤشرا على أن الدول النامية مندمجة ماليا بدرجة أقل في الأسواق العالمية. وتأسيسا على هذه الفكرة، يتوسع Goldfajn and Olivares (2000b) في عمل Frankel, Schmukler and Serven (2000)، بإضافة متغير صوري للتحكم في رأس المال بصورة صريحة إلى تحاليل الانحدار ويستنتجان أن ذلك يقلل من استجابة أسعار الفائدة المحلية للمعدلات العالمية.

كما يقوم Borensztein and Zettelmeyer (2000) بدراسة درجة الاستقلال النقدي في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة، وذلك باستخدام نماذج متجه الانحدار الذاتي "VAR Models" لمعرفة تأثير التغيرات في السياسة النقدية الأمريكية (التغيرات في سعر أذون الخزانة الأمريكية لثلاث شهور والصدمات النقدية الأمريكية المتعمدة) على أسعار الفائدة المحلية. وفي هذه التقديرات، تقل استجابة أسعار الفائدة المحلية لصدمات أسعار الفائدة الأمريكية في الدول ذات أنظمة الصرف العائمة مقارنة بالدول التي تتبع الأنظمة الثابتة.

وخلاصة الأمر، فإن الأدلة العملية متفاوتة، لكنها لا تشير إلى خطأ النظرية التقليدية: حيث يوضح عدد من التقديرات أن التعويم قد يقلل من الحاجة إلى تعديل الأسعار المحلية استجابة للصدمات الخارجية، ولو على حساب رفع متوسط أسعار الفائدة المحلية.

## هل يتسبب تخفيض قيمة العملة في آثار انكماشية؟

أثارت الموجة الجديدة من ناقدى أسعار الصرف العائمة جدلاً قديماً فحواه أنه في ظل ظروف معينة، قد تؤدي التخفيضات في قيمة العملة إلى آثار انكماشية في الدول النامية؛ وهو رأي سبق أن طرحه مفكرون متميزون من أمثال (Diaz-Alejandro (1964) ؛ و (Krugman and Taylor (1978). وبنظرة عابرة على الأزمات الحديثة يلاحظ أن التخفيض المفاجئ قد يتسبب في آثار انكماشية. فالدول التي قامت بتحرير أسعار الصرف مبكراً (مثل إندونيسيا) تحملت تخفيضات حقيقية كبرى في قيمة العملة. ويبدو أن تلك الدول قد عانت من مشاكل كثيرة، على الأقل في البداية، مقارنة بالدول التي تمسكت بسعر الصرف الثابت. واعتُبر الارتفاع المفرط في سعر الصرف مسؤولاً عن صعوبات خدمة الديون وحالات إفلاس البنوك والشركات فضلاً عن تدني الناتج.

ويحاول (Calvo and Reinhart (2000b إثبات هذا الدليل بتحليل أثر التخفيض خلال أزمات العملات على كل من الدول الناشئة والمتقدمة. وتؤكد هذه الدراسة أنه على المدى القصير تتسم الأدلة على الآثار التوسعية بالضعف حتى في الدول المتقدمة، أما بالنسبة للدول النامية فيحدث انخفاض أكبر في معدلات النمو.

لكن التركيز على فترات الأزمات بالطبع لا يفصح بالكثير عن الخواص الأشمل لأسعار الصرف العائمة. فمن المتوقع حدوث سلبيات عديدة أثناء الأزمات، وقد يصعب السيطرة على بعضها مثل التوقعات المتشائمة. كما أن الخسائر في الناتج التي تنجم عن الأزمات لا تعد أمراً مفاجئاً، وذلك بصرف النظر عن نظام سعر الصرف المتبع. وقد يؤدي التحرير المفاجئ لأسعار الصرف بعد فترة من التثبيت- تعهدت خلالها الحكومة بعدم تخفيض العملة مطلقاً، مما ترتب عليه انخداع الشركات المحلية باتخاذها ديون كثيرة مقومة بالدولار- إلى عواقب تختلف كثيراً عن تلك الناتجة عن تخفيض قيمة العملة والذي هو سمة معروفة جيداً من سمات أنظمة سعر الصرف العائمة.<sup>١١</sup>

أما فترة ما بعد الأزمات بالنسبة لتجارب العديد من الدول الناشئة فلا تشير إلى أن التعويم قد يكون مكلفاً من منظور النمو. وبالنظر مرة أخرى إلى جدول (٥)، يُلاحظ أن دول المجموعة الأولى (ج ١): اقتصادات التثبيت التام) قد مرت بفترات من الكساد الحاد، في حين أن دول المجموعة الثالثة (ج ٣) شهدت فترات من التباطؤ الاقتصادي البسيط في معدلات النمو السنوية (المكسيك) أو فترات من الكساد الخفيف (شيلي). كما

<sup>١١</sup> سأتناول العلاقة بين تغيرات سعر الصرف والأزمات المالية في القسم التالي.

ينطبق هذا على حالة أستراليا وبدرجة أقل على نيوزيلندا والتي شهدت انخفاضا محدودا في معدلات النمو في ١٩٩٨. وتزداد حدة المقارنة في حالة التحكم في التغيرات في معدل التبادل التجاري. وتعتبر شيلي أكثر الدول السبع (المذكورة في الجدول ٥) تأثرا من الناحية الاقتصادية، وذلك لحدوث انهيار بلغ نحو ١٤٪ في معدل تبادلها التجاري عام ١٩٩٨، وتلاها في ذلك، ولكن عن بعد، كل من الأرجنتين والمكسيك وأستراليا ونيوزيلندا. وجدير بالذكر أن معدل التبادل التجاري لهونج كونج قد شهد تحسنا بالفعل عام ١٩٩٧ ثم في ١٩٩٨، مما يلقي بالقدر الأكبر من المسؤولية عن الكساد الحاد الذي أصاب هونج كونج عام ١٩٩٨ على آلية التكيف التي انتهجها مجلس الإشراف على العملة في هونج كونج.

وتعتبر المقارنة بين هونج كونج وسنغافورة ذات أهمية، نظرا لأن الدولتين تتشابهان بدرجة كبيرة من حيث الموقع والحجم ودخل الفرد والهيكل الاقتصادي. أما أحد الفروق الرئيسية بينهما فيتمثل في أن هونج كونج لديها مجلس للإشراف على العملة، بينما تطبق سنغافورة نظاما مرنا لسعر الصرف. ويوضح جدول (٥) أن أداء سنغافورة والتي سمحت لعملتها بالانخفاض فور بداية الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧، كان أفضل بصورة كبيرة. وفي الوقت الذي شهدت فيه هونج كونج انهيارا في الناتج المحلي الإجمالي بلغ ما يربو على ٥٪ في ١٩٩٨، تمكنت سنغافورة من تحقيق معدل نمو متواضع في نفس العام ثم استعاد اقتصادها قوته خلال ١٩٩٩-٢٠٠٠. أما الأسعار فقد ارتفعت بمعدلات أكبر في هونج كونج، ولكن ليس على حساب الزيادة في معدلات التضخم.

وأخيرا تقدم البرازيل مثالا مغايرا آخر. فعلى الرغم من أن التحول إلي أسعار الصرف العائمة حدث في غمرة الأزمة الاقتصادية، إلا أن عواقب هذا الإجراء بالنسبة للناتج كانت محدودة للغاية. فمعظم الكساد حدث قبل تخفيض قيمة العملة كنتيجة لاستخدام أسعار الفائدة المرتفعة لحماية التثبيت. وبعد التعويم بفترة وجيزة، عاودت البرازيل نموها بمعدلات معتدلة. وكما يتضح من الشكل (٣) في الملحق، فإن الاقتصاد حقق معدلات نمو بلغت ٤٪ سنويا خلال الربع الأخير من ١٩٩٩ والنصف الأول من عام ٢٠٠٠. وخلص Goldfajn and Olivares (2000) إلى الآتي: " ... يبدو أن تجارب كل من المكسيك والبرازيل لا تدعم الأدلة على أن تخفيض العملة له آثار انكماشية، على الأقل في المدى المتوسط والطويل".

## ٦- الضعف المالي وسياسة سعر الصرف

احتلت المواضيع المرتبطة بالضعف المالي محور اهتمام الاقتصاديين عند تصميم أنظمة سعر الصرف. وأوضحت أزمة المكسيك (١٩٩٤) والأزمة الآسيوية (١٩٩٧) أن التخلي عن ربط أسعار الصرف كان مصحوبا بضعف مالي. وبالمعنى الاصطلاحي، فإن الدراسات القياسية لكل من Graciela Kaminsky

(1998) and Carmen Reinhart أثبتت أن هناك ارتباطا حقيقيا بين الأزمات المصرفية وأزمات سعر الصرف.

ويعتبر التركيز الجاد على هذه العلاقة بمثابة مراجعة متعمقة لقواعد نظرية سعر الصرف، خاصة أن نظام سعر الصرف يتطلب نظرية تأخذ الهيكل المالي بعين الاعتبار؛ وذلك على عكس نموذج Mundell-Fleming وغيرهما والذي يركز فقط على إجمالي الطلب على النقود، وهو موضوع بدأت الأبحاث مؤخرا في تناول انعكاساته. هذا وقد لاقت الموضوعات التالية قدرا كبيرا من الاهتمام .

### **التزام على السحب من البنوك والاختيار بين نظام ثابت أو مرن**

يكن جوهر التثبيت التام في أنه يشكل قيودا شديدا على قدرة السلطات على توفير الائتمان المحلي؛ وهو ما قد يؤثر إيجابيا في وضع حد للتضخم، ولكنه في نفس الوقت قد ينعكس سلبيا على استقرار البنوك: ففي ظل وجود مجلس للإشراف على العملة أو قاعدة الذهب Gold Standard، لا يصبح هناك من يقوم بدور المقرض الأخير لمساندة المصارف المحلية. وفي عالم يتسم بضالة المعاملات المصرفية ونظام غير كامل للتأمين على الودائع، يعتبر النظام الثابت بمثابة دعوة للتزام على السحب من البنوك. وببساطة، نستنتج مما سبق أن الاقتصاديين، على الأقل منذ Bagehot، أدركوا أن الأنظمة التي تقيد أيدي البنك المركزي وتمنعه من طباعة النقود، تمنعه أيضا من التدخل لإنقاذ البنوك في أوقات الأزمات. وكما يوضح Chang and Velasco (2000a) في نموذج يتبع نفس نمط (1983) Diamond and Dybvig، فإن مجلس الإشراف على العملة يقلل من احتمالية حدوث أزمات في موازين المدفوعات وذلك في مقابل زيادة احتمالية حدوث الأزمات المصرفية. وقد يكون ثمن انخفاض معدلات التضخم هو أن يصير عدم الاستقرار المالي علة مستوطنة. والبدل هو تأييد نظام ثابت لسعر الصرف لا يمتنع فيه البنك المركزي عن ممارسة دور المقرض الأخير؛ ولكن هذا التغيير قد لا يكون ذا فائدة. فالفارق الوحيد في نموذج (2000a) Chang and Velasco هو حدوث أزمات في موازين المدفوعات بدلا من الأزمات المصرفية. وعلى النقيض من ذلك، فإن أسعار الصرف المرنة قد تساعد على استعادة الاستقرار المالي: فعندما تكون ودائع البنوك مقومة بالعملة المحلية، يصبح البنك المركزي مستعدا لممارسة دور المقرض الأخير، ونظرا لمرونة أسعار الصرف فلن تتفاقم الأزمات ومن ثم يتحقق التوازن الاجتماعي الأمثل.

ومن المفترض أن الأزمات تتفاقم فقط عندما يصيب كل مودع من مودعي البنوك في توقعه بأن يتزام الآخرون على البنوك بحيث تنفذ احتياطاتها الدولية. ففي غمرة الأزمة، يقوم المودعون بسحب العملة المحلية من البنوك التجارية لشراء العملة الأجنبية من البنك المركزي، بينما يقوم الأخير في نفس الوقت بطباعة نقود محلية لمساعدة البنوك التجارية. ومع ثبات أسعار الصرف، يتسبب هذا السيناريو في نفاد الدولار أو الين لدى

البنك المركزي، وهو ما قد يؤدي بدوره إلى الذعر. وعلى النقيض من ذلك، ففي ظل أسعار الصرف المرنة لا يضطر البنك المركزي إلى بيع جميع الاحتياطيات المتوفرة لديه لتفادي المضاربة. أما المتزاحمون على البنوك، فيتم عقابهم بتخفيض قيمة العملة في الوقت الذي يدرك فيه غير المتزاحمين أن الدولار سيكون متوفرا في وقت لاحق. وبالتالي، لا تحدث مضاربة ولا تنخفض قيمة العملة عند المستوى التوازني.

إن الدور المفيد الذي تلعبه الأسعار المرنة في معالجة المشاكل المصرفية لا يقتصر على حالات التزاحم على السحب من البنوك. فقد أوضح Allen and Gale (1999) أنه حتى لو تسببت الصدمات التي تصيب المؤشرات الأساسية للاقتصاد في التزاحم على السحب من البنوك، فإن المرونة قد تحول دون التصفية المكلفة للاستثمارات طويلة الأجل. وطبقا لنموذج Diamond-Dybvig، فإن الصدمات السلبية التي تؤثر على العائد الأجل للاستثمار طويل الأجل قد تضطر جميع المودعين إلى مطالبة البنوك بمستحققاتهم قصيرة الأجل، وهو ما قد يؤدي إلى نقص حاد في السيولة والتصفية الفعلية للاستثمارات طويلة الأجل. وذلك في الوقت الذي يسرع فيه البنك للحصول على موارد للوفاء بالمسحوبات. وإذا كانت الودائع البنكية مقومة بالعملة المحلية وكان نظام سعر الصرف معوما، فإن إمكانية حدوث تخفيض في قيمة العملة قد تحول دون "الهرولة إلى السحب" لاعتبارات مشابهة للعوامل المؤدية إلى التزاحم على السحب من البنوك.

وهنا يجدر التنويه إلى عدة تحذيرات. أولا، إن الآلية التي وُصفت للتو يمكنها وقاية البنوك من تشاؤم المودعين المحليين (ذوي المطالب بالعملة المحلية)، ولكن ليس ضد ذعر المقرضين الخارجيين (ذوي المطالب قصيرة الأجل والمقومة بالدولار). ولو كان هذا هو الحال في آسيا، لساعد النظام المرن لسعر الصرف على توفير حماية محدودة فقط.<sup>١٢</sup> كما أن التنفيذ الصحيح أمر ضروري. وكما يتحقق الاستقرار المرجو من أسعار الصرف المرنة، يتعين أن تكون تلك الأسعار جزءا من نظام يضعه المتعاملون في الاعتبار عند تشكيل توقعاتهم. إن التنبؤ المفاجئ للتعويم نتيجة لتناقص الاحتياطيات، كما فعلت المكسيك في ١٩٩٤ والعديد من الدول الآسيوية مؤخرا، قد يكون له تأثير معاكس بإثارة المزيد من الذعر بين المستثمرين المعنيين. ورغم ذلك، فإن تلك النتائج الحديثة تمثل حُجة جديدة وملائمة من الناحية العملية لصالح أسعار الصرف المرنة.

## دولة الخصوم

---

<sup>١٢</sup> ليس التعويم عديم الفائدة في هذه الحالة، حيث إن ذعر المقرضين الأجانب قد ينجم عن التزاحم على السحب من البنوك من قبل المودعين المحليين، وتتوالى بعدها الأحداث بشكل تلقائي. لمعرفة تفاصيل هذا الرأي، انظر (Chang and Velasco (2000b).

إن التركيز على العيوب المالية قد يكون سلاحا ذا حدين. فقد لاحظ Paul Krugman وآخرون أنه إذا كان المنتجون المحليون يعانون من أسواق ائتمانية غير كاملة، فإن انخفاضاً في سعر الصرف الحقيقي من شأنه تفاقم تلك العيوب والعجز عن تحفيز الاقتصاد. وقد أصبحت هذه المسألة إحدى القضايا الرئيسية في أعقاب الأزمة الآسيوية، ومن الواضح أنها مسألة تتسم بالأهمية بشكل عام.

وفي الواقع، وكما أوضح Calvo (1999)؛ وكذلك Calvo and Reinhart (2000a)، ثمة حجة مناهضة لأسعار الصرف المرنة تعتمد على انتشار الديون المقومة بالدولار. وينطبق هذا في الحالات التي تقوم فيها الشركات المحلية أو الحكومة بالاقتراض بالدولار، فضلا عن التعامل في السلع غير القابلة للتجارة مع الحصول على الإيرادات بالعملة المحلية. عندئذ فإن التخفيض الاسمي، وإن نجح في تغيير الأسعار النسبية، قد يرفع بصورة كبيرة من تكلفة الديون الدولارية، وقد يتسبب التخفيض في موجة من حالات الإفلاس وما يصاحبها من أزمة مالية.<sup>١٣</sup>

وهنا تجدر الإشارة أيضا إلى عدة تحذيرات، ربما أهمها أنه إذا استلزم الوضع انخفاضا حقيقيا في العملة جراء حدوث صدمة خارجية، فسيحدث هذا الانخفاض بصرف النظر عن ماهية نظام سعر الصرف. إن السياسات المتبعة تحدد فقط أسلوب التكيف. ففي ظل أسعار الصرف المرنة، يحدث التغيير في الأسعار النسبية بشكل حاد ومفاجئ؛ أما في ظل أسعار الصرف الثابتة أو مجلس الإشراف على العملة، فإن الانخفاض الحقيقي سيحدث ببطء في الوقت الذي تنخفض فيه الأسعار الاسمية. وطوال فترة التكيف، ستتوقع الأسواق الانخفاض الحقيقي ومن ثم ترتفع الأسعار الحقيقية المحلية مقارنة بالأسعار العالمية. وإذا كان هناك شك في استمرارية نظام الصرف الثابت، فستزداد معدلات الفائدة ارتفاعا. وفي النهاية، سترتفع القيمة الحقيقية لخدمة الديون بشكل كبير، مما يؤدي بلا شك إلى تدمير ميزانيات الشركات والبنوك كما يحدث في حالات تخفيض العملة.

والنقطة النظرية الهامة الأخرى هي عدم كفاية ملاحظة أن الديون مقومة بالدولار لاستنتاج أن التخفيض الاسمي والحقيقي سيؤثران سلبيا على ميزانيات الشركات المحلية. ويقوم Cespedes, Chang and Velasco (2000) بدراسة هذه النقطة باستخدام نموذج لاقتصاد صغير مفتوح تلعب فيه أسعار الصرف الحقيقية دورا محوريا في عملية التكيف. كما يتسم النموذج بأجور جامدة وخصوم دولارية؛ فضلا عن تحديد علاوة المخاطرة للدولة داخليا في النموذج بناء على صافي قيمة الشركات المحلية كما في نماذج Bernanke and Gertler (1989) ونماذج Bernanke, Gertler and Gilchrist (1998). أي تتوافر جميع العوامل

---

<sup>١٣</sup> تم التأكيد على هذه الخطورة في تفسيرات الأزمة الآسيوية، خاصة تفسير Corsetti, Pesenti and Roubini (1998).

الأساسية التي تجعل من حدوث التحركات المفاجئة في أسعار الصرف الحقيقية خطرا ماليا ومن أسعار الصرف المرنة سببا لفقدان الاستقرار. ورغم ذلك، يظل منطق Mundell-Fleming كما هو دون تأثير: تلعب أسعار الصرف المرنة دورا وقائيا في ظل الصدمات الخارجية الحقيقية؛ أما بالنسبة لتذبذب بعض قيم المعلمات مثل الناتج المحلي والاستثمار فسيستمر ويزداد في ظل أسعار الصرف الثابتة مقارنة بالنظام المرن. وتصدق صحة تلك النتائج بغض النظر عن الأثر على الميزانيات.

ومن البديهي أن يحدث الآتي: عقب الصدمة الخارجية، يؤدي التخفيض الأولي لسعر الصرف إلى تقليل صافي قيمة الشركات، نظرا لأن الديون مقومة بالدولار. وهو ما قد يشير إلى أن صافي القيمة أقل في حالة التعويم، ومن ثم تزيد علاوة المخاطرة بالنسبة للدولة وكذلك أسعار الفائدة المحلية في حين يقل الاستثمار الأجل. ولكن، يعتبر هذا استنتاجا خاطئا نظرا لعدم اكتمال الصورة. فصافي القيمة يعتمد أيضا على مستوى الناتج الحالي، والذي تساعد أسعار الصرف المرنة على استقراره من خلال قنوات Mundell-Fleming المعروفة. وينتج عن ذلك أنه عقب حدوث صدمة سلبية قد يصبح صافي القيمة أعلى في ظل الأسعار المرنة مقارنة بالأسعار الثابتة.

وينتهي كل من (2000) Gertler, Gilchrist and Natalucci إلى نتيجة مماثلة وذلك باستخدام نموذج المعجل المالي أيضا على غرار نموذج Bernanke-Gertler. وكانت النتيجة هي أن آثار نموذج المعجل المالي أقوى في ظل أسعار الصرف الثابتة مقارنة بأسعار الصرف المرنة (بشرط إدارة السياسة النقدية بصورة مناسبة)، وذلك لأن سعر الصرف الثابت يرغم البنك المركزي على تعديل سعر الفائدة بطريقة تزيد من حدة الأزمة المالية. ويحدث هذا التأثير بغض النظر عما إذا كانت الديون مقومة بوحدات من عملة أجنبية.

انصب النقاش حتى الآن على اعتبار دلالة الخصوم "الخطيئة الأولى" حسب قول Eichengreen and Hausmann (1999). إلا أن الدولار ليست متغيرا داخليا فحسب وبالتالي يمكن علاجها، بل إنها أحيانا تحدث نتيجة لسياسات متعمدة. والمتهم المشترك هو التحرير المالي. على سبيل المثال، يرى Radelet and Sachs (1998)؛ وكذلك (2000C) Chang and Velasco أن التغييرات في السياسات الضريبية والمالية في تايلاند والدول الأخرى خلقت حافزا على اتخاذ ديون مقيمة بالدولار. كما أن الإصرار على التثبيت، والمصحوب بتأكيدات رسمية متكررة بأن أسعار الصرف لن يتم تخفيضها مطلقا، ربما لم يشجع الشركات الخاصة على التزام الحذر. وفي الواقع، فإن المراقبين أمثال Radelet and Sachs (1998) زعموا أن أنظمة سعر الصرف الثابتة في آسيا قد أثارت مشكلة أخلاقية بين المقترضين، والذين شعروا بأن التأكيدات الرسمية تحميهم فيما يتعلق بأسعار الصرف.

وأخيراً، يجب تأمل الدليل (المبدئي) التالي. إذا اعتبرنا دولرة الخصوم مشكلة، إذن فعلى الدول ذات أنظمة الصرف الثابتة - في حالة تساوي جميع العوامل الأخرى - أن تظهر درجة أقل من المخاطرة بالنسبة لها، نظراً لعدم تعرض تلك الدول أو تعرضها بشكل محدود لتغير مفاجئ في الأسعار النسبية قد يؤدي إلى تدمير ميزانيات الشركات. وبالنظر مرة أخرى للشكل رقم (1) في الملحق، نجد أن الفروق بين السندات السيادية هي إحدى المؤشرات على حجم المخاطرة بالنسبة للدولة. وكما رأينا سابقاً، فإن هذا الدليل المبدئي يشير إلى أن مجلس الإشراف على العملة في الأرجنتين لم يضمن معدل أقل بكثير من المخاطرة بالنسبة لهذه الدولة؛ وعلى النقيض من ذلك، نجد أن مستوى المخاطرة انخفض بالنسبة للبرازيل عقب قيامها بالتعويم.

### **هل السياسة النقدية التوسعية حقاً توسعية؟**

أما السؤال الأشمل والوثيق الصلة بالموضوع فهو ما إذا كانت النقود السهلة تؤدي إلى التوسع في ظل أوضاع مالية تتسم بالضعف. في الواقع، إن أداء السياسة النقدية ربما كان أكثر الجوانب الخلافية فيما يتعلق بالاستجابة للأزمة الآسيوية والأزمات الأخيرة الأخرى في الأسواق الناشئة. ويرى العديد من المحللين وعلى رأسهم Stanley Fischer من صندوق النقد الدولي أن وضع حد لانخفاض سعر الصرف يأتي كأولوية أولى، ثم تليه الثقة والتدفقات الرأسمالية والنمو. وقد أشار المتحمسون لتلك السياسة إلى مثال المكسيك في 1995.<sup>14</sup> ولكن هذا الرأي لم يحظ بالاتفاق العام. وقد أعرب تقرير آفاق الاقتصاد العالمي Global Economic Prospects الصادر عن البنك الدولي عام 1998 عن القلق من تحقيق أسعار الفائدة المرتفعة لنجاح محدود سواء في الحد من وطأة الضغوط على العملات أو الوصول بثقة المستثمر إلى مستوى الاستقرار، في حين فرضت أسعار الفائدة المرتفعة في ذات الوقت تكاليف مرتفعة فيما يتعلق بالنتائج. وحسب قول (Krugman 1999):

عندما ضربت الأزمة المالية آسيا، جاءت السياسات التي انتهجتها تلك الدول استجابة للأزمة تقريبا عكس السياسات التي عادة ما تتبعها الولايات المتحدة الأمريكية لعلاج الركود. لقد سادت سياسة التقشف المالي وتم رفع أسعار الفائدة بشكل مبالغ فيه ... لماذا قام هؤلاء الخبراء الأذكياء (في وزارة المالية الأمريكية وصندوق النقد الدولي) بتأييد سياسات لاقتصادات السوق الناشئة كانت ستعتبر خاطئة تماماً لو طبقت في دولهم؟

---

<sup>14</sup> كتب (Dornbusch 1998): "نفذت المكسيك البرنامج الصارم الذي وضعه صندوق النقد الدولي والولايات المتحدة كاملاً والذي تطلب سياسة نقدية انكماشية لاستعادة الثقة واستقرار العملة. وقبل حدوث انهيار اقتصادي كامل، عادت الثقة وخلال عام تمكنت الدولة من بدء المرحلة الثانية من الإصلاح الاقتصادي. إن صندوق النقد الدولي محق تماماً في إصراره على أسعار الصرف المرتفعة لأهميتها في بلوغ مستوى الاستقرار.

لقد ناقشنا بالفعل الصلات المحتملة بين كل من السياسة النقدية ودولة الخصوم والنتائج. كما تؤكد الكتابات الاقتصادية الحديثة أن السياسات النقدية غير الرشيدة قد تستتبعها آثارا انكماشية وذلك من خلال تأثير تلك السياسات على ضمانات الائتمان. فعادة ما يطلب المقرضون الأجانب ضمانات مثل الأراضي أو الأرصد الرأسمالية للحد من مخاطر القروض. وقد تؤدي التخفيضات الحقيقية غير المتوقعة والناجمة مثلا عن صدمة في أسعار الفائدة إلى تخفيض القيمة الدولارية لهذا الضمان، مما يتسبب في تضيق الائتمان وتفاقم آثار الصدمة.<sup>١٥</sup> وهذه هي النتيجة الرئيسية لنموذج (Aghion, Bechette and Banerjee (2000) الأساسي، والذي يدرس نمودجا مبسطا في ظل وجود قيود على الضمانات.

وحتى لو كان للتخفيض الحقيقي في قيمة العملة تأثير سلبي على الضمانات، ففي نموذج ذي أسعار جامدة فإنه لا يؤثر سلبيا بالضرورة على الناتج الحالي، وذلك لوجود على الأقل أثرين تقليديين آخرين يتسمان بالتوسعية ألا وهما: تخفيض أسعار الفائدة المحلية وتحويل الإنفاق تجاه السلع المحلية. ويتضح ذلك في دراسة (Chang and Velasco (2000d والجزء الأخير من دراسة (Aghion, Bechetta and Banerjee (2000) والذين يشيران إلى أن التأثير الكلي على الناتج يتسم بالغموض ويعتمد بشكل عام على خصائص الاقتصاد والشروط الابتدائية.

ويتوصل (Christiano, Gust and Roldos (2000 إلى نتائج مماثلة باستخدام نموذج مختلف تماما. فبدلا من الأسعار الثابتة، يستخدمون نمودجا للمشاركة المحدودة لإعطاء السياسة النقدية إمكانية التأثير التوسعي. ولكنهم أيضا يأخذون في الاعتبار القيود على الضمانات والتي قد يفرضها المقرضون الأجانب فجأة فيما وصفته الورقة "بالأزمة المالية". ومن المحتمل أن تؤدي السياسة النقدية غير الرشيدة إلى تفاقم القيود على الضمانات لأسباب ذكرناها أعلاه. والسؤال الهام هو: هل يجب على الاقتصاد المحلي الاستجابة بتخفيض أم رفع سعر الفائدة؟ تتوقف الإجابة على هذا السؤال على الأوضاع السائدة. فإذا كانت إمكانيات الإحلال كبيرة بين عوامل الإنتاج، مع محدودية تناقص الغلة، فسيؤدي تخفيض سعر الفائدة في هذه الحالة إلى التوسع، وعدا هذا فسيؤثر في الانكماش.

## ٧- أسعار الصرف المرنة وتطبيق السياسة النقدية

---

<sup>١٥</sup> قام كل من (Caballero and Krishnamurty (1998 و (Krugman (1999 و (Izquierdo (1999 بدراسة الدور الذي تلعبه الضمانات في الاقتصادات المفتوحة.

إن التخلي عن التثبيت، سواء أكان من النوع التام أم غير التام، يعني تخلي الاقتصاد عن أحد محاور الارتكاز الاسمية. وتعد المهمة الأولى لمؤيدي المرونة في سعر الصرف هي إيجاد وتطبيق محور ارتكاز بديل. أما القضايا الأخرى فتشتمل على كل من الدرجة المثلى للتدخل في سوق الصرف الأجنبي (إن وجدت) واختيار الأداة وقواعد إدارة السياسة النقدية. وسوف أناقش كليهما فيما بعد.

### محاور الارتكاز الاسمية ومعدلات التضخم المستهدفة

وبالنسبة لأنظمة التعويم، فإن خيارات محور الارتكاز الاسمي تنحصر في اثنين: المؤشرات النقدية الكلية أو معدلات التضخم المستهدفة. ويعد الاختيار الثاني هو الأكثر شيوعاً إلى حد بعيد بين دول السوق الناشئة، ويزداد انتشاراً. وعلى حد علمي، فإن المكسيك هي الدولة الوحيدة التي اتبعت سياسة من المعدلات الكمية المستهدفة.

ويجب ألا نندهش من شيوع استخدام معدلات التضخم المستهدفة. وبافتراض عدم استقرار الطلب على النقود في معظم الاقتصادات، فإن استهداف المؤشرات الكلية لا يعتبر سياسة مثلى من الناحية النظرية أو سهلة من الناحية العملية. كما تساعد معدلات التضخم المستهدفة على الحيلولة دون حدوث مشكلة التعارض الزمني والتي تؤدي إلى اتجاه معدل التضخم إلى الزيادة وذلك مع تفادي أخطار أسعار الصرف الثابتة في ذات الوقت. وقد تشتمل معدلات التضخم المستهدفة على بعض خصائص نظم التثبيت التام، خاصة الشفافية والقابلية للمراقبة. ورغم أن الإعلان عن معدل التضخم يتم بعد فترة، إلا أنه متاح ومفهوم للشخص العادي كما هو الحال بالنسبة لسعر الصرف الاسمي.

وكما هو مذكور سلفاً، قام عدد من الدول المتقدمة مثل كندا وفنلندا ونيوزيلندا وإسبانيا والسويد والمملكة المتحدة بتجربة أنماط متنوعة من سياسات معدل التضخم المستهدف. وطبقاً لمعظم التقارير الأكاديمية التي نشرت حول هذا الموضوع، جاء الأداء جيداً نوعاً ما.<sup>16</sup> ويعتبر استخدام معدلات التضخم المستهدفة أقل شيوعاً بين دول السوق الناشئة. ووفقاً لـ (Masson, Savastano and Sharma (1997)، فإن "شيلي هي الدولة التي يبدو أنها اقتربت كثيراً من إدارة سياستها النقدية بأسلوب يتسق مع معدل التضخم المستهدف". أما كولومبيا وإندونيسيا (قبل الانهيار) والمكسيك والفلبين والبرازيل مؤخراً فلهيها أنظمة تشبه استهداف معدل

<sup>16</sup> انظر (Leiderman and Bufman (1996) وما تحتويه هذه الدراسة من مراجع.

التضخم نوعا ما.<sup>١٧</sup>

ما هي فرص استخدام معدلات التضخم المستهدفة بشكل أكثر انتشارا ونجاحا بين الدول النامية؟ هذا سؤال يتسم بالصعوبة ويستلزم مزيدا من البحث التجريبي. ويقوم Masson, Savastano and Sharma (1997) بتحديد شرطين ليم استهداف معدلات التضخم بنجاح في تلك الدول، وهما: أولا، التحرر من أي التزام تجاه محور ارتكاز اسمي آخر مثل سعر الصرف أو الأجور. وثانيا، القدرة على تنفيذ سياسة نقدية مستقلة بدرجة كبيرة، وخاصة سياسة غير مقيدة باعتبارات مالية. ومن الواضح أن الحاجة إلى الشرط الأول تعتبر أقل نظرا لأن العديد من الدول تتجه نحو سياسة مرنة لسعر الصرف. وهناك أيضا دافع للتفاوض بالنسبة للمطلب الثاني، حيث يتزايد انتشار البنوك المركزية التي تتمتع بالاستقلال قانونا، ويقبل الاعتماد على رسوم سك العملة في تمويل الإنفاق الحكومي حتى في المناطق التي عادة ما تتسم بارتفاع معدلات التضخم مثل أمريكا اللاتينية.

### التعامل مع التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصرف

تتسم النتيجة القائلة بأن التعويم النظيف هو البديل الوحيد للثبوت التام بأنها غالبا ما تكون نظرية. ففي عالم الواقع لا يوجد ما يسمى بالتعويم النظيف. أما الدول الصناعية الكبرى مثل كندا والمملكة المتحدة والدول الأصغر التابعة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD مثل أستراليا ونيوزيلندا والدول متوسطة الدخل مثل بيرو والمكسيك، فجميعها تطبق التعويم بدرجات متفاوتة من التدخل. وحتى الولايات المتحدة الأمريكية، والمعروفة بأنها أكثر الدول اتباعا لحرية التعويم، تتدخل من حين لآخر في سوق الصرف الأجنبي.

والسبب الرئيسي وراء ذلك جلي. فالتعويم "النهيف" يعني درجة عالية من التذبذب في أسعار الصرف الاسمية، وهي درجة أعلى بكثير مما توقعه المؤيدون الأوائل للتعويم "النهيف" أمثال Friedman (1953)؛ وJohnson (1969).<sup>١٨</sup> وكما أشار الاقتصاديون وأولهم (1986) Mussa، فإن هذا عادة ما يؤدي إلى درجة أعلى بكثير من التقلب في أسعار الصرف الحقيقية، ذلك لأن الأسعار تتحرك ببطء. وبما أن التقلب

---

<sup>١٧</sup> تعتمد المكسيك بشكل رئيسي على المعدلات الكمية المستهدفة، ولكنها أيضا تعلن عن توزيع نشرة تتنبأ بمعدلات التضخم كدليل تقريبي على التوقعات. انظر Aguilar and Juan-Ramon (1997)؛ و Edwards and Savatano (1998). وتحولت البرازيل وشيلي تماما إلى نظام يستهدف معدلات التضخم، كما تنشران تقارير عن التضخم على غرار نشرات بنك إنجلترا.

<sup>١٨</sup> انظر النقاش التاريخي والمتعمق في Obstfeld (1995).

في الأسعار النسبية مكلف، سواء بشكل مباشر أو لأنه يتسبب في تذبذب الناتج أو قوة النظام المالي، فإن صانعي السياسات عادة ما يرغبون في الحد من هذا التقلب.

وتندرج تحت استهداف معدل التضخم أسباب أخرى لإدارة سعر الصرف بدرجة ما. فسعر الصرف يؤثر على معدل التضخم من خلال قناتين كما يوضح (Svensson 1998) فيما يلي :

- ففي الاقتصاد المفتوح، يؤثر سعر الصرف الحقيقي على السعر النسبي بين السلع المحلية والأجنبية، والذي يؤثر بدوره على كل من الطلب المحلي والأجنبي على السلع المحلية، ومن ثم على الطلب الكلي ومعدل التضخم.
- أما القناة المباشرة فتتمثل في أن سعر الصرف يؤثر على أسعار السلع المستوردة مقيمة بالعملة المحلية والمدرجة في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

وبالتالي، فإن أي خطة للسيطرة على معدل التضخم في المدى القصير يتعين إلى حد ما أن تسيطر على أداء سعر الصرف الاسمي؛ وهو ما يساعد على تفسير انتشار أنظمة التعويم المدار أو التعويم "غير النظيف" في عالم الواقع.

### **التعامل مع التقلبات طويلة المدى في أسعار الصرف**

أما السؤال الأصعب فهو ما إذا كان يتعين على السلطات أن تحاول ليس فقط الحد من التقلبات قصيرة المدى، بل أيضا من التقلبات طويلة المدى في كل من أسعار الصرف الاسمية والحقيقية. أما المبررات العملية والتجريبية لطرح هذا السؤال فهي كثيرة. ويتفق معظم المراقبين على أنه في ظل التعويم يمكن أن يتعرض سعر الصرف إلى تحركات متواصلة ولكنها مرتبطة ارتباطا ضعيفا بالمؤشرات الأساسية للاقتصاد. وأحد الأمثلة التي عادة ما يتم الاستشهاد بها هو أداء الدولار خلال سنوات حكم الرئيس الأمريكي رونالد ريجان. ويقول (Obtsfled 1995): "يتمثل المظهر الأول للانحراف غير المنطقي في سعر الصرف في الارتفاع الهائل في قيمة الدولار بين ١٩٨٠-١٩٨٥ وبمقدار يتراوح بين ٤٠٪ إلى ٦٠٪ بناء على المقياس المستخدم".

وينطبق القول السابق على الارتفاع الحقيقي والحاد الذي عانت منه معظم عملات دول أمريكا اللاتينية في النصف الأول من التسعينيات. ومن الممكن تبرير هذا جزئيا بالمكاسب في الإنتاجية التي من المفترض أن تكون قد حققتها سياسات التحرير الإصلاحية. ولكن جزءا كبيرا منه يعتبر راجعا للتدفقات الرأسمالية الكبيرة والتي واصلت تدفقها نتيجة للتوقعات بأن قيمة العملات ستشهد مزيدا من الارتفاع. وعندما اختلفت التوقعات، انعكس ذلك على التدفقات الرأسمالية، وانهارت العملات: المكسيك في ١٩٩٤ والبرازيل في ١٩٩٩.

وقد نتج عن هذه الاعتبارات سياسات تقيّد تحركات سعر الصرف عن طريق تحديد هوامش للتعويم. وعندما تكون هذه الهوامش زاحفة بحيث يظل مركزها قريبا من سعر الصرف التوازني المقدر، وقتئذ يمكن تجنب التقلبات في المدى المتوسط إلى أن يصبح بالإمكان الدفاع عن حدود الهامش. وفي أعقاب الأزمات التي أصابت البرازيل وروسيا وآسيا والمكسيك، كان هناك إجماع بين الاقتصاديين على عدم القدرة على تحقيق ذلك. وتجدر الإشارة إلى أن الهوامش ذات "الحدود الثابتة" تقع في آخر الأمر فريسة لضغوط السوق.

واقترح (1998) Williamson مؤخرا "هوامش للمراقبة" كحل وسط؛ وهذا النمط من الهوامش يحاول استهداف سعر الصرف الحقيقي ولكن مع الفارق. وحسب قول وليامسون:

إن الفارق الرئيسي بين الهامش "الزاحف" وهامش "المراقبة" Monitoring Band هو أن الأخير لا يتضمن تعهدا بحماية حد الهامش؛ ويلتزم بدلا من ذلك بتجنب التدخل في الهامش (فيما عدا بأسلوب تكتيكي لتفادي حدوث تقلبات غير مرغوب فيها). ومن المفترض أن تتدخل السلطات بطبيعة الحال للحد من انحراف سعر الصرف كثيرا عن الهامش، إلا أنها تتمتع بدرجة عالية من المرونة في تحديد التكتيك المستخدم لتحقيق ذلك.

ومن جهة، لا يبدو اقتراح وليامسون رائعا؛ فمن الناحية العملية، تستخدم معظم البنوك المركزية هوامشا من هذا النوع لإقرار سياسة التدخل التي ستنتهجها، وذلك بالرغم من الاختلاف الواضح والكبير بينها في درجة التدخل. ففي أي نظام للتعويم المدار Managed Float، من المحتمل أن تتدخل السلطات إذا حدث "انحراف كبير" في سعر الصرف عن قيمته التوازنية المقدرّة على المدى المتوسط.

وهنا تبرز قضيتان على الفور، الأولى: كيف يستطيع البنك المركزي تجنب رسم "حد فاصل" - بغض النظر عن درجة وضوح هذا الحد- إذا انحرّف سعر الصرف بشكل منتظم وفي نفس الاتجاه عن مستواه التوازني المقدر؟ يجب أن نتأمل مرة أخرى حالة العديد من عملات أمريكا اللاتينية في بداية التسعينيات، حيث كانت تخشى البنوك المركزية في عدة دول مثل البرازيل وكولومبيا وشيلي، حدوث ارتفاع حقيقي في سعر الصرف. وفي ذات الوقت، استخدمت تلك الدول هوامش واسعة نوعا ما، بل ولم تترد في توسيعها من وقت لآخر استجابة لضغوط السوق. وهو الأمر الذي منع حدوث بعض وليس كل مشاكل الهوامش ذات الحدود الثابتة. هذا وقد ساد من وقت لآخر تصور في الأسواق مفاده ظهور بدايات لتدخل البنك المركزي، وعلى أثره قامت الأسواق بشن هجوم على هذا الاتجاه. وعندما تراجعَت السلطات النقدية، كما فعلت في أغلب الأحوال، كانت التكلفة فقدان بعض المصداقية.

أما السؤال الرئيسي الآخر، كما يوضح وليامسون، فيتعلق بمدى تأثير مثل هذا الهامش على التحركات اليومية في سعر الصرف. وتركزت نتائج كتابات (1991) Krugman حول المناطق المستهدفة (لأسعار الصرف) Target Zones في أن وجود الهامش قد يساعد على الاستقرار (بما معناه جعل سعر الصرف أقل استجابة للتحركات في المؤشرات الاقتصادية الكلية)؛ وذلك حتى عندما يكون سعر العملة مازال في نطاق حدود الهامش. وكلما قلت مصداقية ودرجة وضوح حدود الهامش، ضعفت القدرة على تحقيق هذا الاستقرار. هل يقترب تأثير هامش ذي حدود غير واضحة من نتائج العمل بسعر صرف عائم؟ تبدو الإجابة المرجحة هنا بـ"نعم"، ولكنها مسألة تستحق مزيداً من البحث.

### تصميم السياسة النقدية

كيف ينبغي تصميم وتطبيق السياسة النقدية في هذا السياق؟ عادة ما يتركز الحوار هنا على "قاعدة تيلور" Taylor Rule والتي غالباً ما تستخدمها البنوك المركزية. ففي هذه القاعدة، يعتمد سعر الفائدة الاسمي على الفجوة في الناتج وانحراف معدل التضخم المتوقع أو الذي تم قياسه عن معدل التضخم المستهدف. وتنشأ في الاقتصادات المفتوحة بعض القضايا الهامة عند تصميم هذه القاعدة.

يستلزم الحد من التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الصرف (وبالتالي في معدل تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين) أن تشمل القاعدة على معدل التعادل الاسمي ذاته، سواء في صورة معدل التغيير أو في صورة الانحراف عن المعدل المستهدف. وكلما زاد المعامل في هذا الجدل زادت القدرة على إدارة سعر الصرف. وكما يوضح (1998) Svensson، فإن وضع سعر الصرف في قاعدة تيلور قد يكون الإجراء الأمثل لمعظم توصيفات دالة الرفاهة الاجتماعية، وخاصة عندما تكون الصدمات معظمها اسمية.

وبجانب قضايا "الأزمة المالية" التي ناقشناها في القسم السابق، لماذا يجب على الصانع الجيد للسياسات أن يقلق من تقلب الأسعار النسبية، بما فيها أسعار الصرف الحقيقية؟ يوضح كل من (2000) Parrado and Velasco، أنه إذا كان المتعاملون في السوق المحلية يستهلكون كلا من السلع الأجنبية والمحلية (أو السلع القابلة وغير القابلة للتجارة)، فإن تقلب الأسعار النسبية يعني تذبذب القوة الشرائية للناتج القومي فيما يتعلق بسلة السلع الاستهلاكية؛ ومثل هذا التذبذب من شأنه الحد من الرفاهة. ويدرس كل من (2000) Parrado and Velasco، نموذجاً بسيطاً لاقتصاد مفتوح وذو أسعار جامدة، وذلك على غرار ما بدأه (2000) Obstfeld and Rogoff (1995). وقد تم توصيف هذا النموذج بحيث يمكن - في ظل بيئة احتمالية بالكامل - حساب الحل المغلق للنموذج والقواعد المثلى للسياسات الحكومية باستخدام المنفعة المتوقعة للممثل عن المتعاملين Representative Agent كهدف للرفاهة. وتتضمن السياسة المثلى التكيف مع الصدمات المالية العالمية

السلبية عن طريق تعديل سعر الفائدة المحلية والتخفيضات الحقيقية: وبمعنى آخر، عن طريق التعويم "غير النظيف".

ويعتبر تحديد ماهية التضخم الذي سيشتمل عليه المعدل المستهدف ضروريا أيضا. أما الأسلوب الأمثل فلا يتم بالضرورة من خلال استهداف معدل التضخم في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بصورة ربع سنوية أو سنوية. وذلك لأنه في الاقتصادات المفتوحة، كما رأينا سابقا، يؤثر سعر الصرف تأثيرا مباشرا على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين عن طريق أسعار الواردات. وبما أن أسعار الصرف الاسمية تتذبذب استجابة للصدمات، فإن تثبيت معدل تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الأجل القصير قد ينتج عنه تقلبات بالغة في أسعار الفائدة والنتائج. وبدل ذلك هو استهداف معدل التضخم في القطاع غير القابل للتجارة، والذي يتأثر بدرجة أقل بتحركات سعر الصرف. أو، كما يقترح (Ball 1998)، باستهداف مؤشر معدل للتضخم يسمح بتجنب الآثار المؤقتة لتحركات سعر الصرف أو باستخدام متوسط معدل التضخم للرقم القياسي لأسعار المستهلكين خلال فترة أطول.<sup>١٩</sup>

هل ينبغي على قاعدة السياسة النقدية أن تستهدف استقرار الناتج؟ تشير الأبحاث الحديثة إلى أن استهداف معدل التضخم فقط - وفيه تكون المتغيرات الاسمية فقط ضمن الجانب الأيمن لقاعدة تيلور - يعد أقل كفاءة مقارنة بأسلوب استهداف يتسم بالمرونة ويضع في الاعتبار الانحرافات في الناتج أو سعر الصرف الحقيقي. وهذا صحيح في حالة الاقتصادات المغلقة ولكنه صحيح بدرجة أكبر في حالة الاقتصادات المفتوحة، وذلك لأن التقلبات في أسعار الصرف الاسمية قد تتسبب في تقلبات حقيقية بالغة. وإذا تعين استهداف معدل التضخم فقط، فمن الأفضل استهداف معدلات التضخم على المدى الطويل أو متوسط هذه المعدلات، كما يوضح بول (Ball 1998).

وتعتبر هذه النتائج أولية وتعتمد على نماذج عامة للغاية. أما الاستنتاجات فتتأثر بمواصفات النموذج ودالة المنفعة الاجتماعية المختارة والتباين النسبي بين الصدمات المختلفة. ومن الواضح أن هذا الموضوع يتطلب مزيدا من البحث.

## ٨- السياسات التكميلية: التنظيم المالي، الضوابط على رأس المال، والمؤسسات المالية

<sup>١٩</sup> وبالطبع تظهر هذه المشكلة إلى أن يصبح التعويم "نظيفا" نوعا ما. وفي ظل إدارة نشيطة لسعر الصرف، ينتج عن استهداف معدل التضخم لكل من الرقم القياسي لأسعار المستهلكين والقطاع غير القابل للتجارة آثار مماثلة.

تتطلب أنظمة سعر الصرف، خاصة المرنة منها، سياسات تكميلية لتدعيم فرص نجاحها. فمثلا، اقترح البعض استخدام ضوابط على التدفقات الرأسمالية. أما المتطلبات المتفق عليها فتتمثل في الحاجة إلى نظام مالي رشيد وسياسة مالية مقاومة للدورات الاقتصادية. وسأستعرض كل منهما بإيجاز في الجزء الأخير من هذه الورقة.

### التحرير المالي والضعف الاقتصادي

رأينا فيما سبق أن البنوك الضعيفة قد تشكل قيда على السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف. و فقط عندما تكون البنوك قوية نسبيا، يمكن استخدام هاتين السياستين بحرية وبلا خوف من انهيار النظام المصرفي نتيجة لتقلبات سعري الصرف والفائدة. لذا، فإن تحديد أسباب الضعف المالي ومعالجتها يعتبر ضروريا لراسمي السياسات الاقتصادية الكلية في الدول النامية.

وكشف Kaminsky and Reinhart في دراستهما تحت عنوان "الأزماتان التوأم" Twin Crises (1996) عن الآتي: أولا، إن ١٨ من بين ٢٦ أزمة مصرفية قاما بدراستها حدثت في غضون خمس سنوات من تحرير القطاع المالي. ثانيا، إن سياسات التحرير المالي تتسبب في ٧١٪ من أزمات موازين المدفوعات و ٦٧٪ من جميع الأزمات المصرفية. ويتأكد هذا الاتجاه العام بقوة في ضوء تجارب شيلي والمكسيك والآن شرق آسيا. إن تحرير أسعار الفائدة وتخفيض الاحتياطي القانوني ودعم المنافسة في القطاع المصرفي تعتبر جميعها سياسات سليمة لعدة اعتبارات- وبلا شك فإن الدول التي تطبق هذه السياسات، تشهد توسعا في الوساطة المالية. إلا أن تلك السياسات أيضا قد تتسبب في تخفيض حاد في سيولة القطاع المالي، وبالتالي التمهيد لأزمة محتملة. وهذه هي النتيجة الرئيسية التي توصل إليها Demigurc-Kunt and Degitrache (1998).

بالإضافة إلى انعكاسات سياسات التحرير على السيولة، تطرقت هذه الكتابات إلى مجموعة أخرى من المشاكل المحتملة، منها على سبيل الخصوص أن سياسات التحرير المصحوبة بضمانات صريحة أو ضمنية على البنوك، بالإضافة إلى مراقبة غير كافية قد تنتج عنها مشكلة أخلاقية خطيرة. وتعد المغالاة في كل من الإقراض والقيام بأنشطة تنطوي على قدر كبير من المخاطرة من النتائج المحتملة وفقا لـ Velasco في حالة شيلي و Krugman (1998) بالنسبة للأزمة الآسيوية الأخيرة. ويبين Hausmann and Gavin (1995) بصورة مقنعة أن هناك ارتباطا قويا بين ارتفاع معدلات الإقراض من جهة والأزمات المالية من جهة أخرى. كما أن المشاكل المالية كانت مسبوقا بالنمو المتسارع في نسبة الائتمان المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي،

ويصدق ذلك ليس فقط على شيلي والمكسيك بل أيضا على الأرجنتين (١٩٨١)، وكولومبيا (٨٢-١٩٨٣)، وأوروغواي (١٩٨٢)، والنرويج (١٩٨٧) وفنلندا (٩١-١٩٩٢) واليابان (٩٢-١٩٩٣) والسويد (١٩٩١).<sup>٢٠</sup> والمعزى من هذه القصة لا يختلف في الحالتين، وهو: وجوب الحرص عند إجراء التحرير المالي. ويمكن للاحتياطي القانوني أن يكون أداة مفيدة في تحقيق الاستقرار للنظام المصرفي، كما تبين من تجربة الأرجنتين عام ١٩٩٥. أما تخفيض الاحتياطي إلى مستوى الصفر كما حدث في المكسيك قبل الأزمة (١٩٩٤)، فهي خطوة يمكن وصفها بالتهور.

### **التدفقت الرأسمالية والديون قصيرة الأجل**

أثبتت الديون الحكومية قصيرة الأجل خطورتها في حالة المكسيك؛ وكذلك الديون الخارجية قصيرة الأجل في حالة آسيا. وفي كلتا الحالتين، أدى التزاحم على المصارف مقابل هذه الديون إلى انهيار أسعار الصرف. فماذا يمكن فعله في هذه الحالة؟

لا يخلو تجنب الاقتراض قصير الأجل من التكلفة، ذلك لأن الحكومات والبنوك لديها مبررات وجيهة للغاية تدفعها إلى جعل بعض خصومها على الأقل، قصير الأجل. وفي ذات الوقت، ليس من الواضح أن صناعة القرار بشكل غير مركزي تؤدي إلى الهيكل الأمثل لأجال استحقاق الديون: فقد تلجأ الحكومات إلى الاعتماد الزائد على الديون قصيرة الأجل إذا كانت تعاني من مشكلة التعارض الزمني أو ارتفاع معدل الخصم. وبالنسبة للمقرضين الأجانب، فربما يرغبون فقط في الإقراض قصير الأجل نتيجة لنقص في المعلومات أو المراقبة؛ أو بسبب فشل التنسيق مع المقرضين الآخرين (فإذا توقع كل مقرض أن يقوم المقرضون الآخرون بالإقراض على المدى القصير فقط، مما يجعل من حدوث الأزمة أمرا ممكنا، فإن أفضل استجابة له ستمثل في الإقراض قصير الأجل حتى يحتفظ بفرصة للخروج في حالة حدوث أزمة).

بالإضافة إلى ذلك، فإن كثرة الديون قصيرة الأجل وخاصة تلك المقومة بالدولار، قد تؤدي إلى تعقيد الإدارة النقدية والحد من فاعلية تعويم أسعار الصرف. ويشير (Goldfajn and Olivares (2000a)، على سبيل المثال، إلى أن حساسية الأسعار المحلية تجاه التغيرات في الأسعار العالمية تقل في الدول ذات أسعار

---

<sup>٢٠</sup> أدى وجود الضمانات الحكومية في المكسيك وشيلي، كما حدث في بعض الدول الآسيوية بعد ذلك، إلى خلق مشكلة أخلاقية خطيرة، وشجعت البنوك على المغالاة في المخاطرة. يناقش (Velasco (1991) الأدلة على هذا في حالة شيلي. ويؤكد (Krugman (1998) الدور الذي لعبته المشكلة الأخلاقية والمغالاة في الاستثمار في حالة آسيا.

الصرف المرنة والتي غالبا ما يتم تمويل حسابها الجاري عن طريق الاستثمار الأجنبي المباشر FDI بدلا من الاقتراض. ويتبين من كل هذه الآراء منطقية السياسة التي تحث على تجنب الاقتراض قصير الأجل.<sup>٢١</sup>

أما عن ماهية هذه السياسة تحديدا فهذا أمر يتطلب بعض الحذر. والاختيار الواضح هنا هو زيادة الاحتياطي القانوني المطلوب على خصوم البنوك السائلة (سواء بالعملة المحلية أو الأجنبية، وسواء أكان المقرض أجنبيا أم محليا). وتلك قد تكون سياسة سليمة بالرغم من أنها تنطوي على بعض التكاليف الخاصة بكفاءة عمل البنوك أو دورها في الوساطة. ويتعين التنبيه إلى أن تقييد البنوك قد يؤدي إلى لجوء الشركات بطريقتها الخاصة إلى الاقتراض قصير الأجل كما حدث بكثرة في إندونيسيا. وفي التسعينيات، استخدمت كولومبيا وشيلي سياسة فرض الضرائب على التدفقات الرأسمالية بحيث يتناسب معدل الضريبة عكسيا مع أجل استحقاق التدفق (وحيث كانت التدفقات طويلة الأجل، كالأستثمار الأجنبي المباشر مثلا، غير خاضعة للرسوم الضريبية على الحدود). وغالبا ما يتم تبرير هذه الضرائب على ضوء النتائج التي توصل إليها (Tornell and Velasco (1996c)، والتي توضح أنه كلما قصر أجل الاستحقاق على التدفقات الرأسمالية، ساعد ذلك على التنبؤ باحتمال التعرض لـ"تأثير التاكيل" Tequila Effect في ١٩٩٥، على عكس الحال بالنسبة لحجم تلك التدفقات. كما يرى كل من (Valdes-Prieto and Soto (1996) و Larrain, Laban and Chumacero (1997) و Budnevich and Lefort (1997) و Montiel and Reinhart (1997) أن القيود قد أثرت على هيكل آجال استحقاق التدفقات، ولكن ليس على حجمها الكلي أو مسار سعر الصرف الحقيقي.

### تطوير المؤسسات المالية

رأينا فيما سبق أن السياسات المالية المواكبة للدورات الاقتصادية هي العاقبة الحتمية للمؤسسات المالية الضعيفة والمعرضة للعجز المالي. ويستتكم المقرضون عن الإقراض في أوقات الأزمات لاعتقادهم أن هذه الأموال لن ترد عندما تتحسن الأوضاع. كما يؤكد هذا الرأي الدليل الذي يسوقه Gavin and Perotti (1997) والخاص بالقيود المالية على الاقتراض. وكلما ضعفت مؤسسات الدولة المالية زادت حدة المشكلة، كما أوضح Gavin, Hausmann et al (1996).<sup>٢٢</sup> والنتيجة هي أن السياسة المالية ليست ذات فائدة كأداة

<sup>٢١</sup> انظر Rodrik and Velasco لمزيد من التفاصيل حول هذا الجدول.

<sup>٢٢</sup> يتم قياس قوة المؤسسات المالية باستخدام المؤشر الذي تم تطويره في دراسة (Alesina et al (1996).

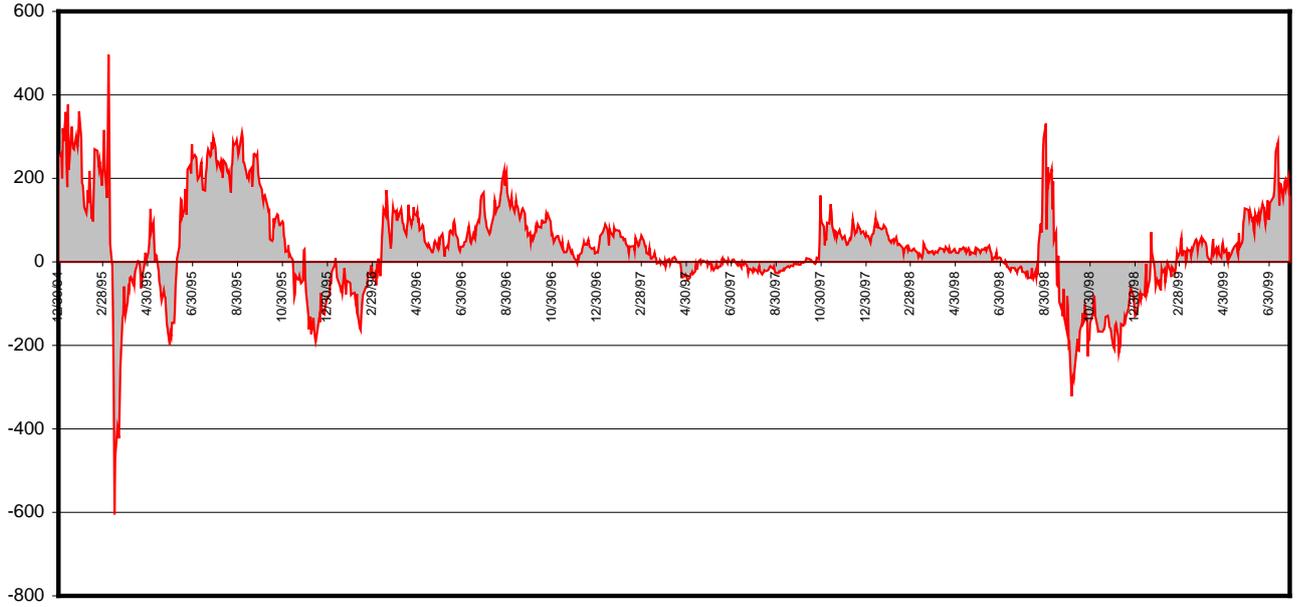
لمقاومة الدورات الاقتصادية. وعندما لا تتوافر السياسة النقدية أيضا، ربما نتيجة لتثبيت سعر الصرف، فإن الدول تصبح مجردة من أي سياسة قد تساعد على تحقيق الاستقرار الاقتصادي.

وتتمثل أبسط وأول خطوة للتقدم على هذا المسار في تخفيض مستويات المديونية العامة. فعندما تقل المديونية في البداية، يصبح هناك مجال للتوسع في أوقات الأزمات دون الاصطدام بقيود الاقتراض. وتعتبر نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية منخفضة طبقا لمعايير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD. وربما كذلك السقوف الائتمانية في تلك الدول، وذلك لأسباب سياسية ومؤسسية لسنا في حاجة إلى ذكرها.

أما الخطوة الثانية فهي إصلاح المؤسسات المالية بهدف جعل الإنفاق أقل تمشيا مع الدورات الاقتصادية، بالإضافة إلى زيادة إمكانيات السداد. ويمكن تحقيق ذلك عن طريق "المجلس المالي القومي" National Fiscal Council الذي اقترحه Eichengreen et al (1996)، والذي يجعل مسؤولية رسم الاتجاهات العامة في السياسة المالية في يد جهاز مستقل مصمم على غرار البنوك المركزية المستقلة. أما الهيئات التشريعية القومية فسوف تستمر في تحديد مستويات هيكل الإنفاق. وبالنسبة لحجم العجز (أو حجم الديون المسموح بها)، فسوف يقوم المجلس المستقل بتحديدته. وإذا نجح هذا الإجراء في إضفاء مزيد من المصداقية على السياسة المالية، بمعنى ضمان عدم استمرار مستويات العجز كما هي إلى ما لا نهاية، فإن السياسة المالية ستصبح أكثر فائدة كأداة لتحقيق الاستقرار.

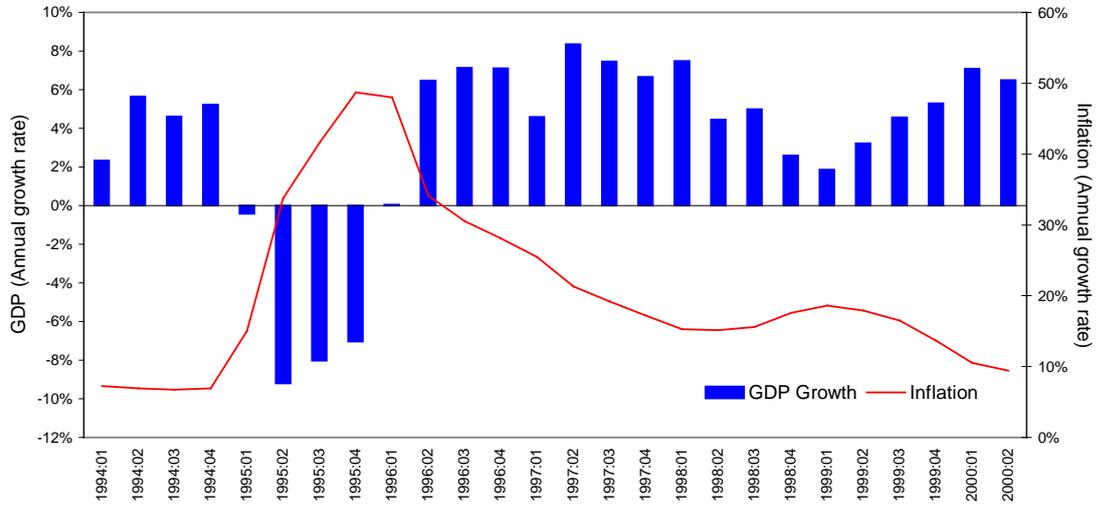
ملحق

شكل رقم (١): الفارق بين السندات السيادية: الأرجنتين-المكسيك، ١٩٩٥-١٩٩٩ (نقطة أساس)

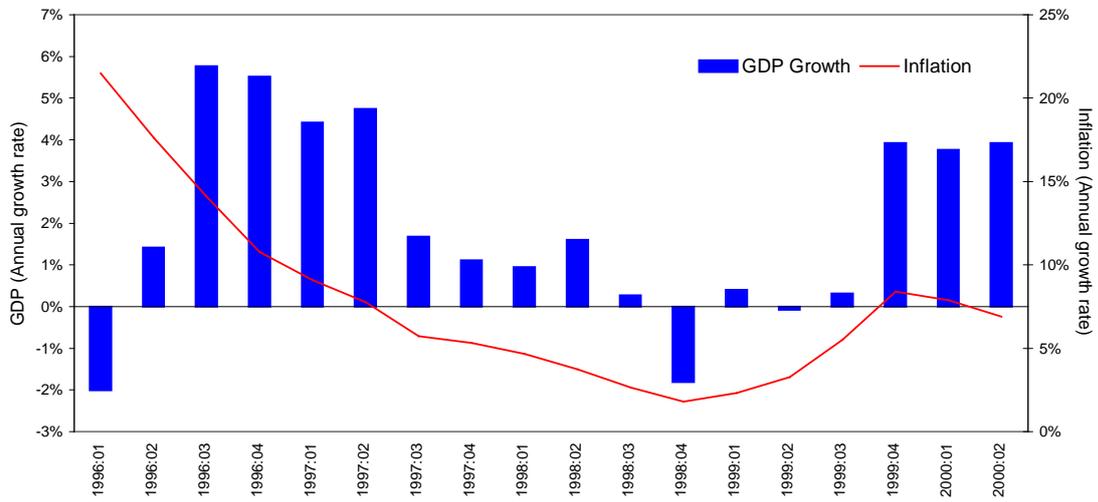


المصدر: Larraín and Velasco (1999).

شكل رقم (٢): المكسيك: نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم



شكل رقم (٣): البرازيل: نمو الناتج المحلي الإجمالي والتضخم



## المراجع

- Aghion, P., P. Bachetta and A. Banerjee (2000). "A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises," *European Economic Review, Papers and Proceedings*, 44, 728–738.
- Alesina, A., R. Hausmann, R. Hommes, and E. Stein (1996). "Budget Institutions and Fiscal Performance in Latin America," mimeo, IADB.
- Aguilar, A. and V. Hugo Juan-Ramón (1999). "Determinantes de las Tasas de Interés de Corto Plazo en México: Efecto de las Señales del Banco Central." *Gaceta de Economía*, Año 3, Número 5, Otoño.
- Allen, F. and D. Gale (1999). "Financial Contagion," UCLA Department of Economics.
- Ball, L. (1998). "Monetary Policy Rules for Open Economies," NBER Working Paper No. 6760, October.
- Bernanke, B. and M. Gertler (1989). "Agency costs, Net worth, and Business Fluctuations," *American Economic Review* 79: 14–31.
- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist (1998). "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," NBER Working Paper 6455, March.
- Borensztein, E. and J. Zettelmeyer (2000). "Monetary Independence in Emerging Markets: Does the Exchange Rate Regime Make a Difference?" International Monetary Fund, Research Department.
- Budnevich, C. and G. Lefort (1997). "Capital Account Regulation and Macroeconomics Policy: Two Latin American Experiences," Banco Centrale de Chile.
- Caballero, R. and A. Krishnamurty (1998). "Emerging Market Crises: An Asset Markets Perspective," Massachusetts Institute of Technology (MIT).
- Calvo, G. (1995). "Varieties of Capital Market Crises," Working Paper 15, Center for International Economics, University of Maryland.
- Calvo, G. (1999). "Testimony on Full Dollarization," presented before a Joint Hearing of the Subcommittees on Economic Policy and International Trade and Finance, U.S. Congress, April 1999.
- Calvo, G. and C. Reinhart (2000). "Fear of Floating" Paper presented to the Conference on Currency Unions, Hoover Institution, Stanford University, May.
- Calvo, G. and C. Reinhart (2000a). "Fixing for Your Life," National Bureau of Economic Research.
- Céspedes, L.F., R. Chang, and A. Velasco (2000). "Balance Sheets and Exchange Rates," NBER Working Paper.
- Chang, R. and A. Velasco (2000a). "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime," *Journal of Economic Theory*.

- Chang, R. and A. Velasco (2000b). “A Model of Financial Crises in Emerging Markets” *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming.
- Chang, R. and A. Velasco (2000c). “The Asian Financial Crisis in Perspective,” *Private Capital Flows in the Age of Globalisation : The Aftermath of the Asian Crisis*, Uri Dadush , Dipak Dasgupta and Marc Uzan (eds). New York: Edgar Elgar Publishers.
- Chang, R. and A. Velasco (2000d). “Dollarization of Liabilities, Balance Sheet Vulnerability and Monetary Policy” manuscript, Harvard University, May.
- Christiano, L., C. Gust, and J. Roldos (2000). “Monetary Policy in a Financial Crisis,” manuscript, Northwestern University, November.
- Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini (1998). “What Caused the Asian Currency and Financial Crises? Part I: Macroeconomic Overview” NBER WP 6833, December.
- Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini (1998). “What Caused the Asian Currency and Financial Crises? Part II: The Policy Debate” NBER WP 6834, December.
- Demirguc-Kunt, A., and E. Detragiache (1998). “Financial Liberalization and Financial Fragility,” working paper, IMF and World Bank.
- Diamond, D. and P. Dybvig (1983). “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, 91: 401–419.
- Díaz-Alejandro, C.F. (1985). “Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash,” *Journal of Development Economics*, 19.
- Dornbusch, R. (1998). “After Asia: New Directions for the International Financial System,” mimeo, MIT, July.
- Edwards, S. (1993). “Exchange Rates as Nominal Anchors,” *Weltwirtschaftliches Archiv*, No.1, pp. 1–32.
- Edwards, S. and M. Savastano (1998). “The Morning After: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis,” mimeo, UCLA, January.
- Eichengreen, B., R. Hausmann, and J. von Hagen (1996). “Reforming Fiscal Institutions in Latin America: The Case for a National Fiscal Council,” mimeo, IADB.
- Fraga, A. (1999). “Monetary Policy in the Transition to a Floating Exchange Rate: Remarks on the Recent Brazilian Experience”. *New Challenges for Monetary Policy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Frankel, J., S. Schmukler, and L. Servén (2000). “Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime.” Mimeo, The World Bank.
- Friedman, M. (1953). “The Case for Flexible Exchange Rates.” In *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press.
- Gavin, M. and R. Perotti (1997). “Fiscal Policy in Latin America,” *NBER Macroeconomics Annual*.
- Gertler, M., S. Gilchrist, and F. M. Natalucci (2000). “External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator,” manuscript, NYU.

- Ghosh, A., A. Gulde, J. Ostry, and H. Wolf (1995). "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?" IMF Working Paper 95/121, November.
- Goldfajn, I. and G. Olivares (2000a). "Dollarization: The Case of Panama," Paper presented to the Second *Economía* Panel, Rio de Janeiro.
- Goldfajn, I. and G. Olivares (2000b). "Can Flexible Exchange Rates Still Work in Financially Open Economies?" Manuscript, PUC-Rio.
- Goldfajn I. and S. Werlang (2000). "The Pass-Through from Depreciation to Inflation: A Panel Study," Departamento De Economia, PUCRIO.
- Hausmann, R. and M. Gavin (1995). "Securing Stability and Growth in a Shock-Prone Region: The Policy Challenge for Latin America," IDB/OECD conference.
- Hausmann, R., M. Gavin, C. Pages-Serra and E. Stein (1999). "Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime," Working Paper No. 400, Inter-American Development Bank.
- Hausmann, R., U. Panizza and E. Stein (2000). "Why do Countries Float the Way They Float?" Working Paper No. 418, Inter-American Development Bank.
- Herrendorf, B. (1997). "Importing Credibility Through Exchange Rate Pegging," *Economic Journal*.
- Herrendorf, B. (1999). "Transparency, Reputation and Credibility under Floating and Pegged Exchange Rates," forthcoming, *Journal of International Economics*.
- International Monetary Fund (1997). "Exchange Rate Arrangements and Economic Performance in Developing Countries," *World Economic Outlook*, October.
- Johnson, H. (1969). "The Case for Flexible Exchange Rates, 1969" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 51, June.
- Kaminsky, G. and C. Reinhart (1996). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," International Finance Discussion Paper No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, March.
- Kiguel, M. and N. Ghei (1993). "Devaluation in Low-Inflation Economies," Policy Research Working Paper 1224, World Bank, November.
- Krugman, P. and L. Taylor (1978). "Contractionary Effects of Devaluation." *Journal of International Economics*, 8, 445–456.
- Krugman, P. (1991). "Target Zones and Exchange Rate Dynamics," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, PP. 669–82.
- Krugman, P. (1998). "What happened to Asia?" mimeo.
- Krugman, P. (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises," mimeo, January.
- Landerretche, O., F. Morande and K. Schmidt-Hebbel (1999). "Inflation Targets and Stabilization en Chile," Central Bank of Chile.

- Larrain, F. (1999). "Going Green," World Link, World Economic Forum, London.
- Larrain, B., M. Laban, and A. Chumacero (1997). "What Determines Capital Flows? An Empirical Analysis for Chile," Harvard Institute for International Development.
- Leiderman, L. and G. Bufman (1996). "Searching for Nominal Anchors in Shock-Prone Economies in the 1990s: Inflation Targets and Exchange Rate Bands," Working Paper 16-96, Foerder Institute for Economic Research, Tel-Aviv University, June.
- Masson, P., M. Savastano, and S. Sharma (1997). "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries," Working Paper 97/130, Research Department, IMF, October.
- Montiel, P. and C. Reinhart (1997). "Do Capital and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s," *Journal of International Money and Finance*.
- Mundell, R. (1963). "Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates," *Canadian Journal of Economics and Political Science* 29: 475-85.
- Mussa, M. (1986). "Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications," *Carnegie Rochester Conference Series on Economic Policy*, Vol. 25.
- Obstfeld, M. (1995). "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- Obstfeld, M. (1997). "Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses," *Journal of International Economics*.
- Obstfeld, M. and K. Rogoff (1995). "Exchange Rate Dynamics Redux," *Journal of Political Economy*, Vol. 103.
- Parrado, E. and A. Velasco (2000). "Welfare-Maximizing Exchange Rate Policies," manuscript, Harvard University, September.
- Radelet, S., and J. Sachs (1998). "The Onset of the Asian Financial Crisis," mimeo, Harvard Institute for International Development, March.
- Rodrik, D. and A. Velasco (1999). "Short-Term Capital Flows," *Annual World Bank Conference on Development Economics*, forthcoming.
- Sachs, J. (1997). "Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets," Development Discussion Paper No. 568, Harvard Institute for International Development, January.
- Sachs, J., A. Tornell, and A. Velasco (1996). "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1: 147-198.
- Svensson, L. (1998). "Open Economy Inflation Targeting," manuscript, University of Stockholm.

- Tornell, A. and A. Velasco (1998). "Fiscal discipline and the choice of a nominal anchor in stabilization." *Journal of International Economics*, Vol. 46.
- Tornell, A. and A. Velasco (1999). "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?" forthcoming, *Journal of Monetary Economics*.
- Valdes-Prieto, S. and M. Soto (1996). "New Selective Capital Controls in Chile: Are They Efficient?" Catholic University of Chile.
- Velasco, A. (1991). "Fiscal Increasing Returns, investment and International Capital Movements," New York University.
- Williamson, J. (1998). "Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility," *International Finance*, No. 1, Vol. 1.