

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أبي بكر بلقايد
تلمسان



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية
أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود، بنوك ومالية
عنوان الأطروحة:

تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي:
دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل

من إعداد الطالب:

جبوري محمد

تحت إشراف:

أ.د. بن بوزيان محمد

لجنة المناقشة:

| | | | |
|-----------------------|----------------------|---------------|---------|
| أ.د. بلمقدم مصطفى | أستاذ التعليم العالي | جامعة تلمسان | رئيساً |
| أ.د. بن بوزيان محمد | أستاذ التعليم العالي | جامعة تلمسان | مشرفاً |
| أ.د. دربال عبد القادر | أستاذ التعليم العالي | جامعة وهران | ممتحناً |
| أ.د. يوسف رشيد | أستاذ التعليم العالي | جامعة مستغانم | ممتحناً |
| د. بوتلجة عبد الناصر | أستاذ محاضر | جامعة تلمسان | ممتحناً |
| د. مختاري فيصل | أستاذ محاضر | جامعة معسكر | ممتحناً |

السنة الجامعية

2013/2012

الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الوالدين الكريمين حفظهما المولى
الحافظ وإلى أفراد أسرتي.

إلى كل معلمي وأساتذتي من التعليم الابتدائي حتى التعليم العالي لهم
فائق الاحترام والتقدير
إلى كل الأقارب والأصدقاء.

جبوري محمد

كلمة شكر وتقدير

(...رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين...) الآية 19 سورة النمل.

أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذ الفاضل المشرف على هذه الأطروحة الأستاذ الدكتور بن بوزيان محمد على ما قدمه لي من إرشادات هادفة وتوجيهات قيمة والحرص الدائم على متابعة هذا العمل في مختلف مراحلها. كما أتقدم بشكري الجزيل للأساتذة الأجلاء أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وتقييم هذه الأطروحة. كما لا يفوتني أن أتقدم بتشكراتي الخاصة إلى كل الأصدقاء والزلاء على تشجيعاتهم وإلى كل من أعانني من قريب أو بعيد لإعداد هذه الأطروحة.

فهرس المحتويات

| الصفحة | المحتويات |
|--------|--|
| | الإهداء |
| | شكر وتقدير |
| | فهرس المحتويات |
| | فهرس الأشكال |
| | فهرس الجداول |
| | قائمة المصطلحات |
| | المقدمة العامة |
| | الفصل الأول: أنظمة أسعار الصرف |
| 1 | مقدمة |
| 2 | I- البعد التاريخي والنظري لأنظمة أسعار الصرف |
| 2 | I-1 نشأة النظام النقدي الدولي |
| 5 | I-2 الماهية والمنظور التاريخي لأنظمة أسعار الصرف |
| 5 | I-2-1 مفهوم نظام سعر الصرف |
| 6 | I-2-2 الإطار التاريخي لنظام سعر الصرف |
| 9 | I-3 محددات سعر الصرف |
| 10 | I-3-1 المحددات الحقيقية لأسعار الصرف |
| 10 | I-3-1-1 نظرية تعادل القوة الشرائية |
| 15 | I-3-1-2 الميزان الجاري |
| 16 | I-3-2 المحددات المالية لأسعار الصرف |
| 16 | I-3-2-1 تأثير أسعار الفائدة |
| 17 | I-3-2-2 الصيغة النقدية PPA. Monetaire |
| 20 | I-3-2-3 نموذج محفظة الأوراق المالية |
| 22 | I-4 عدم استقرار أسعار الصرف |
| 22 | I-4-1 نموذج تجاوز أسعار الصرف |
| 24 | I-4-2 نموذج فقاعات المضاربة العقلانية |
| 26 | II- الترتيبات الحالية لأنظمة أسعار الصرف |
| 28 | II-2 نموذج ماندل فلننج وأنظمة أسعار الصرف |

| | |
|----|---|
| 30 | II-2-1 تحليل سياسة الاقتصادية في ظل نظام سعر الصرف الثابت |
| 31 | II-2-2 تحليل سياسة الاقتصادية في ظل نظام سعر الصرف العائم |
| 32 | II-3 فعالية أسعار الفائدة في الدفاع عن أنظمة أسعار الصرف |
| 37 | II-4 أنظمة أسعار الصرف وأزمات سعر الصرف |
| 38 | II-4-1 نماذج الجيل الأول |
| 39 | II-4-2 نماذج الجيل الثاني |
| 40 | II-4-3 نماذج الجيل الثالث |
| 42 | III- واقع أنظمة أسعار الصرف الرهنة |
| 42 | III-1 الترتيبات الثابتة لأسعار الصرف |
| 43 | III-1-1 اتحادات العملة |
| 45 | III-1-2 الدولار (الأوروبية) |
| 47 | III-1-3 مجالس العملة |
| 49 | III-1-4 أسعار الصرف الثابتة التقليدية |
| 51 | III-2 الترتيبات الوسيطة |
| 51 | III-2-1 الربط بسلة من عملات |
| 52 | III-2-2 أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية |
| 52 | III-2-3 الأنظمة الثابتة الزاحفة |
| 53 | III-2-4 أنظمة المجال الزاحف |
| 55 | III-2-5 التعويم الموجه |
| 57 | III-3 نظام سعر الصرف العائم |
| 60 | III-4 نظرية الركن في تفسير تطور أنظمة أسعار الصرف |
| 65 | الخاتمة |

| | |
|-----|--|
| | الفصل الثاني: أنظمة أسعار الصرف بين التقييم و التصنيف |
| 66 | مقدمة |
| 67 | I- أنظمة أسعار الصرف بين الايجابيات والسلبيات |
| 67 | I-1 أنظمة أسعار الصرف الثابتة |
| 67 | I-1-1 مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة |
| 69 | I-1-2 سلبيات أنظمة أسعار الصرف الثابتة |
| 71 | I-2 أنظمة أسعار الصرف الوسيطة |
| 71 | I-2-1 مزايا أنظمة أسعار الصرف الوسيطة |
| 75 | I-2-2 سلبيات أنظمة أسعار الصرف الوسيطة |
| 76 | I-3 التوجه المستقبلي لأنظمة أسعار الصرف الوسيطة |
| 79 | I-4 نظام سعر الصرف العائم |
| 79 | I-4-1 مزايا نظام سعر الصرف العائم |
| 81 | I-4-2 سلبيات نظام سعر الصرف العائم |
| 83 | I-5 التخوف من التعويم |
| 85 | II- محددات اختيار نظام سعر الصرف |
| 85 | II-1 المميزات الهيكلية و طبيعة الصدمات |
| 90 | II-2 مصداقية السياسة النقدية والمالية |
| 92 | II-3 معضلة الثلاثية المستحيلة |
| 98 | II-4 العوامل المالية واستقرار أنظمة الصرف |
| 98 | II-4-1 الخطيئة الأولى (Le péché originel) |
| 100 | II-4-2 تضارب العملات (Currency Mismatch) |
| 102 | II-5 الدراسات التجريبية لاختيار نظام سعر الصرف |
| 105 | III- تصنيفات أنظمة أسعار الصرف |
| 105 | III-1 مفهوم وتطور تصنيف أنظمة أسعار الصرف المعلنة والفعلية |
| 110 | III-2 تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1978 |
| 112 | III-3 تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1999 |
| 116 | III-4 تصنيف أنظمة الصرف وفق Sturzenegger و Levy-yeyati (2003،2005) |

| | |
|-----|--|
| 122 | III-5 تصنيف أنظمة أسعار الصرف وفق Rogoff و Reinhart (2004) |
| 128 | VI- اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية |
| 130 | VI- 1 الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل |
| 135 | VI- 2 التعويم |
| 142 | VI- 3 الأنظمة الثابتة |
| 147 | VI- 4 الأنظمة الوسيطة الأكثر مرونة |
| 148 | VI- 1-4 الربط المتحرك بسلة من العملات مع هامش تعويم |
| 148 | VI- 2-4 نظام سعر الصرف المدار المحسن |
| 152 | الخاتمة |
| | الفصل الثالث: تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم |
| 154 | مقدمة |
| 155 | I- التعريف بظاهرة التضخم وتبيان أسبابها ونتائجها |
| 155 | I-1 تعريف التضخم وأنواعه |
| 162 | I-2 أسباب التضخم |
| 164 | I-3 النتائج الاقتصادية والاجتماعية للتضخم |
| 168 | I-4 سياسات مكافحة التضخم |
| 179 | II- علاقة التضخم بأسعار الصرف |
| 180 | II-1 علاقة التضخم بالعرض النقدي وسعر الصرف |
| 186 | II-2 انتقال تغيير أسعار الصرف إلى مستوى الأسعار pass-through |
| 193 | II-3 نظام التثبيت النقدي: المجمعات النقدية كاستهدافات وسيطة |
| 198 | II-4 سعر الصرف كمثبت اسمي في برامج محاربة التضخم |
| 203 | II-5 تحديد قيمة مستهدفة للتضخم Inflation Targeting |
| 211 | III- تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم |
| 211 | III-1 أنظمة أسعار الصرف الثابتة ومكافحة التضخم |
| 217 | III-2 المرדودية التضخمية لمجالس العملة والدولة |
| 217 | III-1-2 المردودية التضخمية لمجالس العملة |
| 221 | III-2-2 المردودية التضخمية للدولة |

| | |
|-----|--|
| 223 | 3-III الأنظمة العائمة والتضخم |
| 226 | 4-III مقارنة المردودية التضخمية بين الأنظمة القطبية والوسيطية في الدول النامية |
| 234 | الخاتمة |
| | الفصل الرابع: تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي |
| 235 | مقدمة |
| 236 | I- النمو الاقتصادي |
| 237 | I-1 تعريف النمو الاقتصادي |
| 239 | I-2 النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي |
| 239 | I-2-1 النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي |
| 240 | I-2-2 نظرية Schumpeter للنمو الاقتصادي |
| 240 | I-2-3 نموذج Harrod-Domar |
| 241 | I-2-4 نموذج Solow |
| 242 | I-2-5 النظريات الحديثة للنمو |
| 244 | I-3 محددات النمو الاقتصادي |
| 244 | I-3-1 الادخار ورأس المال المادي والبشري |
| 245 | I-3-2 الإنفاق العمومي |
| 246 | I-3-3 التضخم وعدم الاستقرار الاقتصادي الكلي |
| 247 | I-3-4 الانفتاح والتبادل الخارجي |
| 248 | I-3-5 العوامل المالية |
| 249 | I-3-6 مفهوم التقارب Convergence |
| 250 | I-4 إستراتيجية التنمية |
| 253 | II- أنظمة أسعار الصراف والنمو الاقتصادي |
| 253 | II-1 سعر الصرف والنمو الاقتصادي |
| 254 | II-1-1 سعر الصرف في نماذج النمو الاقتصادي |
| 256 | II-1-2 تحليل العلاقة |
| 258 | II-2 التأثير المباشر لطبيعة أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي |
| 260 | II-3 التأثير غير المباشر لطبيعة أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي |

| | |
|-----|--|
| 260 | II-3-1 تأثير أنظمة أسعار الصرف على الاستثمار |
| 263 | II-3-2 تأثير أنظمة أسعار الصرف على التجارة الدولية |
| 265 | II-3-3 تأثير أنظمة أسعار الصرف على مستوى تطور القطاع المالي |
| 268 | II-4 أنظمة أسعار الصرف والتطبيقات في الاقتصاد الكلي |
| 272 | III- أنظمة أسعار الصرف ومردودية النمو الاقتصادي |
| 272 | III-1 الدراسات التجريبية لفحص علاقة بين نظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي |
| 278 | III-2 المردودية الاقتصادية لأنظمة أسعار الصرف فيما يخص النمو الاقتصادي |
| 285 | III-3 النمو الاقتصادي في أنظمة الربط الجامد: حالة الدولار ومجالس العملة |
| 285 | III-3-1 مردودية النمو الاقتصادي في البلدان المدولرة: الأدلة التجريبية |
| 286 | III-3-2 مردودية النمو الاقتصادي في مجالس العملة: الأدلة التجريبية |
| 290 | III-4 أنظمة أسعار الصرف والنمو: الدروس المستفادة من الأزمات |
| 296 | الخاتمة |
| | VI- الفصل الخامس: القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات بانل |
| 297 | مقدمة |
| 299 | I-1- التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل |
| 299 | I-1 تعريف وأهمية بيانات بانل Panel Data |
| 301 | I-2- النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل |
| 302 | I-2-1 نموذج التأثيرات الثابتة Modèle à effets fixes |
| 305 | I-2-2 نموذج التأثيرات العشوائية Modèle à effets Aléatoires |
| 310 | I-2-3 نموذج بانل الديناميكي |
| 310 | I-3-2-1 نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ |
| 311 | I-3-2-2 نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة |
| 311 | I-3-2-3 طرق التقدير المتقاربة |
| 316 | I-4-2-1 اختبارات التحديد |
| 316 | I-4-2-1 اختبارات التجانس لـ Hsiao (1986) |
| 319 | I-4-2-2 اختبار Hausman (1978) |

| | |
|-----|---|
| 319 | I-2-4-3 اختبار مضاعف Lagrange |
| 320 | I-3 اختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل |
| 321 | I-3-1 اختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الاستقلال بين المفردات |
| 325 | I-3-2 اختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الارتباط بين المفردات |
| 328 | I-3-3 اختبارات التكامل المتزامن |
| 332 | II- القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم |
| 332 | II-1 تصنيف أنظمة أسعار الصرف المختار للدراسة التجريبية |
| 335 | II-2 منهجية ونموذج الدراسة |
| 335 | II-2-1 منهجية الدراسة |
| 337 | II-2-2 النموذج المستخدم |
| 338 | II-2-3 تطور أنظمة أسعار الصرف في عينة الدراسة |
| 339 | II-3 خطوات تقدير النموذج |
| 339 | II-3-1 اختبارات التجانس لـ Hsiao (1986) |
| 341 | II-3-2 دراسة الاستقرار والتكامل المتزامن لبيانات بانل |
| 344 | II-3-3 التأثيرات الثابتة أم التأثيرات العشوائية |
| 345 | II-3-4 النموذج الديناميكي المستخدم وتحليل نتائج الانحدار |
| 346 | II-3-4-1 طريقة التقدير |
| 348 | II-3-4-2 عرض النتائج باستخدام التصنيفين الفعلي والمعلن |
| 356 | III- أنظمة أسعار الصرف ومردودية النمو الاقتصادي: القياس الاقتصادي |
| 356 | III-1 النموذج المستخدم ووصف متغيرات الدراسة |
| 359 | III-2 دراسة الاستقرار والتكامل المتزامن لمتغيرات النموذج |
| 360 | III-3 تقدير النموذج باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM-syst |
| 370 | الخاتمة |
| 372 | الخاتمة العامة |
| 379 | قائمة المراجع |
| | الملاحق |

فهرس الأشكال

| الرقم | عناوين الأشكال | الصفحة |
|-------|--|--------|
| 1-2 | مثلث الثلاثية المستحيلة | 94 |
| 2-2 | المثلث الأزلي | 95 |
| 3-2 | التخوف من التعويم من سنة 1974 إلى 1999 | 108 |
| 4-2 | التخوف من التثبيت من سنة 1974 إلى 1999 | 109 |
| 5-2 | مختلف أنظمة أسعار الصرف حسب تصنيف صندوق النقد الدولي سنة 1978 | 111 |
| 6-2 | توزيع أنظمة أسعار الصرف حسب تصنيف صندوق النقد الدولي | 120 |
| 7-2 | توزيع أنظمة أسعار الصرف في تصنيف Levy-yeyati و Sturznegger | 120 |
| 1-3 | استهداف النقود أو أسعار الفائدة | 173 |
| 2-3 | زيادة عرض النقود و الاندفاع السريع لسعر الصرف | 182 |
| 3-3 | الاستهداف النقدي | 195 |
| 4-3 | المردودية فيما يخص التضخم حسب أنظمة الصرف الفعلية «Facto» (متوسط التضخم) الفترة (1970-1999) بـ (%). | 215 |
| 5-3 | المردودية التضخمية حسب الأنظمة الفعلية و حسب كل مجموعة دولية متوسط التضخم على الفترة (1970-1999) بـ (%). | 216 |
| 6-3 | تطور معدلات التضخم | 218 |
| 7-3 | فروق التضخم | 219 |
| 8-3 | العلاقة بين النمو النقدي والتضخم بالنسب المئوية | 220 |
| 9-3 | تطور معدلات الفائدة الاسمية في المدى القصير | 221 |
| 10-3 | معدلات التضخم في الدول النامية على الفترة 1980 - 2007 | 231 |
| 1-4 | نظام سعر الصرف وتطير الاقتصاد الكلي حسب التقدم الاقتصادي للدول | 271 |
| 2-4 | أنظمة أسعار الصرف ونمو الاقتصاد حسب درجة التقدم الاقتصادي للدول | 284 |
| 3-4 | تطور الناتج الداخلي الخام الحقيقي (%) | 287 |
| 4-4 | متوسط النمو في المراحل المختلفة للأزمة (بالنسب المئوية) | 293 |
| 5-4 | متوسط معدل النمو المتوقع من خلال الانحدار بالنسبة للفترة 2008-09 مقارنة بالفترة 2003-07 (بالنسب المئوية) | 295 |
| 1-5 | خطوات اختبار التجانس لـ Hsiao (1986) | 317 |

فهرس الجداول

| الصفحة | عناوين الجداول | الرقم |
|--------|--|-------|
| 9 | السرد التاريخي لأنظمة أسعار الصرف خلال الفترة 1880-2000 | 1-1 |
| 62 | تكرار الأزمات (الأنظمة الثابتة هي أكثر عرضة لأزمات سعر الصرف من أنظمة التعويم والأنظمة الوسيطة هي أكثر عرضة من الأنظمة الثابتة والعائمة) | 2-1 |
| 98 | بيان اللاتكافؤ بين الأهداف (المعايير) | 1-2 |
| 103 | محددات نظام سعر الصرف "أهم الدراسات التجريبية: الأدلة الإحصائية" | 2-2 |
| 106 | تطور تصنيف أنظمة أسعار الصرف | 3-2 |
| 114 | أنظمة الصرف للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي في السنوات: 1978، 1983، 1992، 1997. | 4-2 |
| 115 | تطور أنظمة سعر الصرف الرسمية للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي | 5-2 |
| 117 | معايير تصنيف أنظمة أسعار الصرف الفعلية (Facto) وفق LYS | 6-2 |
| 119 | تصنيف LYS لأنظمة الصرف الفعلية Facto ومقارنتها بالأنظمة المعلنة Jure | 7-2 |
| 125 | تصنيف Rogoff و Reinhart لأنظمة أسعار الصرف Facto | 8-2 |
| 127 | سعر الصرف الثابت العائم أو سعر الصرف العائم الثابت | 9-2 |
| 140 | تطايير النسبي لأسعار الصرف حسب مجموعات الدول (يناير 1997-1999) | 10-2 |
| 190 | أثر Pass-through حسب مجموعات الدول 1980-1998 | 1-3 |
| 190 | أثر Pass-through حسب المناطق، 1980-1998 | 2-3 |
| 210 | أهم البلدان التي أخذت باستهداف التضخم | 3-3 |
| 214 | المردودية فيما يخص التضخم الفترة 1970-1999 — (%) | 4-3 |
| 225 | المردودية الاقتصادية في النظام الثابت (1960-1973) والعائم (1983-2005) | 5-3 |
| 228 | السياسة النقدية حسب أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية | 6-3 |
| 232 | استجابة التضخم إلى مختلف أنظمة الصرف في الدول النامية | 7-3 |
| 270 | التطايير والنمو الاقتصادي | 1-4 |
| 279 | أنظمة أسعار الصرف وأداء الاقتصاد الكلي | 2-4 |
| 281 | أنظمة أسعار الصرف والنمو الاقتصادي (مقارنة النتائج) | 3-4 |
| 283 | المردودية فيما يخص النمو حسب أنظمة أسعار الصرف الفعلية «Facto» معدل النمو المتوسط لكل فرد على الفترة 1974-2000 — (%). | 4-4 |
| 285 | النمو والتضخم في البلدان المدولرة وغير المدولرة — (%). | 5-4 |

| | | |
|-----|--|------|
| 289 | المردودية الحقيقية في أنظمة الربط الجامد والأنظمة المرنة | 6-4 |
| 339 | توزيع أنظمة أسعار الصرف في عينة الدراسة (1980-2008) (%)) | 1-5 |
| 341 | نتائج اختبار التخصيص لمخطط Hsiao (1986) | 2-5 |
| 342 | نتائج اختبارات جذر الوحدة | 3-5 |
| 344 | نتائج اختبار Hausman | 4-5 |
| 349 | استجابة التضخم لمختلف أنظمة أسعار الصرف (التقدير القياسي) | 5-5 |
| 353 | نتائج تقدير تأثير أنظمة الصرف على التضخم في الدول الصناعية وغير الصناعية | 6-5 |
| 359 | نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات نموذج النمو الاقتصادي | 7-5 |
| 360 | نتائج اختبار علاقات التكامل المتزامن لـ Pedroni و Johansen | 8-5 |
| 366 | نتائج تقدير معدل النمو الاقتصادي مع المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف باستخدام GMM-syst. (العينة الكلية) | 9-5 |
| 368 | نتائج تقدير معدل النمو الاقتصادي مع المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف الفعلية De facto باستخدام GMM-syst. (العينة الكلية) | 10-5 |

قائمة المصطلحات

| | |
|--------------------------------------|---------------------------------------|
| 1 – Financiarisation | 1 – الطابع المالي |
| 2 – Théorie de surréaction | 2 – نظرية التجاوز |
| 3 – Crises jumelles | 3 – أزمات التوأمة |
| 4 – Dollarisation | 4 – الدولار |
| 5 – Euroisation | 5 – الأوروبية |
| 6 – Crawling peg | 6 – الأنظمة الثابتة الزاحفة |
| 7 – within horizontal bands | 7 – أنظمة الربط في نطاق تقلب أفقي |
| 8 – Crawling band | 8 – أنظمة المجال الزاحف |
| 9 – Managed floating plus | 9 – النظام الموجه المحسن (الزائد) |
| 10 – Aléa moral | 10 – الخطر المعنوي |
| 11 – Corners hypothesis | 11 – فرضية القطبية الثنائية |
| 12 – péché originel | 12 – الخطيئة الأولى |
| 13 – Currency mismatch | 13 – تضارب العملات (عدم التطابق) |
| 14 – Triangle des incompatibilités | 14 – مثلث معضلة الثلاثية المستحيلة |
| 15 – Triangle éternel | 15 – المثلث الأزلي |
| 16 – Pass-through | 16 – انتقال تغيرات أسعار الصرف |
| 17 – Régime de jure | 17 – أنظمة الصرف المصرح بها (المعلنة) |
| 18 – Régime de facto | 18 – أنظمة الصرف الفعلية |
| 19 – l'output gap | 19 – فجوة الإنتاج |
| 20 – Données de panel | 20 – بيانات بانل |
| 21 – Méthode des moments généralises | 21 – طريقة العزوم المعممة |
| 22 – Variables instrumentales | 22 – المتغيرات المساعدة |
| 23 – Effet endogénéité | 23 – الأثر الداخلي |
| 24 – Conditions orthogonalité | 24 – شروط التعامدية |
| 25 – Conditions des moments | 25 – شروط العزوم |

المقدمة العامة

المقدمة العامة

فرضت العلاقات النقدية والمالية الدولية على العالم إيجاد إطار تنظيمي للمعاملات النقدية الدولية، قصد التحكم في الاختلالات الاقتصادية على المستوى المحلي والدولي، أين احتل الاهتمام بسعر الصرف مكانة الصدارة في هذا الإطار التنظيمي واسترعي عناية خاصة، لكون سعر الصرف يعتبر المحور الأساسي الذي يضمن استقرار النظام النقدي الدولي والذي اتخذ أشكال عدة شملت تارة أنظمة التعويم وتارة أخرى أنظمة التثبيت.

كان الاهتمام بنظرية أسعار الصرف أكثر وضوحاً منذ منتصف السبعينات من القرن الماضي، حيث تعددت النماذج الساعية لتحديد القوى المتحركة في أسواق الصرف الأجنبي من أجل تفسير ما يحدث لأسعار صرف العملات من تقلبات شديدة، ومدى تأثيرها في إحداث الأزمات الداخلية والخارجية.

وقد أسند بعض الاقتصاديين التقلبات التي عرفت أسعار الصرف إلى عوامل عديدة تختلف باختلاف الفترات الزمنية، فمنها محددات تؤثر في استقرار أسعار الصرف في المدى الطويل مثل التضخم وعوامل أخرى تؤثر في توازن سعر الصرف في الأجل القصير مثل تدفقات رؤوس الأموال.

وقد كانت في السابق تمثل مبادلات السلع والخدمات المسبب الرئيسي لعرض وطلب العملات أو بالأحرى كانت تمثل أهم محددات سعر الصرف، وأصبحت في الوقت الحالي تحركات رؤوس الأموال هي المحدد الرئيسي لأسعار الصرف.

وبخلاف فترة الثمانينات التي شهدت نقاشاً مركزاً تناول أنظمة أسعار الصرف والدور الذي يؤديه ربط أسعار الصرف بعملة أخرى في تثبيت معدلات التضخم، حيث خبرت البلدان النامية أنظمة صرف مختلفة استهدفت عملية تصحيح التضخم المفرط الذي وصل إلى معدلات قياسية في هذه الفترة وكانت أنظمة الربط من أكثر الأنظمة انتشاراً، والتي أثبتت نجاعتها في العديد من البلدان. فقد تغير مضمون النقاش خلال فترة التسعينات، حيث تميزت هذه الفترة بتراجع كبير لمستويات التضخم والزيادة الحادة في درجة حراك رأس المال وحجم تدفقاته، الأمر الذي نجم عنه تزايد الأزمات المالية في الأسواق الناشئة. ولقد عرفت دول العالم أنظمة أسعار صرف متنوعة، حاولت من خلال هذه الأنظمة تحقيق الاستقرار الاقتصادي والالتزامات الداخلية والخارجية وتبني سياسات استهداف التضخم. تقوم الدول بالإعلان

والتصريح عن أنظمة أسعار صرفها لدى صندوق النقد الدولي، وقد عرفت هذه الأنظمة بالأنظمة الرسمية.

حيث تمثل الأنظمة الرسمية الإعلان عن رغبة وتوجه السلطات المحلية فيما يتعلق بسياسات سعر الصرف وفي بعض الأحيان عن السياسة النقدية، حيث بالإعلان عن نظام سعر صرف معين، تلتزم السلطات عند الاقتضاء باستخدام السياسة النقدية، إذا كان ذلك ضرورياً للحفاظ على سعر الصرف المعلن. وفي الواقع العملي تم ملاحظة وإثبات في العديد من الدول وفي مراحل مختلفة، أن نظام سعر الصرف المطبق فعلياً كان يختلف عن النظام المعلن، في هذا الإطار يشير Calvo و Reinhart إلى أن ذلك يرجع إلى ظاهرة التخوف من التعويم والتي توضح أن العديد من الدول تصرح رسمياً بنظام سعر صرف عائم بينما النظام المطبق هو نظام ثابت.

ومن ناحية أخرى تتخوف الدول أيضاً من تثبيت عملتها، فالدول التي تعلن عن الأنظمة الثابتة، تُقدم على تغيير بتواتر سعر تعادل العملة إلى حد يصبح نظام سعر صرفها عائماً فعلياً. هذا التضارب بين التصريحات والإجراءات المتبعة، أجبر صندوق النقد الدولي على تعديل التصنيفات التي ينشرها انطلاقاً من سنة 1997، من خلال إتمام والتأكد من تصريحات الدول باستخدام معلومات تكميلية أخرى حول تطبيق سياسات سعر الصرف.

إضافة إلى التصنيفات المعدلة والمقدمة من قبل الصندوق، هناك تصنيفات أخرى، بحثت في ترتيب أنظمة أسعار الصرف المتبناة فعلياً من قبل الدول، هذه التصنيفات عرفت تحت تسمية التصنيفات الفعلية والواقعية Facto والتي تستند إلى عينات واسعة من الإحصائيات والتقويم الزمنية. وبذلك تعد هذه التصنيفات الأكثر فعالية في تحديد تأثير أنظمة أسعار الصرف على المردودية الاقتصادية، ذلك لكونها تعكس الواقع الفعلي مقارنة مع تصنيفات الصندوق التي تنطلق من مجرد الإعلان الرسمي عن تبني لنظام معين من قبل الإدارة الاقتصادية للبلد دون أن يرفق تطابق تلك الأنظمة مع شكلها النظري.

وبالرغم من الانتقادات والملاحظات التي وجهت إلى التصنيفات الفعلية، فقد اعتبرت نقطة تحول هامة في الدراسات التحليلية المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف الفعلية التي تباشرها مختلف الدول وبالعلاقة هذه الأنظمة بالأداء الاقتصادي الكلي.

وبالتالي عودة الجدل القائم حول فعالية أنظمة أسعار الصرف إلى الساحة النقدية الدولية. ولا تزال مسألة المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف واحدة من أكثر القضايا مثيرة للجدل في الاقتصاد الدولي ولاسيما في ظل الدور المحوري الذي تلعبه أنظمة أسعار الصرف في التأثير على المردودية الاقتصادية وعادة ما يكون هذا التأثير متفاوتاً ومعتمداً على طبيعة نظام سعر الصرف المتبني من قبل البلد، فقد أصبحت مسألة تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي من أهم المسائل التي تشغل الدراسات الاقتصادية الدولية في الوقت الراهن.

ونجد أن العديد من الدراسات تؤكد بأن فرضية وجود معدلات تضخم منخفضة في ظل أنظمة أسعار الصرف الثابتة صحيحة، في المدى القصير والمتوسط، إلا أن هذه الميزة قد تختفي في المدى البعيد، إذ أن أنظمة أسعار الصرف المرنة تُحدث معدلات تضخم تقارب معدلات التضخم في ظل أنظمة أسعار الصرف الثابتة ويحدث هذا في ظل التكيف بين تقلبات أسعار الصرف ومعدلات التضخم المختلفة. فأدى ذلك في السنوات الأخيرة إلى تغير الاتجاه نحو تبني أنظمة التعويم، قصد حماية الاقتصاديات من الصدمات المالية مع اتخاذ إستراتيجية لمكافحة التضخم تتلاءم وأنظمة أسعار الصرف العائمة، والتي تتمثل في إستراتيجية استهداف التضخم.

كما تشير الكثير من الأدبيات المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف، إلى أن هناك تأثير لأنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي، فمثلا وجد أن الدول التي تستخدم أنظمة أسعار الصرف الثابتة واجهت تراجعاً كبيراً في الناتج المحلي الإجمالي، في الوقت الذي تحفز فيه أنظمة أسعار الصرف المرنة وتقود إلى نمو اقتصادي أكبر، كون تحركات العملة يمكن أن تعمل كوسيلة لامتناس الصدمة، ويمكن هذا النظام من اعتماد سياسة نقدية مستقلة. وتشير دراسات أخرى إلى أن نظام سعر الصرف المرن من الممكن أن يكون عرضة للصدمات وبالتالي يقود إلى إيجاد صدمات أخرى في الاقتصاد، تؤدي إلى تعطيل الدورة الاقتصادية وبالتالي تخفيض النمو الاقتصادي، خاصة في تلك الدول التي لا يكون فيها النظام المالي متطوراً للتعامل مع الصدمات.

وخلال سنوات التسعينات من القرن المنصرم وأوائل القرن الحالي، تشير وتجمع الكثير من الدراسات على أن أنظمة أسعار الصرف الوسيطة هي هشة بطبيعتها وأنها تفتقر إلى المصداقية. هذه الآراء نتجت على إثر أزمات العملة التي عصفت بالأسواق الناشئة. في غضون ذلك، نجت بعض الدول الناشئة

الأخرى مثل جنوب إفريقيا والمكسيك عام 1998، من الأزمات من خلال تبني أنظمة أسعار صرف أكثر مرونة وبالتالي ازدادت أهمية التوجه نحو الأنظمة الركنية باعتبارها الحلول المستدامة في بيئة دولية تتسم بارتفاع تحركات رؤوس الأموال الدولية.

وعلى الرغم من كثرة الدراسات التجريبية السابقة التي قامت باختبار تأثير نظام سعر الصرف على النمو إلا أنه لا يوجد إجماع كامل بين نتائج هذه الدراسات بخصوص هذه العلاقة. فبعض الدراسات توصل إلى وجود تأثير واضح لأنظمة أسعار الصرف على النمو. أما البعض الآخر فتشير نتائجه إلى أن العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والنمو إما أن تكون ضعيفة أو غير معنوية.

وأمام درجة تعقد العلاقة التي تربط نظام سعر صرف معين بالمردودية من حيث النمو والتضخم وصعوبة الحكم على كفاءة نظام على حساب نظام آخر، تبرز أهمية الدراسة في التعرف وفي تحديد تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي.

من هذا العرض الموجز وعلى ضوء ما تقدم تبلور معالم الإشكالية التالية:

ما هو تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي في ظل التحولات الاقتصادية التي يعرفها العالم؟

وانطلاقاً من تداخل الإطار النظري والعملي في العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والمردودية الاقتصادية عموماً والتضخم والنمو الاقتصادي بشكل خاص وبناءً على التطورات الواسعة في تغيرات أنظمة أسعار الصرف في البلدان النامية ومدى تأثيرها في استقرار الاقتصاد الكلي، تتفرع إلى جانب الإشكالية تساؤلات فرعية والتي سنحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث:

- كيف يمكن استخلاص دروس من التاريخ النقدي والمالي في عملية المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف البديلة؟

- هل أدت التصنيفات الخاطئة لأنظمة أسعار الصرف إلى استنتاجات خاطئة حول تأثير أنظمة أسعار الصرف البديلة على الأداء الاقتصادي؟ وما هي اختيارات أنظمة أسعار الصرف المتاحة أمام الدول النامية؟

- ما هو نظام سعر الصرف الأكثر مردودية في الحد من معدلات التضخم؟

- ما مدى تأثير نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي وما هو النظام الذي له أفضل أداء؟
- ما المقصود بالاقتصاد القياسي لبيانات بانل الديناميكي؟ وما هي أساليب تقديره؟ وما هي مختلف استخداماته؟

- فرضيات البحث:

- للإجابة على الأسئلة المطروحة يمكن وضع جملة من الفرضيات التي تكون منطلقاً للدراسة وهي كالتالي:
- 1- من الحيوي لتحليل الاقتصادي والعمل التجريبي التفرقة بين أنظمة أسعار الصرف الرسمية والفعلية.
- 2- العلاقة التي تربط أنظمة أسعار الصرف بالتضخم هي علاقة تأثير وتأثر.
- 3- يؤثر نظام سعر الصرف العائم ايجابيا على النمو الاقتصادي.

- أهمية البحث:

تتجلى أهمية البحث من عدة اعتبارات:

يستمد البحث أهميته من عمق الجدل القائم حول هذا الموضوع بحيث يعتبر من المواضيع التي هي محل اهتمام الندوات والدراسات والبحوث الحديثة، حيث أصبح الشغل الشاغل لخبراء المالية الدولية هو البحث عن نظام الصرف الأكثر تلاءماً مع التحولات المالية والنقدية الدولية وهذا لضمان الاستقرار الكلي وتقديم أفضل أداء اقتصادي.

وأخيراً، فإن دراسة وتحليل تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو باستخدام أساليب الاقتصاد القياسي الأكثر حداثة على بيانات بانل، نعتقد أنها الأنسب لمعالجة مثل هذا الموضوع.

- أسباب اختيار الموضوع

يعود اختيارنا لهذا الموضوع لعدة أسباب لعل من أبرزها ما يلي:

- حداثة الموضوع وبروزه على الساحة الاقتصادية الدولية خاصة بعد ظهور العولمة والأزمات، مع اكتسابه أهمية كبيرة في الدراسات النقدية والمالية الدولية.
- ارتباط الموضوع بتخصص نقود، بنوك ومالية الذي زاولت فيه دراستي لما بعد التدرج.
- ميلنا إلى البحث في هذا الموضوع، نظراً لقلّة الدراسات باللغة العربية التي تناولته وأملنا أن تعطي هذه الدراسة شيئاً جديداً ولو بسيطاً في هذا الحقل من الدراسات وهذا لإثراء المكتبة.

– أهداف البحث:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:

- إبراز الأهمية الاقتصادية والمالية لدور أنظمة أسعار الصرف في ظل التحولات المالية والنقدية.
- تحديد تأثير وطبيعة العلاقة التي تربط أنظمة أسعار الصرف المختلفة بالتضخم والنمو الاقتصادي.
- محاولة التمكن من استخدام أساليب الاقتصاد القياسي في التحليل.

– مجال وحدود الدراسة:

يتمثل مجال الدراسة في الجانب التطبيقي في تحليل بيانات بانل، لذلك فإن الإطار الزمني للدراسة يغطي الفترة 1980-2008 على عينة تتكون من 50 دولة، تضم 14 دولة صناعية، 18 دولة ناشئة و18 دولة نامية.

– منهج وأدوات الدراسة

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضياته، نحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات الاقتصادية عموماً، وعليه نعتمد على المزج بين المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في الجانب النظري من خلال التطرق إلى أهم الأدبيات المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف وأثارها على التضخم والنمو الاقتصادي وإلى مختلف الدراسات التجريبية التي تناولت الموضوع ومقارنة النتائج، بالإضافة إلى المنهج القياسي في الجانب التطبيقي لاختبار تأثير أنظمة الصرف على التضخم والنمو وذلك باستخدام نماذج بانل الديناميكية تمزج بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية.

تستمد الدراسة بياناتها فيما يخص مختلف المتغيرات الداخلة في النماذج القياسية من إحصاءات البنك العالمي، أما بيانات تصنيفات أنظمة أسعار الصرف الرسمية والفعلية يتم الحصول عليها من بيانات صندوق النقد الدولي و من البيانات التصنيف الفعلي "Facto" — Rogoff و Reinhart.

– محتويات الدراسة

لقد تناولنا دراسة الموضوع في خمسة فصول مسبقة بمقدمة عامة وتلوها خاتمة عامة، وتضمن كل فصل جانباً من جوانب الدراسة على النحو التالي:

تناولنا في الفصل الأول أنظمة أسعار الصرف، فنتطرق في البداية إلى استعراض البعد التاريخي والنظري لأنظمة أسعار الصرف ثم ننتقل إلى دراسة الترتيبات الحالية لأنظمة أسعار الصرف وأخيراً قمنا بعرض واقع أنظمة أسعار الصرف الراهنة.

أما الفصل الثاني يتم فيه عرض أنظمة أسعار الصرف بين التقييم والتصنيف ففي البداية تم استعراض أنظمة أسعار الصرف بين الإيجابيات والسلبيات لنواصل الدراسة في هذا الفصل بالتطرق إلى محددات اختيار نظام سعر الصرف وكذا عرض أهم تصنيفات أنظمة أسعار الصرف وأخيراً تناولنا دراسة اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية.

ويتناول الفصل الثالث دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم ويتم من خلاله التعريف بظاهرة التضخم وتبيان أسبابها ونتائجها ثم استعراض علاقة التضخم بأسعار الصرف وفي الأخير تناولنا دراسة تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم.

ويعرض الفصل الرابع تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي وقد تضمن دراسة النمو الاقتصادي ثم استعراض أنظمة أسعار الصرف والنمو الاقتصادي وفي الأخير ركزنا على استعراض أنظمة أسعار الصرف و مردودية النمو الاقتصادي.

أما الفصل الخامس والأخير نتناول من خلاله القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو باستخدام النماذج الديناميكية لبيانات بانل على عينة تتكون من 50 دولة خلال الفترة من عام 1980 حتى عام 2008. في بداية الفصل تم استعراض التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل ثم ننتقل إلى القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم وفي الأخير نتناول دراسة أنظمة أسعار الصرف و مردودية النمو الاقتصادي باستخدام القياس الاقتصادي.

وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها، كما حاولنا إثبات صحة أو نفي الفرضيات السابقة وتقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات.

الفصل الأول

أنظمة أسعار الصرف

مقدمة

يمثل النظام النقدي مجموعة الترتيبات والقوانين والتنظيمات التي في إطارها تتم التسويات الدولية ويتحدد النظام بقاعدته النقدية التي تمثل المعيار أو المحور الذي يستند عليه و يتوقف استمرار النظام النقدي على مدى ملائمة و فعالية قاعدته النقدية.

إن تسوية المدفوعات الدولية الناشئة عن قيام التبادل الدولي، إنما تتم من خلال هذا الإطار النقدي ومن ثم فإن لكفاءة النظام النقدي أثرها على حجم العلاقات الاقتصادية الدولية وكان لكل نظام نقدي ظهر على المسرح الدولي من وقت لآخر هيكل من القواعد والآليات والمؤسسات، تَمَكَّن من خلالها القيام بوظائفه. وقد ظهر هيكل كل نظام من أوضاع اقتصادية وسياسية سادت في كل فترة. تاريخياً عرف العالم نظم مختلفة، الأول ارتبط بقاعدة الذهب الدولي خلال نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين، وجاء الثاني في إطار نظام بريتون وودز واستمر من نهاية الحرب العالمية الثانية حتى بداية السبعينات، وأخيراً سادت بعد ذلك، أنظمة أسعار صرف مختلفة وبطبيعة الحال كانت لتلك الأنظمة انعكاساتها على الاقتصاد العالمي، حيث عرف النظام النقدي الدولي أزمات عنيفة على فترات متعاقبة أدت إلى إحداث آثار هامة على التوازن الاقتصادي العالمي عموماً وعلى اقتصاديات الدول الناشئة والنامية بوجه خاص.

الأمر الذي أفرز توجهات مختلفة نحو أنظمة أسعار صرف الأكثر ملائمة والكفيلة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي، أين سادت عدة ترتيبات في أنظمة أسعار الصرف.

على ضوء ما تقدم وقصد إبراز مختلف أنظمة أسعار الصرف التي تمخضت وأفرزتها الفترات المتعاقبة التي عرفها النظام النقدي الدولي، سنقوم بتخصيص هذا الفصل الذي نتناول فيه ثلاث مباحث نقوم بعرضها كالتالي: يتطرق المبحث الأول إلى تبيان البعد التاريخي والنظري لأنظمة أسعار الصرف، أما المبحث الثاني، فيهتم بدراسة الترتيبات الحالية لأنظمة أسعار الصرف، يليه في الأخير المبحث الثالث الذي نتناول فيه واقع أنظمة أسعار الصرف الراهنة.

I- البعد التاريخي و النظري لأنظمة أسعار الصرف

يشكل النظام النقدي الدولي مجموعة من الآليات التي تنظم المعاملات ما بين المقيمين و غير المقيمين لذلك فهو يعبر عن مجموعة من القواعد والإجراءات المستعملة لتنظيم و سير العمليات النقدية الدولية. ويشير Krugman و Obstfeld إلى أن النظام النقدي الدولي هو جملة الهيئات والاتفاقيات التي تصادق عليها الدول والتي تخص مجال النقود و أسعار الصرف¹. كما يعرف R. Solomon النظام النقدي الدولي، على أنه مجموعة من الاتفاقيات والقواعد والممارسات والهيئات، التي يتم في إطارها المدفوعات الخاصة بصفقات عابرة للحدود، فهو يهتم بتوفير العملة الدولية والعلاقات الموجودة بين مختلف العملات و تطور موازين المدفوعات و كيفية تعديلها.

I-1 نشأة النظام النقدي الدولي

لقد عرف العالم عدد من الأنظمة النقدية المختلفة، و يؤخذ اسم النظام النقدي أو القاعدة النقدية من السلعة أو السلع التي تثبت وحدة النقد بدالاتها. فإذا تم تثبيت عملة الدولة بالنسبة إلى الذهب، قيل أنها تتبع قاعدة الذهب وإذا تم ربط العملة بالذهب والفضة في آن واحد أطلق على النظام النقدي اسم قاعدة المعدنين، أما إذا ثبتت بالنسبة إلى الفضة، قيل أنها تسير على قاعدة الفضة، وإذا لم يتم ربط عملة الدولة بأي معدن قيل أنها تتبع النظام النقدي الورقي. في ظل نظام المعدنين يتم تحديد نسبة قانونية بين عيار الفضة وعيار الذهب. و في هذا النظام توجد نقود من المسكوكات الذهبية إلى جانبها نقود من المسكوكات الفضية، ففي القرن الثامن عشر أخذت السلطات الحاكمة في البلاد الأوربية في تحديد معدل يربط بين المعدنين، وقد صدرت عدة قوانين نقدية تحدد أسس نظام المعدنين.

ويمكن تلخيص شروط قيام نظام المعدنين في النقاط التالية:

- تعيين معدل قانوني ثابت بين الذهب والفضة، وتكون كل من النقود الذهبية و الفضية ذات وزن وعيار معدنين، ويتم التبادل بين المسكوكات الذهبية والمسكوكات الفضية على أساس المعدن الصافي في كل منهما أي مقدار الفضة الصافي في الدولار الفضي، والذهب الصافي في الدولار الذهبي، إذ كانت

¹ Y.Crozet, et al, « Les grandes questions de l'économie internationale », édition Nathan, France, 1997, p.250.

النسبة القانونية بين الدولار الفضي والذهبي تعادل 1/16 في النصف الأول من القرن التاسع عشر، أي الدولار الذهبي يساوي 16 دولاراً فضياً.

- حرية تحويل السبائك من الذهب أو الفضة إلى قطع نقدية مجاناً للحفاظ على تعادل القيمتين الاسمية والسلعية حتى لا تصبح القيمة الاسمية أكبر من القيمة السلعية للمسكوكة.

- حرية استيراد وتصدير المعدن الثمين من أجل المحافظة على استقرار أسعار الصرف الدولية. من مزايا هذا النظام أن أسعار الصرف كانت تعتبر أكثر استقراراً، ففي نظام المعدنين يمكن تصحيح الميزان الحسابي عن طريق استخدام معدنين بدلا من معدن واحد.

وتتمثل أهم عيوبه في الصعوبة الحفاظ على استمرار تعادل النسبة القانونية مع نسبة تعادل المعدنين في السوق، وحتى لو تمكنت الدولة من الحفاظ على ثبات تعادل النسبتين القانونية والسوقية، فإن دول أخرى قد لا تتمكن من ذلك، فإذا حصل أن اختلفت النسبة في السوق الداخلية عنها في السوق الخارجية سيؤدي إلى تصدير المعدن الذي أصبحت قيمته في الداخل أقل من قيمته في الخارج، لأن عملية التصدير تصبح مربحة، وبخروج المعدن الثمين ستختلف النسبة القانونية عن نسبة التجارية في السوق فيزول النظام باختفاء النقد الجيد.

ولذلك واجه نظام المعدنين عدة صعوبات أدت إلى انهياره لصالح قيام نظام الذهب، وتتلخص هذه الصعوبات فيما يعرف باسم قانون قريشام.

في ظل نظام الذهب تكون قيمة الوحدة النقدية مساوية إلى قيمة ما تحتويه من ذهب، فالقوة الشرائية لوحدة النقد تكون مساوية إلى القوة الشرائية لذلك المقدار الثابت من الذهب الذي تحتوي عليه المسكوكة الذهبية، أي أن مقدار ما يحصل عليه الباوند الإسترليني الذهبي يساوي مقدار ما يحصل عليه الذهب الموجود فيه، فإذا تم صهر الباوند الذهبي إلى ذهب يمكن لحامل هذا المقدار من الذهب من الحصول على نفس كمية السلع والخدمات التي كان يحصل عليها الباوند الذهبي قبل صهره.

لقد سار عدد كبير من بلدان العالم على نظام الذهب الكامل، فبمجرد أن ضمنت كل من إنجلترا وباقي دول أوروبا الشمالية والولايات المتحدة الأمريكية قابلية التحويل الداخلية والخارجية لعملائها إلى ذهب كان بإمكان أن يسير نظام قاعدة الذهب كنظام نقدي دولي¹.

¹ M.Bassone, A.Bettone, « Problèmes monétaires internationaux », édition, Armand colin, 1998, p.48.

في ظل قاعدة الذهب، تم تحديد القيمة الخارجية لكل العملات بأسعار ثابتة مقومة بالذهب، وتكون البنوك المركزية مستعدة لبيع و شراء أي كمية من الذهب عند سعر محدد بعملتها المحلية. وحيث أن الذهب كان هو المعيار العام الذي تم على أساسه تحديد قيمة كل العملات وتثبيتها، فإنه يحافظ على معدلات التبادل بين العملات المختلفة، ولا تحدث التقلبات إلا في حدود صغيرة جداً عن تلك القيم. ولكي تكون البنوك المركزية قادرة على تحويل عملاتها بالذهب، فإن يجب عليها أن تحتفظ باحتياطي من الذهب ومن ثم فإن الذهب كان هو الأصل الرسمي للاحتياطي.

فقد ساد هذا النظام في إنجلترا وفي عدد كبير من الدول قبل نشوب الحرب العالمية الأولى في سنة 1914 أين سادت اضطرابات نقدية حالت دون إمكانية استمرار معيار الذهب، فالتجتهت أنظار الدول نحو تأسيس نظاماً نقدياً رسمياً بعد التخلي عن قاعدة الذهب، لهذا الغرض تم الاتفاق في ندوة جنوه سنة 1922، على تأسيس نظاماً نقدياً أطلق عليه نظام الصرف بالذهب، حيث اعتمد سير هذا النظام على إدخال عملات صعبة قابلة للتحويل إلى ذهب والتي يتم بموجبها حل مشكل السيولة الدولية، فضلاً عن إمكانية الاحتفاظ بها كاحتياطات دولية من قبل البنوك المركزية إلى جانب الذهب، وتميز هذا النظام عن سابقه بعدم قابلية التحويل العملات إلى ذهب إلا على مستوى الخارجي في شكل سبائك للبنك المركزي.

على هذا الأساس يمكن اعتبار ندوة جنوة أنها سمحت بتخطي مشكلة قلة المخزون الذهبي ولكن يبقى الضعف الأساسي لنظام قاعدة الصرف بالذهب في هذه المرحلة هو غياب هيئات تعمل على تسيير العلاقات النقدية الدولية وظهور كتل نقدية حول عملات أساسية وظهور تخفيضات تنافسية لأسعار الصرف والرقابة على الصرف¹. ويعزى قصر حياة هذه القاعدة إلى عدد من الصعوبات وإلى حدوث نقص في المصادقية، مما يبين أنه كان من نتائج نمو الوعي والديمقراطية أن أصبح الهدف الداخلي للسلطات النقدية هو توفير العمالة الكاملة والمحافظة على قابلية الذهب للتحويل².

وفي سنة 1925، تقرر الرجوع لنظام قاعدة الذهب، وفي الحقيقة أن العودة إلى نظام الذهب قد فرض على الكثير من دول العالم سعياً وراء التخلص من الفوضى التي سادت أسعار الصرف في ذلك الوقت

¹ JP.Faugere, « La crise du système monétaire international », édition, Minerve, France, 1986, p.23.

² Eichengreen.B,« Golden fetters :the gold standard and the great depression», Oxford university press, new york,1992, p.06.

لكن الظروف التي سادت سنوات العودة إلى نظام الذهب جعلت من غير الممكن أن يؤدي هذا النظام عمله كما يجب مع حلول الكساد الكبير، فقد تخلت عنه المملكة المتحدة في سنة 1931، واتبعتها دول أخرى، غير أن فرنسا وقليل من الدول الأخرى بقيت علي هذا النظام حتى عام 1936. ومن ثم، أخذت دول العالم تدخل عهدا من القيود و الحماية التجارية و الرقابة على الصرف و انغمست في دورة من التخفيضات في القيم الخارجية للعملات. ولم تستطع أن تتجاوز بعض العقبات التي نتجت عن قيام الحرب العالمية الثانية على الصعيد الاقتصادي والسياسي، كما استدعت إعادة بناء الاقتصاد العالمي وجود سيولة دولية كبيرة.

عقب انتهاء الحرب العالمية الثانية طُبق نظام بريتون وودز كمعبر عن الأوضاع الاقتصادية والنقدية الدولية السائدة آنذاك، ولقد قام هذا النظام النقدي الدولي على أساس نظام الصرف بالذهب والدولار الأمريكي كعملة ارتكازية قابل للتحويل إلى ذهب بسعر ثابت، كما أنشئ صندوق النقد الدولي كمركز لإدارة هذا النظام مستهدفاً المحافظة على استقرار أسعار الصرف وكمصدر للسيولة الدولية. وحتى نهاية الخمسينات كان نظام بريتون وودز مستقرا كنتيجة لاستقرار الدولار الأمريكي، ولكن مع ظهور قوى اقتصادية عالمية أخرى و تفاقم العجز في ميزان المدفوعات الأمريكي، أخذ الدولار يتعرض لأزمات نقدية و اشتد الطلب على تحويله إلى ذهب ثم إلى عملات أخرى قوية، حتى اضطرت الولايات المتحدة إلى إيقاف تحويله إلى ذهب في سنة 1971، فتوقف العمل بهذا النظام وحلت محله أنظمة الصرف أكثر مرونة وإنهاء دور الذهب في النظام النقدي.

I-2 الماهية و المنظور التاريخي لنظم أسعار الصرف

I-2-1 مفهوم نظام سعر الصرف

يعرف نظام سعر الصرف بالقواعد المؤسسية التي توضح بدقة كيف يتحدد سعر صرف العملة مقابل العملات الأجنبية الأخرى¹.

فنظام سعر الصرف هو الإطار القانوني أين يتشكل سعر الصرف في ظلّه و تتحقق عملياته، هذا القانون يعمل على نمذجة تذبذبات أسعار الصرف وإطار تصحيحها على قيمتها النظرية.²

¹ Larbi Dohni, Canol Hainaut, « Les taux de change », édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.19.

² Michel Jura, « Technique financière internationale », 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2003, p.117.

ويقصد أيضا بنظام سعر الصرف مجموعة القواعد والمعروفة باسم قواعد اللعبة (Rules of the game) التي تحدد دور كل من السلطات والمتعاملين الآخرين في سوق الصرف الأجنبي. وبالتالي نظام سعر الصرف يترجم طبيعة سياسة سعر الصرف المتبناة من طرف البلد لتحديد سعر صرف عملتها، فمن جهة سياسة سعر الصرف يمكن أن تترك قوى السوق تحدد سعر الصرف، أو من جهة أخرى يمكن أن تكون من أجل التدخل الفعال في سوق الصرف والاحتفاظ بسعر الصرف في المستوى المرغوب فيه.¹

I-2-2 الإطار التاريخي لنظام سعر الصرف

شهد العالم منذ أكثر من مائة عام ثلاثة أنماط رئيسية من نظم الصرف، فشهد أولا نظام سعر الصرف الثابت المرتبط بقاعدة الذهب و الذي ساد خلال الفترة من عام 1880 إلى عام 1914، كما ساد مرة أخرى بين عامي 1925 و 1931، وشهد ثانيا نظام التعويم المدار للعمالات والذي ساد من عام 1918 إلى عام 1925 ومن عام 1973 حتى يومنا هذا. وشهد ثالثا نظام بريتون وودز الذي استمر من عام 1944 إلى عام 1973.

ولكل من هذه النظم الثلاث خصائصها المميزة من حيث تأثيرها على أسعار الصرف وعلى آلية تحقيق التوازن.

ففي ظل قاعدة الذهب كانت أسعار صرف العملات ثابتة، وكان التوازن يتحقق من خلال تأثير العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات على حجم النقود. أما في ظل نظام التعويم المدار فإن أسعار الصرف تتحدد بواسطة قوى السوق التي تحقق التوازن بين العرض والطلب على الصرف الأجنبي. بينما نجد نظام بريتون وودز يقف موقفاً وسطاً بين نظامي سعر الصرف الثابت والتعويم المدار، إذ يسمح نظام بريتون وودز ببعض المرونة لتغيير سعر الصرف من أجل تصحيح الاختلالات الأساسية في المدى الطويل وفي نفس الوقت يُلزم الدول الأعضاء في النظام، بتثبيت أسعار صرف عملاتها مع السماح بتقلبها في حدود ضيقة في الزمن القصير.

¹ Andrew Harrison et Autres, « Business international et mondialisation », 1^{ère} édition, édition de Boeck université, Bruxelles, Belgique, 2004, p.303.

دلت تجارب فترة الثلاثينات والحرب العالمية الثانية نتيجة الخروج عن قاعدة الذهب على أن عدم استقرار أسعار صرف عملات الدول كان يلحق بها ضرراً جسيماً، فقد أدى تقلب أسعار الصرف إلى تشجيع انتقال رؤوس الأموال بين مختلف المراكز المالية لكي تغتنم أعلى العوائد المالية المتاحة، كما أدى إلى اشتداد حركة المضاربة على أسعار العملة واضطراب أحوال التجارة الدولية والمعاملات المالية بصفة عامة. لذلك كان من أهم أهداف الصندوق هو تجنب حدوث هذه التقلبات في أسعار صرف عملات الدول المختلفة أي العودة إلى نظام سعر الصرف الثابت.

ولتحقيق هذا الهدف اقتبست اتفاقية الصندوق بعض خصائص نظام الذهب فيما يتعلق بتحديد أسعار ثابتة لجميع عملات الدول الأعضاء بالنسبة للدولار الأمريكي، الذي كان بدوره مرتبطاً بالذهب بسعر ثابت قدره 35 دولار للأوقية. وكان على الدول الأعضاء إخطار الصندوق بأسعار صرف عملاتها بالنسبة للدولار التي اعتبرت بمثابة أسعار التعادل التي تعتبر حجر الزاوية في نظام استقرار أسعار الصرف. وحتى تستقر أسعار التعادل بصفة مستمرة، نصت اتفاقية الصندوق على أنه لا يجوز لأي دولة من الدول الأعضاء أن تسمح بتقلب سعر صرف عملتها صعوداً وهبوطاً بما يزيد عن 1% من سعر التعادل، لذلك سمي هذا النظام باسم نظام سعر الصرف المتحرك و المقصود به السماح لسعر الصرف بالتحرك صعوداً وهبوطاً عن سعر التعادل في حدود 1%، ويتم التثبيت بالربط بالدولار أو بوزن معين من الذهب، ذلك لأن الولايات المتحدة كانت تقوم بتحويل الدولار لغير المقيمين بسعر ثابت من الذهب وكانت الدول تربط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار.

ويمكن تقسيم فترة سير نظام بروتن وودز إلى مرحلتين أولهما تبدأ من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة 1958، الثانية من سنة 1958، إلى غاية زوال نظام بروتن وودز انطلاقاً من سنة 1971، لاسيما كون سنة 1958، تعتبر السنة التي بدأ يعمل فيها النظام بتطبيق كل مبادئه¹ (قابلية التحويل في أوروبا). بشكل عام، تميزت الفترة الأولى باستقرار نسبي للعلاقات النقدية الدولية (خاصة بعد إعادة بناء أوروبا) وبالارتفاع السريع للإنتاج والمبادلات الدولية، الأمر الذي انجر عنه الطلب المتزايد للسيولة الدولية. وبالتالي سجلت قلة في حجم الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية، أين تمكن النظام من توفيرها.

¹ JP. Allégret, «économie monétaire internationale», Edition Hachette, paris, 1997, p.100.

أما الفترة الثانية من نظام بريتون وودز تميزت بتقرير 14 دولة أوروبية سنة 1958، جعل عملاتها قابلة للتحويل¹ (بالنسبة لغير المقيمين أما المقيمين فتقرر سنة 1961) وذلك تطبيقاً للمادة VIII من القانون الأساسي لصندوق النقد الدولي، ويمكن تفسير ذلك بارتفاع القدرة التنافسية لهذه الدول، وبالتالي فانطلاقاً من هذه السنة بدأ بروتون وودز العمل بكافة المبادئ التي جاءت بها الاتفاقيات التي صيغت سنة 1944، أي بالتطبيق المتزامن لمبدأ القابلية للتحويل و تثبيت أسعار الصرف.

أدى نظام استقرار الصرف دوراً هاماً في تحقيق الاستقرار النقدي اللازم لنمو التجارة الدولية على عكس ما شهدته فترة الثلاثينات من تقلبات عنيفة في أسعار الصرف، أما السبب في تقويض أسس هذا النظام فيرجع بدون أدنى شك إلى العجز السريع والمتنامي لميزان المدفوعات الأمريكي وإلى تضخم الأسعار الذي تصاعد بمعدلات كبيرة، والتي أثرت على حركة التبادل التجاري الدولي. وقد قاد ذلك إلى التشكيك في قيمة الدولار مقابل الذهب وفي قدرة السلطات النقدية الأمريكية على الحفاظ على سعر 35 دولار للأوقية الواحدة، ولقد ترجم هذا التشكيك بظهور ضغوطات مضاربة على سعر الذهب مقابل الدولار في الأسواق الدولية .

فقد عرفت هذه الفترة وجود سيولة مفرطة وفائض بالدولار نتيجة قيام الولايات المتحدة الأمريكية بتمويل العجز المتزايد في ميزان المدفوعات بإصدار الدولار، الأمر الذي انجر عنه وفرة مفرطة في الدولارات الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية².

بالإضافة إلى ذلك، فسرعان ما أخذ حجم التحركات الدولية لرؤوس الأموال في الارتفاع خاصة في الستينات بحيث أصبحت الحكومات تعتبر أن مجرد التفكير في تعديل سعر الصرف (تخفيض) قد يؤدي إلى ظهور ضغوطات مضاربة على قيمة العملة المعنية. هكذا فلم يكن هناك تناسب لوسائل تعديل ميزان المدفوعات المتوفرة، كما كانت تظهر وبصفة تدريجية صعوبات في تسيير نظام سعر الصرف الثابت في ظل تنامي التحركات الدولية لرؤوس الأموال.

لذلك رأت الحكومة الأمريكية أن تتدخل، فأعلن الرئيس الأمريكي نيكسون في أوت 1971، منع تحويل الدولار إلى ذهب، ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين الهيار لنظام "بريتون وودز".

¹ Lenain. P, « le FMI », édition, Casbah, 1998, p.26.

² Teulon. F, « la nouvelle économie mondiale », édition, PUF, 1998, p.24.

ففي هذا الإطار يعتبر Eichengreen أن عدم تلاؤم أو عدم تناسب الآليات المتوفرة لتعديل ميزان المدفوعات وصعوبة تطبيق نظام سعر الصرف الثابت في إطار تنامي التحركات الدولية لرؤوس الأموال يمكن اعتباره واحد من أهم النتائج التي يمكن استخلاصها من نظام بروتن وودز¹.

ويكون نظام سعر الصرف قد عرف عدة محطات في تطوره بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى أنظمة أسعار صرف مختلفة.

يبين الجدول رقم(1-1) سرداً تاريخياً عاماً لنظم أسعار الصرف التي شهدها العالم منذ سنة 1880. وقد اتسعت هذه النظم اتساعاً كبيراً كما حددها Reinhart و Rogoff، إلا أن الاختيار الأساسي بين أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة ما يزال هو لب المسألة في عملية تحديد الاختيار المناسب.

الجدول رقم(1-1): السرد التاريخي لأنظمة أسعار الصرف خلال الفترة 1880-2000.

| | |
|-----------|--|
| 1917-1880 | العملة المعدنية: قاعدة الذهب (ثنائية المعدن، الفضة)، اتحادات العملة، مجالس العملة التعويم. |
| 1945-1919 | قاعدة الصرف بالذهب، التعويم، التعويم الموجه، اتحادات العملة، تعويم محض. |
| 1971-1946 | الربط القابل للتعديل في إطار بريتون وودز، التعويم (كندا)، أسعار صرف ثنائية متعددة. |
| 2000-1971 | تعويم حر، تعويم موجه، ربط قابل للتعديل، ربط متحرك، ربط بسلة عملات، المناطق أو النطاقات المستهدفة، أسعار الصرف الثابتة، اتحادات العملة، مجالس العملة. |

المصدر: علي توفيق الصادق وآخرون، "نظم وسياسات سعر الصرف"، صندوق النقد العربي، 2003، ص.43.

I-3 محددات سعر الصرف

إن لسعر الصرف أهميته البالغة لأن الخاصية المميزة للمعاملات الاقتصادية الدولية هي أنها تتضمن استخدام نقوداً مختلفة، فكل بلد يصدر عملته الخاصة في داخل حدوده القومية كوسيط للتبادل أو وحدة للحاسب. وتبعاً لذلك، يتعين على المنتجين الذين يبيعون سلعاً في الخارج أن يحولوا العملات الأجنبية المستلمة إلى عملة محلية. وبالمثل يتعين على المستثمرين الذين يجوزون عملة محلية، أن يحصلوا على

¹Eichengreen. B, « L'expansion du capital: une histoire du système monétaire international », édition, l'harmattan, 1997, p.172.

عملات أجنبية من أجل أن يحصلوا على أصول مالية في مكان آخر، والوسيط الذي يتم عن طريقه بيع وشراء العملات القومية المختلفة هو سعر الصرف.

يتوقف الطلب على الصرف الأجنبي وعرضه على تفاعل عدة عوامل والتي تتحكم في تحديد سعره. إن تلك العوامل المتفاعلة في تحديد سعر الصرف تختلف باختلاف نظام سعر الصرف السائد.

التخلي عن نظام بريتون وودز و الانتقال إلى أسعار الصرف العائمة نتج عنه ظهور انحرافات مزمنة وقوية في سعر الصرف، قادت إلى تطاير أسعار الصرف، فتوجه الأدب الاقتصادي والكتابات الاقتصادية المتخصصة إلى العمل على تفسير تطور أسعار الصرف في هذا الإطار الجديد، للوقوف على محددات سعر الصرف وانحرافاته من خلال التنظير الحديث وبالرجوع إلى النظريات التقليدية، لاسيما نظرية تعادل القوة الشرائية، التي تمثل أهم نظرية مفسرة لتقلبات أسعار الصرف من خلال تأثير الحساب الجاري الذي ينعكس في فوارق معدلات التضخم المحلي والأجنبي، والتي ركزت اهتمامها بتفسير العلاقة التي تربط الميزان التجاري بسعر الصرف ولكنها أهملت تأثير حساب رأس المال في استقرار سوق الصرف بالنظر إلى تنامي أسواق المال الدولية وزيادة حجم المعاملات المالية قصيرة الأجل.

في هذا الإطار فسرت النظريات الأولى سعر الصرف من خلال العوامل الحقيقية، أين كان السبق للمعاملات التجارية ومع تنامي حركات رؤوس الأموال أو ما يطلق عليه سيطرة الصفة المالية على ميزان المدفوعات (financiarisation) أين أصبحت المعاملات المالية تغطي على باقي المعاملات فأصبحت المتغيرات المالية أكثر تفضيلاً في تفسير أسعار الصرف¹.

I-3-1 المحددات الحقيقية لأسعار الصرف

تتمثل المحددات الحقيقية الرئيسية لأسعار الصرف في الأسعار النسبية للسلع والخدمات من جهة وفي الميزان الجاري من جهة أخرى.

I-3-1-1 نظرية تعادل القوة الشرائية

ظهرت نظرية تعادل القوة الشرائية إلى حيز الوجود خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها، عندما أثير التساؤل عن كيفية إعادة تحديد أسعار تعادل بين عملات الدول، التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب خلال فترة الحرب، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف.

¹ Dupuy. M et Al, « Finance internationale », Dunod , Paris, 2006, p.87.

حاول الاقتصادي السويدي Gustav Cassell أن يبحث عن أساس جديد لتقييم سعر كل عملة بالنسبة إلى أخرى، بخلاف أساس الذهب وقد قام بصياغة نظرية تعادل القوة الشرائية، يوضح Cassell أن القيمة الخارجية لعملة دولة معينة إنما تتوقف على القدرة الشرائية لتلك العملة في السوق المحلية بالنسبة لمقدرتها في الأسواق الخارجية، أي على علاقة بين الأسعار السائدة في الدولة بالنسبة للأسعار السائدة في الدول الأخرى، فكأن هناك مستوى تدور حوله تقلبات أسعار العملات، يحل محل التعادل الذهبي السابق ذكره. و تم صياغة هذه النظرية وفق أشكال مختلفة أهمها الصيغة المطلقة و الصيغة النسبية.

– الصيغة المطلقة

تعتبر هذه الصيغة امتداد لقانون السعر الواحد، حيث يوضح قانون السعر الواحد أنه في السوق التنافسي وباستثناء تكاليف النقل والحواجز الرسمية للتبادل (مثل حقوق الجمارك)، السلع المتجانسة والمباعة في دول مختلفة يجب أن تكون بنفس السعر¹. يكتب قانون السعر الواحد كالتالي: $S \cdot P = P^*$. أين: S سعر الصرف الاسمي للعملة المحلية (وحدة العملة المحلية = S وحدة العملة الأجنبية)، P سعر المنتج معبر عنه بالعملة المحلية و P^* سعر المنتج معبر عنه بالعملة الأجنبية، وباستخدام اللوغريتم يصبح لدينا: $e + P = P^*$

إن استخدام التحكيم يسمح للوصول إلى هذه العلاقة، على سبيل المثال في حالة ($e + P > P^*$) يستطيع المتعاملون الاقتصاديون تحقيق الأرباح بدون خطر، ببيع المنتج في السوق المحلي بعد شراؤه من السوق الخارجي، هذا الميكانيزم يدفع بسعر المنتج للارتفاع في الخارج وإلى انخفاضه في الاقتصاد المحلي وتستمر العملية حتى يتعادل السعرين².

تشير الصيغة المطلقة إلى أن القوة الشرائية لوحدة من العملة المحلية هي نفسها في السوق المحلي وفي السوق الأجنبي مع أن القوة الشرائية لوحدة العملة تعادل مقلوب المستوى العام للأسعار أين يكون

$$1/P = 1/S / P^* \quad \text{لدينا:}$$

حيث P ، P^* المستوى العام للأسعار المحلية والأجنبية على الترتيب، S أسعار الصرف بالتسعير غير

¹ Paul R, Krugman, Maurice Obstfeld, « Economie Internationale », 3^{ème} edition, De Boeck, Université, Belgique, 2003, p.450.

² Wren. L, Driver, « Real exchange rates for the year 2000 », policy analyze in international economics, Washington, 1998, p.05.

المباشر للعملة المحلية.

ومن خلال الصيغة المطلقة يتحدد سعر الصرف التوازني وفق العلاقة التالية:¹

$$S = P / P^*$$

حيث أن P^* أسعار سلة من السلع بالعملة المحلية والأجنبية على الترتيب، S سعر الصرف بين العملتين.

يتضح من هذه العلاقة أن سعر الصرف وفقاً لتعادل القوة الشرائية هو السعر الذي يساوي بين مستوى الأسعار بين البلدين. تضيفي الصيغة المطلقة إلى سعر صرف حقيقي يساوي الواحد الصحيح، سعر الصرف الحقيقي R يعادل سعر الصرف الاسمي المصحح بإزالة أثر تغيرات مستوى العام للأسعار المحلية

$$R = S / P / P^* = S \cdot P / P^*$$

والأجنبية بحيث أن:

في حالة تحقق تعادل القوة الشرائية بالصيغة المطلقة فإن $S = S_{ppa}$ ، فتكون العملة مقومة تقوياً صحيحاً (سعر الصرف الحقيقي يساوي الواحد)، بينما في حالة أن سعر الصرف الملاحظ أقل من سعر الصرف القوة الشرائية $S < S_{ppa}$ ، تكون العملة المحلية مرتفعة التقييم (سعر الصرف الحقيقي أقل من الواحد)، أما في حالة أن سعر الصرف الملاحظ أكبر من سعر صرف القوة الشرائية $S > S_{ppa}$ تكون العملة منخفضة التقييم (سعر الصرف الحقيقي أكبر من الواحد).

عرفت هذه الصيغة صعوبات في تطبيقها لوجود اختلاف بين أسعار السلع في مختلف الأسواق في نفس الوقت، ويفسر بعض الاقتصاديين هذا الاختلاف إلى صعوبة تحويل السلع المتبادلة بها دولياً وبدون تكلفة بين الأسواق غير متجانسة الأسعار، بالإضافة إلى صعوبة تحصيل المعلومات عن حركة الأسعار في السوق والقيود على التجارة التي تزيد من تكلفة العملية. ومن منطلق هذه الصعوبات ظهرت الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوة الشرائية.

– الصيغة النسبية

تعتبر الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية امتداداً للصيغة المطلقة ولكنها أقل قيوداً، فحسب الصيغة النسبية فإن سعر الصرف ونسبة مستويات الأسعار يجب أن تسجل نفس التغير خلال فترة معينة.

¹Dorunbush. R, « Exchange rate and inflation », the MII press, Cambridge, USA, 1994, p.266.

فيكون لدينا العلاقة التالية:¹

$$S_{t+1} / S_t = (P_{t+1} / P^*_{t+1}) / (P / P^*)$$

من خلال هذه العلاقة فإن الصيغة النسبية للقوة الشرائية تشير إلى أن معدل التغيير في سعر الصرف يعادل فروق معدلات التضخم بين البلدين المأخوذين بعين الاعتبار، حيث اهتمت الصيغة النسبية بتحديد سعر الصرف التوازني من خلال إدراج معدلات التضخم، بمعنى يتحقق سعر توازن سعر الصرف عندما يتساوى معدل التغيير في سعر الصرف مع التغيير في النسبة بين الأسعار، ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$S' = \pi - \pi^*$$

بحيث S' هو معدل تغير سعر الصرف، π ، π^* معدل التضخم المحلي و الأجنبي على الترتيب. ويتضح من الصيغة النسبية أن معدلات التضخم هي العامل الأساسي المؤثر في أسعار الصرف التوازنية. فكلما ارتفع معدل التضخم في دولة ما، كلما انخفض الطلب على منتجاتها وخدماتها في الدول الأخرى الأقل تضخماً وبالتالي فإن ذلك ينعكس على سعر صرف العملة.

تعرضت الصيغة النسبية بالرغم من أنها تأخذ بعين الاعتبار تكاليف النقل وحرية انتقال المعلومات وإزالة العوائق التجارية، لعدة انتقادات أهمها، أنها لا تعتبر تدفقات رؤوس الأموال عامل أساسي من العوامل المحددة لأسعار الصرف، كما أثبتت التجربة، أن القدرة التنافسية في مجال التجارة الدولية لا تتوقف على عنصر السعر فقط وإنما تتوقف على عناصر أخرى مثل جودة السلع، مواعيد التسليم والخدمات ما بعد البيع... الخ.²

بالإضافة إلى ذلك توضح البحوث التجريبية أن نظرية تعادل القوة الشرائية تعتبر أكثر كفاءة لتحديد سعر الصرف في الأجل الطويل منه في الأجل القصير، وتشير إلى رفض فرضية أن أسعار الصرف تتبع المسار العشوائي من خلال أن سعر الصرف يتجه إلى مستواه التوازني، ذلك المستوى الذي تحدده نظرية تعادل القوة الشرائية ولكن تبقى الانحرافات النسبية مستمرة. أما في المدى القصير، فأسعار الصرف هي

¹ Dupuy M et Al, op-cit, p.87.

² Hevé. M, Celine. P, Neolat. S, « Economie de prévision », N°123-124, France, 1996, p.02.

أكثر تطايراً من مستوى أسعار السلع والخدمات¹.

أثر Ballssa (Effet Balassa)²:

تكون عملات البلدان النامية، مقارنة بعملات البلدان المتقدمة مقومة بأقل بالنسبة لنظرية تعادل القوة الشرائية. هذه الظاهرة، معروفة تحت اسم أثر Balassa، حيث تطرح عاملين مهمين:

- وجود سلع غير قابلة للتجارة التي تدخل في مؤشرات الأسعار المستعملة في حساب سعر الصرف لنظرية تعادل القوة الشرائية.

- الإيجابية في الإنتاجية من جانب البلد المتقدم الذي يظهر سيطرته وقيادته في قطاع السلع قابلة للتجارة.

نضع p_E و p_{NE} أسعار السلع القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة الخاصة بالبلد المتقدم على الترتيب. نفس المتغيرات تعلوها علامة تعبر عن السلع القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة في البلد النامي (PED). نضع e سعر صرف العملة للبلد النامي مقارنة بعملة البلد المتقدم، في كل بلد المستوى العام للأسعار هو متوسط أسعار السلع القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة.

$$p = p_E^\alpha p_{NE}^{1-\alpha} \quad p^* = p_E^{*\alpha} p_{NE}^{*1-\alpha}$$

حيث $0 < \alpha < 1$

سعر الصرف الذي يعبر عن تعادل القوة الشرائية $e_{PPA} = p/p^*$

وبوجود سلع غير قابلة للتجارة، سعر الصرف الجاري e يكون مختلف عن e_{PPA}

نستطيع التسليم أن هذا السعر يضمن إذن تعادل القوة الشرائية بالنسبة للسلع القابلة للتجارة دولياً بحيث

$$e = p_E / p_E^h$$

من ناحية أخرى البلد المتقدم له جانب إيجابي بالنسبة للسلع القابلة للتجارة (سلع مصنعة بتكنولوجيا متوسطة وعالية) والذي يترجم عن طريق الأسعار النسبية كما يلي:

$$\frac{p_E}{p_E^*} < \frac{p_{NE}}{p_{NE}^*} \text{ soit } e < \frac{p_{NE}}{p_{NE}^*}$$

¹ Imed Drine, Christophe Rault, « La PPA est-elle vérifiée pour les pays développés et en développements », économie internationale, France, 2004, p.49.

² Bernard Guillochon, Annie Kawecki, « Economie international », 4 édition, Dunod, Paris, 2003, p.287.

يكون لدينا إذن:

$$e_{PPA} = e^{\alpha} \left(\frac{p_{NE}}{p_{NE}^*} \right)^{1-\alpha} > e^{\alpha+1-\alpha} = e$$

يكون سعر الصرف الجاري لعملة البلد النامي إذن أقل من سعر صرف المحدد بتبادل القوة الشرائية. نستطيع في هذا الاتجاه الحديث عن عملة مقومة بأقل من قيمتها *Sous évaluer* مقارنة بعملة البلد المتقدم.

I-3-1-2 الميزان الجاري

الميزان الجاري هو العامل الحقيقي الثاني المؤثر على سعر صرف عملة ما، ففي حالة العجز الجاري (الفائض الجاري على الترتيب) يجب أن يحدث انخفاض (ارتفاع بالترتيب) في العملة المحلية، بحيث في حالة وجود عجز جاري فإن عرض العملة المحلية في سوق الصرف يكون أكبر من الطلب عليها، عرض العملة المحلية يكون من خلال عمليات الاستيراد التي تتطلب الحصول على العملة الأجنبية لدفع قيمة الواردات والتي تكون أكبر من طلب المقيمين على العملة المحلية، الذين يحولون العملة الأجنبية المحصل عليها من الصادرات.

العرض الفائض للعملة المحلية (الطلب الفائض على العملة الأجنبية) في سوق الصرف يحدث انخفاض في قيمة العملة المحلية، والعكس بالعكس في حالة الفائض في الميزان الجاري، على اعتبار أن حركات أسعار الصرف يجب أن تسمح نظرياً بتحقيق التوازن الخارجي أو ما يعرف بالتصحيح التلقائي لميزان المدفوعات. لقد أصبح الميزان الجاري يمثل متغيرة لتفسير بشكل خاص تطور أسعار صرف الدولار في العديد من المراحل التي مر بها الاقتصاد الأمريكي، حيث إن انخفاض سعر صرف الدولار المسجل خلال النصف الأول من سنة 2000، يفسر جزء كبير منه نتيجة تدهور الحساب الخارجي الأمريكي.

ولكن ينبغي الإشارة أيضاً إلى أنه بين سنة 1980 وسنة 1985، سجل الدولار ارتفاعاً في قيمته في الأسواق بينما كان العجز في الميزان الجاري الأمريكي يزداد وهذا ما يفسر أن العلاقة بين سعر الصرف والحساب الجاري غير قوية و يرجع مصدر عدم الاستقرار في العلاقة بين المتغيرتين إلى أن التأثير الجزء الأعلى لميزان المدفوعات على أسعار الصرف يتم احتوائه و امتصاصه عن طريق تأثير حركات رؤوس الأموال أي تأثير الجزء الأسفل لميزان المدفوعات. فقد أصبح الجزء السفلي من ميزان المدفوعات يباشر

تأثيراً كبيراً وقوي على أسعار الصرف والذي يطلق عليه سيطرة الطابع مالي على أسعار الصرف¹.
(Financiarisation des taux changes)

I-3-2 المحددات المالية لأسعار الصرف

تؤكد العديد من النظريات الاقتصادية أن سعر الصرف يتوقف بشكل كبير على المتغيرات المالية، أهمها أسعار الفائدة المحلية والأجنبية، العرض والطلب على الأصول النقدية والمالية.

I-3-2-1 تأثير أسعار الفائدة

تعتبر نظرية تعادل أسعار الفائدة عن العلاقة الموجودة التي تصل بين السوق النقدي وسوق الصرف، إن مستوى معدل الفائدة في البلدين يجب أن يعكس العلاقة في تغييرات أسعار الصرف المنتظرة.² حسب هذه النظرية تؤثر أسعار الفائدة السائدة في دولتين بعد مدة معينة على سعر الصرف نقداً لعملي هاتين الدولتين، وكقاعدة عامة تنخفض قيمة عملة بلد معين مقابل عملة بلد آخر بعد مدة معينة إذا كان سعر الفائدة بعد تلك المدة السائد في ذلك البلد أكبر من معدل الفائدة السائد في البلد الآخر. يتضح تأثير أسعار الفائدة على سعر الصرف من خلال علاقتين لتعادل أسعار الفائدة (PPT) كما يلي:

- تعادل أسعار الفائدة المغطاة

قام كيتز سنة 1923، بصياغة نظرية تعادل لأسعار الفائدة المغطاة والتي تشير إلى أن معدل العلاوة والخصم في عملة ما أي الفرق بين سعر الصرف الأجل F وسعر الصرف الفوري S منسوب إلى سعر الصرف الفوري يساوي إلى الفروق أسعار الفائدة في البلدين المأخوذين بعين الاعتبار وتكون لدينا الصيغة التالية:

$$(F - S) / S = I - I^*$$

بحيث I ، I* تمثل سعر الفائدة المحلي والأجنبي على الترتيب. تستخدم علاقة التحكيم هذه لتحديد سعر الصرف الأجل، وبالتالي تأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة المغطاة الشكل التالي:

$$F / S = (1 + I) / (1 + I^*)$$

تحقيق هذه العلاقة يتوقف على توفر مجموعة من الفرضيات، أهمها غياب تكاليف المعاملات، غياب الرقابة على حركة رؤوس الأموال، وحدة التعريفية الجمركية.

¹ Bernard Guillochon, Annie Kawecki, op-cit, p.288.

² Peyrard. J, « Risque de change », Librairie Vuibert, juillet, Paris, 1996, p.89.

- تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة

تشير صيغة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة إلى أن معدل المردودية المخصومة على الأصول المحررة بالعملة المختلفة يجب أن تكون متساوية، يكون المستثمرون إذن غير مباينين بالاحتفاظ بالأصول بالعملة المحلية أو الاحتفاظ بالأصول بالعملة الأجنبية. هذه العلاقة التحكيمية تشترط أن معدلات التغير المتوقعة في سعر الصرف تكون مساوية لفروق أسعار الفائدة بين البلد المحلي والبلد الأجنبي، وبالتالي تأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة الشكل التالي:

$$S' = I - I^* \quad \text{مع الإشارة إلى أن: } S' = (S_a - S) / S$$

حيث: S' معدل التغير المتوقع في سعر الصرف و S_a سعر الصرف الفوري المتوقع خلال سنة بعد توظيف المبلغ المستثمر و تحويله.

تنطلق هذه الصيغة، من مجموعة من الفرضيات تتمثل في أن الأصول المحلية والأجنبية تكون متماثلة في تاريخ الاستحقاق وبنفس درجة المخاطرة، عدم وجود حواجز على حركة رأس المال، حياد المتعاملون اتجاه المخاطر. أما إذا كان المتعاملون من كارهي المخاطرة فإنهم يطالبون بعلاوة الخطر لقبول الاحتفاظ بالأصول المحررة بالعملة الأجنبية، فتأخذ معادلة تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة الشكل التالي:

$$S' + p = I - I^*$$

حيث p ، تمثل علاوة الخطر. وتتمثل المحددات الأساسية لعلاوة الخطر في تطاير تسعير العملة والعرض المرتبط بالأصول المحررة بهذه العملة الأجنبية، كما يمكن تقدير علاوة الخطر باستخدام فروق أسعار الفائدة الحقيقية بين البلد المحلي و الأجنبي¹.

I-3-2-2 الصيغة النقدية PPA Monetaire

حسب المقاربة النقدية لسعر الصرف فإن تغيرات أسعار الصرف تعكس التغيرات في عرض والطلب على العملة المحلية والأجنبية، هذه المقاربة تعتبر أن نظرية تعادل القوة الشرائية محققة وأن الأصول المحلية ذات إحلال كامل للأصول الأجنبية، نستطيع إذن استخراج صيغة لتحديد سعر الصرف من هذا النموذج. تستند الصيغة النقدية على سلع قابلة للتجارة دون سلع غير قابلة للتجارة وأن قانون السعر الواحد يقتصر فقط على السلع قابلة للتجارة.

¹ M.Dupuy ,JM.Cardebat, op-cit , p.88.

هذه النظرية كانت محل نقاش من الناحية التجريبية في الأدبيات الاقتصادية، والصيغة الأكثر استخداماً تلك التي قدمها Rogoff و Froot (1999)، والتي تعبر عن اختيار استقرار سعر الصرف الحقيقي وبطريقة مماثلة تبحث عن وجود علامة تكامل بين سعر الصرف الاسمي وأسعار المحلية والأجنبية. من وجهة نظر الاقتصاد الكلي، سعر الصرف الحقيقي يشكل مؤشر تنافسية البلد، لأن ارتفاعه يمثل زيادة أسعار التصدير ويمثل أساساً لمقارنة مؤشر سعر الأجنبي مقابل مؤشر السعر المحلي، المقوم كل منهما بعملة مشتركة، في هذه الحالة يكون سعر الصرف الحقيقي معرف كما يلي.¹

$$Q_t = \frac{S_t \times p_t^*}{p_t} \dots \dots \dots (1)$$

أين تمثل Q_t : سعر الصرف الحقيقي، S_t سعر الصرف الاسمي بوحدة من العملة المحلية ومقوم بالعملة الأجنبية.

p_t و p_t^* تمثل علي الترتيب مستوى سعر المحلي والأجنبي و منه (*):

$$q_t = p_t^* - p_t + s_t \dots \dots \dots (2)$$

والذي يتضمن كذلك:

$$s_t = p_t - p_t^* + q_t \dots \dots \dots (3)$$

في نظرية تعادل القوى الشرائية تعكس المنافسة التامة في سوق السلع قابلة للتجار والذي يؤدي إذن إلى عدم وجود فرصة مراجعة على مستوى السوق ومنه وبموجب هذه النظرية وإذا كان سعر الصرف الحقيقي ثابت تكون إذن المعادلة كالتالي:

$$s_t = p_t - p_t^* + q \dots \dots \dots (4)$$

من ناحية أخرى مستوى سعر المحلي محدد عن طريق التوازن في السوق النقدي. عند توازن هذا السوق يكون لدينا:

$$M_t = p_t \cdot L(y_t^+, \bar{i}_t, \dots)$$

أين تمثل $L(\dots)$ الطلب الحقيقي على العملة.

¹ Mohamed Douch, « Déterminants empiriques du taux de change canada/états unis dans une perspective de court et long terme », université du Québec, Montréal, 2001, p.06.

(*) الحروف بالصيغة المصغرة تمثل المتغيرات المعبر عنها باللوغاريتم.

y: تمثل الدخل الحقيقي و i سعر الفائدة الاسمي.

تبين هذه العلاقة أن كمية النقود المطلوبة هي نظرياً ترتبط بعلاقة طردية مع الدخل وترتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة الاسمي.

نفرض في هذا النموذج أن لوغاريتم كمية المطلوبة من النقود هي دالة خطية للوغاريتم السعر إلى لوغاريتم الدخل وسعر الفائدة الاسمي أين:

$$m_t = p_t + \log L \left(y_t^+, i_t^- \right) = p_t + \eta_y y_t + \eta_i i_t$$

أين: $0 < \eta_y$ و $0 < \eta_i$ هذا يسمح لنا بكتابة التالية:

$$p_t = m_t - \eta_y y_t - \eta_i i_t \dots\dots\dots(5)$$

معادلة Fischer. E تربط سعر الفائدة الاسمي بسعر الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم بين الفترتين t و t+k بالطريقة التالية:

$$(1 + i_{E,t+k}) = (1 + r_{t,t+k})(1 + \pi_{t,t+k})$$

وبالتقريب يكون لدينا:

$$i_{t,t+k} \cong r_{t,t+k} + \pi_{t,t+k}$$

ومنه تصبح المعادلة (5) كالتالي:

$$p_t = m - \eta_y y_t - \eta_i (r_r + \pi_t)$$

إذا أهملنا فرضية معادلة Fichier يكون من الممكن أن $\eta_i = \eta_\pi$ والذي يعطي المعادلة التالية:

$$p_t = m - \eta_y y_t - \eta_i r_t - \eta_\pi \pi_t \dots\dots\dots(6a)$$

وبنفس الطريقة، التوازن في السوق النقدي للبلد الأجنبي يسمح بتحديد مستوى السعر الأجنبي:

$$M_t^* = p_t^* . L \left(y_t^+, i_t^-, \dots\dots \right)$$

وبنفس الفرضيات والتحليل على المعادلات في البلد الأجنبي فيكون لدينا:

$$p_t^* = m_t^* - \eta_y^* y_t^* - \eta_t^* r_t^* - \eta_\pi^* \pi_t^* \dots\dots\dots(6b)$$

الأمر الذي يسمح لنا بتكوين نموذج نقدي أساسي وذلك بتعويض (6a) و(6b) في المعادلة (4)

فنحصل إذن على ما يلي:

$$S_t = m_t - m_t^* + \eta_y^* y_t^* - \eta_y y_t + \eta_i^* r_t^* - \eta_i r_t + \eta_\pi^* \pi_t^* - \eta_\pi \pi_t + q \dots \dots \dots (7)$$

أين وبإسقاطنا القيد (-1,1) بالنسبة لمعاملات لوغاريتم الكتلة النقدية المحلية والأجنبية وفرضنا أن معاملات المتغيرات المحلية والأجنبية متطابقة، حتى تشكل معادلة النموذج النقدي المعياري:

$$S_t = B_1 + B_2 (m_t^* - m_t) + B_3 (y_t^* - y_t) + B_4 (r_t^* - r_t) + B_5 (\pi_t^* - \pi_t) + \varepsilon_t, \dots \dots \dots (8)$$

أين S_t سعر الصرف الاسمي، m_t لوغاريتم المخزون النقدي، y_t لوغاريتم الدخل.

r_t و π_t هي الترتيب سعر الفائدة والتضخم.

هذا النموذج يمثل نظرية تعادل القوة الشرائية بصيغتها النقدية وأهم المتغيرات المحددة والداخلية في النموذج، والتي تؤثر على السعر الصرف والذي يشير إلى أن سعر الصرف، يتوقف على عرض النقود والمتغيرات التي تؤثر على الطلب على النقود.¹

- في حالة ارتفاع عرض النقود المحلية يحدث انخفاضاً في العملة المحلية. ارتفاع الأسعار المحلية نتيجة صدمة نقدية، يجب إذن أن يتم تعويضه بانخفاض العملة المحلية لتحقيق نظرية تعادل القوى الشرائية.

- ارتفاع الدخل المحلي يُحدث ارتفاع في قيمة العملة المحلية، الطلب الفائض على الأرصد الحقيقية المحدثة من ارتفاع الدخل سيتم امتصاصها عن طريق انخفاض المستوى العام للأسعار في البلد المحلي. يجب إذن أن ترتفع العملة المحلية في القيمة لتحقيق نظرية تعادل القوى الشرائية.

- ارتفاع في سعر الفائدة المحلي يحدث انخفاض في قيمة العملة المحلية، العرض الفائض على الأرصد الحقيقية المحدثة من ارتفاع أسعار الفائدة سيتم امتصاصها عن طريق ارتفاع المستوى العام للأسعار في البلد المحلي، العملة المحلية يجب إذن أن تنخفض في القيمة لتحقيق نظرية تعادل القوى الشرائية.

I-3-2-3 نموذج محفظة الأوراق المالية

تعد هذه النظرية أكثر واقعية من الطرق السابقة وهي تفيد بأن الزيادة في عرض النقد للقطر الأم ستقود إلى انخفاض مباشر في سعر الفائدة للقطر، وسيتحول الطلب على الأسهم المحلية إلى العملات الأجنبية والأسهم الأجنبية، وسينجم عن هذا الانتقال (Shift) انخفاض مباشر في قيمة عملة ذلك القطر ومع مرور الوقت، سيحفز هذا الانخفاض في قيمة العملة صادرات القطر نحو الزيادة مقابل تخفيض الواردات.

¹ M.Dupuy ,JM.Cardebat, op-cit , p.89.

الأمر الذي سينجم عنه بالتبعية فائض تجاري وارتفاع في قيمة العملة المحلية بقدر يعادل الانخفاض الذي حصل فيها في بادئ الأمر.

نماذج المحفظة تشير إلى احتفاظ الأعوان الاقتصاديون بتشكيلة مهمة من الأصول (العملة المحلية، العملة الأجنبية، أسهم بالعملة المحلية وأسهم بالعملة الأجنبية) يمثل سعر الصرف في هذه الحالة، السعر الذي من خلاله تقيم كل الأصول.

هذه نظرية تفسر تكوين سعر الصرف عن طريق الحركة الدولية لرأس المال الناجمة عن العمليات المحفظة.¹ هذه صيغة تركز على سلوك التقسيم الأمثل للمحفظة بين النقود، أسهم محلية وأسهم الأجنبية، ويقوم المتعاملون بالتحكيم بدلالة العائد والخطر (مع الافتراض حرية انتقال رؤوس الأموال).

يقسم النموذج الثروة الوطنية إلى ثلاث أسواق: النقود، الأسهم المحلية والأسهم الأجنبية. في هذه الأسواق، يكون العرض متغير خارجي و الطلب هو دالة لعاملين هما الثروة الوطنية وفروق أسعار الفائدة المصححة بتطور توقعات سعر الصرف.²

إذن الثروة الوطنية (W) تتشكل من ثلاث أصول: النقود (M)، الأسهم المحلية (Td) والأسهم بالعملة الأجنبية (Te)، قيمة الأسهم الأجنبية بالعملة الوطنية (T'e) يتم الحصول عليها بقسمة (Te) على سعر الصرف الفوري (C). للتبسيط النموذج يكون لدينا إذن:

$$W = M + T_d + T'e$$

يحدد الطلب بسعر الفائدة المحلي (i_d) والأجنبي (i_e) عن طريق تطورات المرتبطة بسعر الصرف المتوقع (C^a)، النموذج الأساسي يتشكل من المعادلات التالية:

$$M = m (i_d + i_e + C^a). W \dots \dots \dots (1)$$

$$T_d = t (i_d + i_e + C^a). W \dots \dots \dots (2)$$

$$T_e = t' (i_d + i_e + C^a). W \dots \dots \dots (3)$$

جمع المعادلات السابقة يوضح أن سعر الصرف (S) يتوقف على الأصول المحلية، الأجنبية وعلى سعر الفائدة الأجنبي المصحح بالتغيرات المتوقعة في سعر الصرف، حيث أن:

$$S = s (M, T_d, T_e, i_e, C^a)$$

¹ Michel Jura, op.cit, p.127.

² Bernard Guillochon, Annie kawewcki, op.cit, p.299.

يحدد النموذج تأثير هذه العوامل على تغيرات سعر الصرف، حيث ارتفاع سعر الفائدة المحلي ينجم عنه دخول رؤوس الأموال الأجنبية، ومنه الزيادة في تقويم العملة (ارتفاع سعر الفائدة) مرتبط بشراء الأسهم المحلية (من طرف المقيمين والأجانب) وبيع الأسهم بالعملة الأجنبية (من طرف غير المقيمين). انخفاض سعر الفائدة على العملة الأجنبية له نفس الآثار، أما زيادة عرض النقود يحدث انخفاض قيمة العملة في سوق الصرف. في حالة انخفاض سعر الفائدة المحلي تترجم بزيادة الطلب على النقود وبيع الأسهم التي تخص تلك التي بالعملة الأجنبية.

نستنتج من التحليل السابقة أن الأسواق المالية تتكيف مع حالة عدم التوازن، وبالتالي فإن أسعار الصرف تكون أكثر حساسية يوماً بعد آخر بالاختلال في أسواق رأسمال منها في أسواق السلع. ويتحقق التوازن بتعادل العرض والطلب في الأسواق الثلاثة، التي تحدد سعر الصرف وسعر الفائدة.¹

I-4 عدم استقرار أسعار الصرف

شهدت فترة التخلي عن تعادل أسعار الصرف الثابتة في سنوات السبعينات، وما ترتب عنها من تحركات لرؤوس الأموال الدولية بين مختلف المراكز المالية تقلبات شديدة في أسعار الصرف واندلاع اضطرابات عنيفة في أسواق العملات، فإذا كانت المبادلات التجارية تمثل النسبة الأكبر من المبادلات الدولية، أصبحت في الوقت الحالي تحركات رؤوس الأموال هي التي تمثل النسبة الأكبر والمحدد الرئيسي لأسعار الصرف.²

في هذا الإطار حاول العديد من المنظرين، تفسير تطور أسعار الصرف وتوصلوا في هذا الشأن إلى صياغة نموذجيين: يوضح النموذج الأول ظاهرة تجاوز أسعار الصرف المرتبط بالسرعة النسبية التي من خلالها يصحح سعر الصرف في سوق السلع و الأصول المالية. أما النموذج الثاني اهتم بدور التوقعات في عدم استقرار أسعار الصرف.

I-4-1 نموذج تجاوز أسعار الصرف

نظرية التجاوز Surréaction المقدمة من قبل Dornbusch (1976)، تركز على الفكرة الأساسية التي تتمثل في أن التصحيح بين أسواق السلع والأصول المالية يكون مختلفاً في السرعة.

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, Op.cit, p.156.

² Jacquel. P, « le système monétaire en avenir », in: CEII, cinquante ans après Brettons woods, édition economica, 1995, p.202.

نظرية Dornbusch R تعتبر من أول التحاليل التي حاولت تفسير عدم استقرار سعر الصرف حول مستواه التوازني. في هذه النظرية، عدم استقرار سعر الصرف يحدث نتيجة أن سرعة التصحيح تختلف في السوق المالي عنه في سوق السلع والخدمات، الفرضية تشير إلى أن أسعار الأسواق المالية تصحح آتياً بتغيرات العرض والطلب، بينما أسعار السلع والخدمات غير مرنة ومتصلبة في المدى القصير وتصحح متأخرة بدلالة الانحرافات بين العرض و الطلب على السلع .

في المدى الطويل توازن سعر الصرف معرف بتعادل القوة الشرائية (ppp)، حيث تطور أسعار الصرف تحدد بتطور التضخم بين الدول. في المدى القصير سوق الصرف تهيمن عليه حركات رؤوس الأموال وتوازنه يستلزم تعادل معدلات الفائدة غير مغطاة (PTT)، حيث أن انحراف معدلات الفائدة بين عمليتين يساوي لمعدل التوقع في انخفاض سعر الصرف.

في المدى القصير صدمة نقدية تتمثل مثلاً في زيادة عرض النقود محدثة انخفاض في سعر الفائدة المحلي هذه الأخيرة تعمل من خلال توقع انخفاض العملة المرتبطة بالتعادلات النقدية، محدثة انخفاض فوري لسعر الصرف ذهاباً فيما وراء قيمته الجديدة في الأجل الطويل مع مراعاة تعادل القوة الشرائية.

هناك إذن تجاوز لسعر الصرف عن توازنه، بمعنى أن الحركة الفورية للصرف هي أقوى، وأنه في الوقت الثاني وتباعاً لانخفاض الأولي في العملة، تبادل السلع والخدمات يصحح بتحسين الميزان التجاري الذي يقود إلى انخفاض العملة حتى يتم مراعاة نظرية تعادل القوة الشرائية (ppp) من جديد.

أما في حالة تراجع الكتلة النقدية، في الأجل الطويل مسار التوازني لسعر الصرف محدد بتعادل القوة الشرائية التي تتنبأ أن الأسعار تنخفض وأن سعر الصرف الاسمي يرتفع تناسباً مع الصدمة.¹

في المدى القصير سوق الصرف الذي يسيطر عليه السوق المالي، يستلزم توازنه الرجوع إلى تعادل معدلات الفائدة. كما أن الإنتاج والأسعار ثابتة في المدى القصير، فالتوازن النقدي تبعاً لتراجع الكتلة النقدية يحدث ارتفاع سعر الفائدة الذي يخفض الطلب على النقود ويجذب الأموال الأجنبية، ونتيجة لذلك يرتفع سعر الصرف، كما أن الأعوان يدركون مع ذلك انه في الأجل الطويل سعر الفائدة سيجد المستوى العالمي، ويتوقعون إذن انخفاض العملة. هذا الانخفاض المتوقع يسمح للسوق المالي بالتوازن في المدى القصير رغم ارتفاع أسعار الفائدة.

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, Op-cit, p.157.

لكنها تستلزم أيضاً ارتفاع سعر الصرف في المدى القصير عن قيمته في المدى الطويل، وبذلك سعر الصرف يتجاوز قيمته مقارنة بمستواه في الأجل الطويل.

التصحيح في الأجل الطويل، يكون إذن بالارتفاع المبدئي لسعر الفائدة الذي يخفض الطلب على السلع الذي يحدث بدوره انخفاض تدريجي للأسعار التي تقود عرض الأرصدة الحقيقية إلى مستواها المبدئي، سعر الفائدة ينخفض بالقياس: تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة تستلزم أن سعر الصرف يقترب من مستواه في الأجل الطويل المتوقع بدقة.¹

على الرغم من التقدم الذي أحرزته هذه النظرية في الكشف عن مستويات التي سيتخذها سعر الصرف في الآجال المختلفة، إلا أنها لم تقدم تحليلاً وافياً لعملية انتقال من حالة التوازن القصير الأجل إلى حالة التوازن طويل الأجل.

I-4-2 نموذج فقاعات المضاربة العقلانية

تعطي هذه النظرية دوراً مركزياً للتوقعات، حيث تستطيع هذه الأخيرة تغيير اتجاه سعر الصرف عن مساره التوازني، فكيف يتم ذلك؟ وكيف يتم تفسير سعر الصرف وفق هذه النظرية؟ الفكرة الأساسية التي تشير إليها هذه النظرية أنه عند وجود انحرافات بين القيمة الأساسية لسعر الصرف أي المحددة نظرياً وسعر الصرف الذي يتكون بطبيعة الحال في السوق فيؤدي ذلك إلى تغيير اتجاه سعر الصرف عن مساره الأساسي.

هذه الانحرافات تسمى بالفقاعة، لأنها تكبر وتتضخم لتنفجر بعنف في أي وقت، ويقترن اسم الفقاعة بالمضاربة لكونها تخص تكون الفقاعات في السوق.

هناك بعض الأعمال التي تعتبر أن فقاعات المضاربة يمكن أن تتوافق مع فرضية كفاءة السوق وخاصة مع فرضية ترشيد التوقعات.

فحسب نظرية Blanchard و Watson (1984)^{2(*)}، التي تشير إلى أن فقاعات المضاربة تحدث حينما يتعد سعر ما (سعر الصرف مثلاً) في وقت معين عن قيمته الأصلية المحددة وفق نظرية معينة. وبالتالي

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, Op-cit, p.158.

(*) للاطلاع أكثر على الموضوع يمكن الرجوع للمؤلفين :

²Blanchard. Q.J. Watson. M. W,« Bulles, anticipations et marchés financiers », revue économique, N03, France, 1984, p.12.

فإذا توقع أغلب المتعاملون ارتفاع العملة مع عدم الأخذ بالحسبان بعض الأساسيات الأخرى (تضخم، سعر الفائدة، ميزان المدفوعات)، مما ينتج طلب زائد في هذه العملة.

أين يحدث ارتفاع في سعر الصرف ويتعد عن قيمته الاقتصادية الأساسية والحقيقية، فالتوقعات تحدث نفسها، أين السوق يبقى كفاء لأنه يعكس بطريقة صحيحة تطورات أسعار الصرف التي تنتجها هذه التوقعات.

فقد بين Blanchard و Watson، أن وجود الفقاعات المضاربة يتماشى مع عقلانية المتعاملين، فهؤلاء مستعدون لدفع السعر في حالة الارتفاع الدائم للاستحواذ على عملة أجنبية علماً بأنهم قادرين على إعادة بيعها بسعر أعلى في تاريخ لاحق.

غير أنه في المرحلة التي تتقلب فيها الإشاعات وتحد بعنف من جراء الحسابات الرشيدة، فتراجع هذه التوقعات لتنفجر الفقاعة.¹

نستخلص من ذلك، أن الفقاعات المضاربة تحدث عندما تكون إحدى العملات مقومة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية. هذه العلاقة يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$E = E^* + B$$

أين: E سعر الصرف في السوق، E* سعر الصرف التوازني و B فقاعة المضاربة.

تكون فقاعات المضاربة عقلانية في الحالة التي يكون فيها المتعاملون في السوق على علم أن العملة فيها مغالاة ومع ذلك يستمرون في المضاربة سواء على انخفاض أو ارتفاع العملة، بينما تكون الفقاعات غير عقلانية عندما تكون حالة عدم التأكد وقرارات المتعاملون تتجاهل المحددات الأساسية.

إنها حالة الفقاعة الملاحظة على الدولار في سنة 1980. على ضوء الذي أشار إليه Krugman. P "السوق لم يقم بحساباته جيداً".

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, Op.cit, p.158.

II- الترتيبات الحالية لأنظمة أسعار الصرف

يتوقف تحديد سعر الصرف من نظام صرف إلى آخر على عدد من العوامل الأساسية والخصائص الاقتصادية والهيكلية التي يتميز بها كل اقتصاد، فقد أعنت النظريات الاقتصادية الحديثة اهتماماً خاصاً بالمعايير التي يتأثر بها سعر الصرف وتتحدد قيمه وتتضح أمثلية نظام سعر الصرف، وترتكز هذه المعايير التي تتداخل فيما بينها على انتشار أنواع صدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، زيادة الانفتاح الاقتصادي على العالم الخارجي والتكامل الاقتصادي ودرجة حرية انتقال رؤوس الأموال وباقي عناصر الإنتاج وغيرها.

II-1 تحديد سعر الصرف في ظل المناطق المثلى للعمليات

تعرف المنطقة المثلى للعملة على أنها منطقة من الأمثل أن تكون لها عملة واحدة و سياسة نقدية واحدة. فالمنطقة المثالية تمثل الفضاء الجغرافي الذي يتميز بنظام سعر صرف جامد بالنسبة للمبادلات الداخلية في المنطقة النقدية، وتسوية المبادلات الخارجية بنظام سعر صرف متغير¹.

يصف R. Mundell (1961) و Mc Kinnon (1963)، منطقة العملة المثلى بأنها المنطقة التي توفر أفضل عمليات التكيف الاقتصادي استجابة للاضطرابات الداخلية والخارجية، هذه المنطقة هي مجموعة من الدول الأعضاء التي تربط عملاتها المحلية بنظام صرف ثابت وبالمقابل تربط عملات الدول غير الأعضاء في المنطقة النقدية بنظام صرف مرن.

اقترحت هذه النظرية في بادئ الأمر من طرف R. Mundell (1961)، فحسب هذا الاقتصادي إذا كان هناك بلدين، فيكون من مصلحتهما، تبني سعر صرف ثابت بين عملتيهما، إذا كانت حركة عوامل الإنتاج بينهما أقوى وأكثر من غيرها في الدول الأخرى. والحجة في ذلك أنه في حالة عدم التوازن في اقتصاد البلدين يمكن أن يمتص هذا الاختلال عن طريق انتقال الأفراد و/أو رؤوس الأموال بين البلدين².

فالعامل المحوري لنجاح منطقة العملة هي الدرجة العالية لتنقل عناصر الإنتاج داخل المنطقة، حيث يؤدي هذا العامل إلى التقليل من تذبذب الأسعار المحلية وأسعار الصرف داخل المناطق، وبتحقيق هذا الشرط

¹ Frankel, J, « No single currency is right for all countries or at all times », Princeton essay in international finance, international finance section department of economics Princeton University, 1999, p.18.

² Michel Jura, Op.cit, p.149.

تحصد الدول الأعضاء مكاسب من انخفاض حالة عدم التأكد في أسعار الصرف التي تعمل على زيادة التخصص في الإنتاج وتدفق التجارة و الاستثمار بين الدول الأعضاء، وبالتالي الاستفادة من اقتصاديات الحجم و وفورات الإنتاج.

ونجد Mc Kinnon (1963)، يحدد معيار ثاني للمنطقة العملة المثلى المتمثل في درجة انفتاح الاقتصاد فحسب هذا المعيار، يكون من مصلحة منطقتين أو دولتين تثبيت سعر صرفها أو استخدام عملة واحدة إذا كانت المنطقتان منفتحتين بشكل كبير على بعضها البعض.¹

بالإضافة إلى المعايير السابقة، قدم عدد من المفكرين أبحاث حديثة حول نظرية المنطقة النقدية المثالية واستخلصوا معايير أخرى هامة في نجاح إنشاء المنطقة المثلى للعملة هي كالتالي:²

- Kenen (1969): طبيعة تخصص اقتصاد يشكل معيار أساسي للامثلية، بمعنى أنه على الأقل الدول المتخصصة هي أقل حساسية للصدمات.

- Ingram (1969) و Johnson (1969): درجة الاندماج المالي (حركة رؤوس الأموال).

- Cooper (1977) و Kindleberger (1986): التجانس والتماثل في التفضيلات، بالإضافة إلى

الإجماع بين مختلف الدول على الأهداف السياسية.

واستخدمت هذه المفاهيم لوضع المعايير لإنشاء اتحاد نقدي يتسم بأسعار صرف ثابتة تماما ما بين أعضائه الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة وتضمنت مجموعة من المعايير مثل تماثل الصدمات في الدول الأعضاء، درجة الانفتاح ودرجة حركة اليد العاملة والقدرة على إجراء التحويلات المالية لإيجاد منطقة عملة مثلى مثل أوروبا.

وعلى أساس نظرية المنطقة المثلى للعملة تزداد مزايا أسعار الصرف الثابتة وفقا لدرجة التكامل، وتشير المناهج المتبعة مؤخرا إلى أن معايير المنطقة المثلى للعملة تنطبق بمعنى ارتجاعي، أي أن الانضمام إلى اتحاد عملة بترويج التجارة والتكامل يزيد من التلازم بين الصدمات.³

¹ De Grawve.p, « The economics of monetary integration »,oxford University press,1997, p12.

² France-Jarret, « Les théories de la zone monétaire optimale et critères de convergence_», université du Maine, France, 2002, p32.

³ Frankel. J. Rose. A, « An estimate of the effect of common currencies on trade and growth», quarterly journal of economics, vol.117, 2002, p.437.

هذه المعايير أساسية لقيام المنطقة النقدية، إلا أنها ليست العوامل الوحيدة فلا بد من توافر الإرادة السياسية التي تعمل على تجسيدها، ويتأكد ذلك من خلال قيام الوحدة النقدية الأوروبية التي تبنت عملة موحدة المتمثلة في "الأورو"، من أهم مميزاته أنه يعمل على تجانس أنظمة الأسعار في البلدان التي اعتمدته، مما يتيح فائدة للمؤسسات والأفراد، ويلغي المضاربة وأخطار عدم الاستقرار.

ومن أهم التكاليف التي قد تنتج عن منطقة العملة هي تغير سعر الصرف الحقيقي التوازني في حالة جمود الأجور الاسمية والأسعار عند التعرض للصدمة، لأنه في حالة تحرك الأجور و الأسعار بسرعة فإن سعر الصرف الحقيقي التوازني يمكن الوصول إليه بسرعة وبالتالي لن يكون هناك حاجة لتحرك العملة، بينما في حالة جمود الأجور الاسمية والأسعار فإن حدوث الصدمة ستؤدي إلى ارتفاع معدل البطالة وانخفاض الإنتاج إذا كانت الصدمة سلبية، وهناك تكاليف أخرى لمنطقة العملة تتمثل في عدم إمكانية تطبيق كل دولة عضو سياسة مستقلة خاصة. ويمكن التغلب على عيوب منطقة العملة، كما تم الإشارة إليه أعلاه عن طريق زيادة تدفق عوامل الإنتاج بالإضافة إلى عوامل أخرى أهمها التشابه الهيكلي بين الدول الأعضاء وكلما كانت الدول مستعدة لتنسيق السياسات فيما بينها وأيضا كلما كانت درجة انفتاح الدول الأعضاء مرتفعة.

II-2 نموذج ماندل فلمنج وأنظمة أسعار الصرف

يرتكز تحليل فاعلية سياسات الاستقرار الاقتصادي في ظل الاقتصاد المفتوح، على نموذج يستعمل كثيراً كنظرية لتحديد سعر الصرف، هذا النموذج يعود إلى سنة 1963، بفضل الأعمال التي قدمها Fleming.M (1962) و Mundell.R (1963).

حيث قام المؤلفان بوضع صياغة جديدة لنموذج التوازن في سوق السلع والخدمات وسوق النقود IS/LM ليأخذ بعين الاعتبار الانفتاح الاقتصادي، من خلال إضافة إلى منحنى IS/LM منحنى آخر يأخذ شكل خط مستقيم المتمثل في منحنى ميزان المدفوعات Bp والذي يشير إلى الزوج (i, y) الذي يحقق توازن ميزان المدفوعات.

هذا التوازن الذي يأخذ بالاعتبار المعاملات الجارية من جهة وحركة رؤوس الأموال من جهة أخرى وبالتالي وجود عدة حالات هي كالتالي¹:

- إذا كانت رؤوس الأموال غير متحركة بشكل تام، فإن توازن ميزان المدفوعات لا يتوقف إلا على المعاملات الجارية، هذه الأخيرة لا تتوقف بدورها إلا على الإنتاج، منحني Bp في هذه الحالة يأخذ خط مستقيم عمودي ويصبح مستوى الإنتاج المحدد لتوازن ميزان المدفوعات.

- إذا كانت حركة رؤوس الأموال تامة فإن ميزان المدفوعات لا يتوقف إلا على أسعار الفائدة والتي تتوقف بدورها على حركة رؤوس الأموال، ويأخذ منحني Bp خط مستقيم أفقي مع الأخذ بعين الاعتبار سعر الفائدة العالمي.

- إذا كانت حركة رؤوس الأموال غير تامة، فيكون الاقتصاد في وضعية الوسط والتي تتوقف على الأهمية النسبية للقيود الخارجية المرتبطة بالمعاملات الجارية وتلك المرتبطة بحركة رؤوس الأموال. ونظرا للحركة القوية لرؤوس الأموال التي أصبحت تميز الاقتصاد العالمي، نستطيع اعتبار أن منحني ميزان المدفوعات يأخذ شكل خط أفقي، وفي هذا السياق يكون لدينا متغيرة أساسية محددة، تتمثل في نظام سعر الصرف.

- فرضيات النموذج

- يطبق النموذج على اقتصاد صغير الحجم ومفتوح على الخارج وهذا يعني أن حجم الاقتصاد لا يسمح بالتأثير على باقي الاقتصاديات الدولية، كما أن الاقتصاد يعرف وضعية التشغيل غير الكامل.

- تكون الأسعار غير مرنة وبالتالي عدم وجود آثار تضخمية، أسعار الصرف وأسعار الفائدة تعادل قيمتها الحقيقية.

- تعتبر الأسعار، سعر الفائدة، الإنفاق الحكومي، المتغيرات الأجنبية وسعر الصرف الحقيقي في نظام سعر الصرف الثابت متغيرات خارجية.

- في نظام سعر الصرف المرن، يصبح سعر الصرف متغيرة داخلية واحتياطات الصرف خارجية.

- يفترض النموذج حرية حركة رؤوس الأموال لتؤثر على قيمة العملة من خلال تغيرات أسعار الفائدة.

¹ Alain Beitone, « Les politiques économiques conjoncturels enjeux et limites », revue les cahiers français, n°335, France, 2006, p.04.

- معادلات النموذج

يعتمد التحليل في هذا النموذج على ثلاثة أسواق: سوق السلع والخدمات، سوق النقود تم سوق

الصرف¹.

$$Y = c_0 + c(y) + I(r) + G + B(y, e)$$

$$M_s = o + \Delta R$$

$$M_d = L(y) + L(i)$$

$$M_s = M_d$$

$$B(y, e) + k(r - r^*) = \Delta R$$

بحيث : B تمثل الحساب الجاري، o عرض النقود وهو متغير خارجي، R احتياطات الصرف، k

حساب رؤوس الأموال.

بافتراض أن هذا الاقتصاد منفتح على العالم الخارجي، في ظل الحركة القوية لرؤوس الأموال وأن السلطات تتخذ سياسات توسعية وبالتالي تحليل نتائج هذه السياسات في ظل نظام سعر الصرف الثابت والعائم يكون مختلفا كما هو موضح في النقاط التالية.

II-2-1 تحليل سياسة الاقتصادية في ظل نظام سعر الصرف الثابت

انطلاقاً من وضعية توازن في منحنى IS/LM/Bp وبافتراض أن السلطات اتخذت سياسة نقدية توسعية. في هذه الحالة منحنى توازن سوق النقود LM ينتقل إلى اليمين مؤدياً إلى انخفاض في سعر الفائدة وبالتالي خروج رؤوس الأموال، في نفس الوقت فإن فائض الطلب الداخلي من جراء ذلك يعمل على زيادة الواردات والذي يقود بدوره إلى العجز في المعاملات الجارية ونتيجة لذلك تتجه عملة البلد نحو الانخفاض في أسواق الصرف.

وبما أن نظام الصرف المتبع هو نظام سعر الصرف الثابت، فإن البنك المركزي يتدخل للدفاع عن استقرار سعر صرف عملته عن طريق شراءها مقابل العملة الأجنبية في أسواق الصرف مما ينتج عنه انخفاض في احتياطات الصرف لديه والمقابلات الكتلة النقدية، وعلى إثر ذلك فإن كمية النقود تنخفض

¹ Guillaume L'œillet, «Déficit de compte courant Américain: origine et soutenabilité », Université de Rennes1, 2008, p.17.

على الصعيد الداخلي والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع سعر الفائدة، لينتقل منحنى LM من جديد نحو اليسار ليعود إلى وضعيته الأولى وعليه فإن أثر السياسة النقدية التوسعية قد زال و اختفى. في ظل نظام سعر الصرف الثابت مع وجود حركة قوية رؤوس الأموال فإن السياسة النقدية تصبح عديمة الفعالية¹.

وبافتراض انطلاقا من نفس وضعية التوازن الأولية، أن السلطات تقوم بقيادة سياسة مالية توسعية من خلال زيادة في النفاق الحكومي، فإن منحنى توازن سوق السلع والخدمات IS ينتقل إلى اليمين محدثاً ارتفاع في سعر الفائدة، والذي يكون له أثرين متعاكسين، فمن جهة يعمل على إحداث عجز في المعاملات الجارية ومن جهة أخرى يعمل على تشجيع دخول رؤوس الأموال إلى الداخل (بفعل ارتفاع سعر الفائدة مقارنة بسعر فائدة أجنبي معطى)².

ومع وجود الحركة القوية لرؤوس الأموال يصبح التأثير الثاني هو المسيطر وبالتالي فإن سعر الصرف يتجه إذن إلى الارتفاع، مما يقود البنك المركزي إلى التدخل بعرض عملته المحلية في أسواق الصرف أمام العملات الأجنبية والذي يدفع بدوره إلى زيادة احتياطات الصرف ومنه إلى زيادة حجم الكتلة النقدية المتداولة وانتقال منحنى LM إلى اليمين ليصل إلى وضعية توازن جديدة تتناسب مع مستوى الإنتاج وزيادة العمالة.

وتكون النتيجة عبارة عن إنعاش اقتصادي عن طريق السياسة المالية على إثر تفعيل الطلب الداخلي والمدعم إذن بزيادة عرض النقود.

في ظل نظام سعر الصرف الثابت مع وجود حركة قوية رؤوس الأموال فإن السياسة المالية تصبح فعالية.

II-2-2 تحليل سياسة الاقتصادية في ظل نظام سعر الصرف العائم

في ظل ظروف التوازن المبدئية وبوجود نظام سعر صرف عائم، وبافتراض أن السلطات اتخذت سياسة نقدية توسعية، في هذه الحالة منحنى توازن سوق النقود LM ينتقل إلى اليمين مما يقود إلى انخفاض سعر الفائدة، ولكن في النظام الصرف العائم، هذا الانخفاض سيكون مصحوب بانخفاض قيمة العملة الذي يحدث بحرية.

¹ Alain Beitone, Op.cit, p.05.

² Allain Piller, « Macroéconomie », édition Maxima, Paris, 1996, p.332.

التوازن في حساب رؤوس الأموال يتحقق تلقائياً بفعل الانخفاض المحدث في سعر الصرف، في الوقت ذاته هذا الانخفاض يعمل على زيادة تنافسية الصادرات والذي يؤدي إلى تحقيق التوازن الخارجي، في هذه الحالة لا يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف كما أن احتياطات الصرف لن تأخذ في الحساب. وعليه سينتقل منحنى Bp أيضاً نحو اليمين (لتحقيق التوازن الخارجي متنسق مع مستوى مرتفع في الإنتاج) ثم تكون نفس الوضعية بالنسبة لمنحنى IS (لأن مستوى الإنتاج و الطلب تم تفعيلهما عن طريق سياسة الإنعاش المالي).

سياسة الإنعاش النقدي الداخلي قد تم تدعيمه إذن، بالآثار المحدثه على الصادرات و يبقى التوازن الخارجي محقق بفضل مرونة سعر الصرف، السياسة النقدية في ظل نظام سعر الصرف العائم تتميز بالفعالية.

في نفس الظروف السابقة، تحدث سياسة الإنعاش المالي ارتفاع في سعر الفائدة (IS) ينتقل نحو اليمين (والذي يحدث في ظل نظام سعر الصرف العائم، ارتفاع في سعر الصرف، مما يعمل على تراجع تنافسية الصادرات والذي له أثره السلبي على الطلب الداخلي وخلق مشاكل في التوازن الخارجي، وبالتالي الهدف المنشود من السياسة لم يتحقق، في النظام العائم تكون السياسة المالية غير فعالة¹. ومن الانتقادات الموجهة لهذا النموذج هو أنه يبقى يتوقف على فرضيات تقييدية، بالإضافة إلى إهمال دور التوقعات في الاقتصاد و تأثيرات التضخم.

II-3 فعالية أسعار الفائدة في الدفاع عن أنظمة أسعار الصرف

تستخدم البنوك المركزية عند حدوث هجمات المضاربة، أهم خطان لديها في الدفاع على النحو التالي:²
 - استخدام احتياطات العملة الصعبة عن طريق التدخل في سوق الصرف بهدف إيقاف انخفاض العملة المحلية على سبيل المثال تراجعت احتياطات الصرف في البرازيل من 65,7 مليار دولار في شهر أوت 1998 إلى 19,2 مليار في مارس 1999 (سنة حدوث الأزمة)، بالنسبة للمكسيك انتقلت الاحتياطات من 17 مليار دولار في شهر أوت 1994 إلى 4,3 مليار في شهر يناير 1995، وقد انخفضت احتياطات كوريا الجنوبية من 33,3 مليار دولار في جوان 1997 إلى 19,7 مليار في ديسمبر 1997.

¹ Alain Beitone, Op.cit, p.06.

² JP. Allégret, « Les régimes de change dans les marchés émergents », librairie Vuibert, Paris, 2005, p.97.

- رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل من أجل التصدي للمضاربة، حيث أن أسعار الفائدة في المدى القصير يمكنها بلوغ مستويات مرتفعة، مثلاً في حالة البرازيل، أسعار الفائدة قصيرة الأجل قد ارتفعت من 19,23% في شهر أوت 1998 إلى 43,25% في مارس 1999. أما بالنسبة للمكسيك انتقلت من 14,46% في شهر أوت 1994 إلى 37,25% في شهر يناير 1995، وكانت في كوريا الجنوبية 11,2% في جوان 1997 ثم أصبحت 21,6% في ديسمبر 1997.

إلا أنه يوجد جدل نظري وتجريبي حول فعالية ارتفاع أسعار الفائدة في التصدي لانخفاض العملة المحلية والتي تضع في المقدمة آثار ذلك على الميزانيات المرتبطة بارتفاع أسعار الفائدة^(*).

وأكثر تحديداً، هناك تعارض في الأهداف بين ارتفاع أسعار الفائدة في الدفاع عن نظام سعر الصرف وآثارها السلبية على الإنتاج.

بهدف الدفاع عن نظام سعر الصرف المستهدف باستخدام آلية رفع سعر الفائدة، تبين الدراسات أن الآثار الإيجابية المترتبة على ذلك في أغلب الأحيان أكبر من آثارها السلبية على ميزانيات المنشآت والبنوك.

- قاعدة التحليل النظري:

نقطة الانطلاق في الدراسة من الناحية النظرية حول فعالية ارتفاع أسعار الفائدة من أجل العمل على استقرار العملة هي تعادل لأسعار الفائدة غير المغطاة Furman و Stiglitz (1998)¹.

تشير هذه العلاقة كما سبق الإشارة إليه إلى أن فروق أسعار الفائدة بين بلدين هي دالة لمعدل الانخفاض

$$i_E - i_E^* = E_t(e_{t+1}) - e_t$$

بحيث أن:

(i), (i*) سعر الفائدة المحلي والأجنبي على الترتيب في الفترة t، $E_t(e_{t+1})$ سعر صرف المتوقع في الفترة t

بالنسبة للفترة t+1، e_t سعر الصرف في الفترة t.

(*) من آثار ارتفاع أسعار الفائدة على الميزانيات في المنشآت مثلاً، مخاطر أسعار الفائدة وما قد تسببه من خسائر قد تؤدي إلى خطر الإفلاس.

¹ Furman, J, Stiglitz, J.E, «Economic crises: evidence and insights from East Asia», Brooking paper on economic Activity, 2001, n°2, p.114.

وبالأخذ بالاعتبار أن ارتفاع أسعار الفائدة قد ينتج عنها أثر سلبي على وزن الديون بالنسبة للاقتراض المحرر بالعملة المحلية، وبما أن المتعاملين من كارهي المخاطرة، ومنه يتم إضافة متغيرتان للنموذج لإعادة حساب صيغة فروق الفائدة: الخطر المرتبط بجيازة العملة الأجنبية المسمى ψ_t وخطر الإفلاس المسمى بالرمز B_t ، وبالتالي تكتب هذه الصيغة على النحو التالي:

$$i_t - i_t^* = E_t(e_{t+1}) - e_t + \psi_t + B_t$$

وحتى يتم إظهار آثار ارتفاع أسعار الفائدة على سعر الصرف، المعادلة السابقة يمكن كتابتها بالصيغة التالية:

$$e_t = -(i_t - i_t^*) + E_t(e_{t+1}) + \psi_t + B_t$$

بافتراض أن المتغيرات B_t ، $E_t(e_{t+1})$ و ψ_t ثابتة.

إذن فإن رفع سعر الفائدة المحلي يقود بوضوح إلى رفع قيمة العملة (e_t ينخفض) ويتحقق ذلك في ظل وجود الشروط و الفرضيات التقييدية المشار إليها حتى يكون لرفع سعر الفائدة فعالية لتحقيق استقرار العملة¹.

– القنوات التي من خلالها توجه أسعار الفائدة سعر الصرف في الاتجاه المرغوب فيه

التغير في سعر الفائدة يقود أولاً إلى تغيير في شروط التحكيم الدولي، حيث يجعل حيازة الأسهم المحلية أكثر جاذبية مقارنة بامتلاك الأسهم الأجنبية، فارتفاع أسعار الفائدة المحلية يجذب رؤوس الأموال التي تدعم العملة المحلية. والأهم كذلك هو أن ارتفاع أسعار الفائدة تجعل المضاربة ضد العملة المحلية مكلفة جداً، حيث يتخذ المضاربون في سوق الصرف وضعية قصيرة الأجل على العملة موضوع هجمات مضاربة، وهذا يعني أنهم يقيمون باقتراض العملة على المدى القصير بهدف بيعها في سوق الصرف، فعند رفع سعر الفائدة في الأجل القصير تصبح تكلفة الاقتراض مرتفعة.

كما أن في حالة توقعات انخفاض العملة التي تبني على توقعات ارتفاع التضخم، فإن رفع أسعار فائدة يمكن أن يحافظ على أسعار الصرف عن طريق الحد من التوقعات التضخمية.

في الأخير أسعار الفائدة المرتفعة يمكن أن تشكل مؤشر قوي من قبل السلطات كإشارة توضح من خلالها للمتعاملين إرادتها في الدفاع عن العملة وهذا ما يسهل عملية استقرار العملة.

¹ JP. Allégret, Op.cit, p.98.

لكن من ناحية أخرى قد يترجم هذا على أنه إقرار ضعف من قبل السلطات يكشف تدهور الأساسيات الاقتصادية وخاصة عن تراجع مصداقية السياسة أو سياسة سعر الصرف الرسمية المعلنة¹.
بينما نجد بعض الاقتصاديين يشيرون إلى أن العلاقة بين أسعار الفائدة وسعر الصرف هي غير مستقرة وغير خطية والذي يشير بدوره إلى انفصال في العلاقة بين تطاير أسعار الصرف وتطاير الأساسيات².
إن رفع سعر الفائدة قد يؤدي إلى دخول رؤوس الأموال ولكن كذلك قد يؤدي إلى إحداث تأثيرات في أسواق الصرف وتغيير سلوك الأعوان وتزايد مستوى عدم التأكد، والذي يترجم بزيادة تطاير أسعار الصرف.

وبالتالي فإن رفع سعر الفائدة للدفاع عن نظام سعر الصرف قد تكون مكلفة لزيادتها من تطاير سعر الصرف³.

– الآثار السلبية لرفع أسعار الفائدة

تحدث آلية رفع سعر الفائدة عن مستواها السائد أثراً سلبياً على النشاط الاقتصادي وخاصة على الأعوان المقترضين، علاوة على ذلك قد يحدث بالتزامن بالرغم من زيادة أسعار الفائدة، انخفاض في قيمة العملة المحلية، هذه الوضعية أشار إليها كل من Stiglitz و Furman (1998)، انطلاقاً من تجربة الأزمة الآسيوية حيث بدلاً من تحقيق هدف الحفاظ على استقرار العملة، قاد رفع أسعار الفائدة إلى تسارع حدوث الأزمة بخلق أزمة ثقة أين تنتج عنه ارتفاع في قيمة ψ_t و B_t ، والذي يشير إلى ضعف الجهاز المالي خلال هذه التجربة في ظل عدم كفاءة السوق وخطر عدم تناظر المعلومات.

قدم كل من Lahiri و Vegh (2003)، دراسة حول المستوى الأمثل لارتفاعات سعر الفائدة للدفاع عن نظام سعر الصرف، من خلال اقتصاد منفتح ومندمج في أسواق السلع و القيم المنقولة الدولية، سوق النقود في هذا الاقتصاد يتشكل من أصول سائلة المتمثلة في النقود وأصول شبه نقدية تدر معدل فائدة I_b حيث يستخدم الأعوان هذه الأصول لإجراء المعاملات، مما يشير إلى أن الطلب على النقود يقصد به الطلب على هذه الأصول السائلة. في نظام سعر الصرف الثابت يكون سعر الصرف (E) محددًا ويتم

¹ Valasco, A, Neut, A, « Tough policies, incredible policies? », Technical report, Harvard University, 2004. p.05.

² Jeanne O, Rose, A, « Noise trading and exchange rate regimes », Quarterly journal of economics, vol. 117, 2000, p. 567.

³ Chen, S, « A note on interest rate defense policy and exchange rate volatility », Economic modeling 24, 2007, p.768.

التخلي عنه عند وصول احتياطات الصرف إلى مستوى محدد وثابت $R=0$. تمتلك السلطات أدواتين للسياسة الاقتصادية: سعر الصرف إذا اختارت التخلي عن نظام سعر الصرف وسعر الفائدة على الأصول السائلة Ib ، حيث رفع سعر الفائدة Ib يمارس تأثيره على سعر الصرف من خلال ثلاثة قنوات: القناة الأولى المستمدة من أثر سعر الفائدة على الطلب على النقود، فارتفاع سعر الفائدة يخفض من تكلفة الفرصة المرتبطة بجيازة الأصول الشبه سائلة، هذا سيؤدي تبعاً لذلك إلى زيادة الطلب على هذه الأصول وعلى الأصول المحلية والذي ينتج عنه تأخير في زمن حدوث هجمات مضاربة على العملة المحلية وتنخفض احتياطات الصرف بشكل بطيء، وبالتالي فعالية سعر الفائدة في الدفاع عن العملة المحلية. تتمثل القناة الثانية في أثر سعر الفائدة على الميزانيات، حيث كل زيادة في سعر الفائدة يزيد من تكلفة خدمات مديونية السلطات والتي تعمل على تمويلها في المستقبل من خلال تضخم أكثر ارتفاعاً (الضريبة التضخمية).

زيادة التوقعات التضخمية في المستقبل تقوي الضغوط التضخمية على العملة، ويترتب على ذلك أن قناة الميزانية تشير إلى أن رفع سعر الفائدة قد يعجل من زمن الهجمات بدلاً من تأخيرها. أما القناة الثالثة تتمثل في قيام المؤسسات بالاقتراض من القطاع البنكي لتمويل الإنتاج، عند زيادة Ib ينتج عنه زيادة تكاليف الاقتراض مما يحد من العملية الإنتاجية ويؤدي إلى الانخفاض في الطلب على النقود من أجل المعاملات وانخفاض إيرادات الجباية، التي تفاقم من وضعية ميزانية الدولة والذي قد يعجل من زمن حدوث الهجمات على العملة، وهذا ما يدعو حسب الباحثين إلى عدم وضوح فاعلية دور سعر الفائدة في حماية العملة.

في سنة 2003، قام كل من Goldfajn و Gupta بدراسة سلوك سعر الصرف بعد هجمات المضاربة باستخدام عينة التي شملت 80 دولة من فترة يناير 1980 إلى فترة يناير 1998، حيث قاما بتحليل دور أسعار الفائدة المرتفع لقلب مسار أسعار الصرف الحقيقية إما عن طريق ارتفاع في التقويم الاسمي للعملة أو عن طريق تضخم أكثر ارتفاعاً، وتمثلت النتائج في أن سياسة نقدية أكثر دقة وصرامة تزيد احتمال نجاح استقرار العملة عن طريق آلية سعر الفائدة، في حين عندما يكون القطاع البنكي ضعيف، احتمال النجاح يتراجع وينخفض.

II-4 أنظمة أسعار الصرف وأزمات سعر الصرف

على اثر وقوع أزمات العملة منذ فترة طويلة، وخاصة تلك التي وقعت في العقدين الثامن والتاسع من القرن الماضي، والتي تميزت بعمقها وانتشارها مقارنة بتلك التي حدثت في الماضي محدثة خسائر جسيمة على مستوى غالبية دول العالم. فمنذ بداية سنوات التسعينات من القرن الماضي، كانت أنظمة أسعار الصرف الثابتة والأقل تباتاً موضوعاً لهجمات مضاربة عنيفة قادت في أغلب الحالات إلى التخلي عن نظام سعر الصرف محل الهجمات، وتتميز أزمة سعر الصرف بشكل خاص بتغيرات قوية في سعر الصرف مصحوبة بخسائر معتبرة في احتياطات الصرف والتي ترجمت في أغلب الحالات بانخفاض قوي في العملة المحلية أو باتخاذ إجراء تعويم العملة والتخلي عن ثبات سعر الصرف أو قد يحدث انخفاض عنيف ومفاجئ في أنظمة الصرف الأكثر مرونة¹.

حيث تعرف أزمة العملة بأنها انخفاض معدل الصرف الاسمي للعملة بمقدار 25 % على الأقل خلال فترة قصيرة أو حدوث ارتفاع قدره 10% لمعدل الانخفاض في العملة². وإجبار السلطات النقدية على الدفاع عن عملتها باستخدام حجم كبير من احتياطات صرفها أو برفع أسعار الفائدة بمعدلات كبيرة³. وتختلف أزمات العملة عن الأنواع الأخرى للأزمات المالية، حيث توجد أزمة العملة والتي تحدث نتيجة للهجمات المضاربة على العملة مما يؤدي إلى التخفيض الحاد في قيمة العملة. وهناك نوع آخر يتمثل في أزمات القطاع المصرفي والتي يقصد بها فشل المؤسسات البنكية في تغطية والوفاء بالتزاماتها مما يستدعي تدخل السلطات النقدية للحيلولة دون ذلك من خلال التوسع في تقديم المساعدات لتلك المؤسسات. كما أن هناك قسم آخر من الأزمات تتمثل في أزمة الدين الخارجي والتي تحدث عند توقف الدول عن خدمة ديونها.

تشير دراسة كل من Reinhard و Kamensky (1998)، إلى أن ما يزيد عن 25 % من أزمات القطاع المصرفي، تحدث في نفس زمن وقوع أزمة العملة نتيجة اشتراكهما في نفس أسباب وقوع الأزمة. حيث اعتبر التحرير المالي المتسرع وغير وقائي مؤشراً لوقوع نحو 70% من أزمات العملة وكذلك 68%

¹ Cartapanis. A, « Le déclenchement des crises de change: qu'avons-nous appris depuis dix ans ? », Document de travail CEFI, mai, 2002, p.02.

² Frankel. J, Rose. A, « Currency crashes in emerging markets: an empirical treatment », board of governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper, n°534, 1996, p.14.

³ Aziz. J et Al « Currency crises: in search of common elements », IMF working paper, n°67, 2000, p.15.

من أزمات القطاع المصرفي. إن تعرض الاقتصاد العالمي لهذه الأزمات أوجدت سلسلة من التحاليل أخذت بالحسبان مختلف خصوصيات كل نوع من الأزمات، على نحو وجود ثلاثة أجيال من نماذج الأزمات.

II-4-1 نماذج الجيل الأول

نماذج الجيل الأول أطلق على المحاولات الأولى التي سعت لتفسير أزمات العملة والتي تم صياغتها من جانب كل من Krugman (1979)، Flood و Garber (1984)، قبل وقوع الأزمات الحديثة، والتي أعطت دوراً رئيسياً للأساسيات الاقتصادية في تفسير أزمات سعر الصرف، وتشير إلى عدم التلاؤم والتناسق بين السياسات الاقتصادية ونظام سعر الصرف (سياسة نقدية ومالية توسعيتين) التي كانت مصدر الهجمات المضاربة، ويتم الإشارة إلى أن عملية خلق النقود التوسعية المرتبطة بالخصوص بالتمويل النقدي لعجز الميزانيات هي منشأ الانخفاضات الكبيرة على العملة المحلية (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) والتي تقود إلى تدهور في الميزان التجاري وإلى تقلص احتياطات الصرف، حيث ينخفض مخزون احتياطات الصرف لأن العجز الجاري لا بد من تمويله، ويترتب على استنزاف احتياطات الصرف انطلاق هجمات المضاربة¹.

في نماذج الجيل الأول، فإن هجمات المضاربة تنطلق قبل الإنهاك الكامل لاحتياطات الصرف لأن المضاربين لا يحققون مكاسب في الصرف لحظة الانتقال من الأنظمة الثابتة إلى الأنظمة العائمة، في حين ستكون فرص حني المكاسب المعتبرة للمضاربين الذين يهاجمون العملة لحظات قبل الانهيار الطبيعي لنظام الصرف، طالما أن كل المضاربون تتوفر لديهم المعلومات فيأهم يقومون بشراء كميات معتبرة من العملات الأجنبية بالضبط قبل التاريخ المنتظر للانهيار، وبالتالي فإن ذلك يقود إلى تقديم زمن انهيار طالما أن الهجمات ستنتقل من جديد ما دام هناك فرص لتحقيق المكاسب. في نماذج الجيل الأول، يصبح نظام سعر الصرف الثابت غير قابل للاستمرار ويقتصر دور الهجمات المضاربة فقط على انهياره، مما يعتبر مؤشر على الدور المركزي للنظام سعر الصرف في التعرض للأزمات، وتصنف الأزمة الروسية والبرازيلية على أنها أزمات من الجيل الأول.

¹ Dupuy. M et Al, op-cit, p.154.

هذه الأزمات التي انطلقت في خضم أنظمة الصرف الثابتة، قادت صندوق النقد الدولي في نهاية سنوات التسعينات، إلى توجيه النداء للتخلي عن أنظمة الصرف الثابتة التقليدية التي اعتبرت الأكثر عرضة للأزمات والاتجاه لصالح الحلول الركنية المتمثلة في الأنظمة العائمة أو النظام الثابت الجامد مثل مجالس العملة¹. في حين اهيأ مجالس العملة في الأرجنتين في بداية سنة 2002، أفقد مصداقية هذا النوع من الأنظمة مما قاد صندوق النقد الدولي إلى اعتبار الأنظمة الثابتة غير ملائمة لظروف الدول الناشئة والدعوة إلى الاتجاه نحو تعويم العملة مع استهداف التضخم.

II-4-2 نماذج الجيل الثاني

في النماذج المسماة الجيل الثاني (Jeanne و Obsfeld (1996)) تكون هجمات المضاربة ذاتية التحقق حيث تشن الهجمات حتى في الحالة التي تكون فيها الأساسيات الاقتصادية سليمة وجيدة، أي حتى في حالة أن المعطيات الاقتصادية الأساسية والمبدئية تكون في انسجام مع سياسات تثبيت سعر الصرف. في هذه الحالة، يحاول المضاربون اختبار قدرة السلطات النقدية ورد فعلها في الدفاع عن هدف سياسة سعر الصرف، وتنطلق هجمات المضاربة بناء على توقع أن البنك المركزي سيتخلى عن هدف الثبات حيث يعتبر المضاربون أن السلطات النقدية ستتخلى عن نظام الصرف الثابت في حالة أن تكلفة الدفاع عن سعر الصرف فيما يتعلق بالبطالة أو الدين العام مثلا، تكون أكبر وأهم من المكاسب المحققة من الدفاع الناجح عن سعر صرف العملة (ضمان المصداقية، الحفاظ على الشروط الملائمة ومحفزة للتجارة والاستثمار الأجنبي المباشر)².

في نماذج الجيل الثاني هناك إمكانية لتحقيق عدة حالات توازنية، في حالة غياب هجمات المضاربة تكون السياسات الاقتصادية في حالة توازن ويستمر العمل بنظام الثابت، أما في حالة وجود الهجمات تظهر الأزمات ذاتية التحقق، وتقود الهجمات إلى انخفاض قيمة العملة وإلى تغير السياسات الاقتصادية (السياسات النقدية تصبح توسعية) بالرغم من تدخل السلطات النقدية لتعقيم آثار انخفاض المعروض النقدي من جراء فقدان الاحتياطات ويتم ذلك من خلال السماح بنمو بطيء في المعروض النقدي خلال فترة الهجمات، بحيث ينقل التعقيم الهجمات من سوق النقد ويدفعها إلى سوق آخر، ويزداد

¹ Virginie Coudert, « Régimes taux change et crises: les taux change fixes sont-ils injustement suspects ? » Rapport du conseil d'analyse économique sur les crises financières, CEPN, France, 2004, p.04.

² Dupuy. M et Al, op-cit, p.154.

الائتمان المحلي والذي يعد بمثابة نقطة انطلاق للهجمات من جديد من خلال التنبؤ بعدول البنك المركزي الذي يصبح مجبر على التخلي عن التزامه بشأن سعر الصرف، نتيجة التأثير والمضايقات من أثر ارتفاع أسعار الفائدة، البطالة والديون العمومية.¹

وبخلاف نماذج الجيل الأول فإن الأسواق في نماذج الجيل الثاني لا تتوقع الأزمة بل تعمل على إحداثها. أزمات من نوع الجيل الثاني تسمح بتفسير الأزمات النقدية الأوربية والهجمات المضاربة على دولار هونغ كونغ في سنة 1998.

وبالتالي فإن التفهق السريع للاحتياطات الرسمية يعتبر مؤشر عام للانخفاض الفوري وهو بدوره المسبب الرئيسي الذي يربط الأزمات بأسعار الصرف الثابتة، فتريف احتياطات الصرف يشكل عامل أساسي في نماذج الجيل الأول والجيل الثاني أيضاً، على الرغم من أن دول ذات النظام الثابت تستطيع أيضاً رفع أسعار الفائدة للدفاع عن العملة ولكن تبقى هذه الإستراتيجية محدودة كما سبق التطرق إليه، لأن ارتفاع أسعار الفائدة لا يمكن استمرارها كفاية لمدة أطول دون أن تحدث اختناقات في الاقتصاد وتأثير سلبي شديد على النظام المالي.²

II-3-4 نماذج الجيل الثالث

الجيل الثالث من الأزمات تم صياغته بعد الأزمة الآسيوية لسنة 1997، من قبل Flood و Marion (1999)، Krugman (2001)، هذه الأزمات لا تتمثل في أزمات عملة فقط بل بحثت في تقديم نظرية الأزمة التوأمة (أزمة سعر صرف وأزمة بنكية). في هذه النماذج يكون النظام المالي في مركز تحليل الأزمة حيث من بين أهم العوامل التي تحدث الأزمة تتمثل في التسابق في سحب الودائع نتيجة الذعر المالي، حيث يؤدي سحب الودائع من قبل المستثمرين الأجانب إلى إحداث أزمة سعر صرف وأزمة بنكية في آن واحد. تدهور ميزانيات البنوك و الأعوان غير الماليين (تدهور ميزانيات البنوك يرجع إلى ارتفاع الديون المشكوك فيها و ارتفاع مستوى الاستدانة الخارجية)، عدم تناظر المعلومات (إقبال المقترضون على الاستثمارات الخطرة لاقتناعهم أن السلطات لن تسمح بالإفلاس وستقدم الإنقاذ

¹ Gérard Duchene, Samir Zouari, « L'impact de la qualité des institutions sur les crises de change », Laboratoire Erudite, Créteil Cedex, France, 2005, p.09.

² Eichenengreen B, Rose A, « Exchange rate mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks » Economic policy, 21, 1998, p.249.

اللازم وأنهم سيحصلون مستحقاتهم) وتكون هذه الظروف والسلوكيات مصدراً لميلاد الفقاعات المضاربة وبالتالي تندلع الأزمة نتيجة انفجار الفقاعات¹.

تسمح نماذج الجيل الثالث بشكل خاص بتفسير الأزمة شرق آسيا، لقد عرفت هذه المنطقة ارتباط عملاقتها بعملات أخرى ومن العسير جداً كما تم الإشارة إليه، درء هجمات المضاربة خاصة عندما يكون النظام المالي للبلد ضعيفاً، وعلاوة على ذلك بقدر ما يعتبر الارتباط بعملة أخرى ضماناً بعدم حدوث تغيير في قيمة العملة، فإنه يعتبر أيضاً حافزاً على الاقتراض بالعملات الأجنبية ويشجع قطاع المالي وقطاع الأعمال على التعرض لمخاطر صرف مفرطة. بالإضافة إلى ذلك فإنه بفعل تسيير سعر الصرف يومياً في أسواق الصرف وكذلك في حالة تسييره داخل هامش تعويم معلن يميل إلى أن يكون هذا التسيير في سعر الصرف مؤشراً في الأسواق، يعكس لحظات الصعوبة التي تمر بها السلطات النقدية². فعندما تثور الشكوك حول استدامة ترتيبات سعر الصرف في بلد ما، فإن هذا البلد يجذب بالدرجة الأولى التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل الساعية إلى المضاربة.

فمع بدء الأسواق في التشكك في استدامة أسعار الصرف في آسيا، تزايدت ضغوط المضاربة. وحدث ذلك في ظل انخفاض كبير في أسعار العقارات وتناقص القدرة على المنافسة الخارجية، وأوجه عجز كبير في الحساب الجاري و الهلع في القطاع المالي، وواجهت البلدان الآسيوية مشاكل في الدفاع عن عملاقتها بسبب ضعف نظمها المالية، وزادت المضاربة مما أضفى إلى التهميش في ترتيبات سعر الصرف وفي القطاع البنكي.

¹ Dupuy. M et Al, op-cit, p.155.

² Virginie Coudert, « Régimes taux change et crises: les taux change fixes sont-ils injustement suspectses ? », op-cit, p.06.

III- واقع أنظمة أسعار الصرف الراهنة

تتدرج ترتيبات أنظمة أسعار الصرف ابتداءً من أشد الأنظمة ثباتاً إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هاذين النظامين الركنين مجموعة من الأنظمة تتفاوت فيها درجة المرونة، فإن الترتيب السائد في أنظمة أسعار الصرف يقسمها إلى ثلاثة أنواع متمثلة في الأنظمة الثابتة و الأنظمة الوسيطة ثم المرنة، ويندرج في كل نوع منها عدد من الترتيبات الخاصة بهذه الأنظمة، فانطلاقاً من التعويم المحض تمر الأنظمة عبر الكثير من الترتيبات الوسيطة إلى الربط الجامد مثل اتحادات العملة، مجالس العملة والدولة.

وتتراوح الترتيبات الوسيطة من الربط القابل للتعديل الذي يمكن في إطاره للبلدان أن تعدل دورياً عمليات الربط الخاصة بها؛ إلى الربط المتحرك الذي يعدل فيه الربط بانتظام في مجموعة من عمليات تخفيض القيمة إلى الربط بسلة عملات الذي يحدد فيه سعر الصرف حسب سلة مرجحة من العملات الأجنبية؛ إلى المناطق أو النطاقات المستهدفة التي تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش أعلن عنها من قبل على أي من جانبي سعر التعادل المركزي، وأسعار الصرف العائمة الموجهة التي يتم التدخل فيها للمساندة العملة.

أما في نظام أسعار الصرف العائمة الحرة، لا تتدخل السلطات وتسمح فيه لسعر الصرف بأن تحدده قوى السوق. والخط الفاصل بين الترتيبات الثابتة والترتيبات الوسيطة هو ما إذا كانت السياسة الرامية إلى التثبيت تمثل التزاماً مؤسسياً. والخط الفاصل بين الترتيبات الوسيطة وترتيبات التعويم هو ما إذا كان هناك نطاقاً مستهدفاً محدد تتدخل السلطة في إطاره.¹

III-1 الترتيبات الثابتة لأسعار الصرف

تتضمن الترتيبات الحديثة كما سبق الإشارة إليه على قائمة تحتوي على عدة ترتيبات سائدة اليوم، وهي مرتبة من أعلى إلى أسفل حسب درجات ثبات أسعار الصرف، فالترتيبات الثابتة مثل منطقة الفرنك للمجموعة المالية الإفريقية ومجالس العملة التي تستحوذ فيها السلطة النقدية على 100% من الاحتياطات الدولية بالعملة الأجنبية مقابل القاعدة النقدية ويزداد وينكمش فيها العرض من الأموال تلقائياً مع حالة ميزان المدفوعات ولا يكون فيها دور للسياسة النقدية بما في ذلك مقرض الملاذ الأخير، والدولة التي

¹ Frankel.J, « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies », Harvard University, mimeo, 2002, p.18.

تذهب خطوة أخرى إلى الأمام وتقضي على العملة المحلية تماماً. واتحادات العملة التي تأخذ فيها الدول الأعضاء بنفس العملة.

III-1-1 اتحادات العملة

يتمثل جوهر هذا النظام في إنشاء عملة مشتركة في مجموعة دولية ترتبط بشكل كبير بعضها البعض ويتم السماح لأسعار الصرف بالتقلب بين التكتلات من الدول، ومثل تلك المجموعة من الدول يشار إليها بمنطقة العملة المثلى، تتسم بأسعار صرف جامدة تماماً بين أعضائها الذين يتبنون سياسة نقدية مشتركة وتضمنت المعايير التي وضعها Mc Kinnon و R. Mundell لإيجاد منطقة العملة المثلى¹.

فبقدر ما يكون الاقتصاد منفتح بقدر ما يكون للنظام الصرف الثابت مزايا أكبر لأنه يسمح باستقرار الاقتصاديات المتعرضة لتقلبات الصرف. حسب Scicovsky و Ingram فإن إدخال العامل المالي يبين أن التكامل المالي القوي هو حتماً من عوامل المثالية. فالدرجة العالية من الاندماج المالي تكون مطلوبة بشدة بين الدول حيث يترتب على ذلك، إمكانية تحرك رؤوس الأموال بين الدول والذي يؤمن التحويلات المالية الضرورية لتعديل الاختلال (خاصة اختلال ميزان المدفوعات).

إن الدول التي ترغب في تشكيل منطقة عملة عليها أن تتمتع بقدر كبير من التنسيق بينها فيما يتعلق بسياساتها النقدية و المالية. وتساعد تلك الشروط على آلية التعديل، عندما تتسم الموارد بدرجة عالية من الانتقال كما هو الحال في داخل الدولة الواحدة، فإن عملية التعديل تعني انتقال الموارد من أقاليم العجز (الكساد) إلى أقاليم الفائض (الازدهار).

كما أن درجة عالية من مرونة السعرية (الأجر) تكون مرغوبة في الدول التي تنضم إلى منطقة العملة المثلى حيث يضمن ذلك مقدرة الدولة على تحسين موقفها التنافسي.

وباعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية، حيث يصبح البنك المركزي لكل دولة غير قادر على تغيير عرض النقود وأسعار الفائدة للتعامل مع معدلات الفائدة و التوظيف في الدولة، وبدلاً من ذلك توجد سياسة موحدة تنطبق على كل

¹ Flandreau. M, Maurel. M, « Monetary unions, trade integration and business cycles in century Europe: just do it », CEPR discussion paper n° 3087, London, 2002, p.04.

المنطقة، كذلك لن يكون بمقدور كل دولة تغيير قيمة صرفها لتحقيق أهدافها الاقتصادية، وبذلك أصبحت الدولة العضو في الاتحاد مشابهة لأي ولاية من ولايات الدولة الواحدة.

وفي مقابل فقدان الاستقلالية والتكاليف الباهظة للتحويل، نجد من المتوقع أن تحي منطقة الاتحادات العملة منافع على الأجل الطويل جراء اشتراكها في عملة واحدة. ونظرا لأن الأسعار مقومة بعملة واحدة، فإن المقارنة بين الدول تكون في الحال وبشكل سريع، وتؤدي تلك الشفافية إلى المنافسة بين المستثمرين والتجار بالإضافة إلى انخفاض تكاليف معاملات التجارة الدولية وإزالة مخاطر الصرف، حيث يترتب على إتباع سياسة نقدية موحدة تحقيق استقرار في الأسعار، ويساعد كبير حجم السوق في الاتحاد في الوصول إلى اليقين بالنسبة للاستثمارات، مما يشجع التكوين الرأسمالي. وتشير النتائج التي تم التوصل إليها مؤخرا في عدد من الدراسات التي أجراها و استعرضها Rose (2002)، إلى أن الآثار المباشرة للانتماء إلى أي من اتحادات العملة على التجارة تكون كبيرة جدا، وقد تقترب إلى درجة المضاعفة. وتوصلت دراسة كل من Stein Ordonez و Micco (2002)، الذين درسوا أثر العمل باليورو في عام 1999 على تجارة الاتحاد الأوروبي إلى نتيجة مفادها أن ذلك يزيد من حجم التجارة بنسب لا تختلف كثيرا عن أثر التقيّد بقاعدة الذهب التقليدية منذ قرن من الزمان، حيث قد يكون الدليل التجاري على أن الانضمام إلى ترتيبات لعملة مشتركة مثل قاعدة الذهب يزيد من حجم التجارة بحوالي 25 - 30%¹.

في نظام الاتحاد النقدي يتعامل الدول الأعضاء بعملة موحدة ويوجد نوعين من الاتحاد، تكون العملة الموحدة في النوع الأول قائمة مقابل عملات الدول الأجنبية عن دول الاتحاد أو باقي الدول وتشير إلى حالة الاتحاد النقدي الأوروبي التي تستخدم اليورو كعملة لها منذ يناير 1999، وتسجل هذه العملة ارتفاعات وانخفاضات مقابل عملات دول غير الأعضاء استجابة للعرض والطلب.

ويكون في الحالة الثانية للعملة الموحدة سعر صرف ثابت والذي يسمى بسعر التعادل مقابل عملة الربط خارج الاتحاد ويطلق في بعض الأحيان على عملة الاتحاد لفظ العملة التابعة Monnaie Satellite. كما أن عملة بلد الربط التي تستخدم لتثبيت سعر الصرف يطلق عليها العملة السيادية Dominante Monnaie. ويوجد في الوقت الحالي ثلاثة أمثلة للأنظمة من هذا النوع المتمثلة في الاتحاد الاقتصادي

¹ Micco, A, E. Stein, G. Ordonez, « The currency union effect on trade: early evidence form the European union», Inter American Development Bank , 2002, p.22.

فالدولة تشير إلى الميكانيزم الذي من خلال تحل العملة الأجنبية (الدولار) فيزيائياً محل العملة المحلية والدولة هي حالة خاصة لإحلال العملة المحلية بالدولار الأمريكي وتصبح العملة الرسمية في البلد كمستودع للقيمة، وحدة حساب، ووسيلة دفع وتبادل ويتوقف البلد عن إصدار عملته الخاصة. وبتطبيق هذا النظام يقوم البنك المركزي في خطوة أولى بسحب عملته المحلية من التداول بسعر صرف ثابت في الغالب، وتختفي العملة المحلية من التداول، مما يقوض دور البنك المركزي بتخليه عن مهامه الأساسية كمصدر للعملة ومقرض الملاذ الأخير، ويتخلى عن قيادة سياسة نقدية مستقلة. ويتم استخدام الدولار الأمريكي خاصة في الاقتصاديات التي تربطها علاقات تجارية قوية مع الولايات المتحدة الأمريكية وباعتبارها من أهم مصادر الاستثمارات الأجنبية المتجهة إلى هذه الدول.

كما يمكن للدولة أن تأخذ شكل غير رسمي (Dollarisation de facto) في حالات التضخم المرتفع أين يفقد الأعوان الاقتصاديون الثقة في العملة المحلية، وهذا ما حدث في البرازيل، بيرو، الأرجنتين، بوليفيا ونيكاراغوا في منتصف ثمانينات القرن الماضي، لكن يكون ذلك بشكل ظرفي بعد الإجراءات المتخذة لاسترداد الثقة في النظام النقدي.

يتم تبني نظام الدولة رغبة من السلطات المحلية في تحقيق استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية (مؤشر الأسعار، سعر الفائدة، الميزانية وميزان المدفوعات) بالإضافة إلى تحريك وتنشيط النمو المحلي بفضل الاندماج السريع في الاقتصاد الدولي، على إثر إزالة الاختلال النقدي وإعادة تفعيل الإنتاج والأسس السليمة للميزانية وتحقيق زيادة معتبرة في تدفقات رؤوس الأموال الدولية المجذوبة إلى البلد، نتيجة الاستقرار الاقتصادي الكبير ونتيجة عدم إمكانية حدوث هجمات المضاربة في نظام الدولة ثم المصدقية المحققة في هذا النظام. هذا ويطلق بعض الاقتصاديين على الدولة تسمية الوصفة السحرية التي تعمل على إيجاد الحلول لأغلب المشاكل الاقتصادية في البلد¹. ويتمثل الهدف الأقوى الذي يحققه نظام الدولة في العمل على التخفيض السريع للتضخم، ففي ظل هذا النظام تصبح عملية تخفيض العملة غير ممكنة، نتيجة نزع العملة المحلية من الاقتصاد كما سبقت الإشارة إليه، بالإضافة إلى عدم إمكانية قيادة سياسة نقدية توسعية واللجوء إلى عجز الميزانية المحدث للتضخم، بحكم أن الدولة تستدعي الصرامة في الميزانية

¹ Beethoven .V,« Dollariser: un authentique dilemme ? », Académie des sciences économiques de Colombie , 2003, p.07.

وهذا لا يعني أن ميزانية الدولة تكون بالضرورة متوازنة في كل السنوات وإنما يعني أن العجز يجب أن يتم تمويله بطرق أخرى غير الإصدار النقدي ويصبح معدل التضخم يعادل نظيره في البلد المصدر للعملة، وبالتالي يستفيد الاقتصاد من معدلات فائدة منخفضة و أكثر استقراراً والتي تمارس أثرها الايجابي على النمو الاقتصادي. كما يتحقق في هذا النظام انخفاض علاوة المخاطر نتيجة زوال مخاطر الصرف إذا كان التمويل محرراً بالدولار و نتيجة انخفاض خطر البلد إذا رافقت هذا النظام سياسة اقتصادية ذات مصداقية تبحث عن استقرار الأسعار و التحكم في عجز الميزانية، فقد تساهم الدولار في الحد من اندلاع الأزمات المالية المرتبطة بالسياسات الاقتصادية غير الملائمة وغير السليمة¹.

وبالرغم من إيجابيات الدولار، تعترض هذا النظام صعوبة التصحيح في حالة الصدمات غير متناظرة. في حالة الدولار يتخلى البلد عن قيادة سياسته النقدية التي هي في يد سلطة البنك المركزي لبلد الأم للعملة فقد يحدث تعارض في الأهداف الاقتصادية بين البلد العملة والاقتصاديات التي اختارت الدولار و كنتيجة لذلك يكون تطاير الاقتصاد الكلي أكثر ارتفاعاً بدلاً من استقراره.

III-1-3 مجالس العملة

إن مجالس العملة، هي نظام لتثبيت أسعار الصرف كان شائعاً في أقاليم المستعمرات خلال النصف الأول من القرن العشرين، وانتهى العمل به بعد تفكك النظم الاستعمارية. ولكن الاهتمام بمجالس العملة تجدد في الأعوام الأخيرة من القرن الماضي باعتبارها وسيلة للتثبيت، حينما تبين أن الترتيبات التقليدية غير كافية. وقد اتخذت في هونغ كونغ في سنة 1983، الخطوة الأولى لإعادة استخدام مجالس العملة، مع أنه أحرز نجاحاً كبيراً، فإنه لم يلقى اهتماماً كاملاً إلى أن أقدمت الأرجنتين على إقامة هذا الترتيب المماثل في سنة 1991، في ظل ظروف مختلفة. وفي 1992، بدأت استونيا وهي أول بلد من بلدان الاتحاد السوفيتي سابقاً في اتخاذ عملة مستقلة باستخدام نظام مجالس العملة، وأعقبها لتوانيا في اتخاذ إجراء مماثل في سنة 1994.

يقوم هذا النظام النقدي على التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعني ذلك عدم إصدار العملة المحلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماماً بالأصول الأجنبية، حيث يعرف

¹ JP. Allégret, Op.cit, p140.

صندوق النقد الدولي، مجالس العملة على أنها تمثل نظام ربط سعر الصرف الأكثر صلابة بعد الاتحادات النقدية والدولرة، حيث يلتزم مجلس العملة بتمويل التزاماته النقدية بسعر صرف ثابت والاحتفاظ باحتياطات صرف لديه بنسبة تعادل على الأقل 100% لالتزاماته. مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير^(*)، وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية. غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ ببعض المرونة في النظام النقدي، حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة¹.

في هذا النظام تكون مجالس العملة ملزمة بأن توفر مقابل العملة المحلية عند الطلب ودون حدود النقد الأجنبي الذي ترتبط به العملة المحلية (البنكنوت والودائع الاحتياطية للبنوك التجارية لدى مجلس العملة كلما كان ذلك ممكناً) والعكس بالعكس، ويتولى مجلس العملة تحديد سعر الصرف لهذه العمليات. إن اختيار العملة التي يتم التثبيت بها يتوقف ضمن جملة من المحددات على ما إذا كانت العملة ضعيفة أو قوية وكذلك على الروابط التجارية، وفيما يتعلق بهونغ كونغ والأرجنتين فقد اختارت أثناء تبنيها لهذا النظام الدولار الأمريكي، فقد كان يمثل وحدة الحساب المهيمنة على المعاملات التجارية وغيرها من العمليات المالية.

كما أن قيام نظام مجالس العملة يستدعي وجود نظام بنكي قوي و سياسات ميزانية صارمة ودقيقة لأن البنوك المركزية بموجب هذا النظام لا يمكنها تقديم قروض لجهاز الحكومة، وبذلك يوفر هذا النظام مصداقية كاملة في السياسة الاقتصادية لأن التكلفة السياسية المرتبطة بكل تغيير في سعر الصرف تكون باهظة وتحقيق نتائج هامة في مكافحة التضخم وهذا ما أثبتته التجارب السابقة لمجالس العملة². فقد جعل هذا النظام الأرجنتين مثلاً في الاستقرار النقدي على المستوى الدولي. بفعل النجاحات الأولى لهذا النظام قد جعلت بعض المختصين يشيرون إلى تعميم مجالس العملة في دول أخرى في أمريكا اللاتينية. هذا

(*) مقرض الملاذ الأخير هي من وظائف التي يقوم بها البنك المركزي للعمل كدائن للمصارف في حالة تعرضهم إلى عسر مالي

نتيجة تحملها لمخاطر عالية، هامة للمودعين و حماية الاقتصاد من الافييار.

¹ Nabile Jedlane, « Les caisses d'émission », Laboratoire d'Economie d'Orléans, France, 2006, p.05.

² Chauvin S. Villa P, « Le currency board à travers l'expérience de l'Argentine », Document de travail du CEPII, n°.2003-07, juillet 2003, p.12.

النظام كان مدافعاً عنه إلى غاية أبريل سنة 2001، ما يقارب سنة قبل انهياره. أما أهم أسباب انهياره تمثلت في ثلاثة مصادر هامة: الصدمات الخارجية، دولرة الاقتصاد واختلال توازن الميزانية.¹ يشير Goldstein إلى أن غياب سعر الصرف الاسمي في نظام مجالس العملة كأداة تصحيح الانحرافات سعر الصرف الحقيقي له أثر شديد الضرر من فقدان السياسة النقدية كميكانيزم للتحكم وللمقابلة الصدمات غير المتناظرة التي تمثل مصدر للانشغال وأخيراً فإن عدم قدرة السلطة النقدية على أداء وظيفة مقرض ملاذ الأخير في هذا النظام بالنسبة للمؤسسات المالية المعسرة قد يُعجل من ظهور الأزمات التوأمة.²

III-1-4 أسعار الصرف الثابتة التقليدية

تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية رسمياً على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر من خلال تحديد قيمة ثابتة للعملة المحلية مقابل إحدى العملات الارتكازية، ويمثل الدولار الأمريكي في أغلب الحالات أكبر العملات الارتكازية. تتميز عملة التثبيت بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار وأهميتها في حجم التبادل التجاري والمالي، ويُسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% . وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الاقتضاء للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/شراء النقد الأجنبي في السوق) أو التدخل غير المباشر (الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي) وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات ببعض الاستقلالية، رغم محدوديتها، مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة وترتيبات مجلس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف، وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبياً. فقد اتخذ الربط بالدولار الأمريكي من قبل الكثير من الدول ويعود ذلك إلى المميزات التي يحققها وأهمها تحقيق استقرار سعر الصرف الذي يتحقق بين الدولة النامية وأكبر شركائها في التجارة الخارجية، مما يعمل على تخفيض

¹ Jean-Pierre Allégret, Op.cit, p.136.

² Goldstein M, « Managed floating plus », Policy Analyses in International Economics, Washington, USA, 2002, p.20.

درجة عدم التأكد التي تنشأ من تقلب أسعار الصرف¹. ويقدم أسلوب الربط إلى عملة ارتكازية واحدة معياراً واضحاً للتدخل في سوق الصرف الأجنبي وهذا التدخل يستهدف الحفاظ على العملة المحلية من قبل السلطة النقدية مقابل العملة الارتكازية. كما يربط هذا الأسلوب في نظام سعر الصرف السياسة الاقتصادية المحلية بالسياسة الاقتصادية لدولة العملة الارتكازية، حيث إذا كانت هذه الأخيرة تستهدف تحقيق استقرار الأسعار، فإن ذلك يخلق الثقة في عملة الدولة النامية، وبالتالي يشجع كل من التجارة والاستثمار الدوليين إليها ويسمح للسلطة الاقتصادية في التحكم في المؤشرات الاقتصادية².

إلا أن هذا النظام لا يخلو من العيوب وتتمثل أهمها في كون أن الحفاظ على هذا النظام، يتطلب وجود احتياطات دولية، ذلك لأن تغيرات في سعر الصرف لا تعكس الظروف الفعلية لموازن مدفوعات الدولة النامية، بل تعكس التطورات الخاصة لموازن مدفوعات دولة العملة الارتكازية. كما قد يحدث تعارض بين أهداف السياسات الاقتصادية مع التغيرات في أسعار الصرف، فإذا كانت الدولة النامية مثلاً تسعى إلى تشجيع الإنتاج والتوظيف وواجهت ارتفاع قيمة العملة الارتكازية في مواجهة العملات الأخرى فإن ذلك، سيؤدي إلى ارتفاع تكاليف الاستيراد مما يتسبب في ارتفاع المستوى العام للأسعار المحلية.

بالإضافة إلى ذلك فإن وجود تقلب أسعار الصرف بين عملات الدول النامية التي لا ترتبط بنفس العملة يحول دون التوسع التجاري فيما بينها أو مع باقي دول العالم، ويبقى يعاني هذا النظام من عدم كفاءة في الاستجابة للصدمات في ظل الحركة القوية لتدفقات لرؤوس الأموال الدولية، مما يعني تقييد الدولة لحرية حركة رؤوس الأموال وتعطيل فعالية السوق في حالة استخدام أنظمة الصرف الثابتة³.

ويوضح عدد من الاقتصاديين من بينهم Kamin، Edwards و Cooper على أن التجارب التاريخية تشير إلى أن أسعار الصرف الثابتة تفشل غالباً في ضبط السياسة الاقتصادية، وتنتهي بأزمات تخفيض رئيسية⁴.

¹ Edwards S, « Exchange rate in emerging countries: what do we know? What do we need to know? », Paper presented at the Stanford University conference on economic policy reform, 17-19 09/1998, p.10.

² Madura Jeff, « International corporate finance », 8th, edition, Thomson South-Western, USA, 2006, p.179.

³ Mandher Cherif, « Les taux de change », Revue banque, les essentiels de la banque, Paris, juin, 2002, p.87.

⁴ Hanen Gharbi, « La gestion des taux change dans les pays émergents: la leçon des expériences récents », OFCE, document de travail, Université Paris Dauphine, 2005, p.06.

II-2 الترتيبات الوسيطة

تحتوي الأنظمة الوسيطة على درجات مختلفة من المرونة في سعر الصرف، وهي ليست ثابتة عند سعر معين للصرف، ولكن البنك المركزي يمكنه التدخل لتحديد تحركات أسعار الصرف بشكل مسبق وذلك للحد من تقلب أسعار الصرف، من تلك الأنظمة نجد:

III-2-1 الربط بسلة من عملات

في هذا النوع من الربط، يمكن للبلد أن يختار تثبيت قيمة عملته ليس إلى عملة واحدة أخرى وإنما إلى القيمة المتوسطة لعدد من العملات الأخرى، فلماذا سيختار أن يثبت إلى مثل هذه السلة من العملات الأخرى؟ يرجع ذلك لنفس المنطق المتعلق بتنوع محفظة الأوراق المالية، فإذا قام البلد بتثبيت عملته إلى عملة واحدة أخرى، عندئذ فإنه يتحمل سلبيات تغيرات عملة التثبيت مقابل العملات الأخرى، ومنه فإن التثبيت إلى سلة من العملات يُلطف هذا الأثر، من حيث أن القيمة المتوسطة تكون قد أُبقيت مستقرة. وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، ويستطيع البلد أن ينشأ سلته الخاصة. إذا كان البلد مهتماً في الاحتفاظ بسعر صرف مستقر لتسهيل أنشطة تجارته الخارجية وتحدد أهمية هذه العملات الأخرى في السلة على أساس أهميتهما في تجارة البلد، وتصميم سلته بهذه الطريقة فيكون البلد يستخدم نفس المنطق كذلك المستخدم في حساب سعر الصرف الفعال.

كما قد يتم أيضاً اختيار سلة من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة، الأمر الذي يعمل على إزالة تقلبات في المدى القصير لسعر الصرف الفعلي.¹

وأهم ما يتميز به هذا الأسلوب هو مراعاته للآثار المباشرة لتقلبات أسعار الصرف في البلد في مواجهة عملات شركائه التجاريين الثنائيين في التجارة هذا البلد والأثر غير المباشر لتحركات العملات في البلدان الأخرى على قدرته التنافسية في الأسواق، كما أنه يقلص إلى حد ما من تقلبات أسعار الصرف. وإلى جانب هذه المميزات توجد بعض العيوب التي تتمثل أهمها فيما يلي:

- يتحدد هذا الأسلوب بهيكل التجارة الخارجية لكل دولة نامية، فيجعل المستثمرين الأجانب يواجهون ظروف عدم التأكد حيث يجدون أنفسهم غير قادرين على توقع القيمة الخارجية لعملات الدول النامية مما يعيق تدفق رؤوس الأموال إليها.

¹ Peyrard. J, op-cit, p.28.

- الجهد المطلوب لحساب قيمة العملة المحلية يومياً في مواجهة سلة العملات المقترحة حيث قد يكون من الملائم في هذه الحالة استخدام سلة العملات حقوق السحب الخاصة.

III-2-2 أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية Within Horizontal Bands

هذه الأنظمة مشابهة للأنظمة الثابتة التقليدية ولكن هناك إمكانية أكبر للتقلب بإضافة بعض الهوامش لزيادة التقلب الاسمي (أو الحقيقي) حول السعر المركزي، بحيث تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2% . ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية في الإطار الاتحاد النقدي الأوروبي في الأول من يناير 1999، الدانمرك (منذ 1990)، جمهورية تشيك (1995-1997) وكوريا (1990-1997)¹. ويتيح هذا النظام قدراً محدوداً من الصلاحية في تنفيذ السياسة النقدية تبعاً لمدى اتساع نطاق التقلب، حيث تحتفظ البنوك المركزية في هذا النظام ببعض الهوامش للتدخل في سوق الصرف إذا لزم ذلك لفترات ممتدة، وهو وأن كان في حدود هوامش ضيقة إلا إنه قابل للتعديل في حالة عدم التوازن أو في حالة وجود ضغوط لا يمكن تحملها حسب مجال ونطاق التقلب المحدد، وقد تعرض هذا النظام بشدة إلى أزمات متلاحقة وأصبح أقل جاذبية على مستوى الدولي منذ عام 2001.

III-2-3 الأنظمة الثابتة الزاحفة Crawling Peg

يتمثل هذا النظام في تبني أسعار صرف ثابتة ولكن مع توسيع الحدود التي يمكن أن تتقلب فيها أسعار الصرف وتسمح هذه الأنظمة للدول التي تعاني من عدم التوازن بالإعلان عن تغيرات صغيرة في أسعار صرفها كل فترة إلى أن يتحقق التوازن، وتستخدم في الدول مرتفعة التضخم حيث يتم تعديل النسبة الثابتة لسعر الصرف بانتظام على شكل تخفيض صغير استجابة لبعض المؤشرات مثل اختلاف مستوى التضخم المحلي عن التضخم في دول الشريك التجاري أو التضخم المستهدف عن التضخم المتوقع عن دولة الشريك التجاري، ويفترض في النظام الثابت الزاحف أيضاً أن يحد من استخدام السياسة النقدية على نفس طريقة النظام الثابت.

¹ Hanen Gharbi, « La gestion des taux change dans les pays émergents: la leçon des expériences récents », op.cit, p.08.

هذا النظام الذي تم إتباعه في المجر وبولندا له ميزتان على نظام الصرف الثابت، تتمثلان في أنه يسمح بالتعديل التدريجي لأسعار الصرف قبل وصول السلطات النقدية إلى نقطة حرجة، كما يزيل الحرج السياسي من تغيرات كبيرة في أسعار الصرف. ومن ناحية أخرى، يمكن أن يؤدي الإعلان المسبق لتعديلات أسعار الصرف إلى تشجيع أنشطة المضاربة، مما يدفع السلطات إلى تعديل أسعار الفائدة فيها للتخلص من تدفقات رؤوس الأموال الدافعة إلى عدم الاستقرار، فتغير ذاتي لأسعار الصرف في ظل نظام الربط الزاحف في أي يوم عمل يمكن أن يؤدي إلى تحريك متوسط أسعار الصرف أعلى من المستوى الذي تم تحديده مسبقاً، ولذا إذا ما اقترب سعر الصرف من الحد الأدنى لفترة زمنية معينة، فإن سعر الصرف الثابت سوف يتم تخفيضه تدريجياً. وتكون العملية معكوسة إذا ما اقترب سعر الصرف من الحد الأقصى لفترة زمنية معينة، فإنه سوف يتم رفعه تدريجياً، وبعبارة أخرى تعتمد قيمة العملة على العلاقة بين سعر الصرف الفعلي والحدود المسموح بها للتقلب فيها خلال فترة زمنية سابقة.

هذا النظام الوسيط لم يوفر الحماية الجيدة ضد الأزمات الجهوية في نهاية عشرية التسعينات القرن الماضي وقد تخلت عنه الكثير من الدول، ففي مقال نشر في جوان 2001 قدمه S. Fischer يشير من خلاله أن هذا النظام هو من بين أقل الأنظمة إتباعاً في العالم في نهاية سنوات 1990، حيث من بين 33 دولة مصنفة كاقصاديات ناشئة من قبل J.P Morgan أو Capital International Stanley Morgan قد انخفضت نسبة تلك الدول التي كانت تبني الأنظمة الوسيطة من 64% إلى 42% في عشر سنوات¹.

III-2-4 أنظمة المجال الزاحف Crawling Band

يقع نظام المجال الزاحف في منطقة الوسط بين النظامين القطبيين، ويهدف إلى بعض المرونة في السياسة النقدية وفي سعر الصرف وإلى تحقيق استقرار أكبر في أسعار الصرف وبالتالي يسمح للسياسات النقدية وسعر الصرف بأن تتم فيهما التسوية لحماية الاقتصاد من آثار الصدمات المرتبطة بالانفتاح المالي وبشكل عام للحماية من الآثار عدم الاستقرار المحدثة من تدفقات رؤوس الأموال المضاربة.

سعر الصرف العملة في هذا النظام يحتفظ به داخل هوامش عائمة من ناحية ومن ناحية أخرى يصحح سعر الصرف المركزي دورياً بالنسبة إلى سعر صرف ثابت يعلن عنه مسبقاً أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها كالتضخم بطريقة تمكن السوق من تحديد مسار سعر الصرف.

¹ Kallala Aiman, « Régimes de change et cout de capital », Groupe HEC, Paris, France, 2008, p.12.

وفي هذه الحالة، تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما متسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجياً بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى (في حالة الحد الأدنى قد لا يكون هناك سعر مركزي معن سلفاً)، يكون مجال التعويم أكثر سعة ($\pm 15\%$ حول سعر مركزي) بحيث تتوفر المعلومات في الأسواق عن هامش التعويم المسموح به لسعر الصرف والذي قد يثني ويحد من هجمات المضاربة على العملة المحلية. كما أن السعر المركزي لمجال التعويم يمكن أن يصحح بطريقة تقديرية وانسيابية من قبل البنك المركزي حسب تطور المحددات الأساسية لسعر الصرف الحقيقي. يسمح هذا التعادل المتحرك بالتصحيح و المعايير حسب تطور الأساسيات ويوفر للمتعاملين في السوق، إشارة حول مسار سعر الصرف والذي يسمح بدوره بإزالة ونحطي الانحرافات المتكررة والمزمنة في سعر الصرف. وفي ظل هذه الخصائص فإن هذا النظام يسمح بتعريف قيمة سعر الصرف بالنسبة لمجال تعويم واسع وليس بالنسبة لسعر تعادل و الذي يسمح بالتوفيق الايجابي بين المرونة والاستقرار الاسمي. من خلال تحقيق استقرار في سعر الصرف والذي تؤكد الدراسات التجريبية، وفي هذا الإطار يشير Ito و Ogawa (2000)، من خلال الدراسة التي بحثت في الآثار المحدثة لأزمات سعر الصرف التي عرفتتها اقتصاديات جنوب شرق آسيا والتي تنبع من الربط الوحيد بعملة الدولار الأمريكي الذي عرفته هذه الاقتصاديات، مما يؤكد أمثلة أنظمة المجال الزاحف في هذه الدول.¹

بحيث يقلل هذا النظام من احتمال انحراف سعر الصرف الحقيقي عندما يصبح التضخم المحلي أعلى من مثيله في دول الشركاء التجاريين للبلد، فباتخاذ أساس تصحيح سعر الصرف الاسمي على قاعدة واضحة يسمح ذلك بجعل قرارات سعر الصرف، قرارات داخلية واستيعاب وامتصاص الأخطاء وعدم التأكد التي ترتبط بتقدير سعر الصرف التوازي.

ومن سلبيات هذا النظام أنه يتعرض لنفس الصعوبات التي تعرفها باقي أنظمة سعر الصرف الثابتة والشبه ثابتة في حالة الصدمات القوية والضعيفة، ويشير كذلك Williamson أن توقعات بشأن التزام السلطات في التدخل والدفاع عن حدود مجال التعويم، تكون أساس لانطلاق هجمات المضاربة خاصة عند اقتراب

¹ Ito T, Ogawa E, « On the desirability of a regional baskets currency arrangement », NBER Working paper, N°8002, 2000, p.22.

سعر الصرف من هذه الحدود¹. كذلك فإن عدم قدرة هذا النظام على توفير ربط اسمي ذو مصداقية بالنسبة للسياسة النقدية تجعل هذا النظام يكون أساس ومحل للضغوط التضخمية. وبالرغم من هذه النقائص فإنها لا تدل على ضعف وعدم كفاءة هذا النظام وهذا ما تثبته التجارب، حيث يجلب ويوفر النظام مرونة أكبر من الثبات في سعر الصرف وهذا ما يضمن استقرار معتدل في سعر الصرف واستقلالية معتدلة في السياسة النقدية ويمكن السلطات النقدية من التدخل لإطفاء والقضاء على جزء من التقلبات والتذبذب وترك الجزء الأخرى إلى تقدير وحنكة الأسواق².

III-2-5 التعويم الموجه

هذا النظام هو نظام تعويم بالدرجة الأولى والذي لا يستعدي أن يكون أمام السلطات النقدية خلافاً للأغلبية الأنظمة الوسيطة أي نطاق معلن بالنسبة لسعر الصرف، حيث تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفاً لهذا التأثير. وتكون قوى السوق إحدى أهم محددات سعر الصرف، مع الأخذ بعين الاعتبار بعض المؤشرات الاقتصادية. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، مستوى الاحتياطيات الدولية تطورات السوق الموازية، وهدف المحاربة الفعالة للتضخم^(*).

ولا يجوز فيه أن تكون التعديلات تلقائية، وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشراً أو غير مباشر. وبذلك يوفر هذا النظام ويضمن القدرة على امتصاص آثار الصدمات المضرة التي لا تكون في صالح الاقتصاد ويضمن استقلالية أكبر بالنسبة للسياسة النقدية لمتابعة الأهداف الحقيقية في الاقتصاد.

كما أنه نظام موجه للإشارة إلى أنه بخلاف نظام التعويم الحر، فإن السلطات النقدية تستطيع بشكل عرضي وعند الحاجة وبمختلف السياسات، التدخل في سوق الصرف لمواجهة وتخفيف التقلبات القوية في سعر الصرف أو للمحافظة كذلك على سيولة السوق، محاولة تحريك تطورات أسعار الصرف وذلك للحفاظ على استقرار معدلات الصرف لضمان الاستقرار الاقتصادي كهدف أولي، ويمثل النظام الموجه

¹ Williamson J, « Exchange rate regimes for emerging market: reviving the intermediate option », Institute for International Economics, 2000, p.32.

² Frankel A.J, « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economics », op.cit, p.17.

^(*) Smith، Khan و Senhadj (2001)، يشيرون إلى أن معدلات تضخم مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة تكبح التطور المالي في هذه الدول من خلال الرفع من درجة مشكلة الاختيار السيئ و الابتذال الخلفي.

بشكل خاص نموذج هام في الاقتصاديات التي تتميز أسواقها المالية وأسواق صرفها بأنها لم تصل بعد إلى درجة كافية من التطور، كما أن ترك سعر الصرف عائم في السوق بشكل معنوي يمثل إشارة بالنسبة للمتدخلين في السوق بمخاطر سعر الصرف.

نظام التعويم الموجه الذي قام بصياغته Goldstein (2002)، والذي يعتبر من الحلول الخاصة الأكثر ملائمة والأكثر مردودية اقتصادية بالنسبة للاقتصاديات المندمجة في الأسواق المالية الدولية.

النظام الموجه المحسن «Managed Floating plus» يشير إلى نظام صرف يكون أكثر قرباً من قطب التعويم منه إلى الثبات الجامد، بالنسبة Goldstein هذا النظام هو أكثر كفاءة من كل باقي الترتيبات التي تضم الربط التقليدي، نظام الربط بسلة من العملات، مجالس العملة، التعويم الحر و الدولار.

وبخلاف نظام الصرف العائم، فإن هذا النظام يوفر للسلطات النقدية إمكانية التدخل في سوق الصرف للحد من التطاير القوي في الأجل القصير لسعر الصرف ولكن لن تتدخل بشكل موسع في عمليات التعويم لتأثير على الاتجاه العام لسعر الصرف الحقيقي والذي تحدده قوى السوق فقط، فحسب Goldstein إن التحسن «plus» في النظام الموجه «Managed Floating» يكمن في اقتراحين أساسيين: يتمثل الأول في العدول وترك الإجراءات التعسفية الهادفة إلى التقليل من «Currency Mismatch» والتي تعرف حسب Echengreen على أنها تمثل فروق القيمة بين الأصول والخصوم بالعملة الأجنبية التي في حوزة الاقتصاد والتي تتطور حسب سعر الصرف، حيث تشير الكثير من الدلائل أن الدول الناشئة تتجه بشكل قوي إلى الاقتراض بالعملة الأجنبية، ونتيجة المرونة الضعيفة في سعر الصرف وبالتالي التخوف من التعويم، فينعكس ذلك بإحداث مشكلة «Currency Mismatch» من جراء قيام المؤسسات المالية بمنح قروض بالدولار لمؤسسات تكون مداخلها بالعملة المحلية وفي ظل غياب التغطية من خطر سعر الصرف نتيجة إصرار السلطات على الإبقاء على سعر الصرف داخل هوامش ضيقة، فإن ذلك يحد من فعالية السياسة النقدية في ظل تراكم الديون المحررة بالعملة الأجنبية و الذي قد يعمل على خلق أزمة ذاتية التحقق¹.

¹Eichengreen B, Husmann R, Panniza U, « Currency mismatch debt intolerance and original sin », NBER WP n°10036, 2003, p.23.

ويتمثل المقترح الثاني في هذا النظام حسب Goldstein في استهداف التضخم، حيث حققت هذه الإستراتيجية في السياسة النقدية نجاحات على الساحة الدولية سواء في الدول الصناعية أو في الدول النامية والتي تعتبر أكثر كفاءة من باقي استراتيجيات الربط الاسمي، لأنه بخلاف استهداف سعر الصرف تسمح الاستقلالية الحقيقية في قيادة السياسة النقدية مقارنة بالاستهداف النقدي، لأنها لا تتطلب استقرار العلاقة بين النقد والتضخم وتوفير درجة هامة من الشفافية والذي يترجم بمسؤولية أفضل بالنسبة للسلطات النقدية¹.

وأكثر من ذلك يشير Williamson أنه حتى بالنسبة للدول المتقدمة فإن بعض الدرجات من التدخل في أسواق الصرف يكون في صالح اقتصادياتها، بالنسبة لهذا الاقتصادي فإن وجود سعر الصرف التوازني الأساسي FEER في المدى المتوسط يتوقف على توازن الحساب المالي وتدفق رؤوس الأموال التي تحدث انحرافات ظرفية في سعر الصرف التوازني الأساسي والذي قد يقلل من فعالية الاقتصاد المعني والتي تستدعي التدخل في سوق الصرف².

III-3 نظام سعر الصرف العائم

في أنظمة الصرف الحرة تسمح السلطات النقدية لقوى السوق أن تحدد سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى على ضوء العرض والطلب على تلك العملات مقابل بعضها البعض. ففي هذا النظام فإن جهاز الثمن ممثلاً في قوى العرض والطلب يحدد سعر صرف العملة بالنسبة للعملات الأخرى، بدون تدخل من جانب السلطات النقدية في الدولة، وطبقاً لذلك فإن جدولاً الطلب الأجنبي وعرضه يخضعان لأحكام القواعد العامة المتعلقة بالطلب والعرض، فيميل جدول الطلب إلى التغير في اتجاه عكسي مع السعر، في حين يميل جدول العرض إلى التغير في اتجاه طردي معه. وفي ظل هذا النظام لا تتحمل كقاعدة عامة، كل من السلطات النقدية والمالية عبئاً معيناً في مجال علاج الخلل في ميزان المدفوعات عن طريق اتخاذ السياسات المناسبة في مجال الحد من الواردات، إحداث تغييرات معينة في مستويات الأسعار والمداخيل، إحداث تغييرات مناظرة في معدلات أسعار الفائدة، أو وضع قيود على انتقالات رؤوس الأموال، ويرجع ذلك إلى أن جهاز الثمن يتكفل بإحداث التغييرات

¹ Miskin F, « Inflation tarding in emerging-market countries », American Economic Review, vol.90, 2000, p.08.

² Goldstein M, « Managed floating plus », Institute for International Economics, 2002, p.13.

المناسبة في معدلات الصرف والتي تنعكس بدورها في التأثير على قيمة كل من الصادرات والواردات وانتقال رؤوس الأموال.

حيث في نظام سعر الصرف العائم أو المرن، السلطات النقدية الممثلة من طرف البنك المركزي، تترك قوى السوق لتحديد سعر صرف عملتها المحلية، وبمعنى آخر تترك العملة عائمة حتى تجد سعر صرفها في سوق الصرف التنافسي والحر.¹

ويرى أنصار سياسة التعويم الحر أن تفاعل قوى العرض والطلب في السوق يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعاً وانخفاضاً، وطالما أن عرض العملة والطلب عليها يستجيبان لتغيرات سعر الصرف فإن التوازن يتحقق بدون تدخل حكومي.

فتبني نظام سعر الصرف المرن يعطي السلطات النقدية الوطنية حرية أكبر في اختيار أهدافها الاقتصادية ويمثل أيضاً علاجاً لمشكلة الخطر المعنوي *Alea moral* الذي يحدث في ظل نظام سعر الصرف الثابت. وذلك بإزالة الضمانات في ظل استقرار سعر الصرف، كذلك فإن مقرري السياسة الاقتصادية يحملون المقترضين الوطنيين على جعل التكاليف على مستوى دولي.²

أيضاً يبين *Revil (2000)*، *Ficher (2001)*، *Benassy-Quéré et Coeuré (2002)*، أنه عندما يكون الاقتصاد منفتحاً على العالم الخارجي فإن نظام سعر الصرف الأمثل الذي يجب أن يتبنى هو النظام المرن، حيث كلما كان الانفتاح هام كان الاقتصاد أكثر عرضة للصدمات وإن استقرار هذه الصدمات يسند إلى سعر الصرف الذي يجب في ظل هذه الشروط أن يكون مرناً لتسهيل عملية التصحيح.³

إن السياسة النقدية المرتبطة بالنظام العائم تمثل أداة قوية وفعالة في عمليات التسوية، حيث بفضل النظام العائم تكتسب الكتلة النقدية الحرية اتجاه ميزان المدفوعات والذي يقود إلى نتائج هامة وإن هذه الفعالية تكون أكثر دعماً في حالة الحركة التامة لرؤوس الأموال، مما يتيح مجالاً للحد من آثار الصدمات غير المتناظرة على الاقتصاد المحلي من جهة وإلى التوفيق بين التوازن الداخلي والخارجي من جهة ثانية، هذا و يتيح مجالاً محدوداً للمضاربة على قيمة العملة وعدم إمكانية المراهنة على انهيار نظام سعر الصرف.

¹ Andrew Harrison, et Autres, op.cit, p.303.

² Chaker Aloui, Walid Zaouaoui, « Les enjeux de la nouvelle architecture financière internationale: le point sur la libéralisation financière », El Manar, Université de Tunis, publication de l'international finance, 2005, p.13.

³ Hanane Elhammas, « Choix de régime de change optimal et croissance économique: cas de la Tunisie », Theory and pratique of economic policy : tradition and change, Unv, Italia, June 15-17, 2006, p.07.

ولما كانت الدول الصناعية التي انتهجت سياسة التعويم سواء بشكل فردي أو جماعي تشكل ثلاثة أرباع حجم التجارة الدولية، لذلك اعتبرت سياسة التعويم ظاهرة دولية.

في بعض الدول (نيوزلندا، السويد، أيسلندا، الولايات المتحدة، والدول الواقعة في منطقة الأورو) لا تتدخل في الغالب السلطات النقدية لتوجيه سعر الصرف، ويكون من الضروري أن تتسم أسواق الصرف والأسواق المالية في دول التعويم بصفة العمق والتطور بدرجة كافية لامتناع الصدمات بدون إحداث تغييرات قوية في سعر الصرف، بالإضافة إلى ضرورة إتاحة الأدوات المالية للتحوط من المخاطر المرتبطة بتقلبات سعر الصرف، وتتبنى هذا النظام معظم الدول المتقدمة¹.

ويعتبر Friedman. M التعويم الحر أنه النظام الوحيد الذي يستطيع أن يقود إلى اقتصاد عالمي حر ومزدهر وينادي مناصرو نظام التعويم أن تدخل السلطات في سوق الصرف قد لا يكون ضروريا بحكم أنه تشوبه الكثير من الشكوك حول فعاليته على سعر الصرف الحقيقي، نتيجة أن التدخل قد يؤدي إلى التأثير سلباً على فعاليات أخرى في السياسة الاقتصادية، كما أن الأسواق المالية في هذه الدول تكتسب القدرة الكافية لامتناع الصدمات وبالتالي لا تكون هناك حاجة إلى التدخل في سوق الصرف، مما يعمل على خلق اقتصاد ناضج.

وفي هذا المقام يشير كل من Mohanty و Turner أن فعالية التدخل في سوق الصرف تتجه إلى الانخفاض مع الانفتاح المالي وأن هذا الاتجاه يصبح كل مرة أقل فعالية من السابق، ويفضلان أن يكون التدخل بواسطة أدوات السوق مثل عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية وليس من خلال تدخل السلطات بوضع هوامش للتعويم². وحتى تتحقق المكاسب في هذا النظام يكون من الضروري أيضاً أن تتسم سوق الصرف بالسيولة والفعالية بشكل كافي للسماح لسعر الصرف للاستجابة لقوى السوق.

يمثل النظام العائم الحر أحد أهم أنظمة أسعار الصرف التي تتلاءم و تنسجم مع الظروف التي يعرفها الاقتصاد العالمي من زيادة تحرك رؤوس الأموال الدولية، اندماجات الأسواق المالية، العولمة المالية والاقتصادية، التكامل والاتحادات الاقتصادية وغيرها من التحولات التي تشهدها دول العالم وتشير

¹ Mark Stone et Al, « Régimes de change », Revue Finance et développement, mars, 2008, p.02.

² Mohanty M, Turner P, « Intervention: what are the domestic consequences? », Bis paper, n°24, 2005, p.41.

النظرية الاقتصادية الحديثة في هذا الصدد إلى ما يسمى بالنظرية القطبية الثنائية أو نظرية الركنين والتي يمثل النظام القائم أحد أركانها بالإضافة إلى أنظمة الربط الجامد.

III-4 نظرية الركن في تفسير تطور أسعار الصرف

تركز الحوار الذي جرى في السنوات الأخيرة بشأن اختيار نظم أسعار الصرف الملائمة بالنسبة للبلدان النامية على الحل ذي القطبين أو "الركنين". ويشير مناصرو هذا الرأي إلى أن البلدان التي تختار الانفتاح التام أمام تدفقات رأس المال الدولية ليس لديها بديل عملي سوى من ناحية، التثبيت الصارم لأسعار الصرف مثل استخدام قائمة العملات أو الارتباط بالدولار (التغاضي عن العملة المحلية)، ومن ناحية أخرى التعويم التام لأسعار الصرف. وهم يحتجون بأن نظم السياسات المتوسطة بين التثبيت الصارم والتعويم التام غير مستدامة. ويستند هذا الرأي من الحقيقة التي مفادها، أن كل أزمة من الأزمات المالية الرئيسية التي وقعت منذ عام 1994، كان داخل فيها بلدان تتبع نظام تثبيت أسعار الصرف مع المرونة في الوقت نفسه.

ومنذ وقوع الأزمة الآسيوية، تحركت الاقتصاديات الناشئة عموماً صوب نظم أكثر مرونة لسعر الصرف في حين اتخذ عدد ضئيل من البلدان الدولار كعملية وطنية لها.

يعتبر كل من Frankel. J و Ficher. S مؤسسي نظرية الركن أو ما يطلق عليها أيضاً تسمية "القطبية الثنائية" (corners hypothesis) والتي تعود في الأصل إلى أعمال Eichengrenn.B (1994)، إثر أزمة سنة 1992 التي عصفت بالدول الأوروبية.

وحسب هذه النظرية يوضح Ficher. S أن المستوى الحالي لاندماج أسواق رؤوس الأموال لا يسمح بالاستمرار في تبني أنظمة الربط الثابت، إلا إذا لم تلتزم دول هذه الأنظمة نهائياً بالدفاع عن ثبات سعر الصرف، وتكون مستعدة إلى التعزيز بالسياسات والأنظمة الضرورية (كما في حالة الربط الجامد). ويكون أمامها كذلك التعويم الذي يسمح باكتساب أكثر استقلالية وكذا الحد من تدفق رؤوس الأموال المضاربة التي تتبع في الغالب أسعار الصرف متنبأً بما بدقة. مناصرو نظرية ثنائية القطب يشرون أيضاً إلى ترك الأنظمة الوسطية المعرضة أكثر للأزمات.¹

¹Andréa Bubula, Inci-Robe, « Une bipolarisation persistance », Fiance et Développement, Mars, 2004, p.02.

كما أن Levy-yeyati و Sturzenegger (2000)، قد أشاروا إلى تراجع الأنظمة الوسيطة في اتجاه التعويم في البلدان الناشئة والمتطورة، لكن بالنسبة للبلدان النامية وغير الناشئة، فإن الاتجاه نحو الشائبة القطبية لا يتحقق بسبب ضعف اندماج هذه الدول في أسواق رؤوس الأموال، مما قد يسمح لها بتجنب إجبارية تبني نظام صرف أحد الركبين للحد من هجمات المضاربة.¹

أنظمة أسعار الصرف الأكثر عرضة للأزمات:

في هذا الإطار كيف يتم التعرف على أنظمة أسعار الأكثر عرضة للأزمات؟ وهذا ما سنحاول الإجابة عليه للتعرف أكثر والوقوف على مختلف جوانب أنظمة أسعار الصرف القطبية.

إن الدراسة التي قام بها Inci Otker-Robe و* Andréa Bubula (2003)، وبأخذ عينة 150 بلد توصلوا إلى أن أنظمة أسعار الصرف الثابتة (الربط الثابت أو الربط المرن) هي أكثر عرضة للأزمات من أنظمة التعويم (الحر أو المدار)، خاصة بالنسبة للبلدان التي هي مندوجة أكثر في الأسواق الدولية. في المتوسط وبمعدل ثلاثة أرباع 4/3 من الأزمات في فترة 12 سنة المدروسة قد خصت أنظمة أسعار الصرف الثابتة. وإن عدد الأزمات في هذه الأنظمة كان أكثر من عددها في الأنظمة العائمة وهذا ما يوضحه الجدول رقم (1-2).

على نفس الفترة، الأنظمة الوسيطة هي كذلك عرضة للأزمات من أنظمة الركبين (الربط المحكم أو التعويم الحر)، بالنسبة لكل مجموعات الدول، حيث أن احتمال حدوث أزمة في الأنظمة الوسيطة يقارب ثلاث مرات أكثر من الربط الثابت إما بالنسبة لجميع البلدان أو البلدان غير ناشئة وإلى ما يقارب خمس مرات أكثر من البلدان المتطورة والبلدان الناشئة.

الأنظمة الوسيطة هي كذلك أكثر موضوعاً للأزمات من غيرها من الأنظمة العائمة الأخرى في كل مجموعات الدول.²

إذا كانت هذه الملاحظات تدعم عموماً نظرية الركن، إلا أنه يشوبها شيء من الغموض، بالرغم من أن تكرار الأزمات مرتفع في الأنظمة الوسيطة مقارنة بالأنظمة الركبية، ولكن في نفس الوقت الأنظمة

¹Hanan Gharbi, « La gestion des taux de change dans les pays émergents: leçon des expériences récentes », op.cit, p.10.

(*): Bubula. A: أستاذ في الاقتصاد والأعمال الدولية في جامعة كولومبيا، Inci Otket-Robe أحد خبراء وكان نائب رئيس قسم الأنظمة المالية والنقدية في صندوق النقد الدولي.

² Andréa Bubula, Inci-Robe, «Une bipolarisation persistance », op-cit, 2004, p.03.

الجدول رقم(1-2): تكرار الأزمات (الأنظمة الثابتة هي أكثر عرضة لأزمات سعر الصرف من أنظمة التعويم والأنظمة الوسيطة هي أكثر عرضة من الأنظمة الثابتة والعائمة*)

| حصصة في كل أنظمة الصرف | | تكرار الأزمات (**) | نسب الأزمات في كل صنف بالنسبة للمجموع (%) | |
|------------------------|------|--------------------|---|-------------------------------|
| 2001 | 1990 | | | |
| | | | | كل الدول |
| 55,9 | 79,9 | 1,09 | 73,0 | كل الأنظمة الثابتة |
| 44,1 | 20,1 | 0,79 | 27,0 | كل الأنظمة العائمة |
| 25,8 | 15,7 | 0,41 | 7,1 | الربط الثابت |
| 38,7 | 69,2 | 1,30 | 73,0 | الأنظمة الوسيطة |
| 35,5 | 15,1 | 0,72 | 19,9 | أنظمة أخرى عائمة |
| | | | | الدول الناشئة والدول المتقدمة |
| 48,2 | 71,7 | 1,10 | 73,5 | كل الأنظمة الثابتة |
| 51,2 | 28,3 | 0,61 | 26,5 | كل الأنظمة العائمة |
| 32,1 | 3,8 | 0,28 | 2,9 | الربط الثابت |
| 21,4 | 75,5 | 1,21 | 79,4 | الأنظمة الوسيطة |
| 46,4 | 20,8 | 0,52 | 17,6 | أنظمة أخرى عائمة |
| | | | | الدول النامية غير ناشئة |
| 59,3 | 84,0 | 1,09 | 72,7 | كل الأنظمة الثابتة |
| 40,7 | 16,0 | 0,92 | 27,3 | كل الأنظمة العائمة |
| 23,1 | 21,7 | 0,44 | 9,4 | الربط الثابت |
| 46,2 | 66,0 | 1,36 | 69,5 | الأنظمة الوسيطة |
| 30,8 | 12,3 | 0,88 | 21,1 | أنظمة أخرى عائمة |

Source: André Bubula, Inci Otket-Robe, 2004.

(*): تعريف الدول المتطورة والبلدان النامية يعود إلى تعاريف "إحصائيات المالية الدولية IFS" في صندوق النقد الدولي.

(**): لحساب تكرار الأزمة في كل نوع من الأنظمة نضع نسبة عدد الأزمات إلى عدد الملاحظات في نظام الصرف في المرحلة التي تغطي العينة.

القطبية ليست محصنة بشكل مطلق من الأزمات، لأنه حدث وإن تعرضت أنظمة التعويم لضغوط في الأسواق خاصة كما في حالة جنوب إفريقيا (1998 و 2001) وبالنسبة لليرة الإيطالية (1995) والدولار الكندي (1992).

فالربط الجامد كان أيضاً عرضة للضغوط المضاربة مثل مجالس العملة في هونغ كونغ (1998) وانخفاض فرنك CFA في إطار الاتحاد النقدي سنة 1994.

مع ذلك ولإشارة فإن الأزمات هي أكثر حدوثاً في أنظمة الربط المرن (نظام اتفاق ربط العملة بعملة وحيدة) من غيرها في الربط الجامد (مجالس العملة).¹

انتقادات النظرية:

إن الأنظمة المحددة في القطبين يمكن أن تتعرض لضغوط مثل انهيار مجالس العملة في الأرجنتين في نهاية 2001 أو مشاكل التعويم الحر في السوق النقدي البرازيلي في سنة 2001. كما أن ليس هناك معطيات تجريبية دامغة تؤيد وجهة النظر هذه التي ترى أن الأنظمة الوسيطة تنتهي بالاختفاء والزوال Masson سنة 2001.

وإن تحليل احتمالات الانتقال في الربط الثابت والأنظمة الوسيطة والتعويم على الفترة 1990-2001 لا تعطي حجة نهائية على أن الأنظمة الوسيطة ستنتهي بالاختفاء، حيث تستطيع هذه الأنظمة أن تستمر. غير أن القطبية الملاحظة في أنظمة أسعار الصرف، يمكن أن تكون بفعل أنه في ما هو آت يكون هناك احتمال قليل أن تترك البلدان أحد الأنظمة القطبية للرجوع إلى الأنظمة الوسيطة، حيث يجب انتظار ما يسفر عنه التطور المستقبلي للأنظمة لإمكانية إعلان نجاح نظرية الركن.²

كما أن التجارب الحديثة قد برهنت كذلك أنه ليس هناك نظام محصن ضد الصدمات فحسب Willet (2002)، ليست المرونة المحدودة لسعر الصرف هي سبب الأزمات، لكن تنافر وتعارض بين سياسات سعر الصرف والسياسة النقدية (أو أكثر عموماً سياسة الاقتصاد الكلي) التي تنشأ غالباً في نظام سعر الصرف الوسيط، وأن تكرار الأزمات في هذه الأنظمة لا يعني أنها جوهرياً غير مستقرة. هذه الأنظمة قد وجدت وتبنت في الغالب مع أساسيات اقتصادية (Fondamentaux) ضعيفة ومتدهورة: تضخم

¹ Andréa Bubula, Inci-Robe, «Une bipolarisation persistance », op-cit, 2004, p.04.

² Ibidem.

مرتفع (كولومبيا 1999)، معدلات فائدة مرتفعة مثل الوضعية الاقتصادية التي سادت في (النظام النقدي الأوروبي 1992)، عجز الميزانية المزمّن وديون خارجية ضخمة (روسيا 1998، البرازيل 1999)، نظام بنكي هش مع غياب سياسات تعديل احترازية ومراقبة رؤوس الأموال (الأزمة الآسيوية 1997). هذه العوامل تحفز نشأة الأزمات مهما كان نظام سعر الصرف المتبني. إن ظاهرة عدم استقرار الأنظمة الوسيطة قد تم التقليل من سببها في التعرض للأزمات من خلال تجارب البلدان التي نجحت في الحفاظ على أنظمة ربط متحرك لفترة طويلة نوعاً ما بدون أن تكون عرضة للأزمات مثل الشيلي، بولونيا والمجر.¹

أما حسب Benassy و Coeure (2002)، أمثلية نظرية الركن ليس لها أساس نظري قوي حيث أن النموذج الذي بنيت عليه النتائج لم يأخذ بعين الاعتبار الأرضية الكاملة لأنظمة الصرف الممكنة، انطلاقاً من التعويم الحر إلى الربط الجامد.²

فبرغم من المشورة الملحة على الدول النامية بتبني الأنظمة القطبية على حساب الأنظمة الوسيطة من جراء أزمات سنوات التسعينات من القرن المنصرم، التي قادت إلى تنامي فكرة عدم ملائمة وعدم كفاءة الأنظمة الوسيطة في الدول النامية لصالح الأنظمة القطبية أو الحلول الركنية، يشير من جهة أخرى Frankel أنه لا توجد حلول واحدة وشاملة بالنسبة لكل الاقتصاديات وفي كل زمان وأنها مختلفة من فترة إلى أخرى حتى بالنسبة لنفس الاقتصاد الذي تتطور أوضاعه الاقتصادية.³

وانطلاقاً من ذلك يمكن القول أنه بالنسبة للبلد الناشئ أو النامي الذي يكون بصدد مكافحة التضخم يستطيع استخدام نظام الدولار أو مجالس العملة لبلوغ هدفه، ولكن هذا الاقتصاد لا يكون بإمكانه بلوغ هدف الاستقرار الاقتصادي الكلي بشكل ثابت و دائم، فالأنظمة القطبية بالرغم من أنها تحقق العديد من الايجابيات والمزايا، يحدث أيضاً في ظلها العديد من السلبيات بالنسبة للبلد المتبني لها وهذا ما يقود إلى ضرورة التعرف أكثر على ايجابيات كل نظام صرف بنوع من التفصيل من خلال الوقوف على ما توفره الدراسات النظرية والتجريبية بخصوص ذلك.

¹ Hanen Gharbi, « La gestion des taux de change dans les pays émergents: leçon des expériences récentes », op.cit, p.09.

² Ibidem.

³ Frenkel J. A., « No single currency regime is right for all countries or at all times », op.cit, p.23.

الخاتمة

من خلال هذا الفصل تم التعرف على أهم المراحل التي مر بها النظام النقدي الدولي، فقد عرفت العلاقات النقدية الدولية تعاقب عدة أنظمة نقدية دولية.

وتقدمت الإشارة إلى أن النظام النقدي الدولي الحالي قد شهد نوعين من أسعار الصرف، هما أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة وتدرج بينهما أسعار صرف متعددة، يقترب قسم منها من أسعار الصرف الثابتة والآخر من أسعار الصرف المرنة، ونجد أن العوامل التي تتفاعل في تكيف الطلب على الصرف وعرضه وتتحكم في تحديد سعره، تختلف باختلاف نظام الصرف والمدفوعات السائدة بالعالم.

في هذا الإطار فسرت النظريات الأولى، سعر الصرف من خلال العوامل الحقيقية، أين كان السبق للمعاملات التجارية، إلا أنه مع تنامي حركات رؤوس الأموال أو ما يطلق عليه سيطرة الطابع المالي على ميزان المدفوعات، أصبحت المعاملات المالية تغطي على باقي المعاملات في تفسير أسعار الصرف.

وعلى ضوء هذه التحولات، يمكن اعتبار أن الانتقال من نظام أسعار الصرف الثابتة نحو أنظمة أسعار الصرف المرنة ما هو إلا نتيجة لتنامي التحركات الدولية لرؤوس الأموال، كون أن نظام سعر الصرف الثابت كان متناسبا مع قلة وجود التدفقات الدولية لرؤوس المال، وقد أصبح هذا النظام يعرف عدة صعوبات في التطبيق عندما أخذت تحركات رؤوس الأموال في الارتفاع.

وتظهر أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة والاتجاه نحو أنظمة أسعار الصرف المرنة، وذلك في أعقاب الأزمات التي شهدتها عقد التسعينات من القرن الماضي.

فقد أبرزت تلك الأزمات مزايا تطبيق الأنظمة القطبية لسعر الصرف، مقارنة بالنظم الوسيطة التي تتسم بعدم الاستقرار، حيث حذر العديد من واضعي السياسات الاقتصادية من استخدام أسعار الصرف

المربوطة القابلة للتعديل، أو أية أشكال أخرى لأنظمة أسعار الصرف الوسيطة، وذلك في الدول المنفتحة أمام تدفقات رؤوس الأموال. وعلى الرغم من ذلك، فلا يمكن إغفال ملائمة أنظمة الصرف الوسيطة

لبعض الدول، حيث أوضح Frankel (1999)، عدم وجود نظام عملة واحد، يمثل أفضل نظام لكافة الدول وحتى فيما يتعلق بدولة معينة فقد لا يوجد نظام واحد بحيث يمثل أفضل نظام في جميع الأوقات،

وبالتالي فهو يشير إلى استمرار دور الأنظمة الوسيطة لسعر الصرف، وهو ما يعني أن الاختيار بين أنظمة أسعار الصرف وبالأخص الأنظمة القطبية لا بد وأن يستند إلى عدة معايير وأهداف.

الفصل الثاني

أنظمة أسعار الصرف بين التقييم
و التصنيف

مقدمة

أسفرت الأزمات المالية التي أصابت الأسواق الناشئة والتي كان لها بالغ الأثر عن بروز مشاكل على مستوى العلاقات المالية والنقدية أهمها عدم استقرار أسعار الصرف لمعظم البلدان النامية، إلى إعادة التفكير في إصلاح النظام النقدي الدولي من جديد، وبالتالي عودة الجدل القائم حول فعالية أنظمة أسعار الصرف إلى الساحة النقدية الدولية.

ولا تزال مسألة المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف واحدة من أكثر القضايا مثيرة للجدل في الاقتصاد الدولي. في الواقع، إن الاختيار بين نظام سعر الصرف الثابت، نظام سعر صرف العائم ونظام سعر الصرف الوسيط ليس دائماً واضحاً وقد يكون غامضاً، وتبقى المفاضلة بينها تتركز على عدد من العوامل تتمثل في الأهداف الاقتصادية التي يسعى إلى تحقيقها مصممو السياسات الاقتصادية، ومصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، بالإضافة إلى سماته الهيكلية. وهذا ما جعل أنظمة الصرف تكتسب أهمية خاصة في السياسة الاقتصادية وتستدعي هذه المكانة الخاصة التعرف، أكثر على مزايا ومساوئ كل نظام من حيث مستوى أداء الاقتصادي الكلي.

كما تقتضي عملية تحديد مختلف أنظمة أسعار الصرف سواءً المدرجة في النظام الثابت أو النظام العائم ودرجة تأثير أنظمة الصرف المختلفة على المؤشرات الاقتصادية الكلية على إمكانية تحديد وإبراز مختلف التصنيفات الخاصة بأنظمة أسعار الصرف، أهمها تصنيفات صندوق النقد الدولي وتصنيف Levy-yeyati و Sturzenegger ثم تصنيف Reinhart و Rogoff.

سنحاول خلال هذا الفصل استعراض إيجابيات وسلبيات أنظمة أسعار الصرف الثابتة، الأنظمة الوسيطة والأنظمة العائمة في المبحث الأول ثم نبين محددات اختيار نظام سعر الصرف في المبحث الثاني، أما المبحث الثالث نتناول فيه تصنيفات أنظمة أسعار الصرف، في الأخير، خصص المبحث الرابع لدراسة اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية.

I- أنظمة أسعار الصرف بين الإيجابيات والسلبيات

يهدف هذا المبحث إلى عرض مزايا وعيوب التي ينطوي عليه كل نظام، حسب ثلاث أنظمة أسعار صرف، انطلاقاً من الأنظمة الثابتة إلى الأنظمة العائمة مروراً بالأنظمة الوسيطة، بالإضافة إلى التعرف على فرص استمرار الأنظمة الوسيطة في ظل التحولات التي شهدتها النظام النقدي الدولي ثم التطرق إلى ظاهرة التخوف من التعويم في نهاية المبحث.

I-1 أنظمة أسعار الصرف الثابتة

شهدت السنوات الأخيرة توسعاً كبيراً في الخيارات الممكنة لأنظمة أسعار الصرف وتغيرات مؤسسية بعيدة الأثر في الترتيبات التي تستند إليها هذه الأنظمة، وتشتمل أنظمة الربط لأسعار الصرف على اتحادات العملة واستخدام عملة أجنبية باعتبارها عملة قانونية وترتيبات مجالس العملة وأسعار صرف مثبتة إلى عملة واحدة (Paged Currency)، إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسة دون تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقاً مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز (Peg) .

I-1-1 مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة

إن أنظمة الربط الصارم والمطلق المتمثلة في مجالس العملة و الدولار (الأوروبية) لها الأسبقية والإيجابية في مقاومة وضبط التضخم، حيث في ظلها تتحقق معدلات تضخم منخفضة وتعزز من مصداقية السياسة النقدية ويتاح في ظلها إمكانية تخفيض تكاليف المعاملات وتحسين ظروف المبادلات والنمو الاقتصادي. ويجمع ويشير الكثير من المختصين على مقدرة نظام مجالس العملة على تحقيق الاستقرار في الأسعار، تشجيع الاستثمار والتجارة وإلى تثبيت وعدم تشجيع العمليات المحدثلة لعدم الاستقرار من جراء عمليات المضاربة. إن تبني هذا النظام يعمل على إلزام السلطات بالشروط تثبيت سعر الصرف بين العملة المحلية والعملة الأجنبية، بالإضافة إلى الالتزام بقابلية التحويل. وينتج في ظلها العديد من الإيجابيات خاصة، فيما يتعلق بالاحتفاظ بحقوق صك العملة وتجنب الاقتصاد من التعرض إلى ما يعرف بالخطيئة الأولى "pêcher original" الذي يعتبر قيد على الاقتصاد مؤدياً إلى إضعاف وتراجع مصداقية السلطات والذي قد يتسبب في إحداث أزمات سعر الصرف¹.

¹ Montiel P, « Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries», Oxford University Press, Edited With L. Hinkle, 1999, p.21.

أما نظام الدولار على غرار مجالس العملة تتجسد في ظله مصداقية وشفافية السلطات النقدية لاشتراك العملة المحلية مع العملة الأمريكية في حالة الدولار الجزئية، واستخدام العملة الأمريكية في حالة الدولار الكاملة. حيث في ظل هذا النظام تتحقق الوقاية من الانخفاضات المفاجئة في سعر الصرف نتيجة تميز عملة الربط بالقوة والاستقرار النسبي في المعاملات الدولية، كما تسمح الدولار للبلد من الاستفادة من انخفاض علاوة المخاطر في الأسواق الدولية، وتضمن تقليصاً معتبراً في مخاطر الصرف إثر وجود قابلية التحويل تام للعمولات، وعليه الحماية من أزمات المضاربة، ففي حالة توقع الأفراد لتخفيض قيمة العملة يدفع المستثمرين للسعي نحو تحويل العملة المحلية إلى دولارات أمريكية وهذا ما يؤدي إلى إنهاك احتياطات الصرف وقد يسارع بحدوث الأزمة في سعر الصرف، هذا النظام الذي كثيراً ما يقترح كأحد الحلول المناسبة للدول النامية يسمح في نهاية المطاف، بتوفير المزيد من الثقة للمستثمرين الأجانب والذي يعمل على تطوير سوق رأس المال ويسمح إلى الوصول إلى نمو اقتصادي مستقر ومستمر، مرتبط باستقرار أهم المؤشرات الاقتصاد الكلي.

ويبقى نظام الربط بالعملة، سعر صرف العملة ثابتاً مقابل عملة التثبيت ويسير معها (هبوطاً أو صعوداً) مقابل العملات الأخرى وبالتالي يتيح ذلك للمنتجين القدرة على تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها في ضوء تقديرهم للأرباح المتوقعة، على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية وكذلك يعتبر ضماناً للمستثمرين لتحويل أرباح استثماراتهم سواء من العملة المحلية أو العكس بسعر صرف ثابت. وبشكل عام يؤكد كل من Rizzo و Agenor على أهمية أنظمة الربط الصارم كأداة مساعدة للتحكم الفعال في التضخم، حيث الربط بعملة دولة أجنبية ذات تضخم متدني يعطي إشارة قوية للالتزام السلطات المحلية اتجاه استقرار الأسعار وتحقيق مكاسب ومصداقية فيما يخص التضخم ويرى كل من Ghosh و Coll أن التضخم يكون أقل ارتفاعاً وأقل تذبذباً في دول أنظمة التثبيت منه في الدول التي تتبنى الأنظمة الأكثر مرونة. وتسمح كذلك باستبعاد حالة عدم التأكد التي يتعرض لها الأعوان الاقتصاديون في معاملاتهم الدولية وبالتالي تحفز هذه الأنظمة على تحسين مردودية الاقتصاد الكلي فيما يخص الاستثمار، التجارة والنمو.

وفي نفس السياق يؤكد Ffrench-Davis و Larrain أن نظام الثبات يحقق الاستقرار المالي ويقضي على مشاكل التنافر الظرفي الذي يحدث في الأسواق، حيث يعتبر النظام بمثابة قيد على السلطات حتى لا تقدم على التخفيض غير المنتظر و فجائي والذي يضمن ويرسخ مصداقيتها¹. يتضح إذن، أن أنظمة الصرف الثابتة تضمن وتوفر بحق، حماية أكبر كصمام أمان وتسمح للمتعاملين بإبرام العقود التجارية والمالية بدون مخاطر ويمثل بذلك، إطار واعد للاستقرار والمصداقية. ولكن من ناحية أخرى بالرغم من الإيجابيات التي توفرها هذه الأنظمة إلا أنها لا تخلو من النقائص والسلبيات ولكن هل منافع هذه الأنظمة تفوق العيوب؟

I-1-2 سلبيات أنظمة أسعار الصرف الثابتة

تعتبر إيجابيات الاستقرار الاقتصادي الممنوحة من خلال الأنظمة الثابتة غير مضمونة إلا إذا كان الاقتصاد لا يتعرض للصدمات غير متناظرة، لأن ثبات أسعار الصرف لا يسمح بالقضاء على الصدمات بسبب غياب عملية التسوية في سعر الصرف الاسمي، ففي حالة معالجة الضغوط وامتصاص أثار بعض الصدمات فإن أثر التسوية والتصحيح سينعكس الجزء الأكبر منها على الأسعار والأجور الداخلية التي لا تتميز بالمرونة الكافية لتسهيل مسار التصحيح وبالتالي ترتفع تكلفة التصحيح في الاقتصاد الكلي، مما يجعل هذه الأنظمة أكثر ضعفا وهشاشة أمام الصدمات غير المتناظرة². كما أن اتحادات العملة التي يمكنها أن تغلب على هذه المشاكل تحتاج إلى إرادة سياسية كبيرة لكي تقف في وجه الصدمات التي تحدث لا محالة³.

في ظل نظام سعر الصرف الثابت، يخلق مشكل الخطر المعنوي Alea moral، بإبعاد ضمناً خطر سعر الصرف، ويشجع المنشآت والبنوك الوطنية للاقتراض من الأسواق الدولية لرأس المال بأسعار فائدة تكون منخفضة من نظراتها المطبقة في السوق المحلي، هذه الزيادة في الاستدانة خاصة عندما تكون قصيرة المدى، تضعف الاقتصاد لمقابلة ومواجهة الصدمات التي تكون في غير صالحه. وأكثر من ذلك البلد الذي يتبنى نظام سعر الصرف الثابت يكون مجبراً على إتباع إجراءات وسياسات بلد الربط، ويتخلى عن

¹ Ffrench-Davis, Larrain, G, « How optimal are the extremes ? Latin America exchange rate policies during the Asian crises», Journal of Economic Literature F31, E65, 9668 words. 2002, p.31.

² JP. Allégret, Op-cit, p.148.

³ Bordo M , L. Jonung, « A Return to the Convertibility Principal? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective», in Monetary Theory as a Basis of Monetary Policy, Axel Leijonhuhud (ed.) London, 2000, p.10.

استقلالية سياسته النقدية.¹

ويوضح كل من Fischer، Bailliu و Sinzogan على أن أهم سلبيات هذا النظام تتمثل في فقدان حرية واستقلالية السلطات النقدية التي تتجه بشكل كلي إلى المحافظة على سعر الصرف مما يشكل قيوداً وحاجزاً أمامها لتحقيق الأهداف الداخلية مثل النمو، العمالة، والتجارة وغيرها.

ففي ظل ترتيبات مجالس العملة لا تملك السلطات حرية التأثير على أسعار الفائدة من خلال عمليات السوق المفتوحة، كما أن عمليات الرقابة الإدارية على أسعار الفائدة لا تحقق أي مكاسب، إذ أن مثل هذه الرقابة يمكن أن تؤدي بسرعة إلى انهيار النظام، لأنها قد تتدخل في الآلية التي تحقق البنوك من خلالها التوازن في توزيع الأصول النقدية والالتزامات مما قد يقيد أنشطة التعامل بين البنوك. فإذا انخفضت أسعار الفائدة أكثر مما ينبغي، فرمما تواجه البنوك عمليات سحب مفرطة وقد تتعرض للاهتزاز. وتؤدي القيود المفروضة على قدرة السلطات النقدية التي تدير مجلس العملة في التأثير على أسعار الفائدة إلى تقييد أيضاً لقدرة القيام بدور مقرض الملاذ الأخير كضامن للنظام المصرفي ويجب أن تقتصر المساعدة التي تقدم للبنوك الضعيفة على احتياطات الصرف الأجنبي التي تزيد على متطلبات مجلس العملة وينبغي تقديمها فقط حينما يكون النظام المصرفي ككل معرضاً للخطر.

بالإضافة إلى ضرورة الاحتفاظ باحتياطات صرف معتبرة قد تفوق قدرة الاقتصاد على توفيرها². مما يشكل عبئاً كبيراً على تلك السلطات لإدارة وتجميع تلك الاحتياطات.

في حين أنه من المرجح أن تحقق الدولار كما تم الإشارة إليه فوائد مهمة للاقتصاد (مثل عكس اتجاه هروب رؤوس الأموال وبناء احتياطات دولية وتوفير تخصيص كفاء للموارد المالية) فإن وجود بعض العواقب السلبية أمر لا مفر منه، أولها، إن الدولار بقدر ما تعكس التحول عن استخدام النقد المحلي فإنها تزيد من الآثار التضخمية لأي عجز مالي وقد تضعف من قدرة السلطات على تطبيق السياسة النقدية لأن المعروض الإجمالي من النقود لا يمكن التحكم فيه بشكل مباشر، وتفقد السلطات النقدية سيادتها النقدية في صك العملة وبالتالي تقود الدولار إلى تخلي البنك المركزي عن القيام بدور مقرض الملاذ الأخير وما يترتب على ذلك من أهمية بالغة. وأيضاً من مساوئ هذا النظام أنه يعكس الأوضاع

¹Chaker Aloui, Walid Zaouaoui, « Les enjeux de la nouvelle architecture financière internationale: le point sur la libéralisation financières », op.cit, p.14.

² Fischer. S, « Exchange rate regime: is the bipolar view correct », Distinguished Lecture on Economics in Government, American Economic Association Meeting, New Orleans, 2001, p.03.

الاقتصادية السيئة لدولة عملة التثبيت، كما أن مكاسب المصدقية في النظام الثابت قد لا تكون مضمونة بشكل مطلق في حالة توقع المتعاملون الاقتصاديون إمكانية التخلي عن نظام الثبات في حالة تعرضه لعدم الاستقرار. وفي ظل سعر الصرف الثابت، يتوافر للمشاركين حافز أقل لتكوين آراء في الاتجاهات العامة لأسعار الصرف، أو اتخاذ مراكز استثمارية، أو تداول النقد الأجنبي، مما يحد من نشاط الصرف في سوق التسليم الفوري وسوق المعاملات الآجلة. بإضافة إلى ذلك، غالباً ما تعمل أنظمة أسعار الصرف المربوطة على تثبيت النشاط في سوق المعاملات الآجلة بغية الحد من نشاط المضاربة. ويؤدي صغر حجم أسواق المعاملات الآجلة بدوره، إلى الحد من فرص الوقاية من مخاطر تقلبات الأسعار.

ويتضح من هذا التحليل أن أنظمة الربط الثابت سياسات فعالة ولكنها لا تأتي بدون مقابل لارتكازها على مجموعة من القيود الصارمة تستدعي المراعاة لأن هذه الأنظمة تدين بفعاليتها لهذه القيود. أما التشكيلة من الترتيبات الوسيطة، الأكثر مرونة تعتبر طريق واعد يمكن أن تسلكه البلدان لتحقيق ما تصبوا إليه، وفي ظل ذلك يكون من الضروري الكشف النقاب حول مزايا هذه الأنظمة وعيوبها.

I-2 أنظمة أسعار الصرف الوسيطة

إن المزايا المترتبة على مرونة سعر الصرف تزداد مع تطور الاقتصاديات وارتباطها على نحو وثيق بالأسواق المالية الدولية. وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظاماً لسعر الصرف الثابت أو غيرها من أنواع أنظمة الربط، فقد ازداد عدد البلدان التي اعتمدت نظاماً أكثر مرونة على مدار العقد السابق. ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه العام نحو زيادة المرونة في أسعار الصرف مع ازدياد عمق الروابط عبر الحدود وما تسببه من تعريض بلدان العملة المربوطة لتدفقات رأسمالية أكثر تقلباً، نظراً لما تكفله النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية.

نجحت بعض البلدان في التحول بشكل تدريجي من أسعار الصرف الثابتة إلى الأسعار المرنة، باعتمادها أشكالاً وسيطة من أنظمة الصرف كالربط المرن، أو تثبيت سعر صرف العملة إلى سلة من العملات ونطاقات التقلب الأفقية والزاحفة، والتعويم الموجه.

I-2-1 مزايا أنظمة أسعار الصرف الوسيطة

أغلبية الدول لا تختار أي من النظامين الثابت والعائم وتفضل بدلاً من ذلك نوع من التعويم غير الكامل. في ظل هذه الأنظمة الوسيطة تتدخل السلطات دورياً (في بعض الأحيان حسب قواعد محددة مسبقاً) عن

طريق شراء أو بيع الاحتياطي بالعملات الأجنبية، كما هو الحال في نظام سعر الصرف الثابت، غير أنّها تتمتع بالمزيد من المرونة، والذي يتعذر عليها في النظام الثابت وتكون فعالية السياسات النقدية والمالية تتراوح وتتغير في نظام بين النظامين القطبيين الثابت والتعويم.

يتبنى هذا النظام، تواجه البلدان النامية الترحيح بين حاجتها للاستقرار وضرورة المرونة. يعود طلب الاستقرار إلى أثره الإيجابي على الاستثمار وإلى ضرورة تجنب آثار تقلبات سعر الصرف على الميزانية ومسايرة الدورات الاقتصادية. في حين يعود طلب المرونة إلى ضرورة التمتع ببعض الحرية في إدارة الصدمات في الحساب التجاري وحساب رأس المال. إن المنافع النسبية للمرونة مقارنةً بالجيابيات الاستقرار يحددها المحيط الخارجي والأهداف المنتظرة. على سبيل المثال، عدم الاستقرار الدولي المتزايد (تدهور قيمة الدولار، فترة من الاضطراب في الأسواق المالية العالمية بالنسبة للأسواق الناشئة، أو كساد عالمي) يؤدي إلى زيادة المنافع النسبية للمرونة، في حين أن فترة الاستقرار (مثلاً، في أوج مراحل نجاح نظام بريتون وودز، أو فترة من النمو الاقتصادي العالمي المستقر) تتضاعف في هذه الحالة مكاسب الاستقرار¹.

إن أهمية هذه المتطلبات المتعارضة لا تستدعي بالضرورة اعتماد أنظمة سعر الصرف الثابت غير القابل للتعديل (مثل مجالس العملة أو حتى الدولار أو اليورو) أو نظام سعر الصرف المرن بشكل تام. ويستند المدافعون عن هذه الأنظمة القطبية إلى حجة أن أي محاولة لإدارة المتطلبات المتناقضة المتعلقة بسياسة سعر الصرف تكون غير مجدية ويجب التخلي عنها ألياً.

يتطلب الربط الجامد ترتيبات مؤسسية، تنص على اعتماد الصرامة في قواعد مالية ونقدية، وتسمح بتجنب آثار تقلب سعر الصرف على الميزانية، ولكن على حساب استبعاد حرية السياسة النقدية، في ظل هذه الأنظمة تصحيح ارتفاع تقويم العملة يكون صعباً وقد يؤدي إلى تراجع معدل النمو، عندما ترتفع قيمة العملة ما فوق قيمتها الحقيقية، فيجب أن تنخفض الأسعار المحلية والأجور ليستعيد البلد قدرته التنافسية. ومن بين إيجابيات الربط الجامد كما تم التطرق إليه سابقاً أنه يزود الاكتساب بالمناعة ضد المضاربة، بينما تجارب مجالس العملة في الأرجنتين، في هونغ كونغ وتجارب معيار الذهب في البلدان

¹ Shari Spiegel, « Politique macroéconomique et politique de croissance », Département Des Affaires Économiques et Sociales (DAES/ UNDESA), Nations Unies, 2007, p.50.

النامية في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين تشير إلى عدم تحقق خاصية التحرر من المضاربة.

عندما يفوق سعر العملة قيمتها الحقيقية، غالباً ما لا تتعلق المسألة بضرورة المحافظة على السعر الثابت أم لا، بل متى وكيف سيتم تخفيض سعر العملة. من الأفضل تخفيض السعر تدريجياً بدلاً من الوقوع في أزمة (التي غالباً ما تنطوي على زيادة مفرطة في سعر العملة) ويكون الاتجاه نحو التخفيض البطيء أو الزاحف، حيث يسمح تخفيض سعر العملة بتجنب صدمات مهمة على مستوى الأسعار. فضلاً عن ذلك، قد يكون لزيادة معدلات الفائدة للحفاظ على العملة، آثاراً معاكسة على الاقتصاد أكثر وطأة من آثار التخفيض. المسائل التي يتعين على صانعي السياسات معالجتها: ما هي تكاليف التدخلات في سوق الصرف ومنافعها ومتى تكون هذه التدخلات مستدامة؟

من جهة أخرى، إن التقلب المرتبط في أنظمة سعر الصرف العائمة، يرفع من تكاليف المعاملات التجارية ويقلص من منافع التخصص الدولي. بما أن البلدان النامية هي بلدان مستوردة للسلع الرأسمالية بشكل كبير فإن التقلب في سعر الصرف يؤثر أيضاً على قرارات الاستثمار.

تكمّن إحدى إيجابيات الأنظمة الوسيطة في أنه يمكن للمرونة أن تكون تدريجية وفقاً للمنافع النسبية للاستقرار بالنسبة إلى المرونة. يعني ذلك أن أي نظام وسيط يتضمن " خيار خروج " (بالطبع، حتى سعر الصرف الثابت يتضمن خيار للخروج، لكن كما أظهرته تجربة الأرجنتين، كانت كلفة هذا الخروج باهظة التكاليف) أيضاً، في حال توفر بعض المرونة لسعر الصرف قبل وقوع أزمة خارجية، قد يسمح ذلك بتجنب الارتفاع المفرط في معدل الفائدة الحقيقي الذي يبدو أنه أصبح من مميزات الانتقال من نظام سعر صرف ثابت في البلدان النامية إلى نظام آخر¹.

ينظر Williamson إلى الأنظمة الوسيطة التي يرمز لها بالرمز BBC (Band, Basket, crawl) أنها الحل الأكثر ملائمة لأنها تسمح بإخماد أثر تقلبات سعر الصرف على التبادل التجاري والاحتفاظ بسعر صرف داخل هامش كبير نسبياً للضمان للبنك المركزي درجة من الاستقلالية في قيادة السياسة النقدية.

¹ Reinhart C, K Rogoff, «The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation», Quarterly Journal of Economics, 119/1: 1-48, 2004, p33.

وكذلك الأخذ في الحسبان عدم التأكد فيما يتعلق بقياس سعر الصرف التوازني ثم تصحيح سعر الصرف بدلالة الأساسيات الاقتصادية وبشكل خاص بدلالة فروق التضخم مع الخارج لضمان تنافسية الاقتصاد. ويشير في هذا السياق أن مصداقية هذا النظام تكون ضعيفة وبالتالي يؤكد على ضرورة أن تصاحب سياسة سعر الصرف إجراءات إضافية ملائمة مثل تدخل البنك المركزي في سوق الصرف (بوجود تعقيم أو بدونه) مع الأخذ بالسياسة المختلطة (التنسيق بين السياسة النقدية والجبائية) ويكون من المفضل أيضا مراقبة حركة رؤوس الأموال ويستشهد بتجربة الشيلي أثناء الأزمة الآسيوية¹.

وفي تحليل المقارنة بين الربط الجامد والأنظمة الوسيطة والتعويم الحر حول مسألة الحد من انحرافات سعر الصرف، فيضع Williamson في المقدمة هذا النظام على أنه أفضل ترتيب، حيث يسمح بتقليل واستبعاد بفعالية هذه الانحرافات من خلال توجيه توقعات الأعوان حول سعر تعادل مركزي مجال مقدر لسعر الصرف الحقيقي التوازني، ويشير أنه في النظام العائم مثل باقي الأنظمة الأخرى فإن توقعات السوق لعودة سعر الصرف إلى المستوى التوازني تكاد تكون غير موجودة وأن ترك العملة عائمة في السوق هو أول مصدر لانحرافات سعر الصرف.

وبالرجوع إلى أبحاث Williamson، Willett، و Goldstein الذين يدافعون بضراوة على قابلية الحلول الوسيطة على الاستمرار، بالنسبة لهؤلاء فإن مأساة التجارب الحديثة للدول الناشئة مع هذا النوع من الأنظمة لم يكن سببها المباشر الربط المرن في أسعار الصرف، وإنما هي نتاج عدم التلاؤم والتناسق الجلي بين تسيير سياسات الاقتصاد الكلي وسياسة سعر الصرف. ويعتبر Goldstein أن هذه الأنظمة تمثل فرصة حقيقية للدول الناشئة بحكم أنها تجمع في نفس الوقت بين المرونة في سعر الصرف الضرورية لمواجهة الصدمات الحقيقية على اعتبار أنها أكثر تكرارا في هذه الدول والتي قد تكون انعكاساتها قوية على هذه الاقتصاديات، ومصداقية الربط الجامد من خلال استهداف التضخم باعتباره هدف داخلي.

بالنسبة لهذا الاقتصادي لا يكون من الضروري الترويج بين المرونة والمصدقية لأن السلطات النقدية تستفيد منهما في آن واحد².

¹ Williamson, J, « Designing a middle way between fixed and flexible, exchange rates», Working Paper No. 49. ECES, 2000, p.12.

² Willett, T. D, « Fear of floating needn't imply fixed rates: feasible options for intermediate exchange rate regimes », Paper for Fordham/CEPR Conference on Euro and Dollarization, 2002, p.18.

I-2-2-2 سلبيات أنظمة أسعار الصرف الوسيطة

أهم سلبيات هذا النظام تتعلق بحدود المجال، فقد يظهر النظام الوسيط أكثر مرونة مقارنة بنظام الثابت المعدل، إلا أن هذا المستوى من المرونة لا يسمح دائماً بمواجهة الصدمات الناتجة عن التقلب القوي في تدفقات رؤوس الأموال و اتجاهات الأسواق، وحتى زيادة هامش التعويم قد يكون غير كافي للتحكم في الصدمات، ففي حالة الصدمات القوية يتم تعديل مسار سعر الصرف بحيث يصبح المجال أكثر اتساعاً حتى يصل إلى مرحلة التخلي عن النظام لصالح التعويم الكامل وهذا ما أكدته تجارب أزمات الصرف في بعض الدول مثل آندونيسيا، روسيا وتركيا وغيرها، وبالتالي قد يتعرض هذا النظام لنفس الصعوبات التي تعرفها باقي الأنظمة الثابتة المعدلة عندما تكون الضغوط قوية.

أما من ناحية أخرى يشير Mareno، Fischer و Sinzogan (2002)، أن الأنظمة الوسيطة مثل الربط الانزلاقي يحدث في ظل زيادة الاستدانة و الذي يزيد من عدم قابليته لمقابلة الصدمات غير متوقعة والذي قد يعمل على القضاء على المصدقية، وبالرغم من أن التعويم الموجه يسمح بضمان هامش تدخل أكبر مقارنة بالربط المتزلق عن طريق التدخل في أسواق الصرف، فإن Sinzogan يعتبر أن تبني المرونة الموجهة لا يسمح بالضرورة بإيجاد حلول لمشاكل المصدقية، كما وأن هذا النظام قد يكون موضوعاً لهجمات المضاربة التي تقود إلى تراجع مصداقيته.

كما تعاني أنظمة المجال الزاحف من عدم توفير الاستقرار، ويشير بعض الاقتصاديين أنه نتيجة توقع المتدخلون في السوق حول حتمية التزام السلطات بالتدخل والدفاع عن حدود المجال، يمكن أن يكون ذلك موضوعاً للمضاربة المحدثة لعدم الاستقرار وهذا ما تم حدوثه في تجربة أزمة النظام النقدي الأوروبي كما أن غياب خاصية توفير ربط اسمي ذو مصداقية للسياسة النقدية يجعل هذا النظام عرضة إلى ارتفاع معدلات التضخم.¹

وفي هذا السياق يوضح كل من Levy-yeyati و Sturzenegger أن تاريخياً قد سجلت هذه الأنظمة معدلات تضخمية متوسطة وتوسع نقدي أكثر ارتفاعاً.²

¹ Williamson, « Exchange rate regimes for Emerging Market: reviving the intermediate option », op-cit, p.19.

² Levy-yeyati E, Sturzenegger F, « Exchange rate regimes and economic performance », IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issues on IMF Annual Research Conference, 2001, p.62.

كما أن الأنظمة الوسيطة قد كانت في مركز الأزمات التي عصفت بالبلدان الناشئة، منذ منتصف سنوات التسعينات. هذه الأنظمة كانت عرضة للخروج القوي لرؤوس الأموال، حيث أن كل محاولات الدفاع قد ترجمت بخسارة الاحتياطات وارتفاعات قوية في أسعار الفائدة التي قد أضعفت النظام البنكي والتي انتهت بخلق أزمة.

ويري العديد من الاقتصاديين Rogoff و Obstfeld (1995)، Fischer (2001)، و Mussa (2000) ضرورة العدول والتخلي عن كل أشكال الربط سعر الصرف (باستثناء الالتزام الصارم الكلي مثل مجالس العملة أو الاتحاد النقدية)، وإلى حد البلدان النامية ذات مميزات معينة لترك عملاتها عائمة بحرية. بالإضافة إلى ذلك فإن تحرير حركة رؤوس قد جعلت من صعوبة تبني أنظمة سعر صرف أخرى غير الربط المحكم والتعويم الحر.¹

I-3 التوجه المستقبلي لأنظمة أسعار الصرف الوسيطة

بالنسبة لأنظمة الصرف الوسيطة هناك العديد من النظريات التي تفترض أن تلك الأنظمة سوف تختفي في ظل تزايد تدفقات رأس المال دولياً، وتستند في ذلك إلى عدم إمكانية الجمع بين استقلالية السياسة النقدية واستقرار أسعار الصرف مع تكامل أسواق رأس المال، ثم صعوبة إثبات مصداقية الأنظمة الوسيطة. وعلى النقيض من ذلك يعتقد آخرون بأن الأنظمة الوسيطة ستستمر لأن تكون الخيار الفعال للدول التي تسعى للمبادلة بين المصدقية ومرونة في اختيار سعر الصرف وكذلك للدول التي تريد التحول إلى اتحاد نقدي أو نظام صرف مرن.²

ولهذه الأسباب يرى Calvo و Reinhart بأن العديد من الدول التي لا تجد في تبني النظام الثابت خياراً أمثلاً، علاوة على رفضها تبني النظام المرن، لذلك فإنها تعمل على منع التحركات الكبيرة في سعر الصرف وهي بذلك سوف تكون بعيدة عن الالتزام بمعايير سعر الصرف الثابت، وبالتالي ستميل إلى تفضيل الأنظمة الوسيطة أو التوسط بين النظامين القطبيين لحين يتوفر لها الأسباب الكافية للتوجه نحو هذه الأنظمة حسب ظروفها الاقتصادية.

¹ Hanen Gharbi, «La gestion des taux de change dans les pays émergents: leçon des expériences récentes », op-cit, p.07.

² Glick, R, «Fixed or Floating: Is it Still Possible to Manage in the Middle? », Pacific Basin Working Paper Series No. PB00-02, 2000, p.09.

فالبلد الذي يتخلى عن نظام الربط يكون عليه استبداله بركيمة اسمية أخرى و إعادة تصميم إطار سياسته النقدية حول هذه الركيمة الجديدة، فبينما تطبق بعض البنوك المركزية نظم الصرف المرن دونما ركيمة اسمية رسمية مثلما هو الحال في منطقة اليورو وسنغافورة وسويسرا والولايات المتحدة، نجد أن هذه الاقتصاديات تتمتع بدرجة كبيرة من المصدقية التي قد تعجز البلدان النامية عن اكتسابها بسرعة، لاسيما إذا كانت تعتمد في الأصل على ركيمة جامدة لسعر الصرف قبل التحرك نحو مرونة أكبر في سعر الصرف أو إذا كان تاريخها حافلاً بمعدلات التضخم المرتفعة.

ومع صعوبة إنشاء ركيمة اسمية بديلة ذات مصداقية لجأ العديد من البلدان إلى التخلي ببطء عن ركيمة سعر الصرف، باعتمادها على سبيل المثال نطاق تقلب زاحف كنظام وسيط إلى حين التحرك نحو ركيمة اسمية أخرى، وعادة ما يُحدد نطاق التقلب باتساق حول سعر مركزي زاحف على أن يتسع تدريجياً حتى ينحسر الاختلاف بين أهداف سعر الصرف و أهداف التضخم في آخر المطاف لصالح أهداف التضخم. وقد نجحت كل من شيلي وبنغاليا وبولندا في التحول باستخدام نطاقات تقلب زاحفة اتسعت بمرور الوقت استجابة لزيادة التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها.

وبصفة عامة، لجأت البلدان التي تحولت من نظم الربط إلى النظم الأكثر مرونة على نحو منظم إلى اعتماد إستراتيجية تحديد أهداف التضخم على مدار فترات طويلة، ويرجع السبب في ذلك جزئياً لطول الوقت الضروري لإنشاء المؤسسات وتوفير الظروف الاقتصادية الكلية اللازمة للتوجه نحو التعويم الحر بما في ذلك تفويض البنك المركزي مهمة تحقيق هدف صريح للتضخم، باعتباره الهدف الأساسي للسياسة النقدية وتحقيق استقلالية البنك المركزي و ضمان خضوعه للمساءلة، وتحقيق مستوى من الشفافية. وتسهم تجارب اقتصاديات الأسواق الناشئة على مدار العقد الماضي في تسليط الضوء على مخاطر تحرير الحساب الرأسمالي قبل اعتماد المرونة في سعر الصرف. وقد اضطرت بلدان عديدة إلى التخلي عن نظم الربط إثر حدوث تحول مفاجئ في التدفقات الرأسمالية في ظل الحسابات الرأسمالية المفتوحة (مثل المكسيك في نهاية عام 1994، وتايلندا في جوان 1997، والبرازيل في مطلع عام 1999). وواجهت بلدان أخرى زيادة هائلة في التدفقات الوافدة و ضغوطاً متصاعدة على الأسعار المربوطة واضطرت إلى إفساح المجال أمام مرونة سعر الصرف (مثل شيلي وبولندا خلال التسعينات). وبالتالي، فإن فتح الحساب الرأسمالي قبل

استحداث مرونة سعر الصرف، حتى في الظروف الاقتصادية المواتية، قد يعرض السيولة المحلية للخطر ويخلق اختلالات في الاقتصاد الكلي ويؤدي إلى حدوث موجات مفاجئة من المضاربة. ونجحت نيوزيلندا في التحول إلى نظام التعويم وتحرير حسابها الرأسمالي على نحو متزامن، و سارت عملية تحرير الحساب الرأسمالي في شيلي جنباً إلى جنب مع التحول نحو تعويم سعر الصرف، ولكن بشكل تدريجي وبطيء.

إن المنهج التدريجي يسمح للبلد بالتحول نحو التعويم الحر بخطوات مدروسة من خلال التحول، مثلاً من نظام الربط الثابت بعملة واحدة إلى نظام الربط الثابت أو الزاحف مقابل سلة عملات، ثم التحول إلى نطاق تقلب سعر الصرف بحيث يتسع تدريجياً¹.

وقد يسهم التحرك نحو نظام الربط الزاحف مقابل سلة عملات في مساعدة البلد المعنى في الاحتفاظ بقدرته التنافسية الخارجية في حالة اختلاف معدلات التضخم فيها عن معدلات شركائه التجاريين. وقد يؤدي التحول لنطاق تقلب أفقي أو زاحف لسعر الصرف إلى توفير قدر أكبر من المرونة في سعر الصرف وزيادة استقلالية السياسة النقدية. وبالرغم من سهولة الاستمرار في إتباع هذه الأنماط المختلفة من نظم الربط مقارنة بنطاقات التقلب والتعويم ذو النطاق الواسع، فإنها تفرض قيوداً على السياسة النقدية ويصعب استمرارها في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المحررة. وفي أي من الحالتين، سواء كان التحول سريعاً أو تدريجياً، سوف تنطوي كل خطوة على مخاطر ذات اتجاهين بالنسبة لتحركات أسعار الصرف. وهكذا يمكن في ظل هذه الاعتبارات أن تأخذ البلدان الناشئة بالترتيبات الوسيطة التي ليس لديها بعد النضج الكافي للأخذ بالتعويم.²

ويؤدي الإعداد المبكر للتحول نحو سعر الصرف الموعوم إلى زيادة احتمالات نجاح هذا التحول. وهناك العديد من الفوائد المختلفة والتميزة التي تترتب على اعتماد نظامي سعر الصرف الثابت والموعوم، فليس هناك نظام واحد يناسب جميع البلدان في كل الظروف. وعلى البلدان تقدير التكاليف والمزايا المترتبة على التعويم في ضوء استعداداتها الاقتصادية والمؤسسية.

¹ Francesco Caramazza , Jahangir Aziz, « Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s.», 1998, p.11.

² Goldstein. M, « Managed Floating Plus», op-cit, p.13.

I-4 نظام سعر الصرف العائم

يتوقف تحديد سعر الصرف في ظل نظام الصرف العائم على آليات العرض والطلب على العملات في سوق الصرف مع الغياب التام لتدخل السلطات النقدية في سوق من أجل مساندة عملتها المحلية أو اتخاذ قرارات اقتصادية مدفوعة باعتبارات تتعلق بسعر صرف عملتها، ولذلك فإن السلطات تكون في غير حاجة إلى الاحتفاظ باحتياطي كبير من العملات الأجنبية طالما أنها لا تتدخل في سوق الصرف.

I-4-1 مزايا نظام سعر الصرف العائم

في ظل نظام تعويم العملة تتحرر السياسة النقدية وتحرر البنوك المركزية من الالتزام بالاحتفاظ بأسعار عملاتها عند قيم معينة أو ضمن هوامش تقلب معينة و التأثير على سعر الصرف في السوق، مما يقود إلى تحقيق استقلالية السياسة النقدية وبالتالي اختفاء العلاقة الضرورية كما هو الشأن في سعر الصرف الثابت بين ميزان المدفوعات وعملية خلق النقود الداخلية، حيث يتاح للاقتصاد في النظام العائم تقرير وتوجيه سياسة نقدية تعمل على متابعة وتحقيق أهداف أخرى، غير سعر الصرف مثل استقرار العملة والأسعار فلم يعد سعر الصرف قيديا على السياسة النقدية¹. والذي يقود بدوره إلى فعالية السياسة النقدية، فعلى سبيل المثال سياسة مكافحة التضخم التي تعمل على تحسين وضعية الميزان الجاري، تترجم بارتفاع تعويم العملة الذي ينعكس بدوره أيضا في الحد من الضغوط التضخمية بتشجيع الواردات والتقليل من الصادرات، وهذا يعتبر مهم جدا، كون أن هذا النظام يسمح بالتالي بمتابعة السياسات الداخلية التي تسعى إلى تحقيق المستوى المستهدف بين التضخم والبطالة².

ويرى أنصار سياسة التعويم الحر أن توازن ميزان المدفوعات يتحقق بصورة تلقائية عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب في السوق. مما يؤدي إلى تغيير سعر الصرف ارتفاعا وانخفاضا مما يعيد التوازن في ميزان المدفوعات، بدون تكبد عناء التدخل من جانب السلطات، حيث يعمل سعر الصرف المرن على تصحيح اختلالات ميزان المدفوعات، بدون تكلفة تدخل يتحملها الاقتصاد. في ظل هذا النظام تعمل المضاربة في السوق على خلق الاستقرار من جراء أنها تقود إلى إزالة تذبذبات وتقلب سعر الصرف من جهة، وتستخدم أدوات التحوط في التغطية من المخاطر بأقل التكاليف. ومن جهة أخرى الصعوبة التي

¹ Brahim Guendouzi, « Relations économiques internationales », édition El Maarifa, Alger, 1998, p.59.

² Dominique Salvatore, « Economie internationale », traduction 9° Edition, Deboeck, 2008, p.201.

يواجهها الاقتصاد في الأنظمة الثابتة في تعديل سعر الصرف في حالة الاختلالات يشجع على المضاربة التي تخلق عدم الاستقرار، والتي قد تدفع إلى تغيير سعر الصرف بشكل اضطراري والذي يكون له أثره بالغ الوطأة والأهمية على الاقتصاد، من خلال تكبد تكاليف باهظة في بعض الأحيان والتي تنعكس في التأثير كذلك على التدفق الطبيعي للتجارة والاستثمار¹. ويصبح سعر الصرف العائم متغير فعال في تعديل ومواجهة الاختلالات الخارجية وامتصاص الصدمات والعمل على الاستعادة السريعة للتوازن².

كما يتيح هذا النظام ايجابية الوقاية من المضاربة بدون مخاطر حيث تكون أسعار الصرف الفورية والآجلة غير مضمونة من قبل تدخل السلطات، مما يجعل المضاربين يفقدون الضمانة على أسعار الصرف عند آجال عمليات المضاربة مما لا يشجع كثيرا على الإقدام على المضاربة غير محسوبة. ويكون دور المضاربة إحداث الاستقرار في السوق بدلا من العمل على مقابلة سلوك المتعاملون المحدث لعدم الاستقرار. فنجد أن حرية تحديد سعر الصرف في السوق، يظهر أنه يسمح من الحد من هذا التركيز المضاربي والتي تعود إلى الاتجاهات المتنوعة في السوق، التي تسهم في خلق الاستقرار الناتج عن الاتجاه المعتاد لتحقيق المكاسب، حيث يتم القيام بعمليات البيع عند الأسعار المرتفعة والشراء عن انخفاضها مما يحقق الاستقرار. وأيضا من بين مزايا التعويم الحر أنه يسمح بتعرف الاقتصاد على المزايا و السلبيات النسبية لمختلف السلع عندما تنعكس معدلاته التوازنية إلى الأسعار الداخلية، والذي ما هو متعذر حدوثه في الأنظمة الثابتة لأن أسعار الصرف الثابتة تكون في الغالب بعيدة عن القيم التوازنية بالنسبة للاقتصاد الحقيقي وهذا ما يخلق انحرافات في هيكلية التجارة ويعيق التخصيص الفعال للموارد على المستوى الدولي، فمثلا سعر صرف أكثر ارتفاعا (انخفاض قيمة العملة) قد يقود إلى تصدير كميات كبيرة والذي لم يكن ليحدث في حالة سعر الصرف التوازني مما يعيق من الاستخدام الفعال للموارد في العالم ويحد من مكاسب التخصيص الدولي³. وفي الأخير يظهر أن هذه الأنظمة تعد وصفا مرنة وفعالة، تعمل على تجنيب الحكومات صدمات الانخفاض والارتفاع عن طريق الغطاء الذي يوفره سعر الصرف العائم والذي يجعل سعر الصرف متغيرة أساسية لتصحيح الاقتصاد الكلي. إلا أن هذه المكاسب لا تخلو من القيود والنقائص التي كانت محل انتقاد من قبل معارضي تبني هذا النظام.

¹ Henri Bourguinat, « Finance internationale », Edition Dalloz, 2007, p.320.

² Jean-Pierre Allégret, Op.cit, p.209.

³ Dominique Salvadore, Op.cit, p.204.

I-4-2 سلبات نظام سعر الصرف العائم

إن المزايا المحققة فيما يتعلق باستقلالية السياسة النقدية هي مؤكدة ولكن بشكل مماثل تشوبها بعض القيود، فالأزمات المالية في سنوات السبعينات والتسعينات من القرن المنصرم وبالخصوص في الدول الناشئة، قد أوضحت بشكل قوي أن رغبة الحكومات في الاحتفاظ بأسعار صرف ثابتة في محيط يتميز بجزرية حركة رؤوس الأموال، قاد إلى مآزق اقتصادية (تجاوز سعر الصرف عن قيمه التوازنية خسارة احتياطات الصرف، تغيرات غير مرغوبة في القاعدة النقدية وغيرها). نجد أن حرية المرونة في سعر الصرف تسمح بدرجة مهمة من الحرية في السياسات الاقتصادية، خاصة فيما يتعلق بالتسيير النقدي لأنه كما سبق التطرق إليه، فإن البنوك المركزية تستطيع اختيار المستوى المرغوب للعرض النقدي بدون الحاجة إلى مراعاة التدخل في سوق الصرف، ولكن في الاتجاه المعاكس يجب مراعاة أن تبني النظام العائم يمكن أن يقود إلى إضعاف القواعد (الحرص على رقابة الفعاليات النقدية) التي تفرضها السلطات النقدية في الأنظمة الثابتة، وينتج عنه خلق ضغوط تضخمية، هذا بالإضافة إلى خلق حلقة مفرغة حيث يؤثر الارتفاع المحدث من الانخفاضات في سعر الصرف على الأجور وبعد ذلك على أغلب الأسعار بما فيها أسعار السلع غير متاجر بها، وهذا ما يقود إلى أن خاصية سعر الصرف في القيام بدور المتغيرة الفعالة في امتصاص الصدمات الخارجية والمساعدة على استعادة التوازن ليست أكيدة إلا في جزء منها.

كما أن الهدف من سوق صرف مستقر الذي من خلاله يحدد ميكانيزم العرض والطلب على العملات الأسعار المستقرة القريبة من القيم التوازنية مع فقط بعض التغيرات الطفيفة في أسعار الصرف، مقارنة بالنسبة إلى الاتجاه المحدد بواسطة تعادل القوة الشرائية لم تتحقق وتم استبعادها بحدة منذ سنة 1973. سواء في حالة التذبذب قصير المدى أو طويل المدى. فقد أصبح التقلب و التذبذب القوي هو السمة السائدة بالنسبة لكل آجال تواريخ التسوية في الأسواق من يوم إلى آخر وفي المدى المتوسط. ظاهرة التقلب الكبير في أسعار الصرف أصبح السمة الغالبة على العمليات المنفذة في الأسواق، فمثلا منذ انطلاق عملة اليورو في سنة 1999، فإن سعر الصرف الثنائية اليورو مقابل الدولار تتعرض يوميا بشكل متكرر إلى تقلب يفوق في بعض الأحيان 1% بالقيمة المطلقة، وفي الآجال الطويلة الارتفاعات إلى القمة والانخفاضات إلى القاع لأكثر العملات تزايد بشكل مضطرب ومتواصل، ويشير كل من Frankel و Dornbuch أن هذه القفزات في الأسعار لا تفسر في غالبيتها بالأساسيات، حيث يظهر أنها لا

تستجيب للمحددات الماكرو اقتصادية وإنما لمحددات غير معروفة¹.

وملاحظة الأسواق تشير بوضوح إلى استبعاد وعدم تحقق أن المتعاملين يشترطون بشكل نظامي عندما تكون أسعار الصرف أقل من مستواها التوازني وتقديم عروض البيع في الحالة المعاكسة، حيث نجد في الغالب أن الانخفاض في الأسعار يستدعي ويدفع إلى انخفاض آخر "La baisse appelle la baisse" وبنفس السياق بالنسبة للارتفاعات، التوقعات لا تكون ارتدادية فقد يقدم المتعاملون على الشراء على أساس صدمات الأسعار الايجابية، والقيام بعمليات البيع في حالة الصدمات السلبية، ونتيجة لذلك أصبحت المضاربة بشكل متكرر عامل محدد لعدم الاستقرار بدلا من إحداثها للتصحيح خاصة في فترات الضغوط على الأسواق.²

كما أن معارضي نظام التعويم الحر يشيرون إلى أن ميكانيزم السوق لا يضمن بشكل دائم تحديد سعر الصرف المناسب للعملة و الذي يحقق التوازن في المدى المتوسط، ومن ثم يكون مضللاً للمتعاملين مع الخارج خاصة بالنسبة للعقود الآجلة وما يكتنفها من مخاطر تقلبات سعر الصرف. فسعر الصرف الذي يحقق التوازن في سوق الصرف في أية لحظة معينة، قد لا يكون هو نفس السعر الذي يؤدي إلى تحقيق التوازن في الأجل المتوسط. فإذا كان الأمر كذلك فإن ميكانيزم الأسعار سوف يعطي دلالات خاطئة للراغبين في الاستثمار الآني من أجل الحصول على عائد في المستقبل، وهذه الدلالات الخاطئة سوف تؤدي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة وذلك فيما يتعلق بعملية تخصيص الموارد.

إذا كان الأصل في تطبيق نظام سعر الصرف المرن هو ترك تغير سعر الصرف لقوى السوق دون تدخل من جانب السلطات النقدية والمالية، إلا أن الواقع العملي يثبت غير ذلك، فمن غير المعقول أن تترك الدولة مصير استقرارها الاقتصادي رهناً لتقلبات قوى العرض والطلب.

فسعر الصرف يعتبر من الأسعار الهامة التي تنعكس تغيراتها على مستويات الأسعار في الداخل والخارج وبالتالي على مستوى النشاط الاقتصادي. ومن هنا فإن الواقع العملي يؤكد أن السلطات النقدية والمالية تتخذ من الإجراءات المناسبة كأدوات للتأثير على سعر الصرف تفادياً لحدوث مثل هذه الآثار الضارة. إن نظام سعر الصرف المرن يتخلله في حالات واردة تطاير شديد لأسعار الصرف، والذي له أثره السلبي

¹ Dornbuch.R, Frankel.J, « The flexible exchange rate système: expérience and alternatives », International Finance and Trade in a polycentric world. S.Boerner edit Mac Millan Press, 1988, p.25.

² Henri Bourguinat, Op.cit, p.324.

البالغ على تجارة السلع والخدمات والاستثمار نتيجة عدم التأكد مما جعل تطبيقه يخضع للتدخلات. ومن هذا المنظور القليل من الاقتصاديات التي قد صرحت أنها تتبنى أنظمة صرف عائمة تترك عملاتها عائمة بحرية تامة، هذا السلوك قد تم تفسيره بمفهوم التخوف من التعويم الذي قدمه Calvo و Reinhart سنة 2002.¹

I-5 التخوف من التعويم

التخوف من التعويم يتمثل في تحفظ وتردد السلطات النقدية على ترك سعر الصرف عائمة بحرية، بالرغم من الإعلان الرسمي على تبني التعويم، فقد شهد عقد التسعينات من القرن الماضي تزايدا في عدد الدول المتبينة لأنظمة التعويم و من المتوقع أن يستمر هذا الاتجاه لما يوفره النظام العائم من حماية لاقتصاديات الدول ضد الصدمات الخارجية وسهولة تنفيذ السياسة النقدية.² فقد أصبح التبني الرسمي لنظام سعر الصرف العائم الاتجاه الراقي والصريح على العزم على الانفتاح والاندماج الماليين في الاقتصاد العالمي. وعلى الرغم من اتفاق العديد من الدراسات الاقتصادية حول ملائمة نظام سعر الصرف العائم لدول الأسواق الناشئة، فقد أوضح Calvo و Reinhart تخوف عدد من الدول من تطبيق نظام التعويم.³ لأن هذا النظام تختفي في ظله كل ركيزة ربط اسمية، الأمر الذي قد يقوض من جهود السلطات النقدية في محاربة التضخم، كما أن التخوف من انخفاض سعر الصرف يكون نتيجة إحدائه للتضخم المستورد وزيادته للعبء المالي المرتبط بالديون المحررة بالعملة الأجنبية في الأسواق الدولية. إن تقلب أسعار الصرف يقود إلى اضطرابات في اقتصاديات الأسواق الناشئة خاصة في ظل درجة مرتفعة من انتقال تغيير سعر الصرف إلى مستوى الأسعار pass-through.⁴ إن وجود تركيبة من أسواق محدودة وصددمات قوية وتدفقات واسعة لرؤوس الأموال، يجعل من المرونة أكثر خطورة لتتحول إلى تقلبات حادة وكبيرة نظرا لنقص مصداقية الدول الناشئة على المستوى الأسواق المالية الدولية بسبب ماضي هذه الدول تميز باضطرابات نقدية ومالية قوية.

وفي ظل الضعف المالي لاقتصاديات الناشئة التي تستدعي العديد من الإجراءات الاقتصادية والمالية، وحتى

¹ Calvo, G, Reinhart, C, « Fear of floating », The quality journal of economics, vol.117, mai, 2002, p.18.

² Rupa Duttaguta, Gilda Fernandez, « From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility », IMF working paper ,n°126, 2004, p.03.

³ Calvo, G, Reinhart, C, « Fear of floating », Op.cit, p.22.

⁴ Ho, C. McCauley R.N, « Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies », BIS Working Papers N° 130, 2003, p32.

تنخرط هذه الدول في الأسواق الدولية تكون مجبرة على قبول درجة هامة من دولرة ديونها في ميزانيات الأعران العموميون، الخواص والمؤسسات المالية، وبالتالي فإن الانخفاضات في أسعار صرف عملتها يقود إلى تفاقم وزيادة أعباء ديونها، مما يجعل اقتصاديات هذه الدول تصبح مهددة وضعيفة. إن تطاير أسعار الصرف له أثاره الحادة والسلبية على ميزانياتها، هذا التطاير القوي يكون مكلفاً جداً بالنسبة للدول التي تعاني من محدودية أدوات التغطية وأسواق صرف آجلة أقل سيولة، مما قد يهدد استقرار النظام المالي برمته، وبالتالي تصبح السلطات النقدية مجبرة على التدخل في الأسواق سواء بالتصدي للانخفاض من خلال اللجوء إلى زيادة أسعار الفائدة والذي قد يعمل على الإسراع من حدوث الانخفاض، فقد يكون كافياً على أن ارتفاع أسعار الفائدة يعتبر إشارة واضحة على تدهور الأساسيات الاقتصادية ومصدر للضعف المالي.

كما تتخوف أيضاً الدول الناشئة من ارتفاع قيمة العملة على اعتبار أنها تتبع السياسات التجارية مؤسسة عند مستوى معين لسعر صرفها لدفع عجلة نموها الاقتصادي من خلال ترقية صادراتها، وبالتالي فإن غياب استقرار سعر الصرف الملازم للنظام العائم، يكون المصدر الأساسي للتخوف من التعويم. ونتيجة لذلك فإن الاتجاه نحو المرونة يبقى مفهوم نظري أو رسمي أكثر منه ممارساً في الواقع العملي.¹ وبمعنى آخر استقلالية السياسة النقدية المحدثة في نظام التعويم الحقيقي، قد تحيد وتنصرف إلى تحقيق أهداف داخلية صرفية، لأن السياسة النقدية تصبح مستخدمة لإطفاء والقضاء على تقلبات سعر الصرف عن طريق استخدام احتياطات الصرف ومعدلات الفائدة كأدوات لسياسة سعر الصرف ويصبح نظام سعر الصرف بالتالي نظام وسيط منه كنظام عائم حر. وفي نفس الإطار عادة ما تقاوم السلطات النقدية حتى لا تتخلى عن سعر صرف الاسمي كركيزة للسياسة النقدية والتخلي عن مصداقية سياستها، فعادة ما يقضي التحول من النظام الثابت إلى النظام العائم أن تتخذ السلطات ركيزة اسمية أي أداة تثبيت اسمية جديدة وأن تعيد صياغة سياستها النقدية بحيث تتلاءم مع هذا التحول، وبصفة عامة فقد اتخذت العديد من الدول إستراتيجية استهداف التضخم كأداة تثبيت اسمية بديلة على المدى الطويل في ظل الأنظمة العائمة.²

¹ Rogoff, K., Husain A.M., « Evolution and performance of exchange rate regimes», FMI Working Paper WP/03/243, 2004, p.10.

² Rupa Duttaguta, Gilda Fernandez, « From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility», Op.cit, p.17.

II- محددات اختيار نظام سعر الصرف

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى سيطرة مجموعات مختلفة من السمات الأساسية على الترتيبات النقدية العالمية في العصور المختلفة، ففي القرن التاسع عشر في ظل نظام قاعدة الذهب الكلاسيكي اختارت البلدان الرئيسية في التجارة الدولية، حرية تدفق رأس المال ونظام سعر الصرف ثابت لأسعار عملتها وفي هذا الاختيار تخلت تلك البلدان عن استقلالية السياسة النقدية. وفي ظل نظام بروتن وودز تخلت بلدان كثيرة عن حرية تدفق رأس المال من أجل اعتماد أسعار صرف ثابتة واستقلالية السياسة النقدية. وفي ظل المراحل الراهنة تبنت البلدان المتقدمة الرئيسية حرية تدفق رأس المال وسياسة النقدية مستقلة باختيارها لنظام التعويم. توفر أدبيات الاقتصادية عددا من المؤشرات والمحددات لاختيار نظام سعر الصرف وتختلف أهمية هذه المحددات باختلاف الخصائص الهيكلية للاقتصاديات ومدى قابليتها لتأثر بالصدمات والأوضاع الاقتصادية الكلية والمؤسسية.

كما أن الأزمات المالية للأسواق الناشئة في نهاية التسعينات، أوجدت إدراكاً لجوانب النقص العميقة في النظام النقدي والمالي الدوليين. (وكان من مظاهر الأزمات ضعف النظام المالي، فضلاً عن فشل السياسات الاقتصادية التقليدية في تحقيق التوازن الاقتصادي الكلي، مثل حالات العجز المالي وارتفاع قيمة العملة). وفي هذا الصدد أدى نموذج ماندل - فلمنج إلى تمييز طورين هامين في نظرية اختيار نظام سعر الصرف والمتمثلين في الثلاثية المستحيلة ومنطقة العملة المثلى، كما تم الإشارة إليه في السابق، فوفقاً للثلاثية المستحيلة لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاثة نتائج ممكنة، أي من بين أسواق رأس المال المفتوحة، والاستقلال النقدي وأسعار الصرف الثابتة.

وبناء على ذلك خصصنا هذا المبحث لعرض عوامل الاختيار بين أنظمة الصرف من الجانب النظري والتجريبي وكذلك استعراض مختلف الخيارات المتاحة.

II-1 المميزات الهيكلية و طبيعة الصدمات

يحصي التحليل الاقتصادي عدد من العوامل المحددة التي تخص المميزات الهيكلية وطبيعة الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد وحساسيته لمواجهتها. وتجدر الإشارة أنه ليس هناك إجماع تام على العوامل والأسس التي تقود البلد إلى تبني بطريقة أكيدة و صريحة لنظام معين بالذات دون الأخر.

II-1-1 المميزات الهيكلية

هذه العوامل يمكن أن تؤثر على اختيار مقرري السياسة الاقتصادية فيما يخص نظام سعر الصرف، في هذا الصدد يشير Masson و Eichengreen (1998)، إلى أن هذه المحددات تكون صعبة القياس ومتعارضة فيما بينها في كثير من الأحيان، ويبقى القرار النهائي يتوقف حسب الوزن المعطى لكل عامل في تفضيل مقرري السياسة الاقتصادية كما أن هذه الأوزان يمكن أن تتغير عبر الزمن.¹

- الأهداف الاقتصادية وتفضيلات السلطات السياسية

السلطات السياسية بإمكانها أن تختار الرفاهية العامة بحيث اختيار نظام سعر الصرف يأخذ في الحسبان قدرتها في العمل على استقرار مردودية الاقتصاد الكلي، أو كذلك إلى التقليل من التقلبات المحدثة في بعض المتغيرات مثل الاستهلاك، الأسعار الداخلية، المخرجات أو كل متغيرات الاقتصاد الكلي، للحيلولة دون وجود اضطرابات عشوائية على الاقتصاد المحلي، غير أن هذه المعايير تخلق صعوبة لدى السلطات المتمثلة في أنه من جهة يجب عليها تحديد والتعرف ثم بلوغ أهدافها وهو الأمر بعيداً ما يكون سهل المنال. ومن جهة أخرى استقرار إحدى المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن يحدث عدم استقرار متغيرة أخرى، التي هي هامة كذلك في دالة الرفاهية. النتائج المؤسسة على هذا المعيار تعني أن سعر الصرف الثابت أو تعويم حر ليس الأمثل دائماً للوصول إلى استقرار الاقتصاد الكلي، التسوية بين نظام الصرف الثابت ونظام سعر الصرف العائم الحر، أو التعويم المدار يمكن أن يقود إلى بلوغ هذا الهدف، ولكن هل يجب أيضاً تحديد درجة المرونة المعطاة لهذا النظام؟

اختيار نظام سعر الصرف يتوقف على درجة الحرية التي ترغب السلطات السياسية منحها للسياسة الاقتصادية الكلية المحلية، فكلما كانت رغبة السلطات السياسية في زيادة سيادتها وسلطانها في تكوين وتفعيل وتطبيق السياسة الاقتصادية كلما كانت هذه الدرجة من الحرية أكبر ويكون نظام سعر الصرف المرن مفضل أكثر من نظام سعر الصرف الثابت، لأن نظرياً سعر الصرف يكون هدفه ضمان التوازن الخارجي مع توازن وتسوية الآثار السلبية للسياسات التوسعية على التضخم وعلى أسعار الفائدة.

¹ Eichengreen, Mussa, Dell'Arizia et AL, « Capital account liberalization, theoretical and practical aspects», IMF occasional paper, 172, Washington DC, International Monetary Fund, 1998, p.32.

- درجة صلابة الأسعار الاسمية:

درجة صلابة وعدم مرونة الأسعار والأجور تؤثر في اختيار نظام سعر الصرف، حيث أن تصحيح وتعديل الحقيقي للاقتصاد عن طريق زيادة تقويم العملة أو التخفيض الاسمي لسعر الصرف يتطلب عدم مرونة الأسعار^(*)، أين تكون أفضلية نظام سعر الصرف المرن عن نظام سعر الصرف الثابت، بالمقابل عندما تكون الأسعار مرنة، يحدث التصحيح المتكرر لسعر الصرف إختلالات في الاقتصاد الكلي الحقيقي، في ظل هذه الشروط يصبح سعر الصرف الثابت مفضلاً أكثر.

- حركة عوامل الإنتاج:

كلما كانت هناك حركة أكبر في عوامل الإنتاج، خاصة اليد العاملة تكون الأجور والأسعار غير مرنة أكثر للانخفاض وبالتالي يكون سعر الصرف المرن مفضل أكثر من نظام سعر الصرف الثابت.

- حركة رؤوس الأموال

كلما كان الاقتصاد منفتحاً أمام حركة رؤوس الأموال كان من العسير الدفاع والحفاظ على نظام سعر صرف ثابت، هذا النظام في عالم يتميز بالحركة القوية لرؤوس الأموال يكون هدفاً للمضاربين وما قد ينجم عن خطر هجمات المضاربة. هذا بالإضافة إلى زيادة استنادة الاقتصاد في الأسواق الدولية والتوسع في الإنفاق وخطر فقاعات المضاربة، أين تكون أسعار الأصول غير مبررة وبعيدة عن تطور الأساسيات، والذي قد يضعف بدوره القطاع المالي وتراجع الثقة في مقدرة السلطات على الدفاع عن نظام ربط سعر الصرف.

جعلت الحركة القوية لرؤوس الأموال الدولية من أنظمة الربط أقل مصداقية وغير قابلة للاستمرار حتى في ظل وجود أساسيات اقتصادية قوية وسياسات مختلطة متماسكة. إن نقص كفاءة النظام والصعوبات التي تعرض لها بسبب التغيرات الطارئة والمفاجئة في سلوك المستثمرين كانت واضحة في حالة الأزمة الآسيوية.

- البعد الاقتصادي والانفتاح

بالارتكاز على نظرية المنطقة المثلى للعملة، الدراسات على اختيار نظام سعر الصرف استخلصت أنه

^(*) تغيرات الأسعار والأجور يجب أن تكون أقل من تغيرات أسعار الصرف حتى يكون هناك تصحيح حقيقي.

كلما كان حجم الاقتصاد كبيراً وهاماً كلما كان نظام سعر الصرف المرن هو المفضل أكثر. وكلما كان الانفتاح الاقتصادي كبيراً كانت تكاليف تقلبات وتطايير سعر الصرف مرتفعة، فيكون نظام سعر الصرف الثابت مرغوب فيه، هذا نتيجة التكاليف الكامنة في المعاملات الدولية و التعديل المتواتر لسعر الصرف، ومن ثم الاقتصاد الصغير المنفتح بشكل أكبر ينبغي أن يتوجه إلى تبني أنظمة صرف ثابتة.

– التركيز الجغرافي للتبادلات

انطلاقاً من معايير المنطقة المثلى للعملة، فإذا كانت نسبة التبادلات قوية بين اقتصاديين كلما يكون من الأفضل أكثر تحديد سعر صرف ثابت بين العمليتين.

– درجة التقدم الاقتصادي، المالي والمؤسسي

نظام سعر الصرف المرن يكون أكثر جاذبية عندما يكون التطور الاقتصادي والمالي هام، وأن ضعف المؤسسات يبرر في جزء منه تبني نظام الصرف الثابت أين يكون عدد الوسطاء الماليين محدود وأن نظام سعر الصرف العائم في مثل هذه الشروط يكون مهدداً بخطر بعدم الاستقرار.

– فروق التضخم بين الاقتصاد وبقية العالم

يكون من الضروري تصحيح بتواتر سعر الصرف عندما يكون انحراف وفروق التضخم بين البلد و أهم شركائه التجاريين مرتفعاً، ويكون الاتجاه إذا كان التضخم مرتفعاً إلى نظام سعر الصرف ثابت الذي يقود إلى صرامة اقتصادية أين تصبح هذه الفروق في مستويات مقبولة.

II-1-2 طبيعة الصدمات

إن التمييز بين الصدمات التي يتلقاها الاقتصاد والتي تصنفها النظرية التقليدية للمنطقة النقدية المثلى تكون لها الأولوية والأهمية البالغة في الاعتبارات المتعلقة باختيار نظام سعر الصرف، نجد أن الدروس المستخلصة من نموذج Mundell-Fleming كما سبق التطرق إليه، تشير إلى ضرورة التمييز بين الصدمات الاسمية والصدمات الحقيقية نتيجة أثارهما المختلفة المحدثه على الأساسيات الاقتصادية، حيث إذا كان الاقتصاد عرضة للصدمات الاسمية، فيكون نظام سعر الصرف الثابت أكثر ملائمة لأنه يسمح بتعديل أفضل نحو القيم التوازنية، ويتم تمييز في هذا المقام الصدمات النقدية التي تكون بشكل عام نتيجة التغيرات غير المتوقعة في الكتلة النقدية المتداولة المحدثه في أغلب الأحيان من جراء تغير سلوك الأعوان الاقتصاديون

فيما يتعلق بالحيازة الأرصدة النقدية والصدمات المرتبطة بالإنفاق، التي تكون بشكل أساسي بسبب تغير في طاقة الاستيعاب الداخلي، المرتبط بتغير أحد مكوناته المتمثلة في الاستهلاك، الاستثمار أو الإنفاق العام.

على إثر صدمة نقدية على سبيل المثال، تدفع زيادة الاحتفاظ بالنقود إلى ارتفاع أسعار الفائدة والتي بدورها تكبح الاستثمار والإنتاج المحلي تبعاً لذلك¹.

التحسن في حساب عمليات رأس المال بفعل دخول رؤوس الأموال والحساب الجاري بفعل انخفاض الإنفاق الداخلي والطلب على السلع المستوردة يعمل على دعم الميزان الكلي للبلد، ويتجه في هذه الحالة سعر الصرف إلى الارتفاع، فيتدخل البنك المركزي للحيلولة دون هذا الارتفاع في سعر الصرف عن طريق بيع الكميات اللازمة من العملة المحلية في السوق، مما يسمح بزيادة الكتلة النقدية ويعوض فائض الطلب ويقود بفعالية إلى تخفيض أسعار الفائدة وصولاً إلى مستواها المبدئي.

أما إذا كانت الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد صدمات حقيقية، فيكون النظام العائم جدير بالتبني وتميز في هذا الصدد الصدمات المرتبطة بشروط التبادل، التي تسببها بشكل أساسي التغيرات التي تحدث في الحساب الجاري للبلد، والتي يكون من مسبباتها أيضاً التغير في الواردات أو في الصادرات والصدمات المرتبطة بالحركة الدولية لرؤوس الأموال، بسبب التغير غير المتوقع في حساب العمليات المالية، مثل الهروب أو الدخول القوي لرؤوس الأموال.

على إثر صدمة حقيقية في آجال التبادل على سبيل المثال، يقود الانخفاض في الطلب الخارجي على الصادرات المحلية إلى انخفاض في رصيد الحساب الجاري وإلى تدهور ميزان المدفوعات.

يكون تدخل البنك المركزي في ظل نظام سعر الصرف الثابت بطرح العملة المحلية غير مجدي للدفاع عن تعادل سعر الصرف، إذ أنه يؤدي في نفس الوقت إلى انكماش في الكتلة النقدية المتداولة وإلى الانخفاض المبدئي في الطلب على منتجات البلد. أما مع نظام سعر الصرف العائم يحدث التعديل بطريقة نظامية حيث مع انخفاض رصيد الحساب الجاري، فإن العملة المحلية تتجه إلى الانخفاض وإلى تحسن تنافسية الأسعار مما من شأنه أن يقود إلى زيادة الطلب على المنتجات المحلية وبالتالي يتم مواجهة الانخفاضات المبدئية المتأتية من الصدمة.

¹ Alain Beitone, « les politiques économiques conjoncturels enjeux et limites », op.cit, p.05.

في هذا السياق يشير نموذج Mundell-Fleming إلى أنه يكون من العقلانية، تغيير نظام سعر الصرف إذا تغيرت طبيعة الصدمات، ويستخلص إلى أنه إذا كانت الصدمات الحقيقية تحدث بتواتر بسبب زيادة الحركة القوية لرؤوس الأموال والاندماج المالي المتنامي في الاقتصاديات الناشئة في المحيط الدولي، فيكون الاتجاه نحو الترتيبات الأكثر مرونة.

II-2 مصداقية السياسة النقدية والمالية

يقصد باكتساب مصداقية في السياسة النقدية التزام السلطات بمستوى معين من التضخم، مقابل مستوى معين من البطالة، فإذا كان البنك المركزي قد أعلن رسمياً الالتزام بمستوى منخفض من التضخم مقابل مستوى أعلى من البطالة، فإن في ظل وجود دوافع سياسية تشجع على تخفيض معدل البطالة مثلاً، قد تجعل السياسة النقدية المعلنة تتصف بعدم المصداقية، وبالتالي تزيد التوقعات حول حدوث التضخم في المستقبل.

في عقد الثمانينيات من القرن الماضي وحتى إلى وقت قريب، كان الجدل حول أنظمة أسعار الصرف يتعلق بشكل كبير بتأثيرها على مصداقية سعر الصرف، لأن اختيار نظام سعر الصرف يرتبط بشكل وثيق بمسألة معرفة قواعد السياسة النقدية التي يتعين على البنك المركزي اعتمادها، والإطار المؤسسي للبنك المركزي. هناك ثلاث استراتيجيات مختلفة لكنها مرتبطة ببعضها البعض والمتمثلة، إما في اعتماد البنك المركزي قواعد سياسة نقدية، ككثيبت العملة أو تحديد معدل تضخم مستهدف، أو يتعين عليه اعتماد سياسات تدخلية، أو يجب أن تركز مهمة البنك المركزي على التضخم وعليها أن تتضمن متغيرات أخرى، كالنمو والعمالة، أو يجب أن يكون البنك المركزي مستقلاً.

واستند تأييد أنظمة سعر الصرف الثابتة إلى الانضباط الذي تفرضه تلك الأنظمة على السياستين النقدية والمالية نتيجة للتكاليف السياسية الناشئة عن عدم الالتزام بسعر الصرف، وبالتالي إذا لم يكن باستطاعة السلطات إضفاء المصداقية على السياسة النقدية على المستوى المحلي، فيمكن تحقيق تلك المصداقية بربط قيمة العملة بعملة قوية لدولة معينة¹.

¹ Andres Valasco, « Exchange rate in emerging markets: Floating toward the future», in Monetary policy and exchange rate regimes option for the Middle East, 2003, p.07.

في نظام سعر الصرف الثابت تكون السياسة النقدية مقيدة حيث توجه بالأساس نحو تحقيق الاستقرار في سعر الصرف، وفيما يتعلق بأداء السياسات المالية في ظل أنظمة سعر الصرف الثابت، فقد أوضح Fatas و Rose (2001)، أن الدول التي تتبنى هذا النظام لمحاولة إضفاء المصدقية على سياساتها الاقتصادية، عادة ما تطبق سياسات مالية تقييدية لتساند سياساتها النقدية الصارمة. ومن ناحية أخرى فإن الدول التي تضحى بسياساتها النقدية المستقلة في ظل ترتيب سعر الصرف في حالة عدم وجود عملة رسمية مستقلة، عادة ما تستخدم السياسة المالية كأداة لتحقيق الاستقرار في الدورة الاقتصادية.

وتوضح النظرية الاقتصادية أنه في حالة تعارض أهداف كل من السياستين عادة ما يواجه صانعو القرار الاقتصادي صعوبة بالغة في صياغة السياسة الاقتصادية الكلية وأيضاً في التنسيق بين أدوات السياستين لتحقيق التوازن الداخلي والخارجي، وفي هذا السياق تظهر أهمية القاعدة التي اقترحها Mundell والتي تتمثل في ضرورة أن يتم توجيه السياسة النقدية نحو استهداف التوازن الخارجي، بينما يتم توجيه السياسة المالية نحو تحقيق الأهداف الداخلية.

ولكن في هذا الشأن يرى كل من Coeuré و Benassy-Quéré أن نظام سعر الصرف الثابت لا يسمح بتحسين المصدقية، لأن المصدقية في هذه الأنظمة تكون محدثة بالالتزام المؤسساتي القوي الذي يخلقه الربط، في هذا الإطار تكون المصدقية نتيجة للصرامة المؤسساتية وليست نتيجة للشفافية والالتزام القوي للبنوك المركزية لبلوغ الأهداف المعلنة ويشيران إلى أن هذه المصدقية لا تعدو أن تكون مصداقية موهبة¹.

كما أن الآليات المستخدمة في هذه الأنظمة هي عادة (مثل عمليات السوق المفتوحة) مكلفة إلى حد ما بما أنها تنطوي على إصدار سندات خزينة من قبل البنك المركزي، تدر فائدة لامتناهات فائض السيولة. فضلاً عن ذلك، قد تؤدي هذه التدخلات إلى ارتفاع معدلات الفائدة، مما يؤدي إلى رفع الكلفة الإجمالية لتمويل الدولة. قد تجذب المعدلات المرتفعة المزيد من رؤوس الأموال، مما يؤدي إلى فورة الاقتصاد وإلى زيادة الاحتياطي. ويشكل رفع نسبة الاحتياطي الإلزامي المفروضة على المصارف وسيلة أقل كلفة للتعميم

¹ Razgallah, B, « Mythes et réalités des régimes de currency board », Journal de of Economic Literature F33, C32, 2000, p.17.

لكنها قد تزيد كلفة القروض وتؤدي إلى إلغاء الوساطة المالية (التي تستخدم فيها المصارف آليات غير منظمة لتأمين السيولة).

أما في الأنظمة الوسيطة، يشير مناهضو هذه الأنظمة إلى صعوبة إثبات المصداقية في هذه الأنظمة ويعتبرون أن مراقبة الأنظمة القطبية من قبل المستثمرين الدوليين والبنوك، أسهل من مراقبة الأنظمة الوسيطة، لأنها تتطلب فترة طويلة للتأكد من أن البنك المركزي يتبع السياسة المعلنة، وبالتالي يفترض أن تكون الأنظمة الوسيطة أكثر عرضة للمضاربة نتيجة توقع قيم تقديرية للعملة¹.

بينما يرى Williamson على خلاف الآراء السابقة بفعالية اختيار الأنظمة الوسيطة للدول النامية ويعتقد أن الأنظمة الوسيطة قد تؤدي الكفاءة المطلوبة في الدول التي ترغب في المبادلة بين المصداقية والمرونة في اختيار النظام، أو الدول التي تسعى إلى الانضمام إلى الاتحاد النقدي أو النظام المرن الحر، كما أن الأنظمة الوسيطة ليست متكافئة من حيث المصداقية، هناك فروق بين الأنظمة الوسيطة ذات المصداقية وتلك التي تفتقر إليها، وهو بالتالي ما يزيد من الحاجة إلى تحديد طريقة الإرساء للعملة من خلال إطار السياسية النقدية عند تصنيف الأنظمة².

وفيما يتعلق بنظام سعر الصرف المرن يصاحب هذا النظام تبني إستراتيجية استهداف التضخم التي باتت اليوم القاعدة النقدية المفضلة والتي تسهم في إتباع سياسة نقدية مستقلة وغير مقيدة باعتبارات مالية. كما يسهم في الحد من الاقتراض الحكومي المباشر من البنوك المركزية لأغراض تمويل العجز المالي، نظراً لأن هدف استقرار الأسعار يكون بمثابة الهدف الرسمي والمعلن من قبل السياسة النقدية.

وفي الأخير يبقى التحكيم بين الأنظمة القطبية والأنظمة الوسيطة فيما يتعلق بالمصداقية غير محدد بشكل قطعي وتختلف المنافع والتكاليف مع اختلاف الأنظمة، كما يتوقف القرار الأمثل على العديد من القيود والحدود من بينها معضلة الثلاثية المستحيلة R. Mundell.

II-3 معضلة الثلاثية المستحيلة

قُدّم مفهوم الثلاثية المستحيلة، في الأصل من طرف R.Mundell (1972)، وقد استحدث بعد ذلك من طرف T.Padoa-Schioppa. بمناسبة تحليل أساسيات إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي.

¹ Frankel, J., S. Luis, « Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime », NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, 2000, p.28.

² Williamson J, « Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option », op-cit, p.19.

إنه يوضح الصعوبات التي تعترض الدول في الاحتفاظ بثلاثية العناصر المركزية للنظام النقدي الدولي.¹ تضع المعضلة الثلاثية أمام السلطات اختيار تحقيق هدفين فقط والتضحية بالهدف الثالث من بين ثلاثية الأهداف على النحو التالي:²

- تبني نظام سعر صرف ثابت بهدف الحفاظ على التنافسية والحفاظ على القيمة الداخلية والخارجية للعملة.

- الاندماج في الأسواق الدولية ذات الحركة القوية لرؤوس الأموال، هذا الاندماج يعتبر بالغ الأهمية لمرونة الاقتصاد.

- قيادة سياسة نقدية مستقلة لتحقيق هدف استقرار النمو الحقيقي.

حيث يواجه صانعو السياسات هذه المعضلة عند اختيارهم لنظام السياسة الاقتصادية الكلية الممكن تطبيقه. وتتمثل تلك المعضلة الثلاثية كما سبق الإشارة إليه في عدم إمكانية اختيار أكثر من عنصرين فقط من العناصر الثلاثة التالية: المتمثلة في حرية كاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، نظام سعر صرف ثابت وسياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية. ففي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في انتهاج سياسة نقدية مستقلة، تؤكد النظرية الاقتصادية أن استقرار سعر الصرف يتعارض مع قيادة سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق هدف نمو اقتصادي مستقر، على اعتبار أن سعر الصرف الحقيقي هو دالة في الأسعار المحلية والأجنبية، فتغير عرض النقود ينعكس مباشرة على الأسعار المحلية، ويصبح تقلب سعر الصرف الحقيقي أمر محتوم لا مفر منه، يجب على صانعي السياسات تقييد حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود وذلك لفصل تحركات أسعار الفائدة المحلية عن تحركات أسعار الفائدة في الأسواق العالمية، والتي تعتبر شرطاً أساسياً لضمان استقلالية السياسة النقدية. وفي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في تحقيق الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، لن يستطيع صانعو السياسات تطبيق سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية، نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستقتصر على أغراض الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغيرات في أسعار الفائدة العالمية، وبالتالي تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية مثل

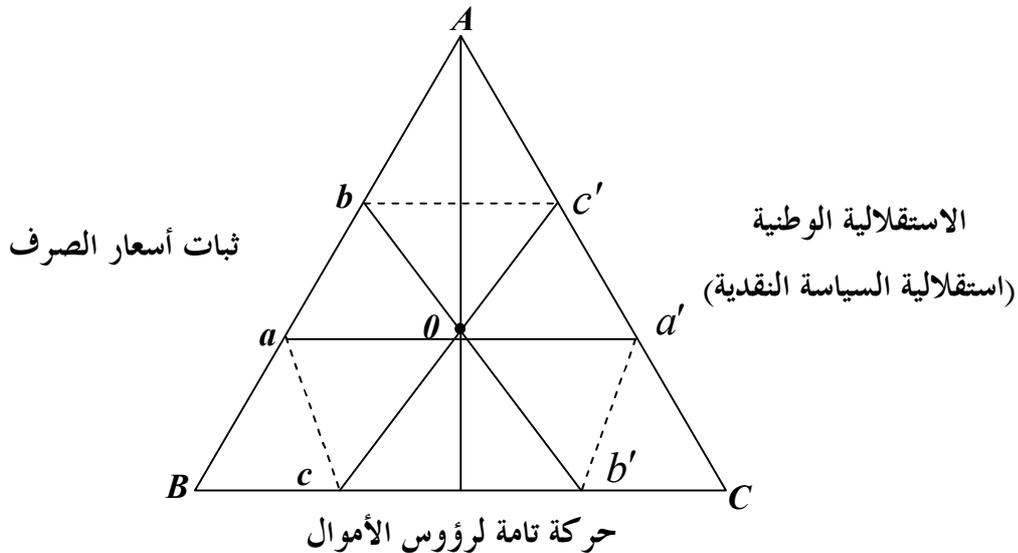
¹ Jean-pierre Allégret, Op.cit, p.13.

² Obstfeld, M., Shamgaugh, J.C. et Taylor, A., «The Trilemma in History: Trade offs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility», Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003, p.08.

الإنتاج الحقيقي والبطالة بسبب فقدان أدوات تعديل الصدمات الخارجية والداخلية^(*)، وهذا ما يجعل هذا الاختيار مكلفاً بالنسبة للاقتصاد والنظام المالي بشكل خاص¹. وأخيراً، إذا ما رغب صانعو السياسات في تطبيق سياسة نقدية مستقلة، مع حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، يجب عليهم التخلي عن سياسة سعر الصرف الثابت نظراً لعدم إمكانية قيام السلطات النقدية بتحقيق أهداف ثبات سعر الصرف والأهداف المحلية المرغوبة في الوقت نفسه في ظل حرية انتقال رؤوس الأموال وبالتالي تبني التعويم الحر لسعر الصرف والانتقال إلى الحرية الكاملة للاقتصاد.

العناصر المكونة للثلاثية المستحيلة ليست مستقلة عن بعضها البعض، وتوجد علاقة ترابط بينها مثل ما يشير إليه مثلث Mundell، في الشكل التالي، والذي يوضح وضع لا يمكن تجنبه في النظرية النقدية الدولية حيث أنه من المستحيل الأخذ بأسعار صرف ثابتة، حركة تامة لرؤوس الأموال وسياسة نقدية في آن واحد.²

الشكل رقم (1-2): مثلث الثلاثية المستحيلة



Source: Jean-pierre Allégret, « Les Régimes De Change Dans Les Marchés émergents », Paris, 2005.

يتضح من الشكل أعلاه أنه هناك ثلاثة أقطاب (نقاط رؤوس المثلث) تعكس الأنظمة النقدية المحددة:³

(*) مختلف أدوات التسوية هي: سعر الصرف، سعر الفائدة، المجمعات النقدية، الاحتياطات ...

¹ Panizza, H., Stein, E. et Talvi, E., «Assessing dollarization: An Application to Central American and Caribbean Countries». In Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F., eds., Dollarization, Cambridge and London MIT Press. 2003, p.06.

² Dominique Plihon, « Les taux de change », édition la découverte, Paris, 2001, p.78.

³ Jean-pierre Allégret, op.cit, p.14.

انطلاقاً من مركز المثلث، يمكن رسم معين (losange) في اتجاهات مختلفة والتي تعكس الأنظمة النقدية المختلفة، حسب تركيبة المسيطرة عن طريق أحد المعايير الثلاثة.

- المعين 'AbOc': مراقبة حركة رؤوس الأموال تسمح بإزالة عدم الاستقرار الهام لأسعار الصرف والمحافظة على درجات من حرية السياسة النقدية، هذا المعين يتناسب مع نظام نقدي "البريتون وودز" الذي لم يصمد أمام تحرير حركة رؤوس الأموال.

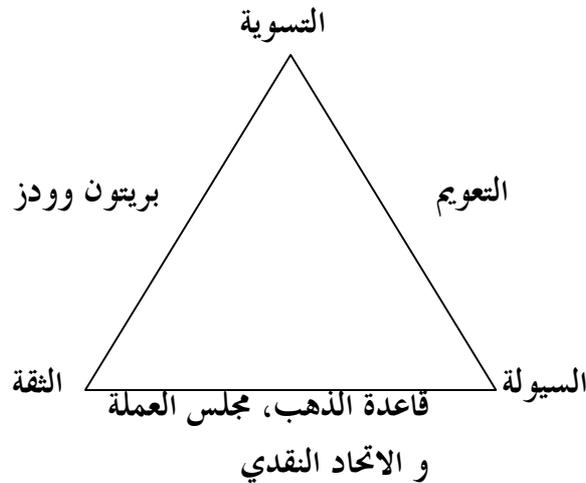
- المعين BaOc: إنها حالة العملة المشتركة قابلة التحويل Convertibilité وهي أولوية في الأهداف الداخلية، الاندماج المالي الذي يسمح بالتمويل المرن لاختلال توازن ميزان الجاري، التنسيق النقدي ضروري لثبات النظام.

- المعين Ca'ob': يعبر عن النظام النقدي الذي ظهر في سنة 1973 المتمثل في الاحتفاظ بالاستقلالية النقدية محددة بمضمون التكامل المالي المتنامي (حركة تامة لرؤوس الأموال)، إذن أسعار الصرف العائمة تمثل هذا النموذج في هذه الحالة.

- المثلث الأزلي Triangle éternel

أعاد Krugman في سنة 1998 مفهوم مثلث الثلاثية المستحيلة، بصياغة جديدة الذي سمي بالمثلث الأزلي، انطلاقاً من الثلاثية "التسوية Ajustement، الثقة Confiance، والسيولة Liquidite". هذه الثلاثية تمثل ميزات النظام النقدي الدولي الموضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): المثلث الأزلي



Source : Jean pierre Allégret. «Les Régimes De Change Dans Les Pays Marchés émergents », Paris, 2005.

- التسوية تمثل المرجعية لمقدرة السلطات في متابعة السياسات الاقتصادية لتحقيق الاستقرار من أجل تنظيم الدورة الاقتصادية.
 - الثقة هي القدرة على حماية سعر الصرف من الهجمات المضاربة.
 - السيولة تتمثل في حركة رأس المال في المدى القصير، من جهة من أجل تمويل التجارة الدولية ومن جهة أخرى من أجل مقابلة اختلال التوازن المؤقت في ميزان المدفوعات.
- في محيط يتسم بحركة قوية لرؤوس الأموال، تتعرض السلطات النقدية دائماً لتهديد هجمات المضاربة على عملتها، حيث أنها لا تستطيع أن تختار عناصر الثلاثية في آن واحد إذ يجب اختيار اثنين والتضحية بالعنصر الثالث، وكنيجة لذلك، كل اختيار من هذه العناصر يحمل سلبيات، أين يكون من الضروري إذن القيام بالتحكيم بين هذه السلبيات.¹
- الثقة: نفترض أن البلد قد قرر عدم قبول أن تصبح عملته غير مستقرة، وأن لا تكون موضوعة تحت تأثير قرارات المستثمرين، وذلك حتى لا تترزع الثقة في العملة. هذا يعني إما تبني نظام جامد للعملة (نظام سعر الصرف ثابت)، أو تنظيم العملة بحزم في السوق.
- كذلك محاولة الاحتفاظ بالسيولة بعدم مراقبة حركة رؤوس الأموال، تجعل الاقتصاد موضوعاً للهجمات على عملته ابتداءً من اكتشاف السوق أن سياسة استقرار العملة أقل فعالية في هذا البلد.
- اختيار السلطات يمكن أن يقودها، إما نحو التثبيت الجامد، من نوع مجالس العملة، أو الاتحاد النقدي أو إما نحو سياسة تقييد حركة رؤوس الأموال.
- في الحالة الأولى يمكن ذكر حالة هونغ كونغ، بلغاريا وأرجنتين (حتى سنة 2002).
- في الحالة الثانية يمكن الرجوع إلى نظام "بريتون وودز" الذي بني على نظام سعر صرف ثابت ولكن مصحح مع مراقبة حركة رؤوس الأموال.
- الحالات الأخرى:² لنفرض الآن أن التسوية L' ajustement هي أولوية بالنسبة للسلطات، فإذا كانت مصحوبة بحركة تامة لرأس المال (السيولة)، في هذه الحالة البلد معرض لأزمة صرف انطلاقاً من توقع السوق فتور في السياسة النقدية. يكون للبلد الاختيار بين تخلي عن الثقة بترك عملته عائمة أو تكبد

¹ Jean-pierre Allégret, Op.cit, p.14.

² Idem, p.15.

الخطر من جراء تغيرات سعر الصرف، وتقييد حركة رأس المال، هذا الاختيار الأخير أخذت به أهم الدولة المتقدمة في سنوات الثلاثينيات، بينما تم اختيار الأول في سنوات السبعينيات.

السيولة: إذا قرر البلد الأخذ باختبار ترك حركة قوية لرأس المال، أو إذا أخذ بالاعتبار أن المراقبة غير ناجعة، إذن أمامه إما تبني التثبيت الجامد (كاتحاد النقدي) أو ترك عملته عائمة.

هذا التعدد في الحالات يسمح للوصول إلى بعض الاستنتاجات فيما يتعلق بالاختيار الأكثر احتمالاً لنظام سعر الصرف في نظام النقدي الدولي المعاصر. أهم الدول المتقدمة قد اختارت التسوية والسيولة، أين تمنح الأولوية لمرونة عملتها، هذا الاختيار يكون للأسباب التالية:¹

- ضعف وزن التبادل الخارجي في هذه الدول مقارنة بالقطاعات الأخرى.
 - ضعف حصة ديونها المحررة بالعملة الصعبة.
 - اعتقاد المستثمرين بجدية السياسات الاقتصادية في المدى الطويل (اقتصاد قوي) في هذه الدول.
- بالنسبة للدول الناشئة يكون اختيارها اللاتق على اعتبار مميزات الهيكلية (الديون الخارجية، ضعف الجهاز المالي) والصعوبة في ترسيخ سياسة اقتصادية ذات مصداقية (غياب مؤسسات مستقلة في سياساتها الاقتصادية، ماضي تضخمي)، درجة اندماجها المتزايد في الأسواق المالية الدولية، فإنها تتجه إلى تفضيل نظام سعر صرف المرن أو اختيار إستراتيجية التثبيت الجامد، إذا كان هذا الأخير يحقق المصداقية لها. في كل الحالات المثلث المعضلة الثلاثية المستحيلة يشير إلى صعوبة احتفاظ على الدوام بالنظام الوسيط.
- بالنسبة للدول النامية، مميزات تشير إلى تبني الأنظمة الوسيطة، بسبب ضعف اندماجها المالي العالمي كذلك الصعوبات المتكررة في امتلاكها لمؤسسات تعمل على استقرار الاقتصاد الكلي، هذه المميزات هي بالمقدار الذي يجد من الأخذ الإيجابي بنظام سعر صرف مرن أو النظام الأكثر جموداً. كما يمكن تلخيص اللاتكافؤ بين الأهداف من خلال الجدول التالي.

¹ Jean-pierre Allégret, Op.cit, p.16.

الجدول رقم(1-2): بيان اللاتكافؤ بين الأهداف (المعايير)

| الهدف المختار | الهدف المضحى به | النموذج |
|---|---------------------------|---|
| - استقرار أسعار الصرف - مركزية السياسة النقدية | ترابط الأسواق المالية | نظام بريتون وودز (1944-1973) ما عدا الولايات المتحدة الأمريكية |
| - مركزية السياسة النقدية - ترابط (اندماج) الأسواق المالية | استقرار أسعار الصرف | البلدان المتقدمة الثلاثة: الولايات الأمريكية، اليابان، ألمانيا: التعويم منذ 1973. |
| - استقرار أسعار الصرف - ترابط الأسواق المالية | استقلالية السياسة النقدية | النظام النقدي الأوروبي(1989-1992) ما عدا الجمهورية الفيدرالية الألمانية |

Source: CEPPII, économie mondiale 1997, édition la découverte, Paris, 1996.

II-4 العوامل المالية واستقرار أنظمة الصرف

أدت أزمات الأسواق الناشئة في التسعينات إلى توجيه الانتباه إلى الدور المحدد الذي تؤديه العوامل المالية في استقرار أنظمة أسعار الصرف وبشكل خاص في الدول المفتوحة على الأسواق المالية.

ولقد كان لدى معظم البلدان التي ألت بها الأزمات أسعار صرف مربوطة، وبناء على ذلك، طرح العديد من المراقبين وجهة النظر ثنائية القطب، القائلة بأن الخيارين الوحيدين لهذه البلدان هما إما الربط الجامد الفائق أو التعويم. غير أن البلدان الناشئة تواجه جملة من المشاكل الخاصة بها، تجعل هذا التقسيم الثنائي البسيط أكثر صعوبة وبشكل خاص تتعرض هذه البلدان إلى ما يسمى بـ"مشكلة" الخطيئة الأولى " Pêche original وتضارب (عدم تطابق) العملات Currency Mismatch.

هذه المقاربة تسمح بربط العلاقة بين الضعف المالي وأنظمة أسعار الصرف ويعتبرها الأدب الاقتصادي الحديث من محددات اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول بشكل عام وفي الدول الناشئة بشكل خاص.

II-4-1 الخطيئة الأولى (Le péché originel)

تعتبر الخطيئة الأولى من بين أهم العوامل المحددة لاختيار أنظمة أسعار الصرف في الاقتصاديات الناشئة في الوقت الحالي، لارتباطها الوثيق بالخصائص المالية في هذه الدول، هذا المفهوم قدم في الأصل من قبل

Eichengreen و Hausmann (1999)، ويشير إلى عدم مقدرة الكثير من الدول بشكل عام والاقتصاديات الناشئة بشكل خاص على الاقتراض من الخارج بعملتها الخاصة، وفي ظل ذلك يكون الاقتصاد عرضة لتراكم ديونه بالعملة الأجنبية، والذي قد ينعكس سلباً على الاستقرار المالي وعلى سياسات الاقتصاد الكلي في البلد.¹

توضح الدراسة المقدمة من قبل Hausmann، Panizza و Stein أن التخوف من التعويم في الاقتصاديات الناشئة يكون في جانب كبير منه نتيجة زيادة المخاطر والتبعية القوية لتدفقات التمويل الخارجي والذي يقود إلى مخاطر حدوث أزمة ثقة في الاقتصاد.²

وبالنظر إلى أن الكثير من البلدان الناشئة يكون متخلفاً مالياً، وقد يكون له تاريخ من التضخم المرتفع والتسيب المالي، فلا يكون بوسعها أن يقترض بعملته على الأجل الطويل أو أن يقترض على الصعيد الخارجي إلا بعملات أجنبية مثل الدولار. ومن شأن هذا حسب Hausmann و Eichengreen أن يعرض هذه البلدان إلى مشاكل خطيرة فيما يتعلق بأجال الاستحقاق وعدم تناسب العملات. ويمكن أن يؤدي تخفيض سعر العملة، في ظل أزمة تتعلق بها إلى مشاكل خطيرة في الميزانية، وإلى حالات إفلاس واسعة النطاق، وإلى عجز عن دفع الديون. وهذا ما حدث في شرق آسيا في التسعينات، وما حدث أيضاً عندما خرجت الأرجنتين من مجلس عملتها في عام 2001. وتخلق الخطيئة الأولى مشاكل للبلدان الناشئة التي تأخذ بالتعويم بل وتلك التي تأخذ بالربط الجامد.

من ناحية إذا قررت السلطات ترك العملة عائمة وبالتالي إمكانية انخفاضها في السوق، فقد يؤدي ذلك إلى الإفلاس بسبب الثقل المتنامي للديون بالعملة الأجنبية، وتكبتها خسارة في التنافسية والتراجع المسجل في تنوع صادراتها (المرض الهولندي). ومن ناحية أخرى إذا تبنت السلطات أنظمة الربط الثابتة في حالة الانخفاض يكون عليها ضرورة الدفاع عن سعر صرف العملة باستخدام احتياطات الصرف والرفع من أسعار الفائدة، مما يجعلها تتخلف عن سداد الديون قصيرة الأجل. في هذا السياق، يري بعض المنظرين أن أحد الحلول تكمن في استبعاد خطر سعر الصرف من خلال تبني الدولار التي قد تعمل على تخفيض مستوى خطر الضعف المالي وجعل الاقتصاد أقل عرضة للأزمات. أو كما أشار Hausmann

¹ Eichengreen.B, Hausmann.R, « Exchange rates and financial fragility», NBER, WP n° 7418, 1999, p.14.

² Eichengreen, B. Hausmann, R and Panizza. U, « Currency mismatch, debt intolerance and original sin», op-cit, p.05.

Stein و Panizza إلى أن الدول ذات المديونية المرتفعة بعملة أجنبية وغير مغطاة من خطر الصرف هي مجبرة على تثبيت عملتها بعملة الاقتراض¹.

II-4-2 تضارب العملات (Currency Mismatch)

يعرف Hausman، Stein و Panizza تضارب وعدم تناسب العملات على أنها فروق في القيم بين الأصول والخصوم بالعملات الأجنبية في الاقتصاد، والتي تتطور حسب قيم سعر الصرف، بشكل عام عند التخفيض في الاقتصاد يزداد اقتراض الأعوان الاقتصاديون بالعملة الأجنبية، المحسوب بالعملة المحلية. يرى Reinhart و Calvo أنه من بين أهم العوامل المفسرة لظاهرة التخوف من التعويم هي التخوف من الآثار الحادة لتقلب سعر الصرف على ميزانيات البنوك والمؤسسات التي لديها قروض بالعملات الأجنبية. التقلبات الواسعة في سعر الصرف، قد تقود ليس فقط إلى إفلاس الأعوان الاقتصاديين بل إلى إفلاس النظام المالي برمته، لأن الانخفاضات قد تحدث وضعية من التعسر المالي العام، مثل ما تم حدوثه في الأزمة الآسيوية في نهاية التسعينات من القرن الماضي².

وتشير الكثير من الدلائل، على توجه الدول الناشئة للاستدانة المتزايدة في الأسواق الدولية بالعملات الأجنبية، وإلى جانب ظاهرة الخطيئة الأولى، تجدر الإشارة إلى أن المرونة الضعيفة في سعر الصرف وبالتالي التخوف من التعويم، تغذي نفسها لتعمق من مشكلة تضارب العملات³.

حسب Valasco و Mussa فإن إصرار السلطات النقدية على ترك العملة عائمة داخل هوامش محدودة، لا يشجع كثيرا على التغطية من مخاطر سعر الصرف، في هذا الإطار يشير Krugman أن هذه الحلقة يمكن تخطيها إذا سمحت السلطات بتغيرات واسعة النطاق في سعر الصرف، حيث إذا تعرض الأعوان الاقتصاديون لمخاطر التخفيض، فأهم لا يترددون في التحوط من هذه المخاطر⁴.

حاولت العديد من الدراسات تفسير مسألة التعرض للمخاطر في ظل غياب التغطية، والتي تشير إلى مشكلة الخطر المعنوي Alea Moral ونقص التأمين الكافي، في ظل هذه الظروف تقدم المؤسسات المالية

¹ Eichengreen, B. Hausmann, R., Panizza. U, Op.cit, p.06.

² Radalet. S., Sachs. J, «The onset of the Asian financial crises », Cambridge, Harvard Institute for International Development, 1998, p.20.

³ Sfia, Mohamed Daly, « Le choix du régime de change pour les économies émergentes », MPRA: Munich Personal RePEc Archive, Mai, 2007, p.31.

⁴ Krugman, P, « Balance sheets, the transfer problem, and financial crises», Cambridge, MIT, department of Economics, 1999, p.04.

إلى منح قروض بالدولارات إلى مؤسسات تدر دخولا بالعملة المحلية، هذه المؤسسات لا تستطيع أو لا تشاء هي أيضا التغطية من مخاطر سعر الصرف. وهذا حتى في حالة التغاضي عن الأسباب التي تدفع الأعوان الاقتصاديون إلى عدم التغطية، فإن وجود الديون المتزايدة المحررة بالعملة الأجنبية فقط، يقود إلى تراجع بشكل بالغ من فعالية السياسة النقدية حتى في ظل نظام سعر الصرف العائم.

ويعتبر Bachetta و Krugman أن الديون المتزايدة بالعملة الأجنبية (وأثارها على الميزانيات) تشكل عائق حقيقي أمام السياسة النقدية، لاعتبارهم أن الاقتصاد في ظل حصة وافرة من الديون المترتبة عليه بالعملات الأجنبية يكون احتمال تلقيه لأزمة ذاتية التحقق كبيراً، مهما كانت طبيعة نظام سعر الصرف في هذا الاقتصاد، وتكون السياسة النقدية عديمة الفعالية. ومن ناحية أخرى إذا كان الاستثمار في البلد يتوقف بشكل كبير على الوضعية المالية للمؤسسات، وعلى نسبة مرتفعة من الاقتراض المحرر بالعملات الأجنبية، يقود ذلك بشكل أكيد إلى فقدان الثقة في الاقتصاد، كما أن ردود فعل السياسات الاقتصادية من خلال إضفاء بعض الليونة في الشروط النقدية لا تكون فقط عديمة الفعالية، بل تؤدي إلى إحداث انخفاضات في قيمة العملة المحلية وإلى مضاعفة الآثار الخطيرة على ميزانيات المؤسسات.

إقدام السلطات النقدية على الحفاظ على سعر صرف داخل هوامش تعويم محدودة يؤدي إلى مخاطر جسيمة. تشير التجارب إلى أنه في ظل الحركة القوية والمتنامية لتدفق رؤوس الأموال تتعرض الدول إلى ظاهرة تغير اتجاه تدفق رؤوس الأموال نحو الخروج المفاجئ محدثة هزات عنيفة في الأسواق والاقتصاد.¹ ما يمكن استنتاجه من خلال هذا التحليل هو أهمية إدراج العوامل المالية والضعف المالي، كمتغيرات محددة في اختيار نظام سعر الصرف، وبالتالي أهمية الأخذ في الحسبان أزمات سعر الصرف التي عصفت بالأسواق الناشئة التي كانت مصحوبة بأزمات بنكية ومالية. يوضح الضعف المالي إلى أي مدى تواجه السلطات النقدية معضلة في اختيار نظام سعر الصرف، عندما يكون الاقتصاد في مثل هذه الظروف. يوضح التحليل فيما يتعلق بالخطيئة الأولى وتضارب العملات، المعوقات التي تعترض الدول الناشئة، فمن

¹ Bacchetta, P, « Monetary policy with foreign currency debt», Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen, 445-456, 2000, p.14.

ناحية يشير إلى ايجابية مرونة سعر الصرف لجعل الأعوان الاقتصاديين يأخذون في اعتبارهم بشكل جدي المخاطر المرتبطة بالاستدانة الخارجية، ولكن من ناحية أخرى، نظرا لأن الاستدانة بالعملات الأجنبية تعتبر من الخصائص الهيكلية لأسواق رؤوس الأموال الدولية، والذي يدفع بالأسواق الناشئة إلى البحث عن استقرار قيمة عملاتها مقابل العملات الأجنبية التي تحرر بها الديون الخارجية، وبناءا عليه بعض المرونة تكون ضرورية.

كما أن التحكيم بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي ليس واضحا تماما فيما يتعلق باختيار نظام سعر الصرف، فمن جهة درجة متقدمة من ربط سعر الصرف قد يكون قيذا قويا على مقدرة البنك المركزي في التدخل باعتباره مقرض الملاذ الأخير، هذه الخاصية توضح أن الاستقرار المالي يتم التحكم فيه بشكل أفضل في ظل مرونة سعر الصرف.

ولكن من جهة أخرى الاستدانة الدولية المتزايدة بالعملة الأجنبية قد تهدد الاستقرار المالي إذا كانت سعر الصرف يتقلب بشدة، في هذه الحالة بعض الدرجة من التثبيت تكون ضرورية لتحقيق الاستقرار المالي. في الأخير هذا التحكيم يشير إلى ايجابية الأنظمة الوسيطة واسعة المرونة على اعتبار أن بعض المرونة تسمح باحتفاظ البنك المركزي بدور الملاذ الأخير وبالتزامن بعض التثبيت يسمح باستقرار قيمة العملة المحلية في مواجهة العملات الأجنبية التي تحرر بها الديون الخارجية.

II-5 الدراسات التجريبية لاختيار نظام سعر الصرف

تضاعف عدد الدراسات التجريبية التي اهتمت بدراسة اختيار نظام سعر الصرف بشكل مهم خلال السنوات الأخيرة، نتيجة عدم وجود إجماع نظري حول هذا الموضوع، حيث حاولت هذه الدراسات من خلال مسارها الاستقرائي تقديم الإجابة على العديد من التساؤلات حول الموضوع. وحتى يتم تحليل هذه النتائج التجريبية، تظهر أهم هذه الدراسات من خلال الجدول أسفله الذي يلخص مختلف النتائج التي تم التوصل إليها فيما يخص انعكاس مختلف المتغيرات على اختيار نظام سعر الصرف.¹

¹ Naziha Fakhri, « L'impact de l'interdépendance entre pays sur le choix du régime de change: le cas des pays du Maghreb », Faculté des sciences économiques et de gestion CEFI-CNRS, Université de la Méditerranée, 2005, p.31.

الجدول (2-2): محددات نظام سعر الصرف "أهم الدراسات التجريبية: الأدلة الإحصائية"

| المنظرون | العينة والفترة | المتغيرات المفسرة (احتمالية اختيار نظام سعر صرف ثابت) |
|--------------------------------|---|---|
| Heller (1978) | 86 دولة 1976 | ZMO: الانفتاح (-) حجم الاقتصاد (-)، فروق التضخم (-) التركيز الجغرافي للتجارة (+)، الاندماج المالي الدولي (-) |
| Holden, Holden Suss (1979) | 76 دولة 1975-1974 | ZMO: الانفتاح (+)، التطور الاقتصادي (-)، فروق التضخم (-)، حركة رؤوس الأموال (+)، التركيز الجغرافي للتجارة (+) |
| Savvides (1990) | 39 دولة نامية 1984-1976 | ZMO: الانفتاح (-/+)، تطور الاقتصاد (-)، حركة رؤوس الأموال (+) التركيز الجغرافي للتجارة (-) عوامل أخرى: تطاير أسعار الصرف الحقيقية (-)، تنوع الإنتاج (+) |
| Collins (1996) | 24 دولة أمريكية لاتينية الكاريبي 1992- 1978 | ZMO: الانفتاح (-/+)، التطور الاقتصادي (ns)، حجم الاقتصاد (-) عوامل أخرى: نمو سلبى (+)، تضخم (-)، الرصيد الجاري (+) |
| Berger Sturn et de Hean (2000) | 65 دولة نامية 1994-1980 | ZMO: الانفتاح (-) عوامل أخرى: نمو (-)، الاحتياطات (-)، الديون الخارجية (-) العوامل السياسية: عدم الاستقرار السياسي (-) استقلالية البنك المركزي (-) |
| Poirson (2001) | 93 دولة 1998-1990 | ZMO: الانفتاح (-)، التطور الاقتصادي (+)، حجم الاقتصاد (-)، التركيز الجغرافي للتجارة (-) عوامل أخرى: النمو (+)، التضخم (-)، احتياطات (+)، مراقبة رؤوس الأموال (+)، تطاير آجال التبادل (+)، التنوع في الإنتاج (-) العوامل السياسية: عدم الاستقرار السياسي (-) |
| Meon, Rizzo (2002) | 125 دولة بين 1994-1980 | ZMO: الانفتاح (-)، التطور الاقتصادي (+)، حجم الاقتصاد (-)، التركيز الجغرافي للتجارة (+). عوامل أخرى: تطاير آجال التبادل (+) العوامل السياسية: عدم التأكد السياسي (-) |

Source: Naziha Fakhri, «L'impact de l'interdépendance entre pays sur le choix du régime de change: le cas des pays du Maghreb», CEFI, Université de la Méditerranée, 2005.

العلامة: زائد (ناقص) تعني أن الاتجاه إلى سعر الصرف الثابت (العائم) للتقييم المتزايدة للمتغيرات.

العلامة (-/+) تشير أن العلامة ليست ثابتة وتتغير مع طريقة التقدير المستعملة.

العلامة (ns) تعني أن المتغيرة غير معبرة وغير معنوية.

عوامل أخرى: اقتصاد كلي، خارجية وهيكلية.

ZMO: المتغيرات المتعلقة بنظرية منطقة المثلى للعملة.

إن استقراء أهم الدراسات التجريبية المقدمة التي فحصت اختيار الدول لأنظمة أسعار صرفها وبالرغم من إنها ليست شاملة إلا أنها الهامة وتسمح بزيادة درجة الإدراك حول مسألة اختيار نظام سعر الصرف. فالبحوث والدراسات التجريبية لسنوات السبعينات، التي اهتمت بتفسير عوامل اختيار أنظمة أسعار الصرف توضح أن الأساسيات المحددة بنظرية المنطقة المثلى للعملة توفر دليلاً هاماً حول اختيار نظام سعر الصرف Heller (1978)، Suss و Holden (1979).¹ من ناحية أخرى الدراسات التي تلت تدمج اعتبارات استقرار الاقتصاد الكلي Melvin (1985) Savvides (1990)، هؤلاء المنظرون يجدون أن اختيار نظام سعر الصرف يتوقف على طبيعة ومصدر الصدمات على الاقتصاد.

أما فيما يخص الأدبيات التجريبية الأكثر حداثة تأخذ بعين الاعتبار تأثير المتغيرات السياسية والمؤسسية على اختيار نظام سعر الصرف Collins (1996)، Berger، Sturn، de Haan و Rizzo (2000)، و Meon (2002)، Poirson (2001).²

وضع Edwards و Collins نموذجاً تجريبياً، أين يدجمان التكلفة السياسية مع تخفيض العملة في لعب دور هام في ظل وجود نظام سعر صرف ثابت، بينما Collins لا يستخدم مباشرة متغيرات الاقتصاد السياسي في تحليله، أما Edwards يدخل المتغيرات التي تقيس درجة الاستقرار السياسي وقوة السلطات، نتائجهم القياسية تبين ما يلي¹:

- عدم الاستقرار السياسي تجعل من الربط الثابت صعب الاحتفاظ به في إطاره النظري و كنتيجة لذلك يرجحون تبني نظام صرف مرن.

- التضخم في أغلب الدراسات، مرتبط بالأنظمة العائمة، فقد كان عموماً منخفض وأقل تطايراً في الأنظمة الثابتة.

- شروط التبادل غير ملائمة واحتياطات صرف هامة، تحث إلى الرجوع إلى نظام الصرف العائم.

أما Rizzo و Meon فقد قاما بتحليل العلاقات بين عدم الاستقرار السياسي والاحتفاظ بأنظمة الصرف في إطار نموذج يأخذ بمصدقية السياسة النقدية، فقد استنتجا أن عدم التأكد السياسي يرتبط كثيراً مع تبني نظام صرف مرن.

¹ Naziha Fakhri، « L'impact de l'interdépendance entre pays sur le choix du régime de change: le cas des pays du Maghreb », op.cit, p.6.

² Ibidem.

III- تصنيفات أنظمة أسعار الصرف

يحتل نظام سعر الصرف مكانة خاصة، حيث يحدد نهج السياسة الاقتصادية في البلد ونموذج تصحيح والتعديل في الاقتصاد الكلي ويحدد أيضاً شروط ودرجة الاندماج الدولي، فضلاً عن مدى تأثيره على المؤشرات الاقتصادية الكلية.

لقد عرفت دول العالم أنظمة أسعار صرف متنوعة خلال فترات زمنية مختلفة، حاولت من خلال هذه الأنظمة تحقيق الاستقرار الاقتصادي والالتزامات الداخلية والخارجية، وتبني سياسات استهداف التضخم حيث تقوم الدول بالإعلان والتصريح عن أنظمة أسعار صرفها لدى الجهات المختصة.

فيكون من الضروري من خلال هذا البحث عرض التصنيفات المختلفة لأنظمة أسعار الصرف للعمل على إبراز حقيقة الأنظمة المعلنة وتلك المطبقة عملياً في مختلف الاقتصاديات، وإبراز تأثير هذه الأنظمة على المؤشرات الاقتصادية الكلية، وبشكل خاص على المردودية الاقتصادية.

كما نقوم بتخصيص القسم الأخير من البحث لعرض مختلف البدائل المتاحة أمام الدول النامية في مسألة اختيار نظام سعر الصرف، التي تقدم بها المنظرون المختصون بما يتفق مع المميزات الاقتصادية والهيكلية والسياسية في الدول النامية للوصول إلى تحسين كفاءتها ومصداقيتها.

III-1 مفهوم وتطور تصنيف أنظمة أسعار الصرف المعلنة والفعالية

عرف تصنيف صندوق النقد الدولي لأنظمة أسعار الصرف تحت تسمية التصنيف المعلن De Jure حيث يطلب من دول التعريف بنظام سعر الصرف الذي تستخدمه والذي ينتمي إلى أحد التصنيفات المحددة من قبل الصندوق، هذه التصنيفات التي ينشرها الصندوق تطورت عبر عدة مراحل زمنية مثل ما يشير إليه الجدول رقم (2-2) المستخرج من أعمال Reinhart و Rogoff (2002)، والذي يوضح انتقال أنظمة أسعار الصرف في بداية الترتيب من قسمين إلى ثمانية أقسام في سنة 1999.

لتوضيح طريقة تصنيف مختلف أنظمة أسعار الصرف، تم تحديد أربعة أنظمة مستخدمة في سنة 1997 وسنة 1998، الأنظمة الثابتة التي تضم الاتحادات النقدية، الدولار، مجالس العملة ونظام سعر الصرف الثابت التقليدي حيث في هذا الأخير، يكون هامش تغير سعر الصرف حول سعر مرجعي (بالنسبة لعملة واحدة أو إلى سلة من العملات) محدوداً جداً، أقل من 1%، كما يمكن أن تبقى القيم الدنيا والقيم

القصوى داخل هوامش ضيقة المجال 2%، على الأقل خلال ثلاثة أشهر.¹ أما المرونة المحدودة تضم كل الأنظمة التي تقع بين النظام الثابت والتعويم الموجه، هوامش التقلب تعتبر في هذه الحالة أكبر مقارنة بالأنظمة الثابتة، تضم هذه المجموعة أنظمة الربط ضمن نطاقات التقلب الأفقية Bande Horizontale حول سعر مركزي، ثم الأنظمة الربط الزاحف Crawling peg وأنظمة المجال الزاحف Crawling bands. أما باقي الأنظمة في التصنيف تتمثل في التعويم الموجه والتعويم المستقل.

الجدول رقم (2-3): تطور تصنيف أنظمة أسعار الصرف

| |
|--|
| المدى 1959 - 1973 |
| 1- القيمة الثابتة لسعر الصرف. |
| 2- سعر الصرف الفعلي، غير الثابت المستخدم في المعاملات. |
| المدى 1974 |
| 1- سعر الصرف ثابت داخل هوامش ضيقة بالنسبة (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، مجموعة من العملات، متوسط أسعار الصرف للشركاء التجاريين الأساسيين). |
| 2- سعر الصرف غير ثابت داخل هوامش ضيقة. |
| المدى 1975 - 1978 |
| 1- سعر الصرف ثابت داخل هوامش ضيقة بالنسبة (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، راند جنوب إفريقيا، بيسيتا الإسبانية، مجموعة من العملات). |
| 2- سعر الصرف غير ثابت داخل هوامش ضيقة. |
| المدى 1979 - 1982 |
| 1- سعر الصرف ثابت داخل هوامش ضيقة بالنسبة (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي، الإسكودو البرتغالي، راند جنوب إفريقيا، بيسيتا الإسبانية، مجموعة من العملات أو المؤشرات) |
| 2- سعر الصرف غير ثابت داخل هوامش ضيقة. |
| المدى 1983 - 1996 |
| سعر صرف محدد على أساس: |
| 1- الربط بالدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الفرنك الفرنسي وعملات أخرى. |
| 2- المرونة المحدودة: بالنسبة لعملة واحدة، التعاونيات النقدية. |

¹ Bubula Andrea and Inci Otker-Robe, « The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto Policies », IMF Working Paper WP/02/155, 2002, p.04.

| |
|--|
| 3- الترتيبات الأكثر مرونة محددة حسب عدد من المؤشرات وتعويم موجه آخر. 4- التعويم الحر. |
| المدى 1997 - 1998 |
| 1- الربط بالنسبة لعملة واحدة، سلة من العملات. 2- المرونة المحدودة. 3- التعويم الموجه. 4- التعويم الحر. |
| المدى 1999 - 2001 |
| 1- ترتيبات سعر الصرف في ظل غياب عملة رسمية في البلد. 2- ترتيبات مجالس العملة. 3- الأنظمة الثابتة التقليدية. 4- أنظمة الربط ضمن نطاقات التقلب الأفقية. 5- الأنظمة الثابتة الزاحفة. 6- أنظمة المجال الزاحف. 7- التعويم الموجه بدون مسار مسبق لسعر الصرف. 8- التعويم الحر. |

Source : Rogoff et Reinhart, 2002

تمثل الأنظمة الرسمية الإعلان عن رغبة وتوجه السلطات المحلية أو الدولية فيما يتعلق بسياسات سعر الصرف، وفي بعض الأحيان عن السياسة النقدية، حيث بالإعلان عن نظام سعر صرف معين، تلتزم السلطات عند الاقتضاء باستخدام السياسة النقدية، إذا كان ذلك ضروريا للحفاظ على سعر الصرف المعلن. وتؤدي الأنظمة المعلنة De Jure دوراً هاماً في تشكيل التوقعات التي تكون ضرورية لمصدقية قرارات السلطات، وتأثيرها على القرارات الأعوان الاقتصاديين، حيث تسمح لهم بتكوين التوقعات حول تطور سياسة سعر الصرف والسياسة النقدية (تحديد الأجور والأسعار، الاستثمار...).

فقد تقرر السلطات في بعض الأحيان عدم الإعلان أمام جمهور المتعاملين عن نظام سعر الصرف الذي تبناه، مثلاً في حالة ربط عملة البلد بسلة من العملات، لا يتم الإعلان عن تشكيلة السلة أو الأوزان

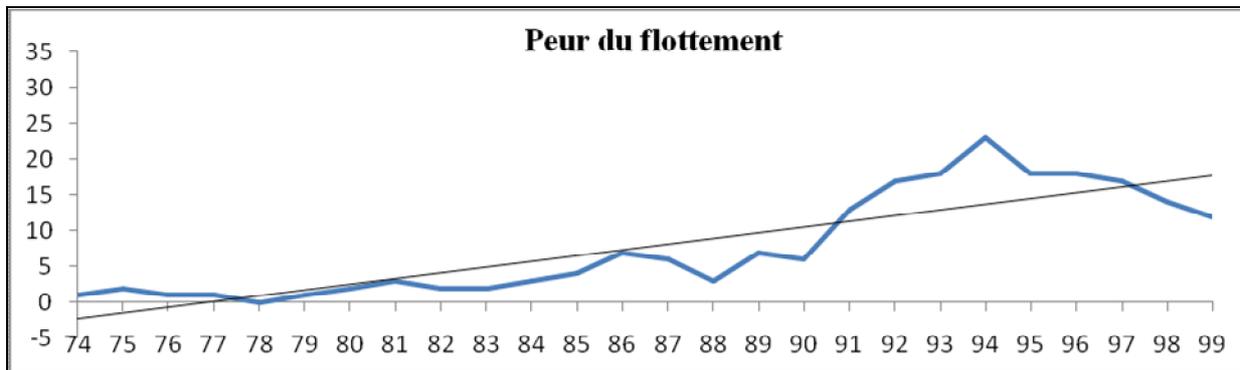
المعطاة لكل عملة. في مثل هذه الحالة يترك هذا القرار بعض هامش لتدخل السلطات لتغيير سعر الصرف، الحد من تقلبه أو تركه عائماً، بدون التنكر ظاهرياً لتعهداتها ولالتزامها حول النظام المعلن.¹ والذي قد تراه السلطات ضرورياً في الحالة التي تصبح فيها تكلفة الدفاع عن سعر الصرف مرتفعة. في التطور الحديث لسياسة سعر الصرف، اختارت الصين مجالاً لتعويم ليوان بالنسبة لأحد عشر عملة بدون الإعلان عن أوزان في سلة الربط.

في الواقع العملي تم ملاحظة وإثبات في العديد من الدول وفي مراحل مختلفة، أن نظام سعر الصرف المطبق فعلياً كان يختلف عن النظام المعلن، في هذا الإطار يشير Calvo و Reinhart أن ذلك يرجع إلى ظاهرة التخوف من التعويم والتي توضح أن العديد من الدول تصرح رسمياً بنظام سعر صرف عائماً، بينما النظام المطبق هو نظام ثابت. هذه الدول تتدخل في سوق الصرف بشكل كثيف للحد من التقلبات العرضية التي تحدث في سعر صرفها وبالتالي يتحول النظام إلى نظام سعر صرف ثابت.

ومن ناحية أخرى تتخوف الدول أيضاً من تثبيت عملتها، فالدول التي تعلن عن الأنظمة الثابتة، تُقدم على تغيير بتواتر سعر تعادل العملة إلى حد، يصبح نظام سعر صرفها عائماً فعلياً.²

ويمكن توضيح ظاهرة التخوف من تعويم العملة وكذلك التخوف من ربط العملة، خاصة في سنوات التسعينيات مقارنة بسنوات السبعينيات من القرن الماضي مثل ما يشير إليه Levy-yeyati و Sturzenegger من خلال الشكل رقم (2-3)، والشكل رقم (2-4) على الترتيب.

الشكل رقم (2-3): التخوف من التعويم من سنة 1974 إلى 1999

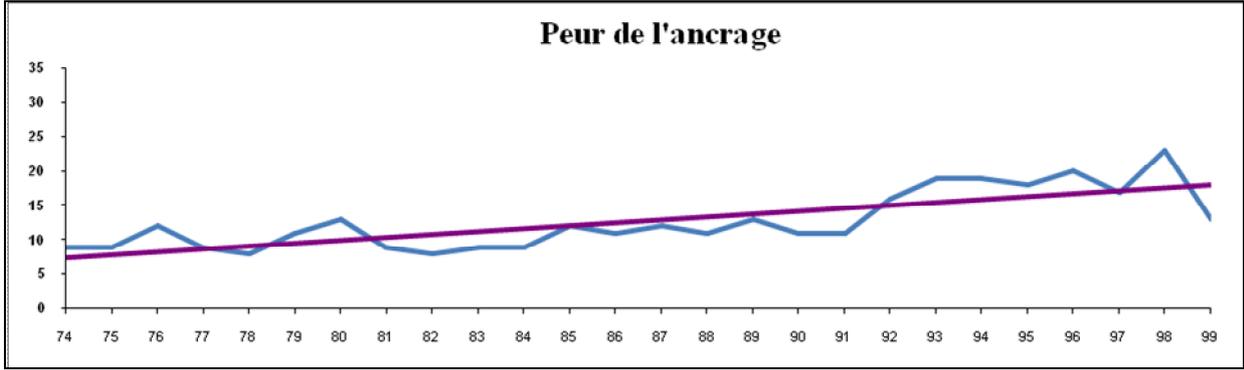


Source : Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F. (1999).

¹ Frankel A. Jeffrey and Shang-Jin Wei, « Estimation of de facto exchange rate regimes: Synthesis of the techniques for inferring flexibility and basket weights », IMF Staff Papers, Vol. 55, No.03, 2008, p.12.

² Frankel A. Jeffrey, « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies », op-cit, p.06.

الشكل رقم (2-4): التخوف من التثبيت من سنة 1974 إلى 1999.



Source: Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F. (1999).

استناداً إلى ما تقدم، يمكن أن نستنبط التساؤل التالي: لماذا عندما يرغب البلد بتثبيت سعر صرفه يصرح بنظام سعر صرف أكثر مرونة؟ بالنسبة للنظام الثابت، فإن التقيد الصارم بالتثبيت قد يعرض البلد إلى هجمات المضاربة.¹ كما أن طبيعة نظام سعر الصرف المعلن تستدعي وجود تفاعل وشراكة اقتصادية بين الجمهور والسلطات، ففي ظل التوقعات الرشيدة يكون من الاستحالة بالنسبة للسلطات الإعلان عن نظام سعر صرف وبعد ذلك تحيد عن هذا الإعلان بشكل نظامي، فإدراك الأعداء الاقتصاديون أن السلطات قد تخلت عن التزاماتها ونكثت بتعهداتها، فيتحولون إلى عدم إعطاء اعتبار للتصريحات في المستقبل، فالسلوك المستقبلي للسلطات يكون متوقفاً على سلوكها في الماضي والحاضر. التضارب بين تصريحات سعر الصرف والإجراءات المتبعة فعلياً يقضي على شفافية ومصداقية سياسات سعر الصرف مما يعقد من مهمة مراقبة سياسات الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي وبالتالي قد تُعطي دلالات خاطئة عن النتائج والسياسات المؤسسة على الأنظمة المعلنة.²

هذا التضارب بين التصريحات والإجراءات المتبعة، أجبر صندوق النقد الدولي على تعديل التصنيفات التي ينشرها انطلاقاً من سنة 1997، من خلال إتمام والتأكد من تصريحات الدول باستخدام معلومات تكميلية أخرى حول تطبيق سياسات سعر الصرف، ولكن يشير كل من Rogoff و Reinhart أن سعر الصرف الرسمي يبقى المتغيرة الأساسية المستخدمة من قبل الصندوق لتحديد أنظمة أسعار الصرف.

¹ Genberg Hans and Alexander K. Swoboda, « Exchange rate regimes: does what countries say Matter? », IMF Staff Papers, Vol. 52, Special Issue, 2005, p.07.

² Bubula Andrea and Inci Otker-Robe, « The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto Policies », op-cit, p.21.

بالإضافة إلى التصنيفات المعدلة والمقدمة من قبل الصندوق، هناك تصنيفات أخرى، بحث في ترتيب أنظمة أسعار الصرف المتبناة فعلياً من قبل الدول. هذه التصنيفات عرفت تحت تسمية التصنيفات الفعلية والعملية Facto، أهمها تلك المقدمة من قبل Levy-yeyati و Sturzenegger (2003، 2005) والتصنيف المقترح من قبل Reinhart و Rogoff (2004).

لتحديد مختلف أنظمة أسعار الصرف من خلال هذه التصنيفات المختلفة، خصص هذا الجزء لعرض أنظمة أسعار الصرف وفق تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1978، ولسنة 1999، تم التطرق إلى تصنيف الأنظمة وفق Levy-yeyati و Sturzenegger (2003، 2005)، وفي الأخير يتم عرض تصنيف كل من Reinhart و Rogoff (2004).

III-2 تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1978

بعد قرار صندوق النقد الدولي بترك الحرية التامة لكل بلد في اختيار نظام سعر الصرف الخاص به بعد انهيار نظام بريتون وودز، تمخض عن هذا القرار قيام البلدان بإتباع أنواع مختلفة من أنظمة أسعار الصرف القائمة على التثبيت والتعويم. في سنة 1978، قام صندوق النقد الدولي بتصنيف يشمل أسعار الصرف المختارة من قبل الدول مجتمعة في ثلاثة أصناف بناءً على تصريجات هذه الدول.¹

1. الصنف الأول هو ربط العملة المحلية بعملة أخرى، الدولار مثلاً (حالة بنما) أو الفرنك الفرنسي (حالة كل بلدان منطقة CFA). أو إلى سلة عملات (حالة البنقلاداش)، حقوق السحب الخاصة DTS (حالة ليبيا)، في كلتا الحالتين، يثبت البلد قيمة عملته بالنسبة لعملة قيادية، كما أن تصحيحات أسعار التعادل تكون قليلة الحدوث.

2. الصنف الثاني تمثل في المرونة المحدودة إما إزاء عملة أو نحو مجموعة من العملات في إطار اتفاق من نوع النظام النقدي الأوروبي (SME).

3. الصنف الثالث يتمثل في درجة مرونة أكبر وهي بدورها مقسمة إلى ثلاث مجموعات:

- نظام تعويم مستقل (كندا مثلاً).

- الأنظمة التي يتم فيها تصحيح العملة بدلالة مجموعة من المؤشرات (كولومبيا).

¹ Azin Eftekhari, «Régimes de change (déclarés) et régimes de change (effectifs) », Centre d'Etudes En Macroéconomie et Finance Internationale CEMAFI, Université de Nice-Sophia Antipolis, 08/2006, p.11.

- أنظمة التعويم الموجه (الصين مثلاً).

الشكل رقم (2-5): مختلف أنظمة أسعار الصرف حسب تصنيف صندوق النقد الدولي سنة 1978



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على بيانات مستخرجة من جدول

Marrakchi Charfi.F (2000) d'après Benassay Quéré. A (1995) et FMI exchange arrangement and exchange Restriction.

هذا التصنيف المقدم من قبل صندوق النقد الدولي كان موضوعاً لانتقادات شديدة، لأنه لا يكشف عن التباين والاختلاف بين الأنظمة المعلنة والأنظمة الفعلية، كما أنه لا يحدد الأنظمة القائمة الموجهة، حيث لا يفرق هذا التصنيف بين التعويم الحر والتعويم الموجه، وذلك نتيجة صعوبة التعرف على إذا ما كانت السلطات التي صرحت بالتعويم تتدخل أم لا في سوق الصرف، بالإضافة إلى ذلك جمع هذا التصنيف كل الأنظمة الثابتة في صنف واحد بالرغم من التباين الموجود بينها، لعدم تفرقه بين أنظمة الربط التقليدية وأنظمة الربط الجامد.¹

¹ Frankel, J.A, « Monetary regime choice for a semi-open country in capital control exchange rates and monetary policy in the world economy », Cambridge University Press, 1995, pp. 35-69.

بعد القصور والمحدودية الذي عرفه هذا التصنيف، قدم الصندوق عدة تصنيفات أخرى كان أهمها بعد ذلك، في سنة 1999، حيث حاول الصندوق الاستعانة بمعطيات أخرى غير التصريح المقدم من قبل الدول لسعيه على تقديم تصنيفات تعكس واقع أنظمة أسعار الصرف.

III-3 تصنيف صندوق النقد الدولي لسنة 1999

على إثر التغيرات العميقة التي عرفها النظام النقدي الدولي، ونتيجة للأزمات المالية التي أصابت الأسواق الناشئة والتي كان لها بالغ الأثر في بروز العديد من مشاكل على مستوى العلاقات المالية والنقدية، أهمها مشاكل عدم استقرار أسعار الصرف لمعظم البلدان النامية، مما أدى إلى إعادة التفكير في إصلاح النظام النقدي الدولي من جديد، فقد قام صندوق النقد الدولي في سنة 1999، بتغيير تصنيف أنظمة أسعار الصرف والأخذ بعين الاعتبار أنظمة سعر الصرف المطبقة من طرف البلدان الأعضاء، ليشمل التصنيف على ثمانية مجموعات من أنظمة سعر الصرف على النحو التالي:¹

1. في حالات غياب عملة رسمية خاصة (المنطقة المستهدفة):

هذا النوع من الأنظمة يشير إلى حالتين، في الحالة الأولى يتم تداول عملة أجنبية أخرى وتظهر أنها العملة الوحيدة، لها سعر رسمي في البلد مثل حالة الإكوادور، بنما، سان سلفادور التي تبنت الدولار الأمريكي كعملة رسمية، حيث يتم الحديث في هذه الحالة عن نظام الدولار. أما منتيقرو والكسوفو كانت تتبنى الداتش مارك الألماني، قبل الرجوع بعد ذلك إلى الأورو، أما في الحالة الثانية البلد يكون يمتلك عضوية في اتحاد نقدي (مثل منطقة اليورو) أو إلى ميكانيزم التعاونيات النقدية التي تتخذ عملة مشتركة التي يكون لها سعر رسمي في كل بلد عضو (مثل حالة الاتحاد النقدي للكاربي الشرقية أو منطقة الفرنك (CFA).

2. نظام مجلس العملة (Currency board):

نظام مجلس العملة كما سبق التطرق إليه، يمثل نظام ربط العملة المحلية بعملة أجنبية من خلال سعر صرف ثابت غير قابل للتعديل تحت إشراف ما يسمى بمجلس العملة، ولا يتسنى ذلك إلا إذا كان البنك المركزي يمتلك احتياطا رسميا من العملة الأجنبية يكفي على الأقل لتغطية نسبة 100% من عرض النقود

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, op.cit, p.19.

وهو نظام كانت تتبعه ستة دول¹.

3. نظام أسعار الصرف الثابتة التقليدية:

في هذه الحالة، البلد يربط عملته رسمياً أو فعلياً لعملة وحيدة (أكثر من 30 حالة قد أحصيت من طرف صندوق النقد الدولي)، أو إلى سلة من العملات (أكثر من 13 حالة)، سعر الصرف يتذبذب في داخل هامش ضيق $\pm 1\%$ حول سعر محوري ثابت².

4. نظام الهوامش المرنة الثابتة:

سعر الصرف للعملة يتحرك داخل هوامش عائمة لكن ثابتة أكبر من 1% هذا من ناحية ومن ناحية أخرى أخرى سعر الصرف المركزي ثابت رسمياً أو فعلياً، مثل حالة دانمرك، العملة الدانمركية (la couronne) كانت عائمة داخل هامش $2,25\%$ بالنسبة للأورو.

5. نظام الهوامش المتحركة:

سعر الصرف للعملة في هذا النظام محتفظ به داخل هوامش عائمة من ناحية ومن ناحية أخرى سعر الصرف المركزي مصحح دورياً بالنسبة لسعر صرف ثابت يعلن عنه مسبقاً أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها.

6. أنظمة الربط المتحرك:

يتم في هذا النظام تعديل دوري طفيف لسعر العملة بالنسبة لسعر معلن عنه مسبقاً أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها بدون ما يكون السعر المركزي محددًا أو هامش تعويم حول هذا السعر.

7. أنظمة سعر الصرف العائمة غير نظيفة:

السلطات النقدية في هذا النظام تؤثر على حركة سعر الصرف عن طريق تدخلات بدون خصوصية أو التزام بإعلان مسبق حول ما سيكون عليه مسار سعر الصرف.

8. التعويم المستقل:

سعر الصرف يتحدد في السوق وإن تدخلات السلطات النقدية تكون موجهة أكثر إلى إزالة تقلباته غير المرغوبة وليس لوضعه في مستوى معين.

¹ François. Nelde, Marcelo. Veraciero, « Les bénéfiques et les couts de la dollarisation: le cas de l'Argentine », économie perspectives, Fédéral réserve Bank of Chicago, problème économique n° 2638, janvier, 2001, p.14.

² Larbi Dohni, Carol Hainaut, op.cit, p.19.

يتضح من هذا التصنيف، أن أنظمة الصرف في العالم قد اتخذت ثلاثة أقسام عريضة رئيسية وهي: أنظمة التثبيت الصارم المحكم، أنظمة التعويم والأنظمة الوسيطة بين النظامين القطبين أو الركنين. كما يمكننا توضيح تطور أنظمة الصرف للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي على فترات مختلفة من خلال الجداول التالية حسب تصنيفات صندوق النقد الدولي.

الجدول رقم (2-4): أنظمة الصرف للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي في السنوات: 1978، 1983، 1992، 1997.

| 1997 | 1992 | 1988 | 1983 | 1978 | أنظمة سعر الصرف |
|------|------|------|------|------|--------------------------------|
| 46 | 43 | 58 | 52 | 64 | الربط بعملة واحدة |
| 22 | 25 | 39 | 34 | 43 | الدولار الأمريكي |
| 15 | 14 | 14 | 13 | 14 | الفرنك الفرنسي |
| 9 | 4 | 5 | 5 | 7 | عملات أخرى |
| 22 | 37 | 39 | 40 | 36 | الربط بسلة من العملات |
| 2 | 6 | 8 | 13 | 15 | حقوق السحب الخاصة DTS |
| 20 | 31 | 31 | 27 | 21 | سلات عملات أخرى |
| 16 | 14 | 11 | 16 | 4 | المرونة المحدودة |
| 12 | 10 | 7 | 7 | 4 | التعاونيات النقدية |
| 4 | 4 | 4 | 9 | - | تعادل ثابت مع هامش ضيق للمرونة |
| 98 | 68 | 44 | 38 | 34 | أكثر مرونة |
| 47 | 30 | 27 | 29 | 7 | التعويم الموجه |
| 51 | 32 | 17 | 9 | 27 | التعويم المستقل |
| 182 | 156 | 152 | 146 | 138 | المجموع |

Source: Marrakchi Charfi F (2000) d'après Bessay Quéré A (1995) et FMI Exchange arrangement and Exchange restriction.

يشير الجدول رقم (2-4) إلى انخفاض عدد الدول التي كانت تتبنى نظام سعر صرف ثابت بعد انهيار نظام بریتون وودز إما بالنسبة لعملة واحدة، أو بالنسبة لسلة من العملات، خاصة الربط بالنسبة للدولار الأمريكي أو لحقوق السحب الخاصة (DTS). حيث في سنة 1997، 22 عملة على 182 (التي تمثل نسبة 12% من دول أعضاء في صندوق النقد الدولي) كان لديها نظام سعر صرف ثابت بالنسبة

للدولار مقابل 43 عملة على 135 (التي كانت تمثل نسبة 31% من دول الأعضاء) في سنة 1978، وقد ارتفع أيضا عدد الدول التي كان لديها أنظمة الربط المتحرك والتعويم الموجه والتعويم الحر، بقوة في سنة 1997، حيث عدد الدول التي تبنت سعر صرف أكثر مرونة كان 54% من البلدان الأعضاء في الصندوق مقابل 25% في سنة 1978.

جدول رقم (2-5): تطور أنظمة سعر الصرف الرسمية للبلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي.

| 30 سبتمبر 1999 | 31 ديسمبر 1983 | أنظمة الصرف |
|----------------|----------------|----------------------------------|
| 159 عملة | 134 عملة | |
| 10,7 | 2,1 | مجالس العملة والدولة |
| 6,3 | 0,7 | التي منها الدولار |
| 56,6 | 85,2 | الأنظمة الوسيطة |
| 12,6 | 27,6 | نظام الربط / عملة واحدة |
| 8,2 | 24,6 | التي منها الدولار |
| 10,7 | 29,6 | نظام الربط / سلة واحدة |
| 33,3 | 28,4 | المرونة المحدودة والتعويم الموجه |
| 32,7 | 12,7 | التعويم المستقل |

Source: FMI, statistiques financières et annuel report on Exchange arrangement and Exchange restrictions (1984 et 1999).

ملاحظة: منطقة أورو في سنة 1999، منطقة الفرن CFA والاتحاد النقدي الكاريبي هي محسوبة على أساس أنها تمثل 3 عملات.

الملاحظ من بيانات هذه الجداول أنها تمثل نفس النتائج التي توصلت إليها عدة دراسات قامت بتحليل سلوك أنظمة أسعار الصرف على نفس الفترة.

تستند نتائج هذه التصنيفات بشكل أساسي على التصريحات الرسمية لكل بلد، غير أنه في أغلب الأحيان هناك اختلاف بين نظام سعر الصرف المعلن والنظام المتبع فعلياً في الواقع العملي.¹

إلى جانب تصنيف صندوق النقد الدولي، نشرت عدة تصنيفات من قبل باحثين ومختصين اقتصاديين مثل تلك المقاربة المختلطة التي قدمت من قبل (Ghosh et al., 1995)، التي كانت تركز على الأنظمة

¹ Larbi Dohni, Carol Hainaut, Op.cit, p.21.

الرسمية مع معالجة النقائص من خلال اشتغالها على المقاربة الفعلية والواقعية Facto المستقلة عن التصنيفات الرسمية، تم صياغة هذه الدراسة بناءً على التصريح المعلن ومشاهدات سعر الصرف، التي أوضحت أن التصنيف الواقعي الذي يستخدم المعطيات الإحصائية بالرغم من أنه يقدم إيجابيات في الكشف عن السلوك الحقيقي لسعر الصرف، فإنه يعجز بشكل منفرد في الوصول إلى تحديد الاختلاف في استقرار سعر الصرف الذي ينتج في ظل غياب الصدمات الهامة وتلك الناجمة عن استجابة السياسة النقدية المناسبة وذات المغزى الماكرو اقتصادي. قامت هذه الدراسة على عينة شملت 140 بلداً، على الفترة (1960-1996). توصلت الدراسة إلى تحديد تسعة أنظمة مرتبة من الربط بعملة وحيدة إلى التعويم الحر مروراً باختيارات جديدة مثل الربط غير معلن بسلة من العملات.

ونتيجة للتباين الموجود بين التصنيف المعلن والتصنيف الواقعي، قدمت أيضاً تصنيفات أخرى استخدمت مجموعة من المعلومات المتمثلة في متابعة التغيرات التي تحدث على المجمعات الاقتصادية مثل احتياطات الصرف، سعر الصرف الاسمي، وأسعار الفائدة وغيرها، أهمها تلك التي قدمت من قبل كل من Levy- yeyati و Sturzenegger في سنة 2003 وفي سنة 2005.

III-4 تصنيف أنظمة أسعار الصرف وفق Sturzenegger و Levy-yeyati (2003، 2005)

استخدم الباحثان طريقة إحصائية لتصنيف أنظمة أسعار الصرف على عينة 183 بلداً، خلال الفترة الممتدة من سنة 1974 إلى سنة 2000 باستعمال معطيات سنوية، بعد ذلك قاما في سنة 2005، بإجراء بعض التعديلات على العينة المجمعة في سنة 2002، بهدف تحسين طريقة التصنيف. بالنسبة لكل بلد خصص له سنويا نظام سعر صرف عن طريق التحليل العنقودي Cluster الذي يستخدم في التصنيف مجموعة من المتغيرات المتمثلة في تغيير (Variation) سعر الصرف الاسمي الرسمي، تقلب وتطايير (Volatilité) تغيير سعر الصرف الاسمي وأخيرا التطايير في احتياطات سعر الصرف¹.

يتم تخصيص في كل مشاهدة، نظام سعر صرف من الأنظمة الأربعة التي تتمثل في الأنظمة الثابتة، الربط الثابت الزاحف Crawling peg، أنظمة التعويم المدار، والأنظمة العائمة الحرة.

¹ Levy Yeyati. E , Sturzenegger. F, « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words», European Economic Review 49, 2005, p.05.

حسب إستراتيجية التصنيف، تتميز الأنظمة الثابتة باستقرار سعر الصرف الاسمي وبالمقابل تتميز بتقلب قوي في احتياطات الصرف، أما سعر صرف اسمي متقلب واحتياطات صرف مستقرة ترتبط بالأنظمة العائمة(*) . بين النظامين القطبيين، تتحدد أنظمة الربط الزاحفة من خلال تقلب ضعيف في تغيرات سعر الصرف الاسمي وتغيير نسبيا قوي في الاحتياطات. أنظمة التعويم الموجه تعكس سعر صرف اسمي واحتياطات متقلبة، أما فيما يخص تقلب سعر الصرف في هذه الأنظمة يكون معتدل نسبياً. تتمثل العملة المرجعية المستخدمة في حساب سعر الصرف الاسمي في العملة الربط الرسمية المعلنة من قبل بلد الذي يتبنى النظام الثابت، أما في حالة البلدان التي لا تكشف عن عملة الربط، استخدم Levy-yeyati و Sturzenegger العملة الأجنبية التي سجلت أقل تقلباً أمام العملة المحلية للبلد.

يبين الجدول التالي الملاحظات المخصصة لمختلف الأنظمة و المعايير المستخدمة في تحديد والتعريف عن النظام سعر الصرف الفعلي (LYS Facto).

الجدول رقم (2-6): معايير تصنيف أنظمة أسعار الصرف الفعلية (Facto) وفق LYS

| نظام سعر الصرف | تغيرات سعر الصرف الاسمي VC | تقلبات تغير سعر الصرف الاسمي VVC | تقلبات احتياطات الصرف VR |
|--------------------------|----------------------------|----------------------------------|--------------------------|
| غير محدد أو غير واضح (*) | ضعيفة | ضعيفة | ضعيفة |
| المرونة | قوية | قوية | ضعيفة |
| التعويم الموجه | قوية | قوية | قوية |
| الربط الثابت الزاحف | قوية | ضعيفة | قوية |
| الثابت | ضعيفة | ضعيفة | قوية |

Source: Levy-yeyati et Sturznegger (2005).

(*) التغيير القوي في احتياطات الصرف يعكس تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف للدفاع عن سعر الصرف الثابت للعملة أما في حالة التعويم لا تتدخل السلطات إلا في حالات قليلة في سوق الصرف مما يجعل هذه الاحتياطات مستقرة.
 (*) النظام غير محدد « non conclusif » يشير إلى عدم إمكانية التعرف الواضح على نظام سعر الصرف من خلال سلوك واتجاه المتغيرات المستعملة، وبالتالي يكون نظام الصرف غير محدد.

أجريت الدراسة الإحصائية (LYS) على مرحلتين، في المرحلة الأولى يتم اختيار المشاهدات الخمسة الأولى من العينة لتمثل مؤقتاً خمس مجموعات، حيث تتم عملية التصنيف على أساس المسافات الأصغر بين البيانات ومركز العنقود. وتمثل الخطوات الأساسية وفقاً لهذا المنهج بالبدء بتحديد عدد العناقيد وبعد ذلك يتم افتراض مراكز أولية كأعداد عشوائية للعناقيد ومن ثم يتم تحديد المسافات بين كل مشاهدة والمراكز وبعد ذلك تصنف المشاهدات اعتماداً على المسافات الأصغر مع تكرار العملية حتى تستقر المشاهدات نحو عنقود معين، وفي الأخير العناقيد الخمسة أو المجموعات الخمسة يتم تصنيفها بدورها إلى الأنظمة المستخدمة من قبل الباحثين.

من بين العينة الكلية التي عددها 2860 مشاهدة، هناك 1798 مشاهدة لم تصنف ضمن الأنظمة الأربعة، وبالتالي خصصت ضمن المجموعة غير محددة، فقام الباحثان بتصنيفها مرة أخرى باستخدام نفس منهجية المرحلة الأولى، حيث تحول المشاهدات المتبقية إلى مشاهدات طبيعية بقسمة كل سلسلة على الانحراف المعياري الخاص بها، و يطلق على هذه الدورة بالمرحلة الثانية في التصنيف. وتم التوصل إلى تصنيف 1100 مشاهدة مع بقاء 698 مشاهدة غير محددة التي استخلصت من المرحلة الثانية.

اختار الباحثان إذن المنهج الذي يتمثل في التصنيف كنظام ثابت كل مشاهدة يكون فيها تقلب سعر الصرف معدوم، بالإضافة إلى المشاهدات المعلن عنها كنظام ثابت التي ترتبط بتقلب ضعيف جداً في سعر الصرف (أقل من 1%)، من بين 698 مشاهدة وجد أن 73 حالة لا يمكن تخصيصها إلى نظام سعر الصرف الثابت، بينما صنفت 419 في هذا النظام الثابت.

في الأخير وجد ما قدره 1269 مشاهدة لم تخصص إلى أي نظام من أنظمة الصرف والتي تتمثل في 553 حالة ربط العملة المحلية إلى سلة من العملات غير معروفة، 73 حالة غير محددة بعد المرحلة الأولى والثانية من التصنيف العنقودي Cluster ، 643 حالة أخرى لم تخصص بسبب عدم توفر معطيات عن سعر الصرف أو عن احتياطات الصرف.

وفي هذا الإطار يمكن عرض نتائج التصنيف الملخصة من قبل Levy-yeyati و Sturznegger في الجدول التالي.

الجدول رقم (2-7): تصنيف LYS لأنظمة الصرف الفعلية Facto ومقارنتها بالأنظمة المعلنة Jure

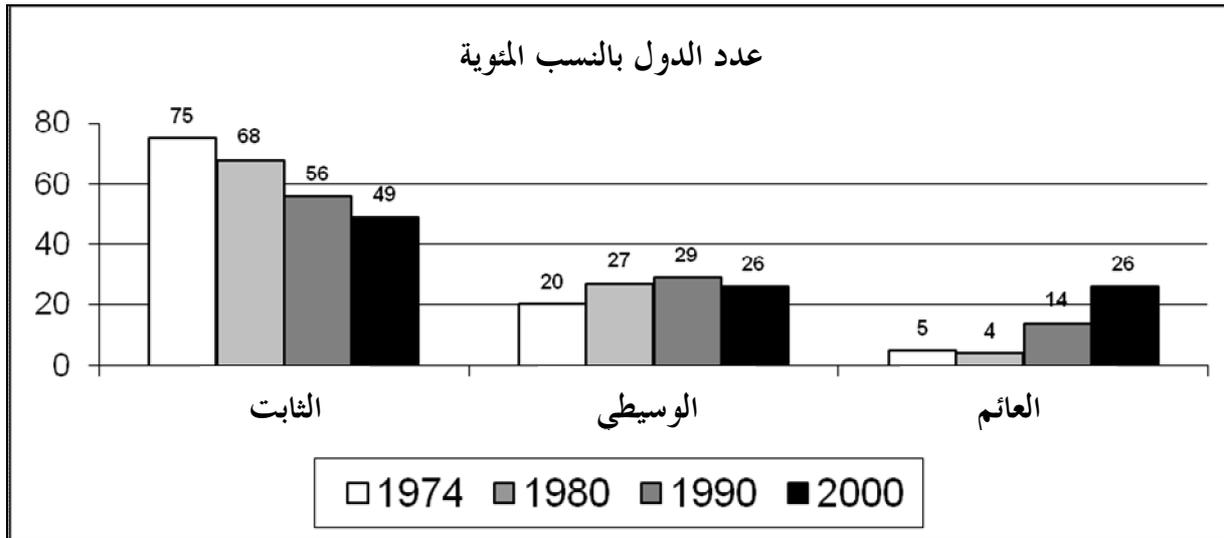
| النظام الصرف | المرحلة الأولى | المرحلة الثانية | انحراف المشاهدات | غير محددة | ad - hoc | LYS | FMI |
|-----------------|-------------------|--------------------|---------------------|-----------|----------|------|------|
| العائم | 419 | 183 | | | | 662 | 516 |
| الوسيط | 174 | 336 | 90 | | | 600 | 937 |
| الثابت | 409 | 581 | 36 | 625 | 419 | 2073 | 1885 |
| المجموع | 1062 | 1100 | 129 | 625 | 419 | 3335 | 3335 |

Source: Levy-yeyati et Sturznegger (2005).

قاما LYS بمقارنة الأنظمة الفعلية بالرسمية المصرح بها لدى صندوق النقد الدولي من قبل الدول الأعضاء فوجدا كما يظهره الجدول أن ما يقارب الثلثين من مشاهدات العينة تتطابق في التصنيف بين الطريقتين. وهذا ما يشير إلى أن ثلثي الدول تصرح بشكل صحيح عن النظام المتبع واقعيًا، ولكن يبقى الاختلاف واضح بين التصنيفين، حيث بالرغم من احتلال الأنظمة الثابتة المرتبة الأولى من حيث العدد الأكبر في التصنيفين إلى ما يعادل نصف المشاهدات، كانت الأنظمة العائمة تمثل المرتبة الثانية في التصنيف الواقعي بينما سجلت الأنظمة الوسيطة هذه المرتبة في التصنيف المعلن حسب صندوق النقد الدولي. تسمح المقارنة بتبيان وجود انحرافات جوهرية بين الأنظمة المعلنة وتلك المطبقة فعليًا، ويرجع الباحثان ذلك إلى ظاهرة التخوف من التثبيت و التي تشير إلى أن الدول تدير وتطبق نظام سعر ثابت بدون أن تعلن عن ذلك. مثلًا في سنة 1980، كانت تمثل الأنظمة الثابتة 79% من المشاهدات المصنفة من قبل LYS، في حين لا تمثل هذه الأنظمة إلا ما نسبته 68% من قاعدة البيانات في تصنيف الصندوق. كما يتضح في الشكل أسفله الذي يسمح بتبيان تصنيف صندوق النقد الدولي للأنظمة المعلنة وذلك لتوضيح المقارنة بين تصنيف الصندوق وتصنيف Levy-yeyati و Sturznegger¹.

¹ Azin Eftekhari, « Régimes de change (déclarés) et régimes de change (effectifs) », op.cit, p.10.

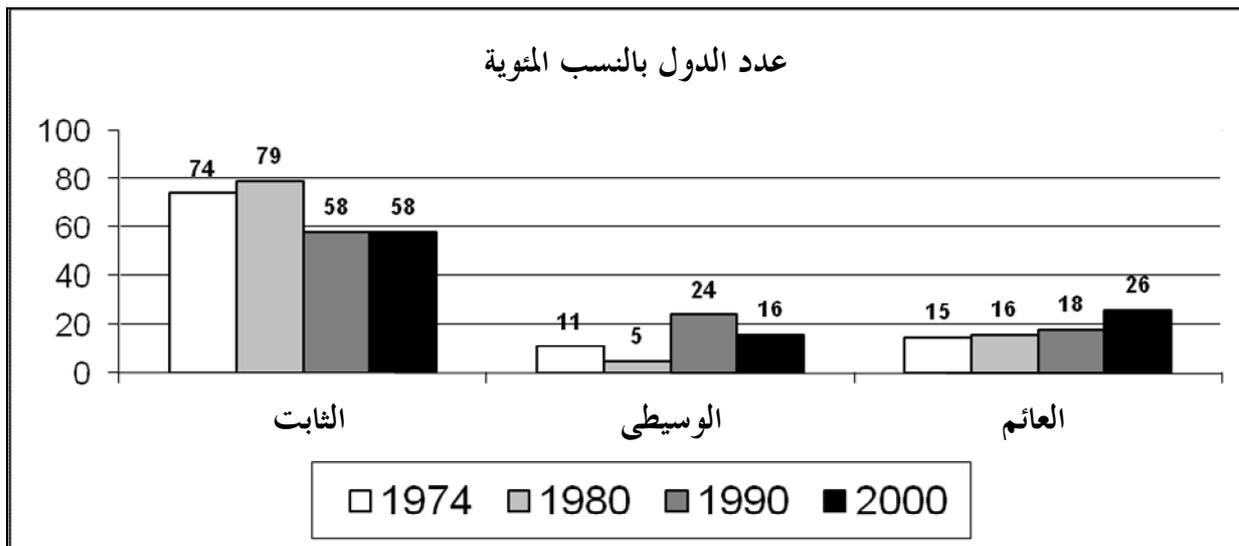
الشكل رقم(2-6): توزيع أنظمة أسعار الصرف حسب تصنيف صندوق النقد الدولي



Source: Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F. (2000).

أما توزيع أنظمة الصرف وفق تصنيف Levy-yeyati و Sturznegger (LYS) يظهر في الشكل التالي

الشكل رقم(2-7): توزيع أنظمة أسعار الصرف في تصنيف Levy-yeyati و Sturznegger



Source: Levy-Yeyati et Sturzenegger, F. (2000).

كما تظهر ظاهرة أخرى عند المقارنة بين الأنظمة المعلنة والأنظمة الفعلية التي تتمثل في ظاهرة التخوف من التعويم. وفي الأخير تسمح النتائج بتبيان زيادة وتنامي توجه الدول نحو تبني الأنظمة القطبية على حساب الأنظمة الوسيطة عبر الزمن وهذا على مستوى التصنيفين، غير أن هذا التطور في التحرك نحو النظامين القطبيين يظهر في التصنيف الفعلي إلا على مستوى الدول الصناعية والناشئة التي هي أكثر اندماجاً في المالية الدولية مقارنة بالدول النامية.

هذا الاختلاف بين التصنيف الفعلي والتصنيف المعلن يشير إلى ضرورة توخي الحذر عند استخدام الأنظمة المعلنة لتقييم الآثار الاقتصادية لسياسات سعر الصرف.¹

بينما تسمح المقاربة المقدمة من قبل LYS بإمكانية كشف النقاب عن العلاقة بين نظام سعر الصرف والاقتصاد بشكل أفضل، لأنه يعتبر أكثر فعالية ذلك لكونه يعكس الواقع الفعلي مقارنة مع تصنيفات الصندوق التي تنطلق من الإعلان الرسمي عن تبني نظام صرف معين من قبل الإدارة الاقتصادية دون أن يرفق ذلك بتطابق جدي لتلك الأنظمة مع شكلها النظري.

فقد أسفرت هذه الدراسة العملية عن نتائج مؤكدة في ما يتعلق بتأثير أنظمة أسعار الصرف على الأداء الاقتصادي الكلي.

وبالمقابل، رغم كل الإيجابيات التي قدمها هذا التصنيف، فقد وجهت له بعض الانتقادات والملاحظات التي تتمثل في أن هذا التصنيف لا يظهر منطقيا في كل الحالات، فمثلا يشير المؤلفان إلى حالة الأرجنتين التي تبنت مجالس العملة في أبريل 1991، أين كان سعر الصرف الاسمي ثابتا فعلا خلال الفصول الأخيرة لسنة 1991 إلى دولار واحد لكل بيزو أرجنتيني ولكن تقلبه وتذبذبه خلال الفصل الأول من هذه السنة يقود إلى تصنيف الأرجنتين في خانة النظام العائم الموجه في سنة 1991.

نفس الحالة بالنسبة للإكوادور التي اتخذت الدولار الأميركي كعملة رسمية لها من خلال نظام الدولار في فبراير سنة 2000، بينما نجد أن نظام سعر الصرف المحدد في هذه السنة يشير إلى التعويم الموجه.

كما أنه يتعذر التمييز بين تدخل السلطات النقدية الهادف إلى تحقيق الاستقرار في سعر الصرف وذلك الموجه بهدف تحقيق أهداف أخرى مثل الاستهداف المباشر للتضخم.

هذا بالإضافة إلى استبعاد وغياب الأخذ بعين الاعتبار لدور حركة رؤوس الأموال وتأثيرها على الاقتصاديات والأنظمة أسعار الصرف المتعددة، ثم استبعاد الدول التي تثبت سعر صرفها إلى سلة من العملات غير مكشوفة أو غير معلنة.

وبالرغم من ذلك اعتبر هذا التصنيف نقطة تحول هامة في الدراسات التحليلية المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف الفعلية التي تباشرها مختلف الدول وعلاقة هذه الأنظمة بالأداء الاقتصادي الكلي.

¹ Levy Yeyati. E, Sturzenegger. F, « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words », Op.cit, p.08.

في نفس السياق هناك تصنيف آخر، لا يقل أهمية عن التصنيف السابق، والمتمثل في التصنيف المقدم من قبل العالمين الاقتصاديين Rogoff و Reinhart (2004).

III-5 تصنيف أنظمة أسعار الصرف وفق Rogoff و Reinhart (2004)

التصنيف الطبيعي المقدم من قبل Rogoff و Reinhart (RR) يختلف عن التصنيف السابق LYS لأخذه بعين الاعتبار أسعار الصرف المتعددة ويستند على سعر الصرف السوقي أو الموازي. في هذه الحالة يؤكد المؤلفان أن سعر الصرف السوقي أو الموازي في نظام سعر الصرف المتعدد يعتبر أكثر ملائمة حيث يمثل مؤشر جيد للسياسة النقدية وسياسة سعر الصرف، لأنه ينخفض عندما تكون السياسة النقدية متعارضة ومتنافرة مع هدف ثبات سعر الصرف، فحسب المؤلفان انخفاض هذا السعر في الدول النامية يسبق ويؤدي إلى التنبؤ بشكل فعال عن سعر الصرف الرسمي.

يصنف RR أنظمة صرف لعينة تتكون من 153 بلد من سنة 1946 إلى سنة 2001 ، بمنهجية أكثر تفصيلاً من التصنيف السابق LYS، فمن جهة يقدمان تصنيف دقيق يتضمن ما يعادل خمسة عشر صنف من أنظمة أسعار الصرف وتصنيف تجميعي يحتوي على خمسة أنواع من الأنظمة، كما يوضحه الجدول التالي رقم (2-8).

ومن جهة أخرى استخدم المؤلفان أنظمة أسعار الصرف على فترات شهرية بجانب استخدامهما للأنظمة السنوية^(*).

ترتكز منهجية RR على التحليل الوصفي الذي يستخدم قاعدة عريضة من البيانات ويستند على سعر الصرف السوقي، سعر الصرف الموازي، وتسلسل مفصل لتاريخ أسعار الصرف في كل بلد، هذا التسلسل المفصل يخطط ويوضح الإصلاحات النقدية والإصلاحات في سعر الصرف، مثل تغيير العملة تواريخ تبني أنظمة أسعار الصرف، تواريخ تغيير عملات الربط، تواريخ توحيد أسعار الصرف وكذا الرقابة على سعر الصرف والتغطية في السوق الموازي، الخ. استخدمت في هذه المنهجية المعلومات المحلية والدولية، في هذا الاتجاه، يحتل التحليل الوصفي لسعر الصرف الاسمي مكان الأولوية في مخطط RR.

(*) استخدم LVS أيضاً، معطيات شهرية في المقاربة التي قدمها ولكن بدون اقتراح واستخدام أنظمة صرف شهرية في التصنيف.

يتم التصنيف الطبيعي أو الفعلي على مراحل مختلفة، حيث قام المؤلفان بفصل البلدان التي تتخذ سعر الصرف المتعدد بشكل رسمي أو الموازي عن الدول التي تتبنى النظام الواحد. في المرحلة الثانية، أخذ المنظران فقط، بمجموعة سعر الصرف الواحد وقام بتمييز وترتيب الدول التي تعلن وتصرح رسمياً عن نظام سعر الصرف عن الدول التي لا تعلن عن ذلك، بعد ذلك يتم فحص والتأكد من تطابق النظام المصرح به مع النظام المستخدم فعلاً عن طريق الإحصاء الوصفي الشامل. في حالة تطابق النظام يُصنف نظام سعر الصرف في البلد على أنه فعلي أو واقعي Facto خلال المرحلة المأخوذة بعين الاعتبار. أما في حالة الاختلاف بين النظامين، يجمع المؤلفان هذه المشاهدات مع بقية المشاهدات التي تعبر عن عدم وجود نظام رسمي معلن، ثم يقومان بتحديد النظام الواقعي Facto عن طريق تقلب والتحليل البياني لسعر الصرف الاسمي. التقلب في سعر الصرف الاسمي يتم قياسه على خمس سنوات متغيرة، للتقليل من أثر الأحداث الاستثنائية على تصنيف أنظمة الصرف.

بهذا الإجراء، فإن دول منطقة CFA صُنفت على أنها أنظمة ثابتة في سنة 1994، أما حالة التي يكون فيها معدل التضخم السنوي يزيد عن 40 %، تم فصلها وتجميعها في فئة، أطلق عليها تسمية أنظمة السقوط الحر freely falling التي تظم بدورها أيضاً، أنظمة التعويم المفرط hyper- flottement في الحالات التي يتعدى فيها التضخم معدل 50 % شهرياً.

بالمقابل عندما يكون نظام الربط الزاحف أو المجال الزاحف مع هوامش محدودة معلنين، فإن المشاهدات المرفقة بهما لا يتم تحديدها في نظام السقوط الحر. ومن ناحية أخرى عندما يتم تبني نظام العائم المدار أو الحر، بعد التعرض لأزمة صرف، يُصنف RR الأشهر الستة الأولى على أنها نظام سقوط حر¹.

وصولاً إلى هذه المرحلة، فإن كل الحالات التي لم تصنف بعد في المراحل السابقة، هي موزعة بين التعويم المدار والتعويم الحر بدلالة تغيرات أسعار الصرف و احتمال أن تبقى داخل مجال أقل من 1 %.

في الأخير، في فئة سعر الصرف المتعدد أو الموازي يتم التخصيص حسب المراحل السابقة على أساس سعر الصرف السوقي أو الموازي عند وصول علاوات (Primes) السوق الموازي إلى 10% على الأقل.

¹ Reinhart. C ,K. Rogoff , « The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation », NBER WP No. 8963, 2002, p.13.

تكشف الدراسة المقدمة من قبل RR، أن أسعار الصرف المتعددة أو الموازية كانت منتشرة وحاضرة في أكثر من نصف أنظمة أسعار الصرف الثابتة الرسمية، هذا ما قاد المؤلفان إلى التأكيد على أن زوال نظام بروتن وودز في الحقيقة خلف نسبياً القليل من الاضطراب في سياسات سعر الصرف، مقارنة بما كان يقترح سابقاً. الانتشار الواسع لسعر الصرف العائم في إطار سعر الصرف المتعدد (الرسمي أو غير الرسمي) قد كشف عن المرونة واسعة النطاق خصوصاً في بداية نظام بروتن وودز و في الدول النامية. هذا التصنيف قد وضح أيضاً الانخفاض القوي (حوالي 50 %) لتأثير أسعار الصرف المتعددة بين الفترتين (1974 – 1990) و (1991 – 2001)، وتم الكشف أيضاً عن استقرار أنظمة السقوط الحر إلى مستوى مرتفع نسبياً (حوالي 12 %) من سنة 1974 إلى سنة 2001، حيث كانت هذه الأنظمة أكثر انتشاراً من الأنظمة العائمة الحرة خلال نفس الفترة.

مقارنة الأنظمة الفعلية Facto المسجلة من قبل RR مع الأنظمة الرسمية، التي يحصيها صندوق النقد الدولي، قاد إلى استنتاج بعض جوانب التطابق بين التصنيفين، ولكن يوجد الكثير من نقاط التباعد والاختلاف بين المخططين، فلقد وجدت الدراسة أن التصنيف الرسمي كان كثيراً ما يختلف اختلافاً جذرياً عن الممارسات الدولية الفعلية، ففي حوالي نصف البلدان المدروسة كان هنالك ترتيبات ثنائية ممتدة لأسعار الصرف الموازية، واكتشف المنظران أنه في الخمسينيات والستينيات وأوائل السبعينيات كان 45 % من البلدان التي زعمت رسمياً أن لديها سعر صرف مرتبط بعملة أخرى، تملك في الواقع شكلاً ما من التعويم. وظهر في الثمانينيات والتسعينيات ضرب جديد من التصنيف الخاطئ، فقد تبين أن 53 % من التعويم الموجه الرسمي هي أسعار مربوطة بعملة أخرى أو أسعار صرف ثابتة متحركة¹.

بشكل أكثر تفصيلاً الأنظمة المحددة في مخطط FMI و مخطط RR تختلف إلى ما يزيد عن نصف عددها على الفترة 1970-2001. علاوة على ذلك، النظام الرسمي الثابت أو العائم الحر لم يحددان بشكل يتطابق مع التصنيف RR، إلا بحوالي النصف خلال الفترة 1970-2001، كما أن نصف عدد الأنظمة الرسمية لسعر الصرف الثابت كانت تمثل أنظمة أكثر مرونة حسب التصنيف RR على طول الفترة الزمنية 1950 – 2001.

¹ Reinhart. C ,K. Rogoff , « The modern history of exchange rate arrangements: A Reinterpretation », 2004, p.11. www.puaf.umd.edu/faculty/reinhart/Revised-March3-03.pdf.

الجدول رقم (2-8): تصنيف Rogoff و Reinhart لأنظمة أسعار الصرف Facto

| الفرع | الفئة Catégorie | الوصف |
|-------|------------------|--|
| 1 | النظام الثابت | أنظمة الدول بغير عملة قانونية مستقلة. |
| 2 | النظام الثابت | أنظمة الصرف الثابتة المعلنة مسبقاً أو مجالس العملة. |
| 3 | النظام الثابت | الربط ضمن نطاقات تقلب أفقية معلنة مسبقاً (هامش التعويم حده الأقصى $\pm 2\%$). |
| 4 | النظام الثابت | نظام سعر الصرف الثابت فعلياً Facto. |
| 5 | المرونة المحدودة | نظام الربط الزاحف المعلن مسبقاً. |
| 6 | المرونة المحدودة | نظام المجال الزاحف المعلن مسبقاً (هامش التعويم حده الأقصى $\pm 2\%$). |
| 7 | المرونة المحدودة | نظام الربط الزاحف فعلياً Facto. |
| 8 | المرونة المحدودة | نظام المجال الزاحف فعلياً Facto. |
| 9 | التعويم المدار | نظام المجال الزاحف المعلن مسبقاً (هامش التعويم حده الأقصى $\pm 2\%$). |
| 10 | التعويم المدار | نظام المجال الزاحف فعلياً (هامش التعويم حده الأقصى $\pm 2\%$). |
| 11 | التعويم المدار | نظام المجال العائم المتحرك (هامش التعويم حده الأقصى $\pm 2\%$). |
| 12 | التعويم المدار | نظام التعويم المدار. |
| 13 | التعويم الحر | التعويم الحر |
| 14 | السقوط الحر | السقوط الحر freely falling |
| 15 | — | تطبيق سعر صرف مضاعف وغياب السوق الموازي. |

Source: Reinhart et Rogoff, 2004.

من جهة أخرى، ستة من عشرة أنظمة كان معلن عنها كأنظمة ثابتة خلال الفترة 1974 – 1990، بينما حددت أقل من ثلاثة من عشرة أنظمة كأنظمة ثابتة حسب التصنيف الطبيعي RR في هذه الفترة. فقد اتضح أن العديد من الدول التي تصرح بالنظام الثابت تتبع في حقيقة أمرها سعر صرف أكثر مرونة في حين أن تلك التي تثبت سعر صرفها تصرح وتعلن عن نظام أكثر مرونة. أما أنظمة الربط الرسمية بسلة من العملات غير مكشوف عنها، اتضحت في جزء كبير منها أنها أنظمة أكثر مرونة (تعويم مدار، تعويم حر أو سقوط حر).

وتكشف المقارنة كذلك عن التضارب في تطور الأنظمة الوسيطة، حيث كانت هذه الأخيرة أكثر انتشاراً وتمثل (مع ربع الأنظمة) الفئة الثانية Facto على الفترة 1991 – 2001 بعد الأنظمة الثابتة (ثلث الأنظمة)، بينما التصنيف المعلن Jure يشير إلى أن عددها يتناقص عبر السنوات. وتظهر أيضاً، في هذا التصنيف، ظاهرة التخوف من التعويم بشكل جلي، بانخفاض التعويم الفعلي، حيث لا يمثل إلا الثلث التعويم الرسمي على الفترة من سنة 1991 – 2001، وكان يمثل أقل من نصف عدد أنظمة التعويم الحر الرسمي على الفترة 1974 – 1990.

ويبين الجدول التالي احتمال تفاوت وتناقض بين التصنيفات الرسمية و التصنيفات الطبيعية التي تستند كما سبق الإشارة إليه إلى قاعدة واسعة من الإحصاءات والتقويم الزمني الوصفي، بدلا من الفئات الأربعة التقليدية المستخدمة في التصنيفات الرسمية¹. فحسب مقولة Reinhart "الواقع العملي قل ما يطابق النظرية".

تمثل المقاربة المقدمة من قبل Rogoff و Reinhart جهدا معتبرا واستثنائيا وانطلاقة كبرى جاءت في أعقاب النقائص التي اتسمت بها التصنيفات الرسمية السابقة وأتاحت مجالا جديدا لتحديد أنظمة أسعار الصرف والتعرف بشكل أفضل على أداء هذه الأنظمة، ولكن قد وجهت لها بعض الانتقادات، أهمها استخدام سعر الصرف الاسمي كمتغيرة أساسية في تحديد الأنظمة، كما أن هذه المنهجية في التصنيف استبعدت متغيرة احتياطات الصرف، ويرجع المؤلفان ذلك لاعتبارهم أن التغيرات في الاحتياطات الصرف لا تعكس دائما بشكل قطعي عن تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، ويوضح الباحثان

¹ Azain Eftakhari, « Régimes de change (déclarés) et régimes de change (effectifs) », op.cit, p.11.

الجدول رقم (2-9): سعر الصرف الثابت العائم أو سعر الصرف العائم الثابت

| احتمال التصنيف المعلن لنظام الصرف يكون مختلفاً عن الواقع | |
|--|---|
| 40,2% | احتمال أن النظام المصنف رسمياً على أنه نظام ربط هو في الواقع عائم مزدوج وموجه أو مستقل. |
| 44,5% | احتمال أن النظام المصنف رسمياً على أنه نظام مربوط هو نظام معوم بمرونة محددة موجه أو مستقل أو ينخفض بحرية. |
| 53,2% | احتمال أن النظام المصنف رسمياً على أنه عائم تعويماً موجه هو نظام مربوط أو ذو مرونة محددة. |
| 31,5% | احتمال أن النظام المصنف رسمياً على أنه عائم تعويماً مستقلاً هو نظام مربوط أو ذو مرونة محددة. |
| 42,0% | الارتباط من زاوية الازدواج بين التصنيفين الرسمي والطبيعي. |

Source: Reinhart et Rogoff, 2004.

أن العديد من العمليات المالية مثل العمليات الآجلة وأيضاً استخدام أسعار الفائدة يسهم في التأثير على سياسات سعر الصرف دون أن تعكس بشكل صحيح عن تغير احتياطات الصرف. كذلك يضاف إلى هذه الانتقادات، عدم الأخذ بعين الاعتبار تأثير الرقابة على تدفق رؤوس الأموال على سياسات سعر الصرف بشكل مباشر في التصنيف، بالرغم من أنها أدمجت في شق منها بشكل غير مباشر من خلال العلاوة في السوق الموازي.

أما السلبية الثالثة تكمن في أن استقرار سعر الصرف الاسمي يمكن أن ينشأ بسبب غياب الصدمات أو الدفاع الناجح عن سعر التعادل، فإن الوصول إلى تصنيف نظام سعر الصرف على أنه ثابت فعلاً قد يكون نتيجة غياب الصدمات الحقيقية وليس لأن النظام ثابت فعلاً، هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى مثل ما يؤكد عليه كل من Panizza, Stein و Hausmann على أن الصدمات الخارجية يمكن أن تقود إلى خلق بعض الأخطاء في عملية تحديد الطبيعة الحقيقية لنظام سعر الصرف، حيث قد تكون الأنظمة الثابتة محلاً لعدم الاستقرار وإعادة التقييم القوي في حالة وجود الصدمات الخارجية القوية، بينما قد تسجل الأنظمة العائمة تطاير طفيف، إذا كانت الصدمات الخارجية ضعيفة خلال فترة معينة¹.

¹ Panizza.U, Stein.E, et Hausmann.R, « Why do countries float the way they float? », inter-American development Bank ,Working Paper n°418, 2000, p.04.

VI- اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية

تجذب أنظمة سعر الصرف في البلدان النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية الكثير من الاهتمام في الندوات والنقاشات التي جرت مؤخراً حول إصلاح النظام المالي الدولي، وذلك بسبب تأثير هذه الأنظمة على العوامل الخارجية والأزمات المالية والنقدية وتأثرها بها.

في البلدان المندمجة بشكل وثيق في الأسواق المالية العالمية، تعتبر أنظمة الربط القابلة للتعديل بشكل متزايد من أكبر المسببات للاضطرابات والأزمات. لذلك، غالباً ما تقدم المشورة من جهات عديدة للدول النامية بتبني نظام سعر صرف عائم، أو الالتزام بمصدقية الدفاع عن سعر الصرف الثابت عن طريق إنشاء مجلس للعملة أو عن طريق اعتماد عملة أجنبية أساسية في الاحتياطات الدولية كعملة رسمية في البلد (استخدام الدولار على سبيل المثال)، وبعبارة أخرى، فمن المستحسن اختيار الأنظمة القطبية بدلا من الأنظمة الوسيطة القابلة للتعديل¹.

وتشير التقديرات إلى أن ما يقرب من ثلثي الدول الناشئة كان لديها نظام وسيط في عام 1991، ولكن في عام 1999، انخفضت هذه النسبة إلى 42٪، أما نسبة 58٪ الباقية تبنت إما نظام سعر الصرف الثابت الصارم أو التعويم الحر.

ومع ذلك، وفي حين أن العديد من البلدان التي عانت من الأزمات المالية في العقد الأخير من القرن المنصرم، اختارت نظام سعر الصرف العائم، غير أن زيادة التقلبات في أسعار الصرف المرتبطة والمصاحبة لهذا النظام كانت مصدرا للاضطرابات وهاجس بالنسبة لهذه الدول. وهذا ما يفسر إقبال وميل البلدان التي تمر بمرحلة انتقالية والبلدان النامية بشكل متزايد على أنظمة سعر الصرف المرتبطة بالدولار. علاوة على ذلك، في ظل النظام المالي العالمي الذي يتكامل على نحو متزايد، أصبحت الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل تُعرض البلدان الناشئة للكثير من الاضطرابات نتيجة الحركة القوية لرؤوس الأموال، التي ينتج عنها الزيادة المفرطة والمغالاة في قيمة العملة والتأثير سلبيًا على الدورة الاقتصادية في هذه البلدان.

فإذا كان التعويم والأنظمة الثابتة القابلة للتعديل، لا تعتبر حلول ملائمة للبلدان النامية، حيث الارتفاع في تقويم العملة أو انخفاضها والتقلب القوي في سعر الصرف المرتبط بالأنظمة العائمة، قد ينجر عنها انعكاسات وتداعيات سلبية وخطيرة على البلدان النامية الصغيرة المفتحة اقتصادياً على الخارج والتي لها

¹ Bénassy-Quéré. A, « Régimes de change : avec ou sans sucre? », la lettre du CEPII, n°191, 2000, p.11.

حجم معتبر من الديون الخارجية المحررة بالعملات الأجنبية. بالنسبة لمعظم البلدان النامية والاقتصاديات التي تمر بمحلة انتقالية، حقيقة ربط عملتها إلى عملة الأجنبية والتخلي عن أي قدر من الاستقلالية في السياسة النقدية تنطوي على تضحية كبيرة من حيث النمو والعمالة والقدرة التنافسية الدولية، وبالتالي التكاليف تفوق بكثير المكاسب التي تقدمها هذه الأنظمة في تحقيق استقرار الأسعار وأسعار الصرف. البعض من الدول النامية اختار التعويم والبعض الآخر اعتمد أنظمة ربط العملة بالدولار الأمريكي وأنظمة صرف أخرى، وبالرغم من وجود نسبة هامة من التبادل التجاري بينها وبنية اقتصادية مماثلة، تعرف هذه الدول وضعيات مختلفة من حيث سعر الصرف.

هذا التباين والاختلاف، يجعل أسعار صرفها الثنائية أكثر تأثراً بتغيرات أسعار صرف الدولار في مقابل العملات الأخرى.

وبالنظر إلى عدم الاستقرار الذي يميز الأسواق المالية وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تغييرات غير متوقعة وغير متسقة في المنافسة بين الدول النامية وإلى إحداث ضغوط على العلاقات التجارية بين هذه الدول. فإن التساؤل الرئيسي هو ما إذا كان هناك نظام سعر الصرف ملائم ومرضي بالنسبة للبلدان النامية والانتقالية المندمجة بشكل وثيق في السوق المالية العالمية، بينما أهم العملات الاحتياطية الرئيسية تتعرض إلى التقلب الحاد في كثير من الأحيان، مما يجعلها تتجه تارة نحو الارتفاع وتارة أخرى نحو الانخفاض. كما أن حجم تدفقات رؤوس الأموال الدولية التي تتحرك بشكل قوي ومفاجئ يمكن أن يؤدي بسرعة إلى إرباك السلطات النقدية وإلى الحد بشكل معتبر من هامش تدخلها. كما كان لتحرير رأس المال آثار بالغة على اقتصاديات البلدان النامية عموماً والبلدان الناشئة بشكل خاص وانعكس ذلك بظهور أزمات مالية بصورة مفاجئة¹.

هل يمكن أن نرتقب أن هذه الدول ستعالج المشاكل المتعلقة بسعر صرفها بشكل أحادي فقط، بينما مدى واتجاه تدفقات رؤوس الأموال يتأثر كثيراً بالسياسات المتبعة في هذه الدول وفي ظل تميز الأسواق المالية والنقدية الدولية بشراسة عمليات المضاربة وبما يعرف بسلوك القطيع في هذه الأسواق؟

¹ Christain de Boissieu, « Corriger la libéralisation financière et les régimes de change », économie et sociétés, problème économique, 2000, p.24.

وهل يكون صحيحا أن بعض الرقابة على حركة رؤوس الأموال الدولية قد تساعد الدول النامية والانتقالية في تسيير سعر صرفها بكفاءة أكبر؟ فلقد نجحت بعض الدول مثل الصين حتى الآن في تطبيق سعر صرف وسيط بدون التعرض لمشاكل كبيرة، ومن جهة أخرى، عدة دول ناشئة اختارت الاندماج الوثيق في النظام المالي العالمي ولا تسعى إلى مراقبة حركة رؤوس الأموال الدولية، بالإضافة إلى ذلك يكون من الصعوبة البالغة على البلد المنعزل عن الأسواق المالية الدولية الصمود أمام التوجه العالمي القوي إلى تحرير حركة رأس المال من خلال الاستثمارات الأجنبية والتبادل التجاري وغيرها.

كما لا يمكن أن تشهدت الدول النامية إصلاح أو إنشاء نظام نقدي عالمي جديد في المستقبل القريب يأخذ بتوجهات وأفاق هذه الدول، في هذا الإطار هل تكمن الحلول في الاتحادات النقدية على المستوى الجهوي؟ أو تكمن في التوجه إلى ربط أسعار الصرف بالكامل بإحدى العملات الرئيسية عن طريق مجالس العملة أو الدولار.

كما يبدو الآن، أن هناك اتفاقا متزايدا على أن إدارة أحسن لأسعار الصرف في البلاد النامية تتطلب تحديد أسعار الصرف الحقيقية مع محاولة التنظيم والرقابة على التدفقات الرأسمالية غير مستقرة. على ضوء ما تقدم سنخصص هذه المرحلة لعرض أهم الخيارات المتاحة أمام الدول النامية، على اعتبار أن هناك أنظمة مختلفة لسعر الصرف يمكن أن تدار بنجاح في ظل النظام العالمي السائد، تتراوح من أنظمة مجالس العملة إلى نظام سعر الصرف كامل المرونة كما تتضمن الأنظمة الوسيطة، الأكثر استجابة لتوجهات الدول النامية والناشئة.

VI-1 الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل

لقد تم الإثبات منذ زمن، على أن البلد الذي قرر ضمان حرية تحرك رؤوس الأموال (أو غير قادر على الرقابة الفعالة على هذه الأموال)، لا يكون في مقدوره بالمرّة تثبيت سعر صرفه (إلى قيمة محددة أو داخل هوامش محدودة) وتحقيق سياسة نقدية مستقلة، فإنه عاجلا أو آجلا، سيتعرض ويواجه حالات معقدة لا تنفك على إجباره على التخلي عن أحد هذين الهدفين. تستدعي حالة التدفق الكبير لرؤوس الأموال ضرورة التدخل واسع النطاق في سوق الصرف، قصد تجنب ارتفاع سعر صرف الاسمي الذي يؤثر على

نمو الكتلة النقدية التي تؤدي إلى زيادة معدل التضخم والتي تكون مصحوبة بفقاعات المضاربة، وتصبح عملية التقييم غير مجدية ومكلفة جدًا¹.

إحدى الحلول المتوفرة أمام السلطات النقدية تتمثل في التثبيت النهائي لسعر صرف بالأخذ بمجالس العملة أو بتبني نظام الدولار، مع فقدان الاستقلالية في السياسة النقدية. أو يكون أمامها أيضا استخدام التعويم الحر، وتحرير السياسة النقدية من قيود سعر الصرف، فلن تتوجه إلى الدفاع عن قيمة معينة للعملة أو عن أي قيمة أخرى.

وكان يعزى لانهيار نظام أسعار التعادل لبروتن وودز، وأزمة النظام النقدي الأوربي في سنة 1992-1993 والأزمات الأسواق الناشئة إلى عدم إمكانية تحرير حساب رأس المال وتحقيق هدف محدد في سعر الصرف بشكل متزامن مع قيادة سياسة نقدية مستقلة، فحسب Eichengreen إن الرقابة على تحركات رؤوس الأموال التي كان مسموحا بها في نظام بروتن وودز، سرعان ما تم التخلي عنها لاسيما عند ارتفاع حجم المبادلات التجارية الدولية².

فقد استخدم نظام بروتن وودز في إطار مؤسس على الرقابة العامة للحركة الدولية لرؤوس الأموال، غير أن التعارض بين هيكلية أسعار الصرف والسياسات الاقتصادية في العديد من الدول الكبرى، نتج عنه اختلالات قوية في موازين المدفوعات، الأمر الذي دفع أصحاب رؤوس الأموال إلى الالتفاف حول ركيزة الرقابة على رؤوس الأموال، لاستثمار أموالهم في الخارج، وانتهى ذلك باختيار النظام والتبني العام لأسعار الصرف العائمة. أما في إطار النظام النقدي الأوربي، استخدمت أسعار التعادل بين عملات دول الأعضاء كخطوة أولى وأساسية نحو التوجه لإنشاء اتحاد نقدي في المجموعة الأوروبية، وتصاحب ذلك بالتعاون النقدي الجهوي داخل النظام، ولكن عدم التوافق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف الثابت المعدل، انتهى بإحداث أزمة صرف في هذا النظام في فترة 1992-1993³.

أعتبر تبني نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل، من بين الأسباب الأساسية المحدثة للأزمات المالية التي عصفت بالدول الناشئة مثل المكسيك، تايلندا، أندونيسيا، كوريا الجنوبية، روسيا والبرازيل وغيرها.

¹ Agnès. Benassy Quéré, Soperie chauvier, « Quel régime de change pour les pays émergents », technique financière et développement, mars, 2000, p.10.

² Eichengreen. B, « L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international », op-cit, p.173.

³ Dominick. Salvatore, « The European monetary system: crisis and future », Open Economic Reviews, 1996, p.593.

وتبعاً لهذه الأحداث، تبنت أغلب هذه الدول أنظمة أسعار صرف عائمة لتؤكد أن الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل غير ملائمة لظروفها وغير قابلة للاستمرار في الدول الأكثر اندماجاً في النظام المالي الدولي. مساهمة الأنظمة الثابتة المعدلة في إحداث وتعميق الضعف الخارجي وفي اندلاع الأزمات المالية في الدول الناشئة، أثبتتها التجارب في هذه الدول، ففي أغلب الدول الناشئة، كانت أسعار الفائدة مرتفعة عن غيرها في الدول الصناعية والذي يرجع في شق كبير منه، إلى ارتفاع معدلات التضخم في هذه الدول. كما تخلق مثل هذه الأوضاع مجالاً واسعاً لإمكانية التحكيم بين المستثمرين و المقرضين الدوليين لتحقيق المردودية المثلى و تدافع المؤسسات على الاقتراض من الخارج بغية تقليل تكاليفها، ومن جهة أخرى نتيجة توفر الضمانات للمقرضين و المقرضين الدوليين في الأنظمة الثابتة، هذا شجع أيضاً على الاقتراض والإقراض بطريقة غير حذرة وما قد ينجر عن ذلك من مخاطر على الاقتصاد المحلي Alea Moral، كما تسمح الضمانات أيضاً في الأنظمة الثابتة بقيام عمليات المضاربة دون تعرض المضاربين للمخاطر مما يجعل المضاربة تقود إلى زعزعة الاستقرار¹. طالما أن سعر الصرف الاسمي ثابت و معدل تضخم مرتفع مما هو سائد في بلد العملة الأجنبية المرجعية التي ترتبط بها العملة المحلية، من شأنه أن يقود إلى ارتفاع تقويم العملة المحلية من حيث القيمة الحقيقية وإلى زيادة العجز في الميزان الجاري.

وحتى إذا تمكن البلد من استيعاب تدهور الحساب الجاري والسيطرة على الالتزامات الخارجية، فإن الخطر النقدي يبدأ في الظهور ويزداد وينمو بشكل سريع، وعلى اعتبار أن السلطات النقدية ليست ملزمة على الدفاع بصرامة تامة عن ثبات سعر الصرف، فقد تتفاقم الأوضاع الاقتصادية وتسود التوقعات حول تخفيض العملة المحلية لتدفع وتشجع على هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، ويقود ذلك إلى إحداث أزمة سيولة مما يدفع ويجبر السلطات النقدية على زيادة الصرامة في السياسة النقدية، وتنتهي هذه الوضعية عاجلاً أم آجلاً باتجاه السلطات نحو التخلي عن النظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل نتيجة الانخفاض القوي والحاد في قيمة العملة والارتفاعات المتكررة في أسعار الفائدة، لتعلن عن انهيار النظام وخلق أزمة اقتصادية قد تكون خانقة. وبالرغم من هذه المخاطر، اختارت العديد من الدول التي عانت من معدلات تضخم مرتفعة، سياسة استهداف التضخم المؤسس على استقرار سعر الصرف

¹ Yves. Simon, Delphine. Lautier, « Finance internationale », 9^e édition, Ed. Economica, Paris, France, 2005, p.115.

بالربط بعملة أجنبية تتصف بخاصية القوة والاستقرار، ولم يكن ذلك فحسب على مستوى الدول صغيرة الحجم التي اقتصادياتها منفتحة على الخارج مثل النمسا، هولندا وغيرها، بل أيضا على مستوى بعض الدول الكبرى مثل إيطاليا التي كانت عرضة لهجمات المضاربة وشهدت اضطرابات كبيرة من جراء إقدامها على جعل أسعار الفائدة المحلية تعادل مثيلاتها في اقتصاديات شركائها التجاريين الأساسيين في الاتحاد الأوروبي.

الكثير من الدول النامية خاصة في أمريكا اللاتينية قد استعانت بالنظام الثابت القابل للتعديل للتحكم في معدلات التضخم ولكنها اكتشفت وواجهت صعوبة التصحيح الذي خلف الكثير من الاضطرابات. فقد نجحت بعض الدول من التخلص من عودة المعدلات المرتفعة للتضخم بعد الأزمات بالرغم من الانخفاضات الكبيرة في عملات هذه الدول، على سبيل المثال تمكنت البرازيل في سنة 1994، من دحر وتخفيض معدل التضخم الذي بلغ أكثر من 1000% إلى مستوى قارب 10% فقط في سنة 1998.

غير أنه وبالرغم من التصحيح المتكرر لسعر الصرف والانخفاض السريع للتضخم، ارتفع تقويم العملة البرازيلية إلى حوالي 20% في نهاية مسار مكافحة التضخم، وبالتالي لم يعد بإمكان هذا البلد مواصلة تبني هذا النظام في هذه الأوضاع الجديدة وتلقت البرازيل عدة هجمات مضاربة في نهاية 1998، يرجع في جزء منه إلى انتقال العدوى من الأزمة الروسية، مما نتج عنه انخفاض شديد وفجائي في الريال أمام الدولار الأمريكي وارتفع التضخم في البداية ثم عاد ليستقر عند مستوى منخفض.

بشكل عام، إقدام البلد على الاستعانة ببرنامج الاستقرار الذي يستند على الدفاع عن سعر الصرف سيواجه بشكل حتمي ارتفاع التقويم العملة من حيث القيمة الحقيقية بسبب لزوجة (تصلب) الأسعار الداخلية، وهذا ما يؤدي في الواقع إلى تحكمه في التضخم.

هذا ما يوضح أن الاستقرار باستخدام أداة سعر الصرف قد يكون ضرورياً للحد من التضخم، ولكن غالبا ما يصطدم ذلك بتقهقر وتراجع المنافسة وزيادة العجز في الميزان التجاري، ويصبح النظام محكوم عليه في نهاية المطاف بالانهيار، حتى لو كان معدل التضخم عند مستوى مقبول¹.

¹ Eichengrenn. B, Masson. P, Savastano. M, Sharma. S, « Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility », Princeton Essays in International Economics 213, International Economics Section, Department of Economics Princeton University, 1999, p.19.

من الناحية الاقتصادية قد تظهر عملية تحسين المنافسة بسيطةً، من خلال تخفيض العملة المحلية ولكن هذا الإجراء، قد يخلق صعوبات سياسية عندما تتوجه السلطات إلى التخفيض. الحكومات في كثير من الأحيان لا ترغب في التخلي عن ربط العملة وتخفيض قيمتها، لأنها اضطرت إلى بذل جهوداً كبيرة ومضنية في إقناع الجمهور بأن هذا النظام قد نتج عنه مكاسب تفوق بكثير التكاليف، بالإضافة إلى ذلك، تخشى السلطات من فقدان الثقة في السوق والتحول المفاجئ في اتجاه تدفقات رأس المال إلى الخارج، يليها بشكل أكيد الأهباء في أسعار الصرف.

كانت سياسة استهداف التضخم في تركيا في سنة 1999، في ظل النظام الثابت القابل للتعديل غير ناجحة، فبعد سلسلة من الأزمات السياسية والاقتصادية، أجبرت السلطات على التخلي عن أسعار الصرف الثابتة وإلى ترك الليرة التركية عائمة في السوق.

وفي هذا السياق تكمن إحدى الحلول في الرقابة على تدفقات رأس المال مع تطبيق نظام سعر الصرف قابل للتعديل، للحيلولة دون تفاقم ضعف الأنظمة القائمة على سعر صرف ثابت. واستخدام الضرائب فقد اقترح Tobin فرض ضريبة قدرها 1% على جميع تدفقات رؤوس الأموال والتي من شأنها أن تؤدي إلى إعاقة التحركات الدولية لرؤوس الأموال ذات الأهداف المضاربية¹.

واستخدام أيضا نسبة الاحتياطي لرأس المال الأجنبي، في هذا السياق اقترح كل من Eichengreen و Wyplosz (1995)، مشروع يقضي بإلزام إنشاء ودائع ضمان بدون فوائد لدى البنوك التجارية التي لها وضعيات مفتوحة بأسعار الصرف². هذه الإجراءات تهدف إلى القضاء على فرص المراجعة في المدى القصير وتساعد السلطات على الحفاظ على الاستقلالية في السياسة النقدية وتسمح بثبات سعر الصرف عند مستوى مرتفع بدون أن يجذب ذلك رؤوس الأموال المضاربة، وبدون خلق خطر مفرط في سعر الصرف، بينما إذا كان التضخم مرتفعاً فإنه لا يكون ممكناً الحيلولة دون ارتفاع تقويم العملة، والذي يكون خطيراً بشكل خاص عند استخدام نظام سعر الصرف لتحقيق هدف كبح معدلات التضخم.

ومع ذلك، فإن الغالبية العظمى من البلدان النامية لا تريد الحد من تدفق الأموال الساخنة إليها خلال فترة الازدهار والتوسع، وذلك للأسباب نفسها التي جعلتها لا تريد أن تتخلى عن أسعار الصرف الثابتة

¹ Grolier. A, « Le retour de la taxe Tobin? », in problèmes économiques, n°2595, 16 décembre 1998, p.30.

² De Grauwe. Paul, « Monnaie internationale: Théorie et perspectives », De Boeck Université, Belgique, 1999, p.120.

بعد نجاحها نسبيا في السيطرة على التضخم، فهي لا تزال أقل ميولا واحتمالا للسيطرة على تدفق رأس المال لتحقيق الاستقرار في سعر الصرف والسياسة النقدية للحماية من الضغوط في سوق الصرف الأجنبي في فترات من هجمات المضاربة والأزمات.

مع نظام سعر الصرف الثابت، تواجه السلطات النقدية صعوبة بالغة في تصحيح الاختلال الخارجي نتيجة التعارض بين الأهداف الداخلية والخارجية للسياسة الاقتصادية. الرغبة في الانتقال إلى الأنظمة العائمة على أمل أن يتم التصحيح بطريقة أقل قيوداً، لأن في مثل هذا النظام يتم السماح بانخفاض العملة أو ارتفاعها استجابة لقوى السوق وبالتالي تحقيق عملية التصحيح بشكل تلقائي في حالة العجز أو الفائض في العمليات الجارية وهو ما يتعذر حصوله في نظام أسعار التعادل.

VI - 2 التعميم

الأنظمة العائمة يمكن اعتبارها حلاً ملائمة للدول النامية والدول الانتقالية؟ هل تستطيع هذه الدول ترك عملاتها عائمة في السوق، وبالتالي ترك القيمة الحقيقية لعملتها تحت رحمة نزعة حركات رؤوس الأموال وتوجيه السياسة النقدية لخدمة الأهداف الداخلية فقط، مثل استقرار الأسعار والعمالة الكاملة؟ وإلى أي مستوى تستطيع التقلبات الشديدة وارتفاع تقويم العملة وانخفاضها التي لا تنفك تلازم التعميم أن تعيق من تحقيق هذه الأهداف؟

مثل هذا النظام، بالرغم من مزاياه، فقد يعتبر غير ملائم للدول النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية وذلك لأسباب عدة، فهذه الدول تعتمد اعتماداً كبيراً على التجارة الخارجية المفوترة بالعملات الأجنبية ومبادلاتها يتم تسعيرها بشكل عام بهذه العملات الأجنبية.

نسبة التجارة الدولية في الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول في المتوسط، تعادل أو تفوق ضعف هذه النسبة المسجلة في الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة أو في اليابان، لذلك إن آثار التغيرات في أسعار الصرف على وضعها الاقتصادي وخصوصاً على الأسعار والإنتاج والعمالة هي بالغة الأهمية والوظيفة على اقتصادياتها، بالإضافة إلى ديونها الخارجية المعتبرة والتي أغلبها مقومة بالعملة الأجنبية، الانخفاض الحاد في سعر صرف عملاتها يقود إلى خلق مشاكل كبيرة في خدمة الديون وإلى إحداث مخاطر السيولة ومخاطر عدم الملاءة المالية. بينما بلد مثل الولايات المتحدة يستطيع الاقتراض بعملته الخاصة، في هذه الحالة فإن الدائنين هم الذين يتحملون المخاطر.

كما أن معظم البلدان النامية والاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية لا تمتلك مؤسسات ذات مصداقية والتي هي في حد ذاتها سبباً لتقلبات السوق وسعر الصرف. غالباً ما تكون الأسواق المالية في الدول الناشئة غير عميقة ولا تتوفر فيها الأدوات اللازمة للتغطية من المخاطر صدمات سعر الصرف بالنظر إلى تحرير التبادل يمكن أن تكون أيضاً عرضة للصدمات شروط التبادل، إضافة إلى أن تقلبات سعر الصرف يكون لها آثار سريعة على معدلات التضخم، كما أن انتقال التقلب أسعار الصرف إلى الأسعار المحلية يكون سريعاً. معدل يتجاوز أربع مرات معدل انتقاله في الدول المتقدمة¹. والذي يقود بدون شك إلى أن تكون معظم البلدان الناشئة والنامية حذرة ومتردة في اختيارها لنظام سعر الصرف العائم.

عدد كبير من هذه الدول التي تنشأ وترغب في ترك عملتها عائمة، تطبق في الحقيقة أمرها نظام سعر صرف وسيط وتُغير أسعار الفائدة المحلية أو تتدخل في سوق الصرف لتأثير على اتجاه سعر صرفها، كما تمت الإشارة إليه سابقاً عند عرض التصنيفات الفعلية لأنظمة أسعار الصرف. وهذا ما يؤكد أن الدول الناشئة والنامية لا تميل إلى التخلي عن الأنظمة الوسيطة².

تاريخ البلدان الصناعية الرئيسية التي اعتمدت خطط تعويم أسعار الصرف بين الحريين العالميتين، ومنذ انهيار بريتون وودز يشير إلى أنه لا يمكن أن تنسب التقلبات المفرطة في سوق الصرف الأجنبي فقط لعدم وجود مؤسسات ذات مصداقية. بل على العكس من ذلك، فإننا بصدد خاصية نظامية قد تكون ملازمة لأسواق الصرف في الأنظمة العائمة والتي يغلب عليها تأثير حركات رؤوس الأموال المضاربة في المدى القصير، هذه التقلبات تزيد من مخاطر المعاملات وتحد من التدفقات الدولية للتجارة³.

تكاد تكون أسعار الصرف في النظام العائم بعيدة عن الاستقرار، كما أن العوامل النفسية يكون لها في كثير من الأحيان تأثير قوي على أسعار الصرف، مما قاد بعض الاقتصاديين إلى محاولة صياغة نماذج تعمل على تبيان تأثير العوامل النفسية على تقلب أسعار الصرف. في ظل النظام العائم، هذه التقلبات تشير إلى أن سعر الصرف يضل مستواه غير محدد بسبب تأثير توقعات السوق التي تهيم عليها المضاربة.

وبالتالي لا تقتصر المسألة في الأنظمة العائمة، على صعوبة تحقيق الاستقرار في سعر الصرف ولكن تكمن الصعوبة أيضاً، في عدم تكيف الميزان التجاري الخارجي في كثير من الأحيان مع التغيرات العنيفة

¹ Allegret. J, Courbis. B, « Monnaies, finance et mondialisation », Librairie Vuibert, France, 2003, p.190.

² Reinhart. C. M, « The mirage of floating exchange rate », American Economy Review, vol.90, n°2, 2000, pp. 65-90.

³ Dominick. Salvatore, « Economie internationale », op-cit, p.331.

والمفاجئة في أسعار الصرف. وهذا يعني أنه إذا كان السبب الأول يتمثل في تأثير حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، فإن تقلب سعر الصرف يعمل على مضاعفة هذا التأثير ويمكن أن يحول التأثير السلبي البسيط إلى اضطرابات قوية.

منذ انهيار بروتن وودز، أصبح التطاير المستمر ارتفاعاً وانخفاضاً، ميزة أهم العملات الرئيسية المستخدمة في الاحتياطات الدولية، حيث ظلت تتسم أسعار صرف عملات الدول الثلاثة G3 (الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا واليابان) المهيمنة على المعاملات الدولية بالتغيرات القوية وتشهد فترات مستمرة من الارتفاعات والانخفاضات، مما خلق صعوبات حمة للدول النامية فيما يتعلق بتسيير سعر صرفها وديونها الخارجية وفي الغالب كانت من أهم المسببات للأزمات الكبرى في الدول الناشئة والنامية¹.

ومع ذلك، فإن البلدان الصناعية الكبرى تميل إلى إهمال هذه المشكلة، وتعطي الأولوية للأهداف المحلية خاصة مكافحة التضخم. ونادراً ما تتدخل الولايات المتحدة أو اليابان مثلاً، التي تتعلق بحرية أسعار الصرف في أسواق العملات وتنسيق سياساتها في حالة عدم الاستقرار والمستوى غير ملائم لعملائها على نحو قد يهدد بشكل خطير آفاق الاقتصادية، باستثناء تدخلها في منتصف الثمانينيات لتخفيض والعمل على استقرار سعر صرف الدولار بسبب الضغوط الحمائية المتعلقة بالاختلال الهام في الميزان التجاري، ثم لتتدخل من جديد في منتصف سنوات التسعينيات عندما ارتفع الين الياباني إلى مستوى غير مسبوق في مقابل الدولار الأمريكي.

تقدم المشورة إلى الدول النامية بتبني نظام سعر الصرف العائم بدافع أن عدم التأكد المتمخض عن هذا النظام يقضي على الضمانات والخطر المعنوي ويجبر المقرضين والمقترضين على الأخذ بالمخاطر وتوخي الحذر. إلا أن التجارب تشير إلى أن خطر احتمال التعرض للأزمات هو بنفس الأهمية في النظام العائم منه في الأنظمة الوسيطة (البنك الدولي 1998).

في حالة حرية حركة تدفق رؤوس الأموال، فإن أسعار الصرف الاسمية لا تتحرك تلقائياً بطريقة لتعوض فروق التضخم (بمعنى آخر نظرية تعادل القوة الشرائية لا يتم تحقيقها) بينما تكيف أسعار الفائدة مع التضخم يكون سريعاً، ونتيجة لذلك تتجه عملات الدول ذات التضخم المرتفع إلى الارتفاع في المدى القصير. في ظل الأنظمة الوسيطة فائض رؤوس الأموال (بمعنى أن تدفقات رؤوس الأموال التي تكون

¹ Aglietta.M, « Macroéconomie internationale », édition Montchrestien, France, 1997, p.596.

أكبر من ما هو ضروري لتمويل الحساب الجاري) التي تجتذبها فرص المراجعة محفزة بفرص تعظيم المردودية، يؤدي إلى تضخيم الاحتياطات الدولية، أما في النظام العائم يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الاسمي، والذي يقود بدوره على جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية وإلى تفاقم الخسائر في فرص المنافسة التجارية نتيجة للتضخم، فكلما ارتفع سعر الصرف كلما زاد خطر في سعر الصرف. غير أن الكثير من المستثمرين لا يأخذون هذا الخطر بعين الاعتبار عندما يتبعون التوقعات ويسلكون سلوك القطيع الملاحظ في هذه الأسواق (أي يندفعون في نفس الاتجاه مع إغفال القيم الحقيقية لأسعار الصرف عن قصد أو بدونه بسبب عوامل قد تكون نفسية). على سبيل المثال لو تركت دول شرق آسيا عملاتها عائمة في بداية سنوات التسعينيات، عندما شهدت تدفقات رؤوس الأموال إليها فاقت احتياجاتها لتمويل حساباتها الجارية، لأحدث ذلك ارتفاعات في قيم عملاتها وأدى إلى تفاقم العجز في موازين مدفوعاتها بيد أن في تلك الفترة اختارت هذه الدول التدخل في الأسواق للحد من ارتفاع عملاتها.

منذ الحرب العالمية الثانية، كان عدد الدول الناشئة والنامية التي تبنت التعويم محدودًا جدًا، بشكل عام تعرضت هذه الدول إلى أزمات مالية، على الأقل تمثل هذه الحالات بعض الخصائص التي تفسر التردد والتشكك في قابلية وصحة هذا الاختيار، ففي دول أمريكا اللاتينية على سبيل المثال كانت أسعار الفائدة في الدول المتبنية للنظام العائم أكثر تقلبًا وأكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة في الولايات المتحدة منه في تلك الدول التي أخذت بالأنظمة الثابتة القابلة للتعديل، وهذا يوضح أن دول النظام العائم كانت تتمتع في الحقيقة بالقليل من الاستقلالية في قيادة سياستها النقدية وكانت أنظمتها المالية ضعيفة¹.

ويبدو أن الأنظمة العائمة تؤدي إلى تضخيم دورات الاقتصاديات لأن أسعار الفائدة تتجه إلى الارتفاع في فترات الركود، بالإضافة إلى ذلك، أنها تحدث انكماش في الأسواق المالية والاضطرار على دفع أسعار فائدة مرتفعة لارتفاع مخاطر حيازة الأصول المقومة بالعملة المحلية.

تجارب الدول الناشئة في تبني الأنظمة العائمة توضح أن هذه الدول لا تتبع المرونة الكاملة في أسعار صرفها لتخوفها من التعويم، مما يحول دون استفادتها من المكاسب التي تقدمها هذه الأنظمة خاصة المتمتع بالاستقلالية في السياسة النقدية.

¹ Hausmann R, « Should there be five currencies or one hundred and five? », Foreign Policy, fall, 1999, p.25.

أكثر ما ينطوي عليه التخوف من التعويم هو اكتشاف أن السلطات النقدية في الدول الناشئة تظهر أنها لا تستفيد من مكاسب المترتبة عن مرونة سعر الصرف، Calvo و Reinhart وجدا أن تطاير أسعار الفائدة كان كبيراً وهاما في الأسواق الناشئة التي تصرح بالنظام العائم من التقلبات المحدثه في الدول المتقدمة، متوسط التغير الشهري في أسعار الفائدة كان يعادل 758,19 في مجموع الدول الناشئة ويكافئ 80,15 في الدول الناشئة خارج المجموعة ذات التضخم المرتفع، بينما تم تسجيل 16,78 فقط في مجموعة الدول المتقدمة. هذا التطاير والتقلب في أسعار الفائدة يشير بوضوح إلى نقص المصدقية المتفشي في الأسواق النامية، فعندما يكون البلد قد عايش سنوات عديدة من التسيب المالي والاحتلال النقدي يتحول كل توقع عن تغير في سعر الصرف إلى أسعار الفائدة، التوقعات حول انخفاض العملة المحلية تترجم كذلك بارتفاع وتنامي أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية، مؤدياً إلى انكماش في النشاط الاقتصادي في حالة الصدمات السلبية، وبناءً عليه لا تحقق المرونة الكثير من مكاسب الاستقلالية النقدية في الأسواق النامية من جراء التقلبات القوية لأسعار الفائدة في هذه الدول¹.

تشير العديد من الدراسات إلى عدم وجود اختلافات معنوية بين الدول الناشئة من حيث تطور متغيرات الاقتصادي الكلي حسب نظام سعر الصرف، نتيجة للتخوف من التعويم لأن حسب هذا المفهوم حتى الدول المتبينة للتعويم الحر لا تترك سعر صرفها عائماً بحرية.

تسيير سعر الصرف في الدول النامية والناشئة التي تعلن عن تبني نظام سعر الصرف العائم يكشف كذلك عن معلومات ضرورية عن ظاهرة التخوف من التعويم، لغرض توضيح ذلك استخدام كل من Stein و Panizza Hausmann ثلاثة متغيرات التي تتمثل في احتياطات سعر الصرف الدولية، أسعار الفائدة ومعدلات انخفاض العملة المحلية على مجموعات مختلفة تشكل من الدول النامية، الناشئة بشكل خاص والدول المتقدمة كما يوضحه الجدول التالي.

تضم العينة المستخدمة في الدراسة الدول المتبينة للنظام العائم، ويوضح الجدول أسفله سلوك المتغيرات المستخدمة في الدراسة حسب الدول التي تقسم إلى عدة مجموعات، والتي تظهر أنها مختلفة حسب الدول، العمود الثاني من الجدول يوضح أن نسبة الاحتياطات الدولية إلى المجمع النقدي M2 التي تقيس

¹ Calvo, G, Reinhart, C.M, « Fixing for your life », in Collins et Rodrik D, (éd), Brooking Trade Forum 2000, Brooking institution, Washington, 2001, p.39.

حجم ما يحتفظ به كل بلد من الاحتياطات. فكلما كان البلد يستخدم درجة عالية من المرونة كلما كانت هذه النسبة ضعيفة. المجموعة الأولى من الدول الصناعية المأخوذة في الدراسة هي مجموعة G3 (الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا واليابان) التي تحتفظ بكميات قليلة من الاحتياطات بالنسبة للمجموع M2، والذي يعبر بشكل مباشر عن تفضيل هذه المجموعة انتهاج التعويم الحر، وعلى العكس تماما من ذلك، نجد الدول الناشئة تحوز مبالغ كبيرة من الاحتياطات والذي يشير بدوره إلى رغبة وعزم هذه الدول على تسيير سعر صرفها.

أما العمود الثالث والرابع في الجدول يعبران عن مدى تدخل الدول في الأسواق للعمل على استقرار سعر صرف العملة، كما سبق التعرف عليه سابقاً، فإن التطاير المرتفع في سعر الصرف (الضعيف) يحدث في الأنظمة العائمة (النظام الثابت)، التطاير المرتفع (الضعيف) في الاحتياطات يتم حدوثه في النظام الثابت (النظام العائم) وأخيراً تقلب مرتفع (ضعيف) في أسعار الفائدة يسجل في النظام الثابت (النظام العائم).

الجدول رقم (2-10): تطاير النسبي لأسعار الصرف حسب مجموعات الدول (يناير 1997-1999)

| تقلب انخفاض العملة مقسوم على تطاير: | | احتياطات الصرف/M2 | | |
|-------------------------------------|----------------|-------------------|----------------------|--|
| أسعار الفائدة | احتياطات الصرف | | | |
| 201,60 | 17,55 | 0,06 | الدول المتقدمة G3 | |
| 38,42 | 5,07 | 0,15 | دول صناعية أخرى | |
| 15,65 | 1,76 | 0,37 | الأسواق الناشئة | |
| 11,06 | 0,82 | 0,21 | دول نامية أخرى | |
| 9,74 | 1,12 | 0,42 | دول أمريكا اللاتينية | |
| 22,23 | 2,63 | 0,39 | دول شرق آسيا | |
| 40,57 | 4,18 | 0,25 | كل الدول | |

Source: Hausmann, Panizza et Stein, 2001.

تبني نظام سعر الصرف الثابت من المفروض أن يترجم بقيم ضعيفة في نسبة تقلب سعر الصرف إلى تقلب احتياطات، تشير هذه النسبة من جديد أن الدول المتقدمة G3 قد تبنت نظام سعر صرف قريب إلى التعويم الحر. لا تمثل النسبة المسجلة في الدول الناشئة إلا عشر النسبة المسجلة في المجموعة G3 و تمثل نصف النسبة المحددة في الدول الصناعية الأخرى التي تأخذ بالتعويم.

وبناءً عليه، هذه المجموعة من الدول الناشئة لا تسلك نفس سلوك الدول المتبينة للتعويم الحر أو المرونة العالية، بينما تسجل نسب أعلى من تلك المحددة في مجموعة الدول النامية. وبتعبير آخر يظهر أن مقدرة الدول على ترك العملة عائمة في السوق يتوقف على درجة تقدم هذه الدول¹.

العمود الرابع في الجدول يعكس النتائج المتعلقة بنسبة تطاير سعر الصرف إلى تقلب أسعار الفائدة. ينطوي نظام الثابت على معدلات قريبة من الصفر، وتسجل نفس النتيجة في نسبة سعر الصرف إلى احتياطات الصرف.

يتضح في الدول الناشئة من خلال النسبة المسجلة أنها تتصرف بشكل مختلف عن الدول التعويم الحر ونشير أن دول أمريكا اللاتينية سواء صنف في الدول الناشئة أو في الدول النامية سجلت بشكل ملحوظ نسبة ضعيفة.

قام كل من Klau و Mohanty (2004)، بدراسة سلوك أسعار الفائدة في مجموعة من الدول الناشئة^(*) وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة تتوقف بشكل قوي على سعر الصرف، وإلى أن هذا الأخير يساهم معنوياً في تطاير أسعار الفائدة، درجة التدخل تتراوح من بلد إلى آخر، فقد كانت استجابة سعر الفائدة قوية بالنسبة للمكسيك، بيرو وتايلندا، وكانت ضعيفة في بولونيا، تايوان والجمهورية التشيكية. تحليل التغيرات الشهرية لأسعار الفائدة وسعر الصرف يؤكد هذه النتائج، باستثناء بولونيا والجمهورية التشيكية، كل الدول تستخدم سعر الفائدة لتسيير سعر صرفها بالرغم من انتقالها إلى الأنظمة العائمة².

¹ Hausmann. R, Panizza.U et Stein.E, « Why do countries float the way they float? », op-cit, p.388.

(*) عينة الدول الناشئة المستخدمة في الدراسة هي الهند، كوريا، تايوان، تايلندا، البرازيل، الشيلي، المكسيك، بيرو، الجمهورية التشيكية، المجر، بولندا وجنوب إفريقيا.

² Mohanty, M. S, Klau . M, « Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence», BIS Working papers, N° 149, 2004, p.32.

فحسب Reinhart و Calvo سياسة أسعار الفائدة قد أصبحت الأداة المفضلة في الدول الناشئة لتسيير سعر صرفها بدلا من التدخلات.

وبناءً عليه، بالرغم من أن هناك توجهاً عاماً إلى تفضيل الأخذ بأسعار الصرف المرنة مما كان عليه الحال من قبل، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن نظم أسعار الصرف المرنة أصبحت مناسبة في كل الأحوال بل أن نجاح وفعالية مثل هذه السياسات يفترض الوصول إلى مرحلة نضج وتقدم في القطاع المالي وريثما يتم ذلك ستسود ترتيبات أخرى لأنظمة أسعار الصرف في البلدان الناشئة و النامية.

VI - 3 الأنظمة الثابتة

يبدو أن الدول النامية مع حرية حركة رأس المال لا يمكن أن تحقق الاستقرار المالي والاقتصادي المستدام عن طريق اختيار نظام أسعار الصرف العائمة أو الأنظمة الثابتة الزاحفة، ويبقى أمامها الحلول المتمثلة في الأنظمة الثابتة الصارمة مثل مجالس العملة، الدولار الكاملة أو الجزئية أو الاتحادات النقدية¹.

في نهاية سنوات التسعينيات، أقدمت 45 دولة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي على تبني أنظمة التثبيت الصارمة، من ضمنها 37 دولة (من بينها دول منطقة الأورو) لم تكن لها عملة رسمية مستقلة، أما باقي هذه المجموعة خاصة الأرجنتين (قبل سنة 2001)، هونغ كونغ والدول التي كانت في فترة انتقالية قبل انضمامها إلى الاتحاد الأوروبي مثل بلغاريا، استونيا وليتوانيا كانت تتبع أنظمة مجالس العملة.

أغلب الدول والأقاليم التي لا يوجد فيها عملة محلية مستقلة، كانت صغيرة الحجم باستثناء الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي الأوروبي. تبنت السلفادور، إكوادور وغواتيمالا الدولار الأمريكي كعملة رسمية لها. بشكل عام هناك 28 حالة من دولرة (الأوروبية) من بنما (USD) إلى موناكو (EURO). ومن جزر فيرجن Iles vierges (USF) إلى ليشتنشتاين Lichtenstein (CHF) أو سانت هيلين Saint H elene (GDP)².

تبدو هذه الحلول بشكل خاص ملائمة للدول التي لها تاريخ طويل من الاضطرابات النقدية، التضخم واختلال في الميزانية العامة. تتطلب هذه الأنظمة كما تم التطرق إليه في الأجزاء السابقة إلغاء دور البنك

¹ Eichengreen. B, « Twords a new international financial architecture», Institute for International Economics Washington D.C, 1999, p.02.

² Philippe d'Arvisenet, « Finance internationale », Dunond, Paris, France, 2004, p.211.

المركزي وتخليه عن قيادة سياسة نقدية مستقلة وكذا مهمة مقرض الملاذ الأخير، ويصبح سعر الصرف الاسمي مجرد من أي دور كأداة تصحيح وتكيف لجميع وسائل السياسة الاقتصادية للعمل على الحفاظ على سعر صرف ثابت أو الحفاظ على نظام الدولار.

هذه القواعد والقيود الإجبارية هي التي تضمن بالضبط المصدقية الضرورية في هذه الأنظمة وتحقق نجاحها، والتي تعني استعداد السلطات للاذعان للضوابط الخارجية خاصة تلك المنفذة من قبل البنك المركزي الأجنبي في بلد العملة الرئيسية المرجعية والذي يتمتع بسياسة نقدية مستقلة ذات مصداقية.

المكاسب المتوقعة جنيها من هذه الأنظمة تتمثل من الناحية الاقتصادية في انخفاض معدلات التضخم الوصول إلى معدلات فائدة منخفضة ومستقرة، انخفاض تكاليف الاقتراض من الأسواق الخارجية، ففي حالة الدولار تتوفر إمكانية وسهولة المقدرة على الاقتراض من الخارج بالعملة الرسمية في البلد وبالتالي التخلص من مخاطر الخطيئة الأولى وتضارب العملات¹.

بالإضافة إلى ذلك نعتقد أن الدولار تحسن من كفاءة عمل الأسواق وتعمق القطاع المالي وتعتبر جاذبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما تفضل المؤسسات والشركات الخاصة نظام الدولار، لأن دولة الاقتصاد تقلل من حالات عدم التأكد ومن تكاليف المعاملات. وبالتالي، فإن قرار الأخذ بالدولة مع مصداقية عالية تضمن ثقة المستثمرين الدوليين، وتؤدي إلى انخفاض علاوات المخاطر، مما يقلل من تكلفة التمويل الدولي، نتيجة وجود خطر بلد أقل في ظل سياسة اقتصادية ذات مصداقية تسعى إلى تحقيق استقرار الأسعار والسيطرة على العجز في الميزانية².

تكون هذه الفوائد معتبرة في حالة البلد صغير الحجم اقتصادياً الذي يرتبط ارتباطاً وثيقاً باقتصاد كبير صاحب عملة المرجعية المستخدمة في الاحتياطات الدولية المتميزة بالقوة والاستقرار.

هذه الإيجابيات قد تغطي خسائر البلد الناتجة عن فقدانه المقدرة على تغيير معدلات الفائدة أو سعر الصرف لمواجهة الصدمات الخارجية والداخلية وعلى إدارة ظروفه الاقتصادية وخسارته صك العملة الخاصة به.

¹ Henri Bourguinat, Op.cit, p.339.

² Jean-Pierre Allegret, « Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions », Panoeconomicus, 2007, p.12.

ومع ذلك، بالنسبة لمعظم الدول النامية، فإن مجالس العملة أو الدولار غير قابلة للاستمرار على المدى الطويل. وإن كان من الممكن أن تساعد على استعادة المصدقية بسرعة، بعد فترات طويلة من الاضطرابات النقدية، التسبب المالي والتضخم.

الربط أحادي الجانب إلى إحدى العملات الرئيسية في الاحتياطات الدولية قد يخلق اضطرابات العنيفة في اقتصاديات الربط، لأن العملات الرئيسية طالما كانت ولا تزال موضوعاً للتغيرات وتقلبات قوية، متكررة وغير متوقعة في كثير من الأحيان.

الأنظمة الثابتة الصارمة لا تعتبر ملائمةً آمناً لهذه الاقتصاديات من الصدمات المالية والحقيقية، وهذا ما أثبتته التجارب السابقة سواء في مراحل سريان معيار الذهب أو في هذه الأنظمة، إلا إذا لم يتعرض اقتصاد العملة المرجعية (الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً في حالة الأنظمة الثابتة إلى الدولار) إلى صدمات مماثلة ولا يستجيب إلا بطريقة تناسب وضعية وظروف بلد الربط، وهذا ما يستبعد حدوثه. التخلي عن السياسة النقدية المستقلة وضرورة الدفاع بمصدقية عن سعر الصرف الثابت يكون مكلفاً من حيث الإنتاج والعمالة.

لأسباب هيكلية ومؤسسية واضحة، مجموعة من الدول مشكلة من الدول النامية والدول الصناعية الكبرى يستعصى عليها تشكيل منطقة مثلى للعملة وكثيراً ما تتعرض لصدمات غير متكافئة ولاسيما بالنسبة للبلدان النامية التي تعتمد بشكل قد يكون كاملاً على صادرات المواد الأولية.

بالإضافة إلى ذلك، في ظل غياب التكامل الاقتصادي الوثيق، فمن غير المحتمل أن تكون الأوضاع منسجمة ومتزامنة في كلا البلدين، وينشأ عن ذلك، تعارض بين أهداف السياسات الاقتصادية مع التغيرات في أسعار الصرف، فقد تكون السياسة النقدية المتبعة في بلد العملة المرجعية غير مناسبة لبلد عملة الربط، في هذه الحالة يواجه هذا الأخير خطر ارتفاع أسعار الفائدة المحلية كما قد يشهد موجة من الارتفاعات في قيمة العملة، بشكل خاص إذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة ركود، مما يجعله يفقد قدرته التنافسية، كما حدث في الأرجنتين مع تجربة مجلس العملة.

يتم اعتبار في بعض الأحيان أن الصدمات غير متناظرة وعدم وجود تنسيق بين الأوضاع الاقتصادية لا تشكل أي أثر طالما أن الأجور والأسعار مرنة، في هذا الصدد يظهر بعض التعارض في نظريات سياسة سعر الصرف، لأن من بين الحجج المؤيدة للأنظمة المرنة المتمثلة في تصلب وعدم مرونة الأسعار والأجور

التي تمنع الاقتصاد من التكيف بسرعة مع الصدمات الخارجية والداخلية بدون تحمل تكاليف فيما يتعلق بالنمو والعمالة.

في هذا الإطار حتى عندما تكون الأسعار والأجور مرنة نسبياً، يمكن أن تكون عملية التصحيح والتكيف مع الصدمات مكلفة جداً، لأن باستبعاد أداة سعر الصرف، تصبح الطريقة الوحيدة لتصحيح قيمة العملة من حيث القيمة الحقيقية هي تخفيض الأجور الاسمية و لا يكون ذلك ممكناً بدون تخفيض الطلب الكلي وزيادة البطالة. بالإضافة إلى ذلك، ولأسباب حددها J. Keynes منذ أكثر من سبعين عاماً، هذا الانخفاض في الأجور الاسمية يقلل بدوره من الطلب ويزيد من الضغوط الانكماشية إذا نتج عنها انخفاض الأجور بالقيمة الحقيقية، وسيكون صعباً للغاية استعادة القدرة التنافسية بدون انكماش.

ما يمكن استنتاجه من هذا العرض أن خاصية عدم مرونة الأسعار والأجور التي هي من أهم الحجج المقدمة لصالح الأنظمة العائمة، قد تم إغفالها من جانب أنصار أنظمة مجالس العملة والدولة.

ومن ناحية أخرى لا يمكن ضمان في ظل نظام مجالس العملة، بقاء أسعار الفائدة على نفس مستويات أسعار الفائدة في بلد العملة المرجعية. إذا فقد الاقتصاد قدرته التنافسية وأصبح يشهد تراكم العجز في ميزان المدفوعات، فإن انخفاض الاحتياطيات يؤدي إلى انخفاض مستوى السيولة والذي يدفع بأسعار الفائدة إلى الارتفاع، مما قد يزعزع استقرار النظام المالي. ويرى بعض النقاد أن مجالس العملة لا تقلل من مخاطر أزمة ميزان المدفوعات إلا إذا زادت من مخاطر التعرض إلى أزمة مصرفية¹.

بالإضافة إلى ذلك، لا يكون بالضرورة لدى المستثمرين الدوليين الثقة المطلقة في النظام، مما يجعلهم يطالبون بعلاوة مخاطر أكبر، كما تم إثباته في معظم بلدان أنظمة مجالس العملة، ويتعرض أيضاً هذا النظام لهجمات المضاربة كما هو الحال في أي نظام سعر صرف آخر، علاوة على ذلك قد تكون تكلفة الدفاع عن سعر الصرف الثابت أكبر من تكلفة انهيار نظام ربط العملة القابلة للتعديل.

على سبيل المثال فقد خسرت الأرجنتين وهونغ كونغ من حيث العمالة والإنتاج بقدر يعادل أو يفوق ما خسرت الدول المجاورة لهما التي تعرضت إلى انخفاض سعر الصرف بشكل حاد خلال الأزمات الأخيرة.

¹ Chang, R, Velasco, A, « Financial crises in emerging markets: a canonical model», Working Paper N°98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998, p.02.

تسمح مجالس العملة من حيث المبدأ بإمكانية تخفيض قيمة العملة أو التعويم الكامل نتيجة محافظة النظام على وجود عملة محلية، على العكس مما هو قائم في نظام الدولار¹. ومع ذلك لا تتوفر في مجالس العملة إستراتيجية معروفة للخروج عن النظام، كما أن الكشف عن هذه الإستراتيجية يجعل منها غير فعالة، لذا يكاد يكون من المستحيل التخلي عن النظام دون اضطرابات كبيرة، خصوصاً عندما تكون التكاليف الاقتصادية تستدعي ضرورة التخلي عن مجالس العملة.

وطالما أن البلدان النامية غير قادرة على إيجاد حلول مثلى فيما يتعلق بأنظمة أسعار صرفها والوقاية من الأزمات المالية من جانب واحد في ظل عدم توفر رغبة الدول الكبرى في إصلاح النظام المالي الدولي قد تظهر الحلول الإقليمية أكثر ملائمة للدول النامية في ظل الظروف والتحويلات التي يشهدها الاقتصاد العالمي. حيث يمكن لإنشاء عملات إقليمية لمجموعات من البلدان النامية أن يجلب إيجابيات معتبرة مماثلة لتلك المتوقعة من إنشاء منطقة الأورو، فإنها توفر إمكانية تخفيض تكاليف المعاملات في المنطقة وتذليل صعوبات قيام الصفقات والمعاملات المتعلقة بالتجارة والاستثمار داخل المناطق الإقليمية. فهذا الاستقرار يشجع على استخدام العملة كمستودع للقيمة، وسيطاً للتبادل ويلغي بالتالي عدم كفاءة المعاملات، كما يلغي تكلفة التدخل الرسمي في سوق الصرف، وتكاليف التحوط من مخاطر عمليات الصرف في المعاملات التجارية².

ومن المتوقع أن يقود ذلك إلى زيادة الإنتاج المحلي الإجمالي في هذه الدول وإلى تعزيز التجارة البينية داخل المنطقة وبشكل أساسي تخفيض وزيادة التجارة مع بقية العالم بشروط أفضل بكثير. إقامة هذه الترتيبات الإقليمية التي تجمع الدول النامية من شأنها أن تؤدي إلى الحد من مخاطر عدم التلاؤم في الأوضاع الاقتصادية والصدمات غير متماثلة على اعتبار أن الهياكل الاقتصادية والمؤسسية في الدول النامية تتشابه إلى حد كبير. وبعبارة أخرى، من المرجح أن مجموعة فقط من البلدان النامية ستكون أقرب إلى تشكيل منطقة عملة مثلى، إذا لم تكن البلدان المتقدمة طرفاً في هذه المجموعة.

ويمكن لهذه الترتيبات أن تستمر لفترة طويلة دون إحداث اضطرابات كبيرة وتساعد على تعميق التكامل بين الدول النامية. في عالم متميز بعدم الاستقرار المالي، فإن أي من الترتيبات الإقليمية الهادفة إلى تحقيق

¹ Carlos Quenan, « La dollarisation avantages et inconvénients », technique financière et développement, 2001, p.05.

² Dominick Salvatore, op.cit, p.333.

استقرار سعر الصرف ومنع نشوب الأزمات وإدارتها على نحو أفضل في حالة حدوثها، ينبغي أن تستكمل بآليات أخرى لتعزيز الرصد المبكر للأزمات وتحسين كفاءة المعلومات. ولكن كما توضحه التجربة الأوروبية، إنشاء اتحادي نقدي يعتبر مسار طويل وشاق ويتطلب توفر إرادة سياسية قوية وثقافة التكامل الإقليمي.

VI-4 الأنظمة الوسيطة الأكثر مرونة

في سياق النمو السريع لتدفقات رأس المال إلى الأسواق الناشئة وتوسيع دائرة شركائها التجاريين، تبرز أهمية مسألة اختيار نظام سعر الصرف الأمثل الذي يحقق التناسب بين الاستقرار الداخلي والخارجي للبلد، وكذلك يسمح ببعض الحماية من مخاطر تغير الاتجاه المفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الساخنة. إن الهدف النهائي للسياسة الاقتصادية وبالتالي لاختيار نظام سعر الصرف هو تحقيق نمو سريع وأكثر استقراراً.

وفقاً لتحليل Eichengreen تدفع العولمة إلى تبني الحلول الركنية، ففي النظم الوسيطة، أين كان ينظر إلى النظام النقدي الأوروبي كنموذج أصلي، لم يعد قابلاً للاستمرار في بيئة يتحول فيها ما يقارب 1,2 تريليون دولار يوماً من عملة إلى أخرى، في حين أن احتياطات البنوك المركزية منفردة نادراً ما تجاوز خمس هذا المبلغ. في الواقع إن الدروس المستخلصة من تجارب الدول الصناعية هو أن الحلول الوسيطة لم تعد عملية وأن الأنظمة التي تقع في الركنين ينبغي أن تسود فقط.

مما سبق نستنتج أن الأنظمة الوسيطة محدودة المرونة غير قابلة للاستمرار في الدول الأكثر انفتاحاً على تدفقات رؤوس الأموال، كما أن الحلول الركنية تعتبر إشكالية في الدول النامية والناشئة، ويجدر بنا أن نتساءل هل هناك نظام يكون مناسباً للبلدان الناشئة؟ بهدف الإجابة على التساؤل، سوف نقوم بالتطرق إلى المقترحات المقدمة من قبل Williamson و Goldstein التي قد تكون أحد الحلول الملائمة لإمكانيات وظروف الدول النامية والناشئة تماشياً مع التحولات التي تعرفها من خلال اندماجها المتنامي في الأسواق الدولية، وسعيها إلى تحقيق النمو المستدام ريثما بلوغها مستويات متقدمة في الوصول إلى ما تنشده من تحقيق النضج المالي وتطوير وتعميق أسواقها والتوجه نحو الأنظمة القائمة.

VI - 4-1 الربط المتحرك بسلة من العملات مع هامش تعويم

يقدم Williamson خيار الربط بسلة من العملات الأجنبية مع هامش تعويم وربط زاحف BBC (Band, Basket, Crawl)، ويستند مقترح Williamson على ثلاثة عناصر أساسية، الربط بسلة من العملات بدلاً من الربط بعملة شريك تجاري واحد، والذي من شأنه أن يؤدي إلى القضاء على آثار التقلبات المسجلة في أسعار الصرف بين العملات الرئيسية التي تتحرك في اتجاهات متعاكسة. الاقتصاديات الناشئة بحاجة إلى ضمان أن يظل سعر الصرف ضمن هامش تقلب متناظرة وكبيرة نسبيًا، وتكون الأسواق وجمهور المتعاملين على اطلاع بحجم التغيرات المسموح بها في سعر الصرف. وبالتالي يترتب على ذلك استقلالية البنك المركزي في قيادة السياسة النقدية، شريطة أن يبقى سعر الصرف ضمن الهوامش المحددة. وأخيرًا يتيح هذا النظام إمكانية ضبط السعر المركزي لنطاق التقلب بشكل تدريجي بدلالة المحددات الأساسية لسعر الصرف الحقيقي¹.

يعتبر Williamson هذا النظام حلاً أكثر ملائمة لهذه الدول من حيث أنه يسمح بتخفيف آثار التقلبات في مختلف أسعار الصرف على التبادلات التجارية، والاحتفاظ بسعر الصرف داخل هامش تعويم واسع النطاق لضمان للبنك المركزي درجة كافية من الاستقلالية في قيادة السياسة النقدية ولكن أيضاً يأخذ بعين الاعتبار عدم التأكد في قياس سعر الصرف التوازني. وفي الأخير تعديل سعر الصرف بدلالة الأساسيات وبشكل خاص بدلالة فروق التضخم مع الخارج، يسمح للبلد بضمان تنافسية الاقتصاد.

VI - 4-2 نظام سعر الصرف المدار المحسن

اقترح Goldstein يركز على الاستهداف الداخلي للتضخم كركيزة أساسية للسياسة النقدية وهكذا يمكن للسلطات التدخل في أسواق الصرف لإدارة سعر الصرف في حدود أن لا يتعارض ذلك مع تحقيق الهدف المحدد للتضخم وبمجرد أن يحدث التعارض بين الهدفين ينبغي أن يحسم الأمر إلى هدف استقرار الأسعار قبل استقرار سعر الصرف².

¹ Williamson J, « Exchange rate regimes for emerging market: reviving the intermediate option », op-cit, p.17.

² Goldstein. M, « Managed floating plus », op-cit, p.28.

نظام سعر الصرف العائم المدار قد يعتبر حلاً أكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية من النظام العائم الحر بالنسبة للاقتصاديات النامية والناشئة، المندمجة في الأسواق المالية الدولية. هذا النظام له قواسم مشتركة مع نظام الربط بسلة من العملات المقترح من قبل Williamson، ومع ذلك، فإنه يقوم على مفهوم مختلف فيما يخص الاستقرار. تكمن أوجه التشابه في إعطاء أولوية خاصة للاستقلال في تسيير السياسة النقدية للحد من التقلبات المفرطة المحدثة في أنظمة التعويم الحر. أما أوجه الاختلاف تتمثل في إعطاء دور مركزي في الحفاظ على أسعار التكافؤ في سعر الصرف في نظام الذي يشير إليه Williamson، في حين أن نظام الذي يؤكد عليه Goldstein يقوم أساساً على استهداف معدل تضخم داخلي كركيزة اسمية للسياسة النقدية.

وفي محاولة للمقارنة بين النظامين المقدمين من قبل Williamson و Goldstein، نلاحظ أن هذين الشكلين يتوسطان الأنظمة القطبية المتناظرة من سعر الصرف الثابت إلى التعويم الحر، وخلافاً لنظام المقدم من جانب Williamson نجد Goldstein يحدد كهدف أولي تحقيق خطة ثبات الأسعار.

يتيح هذا النظام بالتالي دوراً أكثر أهمية في تحقيق الاستقرار في الاقتصاد المحلي منه في سعر الصرف وأيضاً نظراً لخصائصه فإنه يختلف عن التعويم الحر من جهة أنه يسمح للسلطات النقدية على التدخل عن طريق السياسات المختلفة للحد من التقلبات المفرطة في سعر الصرف، طالما يكون معدل التضخم المستهدف مكفولاً، في حالة التعارض بين الهدفين يحسم في النهاية لهدف تحقيق الاستقرار.

هذه الخصائص تظهر هذا النظام كنظام أمثل في الاقتصاديات النامية بشكل خاص، أولاً، هو نظام أكثر مرونة من باقي الأنظمة الوسيطة الأخرى، حيث لا يكون أمام السلطات النقدية أي نطاق مستهدف ومعلن في سعر الصرف، وتكون قوى السوق من بين المحددات الرئيسية لسعر الصرف.

هذا يضمن وجود قوة لاحتواء آثار الصدمات السلبية التي قد تؤثر على الاقتصاد ويضمن أيضاً المزيد من الاستقلالية في السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الحقيقية في هذه الاقتصاديات التي تكون فيها استراتيجيات النمو قائمة على سياسات تشجيع الصادرات.

كما أننا بصدد نظام مدار للإشارة إلى أنه على عكس التعويم الحر، تستطيع السلطات النقدية التدخل في حالة الضرورة وبمختلف السياسات للعمل على مواجهة تقلب تغير اتجاهات تدفقات رؤوس الأموال والتخفيف من حدة التقلبات المفرطة في سعر الصرف وأيضا المحافظة على سيولة الأسواق. وهو ما يعتبر هام لاسيما في الاقتصاديات المدروسة التي تتميز بأسواق مالية وأسواق صرف غير متطورة بالشكل الكافي، بالإضافة إلى ذلك ترك سعر الصرف عائما في هذا النظام بطريقة معنوية وهو ما يعتبر إشارة واضحة لجمهور المتعاملين بأهمية الأخذ بمخاطر الصرف.

وفي الأخير هو نظام محسن لأنه يضم نوعين من التدابير التي تغذي بعضها البعض وتشكل نقاط قوى رئيسية، ثمة هدف لاستهداف التضخم كركيزة للسياسة النقدية والجانب الأخر يتمثل في الحد من مشكلة التضارب بين العملات (عدم التطابق) Currency mismatch. وقد تكون تدابير الحد من تضارب العملات متنوعة، حيث يمكن أن تكون من خلال فرض قواعد للحد من انكشاف البنوك على وضعيات مفتوحة بالعملات الأجنبية، وضع آليات أكثر كفاءة للتغطية من المخاطر أو نشر بيانات عن مؤشرات التضارب بين العملات. الفائدة من هذه الإجراءات هو السماح للقيادة السليمة لسياسة استهداف التضخم، نظرا للدرجة العالية في الانفتاح التجاري والانفتاح المالي على حساب رأس المال في هذه الاقتصاديات وأيضا على أساس أن أغلب التزامات هذه الدول اتجاه الخارج هي مقومة بالعملات الأجنبية، في هذا الشأن فإنه يكون من غير الحكمة تجاهل تأثير تقلبات أسعار الصرف.

هذه التدابير في هذا النظام تؤدي إلى التقليل بشكل لافت من ظاهرة التخوف من التعويم التي طالما رصدت في هذه الدول. في المقابل، فإن التنفيذ الناجح لسياسة استهداف التضخم من خلال الوصول إلى معدلات ضعيفة تسمح أيضاً بالتخفيض والحد من مخاطر تضارب في العملات. كما أوضح Goldstein يكون خطر سعر الصرف مرتفعاً في هذه الاقتصاديات بسبب غياب وجود سياسات نقدية تتمتع بالثقة والمصدقية الكافية واللازمة للحد من احتمالات انخفاض العملة في هذه الدول.

علاوة على ذلك ينبغي أن يساهم التضخم المنخفض في تعزيز استقرار سياسات الاقتصاد الكلي، وتعزيز الثقة في الأسواق وزيادة كنتاجية حتمية لذلك في تطوير وتعميق الأسواق المالية وزيادة في نفس الوقت من الإصدارات المحررة بالعملات المحلية¹.

¹ Goldstein M, « Managed floating plus », op.cit, p.33.

حسب Murray و Baillui هذا النظام ينطوي على المزيد من الجهود لتطوير الأسواق المالية المحلية وتقليل الاعتماد على الاقتراض بالعملات الأجنبية، علاوة على ذلك يجعل هذا النظام الاقتصاديات النامية والناشئة أكثر حذرًا في تحرير أسواقها المالية والحفاظ على بعض القيود على تحركات رأس المال حتى يتسنى لها خلق بنية مؤسسية ذات كفاءة كافية للرصد والرقابة والتنظيم.

وفقا لهؤلاء المنظرين، هذا النهج المتدرج في الانفتاح على الأسواق المالية يحد من تعرض الاقتصاد للصدمات الخارجية ويعزز من ثقة المستثمرين. ومع ذلك سيتم اعتبار هذه القيود على أنها مؤقتة وليست سمة دائمة من سمات الاقتصاد¹.

وتجدر الإشارة إلى أن تجربة الاقتصاديات الناشئة مع سياسة استهداف التضخم لا تزال حديثة نسبياً وبالرغم من ذلك يجب أن لا تتردد هذه الدول في الأخذ بهذا النظام طالما من شأنه أن ينشئ إطاراً صلباً وذائع الصيت لمكافحة التضخم لتحقيق مستويات تضخمية مقبولة.

¹ Baillui.J, Murray, « Les régimes de change dans les économies émergentes », Revue de la banque du Canada, 2003, p.09.

الخلاصة

تم التطرق في هذا الفصل في أجزائه الأولى إلى مزايا ومساوئ أنظمة أسعار الصرف، حيث تتمخض أهم مزايا أنظمة أسعار الصرف الثابتة عن تجارة أكثر قوة وتدفقات استثمارية أكبر حجماً وعن تحقيق معدلات تضخم منخفضة، وتسمح كذلك باستبعاد حالة عدم التأكد التي يتعرض لها الأعوان الاقتصاديون في معاملاتهم الدولية وبالتالي تحفز هذه الأنظمة على تحسين مردودية الاقتصاد الكلي. أما أحد نقاط الضعف الأساسية للنظام الثابت فهي غياب استقلالية السياسة النقدية والزيادة الحتمية في سعر الصرف الحقيقي التي تنشأ نظراً لتأخر انخفاض معدلات التضخم في ظل غياب استخدام أداة سعر الصرف.

أما بالنسبة للنظام المرن، فتتسم مزاياه الأساسية في قدرة الاقتصاد على التكيف مع الصدمات وامتصاص آثارها وفي فعالية السياسة النقدية التي تبقى رهنا لأهداف السلطات النقدية إلا أن نجاح وفعالية النظام تفترض الوصول إلى مرحلة نضج وتقدم القطاع المالي، وأما عن أهم مساوئ النظام المرن فهي تتمثل في معدلات تضخم أكثر ارتفاعاً وتجارة خارجية غير مستقرة نتيجة التقلب في سعر الصرف.

كما أدت الموجة الأخيرة من أزمات الأسواق الناشئة في التسعينات إلى توجيه الانتباه إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة والاستقلال النقدي وعمليات الربط لا تتسق مع بعضها البعض، وبناءً على ذلك طرح العديد من المراقبين وجهة النظر ثنائية القطب والتي تشير إلى اختيار الربط الجامد أو التعويم. غير أنه بالرغم من استبعاد أزمات العملة في حالة الربط الجامد مثل مجالس العملة أو الدولار. إلا أن احتمال حدوث الأزمات المصرفية يبقى قائماً بسبب عدم المقدرة على احتوائها دون وجود سلطة نقدية من جراء غياب دور مقرض الملاذ الأخير وعدم القدرة على توفير المرونة في السياسة النقدية لمقابلة الصدمات، وتعني هذه الصعوبات أن الترتيبات الوسيطة قد تظل قائمة.

وقد اتضح من نتائج عرض التصنيفات، أن التصنيفات الفعلية هي التصنيفات الأكثر فعالية لتحديد تأثير أنظمة أسعار الصرف على المردودية الاقتصادية، ذلك لكونها تعكس الواقع الفعلي مقارنة مع تصنيفات صندوق النقد الدولي التي تنطلق من مجرد الإعلان الرسمي عن تبني لنظام معين من قبل الإدارة الاقتصادية دون أن يرق تطابق تلك الأنظمة مع شكلها النظري. وأكثر ما يثبت ذلك هو تبني بلدان عديدة لأنظمة أسعار الصرف العائمة تحت تسمية التعويم المستقل رغم أن تطبيق هذا النظام في الواقع لا يعكس التعويم

الذي تعرفه النظرية الاقتصادية، ومن جهة أخرى فإن البلدان التي تستخدم أنظمة الصرف الثابتة بشكل صارم لا تستبعد من اتخاذها لسياسات لا تتلاءم مع التثبيت وبالتالي يظهر هذا النظام معبراً عن التعويم المدار.

كما تستند عملية اختيار بين أنظمة أسعار الصرف على معايير وأسس معينة، أهمها التضخم النسبي وتدفق رؤوس الأموال التي تعتبر من أهم المعايير الأكثر أخذاً في الحسبان في البلدان النامية خصوصاً بعد الأزمات المالية لسنوات التسعينات التي استدعت التحلي عن أنظمة الصرف الثابتة والاتجاه نحو الأنظمة الأكثر مرونة وذلك لأن هذه الأخيرة تتلاءم مع تدفق رؤوس الأموال والسياسة النقدية مستقلة قصد مكافحة التضخم عن طريق سياسة استهداف التضخم.

الفصل الثالث

تأثير أنظمة أسعار الصرف على
التضخم

مقدمة

خلال الفترة ما بين نهاية الحرب العالمية الثانية وأوائل السبعينيات، جعل نظام بريتون وودز لأسعار الصرف المربوطة السيطرة على التضخم بمثابة أداة للتثبيت من أجل تحقيق استقرار الأسعار في بلدان العالم، حيث لا يمكن لمعدلات التضخم في البلدان الأخرى أن تنحرف بعيداً عن معدلات الولايات المتحدة إلا في الحدود التي يمكن فيها لهذه البلدان تحقيق درجة من الاستقلال النقدي من خلال الضوابط على رأس المال.

وبعد انهيار هذا النظام استطاعت بعض البلدان بما فيها معظم البلدان النامية ربط أسعار صرفها واعتمدت على ذلك للسيطرة على التضخم، حيث قامت بربط أسعار صرفها بعملة بلد يكون فيه معدل التضخم منخفضاً. والعيب الرئيسي في هذا النهج هو أنه يجد من قدرة البنك المركزي على التجاوب مع الصدمات، كما أن شروط المحافظة على ثبات أسعار الصرف قد صارت أكثر صعوبة مع حركة النقود المتزايدة وغير المستقرة عبر الحدود طوال السنوات الماضية، كما دلت على ذلك أزمات العملة خلال التسعينيات.

وأمام درجة تعقيد العلاقة التي تربط نظام سعر الصرف بالتضخم وصعوبة الحكم على كفاءة نظام على حساب نظام آخر في التأثير على تخفيض التضخم، تظهر أهمية دراسة ومقارنة المردودية الاقتصادية لمختلف الأنظمة فيما يتعلق بالتضخم.

بناءً على ذلك سنتناول في هذا الفصل دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم من خلال تبيان في المبحث الأول مفهوم التضخم، أسبابه ونتائجه ثم نشرع في دراسة علاقة التضخم بأسعار الصرف في المبحث الثاني لنهني الفصل بمبحث ثالث ندرج فيه تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم.

I- التعريف بظاهرة التضخم وتبيان أسبابها و نتائجها

يعتبر التضخم من ظواهر قديمة، فمنذ العصور الأولى وبظهور أولى العملات خلال الحضارات القديمة وهذه العملات في تعرض مستمر لتغيرات عديدة في قيمتها وفي قوتها الشرائية. ولعل أهم الأسباب آنذاك المؤدية إلى تغير قيمة العملات وما يصاحبه من تغيرات في الأسعار كان راجعاً إلى الحروب والفتوحات، عمليات سطو و استيلاء على الثروات والمخزون من العملات المعدنية من الذهب و الفضة في تلك الحقب الزمنية.

غير أن التضخم أخذ يبرز كظاهرة اقتصادية تخضع لمقاييس علمية في نهاية القرن السابع عشر، وكان ذلك بعد توسع استعمال النقود الورقية في أمريكا وفرنسا، حيث كان يتعرض العالم من الحين إلى الآخر لموجات تضخمية بشكل يكاد يكون منتظماً. ومن ثم بدأ الاهتمام بدراسة التضخم كظاهرة اقتصادية خصوصاً بعد الاكتشافات الحديثة لمناجم الذهب عبر مختلف أنحاء العالم خلال القرن التاسع عشر.

ويعد التضخم الذي واجهه العالم خلال سنوات الحرب العالمية الأولى و الثانية وما تلاهما أسوأ حالات التضخم التي عرفها الاقتصاد العالمي، إذ تضاعفت الأسعار آلاف المرات عن مستوياتها قبل الحرب. تتضارب النظريات المفسرة لظاهرة التضخم والتي تفرز بدورها تضارباً في السياسات التي تنشُد القضاء على هذه الظاهرة أو احتوائها أو الحد من تفاقمها. ومن الأسباب الهامة لاختلاف النظريات المفسرة للتضخم تكمن في اختلاف الفلسفات الاقتصادية التي تستند إليها هذه النظريات.

I-1 تعريف التضخم و أنواعه

يعد التضخم من الظواهر الاقتصادية التي لم توصف بتعريف واضح ومحدد من المفكرين والباحثين المهتمين بدراسة الظواهر النقدية والاقتصادية، فالتعريف الذي قد يسود خلال فترة زمنية معينة قد لا يتفق مع تعريف نفس الظاهرة خلال فترة زمنية معينة أخرى، كما قد يختلف مفهوم التضخم خلال نفس الفترة الزمنية باختلاف وجهات نظر مفكري هذه المرحلة، ويستخدم مفهوم التضخم لوصف ظواهر عديدة تشمل الزيادة في مستويات الأسعار والزيادة في مستويات الدخل والأجور، كما تشمل التضخم في العملة أو التضخم في التكاليف، إلا أن محور هذه الدراسة يركز على الارتفاعات المتوالية في مستويات الأسعار المحلية.

I-1-1 التعريف العام بظاهرة التضخم

يتمثل المظهر العام لظاهرة التضخم في الانخفاض المتواصل للقيمة الحقيقية لوحدة النقد. وتقاس القيمة الحقيقية لوحدة النقد في وقت معين بالمتوسط العام لما يمكن أن يقتنى بهذه الوحدة من النقد من مختلف السلع والخدمات. ومن الواضح أن هذا الكم من السلع والخدمات يقل بارتفاع أثمانها ويزيد بانخفاض هذه الأثمان، ومن ثم تسير القيمة الحقيقية أو القوة الشرائية لوحدة النقد عكسياً مع ارتفاع المستوى العام للأسعار. وبالتالي يمكن القول بأن المظهر العام للتضخم يتمثل في الارتفاع المتواصل للمستوى العام للأسعار والذي يقود إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود¹.

كما يعرف التضخم بأنه الارتفاع المستمر والمحسوس لمستوى العام للأسعار، واستناداً لذلك لا يعتبر من التضخم تلك الحالات التي ترتفع فيها الأسعار بشكل قليل جداً أو متقطع، فيجب أن يكون الارتفاع في المستوى العام للأسعار واضحاً ومحسوساً في المجتمع وأن يشمل الارتفاع فترة زمنية غير قصيرة. حيث يُعبر عن التضخم بأنه عملية ديناميكية قابلة للملاحظة خلال فترة طويلة نسبياً، فالتضخم يعبر عن حالة عدم التوازن. تؤكد هذه التعاريف أن المقصود بالتضخم هو كل زيادة في التداول النقدي يترتب عليه زيادة في الطلب الكلي الفعال عن العرض الكلي للسلع والخدمات في مدة زمنية معينة تؤدي إلى الزيادة في المستوى العام للأسعار². وبهذا يمكن القول أن ظاهرة التضخم تحدث نتيجة اختلال في الوضع الاقتصادي بسبب عدم تساوي التغيرات في كل من التدفقات السلعية والتدفقات النقدية وإن ارتفاع الأسعار يكون مؤشراً لهذه الظاهرة.

وبناءً على ذلك، هناك ضوابط وأسس لتعريف التضخم، يمكن ترتيبها وفقاً لمعيارين أساسيين.

1- التعريف المبني على الأسباب المنشئة للتضخم

إن جملة التعاريف الخاصة بالتضخم كانت تدرج تحت هذا المعيار طيلة فترة طويلة من زمن، خاصة في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، ومنها التعاريف المبنية على النظرية الكمية للنقود، على أن التعاريف التي تدرج تحت هذا المعيار لا تقتصر على تعريف واحد وإنما هناك تعاريف أخرى، منها تلك التي تستند على نظرية العرض والطلب وكذلك التعريف المبني على نظرية الدخل والإنفاق.

- التعريف المبني على النظرية الكمية

¹ Schmitt B, « Inflation, chômage et malformations du capital », Economica, Paris, 1984, p.228.

² Alan Griffith, Stuart Wall, « Applied economics an introductory course », Seventh Edition, Longman. London and New York, 1997, p.468.

إن التضخم بناءً على هذه النظرية يعني أن كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار، ويقوم مضمون هذه النظرية على أن التغيير في كمية النقود يؤدي إلى تغيير مستوى الأسعار بنفس المعدل والاتجاه وهذا بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة والتي تتمثل في سرعة دوران النقود والدخل القومي في الفترة القصيرة. هذه النظرية تشير إلى وجود علاقة نسبية بين كمية النقود في التداول ومستويات الأسعار، وفقاً لذلك، التضخم هو دالة في تغييرات العرض النقدي¹.

وقد سادت النظرية النقدية الكمية في القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين وسيطرت مفاهيم هذه النظرية في تفسير نشوء الموجات التضخمية التي تنسب حسب رواد هذه النظرية إلى ازدياد النقد المتداول في السوق مؤيدين آرائهم بحجج ومبررات اقتصادية كارتفاع الأسعار بعد الحرب العالمية الأولى وانخفاض قيمة العملات، نتيجة ارتفاع الأسعار في بلدان هذه العملات. صفوة القول لقد كان للنظرية الكمية الفضل في التنبيه إلى خطورة الدور الذي يلعبه الإفراط النقدي في خلق موجات تضخمية، كما أنها تمكن من إلقاء الضوء على جوانب هامة لتفسير ارتفاعات الأسعار في البلدان النامية وعلى الأخص جانب الاختلال الذي يحدث بين كمية النقود وحجم السلع والخدمات، والذي يكتسب أهمية خاصة في التعرف على المناخ العام لظاهرة التضخم. إلا أن ذلك لم يمنع من توجيه عدة انتقادات لهذه النظرية تكمن أساساً في عدم صحة الفرضيات التي قامت عليها.

أما المدرسة النقدية الحديثة بقيادة Friedman. M (1963)، ترى أن التضخم هو ظاهرة نقدية بالدرجة الأولى، زيادة كمية النقود هي من العوامل الهامة المحددة للتضخم، ولكن الزيادة في الأجور الاسمية ومعدلات التضخم الماضية تؤثر أيضاً على التضخم، فالزيادة في عرض النقود تؤدي إلى زيادة نسبية في الأسعار المحلية. مما يعني أن رصيد النقود الحقيقية والإنتاج لن يتأثرا، حيث يرى Friedman. M في تفسيره للتضخم بأنه يحدث نتيجة للنمو غير المتوازن بين كمية النقد وحجم الإنتاج، أي نتيجة الزيادة في كمية النقود بنسبة أكبر من الزيادة في حجم الإنتاج، والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع مستويات الأسعار². فقد أشار Friedman. M في مقالاته، أن التضخم هو دائماً وفي كل مكان ظاهرة نقدية.

¹ Samuelson P, Nordhams W, « Economie », edition Economica, Paris, France, 2000, p.16.

² Svensson, Lars E.O, « The first year of the Euro system: inflation targeting or not? », The American Economic Review, 90 , 2000, p.95.

- التعريف المبني على نظرية الدخل

تذهب هذه النظرية في تعريفها للتضخم على أنه الزيادة في معدل الإنفاق و الدخل، فازدياد الدخل النقدي ومن ثم الإنفاق النقدي يسبب ارتفاع الأسعار وتضخمها، على فرض بقاء كمية السلع الموجودة في حالة ثبات، في حين أن انخفاض الإنفاق النقدي يترتب عليه انخفاض الأسعار.

لقد أعتض على هذه النظرية، حيث أنه لا يمكن وصف الرواج وازدياد الدخل النقدي في حالة الانتقال من الكساد إلى الرخاء بأنه حالات تضخمية و كذلك مما يرد على هذه النظرية كأساس لتفسير معنى التضخم، أنها تفترض ارتفاع الأسعار العامة كلها في المجتمع نتيجة ارتفاع الدخل النقدي القومي ولكن قد يحدث أن ترتفع أسعار بعض السلع دون الأخرى.

فالتضخم هو الزيادة في المستوى العام للأسعار أو تناقص القوة الشرائية للنقود والمستوى العام للأسعار عبارة عن المتوسط المرجح لأسعار كل السلع والخدمات في الاقتصاد¹.

- التعريف المبني على نظرية العرض والطلب

التضخم هو زيادة الطلب على العرض مؤدية إلى ارتفاع الأسعار، يكون التضخم نتيجة للخلل التوازني في العلاقة ما بين العرض والطلب، فمن علماء الاقتصاد والمالية من بني تعريفه وتحليله لهذه الظاهرة على القوى التي تحكم هذه العلاقة، ولقد اشترط البعض من الاقتصاديين شروطا يجب توافرها لإمكانية تطبيق هذا التحليل على ظاهرة التضخم.

ومن هؤلاء الاقتصاديين Abalener الذي يشترط أن يكون ارتفاع الأسعار فجائياً وغير متوقع حتى يكون تضخيمياً، فيفترض أنه لو أمكن توقع هذا الارتفاع في الأسعار لأمكن تجنبه والحد من آثاره.

وكذلك يرى G. Pirou، بأن التضخم هو ازدياد النقد الجاهز دون الزيادة في السلع والمنتجات نتيجة لازدياد وسائل الدفع المستعملة بصورة غير عادية بالنسبة لكمية البضائع و الخدمات المعروضة على المستهلكين النهائيين خلال مدة معينة.

¹ Meigs Robert F, Meigs Walter B, « Financial accounting », sixth edition, Mc Graw - Hill, Inc, U.S.A, 1989, p.704.

2 - التعريف المبني على خصائص التضخم

يبيّن أصحاب هذا المعيار تعريفهم للتضخم وتحليل وبيان المعنى المراد منه بناءً على الخصائص والآثار الناتجة عنه وأهمها ارتفاع الأسعار. من أبرز أصحاب هذا المعيار **Robinson. J** و **Marshall .A** وتنصب تعريفاتهم للتضخم على أهم الآثار الناجمة عنه، التي تتمثل في الفجوة ما بين الزيادة في كمية النقد المتداول وبين كمية المنتجات والسلع الموجودة في الأسواق ومن ثم فإن التضخم هو نتيجة هذه الفجوة وارتفاع الأسعار هو المؤشر لها، والسبب في ذلك يمكن أن يكون عاملاً نقدياً، فقد ينتج ارتفاع الأسعار عن الزيادة في المدخيل المتاحة التي تصاحب الزيادة في كمية النقود أو سرعة تداولها. ولقد أصبح التضخم لدى العديد من الدول الأعضاء في منظمة الأمم المتحدة يقصد به ذلك الارتفاع في المستوى المتوسط لأسعار التجزئة شريطة أن يكون دائماً ومستمرًا¹.

يعتبر التضخم من المشكلات الاقتصادية الرئيسية التي تعاني منها دول العالم، نظراً لما يخلفه من آثار سلبية في الاقتصاد المحلي ومن آثار اجتماعية، إلا أن درجة هذه الأخيرة تتفاوت حسب شكل الظاهرة وأنواعها.

I-1-2 أنواع التضخم

يمتاز التضخم بتعدد أنواعه واختلافها باختلاف المعيار المستخدم للتمييز فيما بينها، إلا أن هذه الأنواع غير منفصلة عن بعضها البعض، حيث تمتاز بالاشتراك في بعض الخصائص التي تجمع فيما بينها، إذ أن جميع أنواعه تشترك في خاصية واحدة، وهي عجز النقود عن أداء وظائفها أداءً كاملاً. يمكن التمييز بين أنواع المختلفة للتضخم بالاعتماد على بعض المعايير كما يلي:

I-1-2-1 من حيث إشراف الدولة على الأسعار

1- التضخم المفتوح (الظاهر)

ويسمى أيضاً بالتضخم الظاهر أو الطليق، ترتفع خلاله الأسعار بحرية، لتحقيق التعادل بين العرض والطلب، دون أي تدخل من جانب الدولة، وقد تتدخل عوامل أخرى في رفع المستويات العامة للأسعار إلى جانب إحجام السلطات الحكومية عن التدخل، وتتمثل هذه العوامل في الظروف الاقتصادية السائدة

¹ Benissad M.E, « Essais d'analyse monétaire avec référence en Algérie», édition O.P.U, Alger, 1980, p.98.

في بعض القطاعات الاقتصادية وكذلك العوامل النفسية للأفراد من بائعين ومشتريين التي تدفعهم إلى التخلص من النقود التي يجوزهم لفقدانها بعض من قيمتها، وانخفاض قوتها الشرائية.

2- التضخم المكبوت

يتسم هذا النوع من التضخم بالتدخل من قبل السلطات الحكومية في سير حركات الأثمان، فنحدد الدولة المستويات العليا للأسعار بالاستخدام الإجراءات التشريعية والإدارية بجعل ارتفاع معدلاتها دون ارتفاع التداول النقدي. والهدف من تدخل الدولة هو منع استمرار الأسعار في الارتفاع لا القضاء عليها، ومن ثم الحد من حركات الاتجاهات التضخمية المتفشية واستفحال آثارها في المجتمع.

I-1-2-2 من حيث حدة التضخم

1- التضخم الجامح

يتميز التضخم الجامح بالارتفاع القوي في الأسعار يرافقه انهيار في قيمة العملة، وتقود هذه الزيادة الكبيرة في الأسعار والتي تتبعها زيادة مماثلة في الأجور، إلى زيادة تكاليف الإنتاج وانخفاض ربحية المؤسسات مما يدفعها إلى زيادة جديدة في الأسعار، فالزيادة في الأجور، وهكذا، مما يحدث في الاقتصاد بما يعرف بالدورة الخبيثة للتضخم وهو تضخم قوي يتم خلال فترة قصيرة من الزمن.

2- التضخم الزاحف

هو جزء من الارتفاع في الأسعار الناشئ عن ارتفاع الأجور بنسبة أعلى من زيادة الإنتاج، وهو تضخم تدريجي بطيء ومعتدل مقترناً بالقوى الطبيعية للنمو الاقتصادي، إلا أن استمراره وتجمع آثاره يمكن أن تؤدي إلى حدوث تضخم جامح. هذا التضخم يرجع إلى عوامل وسمات محددة في الاقتصاديات المعاصرة يصاحب أداء وعمل الاقتصاد ويتقدم على مراحل وهو أكثر قبولاً من الأعوان الاقتصاديين وفقاً لأوضاعهم الاقتصادية¹.

I-1-2-3 من حيث العلاقات الاقتصادية الدولية

يحدث هذا التضخم نتيجة العلاقات الاقتصادية المتبادلة بين دول العالم، فالدول النامية تحتاج إلى استيراد الكثير من السلع الرأسمالية، والسلع الوسيطة لمواجهة الطلب المتزايد، وعند تعرض الدول الرأسمالية المتقدمة لموجات من التضخم ينعكس ذلك على أسعار صادراتها مسبباً زيادة في أسعار واردات الدول النامية

¹Salama P, Valier J, « L'économie gangrenée », La Découverte Paris, France, 1990, p.6.

ويتوقف مدى أو درجة الانتقال لمعدلات التضخم من الخارج إلى داخل الدولة على نظام سعر الصرف الذي يتبعه البلد، فإذا كانت الدولة تثبت عملتها، فإن معدلات التضخم السائدة في الخارج سوف تنتقل بالكامل إلى داخل البلد.

أما إذا كانت أسعار الصرف مرنة، ارتفاع معدلات التضخم في خارج، سيعتبر عليه وفقاً لما تقرره نظرية تعادل القوة الشرائية، انخفاض قيمة العملة الأجنبية وتحسن في قيمة العملة المحلية، وبالتالي فإن معدلات التضخم في الخارج لن تنتقل بأكملها إلى داخل الدولة¹.

I-1-2-4 من حيث مصدر الضغط التضخمي

1- تضخم جذب الطلب

هي الحالة التي ترفع فيها الأسعار نتيجة لوجود فائض في الطلب الكلي عن العرض الكلي سواء في سوق السلع أو عناصر الإنتاج (نقود كثيرة تطارد سلعة قليلة)، فعند الوصول إلى التوظيف الكامل تؤدي الزيادة في الطلب وزيادة الإنفاق الكلي إلى جذب الأسعار للارتفاع لمقابلة الفائض عن الطاقة الإنتاجية للمجتمع. ومن بين الاقتصاديين الذين يعتبرون أن التوسع النقدي هو العامل المسبب للتضخم في الطلب، البلجيكي Geodhard². ونجد في هذا الصدد أن معظم الأفكار الكلاسيكية والنيوكلاسيكية تأخذ بنفس الرأي أما الفكر الكينزي فيفسرها بفائض النفقات الكلية على الإنتاج الكلي³.

2- تضخم دفع النفقة

هو التضخم الذي ينشأ عندما تستمر أسعار السلع الاستهلاكية والصناعية في الارتفاع نتيجة نفقات الإنتاج وخاصة أسعار عناصر الإنتاج والأجور بالذات، حيث يعرف هذا التضخم بتضخم دفع الأجر. إلى جانب هذا التمييز بين أنواع المختلفة للتضخم، تعددت كذلك النظريات التي حاولت تحديد وتفسير العوامل المسببة لهذه الظاهرة، منها من ركزت على المظاهر الشكلية للتضخم ومنها من ترى أن السبب الرئيسي في حدوثه يرجع إلى طبيعة البناء والهيكل الاقتصادي القائم.

¹ Micheal Wachter, « Some problems in wags stabilization », The American Economic Review , vol. 66, No (2), p. 65.

² Benissad M.E, op.cit, p. 33.

³ Vivien Levy-Garboua, « Macroéconomie contemporaine », 2 édition Economica, Paris, France, 1981, p.457.

I-2 أسباب التضخم

لا يمكن أن يعود التضخم للسبب واحد يمكن عمله على تفسره، إلا إذا كانت له درجة مهيمنة على باقي المسببات الأخرى، وبالتالي تعدد أسباب التضخم. بل قد يكون نتيجة لأسباب مختلفة تؤدي إلى مظاهر تضخمية مختلفة.

قد أصبح واضحاً أن ارتفاع الأسعار لا يمثل سبباً للتضخم، ولكن يمثل نتيجة طبيعية له، ولقد ظهرت آراء كثيرة تحاول تفسير التضخم وإرجاع أسبابه لعوامل متعددة يمكن إجمالها في ما يلي:

I-2-1 العوامل الدافعة بالطلب الكلي للارتفاع

- زيادة الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري: إن النظريات الخاصة بالتوازن والخاصة بالعرض والطلب الكلي وجهاز الأثمان، تفترض اقتران الخلل في التوازن بالزيادة في الإنفاق الكلي عن مستوى التشغيل الكامل. عند هذا المستوى يحدث التضخم والمتمثل في الزيادة في الإنفاق الكلي، الذي لا تقابله زيادة مماثلة في المنتجات والسلع المعروضة على فرض الوصول إلى حجم التشغيل الكامل.

- التوسع في فتح الاعتماد من قبل المصارف: إن توسع البنوك التجارية في منح الائتمان والاعتماد، يعتبر عاملاً مهماً في تزويد الأسواق بمبالغ نقدية كبيرة، فقد ترغب الدولة في تنشيط الأعمال العامة وزيادة الإنتاج، فتشجع المصارف على زيادة عمليات الائتمان بوسائلها المعروفة كتخفيض سعر الفائدة، فيزيد إقبال المؤسسات على الاستثمار وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع الأسعار منبئاً عن ظاهرة تضخمية.

- العجز في الميزانية:

ومن أهم النظريات تلك التي تركز في تفسير التضخم على النمو المفرط في عرض النقد مقارنة بمعدل نمو الناتج المحلي وعلى رأسها النظرية النقدية (Loungani, 2001; Surry, 1989) التي ترى أن زيادة عرض النقد بمعدلات تفوق معدلات زيادة الناتج المحلي سترتب عليها ضغوطاً تضخمية في الاقتصاد، ويندرج تحت هذا موضوع عجز الموازنة العامة ودور أساليب تمويله في زيادة عرض النقد¹.

إن العجز في الميزانية لا يحدث صدفة بقدر ما تتعمد الدول إحداثه، لتمويل خطط تمويلية تنوي الحكومة القيام بها، فتلجأ إلى توفير النفقات الضرورية اللازمة لها بوسائل كثيرة، ويقصد بإحداث عجز في الميزانية هو زيادة النفقات العامة عن الإيرادات العامة بالقدر الذي تقتضيه الحكومة من البنك المركزي، وهي

¹ Loungani P, Phillip S, « Sources of inflation in developing countries », IMF Working Paper, 2001, p.29.

وسيلة معتمدة تلجأ إليها الحكومة وهي على علم بآثارها السلبية، من قبل الافتراض أن ذلك يكون في سبيل إنعاش النشاط الاقتصادي، وتوفير رواج الاقتصادي هذا في حالة ما قبل التشغيل الكامل، أما إذا كانت جميع الطاقة الإنتاجية مشغولة، فإن النفقات العامة في هذه الحالة لا تجد لها منفذا سليما، وتكون في هذه الحالة سبباً في ارتفاع الأسعار.

وبالرغم من أن الصلة بين العجز المالي و التوسع النقدي تعتبر من الناحية النظرية أحد الأسباب الهامة لمعدلات التضخم العالية والمستديمة، إلا أن الأدلة التطبيقية التي اهتمت بتوضيح هذه الصلة كانت في واقع الأمر مبهمة، حيث يشير Agenor و Montiel إلى أن العلاقة الموجبة بين المتغيرين في المدى الطويل هي الأخرى ظاهرة غير محسومة¹. على سبيل المثال لاحظ Fischer (2002)، أن ثمة علاقة قوية بين العجز المالي والتضخم في الأقطار ذات التضخم العالي أو خلال فترات التضخم العرضي. في حين أن تلك العلاقة لم تكن واضحة في الدول ذات التضخم المنخفض أو خلال فترات التضخم العرضي. وفي دراسة أخرى نجح كل من Catao و Terrones (2001)، في ربط التضخم في المدى الطويل بالجزء الدائم من العجز المالي مقاسا بنسبة عرض النقود (بتعريفه الضيق) إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما لوحظ أن انخفاض نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% تؤدي إلى تقليص التضخم بنسبة تتراوح بين 1,5% و 6,0%، اعتمادا على حجم عرض النقود².

- الارتفاع في معدلات الأجور: السبب المباشر و الفعال في ارتفاع معدلات الأجور، و نفقات المعيشة تكمن في صلب الأنظمة الاقتصادية الرأسمالية ذاتها التي تسمح بحرية النقابة العمالية، وإعطائها حق الإضراب تبريرا لتحقيق مطالبهم في رفع الأجور، فزيادة الأجور ترفع من حدة التكاليف الإنتاجية، مما يخفض من معادلات الأرباح عند مستوى التشغيل الكامل ويقود إلى زيادة الأسعار.

I-2-2 العوامل الدافعة بالعرض الكلي نحو الانخفاض

العوامل الناشئة من جانب العرض تندرج تحت ما يسمى بالمدرسة البنيوية، التي تركز على دور القيود والمحددات التي تؤثر في جانب العرض، كأحد أسباب النمو النقدي، ومن ثم كمصدر للتضخم، فالتضخم

¹ Agenor P, P Montiel « Development Macroeconomics », Princeton University Press, Princeton, 1999, p.03.

² Catao L, M Terrones, « Fiscal deficits and inflation: a new look at the emerging markets evidence », IMF Working Paper, No: WP/01/74, 2001, p.14.

من وجهة نظر هذه المدرسة ينتج عادة من الاختناقات التي تحدث في الاقتصاد الحقيقي¹. فإن عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في كفاية الطلب الكلي الفعال يعود لعوامل كثيرة منها: تحقيق مرحلة الاستخدام التام وعدم كفاية الجهاز الإنتاجي بالإضافة إلى نقص رأس المال العيني.

I-2-3 ارتفاع التكاليف الإنتاجية

نظريات تضخم التكاليف (Cost-Push) ترجع التضخم إلى عوامل ذات تأثير على تكلفة الإنتاج وذلك من خلال تأثيرها على تكلفة عناصر الإنتاج ومن أهمها النظرية المؤسسية والتي ترى أن التضخم يعود إلى عوامل مؤسسية غير نقدية تتعلق بالبنية الهيكلية للاقتصاد والتطور غير المتوازن في قطاعاته بالإضافة إلى الصراع على توزيع الثروة وانعكاسات ذلك على تكلفة عناصر الإنتاج وبالتالي على المستوى العام للأسعار².

يتضح مما سبق أن أسباب التضخم متعددة ويمكن أن تنشأ الفجوة التضخمية بسبب عوامل نقدية أو حقيقية أو هيكلية وهي تفسيرات غير متناقضة وغير مستقلة عن بعضها البعض، إنما متكاملة في أغلب الأحيان بحيث لا يمكن تحديد دقيق لأسباب التضخم، غير أنه يمكن ترجيح بعض العوامل عن غيرها وتبقى العوامل النقدية لها الأثر الأكبر في إحداث ارتفاعات الأسعار.

وعليه فقد عانت الكثير من الاقتصاديات من التضخم على اختلاف أسبابه أو أنواعه مما أثر سلباً على النشاط والنمو الاقتصادي وترك آثاراً سلبية على الأداء الاقتصادي والبناء الاجتماعي أيضاً.

I-3 النتائج الاقتصادية والاجتماعية للتضخم

ينجم عن التضخم نتائج خطيرة أحيانا ذات أبعاد اقتصادية واجتماعية وسياسية، فمن النتائج التي يمكن أن تؤثر على تطور الاقتصاد وتشويه بنيته يتجلى أحيانا في انخفاض معدل النمو الحقيقي للاقتصاد رغم الزيادة الاسمية في حجم الاستثمار، ذلك أن زيادة تكلفة الاستثمار نتيجة ارتفاع الأسعار قد يدفع بالمستثمرين إلى العزوف عن الاستثمارات الكبيرة والتوجه نحو الاستثمارات الهامشية ذات التكلفة القليلة والربحية العالية مثل أعمال المضاربة وغيرها من الأعمال غير المنتجة، وما ينجم عن ذلك من عثرات في

¹ Bernanke B, « Inflation in Latin America-A New Era? », paper presented at the Stanford Institute for Economic Policy Research Economic Summit, February, 2005, p.63.

² Humphrey T, « Historical Origins of Cost-Push Fallacy », Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Summer, 1998, p.53.

عملية التنمية وتقدم المجتمع وتعميق حالة التخلف الاقتصادي والاجتماعي.

هناك العديد من الآثار السلبية للتضخم، أهمها ما يلي:

– انخفاض قيمة العملة والقدرة التنافسية للصادرات

يؤدي ارتفاع الأسعار للسلع المحلية إلى انخفاض الصادرات والعوائد التصديرية من جهة، وزيادة الطلب المحلي على الاستيراد من جهة أخرى. وتؤدي التأثيرات السلبية لهذه التحولات إلى حدوث عجز في الميزان التجاري، وإلى احتمال الانخفاض الكبير في سعر صرف العملة المحلية، بحيث يفقد النقد وظيفته كقياس للقيمة ومستودع للثروة ومحفز للدخار، مما يؤثر سلباً على عملية الاستثمار، فضلاً عن أن انخفاض قيمة العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية يؤدي إلى استنزاف القطر المعني لاحتياطياته من العملات الأجنبية وإلى تشويه العلاقات الاقتصادية والنقدية مع العالم الخارجي وازدياد معدل الاعتماد على الديون الخارجية وتعميق علاقات التبعية إلى الأسواق العالمية، مما يعني ضرورة اتخاذ الإجراءات الفاعلة للحد من التأثيرات السلبية للتضخم على الاقتصاد القومي.

– التضخم وتوزيع الدخل

أحد الأسباب الرئيسية السلبية المثيرة للاهتمام بظاهرة التضخم هو آثاره القوية على توزيع الدخل في المجتمع، وللتعرف على تأثير التضخم على إعادة توزيع الدخل، من الضروري التمييز بين الدخل النقدي والدخل الحقيقي، فالدخل النقدي هو الدخل مقوماً بالنقود، أما الدخل الحقيقي فهو قدرة الدخل النقدي على شراء السلع والخدمات.

إن التضخم له آثار بالغة الأهمية في إعادة توزيع الدخل من القاعدة إلى القمة، فقد تتركز القوة الشرائية في أيدي الأغنياء وهكذا تزيد الفروقات بين الطبقات في المجتمع ويحدث الإخلال في البنية الاجتماعية نتيجة إعادة توزيع الدخل القومي لصالح الفئات الغنية في المجتمع بفعل آلية التضخم¹، إضافة إلى انخفاض المستوى الاستهلاكي لدى فئات الدخل المحدود وما يرافق ذلك من انخفاض في معدلات الطلب الكلي حتى يصبح فيها الركود الاقتصادي مهدداً للاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي.

¹ Davidmann Manfred , « Inflation, balance of payments and currency exchange rates », solbaram.org, 2002, p.17.

وقد أظهرت دراسة Shiller (1996)، ضرورة إعطاء أهمية لتطور معدلات التضخم حتى مع توقع تعديل في الدخل، وأغلب الأعوان الاقتصاديون يوافقون على أن التحكم في التضخم يعتبر من أهم المهمات في السياسة الاقتصادية للدولة¹.

– أثر التضخم على ربحية المؤسسات وحملة الأسهم

تستفيد هذه الفئات في حالة التضخم، وتعرض للخسائر في حالة تدهور الأثمان، ففي حالة انتشار التضخم تتجه الأرباح إلى الزيادة بمعدل يفوق معدل الزيادة في الأسعار، نظراً لقيام المشروعات بإضافة نسبة (هامش الربح) إلى نفقات الإنتاج المتصاعدة عند تحديد الأثمان. كما أن مدفوعات المشروعات لأصحاب الموارد الإنتاجية (عمل ومواد أولية) تسبق فترة ظهور التضخم. ولكن الوضع يختلف كثيراً إذا ارتفعت الأجور بمعدل يفوق معدل الزيادة في الأسعار، في هذه الحالة قد تتجه الدخول الحقيقية لتلك الفئة إلى التدهور.

– أثر التضخم على النمو الاقتصادي

اختلفت آراء الاقتصاديون بالنسبة لتأثير التضخم على النمو الاقتصادي، فهناك فريق يرى بأن التضخم له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، حيث تنشأ في المجتمع حالة عدم التأكد من الأوضاع الاقتصادية في المستقبل، فيؤثر ذلك على قرارات الاستثمار ومن ثم يقل حجم الاستثمار. كما تتأثر أيضاً قرارات المدخرين عند توقع استمرار الزيادة في الأسعار نظراً لانخفاض القيمة الحقيقية للمدخرات. ويرى أنصار هذا الرأي أيضاً أن أصحاب الدخول التي تتمثل في الأجور أي العمال يقل حماسهم للعمل بسبب انخفاض دخولهم الحقيقية مع ارتفاع الأسعار.

أما الفريق الآخر فيرى بأن الشواهد التاريخية لا تدل على وجود انخفاض في حجم المدخرات أو أن الميل للعمل يقل، بل بالعكس من ذلك، يرون بأن التضخم ربما يكون دافعاً لعملية النمو الاقتصادي.

فتخلف معدل الأجور لفترة معينة عن ملاحقة الزيادة في الأسعار سيعمل على زيادة الأرباح مما يشجع على زيادة الاستثمار، وهذا بدوره يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة، فيخفض معدل البطالة ويرتفع حجم الناتج القومي خاصة عندما يكون الاقتصاد عند مستوى أقل من مستوى التوظيف الكامل لعناصر الإنتاج. ويمكن القول أن علاقة المقايضة العامة بين التضخم والنمو غير موجودة على الأرجح، لأن

¹ Shiller Robert J, « Why do people dislike inflation », crows econ, Yale University, 1996, p.47.

المعروف عن الاقتصاديات أنها تحقق نمواً سريعاً، لفترات طويلة، قد تمتد على عقود في الكثير من الأحيان، في ظل معدلات بطالة ثابتة أو متراجعة ومعدلات تضخم معتدلة أو غير متسارعة. ولذلك لا يكفي مجرد افتراض وجود علاقة مقيضة بين التضخم والنمو، فهذه العلاقة يمكن أن تتغير وفقاً للتطور الهيكلي والمؤسسي الذي يشهده الاقتصاد، مراحل الدورة الاقتصادية، وسياسات الاقتصادية للدولة. ونتيجة لذلك، من المضلل رسم سياسات اقتصادية تركز على فرضية وجود علاقة مقيضة ثابتة وعامة بين التضخم والنمو.¹

وحتى لو وجدت علاقة المقيضة، يرجح أن تكون علاقة غير خطية، فمع أن الانخفاض الشديد والارتفاع الحاد في معدل التضخم يمكن أن يلحقاً أضراراً بالنمو، تبين التقييمات التجريبية أن التضخم المعتدل لا يحدث آثاراً سلبية على النمو والتوزيع، وهو ليس عرضةً للتسارع. وعلاوة على ذلك، لا يؤدي التضخم المعتدل، بالضرورة إلى تباطؤ النمو، وتراجع الاستثمار، وتفاقم البطالة وتضاؤل الاستثمار الأجنبي المباشر، أو تدهور أي من المتغيرات الهامة، بما في ذلك توزيع الدخل.²

و يلاحظ من الآراء السابقة أن كل فريق يسوق من المبررات التي تؤيد وجهة نظره، إلا أن صحة أي منهما يعتمد على كثير من العوامل المترابطة التي من أهمها طبيعة التضخم وهل هو من النوع المتزايد بسرعة أم أنه من النوع المعتدل الذي يتزايد ببطء؟ فالنوع الأول ضار بعملية النمو الاقتصادي نظراً لما يحدثه من اضطرابات سياسية واجتماعية ويخلق حالة من عدم الثقة في الأحوال الاقتصادية للمجتمع. بينما في حالة النوع الثاني فمع سياسات اقتصادية حكيمة تتمثل في إجراءات علاجية، يكون التضخم دافعاً للنمو الاقتصادي عن طريق التأثير على قرارات الاستثمار والادخار وغيرها من تكاليف الإنتاج بصفة عامة.

في دراسة Rousseau و wachtel (2000)، التي قدمت لبحث تأثيرات التضخم على النمو الاقتصادي، أظهرت النتائج قوة التأثير السلبي للتضخم المرتفع على النمو.³

ويرى كل من Bernake و woodford (1997)، من خلال تطرقهما إلى دراسة فعالية السياسة النقدية على التضخم، أن السلطات النقدية يجب أن تعتمد على نموذج هيكلي واضح في الاقتصاد لتوجيه

¹ Epstein G, Yeldan E, « Alternatives to inflation targeting monetary policy for stable and egalitarian growth in developing countries: A multi-country research project », unpublished manuscript, April 2004, p.30.

² Bruno M, « Does inflation really lower growth? », Finance and Development, vol. 32, No.03, 1995, p. 35.

³ Wachtel P, Rousseau Peter L, « Inflation, financial development and growth », New York University, Working Papers, 2000, p.09.

قرارات سياساتهم نحو معالجة التضخم¹.

إن التضخم المرتفع يعمل على تشويه مسار التنمية الاقتصادية لأنه يشبط الميل لشراء الأصول المالية أو الاحتفاظ بحسابات ادخارية . بينما يحقق أصحاب رؤوس الأموال أرباحاً متزايدة باستمرار، لذلك فإن التضخم يؤدي إلى النمو غير المتكافئ للقطاعات الاقتصادية ويدفع في اتجاه سوء تخصيص الموارد المالية. ويؤدي ذلك إلى التخلص من العملة الوطنية التي تنخفض قيمتها الشرائية في الداخل والخارج على السواء والعبء هنا ليست بالأسعار الرسمية وإنما بأسعارها في السوق الحرة والسوداء، وبناء على ذلك يؤثر التضخم على اتجاهات الاستثمار القومي من حيث توزيعه بين القطاعات المختلفة سواء الإنتاجية أو الخدمية من ناحية، والقطاع العام أو القطاع الخاص من ناحية أخرى. بالإضافة إلى الأثر الذي يلعبه التضخم بالنسبة لتدفق أو انسحاب رؤوس الأموال الأجنبية أو المحلية.

– أثر التضخم على القرارات المتعلقة بالمستقبل

يشوه التضخم القرارات المتعلقة بالنفقات المستقبلية والقرارات المتعلقة بمستويات الإنتاج المناسبة. مثلاً 10% في معدل التضخم في بريطانيا أدت إلى انخفاض في الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 2% نتيجة حالة عدم اليقين التي خلقتها ارتفاع الأسعار.

ونظراً للخطورة التي تمثلها ظاهرة التضخم على اقتصاديات البلدان سواء كانت متقدمة أو متخلفة، والآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تصاحب هذه الظاهرة في الاقتصاد، فكان من الضرورة وضع وتنفيذ مجموعة من السياسات النقدية والمالية وغيرها من الإجراءات التي تكفل الحد من الارتفاعات المتوالية في مستويات الأسعار المحلية، والتخفيف من حدة الآثار الاقتصادية والاجتماعية التي تولدها الضغوط التضخمية.

I-4 سياسات مكافحة التضخم

يصيب التضخم الاقتصاديات المتقدمة والنامية على السواء، إلا أن طبيعة التضخم تختلف بين هذه الدول من حيث الأسباب المنشئة له وقوة حدته وأشكاله وحتى الآثار التي يتركها في هذه الاقتصاديات. حيث نجد التضخم في الاقتصاديات المتقدمة هو تضخم طلب إلى جانب تضخم النفقة بدون أن يكونا مستقلين عن بعضهما البعض، إذ أن زيادة النفقات لا يمكن أن تباشر أثرها على الأسعار بصفة مستقلة

¹ Bernanke Ben S, Woodford Michael, « Inflation Forecasts and Monetary Policy », Ohio State University Press, 1997, p.665.

دون أن تكون مصحوبة بفائض طلب سواء في حالة أسواق المنافسة الكاملة أو في حالة أسواق الاحتكار إذ أنه لا بد أن تسبق حركة ارتفاع الأسعار خلق دخول جديدة، غير أن غالبية التضخم في هذه الدول هي بدافع النفقة.

أما فيما يخص التضخم في الدول النامية، فينظر إليه من ناحية مصدره على أنه تضخم طلب أو تضخم هيكلية ناجم عن اختناقات مادية في الإنتاج. أثناء عملية التنمية الاقتصادية، تظهر الضغوط التضخمية عند وضع خطط البرامج التنموية محل التطبيق مما يصاحبها من تضخم نقدي متولد عن زيادة الدخل النقدية وكذلك الدخل الجديدة الناجمة عن توظيف عوامل الإنتاج يفوق معدل الإنتاج المحلي، أي أن عملية التنمية تؤدي إلى خلق المزيد من ارتفاعات الأسعار. هناك من يرى أن طبيعة البناء الاقتصادي في هذه الدول تشكل في حد ذاتها بيئة ملائمة لحدوث الضغوط التضخمية حتى بدون الاعتماد في تمويل التنمية على مصادر تضخمية.

إن خطورة التضخم كحالة مرضية في الاقتصاد، يجعل هدف القضاء عليه أو على الأقل احتوائه والحد من تفاقمه على قمة أهداف السياسات الاقتصادية وعادة ما تلجأ الحكومات إلى استخدام عددًا من السياسات النقدية والمالية الهادفة إلى الحد من الضغوط التضخمية وتحقيق الاستقرار في الأسعار.

I-4-1 السياسة النقدية

تعرف السياسة النقدية بأنها تلك البرامج أو الإجراءات التي تنتهجها السلطات النقدية لتنظيم النقد في المجتمع وصولاً للأهداف المرغوبة، و في معظم البلدان يقوم بهذه الإجراءات البنك المركزي¹.

وتحتل السياسة النقدية مكانة هامة في توجيه السياسة الإستراتيجية والاقتصادية العامة للدولة، إذ أنها تتحكم في حجم وسائل الدفع من حيث تأثيرها على حجم الائتمان وعلى سعر الفائدة، إضافة لما للنقود من تأثير على المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

تختلف أهداف السياسة النقدية تبعاً لمستويات التقدم والتطور الاقتصادي والاجتماعي للمجتمعات المختلفة، والنظم الاقتصادية والاجتماعية السائدة في هذه المجتمعات.

¹ Christine A, Dean S.Ammer, « Dictionary of Business and Economy », New York, Macmillan Publishing Co 1977, p.269.

تسعى السياسة النقدية عادة إلى التحكم في كمية النقود، الائتمان والاستقرار في الأسعار والنمو الاقتصادي، ويعتبر هدف تحقيق الاستقرار هو الهدف الأكثر أهمية بالنسبة للسياسة النقدية وخاصة في البلدان النامية لما تعانیه من تضخم بصورة أكثر حدة من الدول المتقدمة.

ف نجد معظم الدول النامية لا تملك أسواقاً مالية متطورة و لا تعرف درجة كبيرة من الارتباط و التكامل بين أسواقها الداخلية هذا من جهة، وبينها وبين السوق العالمية من جهة أخرى. كما أن إحدى الخصائص الأساسية لاقتصاديات هذه الدول هو وجود بنية عرض غير مرنة خاصة في الأجل القصير.

لنتصور أثر زيادة الائتمان المحلي في ظل بنية عرض غير مرنة، فارتفاع الائتمان المحلي يؤدي إلى ارتفاع عرض النقود، الذي ينعكس في شكل قوة شرائية إضافية تحفز الطلب الكلي المحلي نحو الارتفاع. لكن هذا الارتفاع في الطلب الكلي لن يصاحبه ارتفاع في العرض الكلي، فائض الطلب الناشئ سيتم تغطيته عن طريق الاستيراد. لكن عدم توفر البلد على موارد بالعملة الأجنبية لن يؤدي إلى خروج الأصول الخارجية أي تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج، المسئول عن إلغاء أثر زيادة عرض النقود في حالة التعديل الآلي لميزان المدفوعات، بل ما سيحدث هو تمويل السلع و الخدمات المستوردة عن طريق الاستدانة، و بذلك تنشأ ديناميكيتين للأزمة: التضخم المكبوح و تراكم العجز الذي ينشئ الحلقة المفرغة للاستدانة. هذا سبب قوي للأخذ بمراقبة نمو الكتلة النقدية كمتغيرة أساسية بدلا من الائتمان المحلي، ويضاف إليه سبب آخر هو ضعف الترابط بين السوق المحلية و السوق الخارجية¹.

وهي خاصية من خصائص اقتصاديات الدول النامية. ففي ظل هذه الحقيقة يكون مجال التضخم واسعا، مما ينشئ تعارضا بين تحقيق التوازن الخارجي و تقييد التضخم، ففي مثل هذه الحالة يستجيب التضخم لتقلبات سعر الصرف، ولكن بدرجة أكبر للتغير في عرض النقود. وبالتالي يكون الوضع الأفضل للحد من التضخم هو مراقبة عرض النقود، في هذه الحالة، تستعمل عدة أدوات للسياسة النقدية:

1. مراقبة المضاعف النقدي²

يكون وراء نمو الكتلة النقدية سببان رئيسيان : نمو القاعدة النقدية وعجز الميزانية. لكن لماذا يتم مراقبة المضاعف النقدي؟ للإجابة على هذا التساؤل، نحاول تحليل الخطوات التالية:

¹ Crockett Andrew, « Stabilization policies in developing countries, some policy considerations », IMF Staff Paper, Vol. 28, March 1981, p.58.

² Cook P, Kirk Patrick, « Macro-economics for developing countries », London, ed. Hervest, 1990, p. 200.

فإذا اعتمدنا على المعادلة التعريفية التالية:

$$(1) \dots M = CU + D$$

والتي تعني أن الكتلة النقدية M تساوي إلى مجموع العملة المتداولة CU والودائع لدى البنوك التجارية D . لكن يحتفظ الأفراد بجزء من ودايعهم على شكل سيولة كما توضحه المعادلة التالية:

$$(2) \dots CU = cu D$$

وعليه، يصبح عرض النقود بعد تعويض (2') في (1') كما يلي:

$$(3) \dots M = (1 + cu) . D$$

وبما أن القاعدة النقدية H من حيث التعريف، تتكون من العملة المتداولة CU ، و من جزء من ودايع البنوك المحتفظ به بالبنك المركزي RE ، أي أن:

$$(4) \dots H = RE + CU$$

وبما أن البنوك لا تحتفظ إلا بجزء فقط من ودايعها لدى البنك المركزي، فإن:

$$(5) \dots RE = re . D$$

حيث يرمز re إلى نسبة الاحتياطي الإجباري. و بتعويض المعادلتين (5') و (2') في (4')، نحصل على معادلة القاعدة النقدية:

$$(6) \dots H = (re + cu) . D$$

ومن المعادلة (6')، يمكن أن نستخرج حجم الودائع D بدلالة القاعدة النقدية:

$$(7') \dots D = H \cdot \frac{1}{re + cu}$$

وبتعويض هذه العلاقة الأخيرة في المعادلة (3')، نحصل على العلاقة التي تربط بين الكتلة النقدية والقاعدة النقدية:

$$(8') \dots M = H \cdot \frac{1 + cu}{re + cu}$$

وهي المعادلة التي توضح أن حجم الكتلة النقدية المعروضة، دالة خطية للقاعدة النقدية، أي أن عرض

النقود ما هو إلا حاصل ضرب المضاعف النقدي $mm = \frac{1 + cu}{re + cu}$ في القاعدة النقدية.

إذن بالنسبة للسياسة الاقتصادية، مراقبة القاعدة النقدية لا تحقق الأهداف المرغوبة لعدة اعتبارات، كتدفق

رؤوس الأموال الذي يحفز الطلب المحلي على النقود، كما أن تعقيم العملة الصعبة قد يعقد وضعية بعض

القطاعات، التي تعتمد على الموارد الخارجية الناجمة عن عملياتها التصديرية والاستيرادية. لذا فأحسن ما

تقوم به الحكومات كسياسة نقدية هو مراقبة المضاعف النقدي عن طريق رفع الاحتياطي الإجباري re ودرجة تفضيل الأفراد للودائع عن طريق سعر الفائدة.

2. سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية

تحريك أسعار الفائدة نحو الارتفاع يؤدي إلى تقييد الطلب مباشرة، فهي ذات أثر انكماشى، ولكن الذي يهم هنا هو سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية^(*).

لنفرض أن منحنى IS مستقر، كما هو موضح في الشكل البياني أسفله و لنرى تأثير التغيير في عرض النقود مع فرض إمكانية تثبيته.

يتغير منحنى LM لأن الطلب على النقود يتغير، لكن السلطات النقدية لا تدري كم سيكون معدل سعر الفائدة عند حدوث التغيير في عرض النقود نحو LM1 أو نحو LM2.

بالمقابل، بإمكان السلطات النقدية تثبيت سعر الفائدة عند مستوى i^* الشيء الذي يضمن بقاء y في مستواه التوازني y^* .

وبالتالي إذا انحرف الناتج عن مستواه التوازني بسبب تغيير الطلب الكلي على النقود، فالمطلوب إتباع سياسة نقدية على أساس وضع أهداف لسعر الفائدة. في الحالة التي يكون فيها مخزون النقود هو المثبت فإن الناتج سيكون إما $y1$ أو $y2$ وليس y^* .

وكما يمكن استنتاج، أن هذا التحليل مبني على الفرضية التي تشير بعدم ثبات دوال الطلب على النقود وأنه تحليل في الأجل القصير، أي من 3 إلى 9 أشهر. بالإضافة إلى هذا، توجد اعتبارات أخرى تدعو إلى تبني هذه الأداة:

– رفع أسعار الفائدة يزيد من نسبة تفضيل الودائع بدلاً من السيولة، وهو ما يتوافق و أهداف تخفيض الطلب.

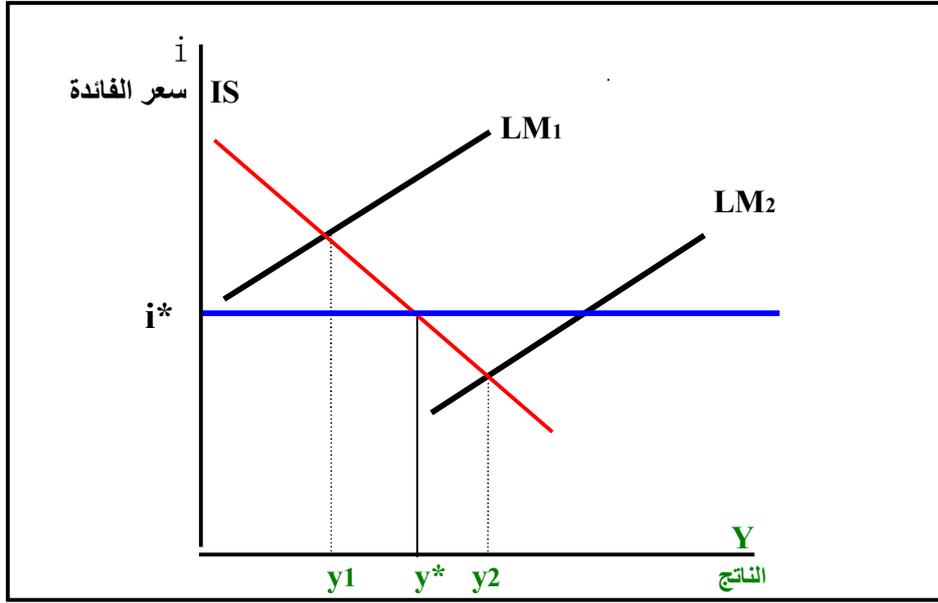
– رفع أسعار الفائدة يساهم بشكل كبير في تكوين رؤوس الأموال عن طريق تحفيز الادخار. إذن، إذا كان معدل الفائدة هو سعر رأس المال، فإن ندرة رأس المال تتطلب ارتفاع معدلات الفائدة لتعبئة الادخار. لكن في المقابل، يمثل معدل الفائدة تكلفة الاستثمار، ولزيادته لا بد من تخفيض معدلات الفائدة.

(*) هذه السياسة نيوكنزنية نابعة من تحليل Poole . يمكن الرجوع إلى المؤلفين:

¹ Dornbusch Rudiger, Fisher Stanley, « Macro-economics », 6th edition, USA, McGraw-Hill Inc, 1994, p.635.

وأمام هذا الإشكال يمكن رفع أسعار الفائدة أول الأمر، بغية تعبئة الموارد الادخارية، ثم خفضها بعد ذلك لتحفيز الاستثمار و تشجيعه¹.

الشكل رقم (3-1): استهداف النقود أو أسعار الفائدة



Source: Dornbusch Rudiger, Fisher Stanley, « Macro-economics », 6th edition, USA, McGraw-Hill Inc, 1994.

ويجب أن تتجنب الاستراتيجيات المرتكزة على الخطأ الشائع، المتمثل في إسناد ثلاثة أدوار لأسعار الفائدة، فقد تكون متضاربة، وهي ضمان التوازن بين الاستثمارات والمدخرات، وضبط التضخم وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات.

وإذا كان على أسعار الفائدة أن تؤدي هذه الأدوار الثلاثة معاً في آن واحد، على نحو ما نصت عليه الاستراتيجيات التي تدعوا إليها المؤسسات المالية الدولية، فيجب أن تكون مرتفعة دائماً، إذ لا يمكن أن تنخفض إلى ما دون المعدلات التي يتطلبها أي من هذه الأدوار الثلاثة. وإذا انخفضت أسعار الفائدة فإما تصبح المدخرات غير كافية لتمويل المشاريع الاستثمارية المنشودة، أو يرتفع معدل التضخم، أو يقع ميزان المدفوعات في حالة عجز. ولجميع هذه الحالات آثار سلبية على: الاستقرار المالي والاستثمار توليد فرص العمل، والتوزيع والنمو. ارتفاع أسعار الفائدة لفترات طويلة، مثلاً قد يكون سبباً مباشراً في

¹ P. Cook, C. Kirkpatrick, opt- Cit, pp. 104-107.

إحداث أزمات مالية، وأزمات في ميزان المدفوعات¹.

ومن الضروري أن يهدف التحكم في أسعار الفائدة، أساساً إلى ضمان توازن السوق المالية والنقدية بما في ذلك، التوازن بين المدخرات والاستثمارات.

3. وضع أرقام مستهدفة للتضخم

تمثل المصدقية عنصراً جوهرياً من عناصر السياسة النقدية، و في وسعها أن تزيد من فعالية تلك السياسة زيادة هائلة، و هو ما يصدق بصورة خاصة على البنك المركزي الذي يجتهد في القضاء على التضخم. وإذا تسنى للبنك المركزي إقناع الجمهور بأنه عاقد العزم على تحقيق استقرار الأسعار، تصبح مهمته سهلة التطبيق، إذ لا يكون بحاجة إلى محاربة التوقعات التضخمية. ولكن ما السبيل إلى الوصول إلى هذه المصدقية؟ خاصة إذا علمنا أن قرارات السلطات تتسم في بعض الأحيان بالمرادغة إذ لا توجد وصفة إقناع موحدة، ولعل أول شروطها هو استقلالية البنك المركزي.

الإطار البديل للسياسة النقدية والمفضي إلى بناء المصدقية و تعظيمها، هو وضع أرقام مستهدفة للتضخم. سياسة وضع أرقام مستهدفة للتضخم هي القاعدة للسياسة النقدية، والتي من خلالها يقوم معدل التضخم المستقبلي المتوقع بالنسبة للتضخم المستهدف المعلن عنه بتوجيه قرارات السياسة الاقتصادية². تنطوي هذه السياسة قبل كل شيء على وضع هدف كمي للتضخم المستهدف. لا يمكن تحديد مدى درجة الإقناع التي يتمتع بها، فقد يعتبره الجمهور هدف بعيد المنال، ومن ثم فإن جوهر المسألة يكمن في كيفية تحقيق هذا الهدف، عملياً تقتضي هذه السياسة ما يلي:

• الإعلان عن رقم لمعدل التضخم المستهدف، و لا يعني هذا أن يكون الهدف رقماً واحداً دقيقاً بالضرورة، فقد يُلجأ إلى وضع مجال مستهدف يتفاوت بين نقطتين أو ثلاث نقاط مئوية. على اعتبار أن المجال يكون ذو مصداقية من الرقم المفرد، لأنه من المؤكد أن البنك المركزي لن يستطيع إصابة أي هدف مطلق. لكن بالمقابل، يشترط أن لا يكون المجال عريضاً جداً، وهو ما لا يوفر أي ركيزة صلبة لبناء التوقعات.

¹ Argitis G, Pitelis C, « Monetary policy and the distribution of income: evidence for the United States and the United Kingdom», Journal of Post Keynesian Economics, vol. 23, No.04, 2001, p. 617.

² Green John H, « Inflation targeting: theory and policy implications », IMF Staff Papers, Vol. 43, N° 4, Dec. 1996, p.779.

• كما يتم تحديد الرقم المستهدف لأفق زمني محدود يتفاوت بين عامين وثلاثة أعوام، حتى يتيح للسلطات مجالاً لتكيف السياسة النقدية مع الأوضاع الاقتصادية المتغيرة. أما الإشارة على ضرورة تغيير السياسة الحالية هو عدم توافق التضخم المتوقع مع القيم المستهدفة. وعلى ذلك يعتبر التضخم المتوقع هدفاً وسيطاً أو متغيراً، إشارة واضحة للجمهور.

• وحتى تتجنب هذه السياسة التعارض الممكن بين تخفيض التضخم والحفاظ على مستوى مرتفع لمعدل نمو الناتج، تضاف إجراءات مساندة للمصادقية، وهي النقاش السياسي الصريح حول الأوضاع الاقتصادية وإتباع العلانية في تفسير المعطيات الإحصائية حول المتغيرات الاقتصادية الرئيسية¹.

تجدر الإشارة أننا سوف نتطرق بنوع من التفصيل لسياسة استهداف التضخم في المبحث القادم، كما نؤكد في نهاية هذا الجزء الخاص بالسياسة النقدية، أنه بالرغم من قدرة السلطة النقدية على التحكم في نمو الكتلة النقدية لمحاربة التضخم، إلا أنه، لا يجب غض الطرف عن المصدر الآخر للتضخم، إذ أن الفجوة بين النفقات الحكومية والجباية يتم تمويلها إما خارجياً (الاستدانة) أو داخلياً عن طريق تمويل مباشر للبنك المركزي^(*) لحساب الخزينة العمومية، الذي يعني توسع القاعدة النقدية. هذا التحليل يؤكد على ضرورة التنسيق الجاد بين السياسة النقدية و السياسة المالية.

I-4-2 السياسة المالية

تعرف السياسة المالية بأنها مجموعة السياسات المتعلقة بالإيرادات العامة و النفقات العامة بقصد تحقيق أهداف محددة، وتتمثل في تلك السياسات والإجراءات المدروسة والمتعمدة المتصلة بمستوى ونمط الإنفاق العام الذي تقوم به الحكومات من ناحية و بمستوى وهيكل الإيرادات العامة التي تحصل عليها من ناحية أخرى².

تقوم الحكومات بدور حيوي ومهم في استقرار الاقتصاد المحلي وكذلك مواجهة الاختلالات والمشاكل الاقتصادية المختلفة. فاحتلال التوازن في الاقتصاد الناتج عن التغيرات في الطلب الكلي والعرض الكلي قد يعرض الاقتصاد كما رأينا سابقاً، إلى مشكلة التضخم أو البطالة أو التضخم الركودي والذي يتميز

¹ Green John H, Op.cit, p.780.

^(*) هذا السبب هو أحد دواعي اللجوء إلى إصلاح البنك المركزي والجهاز المصرفي في الكثير من الدول النامية.

² Philip A. Klein, « The Management of market », Oriented Economics A Comparative Perspective Wadsworth Publishing company, Belmont, California, 2000, p.176.

بارتفاع معدلات البطالة والتضخم في آن واحد¹. وتستطيع الحكومة مواجهة هذه المشاكل عن طريق التأثير على حجم الطلب الكلي (AD) في الاقتصاد عن طريق استخدام أدوات السياسة المالية والتي تتكون من الإنفاق الحكومي والضريبة. ويتم هذا التأثير بطريقة مباشرة وأخرى غير مباشرة، تتمثل الطريقة المباشرة في اعتبار الإنفاق الحكومي (G) أحد مكونات الإنفاق الكلي أو الطلب الكلي في الاقتصاد:

$$AD = C + I + G + X_n$$

فعند اختلال التوازن في الاقتصاد ($AD \neq AS$) تستطيع الحكومة تغيير حجم إنفاقها الحكومي (G) من أجل التأثير على حجم الطلب الكلي (تأثير المضاعف) وبالتالي الوصول إلى التوازن من جديد. أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في استخدام الضرائب (T) التي تؤثر بالتالي على كل من الاستهلاك (C) والادخار (S). فارتفاع مستوى الضريبة المفروضة يؤدي إلى انخفاض الدخل الشخصي المتاح وبالتالي انخفاض حجم الاستهلاك والادخار ومن ثم انخفاض حجم الطلب الكلي ويحدث العكس عند قيام الحكومة بتخفيض حجم الضريبة.

– السياسة المالية والفجوات الاقتصادية

لنفترض أن خلافاً ما قد واجه الاقتصاد المحلي بحيث أصبح الطلب الكلي أكبر من العرض الكلي، أو ($AS < AD$). ويعني ذلك أن كمية الناتج لا تستطيع تلبية الطلب الموجود في الاقتصاد، فعندما نكون في وضع أقل من وضع التوظيف الكامل، فإن النقص في المخزون يدفع المنتجين إلى توظيف عناصر إنتاج جديدة مثلاً من أجل زيادة مستوى الإنتاج و من ثم يرتفع حجم الناتج (العرض الكلي) إلى أن يتساوى مع حجم الطلب الكلي. أما إذا كان الاقتصاد في وضع التوظيف الكامل فإن هذا يعني أن جميع عناصر الإنتاج الموجودة في الاقتصاد موظفة بشكل كامل وبالتالي فمن غير الممكن توظيف عناصر إنتاجية جديدة. إن ارتفاع حجم الطلب الكلي في هذه الحالة وعجز العرض الكلي عن ملاحقة الطلب الكلي ستؤدي إلى مشكلة تضخم.

لمواجهة هذه المشكلة، تقوم الحكومة بالتدخل من أجل تحقيق هدف مواجهة الفجوة التضخمية (Inflationary Gap) وهي الفجوة الناتجة عن زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي، وذلك عند

¹ John f Helliwell, « Comparative macro economics of stagflation », Journal of Economic literature Vol. 17, March 1988, p.01.

مستوى التوظيف الكامل، وبالتالي محاولة تقليص حجم الطلب الكلي في الاقتصاد. وبما أن الإنفاق الحكومي يعتبر عنصر من عناصر الإنفاق الكلي (أو الطلب الكلي) فإن تقليص أو تخفيض حجم الإنفاق الحكومي سيؤدي إلى تقليل حجم الإنفاق الكلي إلى المستوى الذي يكون فيه الطلب الكلي مساوياً للعرض الكلي¹.

من جانب آخر، تستطيع الحكومة استخدام الأداة الثانية من أدوات السياسة المالية ألا وهي الضرائب. فعند فرض ضريبة على الدخل فإن ذلك سيؤدي إلى تقليص مستوى الدخل المتاح بقيمة الضريبة ومن ثم انخفاض مستوى الاستهلاك ومستوى الادخار، لكن لا يجب أن يؤدي ذلك إلى تشييط المنتجين، وإلا كان لمثل هذه الزيادات أثر من نوع "منحنى Laffer" و اتجاه الأعوان الاقتصاديين نحو السوق الموازية بالتالي انخفاض الموارد من جديد. إذاً، تقوم الحكومة بإتباع سياسة مالية انكماشية (Contractionary Fiscal Policy) والتي تتمثل في تخفيض حجم الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب من أجل مواجهة الفجوة التضخمية.

I-4-3 أهمية التنسيق بين السياسة النقدية والمالية

نظراً لهذه الأهمية الكبيرة التي تتمتع بها كل من السياستين، فإن التنسيق بينها وبين أهداف كل منها أصبح ضرورة حتمية لا مفر منها، هذا بهدف تجنب التضارب بين أهداف ووسائل كل من السياستين أو بين وسائل وأهداف كل سياسة على حدة. إن أهمية التنسيق بين السياستين تتجلى في قدرتها على مواجهة بعض الأزمات كالضغوط التضخمية التي تتمثل في انخفاض العرض الكلي من السلع والخدمات عن الطلب الكلي، نظراً لوصول الاقتصاد مثلاً إلى مرحلة التشغيل الكامل، حيث لا يمكن زيادة حجم الإنتاج. ولإعادة التوازن بين الطلب الكلي والعرض الكلي وللتخفيف من حدة الضغوط التضخمية تتخذ كل من السلطة النقدية والمالية إجراءات وتدابير يمكن حصرها فيما يلي:

يقوم البنك المركزي بامتصاص الكمية الزائدة من المعروض النقدي أي تقليص حجم الإنفاق ومن ثم الطلب الكلي، بالإضافة إلى تقليص حجم الائتمان المصرفي الذي تقدمه البنوك التجارية إلى الأفراد والمشروعات، مما يؤدي إلى تقليص حجم الإنفاق ومن ثم الطلب الكلي، بالإضافة إلى تقليص حجم

¹ Gregory N, « macroeconomics », New York worth publishers, 1997, p. 377.

القروض الحكومية الموجهة للأفراد والبنوك أو القيام بالاقراض من الأفراد (طرح السندات الحكومية) بهدف تخفيض حجم الكتلة النقدية المتداولة لدى الأفراد، وبالتالي تخفيض الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري.

كما تقوم السلطة المالية و في نفس المجال بالعمل على تخفيض حجم الإنفاق الحكومي وذلك بالتخفيض من حجم الدخل، بالإضافة إلى زيادة حجم الإيرادات الحكومية من خلال الرفع من مقدار الضرائب المباشرة وغير المباشرة، والتخفيض من حجم الإعانات.

من خلال ما تم سرده من الإجراءات والتدابير المتخذة من طرف السلطتين النقدية والمالية، يتضح أن كل منهما يسعى إلى تحقيق قدر من الاستقرار في مستويات الأسعار وخلق توازن بين العرض الكلي والطلب الكلي، لهذا يستوجب التنسيق والملائمة بين السياستين، حيث أن وجود التنسيق يعزز من ثقة الوحدات الاقتصادية في توليفة السياسات الاقتصادية، كما يعزز أيضا من مصداقية هذه السياسات.

وهذا ما توضحه دراسة Daniel Cohen التي تشير إلى أن الكثير من حالات عدم التنسيق بين السياسات المالية والنقدية تفشل ذاتيا في تحقيق الاستقرار في متغيرات الاقتصاد الكلي، وأن وجود التنسيق بين السياسة المالية والنقدية يزيد من مصداقية السياسة الاقتصادية الكلية¹.

على سبيل المثال، إذا كانت السياسة المالية غير متسقة مع هدف التضخم، يصبح من المستحيل تحقيق جدارة السياسة النقدية حتى في ظل استقلالية البنك المركزي².

ويشترط الإعلان بطريقة مستمرة عن كافة التطورات الاقتصادية والتغيرات في السياسة الاقتصادية الكلية³.

إلى جانب أهمية مختلف هذه السياسات في الحد من ظاهرة التضخم، تلعب أسعار الصرف دوراً جوهرياً ومحورياً كآلية لنقل آثار السياسة النقدية، وهذا ما يستدعي إبراز دور هذه المتغيرة في تحقيق استقرار الأسعار وهذا لاشترار أداة سعر الصرف مع باقي أدوات السياسات الاقتصادية في ضبط والحد من التضخم.

¹ Daniel Cohen, « Monetary and Fiscal Policy in an Open Economy with or without policy Coordination », European Economic Review, n°33, 1989, p. 303.

² Domac I, E.M Yucel, « What Triggers Inflation in Emerging Market Economies », Policy Research Working Paper, No. 3376, The World Bank, 2004, p.68.

³ De List Worrel, « Monetary and Fiscal Coordination in small open economies », International Monetary Fund, working paper n° 56, 2000, p.01.

II - علاقة التضخم بأسعار الصرف

تعد الدراسات المتعلقة بأسعار الصرف من الدراسات الاقتصادية المتخصصة والتي تتبناها المؤسسات الدولية بالإضافة إلى السلطات النقدية المحلية، وذلك بهدف مساعدة هذه الدول على الاستفادة من نتائج هذه الدراسات في إدارة سياسة أسعار الصرف بكفاءة لتحقيق أهداف السياسة النقدية. إن التعرف على قنوات انتقال السياسة النقدية هو شرط أساسي لتسيير هذه السياسة على نحو فعال، ويبدو أن قناة سعر الصرف لها دوراً هاماً كآلية لنقل آثار السياسة النقدية، بالإضافة إلى ذلك هذه القناة تعتبر مثيرة للاهتمام في تلك الاقتصاديات المتجهة نحو تبني أسعار صرف عائمة وسياسة نقدية تركز على استهداف التضخم. فهناك علاقة وثيقة بين دور سياسة سعر الصرف كأداة من أدوات السياسة النقدية وبين نوعية الأهداف التي تسعى السلطات لتحقيقها، ففي الدولة المتقدمة يحدد هدف استقرار مستويات الأسعار ومحاربة التضخم كأهم أهداف السياسة النقدية، لذلك يتضاءل دور سعر الصرف في هذه الدول كأداة مباشرة لحساب أدوات أخرى كعرض النقد مثلاً، في حين تسعى الدول النامية والتي تعاني من اختلالات هيكلية إلى استخدام سعر الصرف كأداة رئيسة لمواجهة مثل هذه الاختلالات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي. تنبع أهمية الاستقرار النقدي من كونه أحد أهم الأركان الرئيسية التي تعتمد عليها الدول في تحريك النشاط الاقتصادي وهيئة بيئة ملائمة للاستثمارات المحلية والخارجية، لذلك فإن السلطات النقدية تسعى لتحقيق هذا الهدف من خلال الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار واستقرار سعر صرف العملة المحلية وتوفير هيكل أسعار فائدة ملائم ينسجم مع التطورات الاقتصادية المحلية وتطورات أسواق المال العالمية. لذلك ينبغي أن يأخذ بعين الاعتبار في اختيار نظام سعر صرف الميل والنزوع الطبيعي إلى تحقيق معدلات تضخمية ملائمة، خاصة في ظل الانتقال الدولي إلى اقتصاديات السوق. وقد تبين منذ نهاية الثمانينات أن التأثير على التضخم بشكل غير مباشر من خلال المقاربات التقليدية القائمة على التحكم بالمتغيرات الوسيطة مثل الجاميع النقدية أو سعر الصرف، لا تساعد كثيراً في تحقيق ذلك الهدف. الأمر الذي دفع بعض الدول الصناعية والنامية لاحقاً، إلى تبني مقاربة مباشرة لمكافحة التضخم عرفت بسياسة استهداف التضخم. ونجد في هذا السياق، أن الكثير من الدراسات اهتمت مؤخراً بتحليل وبحث العلاقة التي تربط التضخم بسياسات سعر الصرف سواء كانت دراسات نظرية أو دراسات تطبيقية مباشرة على نماذج من دول منفردة أو على مجموعات من الدول.

من هذا المنطلق، سنستهل هذا المبحث بالحديث عن علاقة التضخم بالعرض النقدي وسعر الصرف ويليهما بعد ذلك، استعراض آلية انتقال تغيرات أسعار الصرف إلى المستوى العام للأسعار. بعدئذ، ننتقل إلى استعراض نظام التثبيت النقدي واستخدام المجمعات النقدية كاستهدافات وسيطة في مقاومة التضخم. وسننهي المبحث بالتطرق إلى استخدام سعر الصرف كمثبت اسمي في برامج محاربة التضخم، وفي أخير نقوم استعراض سياسة استهداف التضخم في ظل نظام سعر الصرف العائم.

II-1 علاقة التضخم بالعرض النقدي وسعر الصرف

العلاقة بين نظرية تعادل القوة الشرائية والتضخم تأخذ بعين الاعتبار تطور الكتلة النقدية على اعتبار أن تغير الأسعار في الخارج يمكن أن يحدث أيضاً تغيراً في الأسعار الداخلية في المدى القصير، مع ثبات سعر الصرف الحقيقي في حالة مراعاة وتحقق نظرية تعادل القوة الشرائية.

يعتبر عرض النقود أحد المتغيرات المفتاحية التي تسمح بالتعرف على سلوك سعر الصرف في الاقتصاديات المفتوحة. حسب المقاربة النقدية لميزان المدفوعات، تكون قيمة سعر الصرف بدلالة عرض النقود، فترتفع عندما تنخفض الكتلة النقدية وتنخفض في الحالة المعاكسة. بينما العلاقة بين الكتلة النقدية والتضخم توضح أن انخفاض عرض النقود يحدث أيضاً انخفاض معدل نمو الأسعار، والذي يترجم بتباطؤ في معدل التضخم. الآلية التي تربط عرض النقود وسعر الصرف تفسر أولاً بشرط تعادل أسعار الفائدة، وتسمح مقارنة الأصول بفهم النظرية الكامنة وراء شرط أساس التوازن، التي تشير إلى أن التوازن في سوق الصرف يتحقق إذا كانت الودائع بمختلف العملات تقدم نفس معدل العائد.

في الحالة التي تقدم فيها الودائع المحلية أسعار فائدة منخفضة مقارنة بودائع العملة الأجنبية، يتدافع الأعوان الاقتصاديون إلى تكوين ودائع بالعملة الأجنبية، وأبعد من ذلك فقد يقدم هؤلاء على تحويل ودائعهم إلى ودائع أجنبية. نفس السيناريو يحدث في حالة المعاكسة على العملتين، والذي يحدث عدم التوازن. وبالتالي فإن أفضل عائد على الودائع بالعملة المحلية يؤدي إلى ارتفاع تقويم العملة المحلية مقارنة بالعملة الأجنبية، التوازن في معدلات العائد يسمح بالحصول على التوازن في سوق العملات. تشير هذه الوضعية إلى تحقق تعادل أسعار الفائدة، تعادل القوة الشرائية مع الأخذ بالحسبان النسبة بين العملتين.

تؤدي أسعار الفائدة على الودائع إلى تشكل توقعات الوكلاء الاقتصاديين حول التضخم ومنه التوقعات على أسعار الصرف، وبالتالي الزيادة في المعروض النقدي يقود إلى زيادة سعر الفائدة الرئيسي بهدف

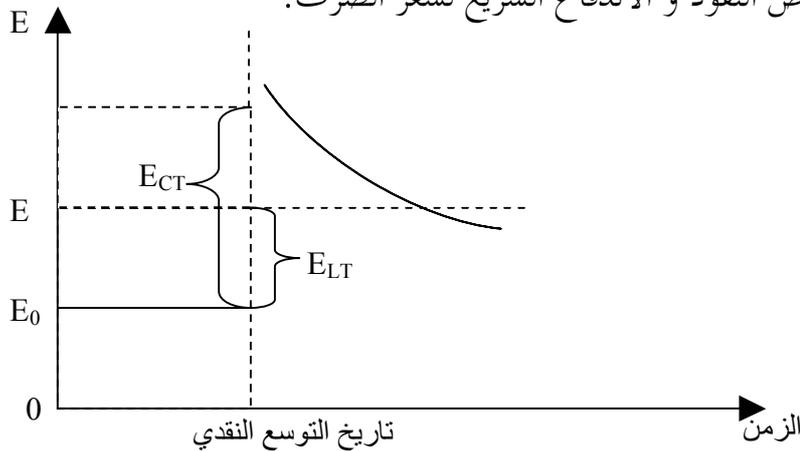
امتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد، ارتفاع هذا المعدل يخلق كنتيجة له حدوث عدم التوازن في السوق، إذ أن وكلاء الاقتصاديين يميلون إلى تكوين أصول بالعملة المحلية. يكون التضخم وأسعار الصرف في صميم السياسات العامة التي تهدف إلى استقرار الاقتصاد الكلي ونمو الناتج المحلي الإجمالي مع الأخذ بعين الاعتبار، القدرة الشرائية، البطالة، والقدرة التنافسية والتوازن. نعرض في هذا الجزء، أهم الدراسات التي تناولت أثر المتغيرات النقدية على سعر الصرف، ومن أهم تلك الدراسات دراسة R. Dornbusch (1976)، في هذه الدراسة يقدم ما يسمى نموذج الاندفاع السريع لسعر الصرف overshooting الذي يقدم تفسيراً للمتغيرات الكبيرة والملاحظة في سعر الصرف نتيجة التغير في العرض النقدي في ظل مجموعة من الافتراضات هي حرية انتقال رأس المال، وبطء التعديل في أسواق السلع بالمقارنة بسرعة التعديل في أسواق الأصول المالية، وتناسق التوقعات. اندفاع سعر الصرف ينتج من التفاوت في سرعة التعديل بين أسواق السلع وأسواق الأصول المالية وسوق الصرف الأجنبي¹. فالزيادة في العرض النقدي مع ثبات العوامل الأخرى، تؤثر على سعر الصرف وهذا الأثر الكلي ينتج عن ثلاثة آثار جزئية هي:

- يترتب على التوسع النقدي تخفيضاً مباشراً في سعر الصرف.
- يترتب على التوسع النقدي، ارتفاع في المستوي العام للأسعار، نتيجة التعديلات التي تحدث في سوقي الإنتاج والنقد، وقد يكون هذا الارتفاع في الأسعار مصحوباً بارتفاع في سعر الصرف، وهذا يشير إلى أن سلوك كل من المستوي العام للأسعار وسعر الصرف قد يكونا متناسقين، ولكن هذا الارتفاع في سعر الصرف لا يلغي الأثر الأول المباشر.
- الأثر المباشر لسعر الصرف على التضخم المحلي، حيث أن سعر الصرف هو القناة التي ينتقل من خلالها أثر التوسع النقدي إلى الطلب الكلي.
- ويفترض نموذج Dornbusch أن الأصول المالية المقيمة بالعملة المحلية بديل كامل للأصول المقيمة بالعملة الأجنبية، وبالتالي يزيد سعر الفائدة على الأصول المالية المحلية عن سعر الفائدة في الخارج بمقدار المعدل المتوقع لانخفاض قيمة العملة، وسعر الصرف قصير الأجل دالة في مستوي الأسعار قصير الأجل

¹ Dernburg T, « Global macroeconomics », Harper & Row Publisher, New York, 1989, p.17.

في ظل مستوى معين للأسعار طويل الأجل ومستوي معين لسعر الصرف طويل الأجل. فارتفاع المستوى العام للأسعار يفضي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الاسمية، فيرتفع سعر الفائدة المحلي وبالتالي تتدفق رؤوس الأموال إلى الداخل ويرتفع سعر الصرف قصير الأجل للعملة المحلية. ويقترب الاقتصاد من التوازن طويل الأجل عند سعر الصرف طويل الأجل ومستوى الأسعار طويل الأجل، بدرجة أسرع، كلما انخفضت درجة حساسية الطلب النقدي بالنسبة لسعر الفائدة وارتفعت حساسية الطلب الكلي لسعر الفائدة وارتفعت مرونة الطلب السعرية للإنتاج الكلي المحلي. قام Dornbusch بصياغة الفرض الأساسي التالي: "يترتب على السياسة النقدية التوسعية في الأجل الطويل زيادة تناسبية في سعر الصرف والمستوي العام للأسعار، وأن تلك الزيادة تتوقف على حساسية الطلب النقدي بالنسبة لسعر الفائدة وحساسية الطلب الكلي بالنسبة لسعر الفائدة والمرونة السعرية للطلب الكلي". وفي حالة حدوث صدمة ما (مثلا زيادة غير متوقعة في عرض النقود) فإنه يمكن أن يظهر في ظل بعض الشروط كما يوضحه الشكل رقم (2-3)، الارتفاع الآني لسعر الصرف (انخفاض) F_{CT} سيكون أكثر من متناسب مع الزيادة في عرض النقود، بالرغم من رجوعه في المدى الطويل إلى مسار تعديله (E) بحركة في الاتجاه المعاكس بحيث أن التغير النهائي (التدهور) سينحصر في E_{LT} .

الشكل رقم (2-3): زيادة عرض النقود و الاندفاع السريع لسعر الصرف.



Source: Rogoff, K., Dornbusch's overshooting model AFTER twenty-Five years. Mundll – Fleming lecture. www.jmf.org, 2002.

في الوقت الذي تحدث فيه الزيادة غير المتوقعة في الكتلة النقدية، فإن التوازن لا يمكن تحقيقه بواسطة استجابة الإنتاج أو الأسعار، والقطاع المالي هو الذي يمتص الصدمة بانخفاض في سعر الفائدة، ولكن بما أن عائد الأصول المحلية يجب أن يكون متماشياً مع عائد الأصول الأجنبية (التعادل غير المغطى لأسعار

(الفائدة)، فإن الوسيلة الوحيدة للمحافظة على التوازن هو الحصول على التثمين المتوقع (أو مسبق) لسعر الصرف.

غير أنه في المدى الطويل، سيكون هناك ارتفاع في الأسعار (تعادل القوى الشرائية يتحقق على المدى الطويل)، وتدهور في سعر الصرف و بالتالي، لكي يتم التوافق بين تدهور سعر الصرف على المدى الطويل والتثمين المستقب في المدى القصير، فإن الوسيلة الوحيدة تتمثل في تدهور آبي (ECT) والذي يكون قوي من ذلك التدهور الضروري على المدى الطويل (ELT) أي تكون استجابة سعر الصرف بشكل مفرط¹.

وتوضح دراسة Blejer و Leiderman أن الزيادة في معدل توسع الائتمان المحلي تفضي عموماً إلى ارتفاع التضخم وتخفيض الاحتياطات الدولية وتدهور سعر صرف العملة المحلية، والمتغيرات النقدية المحلية لها أثر مباشر أكبر على التضخم المحلي وأثر مباشر أصغر على ميزان المدفوعات، كلما ارتفع نصيب السلع غير الداخلة في التجارة في الإنفاق الكلي².

ولقد تمكنت دراسة Faust و Rogors من الإجابة على أسئلة بحثية هامة هي:

– هل سعر الصرف يندفع سريعاً بعد الصدمة النقدية؟

– هل يمكن أن تفسر السياسة النقدية الجزء الأكبر من تباين سعر الصرف؟

وتوصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف يندفع سريعاً على مسار قيمته طويلة الأجل استجابة للصدمة النقدية (الزيادة في العرض النقدي بصفة أساسية)، ولكن القمة تحدث بعد حوالي سنتين، فالزيادة المتوقعة في الرصيد النقدي تسبب تغيراً في سعر الصرف أولاً بحيث يندفع بعيداً عن مركزه التوازني طويل الأجل والتركيز في هذه الدراسة على أثر السياسة النقدية على مستوى الأسعار الأجنبية. وتوضح الدراسة أن التغير في سعر الصرف يفشل في عزل الأسعار الخارجية المتوقعة وغير المتوقعة عن الرصيد النقدي للبلد المحلي مما قد يسبب انخفاضاً في مستوى الأسعار المحلية، و يثير مشكلة للبلد الأجنبي الذي يهتم بسياسة الاستقرار التي تستهدف إيجاد مسار لسعر الصرف أثناء الأزمات المالية، بعد أن هجرت الدول الآسيوية

¹ Rogoff, K, « Dornbusch's overshooting model AFTER twenty-Five years. Mundll – Fleming lecture », www.jmf.org, 2002, p.30.

² Blejer M, Leiderman L, « A monetary approach to the crawling –peg system: Theory and evidence», Journal of Political Economy, Vol.89, No. 1, 1981, p.132.

نظام أسعار الصرف المربوطة واتبعت نظام تعويم مستقل (حسب تصنيف FMI لنظم صرف هذه الدول عام 2000) فبمجرد إتباع التعويم، انخفضت أسعار عملات هذه البلدان سريعا في بداية الأزمة، مما أدى إلى حدوث تضخم مرتفع وأزمة للقطاع المصرفي وآثار ميزانية سالبة، ولذلك أوصى خبراء صندوق النقد الدولي بأن الاستجابة الملائمة للسياسة النقدية هي إتباع سياسة نقدية توسعية، حيث كانوا يرون أن السياسة النقدية التقييدية تفشل في تدعيم العملة لأن رفع سعر الفائدة يخفض ثقة المستثمرين، ويخفض قدرتهم على سداد القروض إلى البنوك مما يضعف النظام المصرفي. فالإفلاس المصرفي الدولي الذي إنتشر بعد الأزمة أدى إلى خروج المستثمرين الأجانب من المنطقة، كما أن الدائنين منهم أجبروا على تمديد أجل القروض حتى لو كانوا غير راغبين في ذلك.

ففي ظل الأزمة المالية تتشابك الأسباب بحيث تجعل من الصعب عزل أثر السياسة النقدية على سعر الصرف وتحديد ما إذا كان هناك اندفاع أم لا¹.

يؤدي ارتفاع الأسعار المحلية في بلد معطى إلى زيادة الأسعار النسبية المرتبطة بسعر الصرف كما تشير إليه النظرية التي ورد ذكرها في النقاط السابقة، حيث أنه في حالة ارتفاع معدل التضخم في البلد يقود إلى توقع انخفاض في العملة المحلية. في الواقع في حالة العجز في ميزان المدفوعات الذي يؤدي إلى انخفاض العملة المحلية، ومن ناحية أخرى، ارتفاع الأسعار يؤدي إلى زيادة المكاسب والأرباح، وفي المدى القصير والمتوسط إلى ارتفاع تكاليف المعيشة. وهذا يعني بالضرورة الحاجة إلى المزيد من الأموال لدفع تكاليف المدخلات واليد العاملة اللازمة لتصنيع المنتجات المخصصة للتصدير وبالتالي الزيادة في أسعار الصادرات والذي ينتج عنه في حالة الاقتصاد قليل المنافسة إلى انخفاض قيمة وكمية الصادرات. مثل هذا السيناريو له تأثير سلبي على مستوى أسعار الصرف وعلى قيمة العملة المحلية.

حسب نتائج دراسة Waldam و Clarida (2006)، ارتفاع معدل التضخم يحدث انخفاض في سعر الصرف، إذا كان البنك المركزي يستهدف التضخم. في الحالة التي تتجاوز تغيرات الأسعار المنطقة المستهدفة، تتجه السلطات النقدية إلى اتخاذ سياسة تقييدية بهدف تخفيض الكتلة النقدية المتداولة. هذه

¹Faust J, Rogers J, « Monetary policy role in exchange rate behavior », International Finance Division, Federal Reserve Board, February, 2000, p.12.

الصدمة على التضخم يجب أن تقود إلى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي، والذي ينتج عنه في المدى القصير ارتفاع في قيمة العملة، وعلى المدى الطويل قد نشهد تأثيرا معاكسا.

الصدمة التي تسبب ارتفاع التضخم قد تحدث صدمة في سعر الصرف، في هذه الحالة يختار البنك المركزي الإقدام على تغيير المخزون النقدي ورفع أسعار الفائدة الاسمية والذي يحدث بدوره انخفاض في سعر الصرف الحقيقي. أما في الحالة التي تقرر فيها السلطات بضرورة إعادة النظر في معدلات التضخم المستهدفة، هذا يحدث ارتفاع في سعر الصرف الحقيقي في المدى الطويل، ولكن أيضا ارتفاع في سعر الصرف الاسمي في المدى القصير مما يقود في الأخير إلى تخفيض معدل التضخم و تخفيض سعر الصرف¹. في دراسة حول التضخم وسعر الصرف في دول OCDE لدراسة أثر مختلف السياسات الاقتصادية حسب نظام سعر الصرف وحركة رؤوس الأموال، أشارت الدراسة إلى الدور المركزي لسعر الصرف في النظام العائم، خاصة كقناة لنقل أثر السياسة النقدية. وبالتالي يكون من الصعب على نحو متزايد التأثير على النشاط دون تغيير الأسعار.

التفاعل بين الأسعار والنشاط يعني أنه لا يكون في مقدور السلطات تخفيض التضخم بدون تخفيض من النمو، هذه النتيجة تأتي من التفاعل بين نظام سعر الصرف والنظام المالي. في حالة نظام سعر الصرف الثابت، يتم كبح الدورة التضخمية من جراء فقدان القدرة التنافسية واحتياطات الصرف الرسمية، التي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض الطلب على المنتحين المحليين. أما في النظام العائم، انخفاض سعر الصرف يعمل على تسوية ارتفاعات الأسعار.

¹ Clarida R, Waldman D, « Is bad news about inflation good news for the exchange rate? And if so, can that tell us anything about the conduct of monetary policy? », Colombia University, 2006, p.29.

II-2 انتقال تغيير أسعار الصرف إلى مستوى الأسعار pass-through

انتقال تغيير أسعار الصرف إلى مستوى الأسعار (pass-through) والنتائج التي يمكن أن يحدثها والمتمثلة في زعزعة الاستقرار الاقتصادي من خلال وصول إلى معدلات تضخم مرتفعة، يمثل عنصراً هاماً في اختيار نظام سعر الصرف في الاقتصاديات الناشئة أو في الاقتصاديات المتقدمة على حد سواء.

يُعرف (pass-through) على أنه الدرجة التي على أساسها تنتقل التقلبات في أسعار الصرف إلى المستوى العام للأسعار في البلد، حيث يمثل العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وبين تعديل أسعار السلع المتاجر بها، فيقصد بانتقال آثار سعر الصرف Exchange Rate Pass- Through بالتغيير أسعار السلع المستوردة والمصدرة تبعاً للتغير في أسعار الصرف¹.

في الواقع، إذا كانت الاقتصاديات الناشئة تشهد تأثيرات كبيرة في pass-through مقارنة بالبلدان الصناعية، فإن تفضيل السلطات النقدية لنظام سعر الصرف الذي يسمح بتقلبات محدودة في سعر الصرف سيكون له ما يبرره، نظراً لأنه يقلل من تقلب معدلات التضخم.

تسمح التجارب الأخيرة في البلدان الناشئة مثل البرازيل، المكسيك والشيلي بتفسير أهمية الآثار المرتفعة المترتبة عن pass-through في عملية اختيار نظام سعر الصرف. وقد اعتمدت هذه الدول مؤخراً استراتيجيات استهداف التضخم لتحل محل سعر الصرف في دور الركيزة الاسمية.

إلا أن وجود أثر مرتفع pass-through في نماذج استهداف التضخم يحدث الكثير من الصعوبات لأنه يمكن أن يقوض من مصداقية السلطات النقدية خاصة في حالات الإخفاقات المتكررة في الوصول إلى النطاقات المستهدفة لمعدلات التضخم المعلن عنها مسبقاً. هذه الوضعية إذن قد تجبر البنوك المركزية على الحد بانتظام من تقلبات سعر الصرف لمنع خطر الفشل المتكرر في الوصول إلى الهدف التضخمي وللحيلولة دون انفجار معدلات تضخم مرتفعة.

² Eiteman David K, Stonehill Arthur I, Moffet Michael H, « Multinational business finance », 10th ed., Pearson Addison Wesley, USA, 2004 , p.141.

II-2-1 العوامل المفسرة لانتقال تغيير أسعار الصرف إلى مستوى الأسعار

أظهرت الدراسات التجريبية أنه في حالة الاقتصاد المنفتح على الخارج، تنتقل التغيرات في أسعار الصرف في معظم الحالات، بشكل جزئي ومتأخر زمنياً إلى الأسعار المحلية. فرضية انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية كان لها النصيب الوافر في الأدبيات الاقتصادية وسياسات البنوك المركزية من جراء نتائج تأثيره على انتقال الصدمات الخارجية والمحلية إلى الاقتصاد المحلي.

تشير درجة انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية إلى وجود صلة بين التغير في سعر الصرف والأسعار المحلية هذا من ناحية، وإلى إقبال مؤسسات الأعمال على تغيير أسعارها استجابة للتغير في أسعار الصرف وما لذلك من تداعيات على تنافسية المنتجات المحلية الموجهة إلى التصدير من ناحية أخرى. من هذا المنظور تتأثر درجة انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية بعدة العوامل أهمها ما يلي¹.

- هيكل ومستوى المنافسة في أسواق السلع

نظرية " قوى السوق " نصت على أن انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية يكون جزئياً، إذا كان الطلب المحلي مرناً جداً. في أغلب الأحيان تكون الشركات الأجنبية التي تسعى إلى الحفاظ على حصتها في السوق، مجبرة على استيعاب وامتصاص تقلبات أسعار الصرف وقبول أرباح حدية منخفضة. في بنية سوق غير تنافسية، وعلى الرغم من أن انخفاض سعر الصرف يزيد من تكلفة المنتجات الوسيطة في هذه الوضعية، يمكن للشركات غير تنافسية اختيار الاستيعاب الجزئي أو الكلي لارتفاع تكلفة الإنتاج مما يقلل من درجة انتقال تغيير أسعار الصرف إلى أسعار المستهلك.

يشير نموذج احتكارية السوق المقدم من قبل Cournot و Dornbusch (1987)، أن حجم انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية يتم تحديده عن طريق نسبة الشركات الأجنبية المتواجدة في السوق المحلي مقارنة بالشركات المحلية.

¹ Goldfajn I, Werlang S, « The Pass-through from depreciation to inflation: A Panel Study », Texto Para Discussao 424, Département d'Economie Puc Rio, 2000, p.11.

- البيئة التضخمية

في هذا الجانب يوضح Taylor (2000)، أن درجة انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية ترتفع حسب مستوى التضخم. استناداً إلى نموذج سلوك الشركات، يشير Taylor إلى أن أصحاب المشاريع يميلون بشكل أكبر إلى نقل تغيرات أسعار الصرف إلى أسعارهم في ظل بيئة تتميز تقليدياً بمعدلات تضخمية مرتفعة، علاوة على ذلك، في حالة استمرار معدلات التضخم فإن الشركاء الاقتصاديين سيعتبرون أن ارتفاع التكاليف سيستمر أيضاً¹.

ومع ذلك يكون الأثر على التضخم ضعيفاً في ظل وجود سياسة نقدية ذات مصداقية، في الواقع في ظل مصداقية وفعالية السياسة النقدية في الحفاظ على معدلات تضخم منخفضة، يجب أن يقود ذلك الشركات إلى توقع عدم استمرار أي صدمة سلبية في سعر الصرف على التضخم وكنتيجة لذلك فإنها لن تنعكس مباشرة في أسعار هذه الشركات².

- النشاط الاقتصادي

في فترات زيادة النشاط الاقتصادي، يقدم المتعاملون الاقتصاديون على تمرير بسهولة إلى أسعارهم الزيادة في التكاليف المرتبطة بانخفاض قيمة العملة المحلية. العكس يكون صحيحاً أيضاً، في بعض حالات الانخفاض الحاد لا يعني بالضرورة الزيادة في الأسعار المحلية، لأنه إذا كان الاقتصاد في حالة ركود، فإن الشركات لا تصحح أسعارها تناسباً مع ارتفاع التكاليف.

- سعر الصرف الحقيقي

المغالاة في قيمة العملة المحلية تعد إحدى العوامل الهامة التي تسبب في الانخفاض المستقبلي في قيمة هذه العملة. عندما يعتبر الانخفاض هو التصحيح الطبيعي لهذه المغالاة وللاارتفاع الأولي في سعر الصرف فسيجد هذا الأخير وضعيته التوازنية، إذن انخفاض العملة في هذه الحالة لا ينتج عنه أي أثر تضخمي. بينما نشهد فقط التغير في الأسعار النسبية للسلع القابلة للتجارة وغير قابلة للتجارة، دون حدوث ارتفاع عام في كل الأسعار، غير أنه إذا كان الانخفاض في قيمة العملة بشكل مفرط متجاوزاً القيمة الضرورية

¹ Taylor J, « Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms », European Economic Review, Vol. 44, 1389-1408, 2000, p.12.

² Gagnon, Ihrig, « Monetary policy and exchange rate pass-through », International Journal of Finance and Economics, 9, pp 315-338, 2004, p.22.

للوصول إلى القيمة التوازنية لسعر الصرف، فإن ذلك ينتج عنه بشكل أكيد آثاراً تضخمية¹.

- درجة الانفتاح

درجة عالية في الانفتاح الاقتصادي يترتب عنها كما يشير إليه McKinnon درجة مرتفعة في حساسية الاقتصاد للتغيرات في أسعار الصرف هذا من ناحية، ووفقاً لنظرية المصدقية من الممكن أن نشهد علاقة سلبية بين التضخم والإنتاج من ناحية أخرى. البحث عن ترسيخ المصدقية في الاقتصاد المفتوح، يجب أن يقود إلى معدلات تضخمية ضعيفة في البلدان الأكثر انفتاحاً على الخارج.

- نظام سعر الصرف

في ظل نظام سعر الصرف المرن، درجة ضعيفة من انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية يسمح بالتحكم في التضخم، على اعتبار أنه يوفر حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية مع ضمان استقلالية أكبر في السياسة النقدية، بينما في حالة وجود نظام سعر الصرف الثابت، فإن أي إجراء يؤدي إلى استقرار معدلات التضخم، سيتبع ويترجم بتقلب في مستويات الإنتاج². ويكون ذلك بفعل تعرض الدول المتبينة لنظام سعر الصرف الثابت يوماً بعد يوم إلى تقلبات في تدفقات رؤوس الأموال.

II-2-2 أهم الدروس المستفادة من الدراسات التجريبية

سعت الكثير من الدراسات والبحوث إلى قياس تأثير انتقال تغيرات سعر الصرف إلى التضخم في كل من الأسواق الناشئة و المتقدمة، على الصعيد التجريبي حاول McCarty تحليل أثر التغيير في أسعار الصرف وأسعار الاستيراد على الأرقام القياسية لأسعار المستهلك والإنتاج باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR من خلال بيانات ستة دول أعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD). استنتجت الدراسة أن آثار التقلب في أسعار الصرف على الرقم القياسي لأسعار المستهلك كانت معتدلة وأن هذه الآثار تتجه إلى أن تكون مرتبطةً بدرجة الانفتاح الاقتصادي³.

¹ Goldfajn I, Valdés R, « The aftermath of appreciations », Quarterly Journal of Economics, vol. 114, No.1, 1999, p.02.

² Devereux M, « Monetary policy, exchange rate flexibility and exchange rate Pass Through », Bank of Canada, 2001, p.47.

³ Mccart J, « Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized countries », BIS working paper N° 79, 1999, p.27.

في نفس الإطار اهتم كل من Eichengreen، Burnside و Rebelo (2001)، بدراسة هذا الأثر فأشارت النتائج إلى ضعف تأثير انتقال تغيرات سعر الصرف نحو الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك¹. كما قام Goldfajn و Werlang (2000)، بقياس ومقارنة حجم الآثار المترتبة عن انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية في الاقتصاديات الناشئة والصناعية. استخدم المؤلفان بيانات مقطعية وزمنية (Panel) على عينة مكونة من 71 بلدا على الفترة 1980 - 1998. في هذه الدراسة أظهرت النتائج أن المحددات الأساسية لحجم ودرجة تأثير انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية ترتبط بدورة المنتج، درجة المغالاة والتجاوز الأولي في سعر الصرف الحقيقي، المعدل الأولي للتضخم وإلى درجة انفتاح الاقتصاد.

ومع ذلك، توصلوا من خلال هذه الدراسة إلى أن تأثير انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية كان أكبر في الاقتصاديات الناشئة مقارنة بالبلدان الصناعية وهذا ما يوضحه الجدول رقم (3-1) أسفله. الجدول رقم (3-1): أثر Pass-through حسب مجموعات الدول، 1980 - 1998.

| الأشهر | الدول الصناعية | الدول الناشئة | دول ناشئة أخرى | الدول الأعضاء في OCDE | الدول غير الأعضاء في OCDE |
|--------|----------------|---------------|----------------|-----------------------|---------------------------|
| 6 | 0,245 | 0,394 | 0,340 | 0,113 | 0,471 |
| 12 | 0,605 | 0,912 | 0,506 | 0,188 | 0,754 |

Source: Goldfajn et Werlang, (2000).

الجدول رقم (3-2): أثر Pass-through حسب المناطق، 1980 - 1998.

| الأشهر | المجموع | أوروبا | إفريقيا | أمريكا | أوقيانا Océanie | آسيا |
|--------|---------|--------|---------|--------|-----------------|-------|
| 1 | 0,012 | 0,018 | 0,018 | 0,013 | 0,002 | 0,093 |
| 3 | 0,169 | 0,016 | 0,159 | 0,199 | 0,051 | 0,166 |
| 6 | 0,426 | 0,211 | 0,343 | 0,539 | 0,092 | 0,367 |
| 12 | 0,732 | 0,360 | 0,643 | 0,692 | 0,158 | 0,712 |
| 18 | 0,701 | 0,460 | 0,520 | 1,240 | 0,193 | 0,841 |

Source: Goldfajn et Werlang, (2000).

¹ Burnside C, Eichengreen B, Rebelo S, « Why is inflation so low after large devaluations », NBER WP, n°.8748, 2001, p.04.

تشير نتائج الدراسة أن معدلات انتقال آثار تغير أسعار الصرف إلى الأسعار المحلية في أمريكا اللاتينية كان أكبر في هذه المنطقة مقارنة بالمناطق الأخرى في العالم، وأن هذا التأثير كان أقل من ذلك بكثير في أوروبا وإفريقيا منه في آسيا وأمريكا. وفي الأخير كان ضعيفاً جداً في دول OCDE مقارنة بالدول الناشئة كما توضحه النتائج المدونة في الجدول أعلاه رقم (3-2).

حقيقة أن تكون الأسعار أكثر حساسية للتقلبات أسعار الصرف في الاقتصاديات الناشئة مقارنة بالدول المتقدمة، تثير الكثير من التدايعيات لصناع القرار لأن الأزمات التي حدثت في نهاية سنوات التسعينات من القرن الماضي في هذه الدول قد أكدت أنها تتبع دائما بشكل منتظم بانخفاضات كبيرة. في مثل هذه الظروف، يكون رد فعل السلطات إما رفع أسعار الفائدة وبالتالي التشديد في الفعاليات والشروط النقدية، التي من شأنها أن تقود إلى ارتفاع سعر الصرف الاسمي أو أن تواجه معدلات تضخمية قوية¹.

في هذا الجانب يشير كل من Goldfajn و Gupta إلى أن أفضل استجابة للسياسة الاقتصادية في ظل وجود أثر Pass-through تكون من خلال رفع أسعار الفائدة التي من شأنها أن تزيد من احتمال انعكاس الانخفاض الأولي في زيادة تقويم سعر الصرف، بدلا من ظهور معدلات تضخم كبيرة وقوية². كذلك من بين الدراسات الهامة التي اهتمت بتحليل العلاقة بين التغير في سعر الصرف والتضخم، نجد العمل المقدم من قبل Choudhri و Hakura من خلال دراسة عينة تضم 71 بلداً على الفترة 1979-2000، أشارت النتائج إلى وجود ارتباط ايجابي بين انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية والتضخم، كما أظهرت أن هذا الانتقال كان كاملا بالنسبة لمعظم بلدان العينة. وفي نفس الاتجاه يوضح Devereux و Yetman (2003)، أن Pass-through يرتبط ايجابيا مع معدل التضخم ولكن هذه العلاقة ليست خطية لأن Pass-through يتراجع مع مرور الزمن³. في حين أن النتائج التي توصل إليها Choudhri و Hakura تشير إلى أن معدل التضخم الأولي أو الابتدائي يعتبر المتغير الأكثر تفسيراً لاختلاف Pass-through بين الدول، أما Goldfajn و Werlang وجدا أن انخفاض قيمة سعر

¹ Goldfajn I, Werlang S, op-cit, p.13.

² Goldfajn I, Gupta P, « Does monetary policy stabilizes the exchange rate following a currency crisis?», Working Paper No. 396.Rio de Janeiro, PUC-Rio, Department of Economics, 1999, p.08.

³ Devereux M, Yetman J, « Etablissement des prix et transmission des variations du taux de change: théorie et vérification empirique », Bank of Canada, 2003, p.375.

الصرف الحقيقي هو المتغير المحدد لانتقال تغير سعر الصرف إلى الأسعار المحلية في الدول الناشئة، في حين يعتبر التضخم الأولي المحدد الأساسي لهذا الانتقال في الدول المتقدمة. بالإضافة إلى التضخم الأولي وسعر الصرف الحقيقي، تم تحديد عوامل أخرى كمحددات لانتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية مثل نصيب الفرد من الدخل، الأجور وتغيرات سعر الصرف طويلة الأجل ودرجة الانفتاح¹.

شهدت السنوات الأخيرة درجات منخفضة في انتقال تغيرات سعر الصرف إلى الأسعار المحلية خاصة في الدول النامية، بعدما عرفت هذه الدول في السابق وجود درجات عالية من هذا الانتقال نتيجة النسبة الكبيرة من المنتجات المستوردة التي تدخل في تكوين مؤشر العام للأسعار.

كما اهتم بعض المنظرين بتفسير المستويات المنخفضة في انتقال أثر سعر الصرف إلى الأسعار في العقود الأخيرة ويرجعون ذلك إلى الاتجاه العالمي نحو تحقيق معدلات تضخمية منخفضة في معظم الدول.

Gagnon و Ihrig (2004)، وجدوا أن البلدان ذات المعدلات التضخمية المنخفضة والمستقرة، شهدت درجات ضعيفة في انتقال أثر سعر الصرف إلى الأسعار، الانخفاض الملاحظ في انتقال الصدمات على سعر الصرف إلى المؤشر العام للأسعار، كان نتيجة لإحلال المنتجات المستوردة باهظة التكاليف بالمنتجات المحلية أقل تكلفة. يوضح Saiki (2004)، أن الانتقال من النظام النقدي إلى استهداف التضخم ارتبط بانخفاض درجة انتقال آثار تغير أسعار الصرف إلى الأسعار المحلية في الدول النامية².

ورغم أن هذه الدراسات لم تتفق على آلية الانتقال أو مقدار حدوث الأثر، إلا أنها اتفقت جميعها على حدوث انعكاس للتحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية على مؤشرات الأسعار المحلية في تلك البلدان.

وتتفق هذه النتائج مع النظرية الاقتصادية (نظرية تعادل القوة الشرائية) التي تفترض أن ازدياد حجم تجارة دولة مع دول أخرى في ظل تذبذب أسعار الصرف الاسمية بين عملات الدول مع بعضها بعضاً، يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار صرف العملات مقابل بعضها البعض، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض أسعار السلع المحلية أو السلع القابلة للتصدير، مما ينقل أثر هذا الارتفاع أو الانخفاض إلى الدول الأخرى.

¹ Frankel, Parsley, Wei, « Slow Pass-through around the World: A New Import for Developing Countries », NBER Working Paper, 2005, p.10.

² Gagnon, Ihrig, « Monetary Policy and Exchange Rate Pass-through », International Journal of Finance and Economics, 2004, p.315.

II-3 نظام التثبيت النقدي (المجمعات النقدية كاستهدافات وسيطة)

في أعقاب انهيار أسعار الصرف الثابتة لبروتن وودز، أين كان يتم التحكم في التضخم في الولايات المتحدة انطلاقاً من التثبيت واستقرار الأسعار، فقد جعل التحول نحو الأنظمة العائمة البنوك المركزية في الدول الصناعية في حاجة إلى ركيزة جديدة لضمان استقرار الأسعار المحلية.

يرتكز نظام الربط الاسمي على تبني مجمع نقدي كركيزة اسمية، وتكون هذه السياسة النقدية فعالة عندما تتصاحب بأسعار الصرف المرنة، حيث تسمح للسلطات النقدية بمواجهة الصدمات المحلية ويتطلب ذلك وجود علاقة مستقرة بين المجمع النقدي المستهدف بمستوى الهدف الوسيط والهدف النهائي للسياسة النقدية (التضخم والنمو النقدي).

تزود سياسة التثبيت النقدي السلطات النقدية ببعض الايجابيات، أولاً، يسمح للسلطات النقدية بامتصاص آثار الصدمات، خاصة من خلال تعديلات سعر الصرف. ثانياً، الانحرافات في القيمة النقدية بالنسبة للقيمة المستهدفة في التثبيت النقدي يتم الكشف عنها بسهولة، كما يكون في مقدرة الأعوان الاقتصاديون تفسير ببساطة الانحرافات بين الانجازات وتقديرات المجمع النقدي، حيث يكون هؤلاء على اطلاع بنواي ورغبات البنك المركزي فيما يتعلق بالتضخم¹.

خلال سنوات السبعينات، وبهدف مقاومة ارتفاعات التضخم، تبنت العديد من الدول الصناعية سياسة التثبيت النقدي، في هذا الإطار، تجارب الولايات المتحدة الأمريكية، كندا والمملكة المتحدة لم يكتب لها النجاح. في حين أن تجارب كل من ألمانيا وسويسرا حققت الكثير من النجاح، يرجع Mishkin فشل تجارب المجموعة الأولى إلى عدم استقرار العلاقة بين التثبيت النقدي والأهداف النهائية للسياسة النقدية بينما مفتاح نجاح قيادة نظام التثبيت النقدي في ألمانيا وسويسرا يتمثل، من جهة، في أن السلطات النقدية لم تتبع المنهج النقدي المستمد بشكل كامل من النظرية النقدية المعاصرة (M.Friedman) في إطار إتباع إجراءات المرونة، الانحرافات عن الهدف النقدي تم استيعابها باستمرار من قبل البنك المركزي الألماني، من جهة أخرى، يشير Mishkin كذلك إلى الالتزام القوي بتواصل السلطات مع جمهور المتعاملين حول

¹ Mishkin, F, Savastano M, « Monetary policy strategies for Latin America», Journal of Development Economics, Vol.66, 2001, p.415.

الاتجاهات النقدية للبنك المركزي¹.

نجاح السلطات النقدية الألمانية في التحكم بالتضخم باستخدام سياسة التثبيت النقدي كان من بين أهم محددات اختيار ألمانيا كبلد تثبيت في النظام النقدي الأوروبي.

اختارت الكثير من البلدان إستراتيجية الاستهداف النقدي بناء على النظرية النقدية الحديثة، هذه الأخيرة تتخذ من استقرار الأسعار الهدف النهائي للسياسة النقدية، حيث تعتبر دائماً أن التضخم ظاهرة نقدية وتأخذ في الاعتبار بصفة خاصة التأخير أو التباطؤ الطويل والمتغير الذي من خلاله تؤثر استجابة السياسة النقدية على الاقتصاد.

تلعب النقود في إستراتيجية الاستهداف النقدي دور الأداة في عملية اتخاذ قرارات السياسة النقدية عن طريق استخدامها كهدف وسيط. وتحقيقاً لهذه الغاية، يتم تحديد قيمة مرجعية من قبل السلطات النقدية فيما يخص مستوى نمو المجمع النقدي المستهدف يتسق مع استقرار الأسعار في المدى المتوسط.

من حيث المبدأ، انحراف المجمع عن القيمة المرجعية يستدعي ذلك التصحيح النظامي من جانب البنك المركزي، هذا التصحيح قد لا يكون فوراً، ولكن في ظل وجود التوقعات العقلانية، يتوقع المتعاملون تدخل السلطات في المستقبل، الشكل التالي يعبر عن آلية عمل إستراتيجية الاستهداف النقدي.

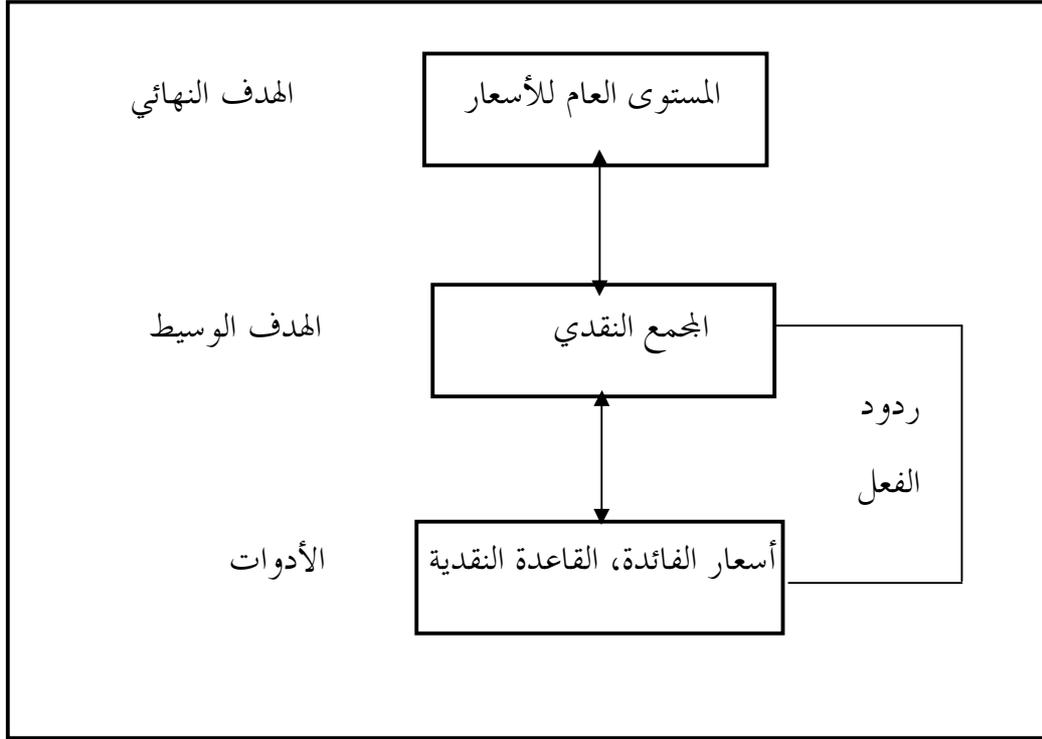
يقدم الاستهداف النقدي ميزتين رئيسيتين، مقارنة باستهداف سعر الصرف، حيث تسمح هذه الإستراتيجية للبنك المركزي بإتباع سياسة نقدية مستقلة وكذلك اختيار هدف تضخمي قد يختلف عن البلدان الأخرى ويتسق مع خصائص الاقتصاد.

يسمح الاستهداف النقدي بعد ذلك، للسلطات النقدية بالأخذ بعين الاعتبار الأهداف الداخلية وردود الفعل استجابة للصدمات الخارجية. هذه الإستراتيجية هي أيضاً بسيطة التنفيذ والإدارة، لأن المعلومات عن الوصول إلى تحقيق الأهداف أو إخفاق الهدف النقدي تكون متاحة مع تأخير محدود نسبياً، هذه الميزة ناتجة عن الإمكانية السريعة في الحصول على المعطيات عن المجمعات النقدية وعلى نشر هذه المعطيات بشكل منتظم ومتكرر².

¹ Mishkin, F.S, «From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries». Paper presented in the conference of The Bank of Mexico, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience. Mexico City, November, 2000, p.07.

² Mishkin F, « Inflation targeting in emerging-market countries », American Economic Review. Vol.90 (2), 2000, p.22.

الشكل رقم (3-3): الاستهداف النقدي



Source: Sfia Mohamed Daly, « régime de change: le chemin vers la flexibilité », Munich Personal Repec Archive, 2007.

وبالرغم من ذلك إستراتيجية الاستهداف النقدي تشوبها بعض السلبيات التي تتمثل، أولاً، في ضرورة وجود علاقة مستقرة وقوية بين المتغيرة المستهدفة (التضخم) والهدف الوسيط (المجموع النقدي). في الحالة المعاكسة، الاستهداف النقدي لا يعطي النتائج المرجوة منه، وقد يقود إلى اتخاذ قرارات خاطئة وقيادة سياسة نقدية مع تقلبات قوية في الإنتاج، التضخم وأسعار الفائدة¹.

يجب على البنك المركزي بعد ذلك، أن يراقب بحزم وبشكل تام الكتلة النقدية المتداولة، إجراء الذي يصبح صعباً كثيراً في محيط يتميز بضعف التضخم والاندماج المالي المتنامي.

مثل هذه الوضعية تحد بشكل معتبر من فعالية الاستهداف النقدي وتعيق مسار وآلية الاتصال وبالتالي مسؤولية البنك المركزي².

يظهر أن الاستفادة من الاستهداف النقدي من الناحية النظرية عملية سهلة المنال، بينما الواقع يشير إلى غير ذلك، للوصول إلى توفير وخلق المعلومات الضرورية لقيادة السياسة النقدية انطلاقاً من المجمعات

¹ Clarida, R, Gali, J. and M. Gertler «The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », Journal of Economic Literature, 37, (December): 1661-1707, 1999, p.02.

² Benrnanke B.S and Mishkin, F, « Inflation targeting: A new framework for Monetary Policy? », Journal of Economic perspectives 9 spring, 1997, p.116.

النقدية المستهدفة، يجب أن يرتبط الهدف الوسيط ارتباطاً قوياً بالهدف النهائي. كما يجب على البنك المركزي بعد ذلك أن يكون قادراً على اختبار ومراقبة آثار الإعلانات والبيانات التي ينشرها على التوقعات التضخمية لدى الأعوان الخواص، ولا بد أن تتوفر لديه أيضاً إمكانية المراقبة الكاملة على المجمع المستهدف. وحتى يتسنى له ذلك، لا بد أن يكون المجمع النقدي منخفض الحساسية بقدر الإمكان أمام تغيرات أسعار الفائدة. ففي حالة زيادة مستوى حساسية المجمع النقدي لتغيرات أسعار الفائدة، يكون على البنك المركزي في هذه الحالة تثبيت أهدافه المتغيرة أو استيعاب وامتصاص الانحرافات المستمرة عن الهدف المحدد. تستدعي العلاقة بين المجمع النقدي المستهدف والقاعدة النقدية أن يكون المضاعف النقدي مستقر وقابل للتقدير. أشار رواد التيار النقدي إلى الأهمية البالغة لاستقرار المضاعف النقدي في المدى القصير لتحقيق هدف الاستقرار وتضم أهم محدداته سرعة دوران النقود التي يجب أن تكون مستقرة وقابلة للتقدير.

الدراسات الأخيرة التجريبية التي اهتمت باختبار استقرارية المضاعف في مجموعة مختارة من الدول بشكل خاص أغلبها دول نامية، تؤكد هذه الدراسات أن إزالة الحواجز وعدم التنظيم والابتكارات المالية قد غيرت بشكل كبير تقاليد العرض والطلب العملة لدى مختلف الأعوان الاقتصاديين واستقرارها حيث قدم Agung و Ford (1999)، دراسة على بيانات اليابان وكذلك نجد دراسة Morris و Ford (1996)، بالنسبة لبريطانيا باستخدام الانحدار البسيط والتحليل بواسطة نماذج تصحيح الخطأ لإظهار كما هو متعارف عليه اليوم أن استقرار المضاعف النقدي يعد وهما وبعيد كل البعد عن الواقع¹.

الشرط الثاني الضروري لضمان إستراتيجية الاستهداف النقدي هو أن تكون الرابطة بين خلق النقود والهدف النهائي للسلطات النقدية (الاستقرار المستقبلي للأسعار) قابلة للتحديد الإحصائي وأن تكون نسبياً ثابتة ومستقرة، تشير التجارب بأن العلاقة بين المجمع النقدي والأسعار تتجه إلى أن تكون ضعيفة نسبياً وغير مستقرة في حالة اقتصاد يتميز بتضخم ضعيف واندماج مالي متنامي. هذه العوامل تؤثر على استقرار سرعة دوران النقود بطريقة قد تؤثر أيضاً على العلاقة بين الهدف الوسيط للنمو النقدي والهدف النهائي لاستقرار الأسعار، الارتباط الضعيف بين المجمع النقدي المستهدف والهدف

¹ Agung, J. and J. L. Ford, « Money Multipliers for Simple Sum and Divisa Monetary Aggregates for Japan: Cointegration and ECM Modelling », 1998(3)- 1996 (2), Department of Economics Discussion Paper: 99-03, 1999, p.05.

النهائي يجعل من تحقيق الهدف الوسيط لا ينتج عنه الأثر المرغوب فيه على المتغيرة النهائية. وبالتالي المجمع المستهدف لا يسمح بإرسال إشارات واضحة، التي تسمح بدورها بتقدير القيمة المرجعية التي تتسق مع استقرار الأسعار وإعطاء رؤية واضحة على الاتجاه المستقبلي للسياسة النقدية.

العديد من الدراسات التي أوضحت بالاستناد على الأسس النظرية والتجريبية أن تحقيق فعالية إستراتيجية الاستهداف النقدي يجب ضمناً أن يستوفي شرط الاستقرار والعلاقة القوية بين خلق النقود واستقرار الأسعار مستقبلاً¹.

هذه الدراسات التي عملت على اختبار العلاقة بفحص دور المجمعات النقدية، تشير إلى نتائج هامة المتمثلة في أن التغيير المعتبر وإعادة الهيكلة في القطاع المالي التي أحدثت تغيير هيكلية والابتكارات المالية الكبيرة قد غيرت بدورها وبشكل كبير أيضاً، من خصائص والتركيبية الإحصائية للمجمعات النقدية وإلى الصلابة في علاقتها بالهدف الأساسي لاستقرار الأسعار.

الشرط الثالث يعتبر بالتأكيد أحد أهم أعمدة نجاح إستراتيجية السياسة النقدية والاستهداف النقدي بشكل خاص هو الإعلان عن استهداف المجمع النقدي، إستراتيجية الاتصالات والشفافية التي تسمح ببساطة ووضوح أهداف السياسة النقدية واتجاهاتها، وتقود في هذه الحالة إلى رفع من مصداقية السلطات النقدية وضمن مبدئياً ثبات توقعات الأعوان الاقتصاديون.

تستدعي فعالية السياسة النقدية وجود توقعات تضخمية ثابتة ومتلائمة مع الهدف النهائي المثبت من قبل البنك المركزي، الإشارات المنتجة تبعاً لنشر المستهدفات النقدية ومقارنتها مع المجمعات النقدية المحققة تسمح بالحكم على درجة المصداقية والإستراتيجية النقدية المستخدمة.

توقعات المتدخلون في السوق فيما يخص التغيير المستقبلي للنطاقات المستهدفة تتركز على إدراك واستيعاب إستراتيجية البنك المركزي، تقوم إستراتيجية الهدف النقدي إذن في جزء كبير منها على توقعات السوق، حيث إذا كانت هذه التوقعات تختلف عن النتائج المسجلة، يصبح الاستهداف النقدي عديم الفعالية. نشر الأهداف النقدية من قبل السلطات النقدية يعتبر مهماً إذن، لأنه يساهم ليس فقط في تحسين المصداقية وفعالية السياسة النقدية ولكن أيضاً في توطيد ودعم التوقعات حول التغيرات التي يمكن أن تحدث وتطراً على الأهداف النهائية من ناحية العلمية.

¹ Mishkin F, op-cit, p.24.

في سنوات السبعينات من القرن الماضي عملت الولايات المتحدة على مراقبة تغير المجمع النقدي M1 إثر الانشغالات الكبيرة حول المستويات المرتفعة للتضخم المسجلة، ثم بعد ذلك قررت السلطات تحديد قيمة مرجعية لنمو المجمع M2. في نهاية سنة 1979، قررت الخزينة الفيدرالية مراجعة الإجراءات العملية لإعطاء المجمعات النقدية دوراً أكثر أهمية، ولكن ذلك لم يقدم النتائج المرجوة منه، فقد سجلت تقلبات واسعة ومستمرة في المجمع M1 وتم الإخفاق في الوصول إلى النطاق المستهدف في نمو هذا المجمع خلال الفترة 1979 - 1982، حسب ما يشير إليه Mishkin، Bernanke (1997) و Mishkin (2000) هذا التغير في الإستراتيجية من جانب الاحتياطي الفدرالي لا يمثل هدف بحد ذاته ولكن يهدف بشكل أساسي إلى إخفاء رغبة السلطات النقدية في التشديد على الفعاليات النقدية برفع أسعار الفائدة لتخفيض التضخم¹. في نفس الفترة بدأ البنك البريطاني بالتخلي وبوضع جانباً المجمع النقدي M3 لصالح المجمع النقدي بالمفهوم الضيق M0 (النقود المركزية)، مع الإشارة أن الابتكارات المالية قد شوهت العلاقة بين المجمع M3 والدخل الاسمي. استهداف المجمع النقدي M3 قد أستبعد مؤقتاً في 1985 وتم التخلي عنه نهائياً في سنة 1987، القيم المحققة في المجمع M0 كانت تطابق القيم المرجعية المثبتة، إلى أن قررت السلطات البريطانية تثبيت عملتها إلى العملة الألمانية (DM).

يتضح مما سبق التطرق إليه أنه يمكن اعتماد استراتيجيات تحديد أهداف التضخم على استراتيجيات تحديد الأهداف النقدية ولكن بالرغم من إمكانية اعتبار إستراتيجية تحديد الأهداف النقدية ركيزة اسمية بالغة الأهمية نجد أن ضعف العلاقة بين الجملات النقدية والتضخم يقلل من فعالية هذه الأهداف النقدية.

II-4 سعر الصرف كمثبت اسمي في برامج محاربة التضخم

مع أن معظم الدول انتهجت، في منتصف السبعينات، سياسة سعر الصرف المرن، فقد ظلت بعض دول الأسواق الناشئة والانتقالية، تعتمد سياسة سعر الصرف الثابت كمتغير وسيط للتحكم بمعدلات التضخم. فقد عانت العديد من الدول النامية من ظاهرة التضخم الجامح والمستمر لفترات طويلة. حاولت بعض هذه البلدان توظيف أسعار الصرف لمحاربة التضخم وتخفيض معدلاته ومراقبته.

وتعتبر برامج التثبيت باستعمال سعر الصرف كمثبت بمثابة برامج لمحاربة التضخم، والتي تحتوي على مسار معلن عن حدود تغيرات أسعار الصرف الاسمية. في ظل هذا النظام يكون هدف التثبيت هو سعر

¹ Benrnanke B.S, Mishkin, op-cit, p.116.

الصرف بشكل عام بالنسبة لعملة قوية ذات تضخم منخفض. يدمج صندوق النقد الدولي في سنة 2004، في هذه المجموعة، الدول التي تتبنى أنظمة الصرف الثابتة المتمثلة في الترتيبات الثابتة التقليدية بدون أو مع مجال أفقي والربط الانزلاقي مع أو بدون مجال أفقي. هذه الترتيبات تركز على الالتزام الكامل للسلطات النقدية بالدفاع عن أسعار الربط بتسيير احتياطات الصرف وتحتفظ السلطات النقدية بسعر صرف أو المجالات المعلنة¹. تم تطبيق هذه البرامج في دول جنوب أمريكا ذات التضخم العالي ودول جنوب شرق أوروبا، التي تعرف بالدول ذات الاقتصاديات الانتقالية والتي شهدت موجة تضخم بعد انهيار أنظمة الاقتصاد المخطط.

تجربة هذه الدول والتي تعدت فيها معدلات التضخم نسبة 100% قبل تطبيق البرنامج، تدل على نجاعة استعمال سعر الصرف كمثبت اسمي لتخفيض معدلات التضخم. وقد نجحت كل البرامج في تخفيض معدلات التضخم من مستوياتها المرتفعة. وبعد تطبيق هذه البرامج فإن أثر التثبيت لسياسة سعر الصرف على الأسعار والتوقعات، يسمح بتخفيض التضخم بسرعة كبيرة، وفي السنة الثالثة من البرامج فإن التضخم ينخفض إلى أرقام العدد الواحد، حتى في حالات إلغاء تعهد سياسة سعر الصرف المعلنة، فإن التضخم يبقى أقل من مستويات ما قبل البرنامج. إن تخفيض التضخم في برامج سعر الصرف كمثبت اسمي يصطحبه ارتفاع النمو بشكل سريع، من الممكن أن يكون ذلك راجعاً لتوقيت البرامج، كتطبيقها بعد سنوات من الانكماش وليس لأثار العرض والطلب المتضمنة في هذه البرامج. بالإضافة إلى تزامن هذه البرامج مع إصلاحات هيكلية عميقة، لكن هذا يتفق مع التجربة السابقة لهذه البرامج حيث أن برامج التعديل بأسعار الصرف كمثبت اسمي تكون توسعية.

القضاء على التضخم الذي يركز على التثبيت الاسمي لسعر الصرف أستخدم كإستراتيجية في الكثير من الدول وقد حقق نتائج جد مرضية، مثلاً في إيطاليا (1980)، أيرلندا (1980)، البرتغال (1990) واليونان (1990) وغيرها بفضل مصداقية السياسة المالية والاجتماعية المصاحبة له على خلاف بعض التجارب في أمريكا اللاتينية كما يشير إليه Detragiache و Hamann (1997)².

¹ Fonds Monétaire International, « Classification of exchange rate arrangements and monetary policy frameworks». FMI, Washington, D.C, 2004, p.32.

² Detragiache Enrica et Hamann Alfonso, « Exchange rate based stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal », International Monetary Fund Working Paper, WP/97/75, 1997, p.06.

الإقبال المكثف على اختيار الربط الاسمي لسعر الصرف على حساب النقود في مكافحة التضخم، يعتبره كل من Guidotti و Vegh بسيط الفهم والاستيعاب، لأن سعر الصرف كأداة لمحاربة التضخم تظهر بأنها " بسيطة، جذابة وفعالة"¹.

فيما يخص بساطة هذه الأداة وبشكل خاص في الاقتصاد الصغير والمنفتح على الخارج، مراقبة تغير سعر الصرف يسمح بالتدخل بشكل مباشر للتأثير على القدرة الشرائية والذي بدوره يضمن استقرار الأسعار خلال فترة كافية من الزمن، حيث أن الربط بعملة قوية لبلد يعرف معدلات تضخمية معتدلة ومستقرة يسمح باستقرار أسعار السلع القابلة للتداول، كما يسمح كذلك باستغلال واستخدام نظام سُلّم و تقيس العام للأسعار على المنتجات المحلية بالاستناد على سعر الصرف، باستخدام آلية تخفيض العملة المحلية حيث يؤدي تثبيت سعر الصرف إلى إيقاف التضخم الزمن.

كما تعتبر هذه الأداة جذابة، لأنها بسيطة التطبيق وتميز بسهولة المتابعة والفهم لدى الجمهور وبالتالي تحقيق المصدقية، ويصبح سعر الصرف ركيزة اسمية واضحة للتوقعات التضخمية.

بشكل عام يتوقف الاختيار بين سعر الصرف وعرض النقود كأداة و ركيزة اسمية على درجة مراقبة هذه الأداة. في هذا الجانب نجد أن السلطات النقدية في الدول النامية والانتقالية على غرار الدول الصناعية التي تم الإشارة إليها سابقاً لا تتوفر لديها إمكانية المراقبة المباشرة لعرض النقود، نتيجة النطاق المعقد لهيكلية المجمعات النقدية وضعفها في مواجهة ظروف الاقتصاد الكلي. على العكس من ذلك، ففي الدول التي يكون فيها سعر الصرف ثابتاً، يكون إطار سياسة القضاء على التضخم بسيطاً على اعتبار أن كل المعلومات الضرورية لتوجيه سياسة السلطات العامة تختزل في متغيرة واحدة ألا وهي سعر الصرف. تثبيت هذه الأداة يكون بطريقة سريعة وبدون تكاليف باهظة، أكثر من ذلك عندما يكون الطلب على النقود عرضة للصدمات العشوائية القوية وتكون سرعة دوران النقود غير مستقرة، يترتب على مثل هذه الحالة انخفاض وتراجع فعالية الكتلة النقدية كركيزة اسمية، بينما وبالمقابل سعر الصرف مرتبط بعملة مرجعية يستمر أن يكون ركيزة اسمية على مستوى الأسعار من خلال أثره على أسعار السلع القابلة

¹ Guidotti Pablo et Vegh Carlos, « Losing Credibility: the stabilization blues », International Monetary Fund Working Paper, WP/92/73, 1992, p.12.

للاتجار، من هذا المنظور تخفيض معدلات التضخم بالارتكاز على تطور وتغير أسعار الصرف يظهر أكثر جاذبية من استهداف مستويات عرض النقود.

وفي الأخير فيما يخص الفعالية وبما أن درجة من المصدقية تعتبر أساسية وبالغة الأهمية في نجاح القضاء على التضخم، الربط بعملة أجنبية قوية لبلد يسجل معدلات تضخم ضعيفة يجب أن يسمح للسلطات المحلية بالوصول وبطريقة سريعة وبدون جهد إلى سمعة ومكانة مرموقة في مكافحة التضخم الضرورية لنجاح الإجراءات المستقبلية. ومن ناحية أخرى إستراتيجية استهداف سعر الصرف تشكل بالنسبة للسلطات العامة وسيلة لتحسين المصدقية من خلال تمرير إلى الأعوان الخواص إشارات قوية وواضحة حول رغبات وتفضيلات السلطات فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية.

في هذه الإستراتيجية تتوفر بالنسبة للأعوان الخواص إمكانية متابعة وملاحظة سعر الصرف في كل وقت خلافاً للمجمعات النقدية والقروض التي تعتبر صعبة المتابعة، والمنشورة بمواعيد من قبل السلطات. وبالتالي يسمح ذلك بتشكيل توقعات الأعوان بطريقة فعالة حول التغير المستقبلي للتضخم. في هذا السياق وحسب Bruno (1991)، فإن سعر الصرف الثابت هو هدف مراقب وواضح فانه يسمح بتعزيز السلطات العامة في التزاماتها فيما يخص جهود تحقيق الاستقرار ويساعد أيضا الأعوان الخواص والمؤسسات على ترتيب قراراتهم بتكوين الأسعار والتوقعات حول معدلات التضخم المنخفضة¹.

على العموم يظهر التثبيت الاسمي لسعر الصرف كركيزة أكثر فعالية لتخفيض التضخم المرتفع في الدول الناشئة في أمريكا اللاتينية والدول التي تمر بمرحلة انتقالية في أوروبا الوسطى والشرقية، لكن النجاح هذه الإستراتيجية لم يكن بنفس المستوى في كل الحالات. في الدول الانتقالية التي عانت من التضخم الجامح قد فضلت بلا أدنى شك الاستقرار المؤسس على سعر الصرف مقارنة بهدف نمو الكتلة النقدية، أغلب برامج الاستقرار بقيادة سعر الصرف عندما تترافق بإصلاحات في الميزانية العامة وتأطير الأجور قد أعطت نتائج مرضية بالخصوص في أوروبا الوسطى (بولونيا، سلوفاكيا، الجمهورية التشيكية والمجر) وفي دول البلقان (كرواتيا، مقدونيا وبلغاريا انطلاقا من سنة 1997) أو في دول البلطيق (استونيا، لتوانيا ولاتفيا)، بينما قد تم استخدام برامج الاستقرار التقليدية المؤسسة على الاستهداف النقدي بطريقة إرادبة

¹ Bruno Michael, « High inflation and the nominal anchors of an open economy », Princeton Essays in International Finance, n°193, June, 1991, p.08.

في ألبانيا أو بشكل إجباري في بلغاريا في بداية المرحلة الانتقالية، أما في سلوفينيا ورومانيا ونظرا لأن احتياطات صرفها لم تكن كافية للاحتفاظ بسعر الصرف الثابت، في سلوفينيا فقط مع التحرير المتقدم وبمساندة سياستها المالية قد نجحت في التحكم وبطريقة مستمرة في تغير معدل التضخم بدون أن تشهد عدم الاستقرار الاقتصادي والمالي، خلافا لبلغاريا، ألبانيا ورومانيا.

أما في روسيا وبعض دول الاتحاد السوفيتي سابقا قد قامت بتوجيه سياسة مكافحة التضخم في منتصف تسعينيات من القرن المنصرم إلى الربط الاسمي لسعر الصرف ولكن تأخر استئصال التضخم المرتفع في هذه الدول مع الارتفاع الحقيقي لسعر الصرف وسوء تسير الميزانية، جعلت من نظام سعر الصرف الثابت غير قابل للاستمرار، الأزمة المالية التي عصفت بروسيا في نهاية سنوات التسعينيات من القرن الماضي كانت بمثابة نهاية للنظام الثابت في أغلب الدول الانتقالية.

وبدون استثناء واجهت الكثير من الدول التي عانت من التضخم نفس الصعوبات التي عرفتها روسيا ودول الاتحاد السوفيتي سابقا والمتمثلة في بطئ توجه معدلات التضخم نحو قيم معتدلة والمصحوبة بارتفاع تقويم سعر الصرف الحقيقي والمستويات المرتفعة للحسابات الجارية وتراكم الديون¹.

تبرز التجارب الجديدة لبرامج مكافحة التضخم المخاطر المرتبطة بهذه البرامج والمتمثلة في ارتفاع القيمة الحقيقية للعملة وتوسع العجز في الميزان التجاري ممول بانتقال رؤوس الأموال الناجم عن تعزيز ثقة المستثمرين وتوقعات ببقاء الالتزام تجاه سعر الصرف. هذه التدفقات كما تم التطرق إليه في الأجزاء السابقة من هذا العمل، تؤدي إلى ارتفاع مخزون الاحتياطي من العملة ولكن في نفس الوقت تؤدي إلى ارتفاع الخصوم الأجنبية وعليه تصبح هذه الدول تابعة للأسواق العالمية لرؤوس الأموال، وكذلك ارتفاع درجة تعرضها للمخاطر الخارجية. إن عدم الاتساق ما بين سياسات سعر الصرف والسياسة الاقتصادية أدى إلى أزمات سعر صرف حادة مثل انهيار العملة المكسيكية، الروسية والبرازيلية. في كل هذه الحالات أدى عدم الاتساق إلى هجمات مضاربة أدت إلى تخفيض العملة وانهيارها والتي كانت ناجمة عن تضافر العديد من العوامل. ولكن تجدر الإشارة إلى أن معظم البرامج لم تنته باختيار العملة، فالدول التي لم تشهد أزمة صرف ساعدها ذلك تبني مجالس الصرف، أما البعض الآخر فقد توصلت إلى التنسيق ما بين

¹ Calvo Guillermo, Vegh Carlos, « Inflation stabilization and nominal anchors », Contemporary Economic Policy, Volume 12, 1994, p.35.

ترتيبات أسعار الصرف والسياسات الاقتصادية بواسطة اتخاذ أسعار صرف ذات مرونة محدودة بالإضافة إلى السياسات المصاحبة لسياسة سعر الصرف.

من هذه الدول على سبيل المثال الأرجنتين عام 1991 والبرازيل 1994 - 1998، حيث تمكنت هذه الأخيرة من خلال استخدام سعر صرف ثابت في التحكم في معدلات التضخم العالية خلال فترة وجيزة. ولكن في ظل الاندماج المالي العالمي وتحرير التجارة وسهولة تدفق الأموال عبر القارات والأزمات المالية أصبحت تلك الدول، التي كانت تصر على انتهاج سياسات سعر الصرف الثابت، تحت ضغوط متزايدة للتحرك نحو سعر صرف أكثر مرونة لتجنب مواجهة أوضاع خطيرة مثل الدولار الشاملة لاقتصادياتها وتعرضها للأزمات المالية.

II-5 تحديد قيمة مستهدفة للتضخم Inflation Targeting

واجهت البنوك المركزية في الدول الصناعية منذ منتصف الثمانينات، مشكلة تعثر سياسة استخدام المتغيرات الوسيطة كالقاعدة النقدية وسعر الصرف لتحقيق هدفين متناقضين، هما زيادة النمو الاقتصادي وتخفيض معدل التضخم. وقد استندت تلك السياسة إلى فرضية القدرة على التحكم بالمتغيرات الوسيطة وبأن هناك علاقة وثيقة بين هذه المتغيرات وتلك الأهداف.

ويرجع تعثر هذه السياسة إلى سببين؛ الأول أن التناقض بين تلك الأهداف، يخلق حالة من عدم اليقين لدى الجمهور والعملاء في الأسواق بشأن أي منها له الأولوية في التحقيق.

ما يؤدي بالتالي إلى عدم الثقة في مقدرة البنك المركزي على تحقيق أهدافه خصوصاً فيما يتعلق بتخفيض معدل التضخم والتحكم فيه في الأوقات العصيبة التي تحتاج إلى بناء الثقة لدى عملاء السوق.

أما السبب الثاني يرجع إلى أن المتغيرات الوسيطة مثل معدل نمو القاعدة النقدية أو أسعار الصرف قد تتغير قوة ارتباطها وتأثيرها على كل من معدل نمو الناتج القومي ومعدل التضخم من وقت إلى آخر.

إن حالة الاختلال الاقتصادي وضياع فرص الاستقرار تضع البنوك المركزية من خلال اختيارها للسياسة النقدية الملائمة أمام مسؤوليتها المباشرة في تحقيق أهدافها الرئيسية في خفض التضخم والعمل على تعزيز قيمة العملة. ومن المعروف أن هناك إستراتيجية واسعة تتبناها البنوك المركزية عادة عندما تستخدم أدواتها للسيطرة على التضخم، تتمثل في بناء سياسة مباشرة على هدف نهائي محدد وواضح (استهداف

التضخم) ويكون الهدف هنا مركزا عادة على التضخم المستقبلي وذلك بسبب التأخر الزمني بين المتغيرات في السياسة النقدية وتأثيرها في التضخم. وفي هذه الإستراتيجية يتم تغيير أدوات السياسة استجابة للتغيرات المتعددة على جانبي العرض والطلب في الاقتصاد بدلا من جانب واحد.

فتتم مراقبة أسعار الأصول والتوقعات التضخمية والناتج الحقيقي ونمو الائتمان والأجور فضلا عن النمو النقدي وسعر الصرف، ولا شك أن هذه المعلومات كثيرا ما تكون ملخصة ومتضمنة في التوقعات التضخمية فيؤدي توقع التضخم في هذه الإستراتيجية دور الهدف الوسيط.

ويكون الهدف الوسيط للسياسة النقدية إما مؤشرا للسيولة أو مؤشرا سعريا (مثل معدل الفائدة قصير الأجل)¹.

ويبدو أن سياسة (منهج، إطار) استهداف التضخم ربما تكون هي السياسة الأكثر ملائمة في الوقت الراهن التي ينبغي أن تتبناها البنوك المركزية لتسيير سياستها النقدية نحو معالجة جوانب أساسية من مظاهر عدم التوازن والاختلال التي تعاني منها اقتصادياتها. اللجوء إلى سياسة استهداف التضخم ينطلق من مسلمة بسيطة وهي أن الهدف الأساسي للسياسة النقدية في أي بلد هو تحقيق معدل تضخمي منخفض ومستقر، وهذا لا يعني أن البنوك المركزية غير معنية بالنمو الاقتصادي والبطالة، ولكن الاعتقاد يسود بأن أفضل مساهمة يمكن أن تقدمها البنوك المركزية إلى النمو الاقتصادي طويل الأمد هي أن تستهدف استقرار الأسعار.

لقد بات متفقاً عليه أن تأثير التضخم المرتفع على الاقتصاد هو تأثير سلبي على المدى البعيد، ذلك أن دراسات عديدة وحديثة شملت عددا كبيرا من البلدان، وعلى مدى أكثر من عشر سنوات توصلت إلى أن التضخم المرتفع وخصوصا إذا تراوح بين (10 - 20 %) في السنة يؤدي إلى تخفيض النمو الاقتصادي².

إن تبني أي بلد سياسة استهداف التضخم تتطلب توافر مطلبين أساسيين، أولا، وجود بنك مركزي مستقل يكون في مقدوره رسم وتسيير السياسة النقدية بدرجة من الاستقلالية، هذا لا يعني بالضرورة أن يكون البنك المركزي مستقلا تماما وإنما تكون السلطات النقدية قادرة على تعديل بحرية أدوات السياسة

¹ Stone Mark R, « Inflation Targeting Lite », IMF, IMF Working Paper 03 /12, 2003, p.09.

² Barro R, « Inflation and Economic Growth », Bank Of England, Quarterly Bulletin, May 2005, p.11.

النقدية باتجاه تحقيق بعض الأهداف، بمعنى يجب أن تكون هناك درجة معقولة من الاستقلالية للوسائل والأدوات وليست استقلالية الأهداف بالضرورة¹.

إن رسم مسار السياسة النقدية بعيدا عن الهيمنة المالية يتطلب أن يكون البنك المركزي مقرضا للجهاز المصرفي فقط، بمعنى أن لا يلجأ القطاع العام إلى الاقتراض المباشر من البنك المركزي، ويتطلب من الحكومة أن لا تعتمد بشكل منتظم وكبير على العوائد من الإصدار النقدي، ذلك أن العلاقة الطردية بين لجوء الحكومة إلى الحصول على العوائد من الإصدار النقدي والتضخم قد وثقت بشكل كبير نظريا وعمليا². ولكن هناك اتفاقا على أن البلد الذي يشهد معدل تضخم سنوي ما بين (15 - 25 %) سوف لن يكون قادرا على الاعتماد على السياسة النقدية لوحدها لتحقيق تخفيض مهم ومستمر في معدل التضخم³.

ويتمثل المطلب الثاني في تبني التعويم، حيث يتجسد استهداف التضخم في نفي أي التزام ثابت من قبل السلطات لاستهداف مستوى أو مسار أي متغير اسمي آخر وخاصة سعر الصرف. ذلك لأن البلد الذي يختار سعر الصرف الثابت سيجعل من سياسته النقدية تابعة لهدف سعر الصرف ولن يتمكن من استهداف أي متغير اسمي آخر بفعالية، خصوصا في ظل وجود تحرك وانتقال رؤوس الأموال⁴، فضلا عن أن تبني سعر الصرف المدار يمكن أن يؤدي إلى المبالغة في تقدير سعر الصرف مما يقلل من القدرة التنافسية للبلد.

إن التحرك نحو مرونة سعر الصرف يعد إذن ضرورة من ضرورات استهداف التضخم غير أن توقيت هذا التحرك وسرعته يجب أن تأخذ عملية تحرير الحساب الرأسمالي للبلد بالحسبان.

هذا وإن ترافق تبني استهداف التضخم مع استهداف سعر الصرف اسمي ما يزال محل جدل وخلاف فيرى المؤيدون أنه ممكن، طالما أن هناك التزاما من قبل السلطات بأن الأولوية ستعطى لاستهداف

¹ Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, « The scope for inflation targeting in development countries », IMF Working Paper 97/130, 1997 , p.05.

² Carare , Alina, Andrea Schaechter, Mark R. Stone and Mark D. Zelmer, « Can Establishing Initial Conditions In Support Of Inflation Targeting », IMF, IMF Working Paper 02/102, 2002, p.15.

³ Bruno, M., « High Inflation and The Nominal Anchors of An Open Economy », International Finance Section, Princeton University, 1991, p.22.

⁴ Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, « The scope for inflation targeting in development countries », op-cit, p.08.

التضخم إذا ما ظهر أي تعارض بين الهدفين¹. بل يذهب آخرون إلى اعتبار أن ذلك سيكون مفيداً لأنه يؤدي إلى تعزيز ثقة الجمهور بالتزام السلطات بهدف التضخم من خلال تأكيدها على أن استقرار الأسعار سيكون في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الاثنين. بينما يذهب المعارضون إلى اعتبار أن ذلك صحيح نظرياً فقط، أما في التطبيق فإن المشكلة تبرز عندما يتعرض سعر الصرف للضغط. ففي هذه الحالة إما ستعتمد السلطات إلى تعديل أدواتها للحفاظ على هدف سعر الصرف أو السماح له بالتحرك إلى مستوى أعلى من المستوى الذي كان عليه قبل استهداف التضخم، وكلا الإجراءين يرسلان إشارة غير صحيحة للجمهور ولن يزيدا ثقته بالسلطات، وبالتالي فإن أكثر الطرق ضماناً وأماناً للقضاء على هذه المشاكل عندما يكون استهداف التضخم هو الهدف الأساسي للسياسة النقدية، هو تجنب السلطات لأي الالتزام باستهداف سعر الصرف الاسمي سواء من حيث مستواه المرغوب أو المتوقع أو من حيث مساره الزمني².

أما فيما يتعلق بالهدف الوسيط فإنه يمكن أن يكون كما سبق الإشارة إليه، إما مؤشراً للسيولة (مثل الاحتياطي النقدي أو مجملات النقود بمعناها الواسع أو احتياطات البنوك) أو مؤشراً سعرياً (مثل معدل الفائدة قصير الأجل). وفي أغلب البلدان التي تبنت استهداف التضخم، فإن سعر الفائدة قصير الأجل استخدم كهدف وسيط، لأن أسعار الفائدة لها مزايا وأفضلية على مؤشر السيولة، حيث تكون ظاهرة مرئية أكثر وتوضح بشكل أفضل صورة السياسة النقدية للجمهور، كما أن الوقائع تدل على أن التغيير في سعر الفائدة يكون أكثر تأثيراً في أسعار الصرف من تأثير هدف السيولة وبالتالي يكون أكثر تأثيراً على التضخم، بالنظر لدرجة التأثير والارتباط القوية بين أسعار الصرف والتضخم³.

وإذا ما اتخذ سعر الفائدة كهدف وسيط، فإن البنك المركزي سيعدل سعر فائدته قصير الأجل استجابة لانحرافات المتغيرات المتخذة كأهداف عن قيمها المستهدفة، وفيما يخص البلدان التي تتبع سياسة صارمة لاستهداف التضخم، فإن سعر الفائدة يعدل فقط، استجابة لانحراف التضخم (أو التضخم المتوقع) عن مستواه المستهدف.

¹ Leiderman L, Svensson, « Inflation Targets », CEPR, London, 1995, p.03.

² Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, « The scope for inflation targeting in development countries », op-cit, p.08.

³ Saade Chami, Selim Elekdage, Todd Schnider, and Nabil Ben Ltaifa, « Can a Rule-Based Monetary Policy Framework Work In Developing Country? The Case of Yemen », IMF, IMF Working Paper 07/6, 2007, p.04.

- العناصر الأساسية لاستهداف التضخم

إن البلد الذي يستوفي المطلبين الأساسيين، استقلالية البنك المركزي وتبني سعر صرف مرن، يكون في مقدوره من حيث المبدأ أن يوجه سياسته النقدية على نحو منسجم مع استهداف التضخم، ولا يحتاج ذلك تحتاج السلطات إلى وضع إطار للسياسة النقدية تتضمن خمسة عناصر أساسية¹.

- الإعلان العام للجمهور عن مقدار الأهداف التضخمية متوسطة الأجل.

- التزام الجهات المختصة باستقرار الأسعار كهدف أساسي للسياسة النقدية.

- إستراتيجية قوامها المعلومات، والتي تستخدم فيها متغيرات كثيرة في تحديد وضبط أدوات السياسة وآلياتها، وليس مجرد المتغيرات الكلية النقدية.

- إستراتيجية واضحة للسياسة النقدية تنسب الدور الرئيسي - للارتباط والاتصال بالجمهور والأسواق - لخطط وأهداف وأسس قرارات البنك المركزي.

- الأدوات والآليات التي تحدد مسؤولية البنك المركزي، والتي يمكن توضيحها من أجل تحقيق أهدافه التضخمية.

ولا شك أن ذلك يفترض أن السلطات النقدية في البلد، تمتلك الإمكانيات التقنية والمؤسسية لنمذجة التضخم المحلي والتنبؤ به ولديها المعرفة أو التقدير للوقت الذي تستغرقه مسببات التضخم لتظهر آثارها الكاملة على معدل التضخم.

وفي ظل إطار تحديد قيمة مستهدفة للتضخم، يجب على السلطات النقدية أن تعلن وتحدد أهدافاً تضخمية معينة، أو تقوم بتحديد مدى لهذه القيمة المستهدفة للتضخم بالنسبة للمستقبل. وفي حالة أن التخطيط للتضخم للسنوات القادمة (1-2 سنة) يميل إلى الانخفاض خارج مدى الهدف الرسمي، فإن مجموعة من الإجراءات يجب تنفيذها من أجل إعادة مستوى التضخم إلى داخل هذا المدى المستهدف².

وإن تحقيق سياسة تحديد قيمة مستهدفة للتضخم، يجعل من تنبؤ البنك المركزي للتضخم بمثابة هدف متوسط. ومع أن العملية تبدو مباشرة وبسيطة، والتي قد لا تتطلب نموذجاً، يعتقد بعض الاقتصاديين مثل

¹ Mishkin F, « From monetary targeting to inflation targeting »,The World Bank Working Paper 2684, October, 2001, p.10.

² Bernanke, B. and F. Mishkin, « Inflation targeting: A new framework for monetary policy? », op-cit, p.17.

Svensson (1997)، Green et al (1996)، و Claride، Gertler (1999)، أنه من الأفضل التوصل إلى ذلك عن طريق نماذج بسيطة المستخدمة من قبل بعض البنوك المركزية.

ومن ثم فالنموذج يكون كالتالي:

$$INF = \alpha_0 + \alpha_1 INFL + \alpha_2 YL + \varepsilon$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 YL - \beta_2 RIRL + \eta$$

حيث أن:

معدل التضخم في السنة (t) : $INF = P - PL$

P لوغاريتم مستوى السعر:

PL لوغاريتم مستوى السعر المتباطئ لسنة واحدة:

Y لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي:

RIRL سعر الفائدة الحقيقي المتباطئ سنة واحدة:

الخطأ العشوائي: ε, η

فإن معدل التضخم INF يتزايد مع تزايد معدل التضخم المتباطئ INFL، ومع تزايد لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي Y، كما أن لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي Y يتزايد مع تزايد الناتج المحلي الإجمالي المتباطئ YL، ومع تناقص معدل سعر الفائدة الحقيقي المتباطئ RIRL.

وفي هذه الحالة البسيطة، فإن معدل سعر الفائدة الحقيقي في السنة t، لا يؤثر في معدل التضخم في السنة t و t+1 ولكنه يؤثر في السنة t+2، t+3، ...، وأن معدل سعر الفائدة الحقيقي في السنة t+1، يؤثر فقط في معدل التضخم في سنة t+3، t+4، ...، ومن المحقق أنه يمكن تحديد قيمة مستهدفة للتضخم عن طريق تحديد قيمة معدل سعر الفائدة الحقيقي في السنة t، الذي يقوم بدوره بتحديد القيمة المستهدفة للتضخم بالنسبة للسنة t+2، ومعدل سعر الفائدة الحقيقي في السنة t+1، الذي يؤثر في القيمة المستهدفة للتضخم بالنسبة للسنة t+3، الخ.

كما يجب على السلطة النقدية إرسال إشارة لتغيير موقفها من خلال ضبط مستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل، من أجل التأثير في حركة التضخم وجعله داخل المدى المستهدف، كما تم تحديده في البداية عن طريق السلطات.

إن استخدام سياسة استهداف معدل التضخم يؤدي إلى خلق الشفافية واليقين وتفهم أكبر لدى كافة عملاء السوق لتوجهات السياسة النقدية ما يؤدي في النهاية إلى خلق المصدقية في قدرة البنك المركزي على الوفاء بالتزاماته. استقرار معدل التضخم حول القيمة المستهدفة على المدى الطويل، يعني تقليل مخاطر ارتفاع الأسعار والوصول إلى أسعار فائدة اسمية وحقيقية جذابة تعكس وضع السوق النقدي والمالي وتعزز مصداقية البنك المركزي والاقتصاد الكلي وسوف تؤدي أيضاً إلى استقرار توقعات التضخم. ومع ذلك، فلقد اعترض بعض الاقتصاديين على تلك الإستراتيجية، لتركيزها على تحديد قيمة للتضخم كهدف وحيد للسياسة النقدية، باستثناء أهداف أخرى وأهم ما يذكر منها هو الناتج المحلي الإجمالي¹. في أواخر الثمانينات بدأت بلدان كثيرة بما أسعار صرف مرنة، في البداية بلدان صناعية تم لاحقاً بلدان الأسواق الناشئة في اعتماد استهداف التضخم. حتى منتصف العشرينات الماضية، كان هناك أكثر من 40 بلداً يستهدف الوصول إلى مستوى متدن ومستقر من التضخم. منها من كانت مستوفية بالكامل لشروط استهداف التضخم، ولديها التزامات واضحة ولها مصداقية فيما يتعلق باستهداف التضخم كما يوضحه الجدول التالي رقم (3-3). وقد اختارت بعض الدول أهدافاً للتضخم متناسقة النطاقات حول نقطة وسطى، وحددت جميع البلدان الصناعية معدلاتها المستهدفة للتضخم كأرقام أحادية منخفضة. ولا يجذب أن يكون المعدل المستهدف صفراً، لأن ذلك من شأنه ألا يسمح بأسعار الفائدة الحقيقية بالانخفاض بما يكفي لتنشيط الطلب الإجمالي.

كما اختارت البلدان التي استهدفت التضخم طائفة متنوعة من الأفاق الزمنية يتعين عليها التوصل خلالها إلى أهدافها، وذلك تبعاً لمدى ارتفاع معدل التضخم عند البداية بالنسبة للمعدل المرغوب، ولا بد أن يتجه الأفق الزمني الأقصر مدى إلى إخضاع توقعات التضخم للسيطرة بسرعة أكبر ويُعجل من سرعة بناء مصداقية البنك المركزي. وتعزيزاً للشفافية، تستخدم البلدان التي تستهدف التضخم وسائل مختلفة بما فيها التقارير الدورية عن التضخم، والبيانات الصحفية تسجل قرارات ومداولات هيئات وضع السياسة ومطبوعات خاصة. وذلك لنقل المعلومات عن إطار استهداف التضخم وقرارات السياسات المالية وطرح التفسيرات المعلنة لحالات الانحراف عن الأهداف².

¹ Debele Guy, « Inflation targeting and output stabilization », Reserve Bank of Australia, June, 1999, p.19.

² Carare, Alina and Stone, Mark R, « Inflation targeting regimes », IMF Working paper 03/9, Washington, and International Financial Statistics, 2003, p.25.

الجدول رقم (3-3): أهم البلدان التي أخذت باستهداف التضخم.

| السنة التي اعتمد فيها استهداف التضخم | معدل التضخم خلال استهداف التضخم (%) | معدل التضخم المستهدف اعتباراً من 2001 (%) | معدل التضخم في 2001 (%) | البلد |
|--------------------------------------|-------------------------------------|---|-------------------------|-----------------|
| 1989 | 7,5 | صفر إلى 3 | 2,6 | نيوزيلندا |
| 1991 | 7,5 | 1 إلى 3 | 2,5 | كندا |
| 1992 | 3,7 | 2,5 | 1,8 | المملكة المتحدة |
| 1993 | 1,8 | 2 إلى 3 | 4,4 | أستراليا |
| 1993 | 4,6 | 1 إلى 3 | 2,4 | السويد |
| 1997 | 8,6 | 2 إلى 4 | 4,7 | جمهورية التشيك |
| 1999 | 4,9 | 2 إلى 6 | 6,9 | البرازيل |
| 1999 | 3,3 | 2 إلى 4 | 3,6 | شيلي |
| 1999 | 7,3 | 5,4 إلى 6,8 | 5,5 | بولندا |
| 2000 | 8,0 | 8 من عام 2001، 6 من عام 2002 | | كولومبيا |
| 2000 | 4,1 | 2,5 | 4,1 | كوريا |
| 2000 | 5,1 | 3 إلى 4 | 4,8 | جنوب أفريقيا |
| 2000 | 1,5 | صفر إلى 3,5 | 1,7 | تايلاند |
| 2001 | 9,1 | 5 إلى 7 | 9,1 | هنغاريا |
| 2001 | 6,4 | 2,5 (+1 و-1,5) | 6,4 | أيسلندا |
| 2001 | 4,6 | 6,5 من نهاية عام 2001، 4,5 من نهاية عام 2002 | | المكسيك |
| 2001 | 3,0 | 2,5 | 3,5 | النرويج |

Source: Carare, Alina and Stone, Mark R, « Inflation Targeting regimes», IMF Working paper 03/9, Washington, and International Financial Statistics, 2003.

III- تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم

من الأهمية الفائقة، لدى الإقدام على الاختيار السليم لنظام سعر الصرف، أن يكون هناك قدراً من الدليل التجريبي على الأداء الاقتصادي لمختلف أنظمة أسعار الصرف. وقد قدمت عدة دراسات على نطاق واسع في السنوات الأخيرة تهدف إلى كشف النقاب عن نظام سعر الصرف الذي يكون له أفضل أداء اقتصادي بشكل عام، وبالأخص بحث تأثير مختلف أنظمة أسعار الصرف على التضخم. وإلى وقت قريب، كانت أنظمة الربط من أكثر الأنظمة فعالية في مكافحة التضخم بالمقارنة مع الأنظمة الوسيطة والعائمة. فازدادت بموجب ذلك عملية الاتجاه نحو تبني أنظمة الصرف الثابتة خاصة في الدول الناشئة والنامية إلى غاية التسعينيات وما شهدته من تحولات وأزمات مالية، فأدى ذلك إلى تغيير الاتجاه نحو تبني أنظمة التعويم حيث قد لقيت أنظمة التعويم أيضاً الكثير الدعم في الأعمال النظرية بشأن المصدقية والاتساق مع الوقت. ويتسق تصميم مجموعة من السياسات المحلية التي تؤدي إلى تخفيض التضخم وإلى توقعات طويلة الأجل بتضخم متدني المستوى مع الاستقلال النقدي الذي يقترن بأسعار الصرف العائمة. ويمثل إنشاء مصارف مركزية مستقلة (مستقلة عن تمويل العجوزات المالية) ووضع أهداف لتخفيض التضخم في عدد من البلدان المتقدمة إستراتيجية محلية للالتزام المسبق.

وأمام ضرورة الحكم على كفاءة نظام على حساب نظام آخر في التأثير على تخفيض التضخم، تظهر أهمية دراسة ومقارنة المردودية الاقتصادية لمختلف الأنظمة فيما يتعلق بالتضخم. نتناول بداية المبحث تبيان أهمية أنظمة أسعار الصرف الثابتة في مكافحة التضخم، ثم نشرع بعد ذلك في دراسة المردودية التضخمية في أنظمة مجالس العملة والدولة، كما سنقوم بعرض تأثير أنظمة أسعار الصرف العائمة على التضخم، وتنتمى لهذا المبحث نتطرق إلى مقارنة المردودية التضخمية بين أنظمة أسعار القطبية والأنظمة الوسيطة في الدول النامية.

III-1 أنظمة أسعار الصرف الثابتة و مكافحة التضخم

يعتبر نظام سعر الصرف الثابت تقليدياً الأفضل في مكافحة التضخم من نظام المرن، من بين الدراسات التحريبية التي تخصصت في الموضوع، نجد تلك المقدمة من قبل Caramazza و Aziz (1998)، التي أشارت إلى أن التضخم كان بانتظام أكثر ضعفاً وأكثر استقراراً في البلدان التي تبني سعر الصرف

الثابت، مقارنة بالأنظمة العائمة، مع الإشارة إلى أن هذا الاختلاف في المردودية قد تراجعت أهميته منذ بداية سنوات التسعينات¹.

التفسير الأهم لأفضلية مردودية نظام سعر الصرف الثابت مقارنة بمردودية الأنظمة العائمة في مكافحة التضخم، يكمن في القاعدة التنظيمية (الانضباط النقدي) التي ينطوي عليها تبني نظام سعر الصرف الثابت، حيث أن الدول المتبينة لهذا النظام تعرف نمواً ضعيفاً في الكتلة النقدية (عرض النقود) التي تترجم أثر القواعد التنظيمية والمصادقية التي تحدثها هذه الأنظمة²، هذا إلى جانب أن تثبيت سعر الصرف يرفع ويزيد من ثقة الاحتفاظ بالعملة المحلية، ويجفز على زيادة الطلب على العملة (الرغبة في الاحتفاظ بالنقود بدلاً من إنفاقها) عند مستوى معطى للعرض النقدي، مما يساهم في المحافظة والإبقاء على معدلات تضخمية ضعيفة.

الجمع بين هاتين الميزتين يتمخض عنه تباطؤ وتسجيل معدلات ضعيفة في سرعة دوران النقود والانخفاض السريع في أسعار الفائدة، بحيث قد تنخفض لتصل إلى المستوى العالمي إذا كان التثبيت ذو مصادقية، النتائج المتحصل عليها بالنسبة لتضخم الأسعار المحلية تختلف قليلاً عن تلك النتائج فيما يخص أسعار الفائدة في الدول ذات الدخول المنخفضة، الدول التي تبني نظام سعر الصرف الوسيط بين التثبيت الصارم والمرونة الكاملة تعرف بشكل عام أسعار فائدة أكثر ارتفاعاً مقارنة بباقي الأنظمة، حيث أن أسعار الفائدة تسلك نفس المسار كما هو الحال بالنسبة للأسعار³.

نظام سعر الصرف الثابت تتوفر في ظله ثقة أكبر من نظام سعر الصرف الوسيط، الذي بدوره يعطي ثقة أكبر في النظام مقارنة بالنظام العائم. أفضلية النظام الثابت تكون أكثر أهمية في البلدان ذات الدخول المنخفضة منه في باقي مجموع الدول التي لا تراقب تدفق رؤوس الأموال الدولية، حيث أن مراقبة رؤوس الأموال تخفض من درجة الثقة، فضلاً عن ذلك تكون تغيرات التضخم ضعيفة في النظام الثابت مما هي عليه في النظام المرن.

¹ Caramazza F, Aziz J, « Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990's », IMF Economic Issues, n°13, 1998, p.13.

² Ghosh A, Gulde A-M and Wolf H, « Exchange rate regimes: Classification and consequences », MIT Press, 2003, p.08.

³ Ghosh et Al, « Does the exchange rate regime matter for inflation an growth? », IMF Economic Issues, n°02, 1996, p.17.

ولكن هل تثبيت سعر الصرف يقود إلى تسجيل معدلات تضخمية ضعيفة؟ أم أن الدول ذات التضخم الضعيف تكون أكثر جدارة للاحتفاظ بنظام سعر الصرف الثابت؟ كما هو متعارف عليه، البلد الذي يمارس سياسة نقدية غير ملائمة وغير محكمة، فإنه لا يستطيع الاحتفاظ طويلا بنظام سعر الصرف الثابت والمحافظة على الميزة الأكثر أهمية في هذا النظام والتي تتمثل في تحقيق مصداقية أكبر. ولكن ليس واضحا دائماً إذا كانت متغيرات أخرى (استقلالية البنك المركزي على سبيل المثال) تحدد بالمرّة استعداد البلد لتسجيل معدل تضخمي ضعيف وقدرة البلد على تبني نظام سعر الصرف العائم.

باستخدام أدوات الاقتصاد القياسي توصل كل من Ghosh و Al (1996)، إلى استنتاج أن بلدان ذات التضخم الضعيف لها اتجاه معلن وصريح إلى تثبيت سعر الصرف ولكن أيضا نظام سعر الصرف الثابت يقود إلى تضخم ضعيف، اتجاه السببية كان غير محدد خصوصا وأن بعض المتغيرات غير نقدية مثل عجز الميزانية بالنسبة Boccara و Devarajan (1993)، تغير الأسعار النسبية ودرجة تحرير الأسعار التي يشير إليها Cottarelli و Moghadam (1998)، لها تأثير معنوي على التضخم¹.

ترتبط أسعار الصرف الثابتة معنويا بمردودية أفضل فيما يتعلق بالتضخم بالمقارنة مع أسعار الصرف المرنة وهناك علاقة سببية واضحة بينهما، ولكن ينبغي الإشارة إلى أن البلدان التي تغير بشكل متكرر أسعار التعادل وتحتفظ بنظام سعر صرف ثابت، لن تتمكن من الاستفادة من مكاسب تخفيض التضخم التي تقود إليها أنظمة أسعار الصرف الثابتة.

ويشير في هذا الجانب أيضا Rogoff و Al (2003)، إلى أن الأنظمة الثابتة ترتبط بأفضل مردودية فيما يتعلق بالتضخم وتتفوق على الأنظمة المرنة، هذه النتائج كانت تركز على التصنيف الفعلي Facto المقترح من قبل Reinhart و Rogoff (2002)². ولكنها لا تختلف كثيرا عن نتائج الدراسات استخدمت التصنيف المعلن لصندوق النقد الدولي 1999، أو تلك المقدمة من قبل Ghosh و Al (2003)، حيث قام كل من Gulde, Ghosh و Wolf(*) بدراسة وتحليل معطيات عينة لـ 147 بلدا عضو في صندوق النقد الدولي على الفترة 1970-1999. وذلك بهدف دراسة موضوع المردودية

¹ Cottarelli C, Moghadam R, «The nonmonetary determinants of Inflation A panel Data study », WP/98/23, 1998, p.04.

² Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R. and Oomes N, « Evolution and performance of exchange rate regimes », op-cit, p.12.

(*) دراسة Wolf و Gulde, Ghosh سنة 2003، استخدمت التصنيف الرسمي والفعلي Facto.

التضخمية لأنظمة أسعار الصرف، حيث قاموا بمقارنة ثلاث أنظمة صرف، والمتمثلة في التعويم، الأنظمة الوسيطة وأنظمة الربط، فكانت النتائج كما يلي حسب الجدول رقم (3-4).¹

الجدول رقم (3-4): المردودية فيما يخص التضخم الفترة 1970-1999 — (%)

| أسعار الفائدة Taux d'intérêt | النمو النقدي Croissance monétaire | التضخم المتوسط Inflation moyenne | |
|---------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|---------|
| 7,0 | (12,4) 15,5 | ** (7,9) 9,4 | الربط |
| 14,6 | (21,5) 39,2 | (17,2) 30,2 | الوسيط |
| 18,3 | (24,7) 51,4 | (23,0) 58,8 | التعويم |

Source: Ghosh, Gulde et Wolf 2003.

(**): المعطيات بين قوسين في الجدول تمثل معدل التضخم ومعدل النمو المصحح للبلدان مرتفعة التضخم، معدل التضخم المتوسط معطى بالمعادلة $\lambda/(\lambda+1)$ ومعدل النمو النقدي بالمعادلة $w(1+w)$. كان لأنظمة الربط أفضل مردودية فيما يخص التضخم مقارنة بالأنظمة الوسيطة، ويظهر هذا الاختلاف في المردودية بشكل أكبر مقارنة بأنظمة التعويم.

تؤكد هذه النتائج مفهوم المصدقية المرتبط بالأنظمة الثابتة، وأكثر دقة فإن نظام الربط ينتج عنه أثرين: - أثر قاعدة الانضباط المطبقة في هذا النظام المرتبط بفعل أن معدل نمو الكتلة النقدية هو منخفض في أنظمة الربط (العمود 3 في الجدول).

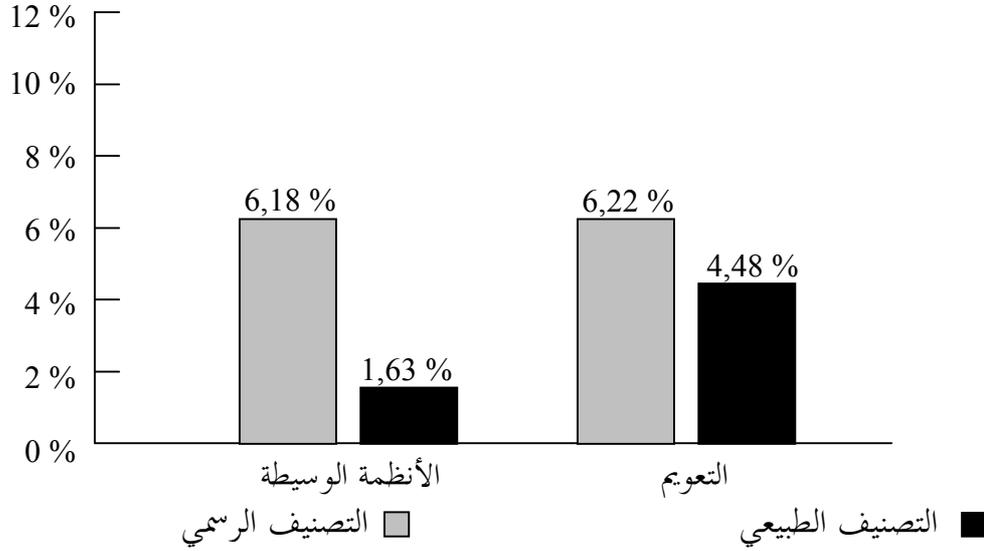
- أثر الثقة المرتبط بفعل أن طلب على النقود أكثر ارتفاعاً يصبح بمعدل تضخم أكثر ضعفاً والتي تحث على حيازة النقود (العمود 4 في الجدول).

ويؤكد أيضاً التصنيف الفعلي «Facto» مثل هذه النتائج، حيث يقدم الشكل رقم (3-4) التالي النتائج المتحصل عليها من طرف Oomes و Brooks, Mody, Husain, Rogoff (2003)، على الفترة 1970-1999.² فيما يتعلق بمعدلات التضخم المسجلة في الأنظمة العائمة والوسيط والتي تفوق معدلات التضخم المسجلة في أنظمة الربط.

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.44.

² Ibidem.

الشكل رقم (3-4): المردودية فيما يخص التضخم حسب أنظمة الصرف الفعلية «Facto» (متوسط التضخم) الفترة (1970-1999) بـ (%).



Source: Brooks, Mody, Husain, Rogoff et Oomes, 2003.

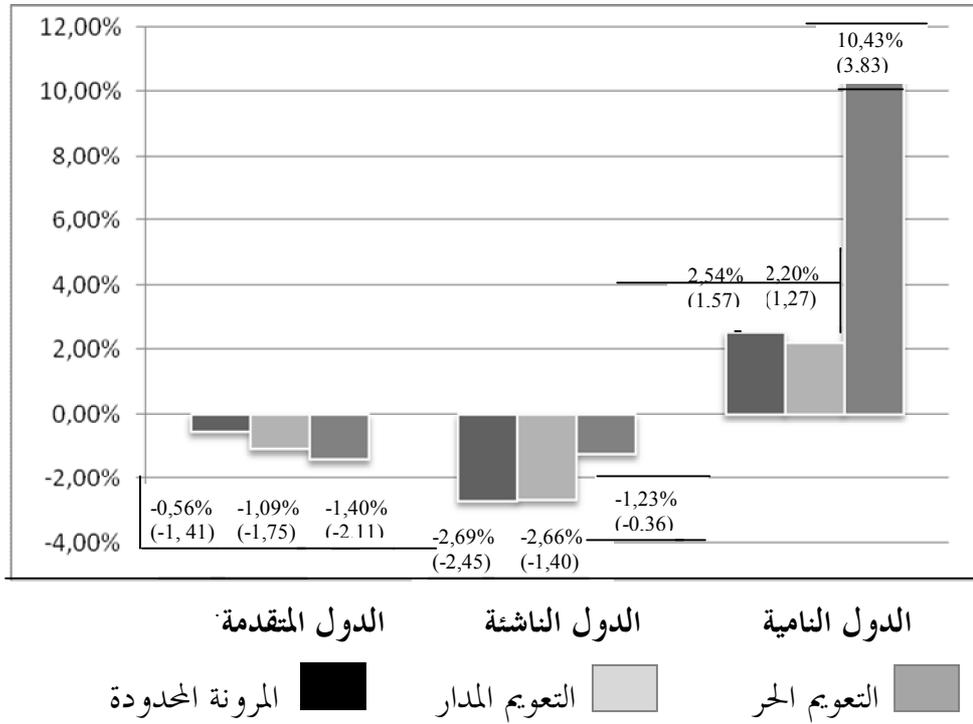
يُستخلص من التصنيف الفعلي «Facto» أن أنظمة الربط تعرف متوسط تضخم منخفض عن المعدلات المسجلة في الأنظمة الوسيطة أو في التعويم، فالأنظمة القائمة سجلت تضخم متوسط يفوق 6,2% من التضخم المسجل في أنظمة الربط حسب التصنيف الرسمي وأعلى بنسبة 4,5% حسب التصنيف الفعلي «Facto».

وتجدر الإشارة إلى أن مردودية الأنظمة الوسيطة فيما يخص التضخم هي الأفضل مقارنة بالأنظمة القائمة حسب التصنيف الفعلي.

كما يمكن عرض النتائج الكلية المخصصة من خلال التمييز بين الدول المتقدمة، الناشئة والنامية كما يوضحه الشكل التالي رقم (3-5) حيث:

- في البلدان النامية: المردودية فيما يخص التضخم قد تتراجع وتقل مع مرونة سعر الصرف، فأنظمة الربط تحقق أفضل مردودية فيما يخص التضخم.
- في البلدان الناشئة: المردودية فيما يخص التضخم لا تتأثر بتزايد مرونة سعر الصرف.
- بالنسبة للدول المتقدمة: معدل التضخم يظهر منخفضاً مع مرونة سعر الصرف.

الشكل رقم (3-5): المرودية التضخمية حسب الأنظمة الفعلية و حسب كل مجموعة دولية متوسط التضخم على الفترة (1970-1999) بـ (%).



ملاحظة: الأرقام بين القوسين تمثل اختبار Student

Source: Brooks, Mody, Husain, Rogoff et Oomes, 2003.

توضح النتائج المدرجة في الشكل البياني أن التعويم في الدول المتقدمة يقدم أفضل مردودية في تحقيق أضعف المعدلات مقارنة بالأنظمة الوسيطة و الثابتة التي سجلت المرتبة الثانية والأخيرة على الترتيب من حيث المرودية في هذه المجموعة من الدول. أما في فئة الدول الناشئة تتقارب الأنظمة الوسيطة والثابتة في تحقيق أحسن النتائج التضخمية مقارنة بالتعويم. بينما في الدول النامية قدمت الأنظمة الوسيطة والثابتة أفضل مردودية مقارنة بأنظمة التعويم، هذه الأخيرة سجلت معدلات مرتفعة عن مثيلاتها في الأنظمة الأخرى. على العموم قد ترجع أسباب هذه النتائج إلى أوضاع الدول النامية، حيث تعاني هذه الأخيرة من ضعف المؤسسات المحلية وخاصة الصعوبات التي تعترضها في إقامة بنوك مركزية مستقلة والذي يشير بدوره إلى أهمية نظام سعر الصرف كركيزة لانضباط السلطات¹.

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.46.

III-2 المردودية التضخمية لمجلس العملة والدولة

الانتقال إلى أسعار الصرف الثابتة المحكمة لمقاومة التضخم بشكل سريع بعد التعرض لمستويات تضخمية عالية هي سياسة مستخدمة بشكل متكرر لاسيما في الدول التي عرفت اضطرابات مالية ونقدية عميقة.

III-2-1 المردودية التضخمية لمجلس العملة

تُعد ترتيبات مجلس الإشراف على العملة أحد نظم الربط الجامد، ويعتبر مجلس الإشراف على العملة، مثلاً للتعهد بمجموعة من القواعد الصارمة الحاكمة لعمل السياسة النقدية، حيث ترتبط فعالية مجلس الإشراف على العملة بالتزام حكومات الدول بتلك القواعد وعدم قدرتها على تغييرها، أي أن مصداقية هذا النظام ترتبط بالتزام الدولة بالاحتفاظ باحتياطي كافي من النقد الأجنبي لتغطية القاعدة النقدية.

وفي حالة تبني نظام مجلس الإشراف على العملة بمفهومه البحت -لا يكون التعقيم خياراً مطروحاً- حيث تؤدي التدفقات إلى الداخل تلقائياً إلى أوضاع نقدية محلية أكثر تراخياً، أما التدفقات إلى الخارج فتؤدي إلى ظروف نقدية أكثر تقييداً، كما لا يتدخل نظام مجلس الإشراف على العملة في معاملات الأوراق المالية المحلية، ولا يسمح في حالة تطبيق هذا النظام بزيادة القاعدة النقدية دون وجود غطاء من العملة الأجنبية. هذا الانضباط هو الذي يفسر النجاح النسبي لمجلس الإشراف على العملة في الحفاظ على ثبات سعر الصرف¹.

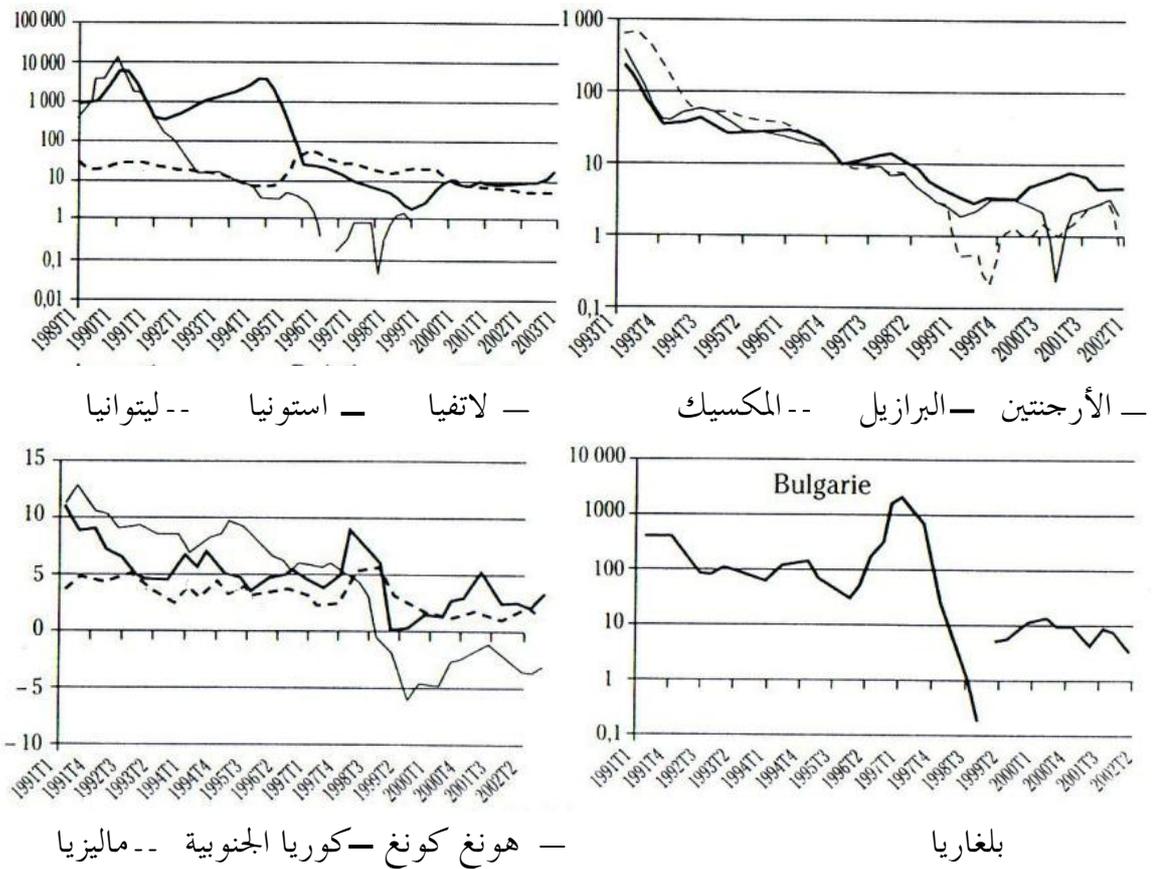
مما يؤدي إلى الحد من قدرة السلطات النقدية على التوسع في منح الائتمان للحكومة أو للنظام المصرفي. ومن ثم، يسهم مجلس الإشراف على العملة في تأكيد التزام السياسة النقدية بهدف تحقيق الاستقرار في الأسعار، كما يسهم في تحقيق الانضباط المالي من خلال الحد من تنقيد العجز المالي، وهو ما يؤدي بالضرورة إلى إتباع سياسات مالية وإدارة للدين العام تتسم بالكفاءة والمرونة وتحقيق المردودية الاقتصادية المنشودة من النظام.

التعريف بفعالية النظام من ناحية المردودية الاقتصادية بشكل عام و فيما يتعلق بالتضخم بشكل خاص هي مسألة يكون الكشف عنها من خلال التجارب الدولية في تبني أنظمة مجالس العملة في الدراسات والبحوث التجريبية.

¹ Charles Enoch and Anne-Marie Gulde, « Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? », I MF, Finance and Development, Volume 35, Number 4, 1998, p. 10.

يوضح الشكل رقم (3-6) تطور معدلات التضخم في ثلاث مجموعات من الدول، حيث تجري مقارنة اقتصاديات مجالس العملة بالاقتصاديات المتبنية لأنظمة صرف أخرى. الدول المأخوذة في الدراسة كانت الأكثر أهمية من حيث الحجم في مجموعة مجالس العملة، بالنسبة للدول التي عرفت مستويات تضخم أكثر ارتفاعا أو حتى التضخم المفرط. الاستعانة و استخدام مجالس العملة في كل من الأرجنتين، بلغاريا استونيا ولتوانيا قاد إلى سقوط قوي في التضخم. قبل انهيار نظام الصرف، سجلت الأرجنتين أفضل مردودية تضخمية من المكسيك والبرازيل. في دول البلطيق الاختلاف فيما يتعلق بالتضخم غير واضح لتشير إلى أن مجالس العملة ليست الآلية الوحيدة التي تسمح بتخفيض التضخم على الدوام.

الشكل رقم (3-6): تطور معدلات التضخم.



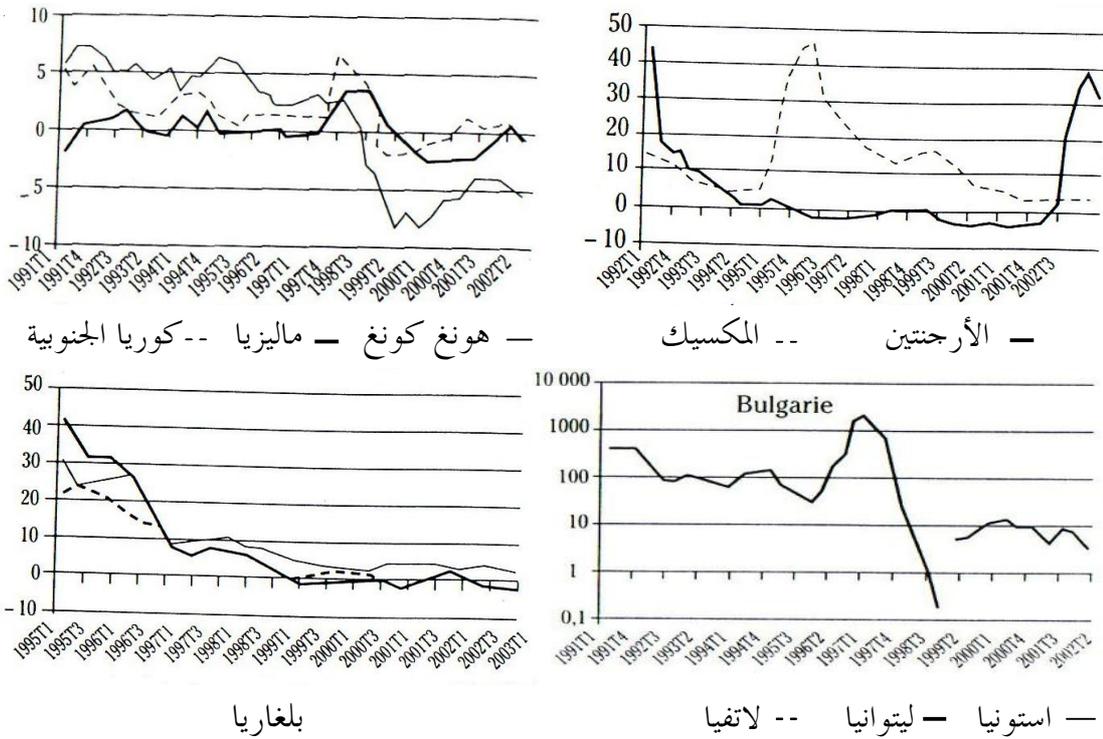
Source: FMI, Statistiques financières internationales.

ملاحظة: القياس لوغاريتمي بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية والوسطى، دول البلطيق وبلغاريا. المعطيات السالبة لم يتم إدراجها في هذه عينة من الدول. المعطيات هي بالنسب المئوية بالنسبة للدول الآسيوية.

وتتمثل الطريقة الأخرى لتقييم المردودية التضخمية في مقارنة الاتجاه التقاربي للتضخم نحو بلدان الربط في حالة ما إذا كان نظام سعر الصرف مجلس العملة أو نظام ربط آخر. يوضح الشكل البياني رقم (3-7) أن معدلات التضخم تتقارب بسرعة وباستمرار نحو دول الربط تلك، التي تعرف معدلات التضخمية قوية جدًا.¹

مقارنة تجربة المكسيك والأرجنتين تعتبر بشكل خاص حالة دامغة و واضحة، فالبلدان يربطان عملتيهما المحليتين بالدولار الأمريكي.

الشكل البياني رقم (3-7): فروق التضخم

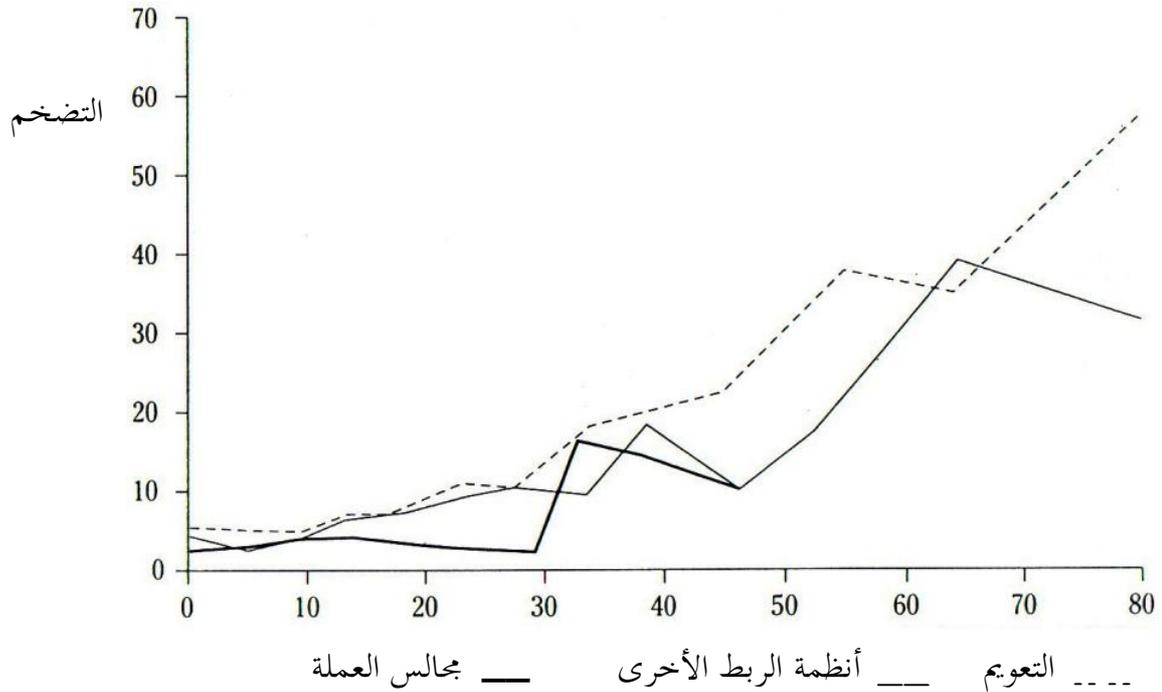


Source: FMI, Statistiques financières internationales.

ملاحظة: في القياس اللوغاريتم بالنسبة لبلغاريا، المطيات السالبة لم يتم إدراجها. المعطيات كانت بالنسب المؤوية بالنسبة للدول الأخرى. انحرافات التضخم كانت إزاء الولايات المتحدة بالنسبة للأرجنتين المكسيك، هونغ كونغ، ماليزيا، كوريا الجنوبية، استونيا ولتوانيا. وإزاء ألمانيا بالنسبة لبلغاريا ولااتفيا.

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.123.

نمو الكتلة النقدية يكون أقل في دول مجالس العملة منه في باقي الدول وهو ما يعرف بالأثر التنظيمي أو بأثر الانضباط، علاوة على ذلك، يوجد أيضا أثر الثقة: بالنسبة لنفس معدل نمو الكتلة النقدية، سجلت مجالس العملة معدل تضخم أقل مقارنة بأنظمة الصرف الأخرى، الشكل البياني رقم (3-8).
الشكل البياني رقم (3-8): العلاقة بين النمو النقدي والتضخم بالنسب المئوية



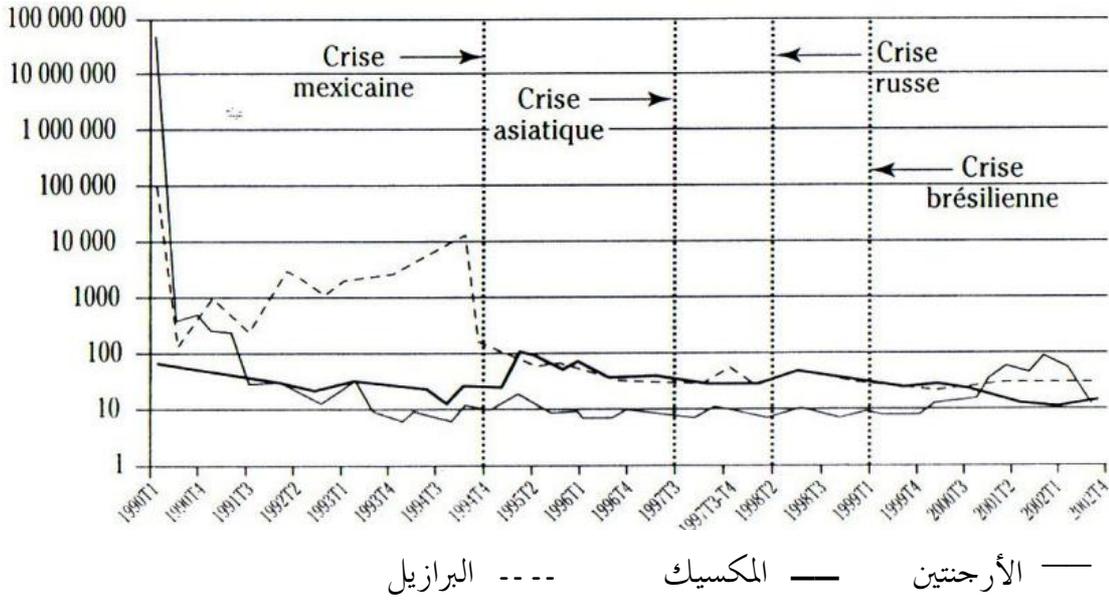
ملاحظة: دول مجالس العملة المأخوذة في العينة هي الأرجنتين، جيبوتي، جمهورية دومينيكا، استونيا، غرناطة هونغ كونغ، سان-لويسي، سان-فانسون والغرينادين، ليوانيا.

Source: Ghosh, Gulde et Wolf, 2001.

تمنح المردودية العالية لمجالس العملة في مكافحة التضخم عن اتجاه أسعار الفائدة الحقيقية إلى الانخفاض في هذا النظام مقارنة بالأنظمة الأخرى. تبني مجالس العملة من شأنها أن تتبع في العموم بانخفاض واضح لأسعار الفائدة الاسمية في المدى القصير مقارنة بباقي الأنظمة¹.
وتشير إلى ذلك تجربة الأرجنتين قبل انهيار مجالس عملتها، بالإضافة إلى هونغ كونغ التي عرفت معدلات فائدة منخفضة عن مثيلاتها في دول المنطقة قبل وقوع الأزمة الآسيوية.

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.124.

الشكل البياني رقم (3-9): تطور معدلات الفائدة الاسمية في المدى القصير



Source: FMI, Statistiques financières internationales.

وعلى الرغم من المزايا التي يمكن للبلد أن يحققها من خلال هذا الترتيب المؤسسي، إلا أنه لا يعد من البدائل المطروحة بقوة على الساحة الاقتصادية كأحد ترتيبات سعر الصرف في الوقت الراهن، وذلك في ضوء الأزمات المالية التي تعرضت لها دول عديدة وظهور مزايا تعويم أسعار الصرف وتطبيق استهداف التضخم كإطار لتنفيذ السياسة النقدية.

III-2-2-2 المردودية التضخمية للدولة

يرى مؤيدو اعتماد الدولة أن هذه الخطوة تمكّن من القضاء على مخاطر تعرض العملة المحلية لأزمات بين وقت وآخر، وتحد من مضاعفات الأزمات المالية الدولية أو الإقليمية. كما تخفض التضخم ونسب الفائدة وتشجع الاستثمارات وتحفز اقتصاد الدول التي تعتمد عليها.

يتخذ قرار الدولة في كثير من الأحيان بسبب معاناة البلد من التضخم المالي و انخفاض قيمة العملة القومية، اللذان يهددان الوضع الاقتصادي في البلد. فمن المحتمل أن أكبر فوائد نظام الدولة هي الاستقرار الاقتصادي الذي يرافقها حيث تتم السيطرة فوراً على التضخم. إن الدولار الأمريكي هو أكثر عملة موثوق بها عالمياً، وأية دولة تتبناها تكون قد تبنت أيضاً السياسة النقدية لمجلس الاحتياطي

الفدرالي بالولايات المتحدة. ولهذا فإن الدولار تزيل خطر تخفيض قيمة العملة و بالتالي تقلل من نسب الفائدة المحلية. وأكثر من ذلك فإنها تجذب المستثمرين الأجانب الذين يدركون أن القيمة المالية لبضائعهم بأمان مما يؤدي إلى مزيد من النمو والاستثمار.

فظاهرة الدولار تشاهد عادة في الاقتصاديات الخاضعة لارتفاع معدلات التضخم، هذا النظام له آثار إيجابية على التضخم لأنها تجبر السلطات المحلية على تبني سياسات مالية ونقدية تقييدية وبالتالي تقضي على أحد أهم مصادر التضخم. في ظل هذا النظام تختفي علاوة المخاطر المرتبطة بخطر تخفيض العملة فالتخلص من مخاطر تخفيض قيمة العملة يسمح أيضا بتخفيض التضخم كما يشير إليه Alesina

و Barro (2001)¹. في نفس السياق يشير أيضاً Calvo أن أسعار الصرف المرنة الحرة هي عبارة عن وهم وأن أسعار الصرف الثابتة ولاسيما الدولار الكاملة هي الخيار الحقيقي بالنسبة لبعض البلدان الناشئة لاسيما في دول أمريكا اللاتينية. فكلما كانت الديون مدولرة (أي ديون محلية مقومة بالعملة الأجنبية) سواء كان نظام سعر الصرف عائماً أو ثابتاً، يصبح عرضة لهجمات المضاربة، الطريقة وحيدة لتجنب ذلك حسب Calvo هي الدولار الكاملة التي تحول الديون المدولرة إلى ديون داخلية². كما يؤكد أيضاً Reinhart و Al (2003)، أن الدولار لا تؤدي بالضرورة إلى نتائج سيئة من حيث السيطرة على التضخم.

إن قلة عدد البلدان ذات الحجم الكبير التي أقدمت على تبني الدولار جعل من الدراسات التي اهتمت بالمرودية الاقتصادية لهذا النظام لا تزال غير كافية، سنتناول دراسة آثار الدولار على التضخم من الناحية التجريبية. في هذا السياق قدم Edwards و Magendzo (2002)، دراسة حول مردودية الدول المدولرة على الفترة 1970-1998، هذه الدراسة خصت 12 بلد وثلاثة أقاليم³.

تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن المردودية في الدول المدولرة فيما يخص التضخم تعتبر أفضل والأمثل، في حين إذا أخذنا بعين الاعتبار الميل والاتجاه إلى التضخم في الدول غير المدولرة بسبب وجود دول عرفت

¹ Alesina. A, Barro. R, « Dollarization », The American Economic Review, 2001, p.22.

² Calvo. G, Reinhart .C, « Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization », Finance and Development, A Quarterly Magazine of the IMF, 36 (3), 1999, p.10.

³ Edwards S, Magendzo I, « Dollarization and economic performance: what do we really know? », Banque centrale d'Autriche, working paper, n°65, 2002, p.08.

مستويات مفرطة من التضخم، نكتشف أن إيجابيات الدول المدولرة تتراجع وتقع داخل هامش بين -3,5 و -7 نقطة مئوية مقابل ما يقارب -55 بداية¹.

بالرغم من أنه يمكن للدولرة أن تعمل على موازنة التضخم المفرط، فإنها لا تلعب أي دور في الإصلاح السياسي أو المالي. ولذلك فالدولرة قد تكون ضرورية ولكنها ليست بالضرورة إستراتيجية اقتصادية كافية.

III-3 الأنظمة العائمة والتضخم

في حالة البلد الذي يسجل معدل تضخم مرتفع مقارنة بباقي العالم سيعرف بشكل طبيعي عجزاً في ميزان المدفوعات وخسائر في الاحتياطيات التي من الممكن أن لا تصمد طويلاً، ويكون على البلد تخفيض التضخم واتخاذ زيادة الصرامة في الأسعار، في حالة النظام المرن يصح اختلال توازن ميزان المدفوعات تلقائياً عن طريق تغير سعر الصرف، وتكون السلطات أكثر حرية في تحريك اقتصادها لضمان فعالية أداؤها.

تظهر الأنظمة المرنة من الناحية النظرية أكثر موضوعاً للتضخم (أكثر تضخمية) مقارنة بالأنظمة الثابتة. كما هو متعارف عليه، تخفيض العملة في البلد يزيد ويرفع الأسعار الداخلية، في حين أن ارتفاع قيمة العملة نادراً ما يترجم بانخفاض الأسعار لأنها قليلة المرونة إلى الانخفاض. بالتأكيد في النظام الثابت تخفيض العملة يكون أيضاً تضخيمياً، بينما إعادة التقدير لا يعمل على تخفيض الأسعار².

لكن أسعار الصرف المرنة تستجيب في اتجاهين كردة فعل لها، تدفع إلى ارتفاع الأسعار في حالة انخفاض سعر الصرف ولكن نادراً ما تنخفض الأسعار في حالة ارتفاع التقويم في سعر الصرف، بحيث أن التضخم في هذه الحالة يكون أكثر احتمالاً وحدوثاً في الأنظمة العائمة مقارنة بالأنظمة الثابتة والوسيلة. التعويم منذ 1973، تزامن مع فترات تضخمية عالية في العالم وصولاً إلى سنوات الثمانينات، من ناحية أخرى الضغوط التضخمية في سنوات السبعينات كانت مرتبطة في أغلب الدول بارتفاع أسعار البترول وإلى ارتفاع كمية النقود. في حين إذا استبعدنا هذه العشرية، نستخلص أن المردودية الاقتصادية في هذه الدول كانت أفضل في سنوات الستينات منه في سنوات التسعينات³.

¹ Jean-Pierre Allégret, op-cit, p.147.

² Dominick Salvatore, op.cit, p.343.

³ Idem, p.344.

الجدول رقم (3-5) أسفله يوضح المردودية الاقتصادية في الدول الصناعية السبع الكبرى G7 على الفترة 1960 - 1973 في ظل نظام سعر الصرف الثابت والفترة 1983-2005 في ظل نظام سعر الصرف المرن، مع استبعاد سنوات من 1974 - 1982 بسبب الأزمة البترولية. خلال فترة الأنظمة الثابتة: كانت معدلات النمو أكثر ارتفاعاً (ما يقارب الضعف)، معدلات التضخم أكثر ارتفاعاً أيضاً وقد عرفت الفترة انخفاض معدلات البطالة (أقل من النصف)، توحي الحذر يتطلب عدم استخلاص النتائج بشكل سريع لأن هناك عوامل أخرى لها أهميتها، مرونة سوق العمل، معدلات التقدم الفني والعولمة. على سبيل المثال العولمة السريعة قد كانت سبباً لمعدلات تضخمية أقل خلال المرحلة الثانية (بالرغم من أنه كان من المنتظر أن تكون أكثر ارتفاعاً). معدلات التضخم المسجلة في المرحلة الثانية كما يوضحه الجدول كانت منخفضة وأقل من المعدلات التي كانت عليها في المرحلة الأولى وبالمقابل كذلك تظهر النتائج ارتفاع معدلات البطالة في المرحلة الثانية في جميع الدول الصناعية. وما يمكن استخلاصه أيضاً من دراسة هذه الحالة كما تظهره النتائج أن الأنظمة القائمة قدمت مردودية أفضل في كبح التضخم مقارنة بالنظام الثابت ولكن كان ذلك مقتصرًا على فئة الدول الصناعية، حيث قدر متوسط معدل التضخم في فترة التعويم 2,6% مقابل 3,8% في فترة النظام الثابت وهو ما أشارت إليه وأثبتته عدة دراسات أخرى أهمها Rogoff و Al (2003) و Rogoff و Reinhart (2004).

الجدول رقم (3-5): المردودية الاقتصادية في النظام الثابت (1973-1960) والعائم (1983-2005).

| معدل البطالة | | معدل التضخم | | نمو الناتج الداخلي الخام | | الدول |
|--------------|-----------|-------------|-----------|--------------------------|-------------|------------------|
| 2005-1983 | 1973-1960 | 2005-1983 | 1973-1960 | (1983-1960) | (1973-2005) | |
| % 6,0 | % 4,9 | % 3,1 | % 2,8 | % 3,5 | % 3,7 | الولايات المتحدة |
| 3,4 | 1,2 | 0,8 | 5,6 | 2,4 | 11,0 | اليابان |
| 7,8 | 0,6 | 2,0 | 2,9 | 2,0 | 5,5 | ألمانيا |
| 7,8 | 2,8 | 3,4 | 4,5 | 2,5 | 2,9 | المملكة المتحدة |
| 10,1 | 1,8 | 2,9 | 4,3 | 2,1 | 6,0 | فرنسا |
| 9,7 | 3,1 | 4,9 | 3,8 | 1,8 | 5,7 | إيطاليا |
| 9,0 | 5,1 | 3,0 | 2,8 | 3,1 | 5,0 | كندا |
| 6,3 | 2,8 | 2,6 | 3,8 | 2,9 | 5,7 | المتوسط المرجح |

Source: Dominick Salvatore, « Economie internationale », Ed boeck, 2008.

المدافعون عن أسعار الصرف المرنة يقولون أن هذه الأخيرة قد تعتبر موضوعاً للتضخم أكبر من الأنظمة الثابتة في الدول الأخرى الأقل تقدماً، ويرجع ذلك إلى أن الدول يكون لها تفضيل مختلف فيما يتعلق بالثنائية التضخم والبطالة، فأسعار الصرف المرنة تسمح للسلطات بمتابعة السياسة التي تختارها، فضلاً عن ذلك سياسة سعر الصرف هذه تعزل أيضاً الاقتصاد عن الصدمات الخارجية¹.

يمكن القول أن أسعار الصرف المرنة لا تقارن بطريقة عكسية بالأنظمة الثابتة في عدد من النقاط نوع المضاربة التي تنتج عنها ودرجة عدم التأكد بالنسبة للمعاملات الدولية، فعالية أكبر ومصداقية أكبر في متابعة السياسة الاقتصادية ولكنها أكثر تضخمية وأقل ملائمة في الاقتصاديات التي تكون عرضة للصدمات الداخلية. أهم مكاسب هذه الأنظمة تتمثل في أنها تسمح بالمحافظة على مراقبة أكبر لعرض النقود وتحقيق معدلات بطالة متدنية ولكن أهم سلبياتها هي غياب قاعدة تنظيمية في الأسعار.

¹ Dominick Salvatore, op.cit, p.344.

III-4 مقارنة المردودية التضخمية بين الأنظمة القطبية و الوسيطة في الدول النامية

أظهر مؤخراً صندوق النقد الدولي أهمية الأنظمة القطبية كما هو الحال في دراساته السابقة، بفضل أعمال كل من Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010)، بالاعتماد على التصنيف المعلن والفعلي لأنظمة أسعار الصرف، قام الباحثون بتقييم آثار الأنظمة على مجموعة من المتغيرات المتعلقة بالسياسات النقدية والسياسة الميزانية، التضخم، النمو والأزمات الاقتصادية، التجارة وتدفق رؤوس الأموال. استخلصوا إلى نتائج هامة حول مردودية مختلف أنظمة أسعار الصرف.

خلصت الدراسة إلى تأكيد على أن الأنظمة الأقل مرونة (الثابتة والوسيط) تسمح بثبات التوقعات التضخمية وتعزز نمو الإنتاج وتحفز التكامل الاقتصادي، غير أنها تحد من الاستعانة بالسياسات الاقتصادية الكلية، و تزيد من ضعف الاقتصاد في مواجهة الأزمات و كبح التصحيح الخارجي. قام Aizenman و Hausmann بتحليل العلاقة بين درجة المرونة/ صلابة سعر الصرف والصدمات التي تصيب الاقتصاد وكذا أهداف السياسة الاقتصادية.

في هذا الجانب، تشير النتائج إلى أن درجة مرونة سعر الصرف تتجه إلى الانخفاض عندما:

- (i) يكون أثر تغير سعر الصرف على الأسعار المحلية Pass-Through مرتفعاً.
- (ii) تطاير وتقلب الصدمات الاسمية نسبة إلى الصدمات الحقيقية تكون كبيرة. (iii) الخسارة المترتبة عن التضخم تكون كبيرة، (IV) الانعكاس الانسيابي على سوق العمل يكون مرتفعاً. بالإضافة إلى ذلك انخفاض درجة المرونة تحدث زيادة اقتصاد الرفاهية، أين يعتمد المنتجون على النظام البنكي لتمويل الحاجة لرأس المال¹.

تطرفت العديد من الأعمال التجريبية لمسألة اختيار نظام سعر الصرف، ومع ذلك لم تتوصل النتائج إلى إجابات نهائية وبشكل قطعي في هذه المسألة، ويؤكد Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010) على غياب إجماع حول موضوع اختيار نظام سعر الصرف، ولكن تم التوصل إلى مجموعة من التوصيات

¹ Aizenman J. et R. Hausmann , « Exchange rate regimes and financial-market imperfections », UCSC Dept. of Economics Working Paper No. 493, 2001, p.09.

التي يمكننا تلخيصها في النقاط التالية¹:

- أنظمة الصرف الثابتة تقود إلى معدلات تضخم أقل ضعفاً بدون أن تعرض النمو للمخاطر (بدون إعاقة النمو الاقتصادي).

- أنظمة الصرف الوسيطة تسمح بتحقيق مردودية جيدة فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي، خاصة في الدول الناشئة، على اعتبار أنها تجمع بين التقلب المعتدل والضعيف أحياناً فيما يخص الأسعار والمستوى التنافسي لسعر الصرف.

- أنظمة أسعار الصرف العائمة تتوفر في ظلها إمكانية أكبر على التقليل من احتمال الوقوع في الأزمات المالية.

البحوث الأخيرة لصندوق النقد الدولي تنصوي في نفس السياق، على ضوء نتائج الموضحة في الجدول (3-6) المتعلقة بالدول النامية، انطلاقاً من تقدير نموذج Taylor، الذي يهدف إلى قياس درجة ردة فعل السياسة النقدية للظروف الاقتصادية الداخلية، حسب نوع نظام سعر الصرف.

قام المؤلفون بتجميع الأنظمة الوسيطة والعائمة في مجموعة واحدة بحيث تنطوي الدراسة على نظامين فقط الثابت والمرن. تشير التقديرات إلى أن السياسة النقدية تستجيب لمعدل التضخم و فجوة الناتج الداخلي الخام عن مستواه الكامن l' output gap في ظل نظام سعر الصرف العائم.

ارتفاع بنقطة في مستوى التضخم (في l' output gap) يقود إلى إحداث تعديل معنوي إحصائياً في سعر الفائدة بـ 0,09 نقطة (بـ 0,13).

بالمقابل لم تسجل أي استجابة لسعر الفائدة في ظل النظام الثابت. تم التوصل إلى نتائج مماثلة فيما يتعلق بالقيم المستقبلية للتضخم و l' output gap. كما تبقى النتائج قوية في الدول التي تعرف حركة ضعيفة في رأس المال. وتجدر الإشارة إلى أنه بالنسبة للأنظمة الصرف الثابتة، فإن أسعار الفائدة تستجيب بشكل بالغ في دول الربط².

¹ Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. Tsangarides , « Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system », IMF Occasional Paper No.270, 2010, p.18.

² Shambaugh J. C., « The effect of fixed exchange rates on monetary policy », Quarterly Journal of Economics 119 (1): 301-352, 2004, p.12.

الجدول رقم (3-6): السياسة النقدية حسب أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية (التقدير القياسي)

| التصنيف الفعلي Facto | | التصنيف المعلن Jure | | المتغيرة المستقلة: |
|----------------------|---------|---------------------|---------|-------------------------|
| t-stat | المعامل | t-stat | المعامل | سعر الفائدة |
| 2,25** | 0,09 | 3,00*** | 0,09 | -التضخم |
| -0,4 | -0,02 | -0,05 | -0,02 | -النظام الثابت* التضخم |
| 4,25*** | 0,17 | 3,25*** | 0,13 | Output gap - |
| -4,25*** | -0,17 | -3,25*** | -0,13 | نظام الثابت* Output gap |
| -0,28 | -0,07 | 0,30 | 0,07 | -سعر فائدة بلد الربط |
| | | | | -سعر فائدة |
| 2,46** | 0,64 | 1,96* | 0,45 | Output gap * بلد الربط |
| 0,12 | 924 | 0,11 | 946 | عدد الملاحظات، R^2 |

Source: Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. Tsangarides, (2010).

إثبات وتأكيده Friedman و Schwartz (FS) على أن التضخم هو على الدوام وفي كل مكان ظاهرة نقدية، يشير إلى أن نظام سعر الصرف يمارس أثراً غير مباشر على التضخم، وبشكل خاص، من بين الوظائف الأساسية لنظام سعر الصرف الثابت تتمثل في فرض القاعدة والانضباط في قيادة السياسة النقدية، هذه القاعدة تبعث بدورها المراقبة الصارمة على نمو الكتلة النقدية التي تعتبر مصدراً للتضخم حسب تصور Friedman و Schwartz. بينما التحليل والبحث النظري توصل إلى تحديد قناة أخرى من خلالها يمكن أن يمارس التعادل الثابت أثراً مباشراً على التضخم. هذه النظرية تشير إلى أن إدراك الأعوان الاقتصاديون لتفضيلات البنك المركزي فيما يتعلق بالسياسة النقدية، تؤثر مباشرة على التضخم وهو ما يعرف بظاهرة مصداقية البنك المركزي. الدراسات النظرية المقدمة حول هذا الموضوع تسمح بتأكيد هذه النظرية، حيث يكون من شأن نظام سعر الصرف الثابت المساهمة في التحكم في التضخم انطلاقاً من أثره التنظيمي وتعزيزه من مصداقية البنك المركزي.

تسمح المعادلة التالية بالتعرف أكثر على آثار المصدقية والانضباط (القاعدة التنظيمية)¹.

$$\pi_t = -\beta \text{Fixt} + \beta d\% \Delta M_t - \beta y\% \Delta Y_t + \varepsilon_t$$

Effet de crédibilité Effet de discipline

حيث يمثل π_t معدل التضخم، Fixt متغيرة صورية تأخذ الرقم 1 إذا نظام سعر الصرف ثابتاً و الرقم 0 إذا كان النظام مرناً، $\% \Delta M_t$ معدل نمو الكتلة النقدية و $\% \Delta Y_t$ الدخل الحقيقي^(*).

وبالتالي يمارس نظام سعر الصرف أثر المصدقية (مباشر) عن طريق المتغيرة Fix وأثر الانضباط (غير مباشر) على القاعدة النقدية عن طريق المتغيرة $\% \Delta M_t$ ، غير أن أثر مصداقية نظام سعر الصرف تختلف حسب المدى الزمني المأخوذ بعين الاعتبار، حيث من المتوقع أن يكون أثر مصداقية نظام سعر الصرف هاماً في المدى القصير، وعليه من المنتظر في المدى القصير فيما يتعلق بالتضخم أن يتأثر بالتعادل الثابت وليس فقط بالنمو النقدي. تدرج هذه التقديرات المقترحة على المدى القصير، غير أنه في المدى الطويل يختفي هذا الأثر المباشر، عند هذا المستوى لا يمارس نظام سعر الصرف إلا الأثر غير المباشر عن طريق الانضباط النقدي.

يوجد نوعين من الدراسات التجريبية لقياس تأثير نظام سعر الصرف على التضخم، إحداهما تتمثل في تعريف الفترات التي من خلالها يستخدم نظام سعر الصرف كأداة أساسية في إستراتيجية دحر التضخم من قبل الاقتصاديات التي تعاني من معدلات تضخمية مفرطة، على سبيل المثال لاحظ Collins (1988)²، أن إنشاء النظام النقدي الأوروبي في سنة 1979، لم يكن عاملاً محمداً لتخفيض معدل التضخم في السنوات اللاحقة في الدول الأعضاء.

النوع الثاني من التحليل اهتم بالبحث عن الأثر النظامي لسعر الصرف على التضخم انطلاقاً من قاعدة عريضة من البيانات بنال Panel من الدول. قام كل من Ghosh، Gulde و Wolf (1997) بتقديم إحدى أوائل الدراسات على عينة ضمت 140 دولة على الفترة 1960-1990، من خلال التمييز بين الأنظمة الثابتة، الوسيطة والعائمة.

¹ Klein M. W. et J. C. Shambaugh, « Exchange Rate Regimes in the Modern Era » The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, England, 2010, p.06.

(*) قد نشير أيضاً أن هذه المعادلة قد تأخذ صيغ أخرى، حيث يمكن إضافة متغيرة أخرى تشير إلى نظام سعر الصرف الوسيط.
² Collins S, « Inflation and the European Monetary System », dans F. Giavazzi S. Micossi et M. Miller, eds., The European Monetary System. Cambridge: Cambridge University Press, 1988, p.112.

في تحليلهم المنصب على اختلاف التضخم، اكتشف المنظرون أن متوسط معدل التضخم كان يعادل 8,4% في النظام الثابت، 11,6% في ظل النظام الوسيط و بلغ 15,2% في النظام العائم¹.

توصل الباحثون أنه بالمقارنة بالنظام العائم، النظام الثابت والوسيط قد يسمحان بتخفيض التضخم بمعدل 5% و 1,5% على الترتيب بمعاملات معنوية في الدراسة القياسية. قام الباحثون بعد ذلك بإضافة معدل نمو الكتلة النقدية في معادلة الانحدار، توضح النتائج أن انخفاض التضخم في ظل نظام سعر الصرف الثابت انتقل من 5% إلى 1,8%، في حين لم يكن المعامل المرتبط بالنظام الوسيط معنوياً، غير أن النقود قد مارست أثراً موجباً ومعنوياً. استخلص Al, Ghosh (1997)، أن النظام الثابت قد لعب دوراً تاماً في التأثير على مصداقية وانضباط السياسة النقدية². تجدر الإشارة إلى أن هذه النتائج لا تختلف كثيراً عن النتائج التي قدمها Ghosh, Ostry و Tsangarides (2010)، بالنسبة للدول النامية.

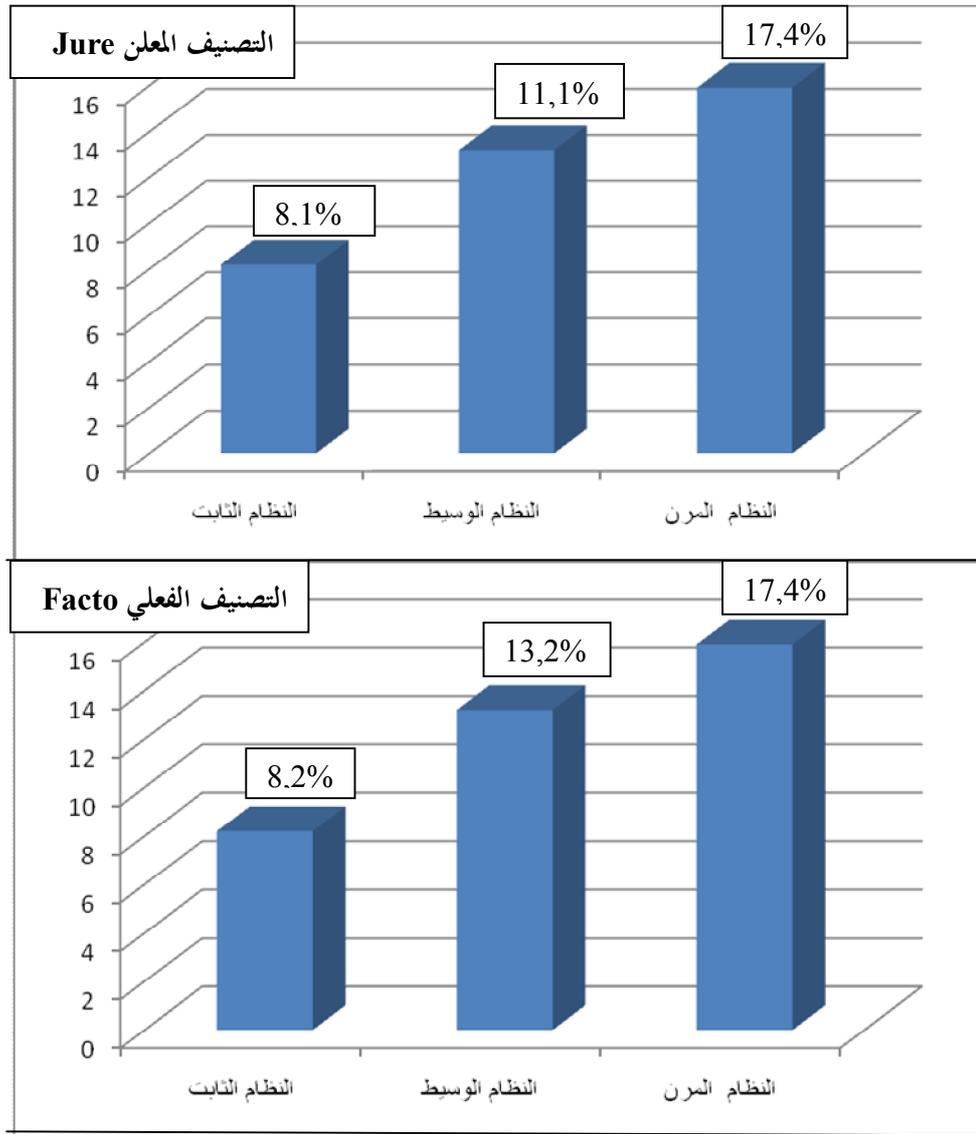
التحليل المقدم من قبل Al, Ghosh (2010)، فيما يخص الدول النامية، اعتماداً على التصنيف المعلن والفعلي لأنظمة أسعار الصرف على الفترة 1980 – 2007، لبحث تأثير مختلف أنظمة الصرف على التضخم³. تشير النتائج الموضحة في الشكل البياني رقم (3-10)، أن الأنظمة الثابتة سمحت بتحقيق أفضل مردودية تضخمية في هذه العينة من الدول، فقد سجلت معدلات تضخم أقل تعادل 8,1% و 8,2% باستخدام التصنيفين المعلن والفعلي على الترتيب، تلي بعد ذلك المردودية المقدمة في الأنظمة الوسيطة فقد حققت معدلات تضخمية قدرها 11,1% و 13,2% في التصنيفين المعلن والفعلي على الترتيب. أما الأنظمة العائمة فكانت موضوعاً لمعدلات تضخمية مرتفعة في هذه العينة من الدول مقارنة بالأنظمة الثابتة والوسيط، لتوضح النتائج أن المردودية التضخمية لأنظمة الصرف تتراجع وتنخفض كلما زادت مرونة سعر الصرف في الدول النامية، فالمردودية التضخمية يبدو أنها ترتبط بعلاقة عكسية مع المرونة في الدول النامية وهو ما يتوافق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة التي تخصصت في هذا الموضوع. وتوضح النتائج أيضاً وجود بعض الاختلاف في المردودية بين التصنيفين المعلن والفعلي.

¹ Ghosh A., A. Gulde et H. Wolf, « Does the nominal exchange rate regime matter? », NBER working paper 5874, 1997, p.15.

² Idem, p.16.

³ Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. Tsangarides (2010), « Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System », op-cit, p.21.

الشكل رقم (3-10): معدلات التضخم في الدول النامية على الفترة 1980-2007



Sources: Ghosh, Ostry et Tsangarides, (2010), données FMI/WEO.

بخصوص نتائج الدراسة التي قدمها Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010)، الموضحة في الجدول رقم (4-7)، فإنها تشير بوضوح إلى أن تبني نظام سعر الصرف الثابت يسمح بالتخفيض المعنوي لتضخم في الدول النامية. مثلاً في التصنيف المعلن، الانتقال من التعويم إلى التعادل الثابت يسمح بتخفيض معدل التضخم بمعدل 6% سنوياً. غير أن هذا الأثر يقل أهمية في حالة التصنيف الفعلي حيث يعادل 1% سنوياً، حسب المنظور فإن المردودية في ظل نظام الربط (التثبيت) المعلن هي انعكاس للمصدقية الذي يضيفه الالتزام الأكيد والواضح من جانب البنك المركزي في الاحتفاظ بالتعادل الثابت.

لتأكيد هذه الحجة، أجري التحليل بحذف المشاهدات فيما يخص أنظمة الصرف الثابتة الفعلية Facto التي لم تكن تعتبر كأنظمة ثابتة في التصنيف المعلن De Jure، لوحظ أن الانتقال إلى النظام الثابت مارس أثراً أكثر أهمية (5,6%) والذي يعني أن الالتزام الأكيد من قبل البنك المركزي بربط عملته، يتبع ببدء التنفيذ الفعلي ويعزز ويقوي المردودية فيما يخص التحكم في التضخم.

المعاملات المرتبطة بنظام سعر الصرف الوسيط كانت غير معنوية، وهذا ينطوي ويشير إلى عدم وجود اختلاف في المردودية بين النظامين الوسيط والعائم في تخفيض التضخم في هذه الدول¹.

الجدول رقم (3-7): استجابة التضخم إلى مختلف أنظمة الصرف في الدول النامية (التقدير القياسي)

| المغيرة المستقلة: | | المعلن De Jure | | الفعلية De Facto | | الإجماع على النظام الثابت | |
|-------------------------------|---------|----------------|---------|------------------|---------|---------------------------|---------|
| معدل التضخم | المعامل | t-stat | المعامل | t-stat | المعامل | t-stat | المعامل |
| الثابت | 0,056 | 3,71*** | 0,048 | 2,20** | 0,030 | 0,03 | |
| النظام الثابت | -0,059 | -8,93*** | -0,051 | -5,81*** | -0,065 | -6,70*** | |
| النظام الوسيط | -0,002 | -0,28 | 0,003 | 0,33 | 0,010 | 0,54 | |
| عدد المشاهدات، R ² | 1150 | 0,38 | 1106 | 0,32 | 928 | 0,34 | |

Source: Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. Tsangarides, (2010).

علامة نجمة في الجدول تشير إلى المعنوية الإحصائية عند المستوى 10% (*)، 5% (**)، 1% (***) .

ملاحظة: هذا الانحدار يركز على طريقة الأخذ بالمتغيرات المساعدة Variables Instrumentales والذي يسمح بقياس مدى استجابة التضخم إلى مختلف أنظمة الصرف المقدمة بالمتغيرات الصورية ويأخذ في الحسبان أيضاً الآثار غير مباشرة، عن طريق نمو الكتلة النقدية و متغيرات أخرى للمراقبة. النظام المحذوف المستخدم كمرجع هو النظام العائم. الإشارة السالبة والمعنوية للمعامل المرافق لنظام سعر الصرف الثابت أو الوسيط تؤكد على أن معدلات التضخم كانت أكثر انخفاضاً في ظل هذين النظامين مقارنة بالنظام العائم. مثلاً معامل قدره - 0,059 ينطوي على معدل تضخم أكثر انخفاضاً بمعدل قدره 5,9% في النظام الثابت مقارنة بالنظام العائم.

متغيرات المراقبة الأخرى غير المستخدمة في الجدول هي: المتغيرات الصورية الزمنية، معدل نمو الكتلة النقدية، نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي، درجة الانفتاح ومعدل تغيير محافظ البنك المركزي.

¹ Klein M. W. et J. C. Shambaugh (2010), « Exchange Rate Regimes in the Modern Era », op-cit, p.08.

عمل Ghosh، Gulde و Wolf (2002)، على توسيع البحث من خلال التمييز بين الدول حسب الدخول. بالنسبة للدول النامية، كانت المتغيرات الصورية التي تمثل بالمرّة النظام الثابت والوسيط ترتبط بمعامل سالب ومعنوي¹.

توصل Levy-yeyati و Sturzenegger (2001)، إلى نفس النتائج التي استخلصها Ghosh و Al (1997)، فيما يخص انخفاض مستوى التضخم (1,8%) في ظل النظام الثابت^(*).

كما يوضح أيضاً Hussain، Mody و Rogoff (2005)، أن انعكاس نظام سعر الصرف على التضخم يختلف حسب مستوى دخول في كل مجموعة دولية، لهذا فإن النظرية التي توضح أن ربط سعر الصرف يباشر أثر سلبي ومعنوي على التضخم تكون محققة ومقبولة إلا في الدول الناشئة والنامية².

في نفس السياق، وضح وتوصل كل من Francisco و Bleaney (2007)، إلى وجود تأثير سلبي لأنظمة الربط على التضخم من خلال تخصيص انحدار لا يشتمل على نمو الكتلة النقدية³.

وفي نفس الإطار يسمح العمل المقدم من قبل Klein و Shambaugh (2010)، بتأكيد دور نظام سعر الصرف الثابت في التحكم بمعدلات التضخم، والذي كان واضحاً وجلياً في الدول النامية. زيادة على ذلك تقديراتهم تؤيد وتتوافق مع الفرضية التي تشير إلى الاختفاء الكلي لأثر مصداقية نظام سعر الصرف الثابت على المدى الطويل، مع بقاء فقط أثر الالتزام والانضباط النقدي قائماً وظاهراً⁴.

بالنسبة للدول الناشئة، هذه النتائج هي كذلك مؤكدة بشكل قوي في النظام الثابت والنظام الوسيط باستخدام التصنيف المعلن. أما على مستوى الدول المتقدمة، يقدم نظام سعر الصرف العائم مردودية أكبر في الحد من التضخم، والذي يتفق مع العديد من الدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة ومقارنة تأثير أنظمة الصرف على التضخم.

¹Ghosh A., A. Gulde et H. Wolf, « Exchange rate regimes », op-cit, p.32.

^(*) اختار Sturzenegger و Levy-yeyati (2001) دراسة عينة تضم 150 بلداً على فترة تقدير من سنة 1974 إلى 1999.

² Husain A. M., A. Mody et K. Rogoff, « Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies », Journal of Monetary Economics 52, 2005, pp.35-64.

³ Bleaney M., et M. Francisco, « Exchange rate regimes, inflation and growth in developing countries—An assessment. » B.E. Journal of Macroeconomics 7 (1), article 18, 2007, p.22.

⁴ Klein M. W. et J. C. Shambaugh (2010), « Exchange Rate Regimes in the Modern Era », op-cit, p.12.

خاتمة

دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم في هذا الفصل كشفت على أن هناك الكثير من البلدان من بينها معظم البلدان الصناعية، طبقت أسعار صرف مرنة، واحتاجت بعدئذ إلى أداة تثبيت محلية جديدة لتحقيق استقرار الأسعار. وابتداء من منتصف السبعينيات، حددت دول صناعية كثيرة لنفسها أهدافاً لنمو الإجماليات النقدية. وقد سعت البنوك المركزية في ظل هذا النهج إلى السيطرة على التضخم من خلال السعي إلى تحقيق أهداف وسيطة لمعدلات النمو النقدي التي يتوقع منها، أن تحقق المعدل التضخم المرغوب فيه. وبالرغم من أن هذا النهج قد وفر في عدد من البلدان إطاراً من السياسات التي نجحت في تخفيض التضخم، إلا أن حالات الإخفاق المتواترة في تحقيق الأهداف النقدية، واستمرار عدم الاستقرار في العلاقة بين النمو النقدي والتضخم، أدت إلى التخلي فعلياً عن السعي لتحقيق أهداف نقدية في معظم البلدان طوال حقبة الثمانينيات والتوجه نحو تبني سياسة استهداف التضخم.

ومع أن معظم الدول الصناعية، انتهجت منذ منتصف السبعينيات، سياسة سعر الصرف المرن، فقد ظلت بعض دول الأسواق الناشئة والنامية، تعتمد سياسة سعر الصرف الثابت كمتغير وسيط للتحكم بمعدلات التضخم، فقد عانت العديد من الدول النامية من ظاهرة التضخم الجامح والمستمر لفترات طويلة، حاولت بعض هذه البلدان توظيف أسعار الصرف لمحاربة التضخم وتخفيض معدلاته ومراقبته.

وبناء على ذلك أسس العديد من الاقتصاديين أحكاماً بشأن فعالية الأنظمة الثابتة في مكافحة التضخم بالمقارنة مع الأنظمة الوسيطة والعائمة، فازدادت بموجب ذلك عملية الاتجاه نحو تبني الأنظمة الثابتة في الدول الناشئة والنامية إلى غاية التسعينيات وما شهدته من تحولات وأزمات مالية، فأدى ذلك إلى تغيير الاتجاه نحو تبني أنظمة التعويم مع اتخاذ إستراتيجية لمكافحة التضخم تتلاءم مع تبني الأنظمة العائمة.

توضح النتائج المدرجة في الحقل التجريبي أن التعويم في الدول المتقدمة يقدم أفضل مردودية في تحقيق أضعف المعدلات التضخمية مقارنة بالأنظمة الوسيطة والثابتة. أما في فئة الدول الناشئة والنامية تتفوق الأنظمة الثابتة والوسيط في تحقيق أحسن النتائج التضخمية مقارنة بالتعويم. على العموم ترجع أسباب هذه النتائج لتأثير القاعدة التنظيمية (الانضباط النقدي) التي ينطوي عليها تبني نظام سعر الصرف الثابت والمصدقية التي تحدثها هذه الأنظمة التي تسمح بثبات التوقعات التضخمية، فالمردودية التضخمية يبدو أنها ترتبط بعلاقة عكسية مع المرونة في الدول النامية والناشئة.

الفصل الرابع

تأثير أنظمة أسعار الصرف على
النمو الاقتصادي

مقدمة

إن مسألة اختيار نظام سعر الصرف تعتبر مسألة معقدة وتخضع للظروف الاقتصادية بحيث تخلق اتساقا بين سياسة سعر الصرف مع السياسات الاقتصادية. ونجد أن الدول تتباين فيما بينها في اختيار نظام سعر الصرف والذي يتحدد ضمن ثلاثة أنماط رئيسية يشمل كل نمط عدد من الصيغ وهي أنظمة أسعار الصرف الثابتة، الوسيطة وأنظمة أسعار الصرف المرنة.

تشير نظرية النمو والأدبيات المقدمة الأكثر حداثة حول أنظمة أسعار الصرف إلى أن طبيعة نظام سعر الصرف المتبني من بلد معطى تكون لها نتائج وانعكاس على النمو في المدى المتوسط، وبالتالي تداخل العلاقة بين نظام الصرف والنمو الاقتصادي، هذا الأخير يتم التعرف عليه من خلال دراسة إجمالي النشاط الاقتصادي للبلد والعوامل التي تحدد مستواه.

وتظهر علاقة نظام سعر الصرف بالنمو من خلال أثرين، إما مباشرة عن طريق انعكاس أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي من خلال تصحيح الصدمات أو بطريقة غير مباشرة عن طريق انعكاس طبيعة نظام سعر الصرف على محددات أخرى هامة ومؤثرة، والتي يتوقف عليها النمو الاقتصادي مثل الاستثمار، التجارة وتطور القطاع المالي.

سنستهل هذا الفصل بالحديث عن النمو الاقتصادي من خلال تعريفه واستعراض محدداته والنظريات المفسرة له، يليه بعد ذلك، المبحث الثاني الذي يختص بعرض تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو بالتطرق إلى علاقة سعر الصرف بالنمو ولاسيما تبيان التأثير المباشر وغير المباشر لأنظمة أسعار الصرف على النمو، أما المبحث الثالث يتم فيه عرض وتحليل علاقة أنظمة أسعار الصرف بمردودية النمو الاقتصادي.

I- النمو الاقتصادي

إن المقياس النهائي لمدى التقدم الاقتصادي في الدولة ما، هو قدرتها على تحقيق مستوى مرتفع من الناتج من السلع والخدمات الاقتصادية للأفراد، ويقاس إجمالي الناتج القومي القيمة الكلية لمجموع السلع والخدمات النهائية التي تم إنتاجها في المجتمع خلال فترة معينة من الزمن، ويعد هذا المقياس أكثر المقاييس المتاحة ملائمة لقياس مستوى الناتج ومعدل نموه وبالتالي التوقعات الأداء والنمو الاقتصادي.

تعتبر النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي حديثة العهد نسبياً في تاريخ الفكر الاقتصادي، حيث يعود ظهور النمو الاقتصادي الحديث إلى عوامل أو ظواهر، ناتجة عن النظام الخاص بحق الملكية والرأسمالية التي منبعها المدرسة الكلاسيكية بزعامة A. Smith و D. Ricardo، ثم تليها نظرية Shumpeter التي تهتم بدور الابتكارات التكنولوجية، والنظرية الكينزية التي عبر عنها كل من Harrod-Domar في نموذجهما، غير أن الفكر الجديد أو الحالي لتفسير النمو الاقتصادي عادة ما يرتبط بنموذج Solow والنماذج التي أتت بعده والتي يمكن ربط أغلبها بهذا النموذج الأخير.

تشير نماذج النمو المستخدمة على نطاق واسع على أن نمو الناتج يمكن توزيعه على عدة مصادر أهمها النمو في رأس المال المادي، النمو في رأس المال البشري، التحسينات التقنية والتغير في كفاءة استخدام الموارد ومساهمة الإنفاق الرأسمالي الحكومي في رأس المال المادي للبلد إذا استخدم الرأسمال استخداماً إنتاجياً وكذا مساهمة النظام المالي في النمو الاقتصادي. وتؤكد الآراء عند استعراض تجارب البلدان النامية، أن درجة انفتاح هذه الاقتصاديات يجب أيضاً أن تؤخذ في الحسبان، نظراً لأن عوامل خارجية مثل النمو في الصادرات ومعدلات التبادل التجاري لها تأثيرها على النمو.

يقسم هذا المبحث إلى أربعة أجزاء: الأول يقدم لمحة موجزة عن مفهوم النمو الاقتصادي. و يعرض الجزء الثاني نظريات مختلفة للنمو الاقتصادي المتمثلة في النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي، ونظرية النمو الكلاسيكية الجديدة ونظرية النمو الداخلي. في الجزء الثالث، نحاول تقديم محددات النمو الاقتصادي، أما الجزء الأخير خصص لاستعراض إستراتيجيتي النمو المتوازن و نمو غير متوازن.

I-1 تعريف النمو الاقتصادي

يعرف النمو الاقتصادي بالزيادة المستمرة في كمية السلع و الخدمات المنتجة من طرف الفرد في محيط اقتصادي معين¹. يرى الاقتصادي S.Kuznet في كتابه "النمو والهيكلة الاقتصادية" أن النمو الاقتصادي هو أساساً ظاهرة كمية، وبالتالي يمكن تعريف النمو الاقتصادي في بلد ما بالزيادة المستمرة للسكان والنتائج الفردي².

ويعتبر François Perroux النمو الاقتصادي على أنه زيادة المستمرة خلال فترة أو عدة فترات طويلة لمؤشر الإنتاج بالكمية. على المدى القصير يستخدم الاقتصاديون مصطلح التوسع المناقض لمصطلح الركود أو الجمود أو الانخفاض الاقتصادي.

فالنمو يعبر عن حدوث الزيادة المستمرة في متوسط الدخل الحقيقي للفرد مع مرور الزمن ولما كان متوسط الدخل الفردي هو النسبة بين الدخل وعدد السكان، وهذا يعني أن تحسن مستوى معيشة الفرد متمثلاً في زيادة نصيبه من الدخل الحقيقي، لا يمكن أن يحدث إلا إذا كان معدل نمو الدخل الكلي أكبر من معدل النمو في السكان، وهذا هو الشرط الأول لحدوث النمو الاقتصادي، ومن جهة أخرى، فالنمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة في الدخل الفردي الحقيقي وليس النقدي، ولما كان الدخل الحقيقي هو النسبة بين الدخل النقدي والمستوى العام للأسعار فلن يكون هناك تحسناً في مستوى معيشة الفرد إلا إذا كان معدل الزيادة في متوسط الدخل النقدي للفرد أكبر من معدل الزيادة المستمرة في الأسعار (معدل التضخم)، وهذا هو الشرط الثاني لحدوث النمو الاقتصادي.

ويلاحظ مما سبق أن معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، يساوي معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي مطروحاً منه معدل التضخم.

وتجدر الإشارة إلى أن النمو الاقتصادي ظاهرة مستمرة وليست عارضة، فتقديم إعانة من دولة متقدمة إلى دولة فقيرة لمدة سنة أو سنتين قد تزيد الدخل الحقيقي في الدولة الفقيرة خلال هذه المدة، إلا أن ذلك لا يعد نمواً اقتصادياً، حيث أن الزيادة الحقيقية في الدخل يجب أن تكون محصلة لتفاعل قوى الإنتاج الداخلية مع القوى الخارجية بطريقة تضمن لها الاستمرار بفعل قوة دفع ذاتية لفترة طويلة نسبياً، ومن

¹ Jean Arrous, « Les théories de la croissance », Paris, éditions du seuil, 1999, p.09.

² Régis Bénichi, Marc Nouschi, « La croissance aux XIXème et XXème siècles », 2ème édition, édition Marketing, Paris, 1990, p.44.

المرغوب فيه أن يكون معدل النمو مستقرًا عبر الزمن. بمعنى عدم تقبله بين قيمة موجبة وأخرى سالبة عبر الزمن وإنما يكون موجباً باستمرار أو على الأقل ثابتاً.¹

يعتبر البحث عن النمو الاقتصادي هو الهدف الأكثر عمومية، حيث يتعلق بالارتفاع المستمر للإنتاج والمداخيل وثروة الأمة.

عادة يتم اعتماد زيادة الناتج المحلي الخام كأداة لقياس النمو إلا أن هذا القياس يطرح مشاكل تتعلق بمضمون الناتج المحلي الخام نتيجة اختلاف نظم المحاسبة في تحديد حقل الإنتاج.

كما أن المحاسبة الوطنية لا يمكنها حالياً إدراج التكاليف الفعلية للحصول على المنتجات مثل تكاليف التلوث، تدهور البيئة، كما تواجه المحاسبة الوطنية مشكلة الاقتصاد الموازي الذي يتكون من أنشطة غير مصرح بها.

إلا أنه بالرغم من هذه الصعوبات، يبقى الناتج المحلي الخام الأداة المستخدمة لقياس النمو الاقتصادي ذلك لأن النمو الاقتصادي هو فعل تراكمي لا يمكن رصده إلا بعد مرور فترة زمنية.

كما وسبق الإشارة إليه يتم التمييز في العادة بين الناتج المحلي الخام الاسمي والناتج المحلي الخام الحقيقي ذلك أن الأول يعبر عن قيمة الإنتاج بالأسعار الجارية، ومن هنا فإن بعض التغيرات التي يمكن أن تحدث فيه تكون نتيجة تغير الأسعار لا الكميات. ومن أجل إزالة أثر السعر يلجأ إلى حساب الناتج المحلي الخام الحقيقي الذي لا يأخذ بعين الاعتبار إلا التغيرات في الكميات، وهذا بقسمة الناتج المحلي الخام الاسمي على مؤشر الأسعار.

وبالتالي، فإن حساب معدل النمو يتم انطلاقاً من التغير الذي يحصل في الناتج المحلي الخام من سنة إلى أخرى.

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا كان معدل النمو يساوي معدل التغير في الناتج المحلي الخام الحقيقي فإنه من الضروري القيام بمقارنة الناتج المحلي الحقيقي بالناتج المحلي المحتمل (الكامن) الذي يعبر عن مستوى الإنتاج القابل للتحقيق باستخدام كامل الطاقة الإنتاجية لكل عوامل الإنتاج.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "اتجاهات حديثة في التنمية"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2000، ص.12.

وبالتالي عادة ما يقاس معدل النمو الاقتصادي البسيط في الفترة t بالعلاقة التالية:
 الدخل الحقيقي للفرد في الفترة (t) مطروحاً منه الدخل الحقيقي للفرد في الفترة $(t-1)$ مقسوماً على
 الدخل الحقيقي في الفترة $(t-1)$.

I-2 النظريات المفسرة للنمو الاقتصادي

حاولت النظريات الاقتصادية تفسير النمو الاقتصادي منذ الآراء الأولى المقدمة في هذا المجال من قبل الكلاسيك الذين واكبوا الثورات الفكرية والصناعية وحاولوا تقديم وتفسير للنمو الاقتصادي حسب اتجاهاتهم الفكرية، تم قدمت بعد ذلك المدرسة النيوكلاسيكية والحديثة الكثير من الأعمال والكتابات حول النمو الاقتصادي أهمها نموذج Harrod-Domar و النموذج المقدم من قبل Solow، ثم ظهور نظرية النمو الداخلي.

I-2-1 النظرية الكلاسيكية للنمو الاقتصادي

تعتبر النظرية الكلاسيكية بقيادة A. Smith أن هناك عوامل أساسية للنمو الاقتصادي وأهمها عامل تراكم رأس المال والذي مصدره ادخار الطبقة الرأسمالية مع توفير بيئة ملائمة تسمح لدفع عملية النمو والمتمثلة في حرية التجارة الداخلية والخارجية، واهتمام الدولة بالتعليم والأشغال العامة وتطبيق الضرائب من أجل تحقيق إيرادات الدولة، حيث تتوفر هذه البيئة تستمر عملية النمو الاقتصادي عن طريق تقسيم العمل وتكوين رأس المال الذي يأتي من أرباح الطبقة الرأسمالية.
 فقد ركزت المدرسة الكلاسيكية على القطاع الصناعي في عملية النمو وهذا نظراً لتزايد الغلة في القطاع الصناعي الناتجة عن تقسيم العمل، الذي يقود إلى زيادة إنتاجية العمال في هذا القطاع مقارنة بالقطاع الزراعي الذي لا يعتبر حسب Smith القطاع الوحيد المنتج كما كان يرى الفيزيوقراط، ويبقى القطاع الزراعي له دور أساسي في عملية النمو الاقتصادي.

ثم قدم D. Ricardo الأسباب التي تؤدي إلى حالة الركود أي النمو الصفري، استناداً إلى آراء Smith. هذه الحالة قد تنتج عن القطاع الزراعي الذي يشهد المردودية المتناقصة من جراء عدم تساوي نوعية الأراضي، ويعطي Ricardo كذلك أهمية للعوامل غير الاقتصادية في عملية النمو الاقتصادي، بما في ذلك كل من العوامل الفكرية والثقافية والأجهزة التنظيمية في المجتمع، والاستقرار السياسي؛ وكذلك

يركز على حرية التجارة كعامل ممول للنمو الاقتصادي، من حيث تصريف الفائض الصناعي و تخفيض أسعار المواد الغذائية، مما يسمح لها من المساعدة على نجاح التخصص وتقسيم العمل¹. من الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية، عدم قدرتها على توقع انتشار الثورة التكنولوجية، حيث رغم اعتراف الكلاسيك بالتقدم الفني وأثره على الإنتاجية، فإن هذا التقدم التقني حسب رأيهم لا يمكن أن يلغي أثر تناقص الغلة.

I-2-2 نظرية Schumpeter للنمو الاقتصادي

يلعب الابتكار دور أساسي في تحليل Schumpeter للنمو الاقتصادي، حيث تتمثل هذه الابتكارات في التقدم الفني أو اكتشاف موارد جديدة أو كليهما، مما يسمح لهذه الأخيرة بالتغيير في دالة الإنتاج والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الناتج الكلي.

لا يعتبر النمو ظاهرة خطية، ولكنه يتبع تطور الابتكارات التقنية، حيث أنه يتحقق عن طريق سلسلة من التغييرات، تتمثل في الكساد في فترة معينة ثم الازدهار، وذلك بصفة دورية.

أي أنه بفضل دفع نشاط المفاول، ينحرف الاقتصاد من وضعية التوازن ومنه يتحقق الازدهار، ورغم الانتقادات الموجهة إلى Shumpeter التي تتمثل في زوال النظام الرأسمالي، فإن التطورات التي قدمها هذا الأخير فيما يخص النمو تبقى صالحة إلى يومنا الحاضر، حيث حسب هذا الأخير فإن النمو يأتي عن طريق الدافع الذي يقدمه الابتكار، وليس عدد السكان و رأس المال، وهذا الدافع يأتي كذلك عن طريق التطورات دورية، وبفضل هذا التحليل فتح المجال لنظريات النمو في القرن العشرين².

I-2-3 نموذج Harrod-Domar

يعتبر نموذج Harrod-Domar كنموذج مرجعي بالنسبة للنظرية الحديثة للنمو ويسمى في بعض الأحيان بالنموذج الكييزي للنمو، يبين النموذج كيفية زيادة معدل النمو، حسب هذا الأخير فإن الحصول على هذه الزيادة يتم إما عن طريق تخفيض معامل (رأس المال / الدخل) وإما بزيادة الاستثمار (نسبة الادخار إلى الدخل) وبالتالي فإن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار كل من العرض والطلب.

حيث يتصور Harrod معدل النمو من خلال ثلاث نقاط:

الحبيب فايز إبراهيم، "نظريات التنمية والنمو الاقتصادي"، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية ، 1985، اص. 27.

² Jean Arrous, op-cit , p.30.

– **معدل النمو الفعلي:** يتمثل هذا الأخير في النمو الفعلي في كل من الناتج أو الدخل الوطني والذي يتحدد عن طريق كل من نسبة الادخار ومعدل متوسط رأس المال أي النسبة: (رأس المال/الناتج).

– **معدل النمو المضمون:** هو المعدل الذي يسمح للاقتصاد أن يتبع مسار نحو التوازن، وتقوم المؤسسات في هذا المسار بتخصيص مبلغ معين من الاستثمارات بصفة مستمرة والذي يتناسب مع نسبة الدخل التي ادخرته، ومن أجل تحديد هذا المعدل، نستعين بنظرية المضاعف ومبدأ المعجل، S نسبة الادخار في حالة التشغيل الكامل والتي تدخل في المضاعف و C المعامل الحدي لرأس المال اللازم والذي يدخل في المعجل.

– **معدل النمو الطبيعي:** يتمثل هذا المعدل في الجمع بين معدل نمو القوة العاملة ومعدل نمو الإنتاجية العاملة وهو عبارة عن معدل للنمو الذي تسمح به كل من التطورات الفنية، حجم السكان، التراكم الرأسمالي ودرجة التفضيل بين العمل ووقت الفراغ.

من الانتقادات الموجهة لنموذج Harrod-Domar الفرضيات التي بني عليها التحليل المتمثلة في افتراض ثبات ميل الادخار، نفس الشيء بالنسبة لافتراض ثبات العلاقة بين رأس المال والناتج، وقد يكون ذلك صحيح على المدى القصير ولكنه غير صحيح على المدى المتوسط والطويل¹.

أما افتراض ثبات أسعار الفائدة فهو افتراض غير واقعي، وهذا ما ينطبق كذلك على افتراض عدم تدخل الدولة و ثبات مستوى الأسعار.

I-2-4 نموذج Solow

Robert Solow كانت له الأسبقية في سنة 1956، في اقتراح نموذج مطلق للنمو مستوحى من النظرية النيوكلاسيكية. يركز هذا النموذج على دالة إنتاج مشكلة من عاملي العمل ورأس المال. يستدعي الإنتاج إذن توليفة مشكلة من كميات حقيقية من رأس المال والعمل.

تتمثل المتغيرات الداخلية في النموذج في كل من الإنتاج (Y)، رأس المال (K)، العمل (L) ومردودية العمل (A)، حيث مجوزة الاقتصاد في كل لحظة حجم معين من العوامل الثلاثة المذكورة، وتدخل هذه العوامل في دالة الإنتاج على الشكل التالي:

$$Y(t) = F(K(t) + A(t)L(t))$$

¹ Debraj Ray, « Development economics », New Jersey, Princeton University Press, 1998, p58.

حيث: t تمثل الزمن

يفترض النموذج أيضاً أن دالة الإنتاج هي من نوع "Cobb-Douglas حيث

$$Y = F (K L) = K^\alpha L^{(1-\alpha)}, \alpha \in [0,1]$$

ومن خصوصيات هذه الدالة، الزمن لا يدخل مباشرة في الدالة، وأن الإنتاج يتغير في الزمن بتغير عوامل الإنتاج المحصل عليها عن طريق كميات معطاة من رأس المال والعمل يزداد في الزمن عن طريق التقدم التقني والذي يزداد بزيادة حجم المعرفة، أما الجزء AL في النموذج يسمى بالعمل الفعلي¹.

فرضيات النموذج:

من فرضيات النموذج الأساسية هو أن كل من عوامل الإنتاج، رأس المال والعمل الفعلي لها وفورات حجم ثابتة، هذا يعني أنه إذا تم مضاعفة كميات رأس المال والعمل الفعلي يتم الحصول على إنتاج مضاعف بنفس الكمية، بالإضافة إلى ذلك فإنه يفترض أن يكون الاقتصاد متطور بالقدر الكافي، بحيث أن كل الأرباح الناتجة عن التخصيص تكون مستغلة بصفة كاملة، وهذا قد لا يحدث في حالة اقتصاد غير متطور بصفة معينة.

كذلك يبين نموذج Solow أن تراكم رأس المال وحده لا يكون هو المحرك للنمو، فقد أظهر التقدم التقني على أنه المحرك الحقيقي للنمو وأنه يحتل مكانة الريادة في عملية دفع النمو الاقتصادي².

I-2-5 النظريات الحديثة للنمو

تسمى النظرية الحديثة للنمو كذلك بنظرية النمو الداخلي وقد ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، وهي تبحث في تفسير النمو الاقتصادي عن طريق تراكم رأس المال، وهذا بدون المرور بالعوامل الخارجية ويعود سبب ظهور هذه النظرية إلى النمو المستمر الذي عرفته معظم الدول ذات عدد السكان الثابت تقريباً، بالإضافة إلى الاختلاف الكبير في معدلات النمو فيما بين البلدان.

نظرية النمو الاقتصادي كانت محل تجديد عميق مع ظهور النظريات الحديثة للنمو الداخلي، هذه الأخيرة انبثقت من إعادة فحص مصادر النمو وترتكز على رؤية جديدة للتقدم التقني ومحدداته. وبخلاف

¹ David Romer, « Macroéconomie approfondie », Traduit par Fabrice Mazerolle, Paris, Ediscience international, 1997, p 8.

² Murat Yildizoglu, « Note sur la croissance économique à partir de (Easterly 2002) », octobre 2003, p.03.

النماذج النيوكلاسيكية التقليدية من نوع Solow- Swan (1956)، التي كان فيها التقدم التقني متغير خارجي، النماذج الجديدة للنمو تبحث إلى جعل مصادر النمو داخلية.

– نموذج النمو الداخلي لقطاع واحد (نموذج AK):

يعطي النموذج العام للنمو AK كما يلي:

$$Y = AK$$

أين A: ثابت موجب الذي يعكس المستوى التكنولوجي.

K: في مفهومه الواسع يضم رأس المال البشري.

والإنتاج الفردي يمثل عن طريق رأس المال الفردي بـ $y=A k$ ، والإنتاجية المتوسطة والحدية لرأس المال ثابتة ومساوية لـ A.

يعتبر انعدام عدم تناقص مردودية رأس المال (K) من الخصائص الأساسية لنماذج النمو الداخلي، ويعود غياب تناقص هذه الأخيرة إلى الرأس المال البشري¹.

تبين مختلف النظريات الاقتصادية التي قامت بتفسير النمو الاقتصادي أن النمو مرتبط بعامل تراكم رأس المال من جهة وزيادة الإنتاجية من جهة أخرى، وهذا من خلال الابتكارات التي تسمح برفعها، بحيث أن كل ابتكار يسمح بإعطاء دفع جديد للنمو الاقتصادي، مع التنويع والتحسين في المنتجات التي تسمح بالرفع من النمو، بالإضافة إلى أن النشاطات الحكومية تعتبر مصدرا للنمو الداخلي من خلال النفقات الحكومية والتنظيم والتسيير.

على ضوء الأعمال المقدمة من قبل Romer (1986)، Lucas (1988)، Romer (1990)،

Rebello (1991)، Barro (1991) وغيرهم، حيث يشير هذا التيار الفكري الجديد إلى الدور القوي

الذي تلعبه المعرفة، رأس المال البشري، والسياسات العمومية في زيادة النمو الاقتصادي².

فحسب ما يوضحه Romer (1990)، بعض المؤسسات تستثمر في بحوث التطوير للوصول إلى أهدافها باستغلال الابتكارات المالية. في هذه النماذج يعتبر وقوع وإيقاع الابتكارات هو الذي يحدد النمو في الأجل الطويل.

¹ Rober J. Barro, Xavier Sala -I- Martin, « La croissance économique » Ediscience international, Paris, 1996, p.44.

² Barro. R.J, « Economic growth in cross-section of countries », Quarterly journal of Economics, 106,407-443, 1991, p.41.

ويأخذ إنتاج المعرفة في نماذج Arrow (1962) و Romer (1986)، على أنه إنتاج للنشاط الاقتصادي، من ناحية أخرى، هناك الأعمال المقدمة من قبل Helpman، Grossman (1991) و Aghion، Howitt (1992)، حاولت اعتبار متغيرة التقدم التقني كمتغيرة داخلية، مشيرين إلى مساهمة هذه المتغيرة في النمو الاقتصادي، انطلاقاً من سلوكيات الأعوان الاقتصاديين ذاتهم. تسلط هذه النماذج الضوء على دور الابتكارات التكنولوجية وعلى أهمية المصادر المخصصة لبحوث التطوير¹.

ونجد كذلك من بين فروع الأدب الحديث للنمو، تلك التي تركز على الأفكار التي مفادها أن تراكم رأس المال البشري يلعب دوراً هاماً في عملية النمو في البلد.

في نفس الاتجاه نجد أيضاً أعمال كل من Barro (1991) و Tanzi، Zee (1991)، التي توضح بأنه بإضافة إلى العوامل السابقة، فإن الإنفاق الحكومي قد يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قانتين، سواء مباشرة عن طريق زيادة مخزون رأس مال الاقتصاد من خلال الاستثمار العمومي في البني التحتية أو استثمارات المؤسسات العمومية. أو بطريقة غير مباشرة عن طريق زيادة الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج الممنوحة عن طريق القطاع الخاص من خلال نفقات التعليم، الصحة وخدمات أخرى التي تساهم في تراكم رأس المال البشري.

I-3 محددات النمو الاقتصادي

إن مسار التطور الاقتصادي للمجتمعات الحديثة، في ضوء الممارسات العملية، تكشف عن عدة عوامل أساسية التي تؤثر في عملية النمو أهمها ما يلي:

I-3-1 الادخار ورأس المال المادي والبشري

أغلب البحوث التطبيقية وبالأخص تلك المقدمة من قبل Levine و Renett (1992) و Eusterly و Loayza و Montiel (1997)، تشير إلى أن الادخار والاستثمار المادي يرتبطان إيجابياً ومعنوياً بمعدل النمو. في حين القليل من البحوث من حاولت الأخذ بعين الاعتبار نوعية الاستثمار في الدراسة. أظهرت الأزمة الآسيوية بوضوح أن معدل الاستثمار المرتفع لا يقود بالضرورة إلى نمو مستمر.

¹ Aghion. P, Howth. P, « A model of growth through creative destruction », Econometrica, 1992, p.23.

فيما يخص دور رأس المال البشري، يوضح Barro (1991)، أن معدل النمو يتوقف إيجابياً على المستوى المبدئي لرأس المال البشري الذي يقاس بمعدلات التمدرس، قام Barro و Le (1993)، بدراسة معدلات النجاح الدراسي بالنسبة لفئة البالغين عند المستويات المختلفة (الفئة غير المتعلمة، الفئة التي تلقت التعليم الابتدائي، التعليم الثانوي والفئة التعليم العالي) على عينة تضم 129 بلداً على الفترة بين 1960-1985، توصل الباحثان إلى التأثير القوي والمعتبر لمستويات التعليم، التعليم ينتج عنه آثار إيجابية ومباشرة على معدلات نمو الناتج الداخلي الخام¹.

في دراسة أخرى، Spiegel و Benhabib، أشارا إلى أن معدل نمو رأس المال البشري الذي يقاس بالعدد المتوسط لسنوات دراسة المجتمع النشط، لا يفسر معنوياً معدل نمو الدخل الفردي، في حين أن مستويات رأس المال البشري تلعب دوراً هاماً كمحدد للنمو الداخلي الفردي².

فلم يعد بالإمكان اعتبار أن رأس المال البشري كمحدد للنمو، لأن هذا المقترح ينطوي على أن معدل نمو رأس المال البشري وليس مستواه الذي يفسر معدل النمو الفردي، هذه الخلاصة تقود إلى إعادة النظر في نظريات النمو الداخلي، حسب Lee و Lee (1995)، فإن معدلات نجاح الطلاب وليس معدلات التمدرس أو سنوات التكوين التي تمثل العامل الجوهري للنمو الاقتصادي.

في دراسة أخرى حديثة، Barro (2000)، استنتج أن معدل النمو يتم تنشيطه وتحريكه عن طريق التعليم الثانوي والتعليم العالي للرجال، وقد لاحظ أن مستوى التعليم عند النساء لا يظهر أنه يساهم في النمو بطريقة معنوية ولكن يمارس تأثير غير مباشر، لأن انخفاض الخصوبة قد يسمح بالوصول إلى معدل ادخار أكثر ارتفاعاً³.

I-3-2 الإنفاق العمومي

الأدب التجريبي الحديث حول النمو قد فحص بشكل واسع انعكاس مستويات الإنفاق العمومي الجاري والاستثمار وتركيبية هذه النفقات على النمو.

¹ Barro R, Lee J. W, « International comparisons of educational attainment », journal of Monetary Economics, 32, p.36.

² Benhabib J, Spiegel M, « The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data », journal of Monetary Economics, vol.34, 1994, p.14.

³ Barro R, « Les facteurs de la croissance économique, une analyse transversale par pays », Economica, 2000, p.44.

Devarajan، Swaroop و Zou (1996)، على سبيل المثال لم يجدوا أي علاقة معنوية بين النمو ومستويات الإنفاق (التي تقاس عن طريق نسبة من الناتج الداخلي الخام)، في حين وجد Barro (1997)، أن الإنفاق العمومي للاستهلاك كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام (بعد طرح نفقات الدفاع والتعليم من نفقات الاستهلاك العام) كانت مرتبطة سلبياً بالنمو.

بخلاف ذلك، توصل Devarajan، Swaroop و Zou (1996)، إلى علاقة ايجابية بين نفقات الاستهلاك العمومي (التي تحسب بالإنفاق الجاري كنسبة مئوية من النفقات العامة) والنمو الاقتصادي¹. أكدت الدراسات التجريبية الحديثة على الدور المختلف للاستثمار العمومي والخاص على النمو، في هذا الشأن يشير Khan و Kumar (1997)، إلى أن آثار الاستثمار الخاص والعمومي على النمو كانت مختلفة، الاستثمار الخاص كان أكثر إنتاجية بطريقة قوية ومتينة من الاستثمار العمومي.

توصل كذلك كل من Kright، Loayza و Villanueva (1993) و Nelson و Singh (1994) أن مستوى الاستثمار العمومي في البني التحتية كان له أثر معنوي على النمو خاصة خلال سنوات الثمانينيات من القرن الماضي. باستخدام دراسة على بيانات مقطعية على عينة 119 بلداً، قام Easterly و Rebello (1993) بتوضيح أن الاستثمار العمومي في النقل والاتصالات كان مرتبطاً إيجابياً بالنمو.

I-3-3 التضخم وعدم الاستقرار الاقتصادي الكلي

الدراسات التجريبية التي تناولت أثر التضخم واستقرار الاقتصاد الكلي على النمو في الأجل الطويل كانت متعددة، يوضح Fisher (1993)، أن التضخم يعكس فقدان الحكومة متابعة ومراقبة وضعية الاقتصاد الكلي، الأمر الذي يجد من الاستثمار ويخفض النمو الاقتصادي².

وبالمثل توصل De Gregorio (1993)، إلى إيجاد علاقة سلبية بين مستوى التضخم، تغير التضخم والنمو في أمريكا اللاتينية، كما وجد Sarel (1996)، أن هناك علاقة غير خطية بين التضخم والنمو. في الحالة التي يكون فيها التضخم ضعيفاً، لا يكون له أثر معنوي على النمو، في حين عندما يكون التضخم مرتفعاً (أكثر من 8 % سنوياً) يكون له أثر سلبي ومعنوي على النمو³، كما سبق التطرق إليه.

¹ Devarajan S، Swaroop V، Zou H، « The composition of public expenditure and economic growth », journal of Monetary Economics, 37, 1996, p.33.

² Fisher S، « The role of macroeconomic factors in growth », journal of Monetary Economics, 32, 1993, p.48.

³ Sarel M، « Nonlinear effects of inflation on economic growth », IMF Staff Paper, 43, 1996, p.19.

أيضاً، في دراسة أخرى، يشير Barro (1997)، أن التضخم الضعيف يرتبط بأفضل مردودية فيما يتعلق بالنمو على المدى الطويل.

بعض التحليلات استخدمت عدد من المؤشرات، بالإضافة إلى معدل التضخم، لتقييم درجة عدم التأكد والتغير المتعلق بالسياسات الاقتصادية الكلية، Aizenman و Mario (1993)، مثلاً استخدموا الانحراف المعياري لسعر الصرف وانحراف التضخم ونمو القرض الداخلي وكذا المؤشرات المركبة التي تضم كل المتغيرات السابقة. هذه الدراسات التطبيقية تؤكد على العلاقة السلبية بين تغيرات السياسة الاقتصادية والنمو. بالنسبة إلى Beaney (1996)، وجد أن عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي المقاس برصيد الميزانية ودرجة تطاير سعر الصرف الحقيقي كان له أثر سلبي ومعنوي على معدل النمو الاقتصادي ويمكن أن يكون له أثر سلبي أيضاً على الاستثمار¹.

I-3-4 الانفتاح والتبادل الخارجي

تشدد العديد من الدراسات التجريبية على أهمية الانفتاح. في هذا الجانب يوضح Dollar (1992)، أن الانفتاح على التجارة، الذي يتم قياسه بمؤشر مستوى الأسعار المصحح، يكون له انعكاس موجب على النمو الاقتصادي. في نهاية سنوات التسعينيات وعلى عينة مكونة من 117 بلداً، استخلص كل من Sachs و Warner (1997)، أن الاقتصاديات الأكثر انفتاحاً تنمو في المتوسط بمعدل 2 إلى 2,5% أكثر من الاقتصاديات الأخرى، في هذه الدراسة، الانفتاح التجاري تم قياسه بواسطة مؤشر يرتكز على خمس معايير: الحواجز غير جمركية، المستوى المتوسط للتعريفات الجمركية، سعر صرف السوق الموازي وجود الاحتكار الحكومي من عدمه على أهم المنتجات المصدرة، وإذا كان الاقتصاد اشتراكي أم لا². وجد Greenaway، Morgan و Wright (1998)، باستخدام عينة مكونة من 73 بلداً، أيضاً ارتباط موجب بين الانفتاح والنمو. وضح Frankel و Romer (1999)، كذلك على وجود أثر موجب عالي المعنوية للانفتاح في التجارة الدولية على الدخل الفردي، بالأخذ في هذه الدراسة كمؤشر للانفتاح حصة الصادرات والواردات بالنسبة للإنتاج الداخلي الخام³.

¹ Beaney M, « Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries », journal of Development Economics, 48, 1996, p.31.

² Sachs J, Warner A, « Fundamental sources of long-run growth », American Economic Review, n° 87, 1997, p.08.

³ Frankel J, Romer D, « Does trade cause growth », American Economic Review, 89, 1999, p.98.

في مقارنة أخرى، بعض الدراسات التجريبية تشير إلى وجود علاقة بين واردات السلع الرأسمالية والنمو. من ضمن هذه البحوث، نجد تلك المقدمة من قبل Roldos (1997)، الذي وجد في حالة الشيلي على الفترة 1971-1995 أن نمو الإنتاجية الكلية للعوامل كان مرتبطاً إيجابياً بالنسبة المتمثلة في رأس المال المستورد على رأس المال المادي الكلي وهذا بفضل عملية انتشار تبني التكنولوجيا¹.

I-3-5 العوامل المالية

البحوث التجريبية الأكثر تميزاً التي تطرقت للعلاقة بين التطور المالي والنمو والتي كانت أكثر انتشاراً في سنوات التسعينيات أهمها أعمال Levine و King (1993)، حيث توصلت هذه الدراسات القياسية إلى توضيح وتأكيد على العلاقة الموجبة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

في دراسة أخرى قام Beck، Levine و Loayza (1999)، باستخدام بيانات مقطعية وسلاسل زمنية على 63 بلداً على الفترة 1960-1995، أثبتت الدراسة وجود على المدى الطويل علاقة وقوية جداً بين التطور المالي و نمو الإنتاج الكلي للعوامل، ولكن أيضاً مع معدل الادخار ومعدل تراكم رأس المال².

غير أنه، ووجهت بعض الانتقادات بشكل أساسي على اتجاه السببية بين العلاقة بين التطور المالي والنمو. يشير Demetriades و Hussein (1996)، باستخدام عينة مشكلة من 16 بلداً، إلى أن السببية بين العمق المالي المقاس بواسطة نسب الودائع البنكية إلى الإنتاج الداخلي الخام، الديون البنكية المترتبة على القطاع الخاص إلى الإنتاج الداخلي الخام والنمو تتغير من بلد إلى آخر، فقد تم التوصل في بلدين فقط إلى أن التطور المالي كان سبباً في النمو الاقتصادي. في سبعة دول من العينة تم اكتشاف أثر ارتجاعي بين المالية والنمو، وفي أربعة دول أخرى علاقة سببية تتجه من النمو نحو القطاع المالي³.

كما تكشف أعمال أخرى عن وجود علاقة سلبية بين الكبح المالي والمردودية الاقتصادية (الكبح المالي يمثل الوضعية التي يكون فيها النظام المالي يتعامل بمعدلات الفائدة ذات أسقف مرتفعة، المراقبة الكمية على تخصيص القروض، ارتفاع الاحتياطات الإلزامية على الودائع البنكية، المراقبة المباشرة من الحكومة على النظام البنكي والتخصيص الإلزامي للأصول وقروض القطاع العام على كاهل البنوك التجارية)

¹ Roldos J, « Potential output growth in emerging market countries: the case of Chile », IMF Working paper, N°97/194, 1997, p.11.

² Beck T, Levine R and Loayza N, « Finance and the sources of growth », World Bank, memo, 1999, p.09.

³ Demetriades P, Hussein K, « Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries », Journal of Development Economics, 51, 387, 1996, p.32.

في نفس الاتجاه يكشف Roubini و Salai- Martin (1995)، عن الأثر السلبي بين نسبة الاحتياطات البنكية والنمو.

I-3-6 مفهوم التقارب Convergence

نموذج Solow-Swan المشار إليه سابقاً، ينطوي على تقارب بين الدول بالتزامن مع معدلات النمو ومستويات الدخل إذا كانت كل العوامل الهيكلية (خاصة تكنولوجيا الإنتاج ومعدل الادخار) ومعدل التقدم التقني مماثلة. تعرف البلدان الفقيرة في بداية الفترة نسبة رأس المال/ العمل أكثر ضعفاً مقارنة بالبلدان الغنية، حيث ينطوي ذلك على نتيجة حدية في رأس المال أكثر ارتفاعاً. بفعل تعادل معدلات التقدم التقني، نمو اليد العاملة ومعدلات الادخار الداخلية، فإن نمو مخزون رأس المال يتجاوز المعدلات المسجلة في الدول الغنية خلال الفترة الانتقالية ولكن يجب في النهاية أن يتقارب نحو نسبة رأس المال/ العمل و رأس المال/ الإنتاج (ومستويات الدخل) في الدول الغنية. بدون شك هذا التقارب لا يحدث إذا كانت تكنولوجيا الإنتاج، معدل الادخار ومعدل التقدم التكنولوجي للدول مختلفة. على سبيل المثال إذا كانت الحواجز على المبادلات مثل تلك التي تعرفها الدول الفقيرة مقارنة بالدول الغنية والإمكانية المحدودة في الوصول إلى تكنولوجيا المتاحة الأكثر تقدماً، فإن معدل النمو الفردي في البلدان الفقيرة ستبقى باستمرار أكثر ضعفاً من المعدلات المسجلة في الدول الغنية والذي ينطوي على الاختلاف والتباين المستمر والمتنامي في مستويات المعيشة.

العديد من نماذج النمو الداخلي (نموذج AK) تتضمن إمكانية الاختلاف المستمر بين المستويات ومعدلات نمو الدخل بالمرّة. بالاستناد على المعطيات المتعلقة بنمو المنتج الفردي تغطي الفترة 1820 - 1992، وضح Maddison (1995)، أن البلدان الفقيرة لا تنمو بشكل أسرع من الدول الغنية¹. من ناحية أخرى، حسب الحسابات المقدمة من قبل Pritchett (1997)، والتي تستند في جزء منها على معطيات Maddison من سنة 1870 إلى 1992، فإن نسبة الدخل بين الدول الأكثر غناً والدول الأكثر فقراً قد زادت بمعامل قدره 5. وجد المؤلف أيضاً أن الانحراف المعياري للدخل الفردي في الدول

¹ Maddison A, « Monitoring the world economy, 1820-1992 », Development Centre Studies, Organization for Economic co-operation and development, Paris, 1995, p.17.

الغنية والفقيرة قد تنامي من 0,51 في سنة 1870 إلى 0,88 في سنة 1960 ثم إلى 1,06 في سنة 1990¹.

I-4 إستراتيجية التنمية

تعرف التنمية الاقتصادية على أنها تحسناً على المستوى الفردي في مستويات المهارة والكفاءة الإنتاجية وحرية الإبداع والاعتماد على الذات وتحديد المسؤولية، وتعرف كذلك على أنها العملية التي تسمح بمرور البلد من وضعية معينة من تخلف إلى وضعية التقدم.

إن مفهوم التنمية الاقتصادية أكثر اتساعاً من مفهوم النمو الاقتصادي، فمفهوم التنمية الاقتصادية لا يقصد به فقط مجرد حدوث زيادة في الناتج أو الدخل القومي الحقيقي، وفي متوسط نصيب الفرد منه في المجتمع، بل يتضمن إلى جانب ذلك حدوث تغير جذري في هيكل النشاط الاقتصادي والاجتماعي في المجتمع، أي حدوث تغيير في الأهمية النسبية لكل قطاع من قطاعات الاقتصاد القومي، وتطوير وسائل الإنتاج المستخدمة وحدث تغيير في أنواع السلع المنتجة، وحدث تغيير في هيكل الصادرات وفي هيكل العمالة وتغير الهيكل الاجتماعي والثقافي للأفراد وتغير السلوك الاقتصادي للمؤسسات المالية والإنتاجية في المجتمع.²

يتضح أن مفهوم التنمية الاقتصادية أوسع وأشمل من مفهوم النمو الاقتصادي وأن عملية التنمية الاقتصادية تنطوي على حدوث نمو اقتصادي ولا يحدث في بعض الأحيان تحقق التنمية الاقتصادية بالرغم من حدوث نمو اقتصادي خلال فترات زمنية معينة.³

I-4-1 إستراتيجية النمو المتوازن

تستند إستراتيجية النمو المتوازن على إعطاء لكل القطاعات الاقتصادية دفعة واحدة بصفة متوازنة، بحيث تدعو إلى ضرورة قيام عدد كبير من الصناعات الاستهلاكية في آن واحد والتي تتكامل مع بعضها البعض بما يكسبها الجدوى الاقتصادية في إقامتها وتساعد على الانتقال بالمجتمع المتخلف إلى مرحلة النمو الاقتصادي⁴. ويركز رواد هذه النظرية على الحلقة المفرغة التي يخلقها ضيق حجم السوق أمام الاستثمار

¹ Pritchett T, « Divergence, big time », Journal of economy perspective, 11, 1997, p.03.

² عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سبق ذكره، ص12.

³ Bernard Bret , « Le tiers monde, croissance, développement, inégalité », Paris, Collection Histege , 2002, p.07.

⁴ Jacque Brasseur, « Introduction à l'économie du développement », Armond colin édition, Paris, 1993, p.13.

الصناعي، مؤكداً على أن كسر هذه الحلقة لا يتحقق إلا بتوسيع حجم السوق، والذي لا يتحقق إلا بإنشاء جبهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية يتحقق بينها التوازن، مع التأكيد على ضرورة تحقيق قدر من التوازن بين قطاعي الزراعة والصناعة بحيث لا يحول تخلف القطاع الزراعي من نمو القطاع الصناعي.¹

ولا يقصد بالنمو المتوازن أن تنمو الصناعات بمعدل واحد بل من المؤكد أن تنمو بمعدلات مختلفة تتحدد بمرونة الطلب الدخلية للمستهلكين على السلع المختلفة التي تنتجها الصناعات الاستهلاكية. والصناعات التي يشملها البرنامج الاستثماري للتنمية يجب أن تنصب على الصناعات الاستهلاكية الخفيفة، أما الصناعات الثقيلة يجب تأجيلها في المرحلة الأولى للتنمية، ويتم استيرادها من البلدان المتقدمة لأن ظروف البلدان النامية لا تسمح بإقامة مثل هذه الصناعات.

وتدعو هذه الإستراتيجية إلى ضرورة الاعتماد على الموارد المحلية في المقام الأول لتوفير الموارد المالية اللازمة لتنفيذ البرنامج الاستثماري الضخم في إستراتيجية النمو المتوازن، وعدم الثقة في جدوى الاعتماد فقط على الاستثمارات الأجنبية والتجارة الخارجية للدول النامية التي ما زالت شروط التبادل الدولي في غير صالحها.

غير أنه قد وجهت عدة انتقادات إلى إستراتيجية النمو المتوازن وأهمها أنها لا تشجع على تحقيق معدل سريع للتراكم الرأسمالي، مما يسبب تعثر وإبطاء عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية، بالإضافة إلى عدم واقعية هذه الإستراتيجية لأنها تتطلب ضرورة توفير موارد مالية ضخمة، وهو الأمر الذي تعجز عن توفيره العديد من الدول النامية.

I-4-2 إستراتيجية النمو غير المتوازن

تتمثل هذه الإستراتيجية في التركيز على نمو بعض القطاعات القيادية، وبالتالي عن طريق هذه القطاعات ينتقل النمو إلى القطاعات الأخرى، حيث تنتقل هذه الإستراتيجية من عدم واقعية إستراتيجية النمو المتوازن، وذلك لكون أن عدم التوازن هو الذي يحرك قوى التغيير، وبالتالي الدفعة القوية مرتكزة في القطاعات أو الصناعات الإستراتيجية، ذات أثر حاسم في تحفيز استثمارات أخرى مكتملة، وهذا لكون

¹ محمد يونس وآخرون، "مبادئ الاقتصاد الكلي"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص.306.

التنمية عملية تسمح من انتقال وتطوير الاقتصاد من حالة عدم توازن إلى حالة عدم توازن أخرى ولكن على مستوى أعلى من الإنتاج والدخل.

حيث يؤدي نمو القطاعات الرائدة إلى دفع نمو قطاعات الاقتصاد القومي الأخرى سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة. أما الطريقة المباشرة فتكون عن طريق زيادة طلب القطاعات الرائدة على المواد الأولية والسلع الوسيطة والخدمات التي تنتجها القطاعات السابقة في مراحل الإنتاج، أي خلق فائض طلب على تلك المنتجات يحفز على الاستثمارات في إنشاء المشروعات التي تنتج المواد الأولية والسلع الوسيطة والخدمات التي يحتاجها إنتاج القطاعات الرائدة. أما الطريقة غير مباشرة فتتمثل في زيادة دخول الأفراد نتيجة الاستثمار وزيادة إنتاج القطاعات الرائدة سواء للمستهلك النهائي أو للمشروعات اللاحقة لها في مراحل الإنتاج، وبالتالي خلق فائض عرض بالنسبة للمشروعات التي تقوم بإنتاج السلع النهائية الأمر الذي يساعد على إقامة العديد من المشروعات التي يعتمد إنتاجها على فائض العرض الناتج في القطاعات الرائدة نتيجة علاقات التكامل بين العمليات الإنتاجية التي تقوم بها المشروعات الصناعية.

رغم الانتقادات الموجهة لإستراتيجية النمو المتوازن المذكورة أعلاه و النمو غير المتوازن المتمثلة في كيفية اختيار القطاع الإستراتيجي، وكون عدم توازن موجود لا مفر منه، فإن كل إستراتيجية تكون ملائمة حسب كل بلد إذا كان منفتحا على الخارج أم لا، وإمكانية تلاؤم كل إستراتيجية حسب مرحلة تطور البلد¹.

¹ Jacque Brasseul, op-cit, p.52.

II- أنظمة أسعار الصراف والنمو الاقتصادي

منذ اختتام اتفاقية Maastrich سنة 1992، التي فتحت المجال أمام إنشاء الاتحاد النقدي الأوروبي وأزمات الصرف التي عصفت بالدول الناشئة خلال العشرية الأخيرة المنصرمة من القرن الماضي، تزايد عدد الدراسات التي بحثت موضوع أنظمة أسعار الصرف على نحو متعاضد، البعض منها تعرض لمسألة أثر اختيار نظام سعر الصرف على سلوك المتغيرات الاقتصادية الأساسية، وقد تمكنت هذه الدراسات من إظهار تأثير نظام سعر الصرف على البعض من هذه المتغيرات. الكثير من الأعمال قد سلطت الضوء على علاقة أنظمة الصرف بالتضخم وتغير الإنتاج، بيد أن، القلة منها اهتمت بتحليل علاقة أنظمة الصرف بالنمو الاقتصادي.

من الجانب النظري، توضح نظرية النمو والأدب المقدم على أنظمة أسعار الصرف أن طبيعة نظام سعر الصرف المتبني في بلد معين يكون لها نتائج على النمو في المدى المتوسط ويكون ذلك بطريقتين، إما مباشرة من خلال أثارها على تصحيح والتعديل من الصدمات وإما بطريقة غير مباشرة من خلال تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على محددات أخرى هامة وجوهرية للنمو الاقتصادي، مثل الاستثمار، التجارة الخارجية، القطاع المالي وغيرها.

خصص الجزء الأول من هذا المبحث لتحليل العلاقة بين سعر الصرف والنمو، ليتم الانتقال في الجزء الثاني إلى عرض الدراسات النظرية والتجريبية حول تأثير اختيار نظام سعر الصرف على النمو في ظل الصدمات، ثم يتم في الجزء الثالث تحليل تأثير أنظمة أسعار الصرف على محددات الهامة يوقف عليها النمو الاقتصادي مثل الاستثمار، التجارة الخارجية، تدفق رؤوس الأموال ومستويات التطور المالي.

II-1 سعر الصرف والنمو الاقتصادي

القليل من الأعمال التي تخصصت في دراسة النمو الاقتصادي قد خصت سياسة سعر الصرف بدور واضح كأحد محددات النمو، ويرجع السبب الأساسي في ذلك إلى استخدام التقديرات المقطعية في الغالب بالنسبة للدول التي تعرف نفس نظام سعر الصرف. عند الأخذ بالاعتبار مجموعة من الدول أو منطقة نامية أو مجموعات من الدول بمستويات تطور مختلفة، المرجح الأكثر أهمية واستخداماً يتمثل في نموذج Balassa، فالنتائج لم تكن بالترتيب المقارن والذي لا يقود إلى إظهار تأثير تغيرات سعر الصرف أو تغير أنظمة أسعار الصرف على مستوى كل بلد ولكن بالنسبة لمجموعة من الدول.

هذا الموضوع لم يكن مقدماً إلا حديثاً في دراسات المردودية الاقتصادية نتيجة الاهتمام المتزايد بالمسائل المتعلقة بسعر الصرف والتطور المالي وليس بسبب تفسير المردودية بحد ذاتها. سنحاول دراسة علاقة سعر الصرف بالنمو الاقتصادي والتعرف على الكيفية التي أخذت بها في النماذج المختلفة وكيف أن المتغيرات المختلفة المرتبطة بسعر الصرف: التقلب، الاختلال ونظام سعر الصرف يمكن أن تؤثر بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر من خلال متغيرات أخرى على النمو.

II-1-1 سعر الصرف في نماذج النمو الاقتصادي

في هذا الإطار، تقترح Lahreche-Revil (1999)، الاستعانة بنماذج التنمية، أين تظهر العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والنمو ومسار التنمية بواسطة آليتين: الآلية الأولى، تعكس التأثير الذي يمارسه سعر الصرف الحقيقي على حركات رأس المال التي بالإمكان تحت شكل الاستثمار الأجنبي المباشر مثلاً أن تضاف إلى الاستثمار المحلي، على اعتبار أن انخفاض سعر الصرف الحقيقي يخفض تكلفة الثابتة دولياً ويرفع من التنافسية ويزيد من قيمة رؤوس الأموال المستثمرة بالعملة الأجنبية.

الآلية الثانية تعكس التأثير الذي يمارسه سعر الصرف الحقيقي على تراكم رأس المال البشري من خلال امتداد أثره إلى الصادرات التي تسمح بزيادة عملية التدريب واكتساب المهارات والتي يتولد عنها مخرجات مناسبة لتراكم المعارف، سعر الصرف الحقيقي يحدد إذن بالمرّة تراكم رأس المال البشري من خلال الأثر على الصادرات ورأس المال المادي من خلال الأثر على الاستثمارات المباشرة.

كل اختلال مؤقت وعدم تصحيح في سعر الصرف الحقيقي قد يؤثر إذن على النمو أو مستوى التنمية في الأجل الطويل، فسعر الصرف الحقيقي لا يعد محددًا نظامياً للنمو الاقتصادي ولكن عاملاً محفزاً، إذا تحققت باقي الشروط فإن انخفاض سعر الصرف الحقيقي قد يكون له انعكاس إيجابي في الأجل الطويل على النمو¹.

لا يكون من الصعوبة الربط في نموذج بين النمو وسعر الصرف الحقيقي، حيث عند الأخذ بنموذج النمو النيوكلاسيكي البسيط، أين الإنتاج (Y) يتوقف على رأس المال (K) والعمل (L) ثم التقدم التقني (A) على شكل دالة Cobb- Douglas:

$$Y = AK^{\alpha}L^{(1-\alpha)}, \quad \alpha \in [0,1]$$

¹ Lahreche-Revil, « Taux de change réel et croissance: perspectives pour une zone euro en Méditerranée », Revue d'Economie financière, n°52, 1999, Mars, p.32.

في حالة الدول النامية يتوقف الإنتاج أساساً على عنصر رأس المال لأن عنصر العمل يكون غزيراً. يكون بالإمكان في البداية تغيير دالة الإنتاج السابقة بإدماج المدخلات المستوردة (M) والذي يعطي

$$Y = AL^\alpha K^B M^{1-\alpha-B} \quad \text{المعادلة التالية:}$$

من خلال تجزئة مخزون رأس المال إلى محلي (Kd) و أجنبي (Ke) على النحو التالي:

$$K = K_d^z + K_e^{1-z}$$

بعد هذه المرحلة يتم بإدراج صيغة إضافية في النموذج التي تعكس أن المدخلات ورؤوس الأموال الأجنبية تتوقف على سعر الصرف الحقيقي، حيث مستوى منخفض لهذا الأخير يزيد من أثمان المدخلات ويؤدي إلى تباطؤ الإنتاج ويشكل في نفس الوقت عامل تنافسية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية الباحثة عن الاستثمار و التصدير انطلاقاً من البلد المستضيف.

على سبيل المثال، في حالة الاقتصاد الذي يهدف إلى استقرار الميزان التجاري، نمذجة مختصرة توضح لنا هذه الرابطة بين النمو وسعر الصرف. تتوقف الصادرات (X) على الإنتاج الأجنبي وسعر الصرف الحقيقي (R)، ومع مستوى إنتاج محلي، يحددان الواردات (M):

$$M = Y^{\alpha_m} R^{-B_m} \quad \text{و} \quad X = Y^{\alpha_x} R^{B_x}$$

يُعرف سعر الصرف الحقيقي بالعلاقة: $R = \frac{P^* E}{P}$ ، أين P ، P* و E، تمثل مؤشر الأسعار المحلية والأجنبية وسعر الصرف الاسمي على الترتيب.

إذا كان الهدف يتمثل في الوصول إلى استقرار الميزان التجاري من خلال استقرار النسبة بين الصادرات إلى الواردات: $T = \frac{P_x X}{P_m M}$ ، أين P_x و P_m يمثلان سعر التصدير وسعر الاستيراد على الترتيب

وتبعاً لذلك فإن:

$$\frac{\dot{P}_x}{P_x} + \frac{\dot{X}}{X} - \frac{\dot{P}_m}{P_m} - \frac{\dot{M}}{M} = 0$$

إذا كانت $P = P_x$ و $P_m = P^* E$ ، إذن:

$$\frac{\dot{P}_x}{P_x} - \frac{\dot{P}_m}{P_m} = -\frac{\dot{R}}{R} = -\hat{r}$$

أين يعبر الرمز $\hat{\cdot}$ عن مستوي التغير ونستنتج أن:

$$-\hat{r} + \alpha_x \hat{y}^* + B_x \hat{r} + \alpha_m \hat{y} + B_m \hat{r} = 0$$

هو موافق ومنسجم مع التوازن المستقر في الميزان التجاري يترجم إذن من خلال المعادلة:

$$\hat{y} = \left(\frac{B_x + B_m - 1}{\alpha_m} \right) \hat{r} + \left(\frac{\alpha_x}{\alpha_m} \right) \hat{y}^* \dots \dots \dots (1)$$

كما يمكن توسيع التحليل ليأخذ بعين الاعتبار التوازن الخارجي الذي يبحث إلى جعل الحاجة لتمويل الاقتصاد تقابل التدفقات الهيكلية أين تتمثل العوامل الجاذبة في سعر الصرف الحقيقي و فروق الإنتاجية الكلية $(\pi - \pi^*)$ وأسعار الفائدة الحقيقية بالنسبة للخارج $(q - q^*)$ ، يكون لدينا:

$$f = f_0 + f_1 r + f_2 (\pi - \pi^*) + f_3 (q - q^*) \dots \dots \dots (2)$$

بإدماج المعادلة (2) في المعادلة (1) وبتقريب $(f - f_0)$ باستخدام (ide) نحصل على المعادلة التالية:

$$\hat{y} = \left(\frac{B_x + B_m}{\alpha_m} \right) \hat{r} + \left(\frac{\alpha_x}{\alpha_m} \right) \hat{y}^* - \left(\frac{1}{\alpha_m f_1} \right) \hat{ide} + \left(\frac{f_2}{\alpha_m f_1} \right) (\hat{\pi} - \hat{\pi}^*) + \left(\frac{f_3}{\alpha_m f_1} \right) (\hat{q} - \hat{q}^*)$$

وهي الصيغة الأوسع لمعدل النمو الذي يتوقف على التغير في أسعار الصرف الحقيقية، الإنتاج الأجنبي، الاستثمارات المباشرة وفروق الإنتاجية الكلية وأسعار الفائدة الحقيقية مقارنة مع الخارج.

II-1-2 تحليل العلاقة

نقوم بالتطرق إلى مسألة النمو بالنسبة إلى مستوى و تغير سعر الصرف في المقام الأول وبالنسبة إلى نظام سعر الصرف في المقام الثاني، من خلال هذين العنصرين تتحدد العلاقة التي تنم عن أهمية دور سعر الصرف في النمو الاقتصادي وبشكل خاص في الاقتصاديات النامية، على غرار ما تشير إليه الكثير من الدراسات في السنوات السابقة مثل تلك المقدمة من قبل Atlan و Al (1998).

النتائج المتعلقة بدول أمريكا اللاتينية والإفريقية تدعم وتعزز فكرة أهمية الصلة بين سلوك سعر الصرف الحقيقي والمردودية الاقتصادية، فقد أحدث التقلب وعدم استقرار سعر الصرف الحقيقي الكثير من

الأضرار على نمو الصادرات في بلدان أمريكا اللاتينية بينما كان استقراره ركنا أساسيا في تعزيز التوسع في دول شرق آسيا¹.

أكدت مساهمة الأدب التجريبي في هذا السياق على العلاقة القوية والسالبة بين تغيرات سعر الصرف والنمو الاقتصادي Bosworth، Collins و Chen، (1995).

من ناحية أخرى، عانت الكثير من الدول الإفريقية من الاختلال المضطرب والمستمر في أسعار الصرف الحقيقية والذي بدوره ساهم في إعاقة التنمية الزراعية وخفض من الإمدادات الغذائية المحلية².

هذا الاختلال كان في الغالب العامل المسبب، لأنه يؤدي إلى انخفاض في الكفاءة الاقتصادية، سوء توزيع وتخصيص الموارد وهروب رؤوس الأموال، ويمكن أن يكون له عواقب بعيدة المدى التي قد تتجاوز التأثير الذي يمارسه عادة في المدى القصير على تنافسية المؤسسات في البلد المعني³.

تميل المغالاة الأكثر حساسية في سعر الصرف إلى إبطاء النمو الاقتصادي، في حين أن انخفاضه بدون أن يكون مفرط سيقود إلى تسارع النمو الاقتصادي، ونتيجة لذلك كانت هذه الظاهرة محل اهتمام كبير في النقاشات السياسية باعتبارها مصدراً هاماً لاختلال الاقتصاد الكلي، أين تعتبر عملية التصحيح إحدى الشروط الجوهرية لتحسين الأداء الاقتصادي وضمان استقرار الاقتصاد الكلي⁴.

السياسات الهادفة إلى استقرار سعر الصرف الحقيقي حول مستوى حقيقي تؤدي عن طريق هذه الآلية إلى تشجيع النمو. يصاحب الحركة القوية في سعر الصرف الحقيقي مستوى مرتفع من عدم التأكد بالنسبة للأسعار النسبية التي بدورها تقود إلى مخاطر كبيرة وهامة وإلى جعل أفاق الاستثمار قصيرة جداً. والذي ينتج عنه، تحمل تكاليف باهظة في عملية التصحيح: تراجع في مستوى الإنتاج، التحرك من القطاعات القابلة للتجارة إلى القطاعات غير القابلة للتجارة والتطير المتزايد في أسعار الفائدة مؤدية في نهاية المطاف إلى عدم الاستقرار المالي.

¹ Atlan et Al, « Le rôle du taux de change dans la croissance des économies émergentes », Revue économique, 49(1), 1998, janvier, p.09.

² Bosworth. B, Collins. S, and Chen. Y, « Accounting for differences in economic growth », Brooking discussion, paper in international economics n°115, Brooking Institution, Washington, 1995, p.22.

³ Collins. S, Razin. O, « Real exchange rate misalignment and growth », NBER Working paper, n°6174, 1997, September, p.08.

⁴ Domaç. I, Shabsigh. G, « Real exchange rate behavior and economic growth: evidence from Egypt, Jordan, Morocco and Tunisia », IMF Working paper, n°99/40, 1999, p.19.

يقلل الاختلال أيضاً من ربحية الصناعات التي تكون فيها الأسعار النسبية منخفضة. في الغالب، ارتفاع تقويم العملة المحلية يكون سلبياً على النشاطات القابلة للتجارة الخارجي. ثانياً، النمو وسعر الصرف الحقيقي يتأثران بالعوامل السياسية، الذي بدوره يزيد من الارتباط بين المتغيرات بدون أن ينطوي ذلك بالضرورة على سببية في اتجاه واحد أو في اتجاه آخر.

فيما يخص نظام سعر الصرف يبدو أن الإشكال لم يحسم كما هو الشأن في حالات الاختلال، حتى عندما تشير النظرية إلى أن اختيار نظام سعر الصرف له تأثير على النمو، فإنها لا تحدد بوضوح ما هو نظام سعر الصرف الأكثر تحفيزاً وملائمة للنمو الاقتصادي.

توفر النظرية بعض المؤشرات عن القنوات التي من خلالها يظهر تأثير نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي إما عن طريق التأثير على سرعة التكيف مع الصدمات وإما عن طريق التأثير على الاستثمار ونمو التجارة الخارجية أو الانفتاح بشكل عام وتطور النظام المالي وهذا بدوره يفترض أن يعزز نمو الإنتاجية من خلال قنوات متعددة.

II-2 التأثير المباشر لطبيعة أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي

حسب النظرية الاقتصادية، نوع نظام سعر الصرف لا يكون له انعكاس على القيم التوازنية للمتغيرات الحقيقية على المدى الطويل، غير أنه يؤثر على مسار التصحيح، حيث يظهر تأثير نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي انطلاقاً من أثره على سرعة التصحيح من الاضطرابات العشوائية التي تصيب الاقتصاد المحلي.

على العموم من المسلم به، أن تعديل وتلطيف الدورة الاقتصادية يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي على المدى الطويل. قام Barlevy (2001)، بصياغة نموذج وضح من خلاله أن انخفاض تقلب الدورة الاقتصادية يحفز النمو عن طريق زيادة آلية الاستثمار والتخفيض من تقلباته.

في نفس السياق حسب Aizenman (1994)، الاقتصاد الذي يتكيف بسهولة مع الصدمات، يجب أن يستفيد من نمو في الإنتاجية أكثر ارتفاعاً بفعل دورانه في متوسط قريب جداً من حدود طاقته¹.

¹ Aizenman J, « Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes », Economica, 1994, p.34.

في نهاية سنوات السبعينيات، البحوث النظرية حول أنظمة أسعار الصرف نوهت بأهمية استقرار الاقتصاد الكلي وكذا الصدمات التي يتلقاها البلد في مسألة اختيار أنظمة الصرف، في هذا الإطار يشير كل من Fischer (1977) و Flood (1979)، أن اختيار نظام سعر الصرف يتوقف على درجة الاضطرابات التي تصيب الاقتصاد. نظام سعر الصرف الأمثل يتمثل إذن في النظام الذي يسمح بتقليل من تقلبات متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الإنتاج، الاستهلاك أو المستوى العام للأسعار.

قام Caparole و Pittis (1995)، بفحص تطور عدد من المتغيرات اقتصادي الكلي الأساسية في ظل أنظمة أسعار الصرف المختلفة، بواسطة بيانات شهرية على الفترة من سنة 1960 إلى 1991، باستخدام 18 بلد لمنظمة التعاون للتنمية الاقتصادية OCDE، لدراسة استمرارية، تقلب والأهمية النسبية للصدمات المتناظرة (على المستوى العالمي) وغير المتناظرة (الخاصة بالبلد) في الدورة الاقتصادية، استخلصا المنظران أن نوع نظام سعر الصرف يؤثر على استمرارية الصدمات الاقتصادية¹.

في دراسة أكثر حداثة، توصل Broda (2002)، في دراسة تقوم على 75 بلدا متقدما تغطي الفترة انطلاقا من سنة 1973 إلى 1996، إلى أن الاستجابة للصدمة سالبة في شروط التبادل (انخفاض معنوي لمؤشر أسعار الصادرات على مؤشر أسعار الواردات) تختلف معنويًا من نظام سعر الصرف إلى آخر. استجابة لهذه الصدمة، تسجل الدول المتبينة لأنظمة الصرف الثابتة انخفاض هام ومعنوي في الناتج الداخلي الخام الحقيقي في أثناء انخفاض سعر الصرف ببطء عن طريق أثر انخفاض الأسعار.

أما في الدول التي تتبنى الأنظمة الأكثر مرونة، كان انخفاض الناتج الداخلي الخام الحقيقي أقل أهمية وأن الانخفاض الحقيقي في قيمة العملة كان هاما ومباشرا².

ويوضح أيضا، Edwards و Levy-Yeyati (2003)، في دراسة شملت 183 بلدا على الفترة 1974-2000، أن أنظمة أسعار الصرف المرنة تقلل من صدمات شروط التبادل على النمو الاقتصادي في الدول الناشئة والصناعة على حد سواء. استخلص الباحثان أن نمو الإنتاج الحقيقي كان أكثر حساسية للصدمات السلبية مقارنة بالصدمات الايجابية. وبشكل دقيق وجد المؤلفان أن تدهور في شروط التبادل بنسبة قدرها 10% أحدث تقلصاً في الإنتاج الحقيقي بنسبة قدرها 0,4%. في الدول المستخدمة لنظام سعر الصرف الثابت، التأثير كان مضاعفاً. بناء على نتائج هذه الدراسة، توصل الباحثان إلى أن اختيار

¹ Caparole M, Pittis N, « Nominal exchange rate regimes and the stochastic behavior of real variables », journal of International Monetary and Finance, vol.14, n°03, 1995, p.395.

² Broda C, « Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries », Federal Reserve Bank of New York Staff Report n° 148, 2002, p.13.

نظام سعر الصرف له انعكاس وعلاقة قوية فيما يتعلق بتقلب الإنتاج، كما ترتبط الاستجابة للصدمات الحقيقية في نظام سعر الصرف الثابت بانكماش اقتصادي حاد ومستمر¹.

II-3 التأثير غير المباشر لطبيعة أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي

علاوة على تأثير أنظمة أسعار الصرف على عملية التصحيح والتعديل من الصدمات الاقتصادية، تؤكد النظرية الاقتصادية أن نظام سعر الصرف بإمكانه التأثير على النمو الاقتصادي من خلال تأثيراته على محددات أخرى غاية في الأهمية يتوقف عليها النمو تتمثل في الاستثمار، الانفتاح على التجارة الدولية، تدفق رؤوس الأموال وتطور القطاع المالي.

فيما يلي نقدم العرض الأدبي من الناحيتين النظرية والتجريبية حول قنوات انتقال التأثير غير المباشر لأنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي.

II-3-1 تأثير أنظمة أسعار الصرف على الاستثمار

من الناحية النظرية، تؤثر أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي بواسطة تأثيرها على معدلات تراكم رأس المال المادي. يؤكد أنصار الأنظمة الثابتة أن هذه الأنظمة تساهم نظريا في زيادة الاستثمار على اعتبار أنه يحدث في ظلها انخفاض عدم التأكد المرتبط بتغير سعر الصرف. من ناحية أخرى، يؤكد منظرون آخرون أن الأنظمة المرنة تسمح بضمان آلية مهمة للتصحيح والتعديل بفضل الدور المحوري والعازل الذي تقدمه تقلبات أسعار الصرف.

غير أنه يجب الإشارة إلى أن الأدب النظري والتجريبي يؤكد ويركز في الغالب على العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف الاسمية والحقيقية والاستثمار بدون مراعاة في الكثير من الأحيان طبيعة نظام سعر الصرف المتبني.

في هذا الإطار، نتطرق إلى تقديم بعض المؤشرات حول العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف وتقلب أسعار الصرف ونتائج ذلك على الاستثمار، و عرض أهم الدراسات النظرية والتجريبية التي اهتمت بتحليل نتائج تقلب أسعار الصرف على الاستثمار المحلي والأجنبي في ظل أنظمة أسعار الصرف.

¹ Edwards. S, Levy-yeyati. E, « Flexible Exchange rates as shock absorbers », NBER, Working paper, n°9867, 2003, p.20.

II-3-1-1 أنظمة أسعار الصرف وتقلب أسعار الصرف

تظهر أهمية نظام سعر الصرف المتبني كمحدد للاستثمار، من خلال أثره على تقلب أسعار الصرف الاسمية والحقيقية، الكثير من الدراسات توضح أن تطاير وتقلب سعر الصرف الحقيقي يتغير حسب نظام سعر الصرف، حيث يشير Liang Hong (1998)، أن نظام سعر الصرف يلعب دوراً محددًا في سلوك سعر الصرف الحقيقي وبالتالي على قرارات الاستثمار¹.

نظرية الاستثمار في ظل وضعية عدم التأكد كانت محل اهتمام الكثير من الدراسات. يوضح Belke و Gros (1998)، أن تقلب سعر الصرف يمارس أثراً سلبياً على الاستثمار حتى في ظل غياب كراهية المخاطرة. تؤكد الدراسة المقدمة من قبل Campa و Goldberg (1999)، أنه بالإضافة إلى عائدات الصادرات وتكاليف المدخلات المستوردة، ينعكس سعر الصرف على الأرباح المتوقعة عن طريق المبيعات في السوق الداخلي، حسب هذه الدراسة ووفقاً لهذه القنوات، العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار تتغير عبر الزمن بدلالة الانفتاح على الخارج. بالنسبة للمصدرين، الانفتاح على الخارج يترجم عن طريق الفروق بين الأثر على رقم الأعمال والأثر على تكاليف المدخلات المستوردة.

في دراسة أخرى، يوضح Lafrance و Schembri (2000)، أن تقلب سعر الصرف الحقيقي يؤثر أيضاً على الاستثمار من خلال تأثيره على نمو الإنتاجية. يقترح المنظران الفرضية التي تركز على الدور الحمائي لسعر الصرف والتي توضح أن تخفيض سعر الصرف الحقيقي قد يضر بنمو الإنتاجية في البلد لأنه يحمي المؤسسات المحلية من المنافسة الأجنبية وبالتالي يختفي الحافز على الاستثمار الذي بإمكانه زيادة الإنتاج².

باستخدام عينة من الدول النامية، وجد Serven (2003)، أن عدم التأكد الذي يحيط بأسعار الصرف الحقيقية كان له أثر معنوي على الاستثمار ويتوقف هذا الأثر على درجة الانفتاح أمام التجارة الدولية وأيضاً على مستوى التطور المالي. وتوصل Serven، إلى أن درجة هامة من الانفتاح ونظام مالي ضعيف

¹ Hong Liang, « Real exchange rate volatility: does the nominal exchange rate regime matter? », IMF Working paper, n°147, 1998, p.13.

² Campa. J, Goldberg. L, « Investment, pass-through and exchange rates: a cross-country comparison », International Economic Reviews, vol.40, n°02, 2000, p.287.

يشتركان في إحداث ارتباط سلبي بين تقلبات أسعار الصرف الحقيقية والاستثمار¹. ووفقا Ghosh (1997)، يمكن أن تؤثر الأنظمة على النمو، حيث يرى بأن تراكم رأس المال يكون أعلى في النظام الثابت ويرجع ذلك إلى انخفاض حالة عدم التأكد التي تعمل على زيادة معدل الاستثمار. فبحكم الخصائص التي يتسم بها النظام الثابت من توفير للمصدقية وانخفاض معدل التضخم والحد من تقلب سعر الصرف وتقلب معدل الفائدة، فإن معدل الاستثمار سيكون أعلى لانتفاء المخاطرة أو انخفاض تكاليف التغطية. كما يرى Dornbusch (2001)، أن تضخم أقل وانخفاض حالة عدم التأكد يخفض من خطر أزمات العملة مما يزيد من معدل الاستثمار.

II-3-1-2 تقلب أسعار الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر

من الناحية النظرية، سلطت العديد من المقاربات الضوء على العلاقة بين تقلب سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر، من خلال التركيز على مفهوم مرونة الإنتاج وكراهية المخاطر. مقارنة كراهية المخاطرة كانت محل بحث ودراسة من قبل العديد من المختصين أهمها، تلك المقدمة من قبل Goldberg، Kolsted (1995)، و Benassay، Fontagné و Lahreche-Revil (2001) الخلاصة الهامة التي توصلت إليها هذه الأعمال، تمثلت في أن خطر سعر الصرف يتجلى بسبب التفاوت عبر الزمن بين الاستثمار والأرباح المقيمة بالعملة الأجنبية.

Aizenman (1992، 1994) كانت له الأسبقية في إلقاء الضوء على دور مرونة الإنتاج، حيث قام بصياغة نموذج وضح أن المنتجين غير المبالين بالمخاطرة يقدمون على تنويع نشاطاتهم على الصعيد الدولي بهدف جعل الإنتاج أكثر مرونة في حالة الصدمات. يوضح Aizenman أن نظام سعر الصرف الثابت يعتبر أكثر ملائمة للاستثمار الأجنبي المباشر من نظام العائم. بالنسبة للصدمات الحقيقية والاسمية، النظام الثابت يسمح بشكل أفضل على حماية الإنتاج والأجور الحقيقية ضد أثر الصدمات النقدية ويقترن بمستويات أرباح متوقعة مرتفعة، هذه الأخيرة تقود بدورها إلى زيادة الاستثمارات المحلية والاستثمارات الأجنبية المباشرة.

¹ Servén, L., « Real exchange rate uncertainty and private investment in developing countries», Review of Economics and Statistics, 2003, p.07.

في حالة صدمات الإنتاج، يقلل النظام العائم من تغير مستويات الشغل ويخفض الأرباح المنتظرة، لأن سعر الصرف يتغير بطريقة تعمل على إخماد أثر الصدمة. في هذا النموذج، نظام سعر الصرف العائم يجد من حافز المؤسسات على عدم التمرکز في البلد الأكثر إنتاجاً، بإخماد صدمات الإنتاجية¹.

في دراسة مقدمة على الفترة من سنة 1963 إلى 1978، لاحظ Cushman (1985)، أن التقلب الكبير في سعر الصرف صاحبه خروج قوي للاستثمارات الأجنبية المباشرة من الولايات المتحدة باتجاه كندا، فرنسا، ألمانيا واليابان. كما قام Kosteletou و Liargovas (2000)، بفحص العلاقة بين تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف الحقيقي في نموذج، باستخدام معطيات سنوية من سنة 1960 إلى سنة 1997، على عينة كبيرة من الدول الصناعية، لاحظ الباحثان أنه بالنسبة لمعظم الدول ارتفاع سعر الصرف الحقيقي فتح المجال أمام زيادة دخول الاستثمارات الأجنبية المباشرة².

على ضوء ما تقدم، يتضح أن التقلب في سعر الصرف كقياس لمخاطر سعر الصرف يؤثر إذن على الربحية المستقبلية للاستثمارات الأجنبية المباشرة وكنتيجه لذلك يؤثر على تمركز الاستثمار الأجنبي المباشر من بلد إلى آخر.

II-3-2 تأثير أنظمة أسعار الصرف على التجارة الدولية

من الجانب النظري، تؤثر أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي من خلال تأثيرها على حجم التجارة الدولية، حيث يقدم بعض المنظرين أن مستوى التبادل الخارجي يتجه إلى أن يكون كبيراً في ظل نظام سعر الصرف الثابت لأن التقلب الضعيف في أسعار الصرف يقلل من حالات عدم التأكد والذي يخفف من التكاليف المتعلقة بالتبادل الدولي وبالتالي يزيد ذلك من مستوياته.

بالمقابل منظرون آخرون ينوهون ويدعمون الأنظمة العائمة على اعتبار أنها أكثر قابلية على ضمان التصحيح التلقائي من اختلال ميزان المدفوعات وتدفع الحكومات إلى التخلي عن سياساتها الحمائية الخاصة بالتجارة الدولية.

تشير الدراسات النظرية إلى ضعف الصلة السلبية بين تطاير أسعار الصرف والتجارة الدولية، هذا الضعف يفسر بطرق شتى: (i) تنامي المخاطرة لا يقود بالضرورة إلى انخفاض النشاطات حتى الخطرة منها

¹ Aizenman J, « Exchange rate flexibility, volatility and domestic and foreign investment », IMF Staff paper 39, 1992, p.34.

² Kosteletou. N, Liargovas. P, « Foreign direct investment and real exchange rate interlink ages », Open Economic Review 11, 2000, p.48.

بالنسبة للمؤسسات التي تميل إلى كراهية المخاطرة، (ii) تسمح تقنيات التغطية للمؤسسات بالتخفيض المعتبر لمخاطر سعر الصرف وبأقل التكاليف، (iii) تقلب أسعار الصرف قد يعمل على تعويض أنواع أخرى من المخاطر، (vi) تقلب أسعار الصرف قد يخلق ظروف ملائمة للتبادل التجاري وإلى استثمارات مربحة.

من الجانب التجريبي، العديد من الأعمال كشفت النقاب عن الصلة الموجودة بين تقلب أسعار الصرف والتجارة، البعض منها توصل إلى وجود صلة سلبية بين المتغيرتين. قام Perée و Steinherr (1989) بدراسة أثر تقلب سعر الصرف على حجم الصادرات في خمس دول صناعية على الفترة من سنة 1960 إلى سنة 1985، باستخدام طريقة المربعات الصغرى، فتوصلا إلى اكتشاف صلة سلبية ومعنوية بين تقلب أسعار الصرف والتجارة الدولية، في كل دول العينة، باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية¹.

وفي دراسة هامة، عمل كل من Koray و Lastrapes (1989)، على تحليل حجم الواردات الثنائية بين الولايات المتحدة وخمس دول أخرى، باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي، قدمت التقديرات على فترتين، الفترة الأولى (1961-1970) التي سادت فيها الأنظمة الثابتة، ثم الفترة الثانية (1975-1985) التي تميزت بالأنظمة العائمة، فاكتشف المنظران أن الصلة السلبية بين تقلب أسعار الصرف والتجارة الدولية، كانت قوية في الفترة الثانية التي سادت فيها الأنظمة العائمة مقارنة بفترة الأنظمة الثابتة².

كما يشير أيضا Arize (1996)، الذي قام بتحليل التدفق التجاري في ثمانية دول أوروبية، إلى أن تقلب في أسعار الصرف الحقيقية يمارس تأثيرا سلبيا ومعنوي على الطلب على الصادرات وهذا على المدى القصير والطويل أيضا³.

بيد أن، في دراسة أكثر حداثة، اهتم Aristotelous (2001)، بدراسة صادرات بريطانيا نحو الولايات المتحدة الأمريكية على فترة طويلة بين سنة 1889 إلى سنة 1999، فاكتشف أنه لم يكن لتقلب أسعار الصرف ولا لنوع نظام سعر الصرف أثر على تدفق هذه الصادرات⁴.

¹ Perée E, Steinherr A, « Exchange rate variability, international trade and the single currency debate: a survey », (Ed) Economic Policy in the European Union, 1989, p.13.

² Koray. F, Lastrapes. W, « Real exchange volatility, V.S bilateral trade: a VAR approach », Review of Economics and Statistics, 71, 1989, p.12.

³ Arize A, « Real exchange rate volatility, and trade flows: the experience of eight European economics », international reviews of Economics and Finance, 1996, p.18.

⁴ Aristotelous. K, « Exchange rate variability, exchange rate regime, and trade volume: evidence from the UK-US export function (1889-1999) », Economic Letters, Vol.72, 2001, p.87.

في حين الأدب التجريبي الحديث، تطرق إلى انعكاس الاتحادات النقدية على التجارة الدولية في الدول الأعضاء، بحث هذه العلاقة يعود إلى الأعمال الفذة التي قدمها Rose (2000).

المقاربة التجريبية التي قدمها Rose (2000)، تستند على نماذج التجارة الدولية، بجمع عينة تضم أكبر عدد من الدول الأعضاء في الاتحادات النقدية، استخدم المؤلف مجموعة من المعطيات والبيانات شملت تشكيلة واسعة من المناطق الاقتصادية. فقد استخدم معطيات مقطعية للتجارة الثنائية في 180 بلداً على الفترة 1970-1996، اكتشف Rose أن التبادل التجاري في الدول الأعضاء المنتمية لمنطقة نقدية واحدة كان مضاعفاً ثلاث مرات مقارنة بالدول ذات العملات المحلية¹.

بالاستناد على النموذج المستخدم من قبل Rose، استخدم Frankel و Rose (2002)، معطيات بانل تخص أكثر من 180 بلداً على الفترة 1970-1995، تشير نتائج الدراسة إلى أن دول المستخدمة لنفس العملة تتجه إلى زيادة التبادلات التجارية ليس فقط فيما بينها، بل أيضاً مع باقي الدول².

في نفس الإطار، قام كل من De Nadis و Vicarelli (2003)، بتحليل انعكاس تبني العملة الأوروبية الموحدة على الدول الأعضاء في الاتحاد النقدي، باستخدام معطيات بانل، فوجدوا أن حجم التجارة الثنائية بين هذه الدول زاد بمعدل 10%.

وفي دراسة أكثر حداثة قدمها Rose (2004)، متطرقاً إلى تحليل نتائج 34 دراسة سابقة، اهتمت بموضوع تأثير أنظمة أسعار الصرف حجم التجارة الدولية، فتوصل إلى أن معدل زيادة حجم التجارة الثنائية على إثر الانضمام إلى الاتحادات النقدية كان منحصراً بين 30% و 90%³.

II-3-3 تأثير أنظمة أسعار الصرف على مستوى تطور القطاع المالي

يعد النظام المالي الأكثر تطوراً كما سبقت الإشارة إليه، عاملاً محفزاً ومحددًا للنمو الاقتصادي من خلال تخصيص وتوجيه أفضل للمدخرات نحو الاستثمارات و التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال، علاوة على ذلك، البحوث التجريبية تؤكد أن نظام مالي فعال يساهم في تحقيق الزيادة في النمو الاقتصادي.

كما قد تمارس أنظمة الصرف تأثيرها على النمو من خلال تأثيرها على مستوى تطور الأسواق المالية.

¹ Rose, A, « One money, one market: the effect of common currencies on trade », Economic Policy, vol.30, 2000, p.07.

² Frankel, J, Rose A, « An estimate of the effect of currency unions on trade and output », Quarterly Journal of Economics, 2002, p.46.

³ Rose, A, « A meta-analysis of the effect of common currencies on international trade », NBER Working paper, n°10373, 2004, p.33.

اهتمت أيضا، الكثير من البحوث بالدور الأساسي و الجوهري الذي تلعبه درجة تطور القطاع المالي في اختيار نظام سعر الصرف. قطاع مالي قوي ومتطور، اعتبر في الغالب شرط أساسي لتبني نظام سعر الصرف العائم لأن هذا النظام يصاحبه في الكثير من الأحيان تقلب قوي لأسعار الصرف الاسمية، والذي قد يضر بالاقتصاد الحقيقي في حالة كان القطاع المالي غير قادر على امتصاص صدمات سعر الصرف ولا يضع تحت تصرف الأعوان الاقتصاديين أدوات التغطية اللازمة.

فضلا عن ذلك، توضح الأزمة الآسيوية السابقة أن أسباب أزمات الصرف كانت بشكل أساسي ترجع إلى ضعف القطاع المالي وبشكل أدق إلى النظام البنكي غير مناسب والضعيف.

تشير الأزمة الآسيوية في المقدمة إلى التفاعل الموجود بين ديناميكية الصرف والضعف المالي، فاكشاف المتعاملون في السوق لهذا الضعف قد يترجم بقيام هجمات المضاربة على العملة.

بشكل عام، لاحظ Hausmann و Aizenman (2000)، أن معظم الاقتصاديات الناشئة كانت تمتلك أسواقا مالية غير متطورة. ويعتمد المنتجون لتمويل احتياجاتهم من رؤوس الأموال أساسا على السوق الداخلي والذي غالبا ما يكون منفصلا عن الأسواق المالية بسبب المستوى المرتفع للمخاطر الخاصة بالبلد. حسب المؤلفان، استقرار أكبر في سعر الصرف يقود إلى تخفيض معدلات الفائدة (نتيجة لانخفاض علاوة المخاطر) وبالتالي الزيادة في الإنتاج، بينما الاندماج في الأسواق المالية الدولية يقلل من هذا الأثر ويزيد بالتالي من درجة المرونة المثلى في سعر الصرف. في هذا الصدد، يشير Aizenman و Hausmann، إلى أن المكاسب المترتبة عن تبني أنظمة الصرف الثابتة، تكون أكبر بالنسبة للأسواق الناشئة من المكاسب التي قد تحقق في الدول الصناعية¹.

في دراسة تجريبية أخرى، وضع Bordo و Flandreau (2001)، أنه منذ انهيار نظام بروتن وودز اتجهت الدول التي تعرف تطورا في أنظمتها المالية إلى اختيار الأنظمة العائمة².

أهمية البحث عن الصلة بين أزمة الصرف و الأزمة البنكية تكمن في الإشارة إلى العلاقة بين الهيكلية المالية ونظام سعر الصرف المتبني، حيث أنه بالاستناد على نموذج Diamond و Dybvig، عمل Chang

¹ Aizenman. J, Hausmann. R, « Exchange rate regimes and financial- market imperfections », op-cit, p.18.

² Bordo. M, Flandreau. M, « Core, periphery, exchange rate regimes and globalization », NBER Working paper, n°8584, 2001, p.08.

وVelasco (2000)، على تحليل الصلة التي تربط بين الضعف المالي وسعر الصرف بالتركيز على عملية الترحيح والتحكيم بين الاستقرار النقدي (المتعلق بربط العملة المحلية بعملة أجنبية قوية) والاستقرار المالي (المتعلق بتدخل البنك المركزي كمقرض للملاذ الأخير)، تكشف وتوضح النتائج أن سعر الصرف المرن هو نظام الصرف الأمثل من خلال عملية التحكيم، حيث تمنع مجالس العملة السلطات النقدية من التدخل كمقرض الملاذ الأخير. حيث أن ثمن التضخم الضعيف (أثر انضباط الميزانية في مجالس العملة) هو مصدرا لعدم الاستقرار المالي، كذلك في ظل نظام سعر الصرف الثابت، أين يقوم البنك المركزي بأداء دور مقرض الملاذ الأخير لا يحل ذلك الإشكال مثل ما يشير إليه Chang و Velasco، وبشكل أكثر دقة، في هذا الترتيب الثابت يرتفع احتمال انتقال الأزمة البنكية (ضرورة التدخل بالنسبة لمقرض الملاذ الأخير) إلى أزمة ميزان المدفوعات (خسارة الاحتياطات). بالمقابل وخلافا لذلك، مرونة سعر الصرف تؤدي بشكل إيجابي إلى الاستقرار المالي.

يؤكد نموذج Chang و Velasco، على أنه عندما تكون الودائع البنكية محررة بالعملة المحلية، وعندما يكون البنك المركزي على استعداد للتدخل كمقرض الملاذ الأخير ثم عندما تكون أسعار الصرف مرنة، إذن الأزمات ذاتية التحقق لا يمكن أن تحدث في حالة التوازن¹.

الحجة التي يقدمها Chang و Velasco، في هذا الصدد هي كالتالي، الأزمة ترتبط بحالة التوازن إذا توقع كل عون مودع بشكل صحيح أن البقية سيسحبون ودائعهم والذي يؤدي بالتالي إلى استنزاف احتياطات الصرف. خلال الأزمة يتدافع الأعوان على سحب ودائعهم لتحويلها إلى عملات أجنبية لدى البنك المركزي، وبالتزامن يقوم البنك المركزي بإصدار العملة المحلية لدعم النظام البنكي الذي يكابد ويعاني من الأزمة، فإذا كان نظام سعر الصرف ثابتا، فإن مثل هذا المسار يقود بالبنك المركزي إلى إنهاك احتياطات الصرف، الأمر الذي يؤدي إلى اندلاع أزمة ذاتية التحقق.

على النقيض تماما، إذا كان سعر الصرف مرنا، لا يكون البنك المركزي في هذه الحالة مجبرا على شراء عملته المحلية مقابل العملات الأجنبية وبالتالي لا تستنزف احتياطات الصرف. علاوة على ذلك، يتعرض الأعوان الذين سحبوا ودائعهم إلى عقوبة انخفاض قيمة العملة المحلية، أما بالنسبة للذين احتفظوا بودائعهم في القطاع البنكي يكونون على دراية أن العملات الأجنبية، ستكون متاحة للسحوبات المستقبلية. في

¹ Chang Velasco, « Exchange- rate policy for developing countries », op-cit, p.16.

حالة وجود أعوان يتمتعون بالرشد الاقتصادي، لكن يكون هناك مجالاً للسحوبات المضاربة بالإضافة إلى عدم حدوث التخفيض في حالة التوازن¹.

حسب ما تشير إليه الأعمال النظرية المقدمة، فتبني نظام سعر الصرف الثابت يرفع من احتمال وقوع الأزمات البنكية وما قد يترتب على ذلك من نتائج على مستوى الاقتصاد برمته من إفلاس وكبح للنمو من جراء الدخول والتعرض للانكماش اقتصادي.

ومن زاوية أخرى، يرى كل من Domaç و Peria (2000)، أن نظام سعر الصرف العائم في الدول النامية يعتبر أكثر قابلية في استدراج وقيادة الاقتصاد إلى أزمة بنكية².

يسمح العرض النظري والتجريبي إلى الوصول إلى بعض الاستنتاجات، أهمها أن مرونة سعر الصرف لا تقود بالضرورة إلى الاستقرار المالي، بالنسبة للدول النامية قد يكون نظام سعر الصرف العائم مصدراً للضعف المالي، كما أن نوعية الإشراف والمراقبة تشكل عامل محدد في علاقة نظام سعر الصرف باستقرار النظام البنكي، في الدول التي يكون فيها نظام المراقبة أكثر تطوراً، نادراً ما تقود أزمة صرف إلى وقوع أزمة بنكية. قاد نظام سعر الصرف الذي شكّل في النظام النقدي الأوروبي إلى عدة أزمات صرف، في حين لم تؤدي أي من هذه الأزمات إلى حدوث أزمة بنكية، وبالمثل مرونة عالية للدولار الأمريكي في مقابل العملات القوية لم يحدث أزمات بنكية في أهم الدول الصناعية.

II-4 أنظمة أسعار الصرف والتطير في الاقتصاد الكلي

إذا كانت أنظمة أسعار الصرف المرنة، من الناحية النظرية كفيلة بالتقليل والحد من ضعف الاقتصاديات من خلال الدور الذي تمارسه في امتصاص الصدمات، فإنه من جانب آخر، يحدث في ظلها تقلب وتطير في سعر الصرف. تقلب سعر الصرف الاسمي يرتبط عموماً بتغيرات قوية في سعر الصرف الحقيقي وبالتالي تطير الاقتصاد الكلي (الماكرو اقتصادي) وآثار هذا التطير على النمو الاقتصادي.

في هذا الإطار، يقدم Gavin و Hausmann (1996)، لمحة عن مختلف الطرق التي استخدمت في قياس تطير الاقتصاد الكلي في الأدب الاقتصادي، والتأثير التقديري لهذا التطير على النمو الاقتصادي، حيث

¹ Chang Velasco, op-cit, p.17.

² Domaç, I, Peria, M, « Banking crises and exchange rate regimes: is there a link? », World Bank Working paper, 2000, p.03.

يقدم الجدول التالي رقم (1-4)، أهم الدراسات التي اهتمت بالتطرق إلى العلاقة بين التطاير والنمو الاقتصادي. معظم نتائج هذه الدراسات توضح أهمية التأثير القوي الذي يمارسه التطاير على النمو الاقتصادي.*

اهتم Gavin و Hausmann، بعد تحديد خصوصية دول أمريكا اللاتينية، بمصادر تطاير الاقتصاد الكلي وبشكل خاص تطاير الناتج الداخلي الخام الحقيقي (الذي يتم قياسه بالانحراف المعياري للنمو الاقتصادي الحقيقي على الفترة 1970-1992). حاول المفكران تقييم وزن العوامل الخارجية (تغيير شروط التبادل أو تدفق رؤوس الأموال) والعوامل الداخلية (السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف) في تفسير تطاير الاقتصاد الكلي. أدرجت في التحليل العلاقة بين اختيار نظام سعر الصرف وتطاير الاقتصاد الكلي بالاستعانة بمتغيرة صورية تمثل خاصية مرونة سعر الصرف.

توضح النتائج Gavin و Hausmann، أنه إلى جانب عدم الاستقرار السياسي، تغيرات شروط التبادل وتدفق رؤوس الأموال، فإن اختيار نظام سعر الصرف الثابت يلعب دور معنوي إحصائياً في تفسير تطاير معدل نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي. سعر الصرف إذن، يؤدي دور امتصاص وإخماد الصدمة ولكن لا يكون ذلك متاحاً، إلا إذا كان مرناً.

يشير المفكران أنه في حالة تثبيت سعر الصرف، متغيرات حقيقية أخرى تتكفل بتلقي وتحمل الصدمة¹. حاول أيضا Ghosh و Al (1997)، اختبار العلاقة بين نظام سعر الصرف وتطاير الاقتصاد الكلي من خلال تباين (la variance) معدل نمو الناتج الداخلي الخام و من خلال تباين معدل التوظيف².

قام المنظرون باستبعاد التأثيرات المحتملة لانعكاس الصدمات باستخدام في الانحدار متغيرات صورية تعكس: مستوى تقدم الدول، تقلب شروط التبادل، الإنفاق العمومي، الاستثمار ومعدل نمو التجارة الخارجية. لتظهر النتائج أن الناتج الداخلي الخام و مستوى التوظيف كانا أكثر تغييراً في الأنظمة الثابتة مقارنة بالأنظمة الوسيطة أو العائمة، وأن هذا التطاير القوي لم يكن بأي حال من الأحوال مرتبطاً بالصدمة التي بإمكانها إصابة الاقتصاد.

(* تأثير سلبي ومعنوي إحصائياً على النمو الاقتصادي، ارتفاع مستوى المخاطر وضعف النظام المالي وكبح الاستثمارات.

¹ Hausmann. R, Gavin. M, « Securing stability and growth in a shock- prone region: The policy challenge for Latin America », IADB Working Paper No. 315, 1996, p.11.

² Ghosh. A, Glude. M, Ostry. J and Wolf. H, « Does the nominal exchange rate regime matter? », op-cit, p.05.

الجدول رقم (4-1): التطاير والنمو الاقتصادي

| الدراسات | قياس التطاير (Volatilité) | التأثير المقدر للتطاير على النمو الاقتصادي |
|--------------------------------|-------------------------------|---|
| Hausmann (1995) | شروط التبادل | نمو اقتصادي ضعيف |
| Mendoza (1994) | شروط التبادل | نمو اقتصادي ضعيف |
| Ramey و Ramey (1994) | الإنتاج الداخلي الخام الحقيقي | نمو اقتصادي ضعيف |
| Zarnowitz و Moore (1986) | الإنتاج الداخلي الخام الحقيقي | فترات نمو اقتصادي سريع بالولايات المتحدة مقترنة بتطاير الناتج الداخلي الخام |
| Collins (1994) | سعر الصرف الحقيقي | نمو اقتصادي منخفض |
| Westley (1994) | سعر الصرف الحقيقي | غير معنوي إحصائيا على النمو |
| Welch و McLeod (1993) | سعر الصرف الحقيقي | في دراسات السلاسل الزمنية للأرجنتين البرازيل، كولومبيا، الشيلي، المكسيك وفتروبيلا، تباين سعر الصرف الحقيقي أثر سلبي على المعدل السنوي لنمو الإنتاج في كل الدول. |
| Dollar (1992) | سعر الصرف الحقيقي | نمو اقتصادي منخفض |
| Cottani, Cavallo و Kahn (1990) | سعر الصرف الحقيقي | نمو اقتصادي منخفض |
| Wetzel و Easterly (1989) | سعر الصرف الحقيقي | لم يكن عامل معنوي إحصائيا على النمو |
| Edwards (1989) | سعر الصرف الحقيقي | نمو اقتصادي منخفض خلال الفترة 1978-1985 ولكن لم يكن كذلك خلال الفترة 1965-1971. |
| Marion و Aizenman (1993) | السياسة النقدية والمالية | نمو اقتصادي ضعيف |

Source: Hausmann et Gavin, (1996).

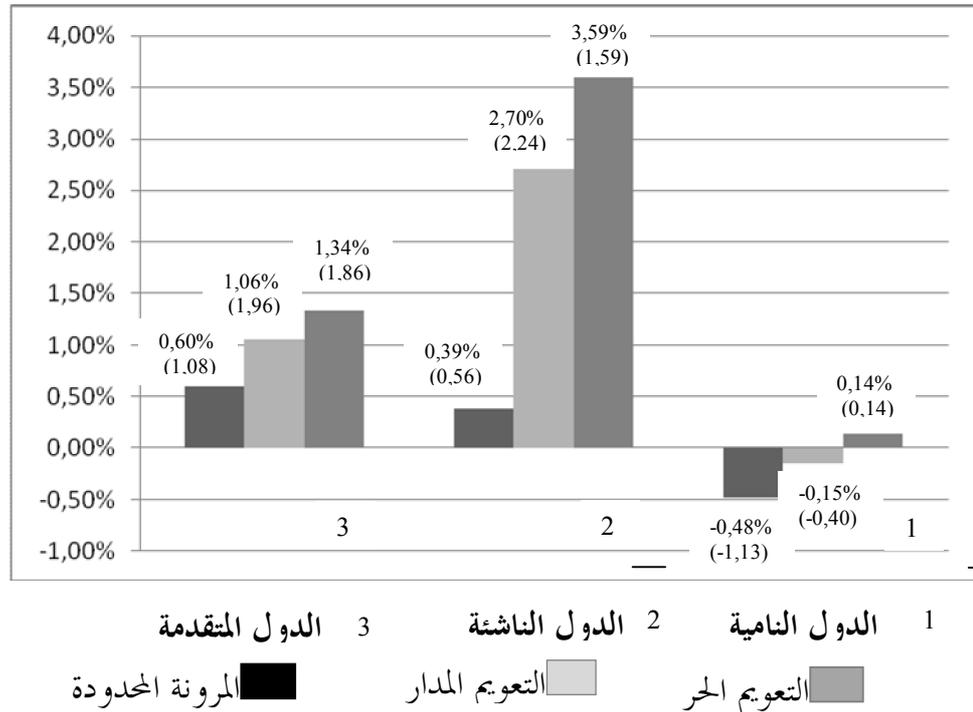
وحسب ما يشير إليه Rogoff (1999)، إذا لم يكن للتغيرات المرتبطة بتعويم سعر الصرف عمليا تأثير

بارز على النمو في الدول الصناعية، فإنها تعد إشكالية في حالة الدول النامية والناشئة.

في هذه الأثناء، حتى إذا كان هذا التطاير تظهر له التأثيرات سلبية، تثبيت سعر الصرف لا يمثل بحد ذاته

حلا مناسباً، على اعتبار أن التطاير قد يظهر بطريقة معلنة وأكثر وضوح بسبب عدم التأكد المرتبط بمقدرة هذا النظام وقابليته في مواجهة عدم استقرار تدفقات رؤوس الأموال وهجمات المضاربة¹. قام Rogoff و Al (2004)، بتفحص العلاقة بين مختلف أنظمة أسعار الصرف وتقلب نمو المنتج، فلم يتوصلوا إلى اختلافات معنوية بين الأنظمة. تشير النتائج أيضاً إلى أن التطاير في الاقتصاد الكلي يرتفع مع مرونة نظام سعر الصرف وأن هذا التطاير يكون أكثر حدة وحجماً في الدول الناشئة. يؤكد المنظرون أن هذه النتائج قد تكون مرتبطة بالانتقال المتكرر لهذه الاقتصاديات من نظام سعر صرف إلى آخر على إثر الأزمات النقدية التي عرفتتها هذه الدول². يوضح الشكل الباني رقم (1-4) أن الأنظمة العائمة كانت موضوعاً لتطاير قوي مقارنة بالأنظمة الوسيطة والثابتة على الترتيب وهذا بشكل خاص في الدول الناشئة، وجاءت مجموعة الدول الصناعية في مرتبة أقل من حيث الترتيب، أما الدول النامية فقد سجلت معدلات سالبة وضعيفة.

الشكل رقم (1-4): نظام سعر الصرف وتطاير الاقتصاد الكلي حسب التقدم الاقتصادي للدول.



Source: Rogoff et al, (2004).

¹ Rogoff, K, « Perspectives on exchange rate regimes », International Capital Flows, ed. by Martin Feldstein, University of Chicago Press, Chicago, 1999, p.44.

² Rogoff, K, Hussain, M, Mody, A, Brooks, R and Oomes, N, « Evolution and performance of exchange regimes », op-cit, p.53.

III- أنظمة أسعار الصرف و مردودية النمو الاقتصادي

يشير التحليل السابق، إلى أن النظرية الاقتصادية توفر بعض المؤشرات عن القنوات التي من خلالها نوع نظام سعر الصرف يمكن أن يؤثر في النمو الاقتصادي. إما أن يكون التأثير بشكل مباشر من خلال الآليات التي تعمل على الحيلولة أو تخفيف من أثر الصدمات على المتغيرات الاقتصادية الكلية للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي. أو التأثير غير المباشر الذي يحدث عن طريق تأثير أنظمة أسعار الصرف على محددات أساسية للنمو الاقتصادي.

بعض الدراسات النظرية والتجريبية التي بحث العلاقة بين نظام سعر الصرف وأداء الاقتصاد الكلي لاسيما من حيث النمو الاقتصادي، فشلت في تمييز صلة واضحة بين النمو الاقتصادي ونظام سعر الصرف وكانت النتائج المترتبة عنها غامضة في بعض الأحيان. وقد يعود سبب في ذلك إلى اعتماد أغلب هذه البحوث على التصنيف الرسمي المعلن من قبل البلدان والذي يختلف عن التصنيف الفعلي المطبق نتيجة للضغوط التي يتعرض لها الاقتصاد أو التخوف من التعويم أو التخوف من الإعلان عن تسيير سعر الصرف .

يهدف هذا المبحث إلى عرض أهم الدراسات النظرية و التجريبية التي تناولت بحث تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي وهل ما إذا كان هذا التأثير يختلف باختلاف طبيعة نظام سعر الصرف المتبع وإلى التعرف على المردودية فيما يخص النمو الاقتصادي لمختلف أنظمة أسعار الصرف، وبالتالي التعرف على أيّ من الأنظمة يقترن بمعدلات نمو اقتصادي أعلى.

III-1 الدراسات التجريبية لفحص علاقة بين نظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي

تحليل تأثير نظام سعر الصرف على النمو لم يقدم نتائج يقع عليها الإجماع بين المنظرين سواء على الجانب النظري أو التجريبي. كانت تجري مختلف الدراسات انطلاقا من قياس نظم أسعار الصرف، على عينات من الدول، فترات زمنية مختلفة، تعدد تقنيات الاقتصاد القياسي و ما إلى ذلك، والتي تختلف عادة بين المنظرين، وبالتالي فإن الاختلاف في النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات، توضح غياب التوافق في الآراء. النقطة الرئيسية التي يتم تسليط الضوء عليها تتمثل في الطبيعة المتباينة والمتضاربة أحيانا في الأدلة التجريبية المتاحة.

في دراسة مبكرة، استخدم Baxter و Stockman (1989)، عينة مكونة من 49 بلداً للمقارنة بين سلوك بعض المجمعات الاقتصادية الرئيسية (الإنتاج، الاستهلاك، التجارة الخارجية و أسعار الصرف الحقيقية) خلال الفترة الممتدة من نهاية الحرب العالمية الثانية إلى سنة 1986. وتم تقسيم هذه الفترة إلى قسمين: الفترة الأولى تخص سنوات التي سادت فيها أسعار الصرف الثابتة بموجب اتفاقية بريتون وودز (1946-1973)، أما الفترة الثانية تمتد من عام 1973 إلى عام 1986 التي ارتبطت بأسعار الصرف مرنة، لم يجد المؤلفان اختلافات منهجية في سلوك هذه المجمعات وفقاً للنظام سعر الصرف المستخدم¹. وبالمثل، فإن دراسة Mills و Wood (1993)، التي استندت على تجربة المملكة المتحدة بين 1855-1990، تشير إلى عدم وجود تأثير لنظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي². وتوصل Rose (1994) أيضاً لنفس الاستنتاجات من خلال دراسة الحالة الألمانية بين عامي 1960 و 1992³.

في دراسة أخرى، قام Flood و Rose (1995)، بتحليل تطور المتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية (من بينها الإنتاج) على عينة شملت تسع دول في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، خلال الفترة 1975-1990، في ظل مختلف نظم أسعار الصرف، وخلص الباحثون إلى أن نظام سعر الصرف ليس له تأثير معنوي على تقلب المتغيرات الاقتصادية الكلية⁴.

كما أظهرت نتائج تحليل Ghosh و Al (1995)، أن نظام سعر الصرف لا يؤثر معنوياً على النمو وبعد قيامهم بتعديل التصنيف الرسمي لأنظمة أسعار الصرف لتقييم العلاقة التي تربط بين سياسة سعر الصرف والنمو، فلم يتوصل الباحثون إلى عزل أي تأثير قوي وواضح لنظام سعر الصرف على نمو المتوسط الناتج المحلي الإجمالي واتضح أن هذا الأخير كان أكثر استقراراً مع مرونة سعر الصرف⁵.

وتوضح النتائج في دراسة أخرى مقدمة من قبل Ghosh و Coll (1997)، أنه لا توجد علاقة واضحة بين معدل النمو الاقتصادي وأنظمة أسعار الصرف، وقد تم الحصول على نفس النتائج من طرف خبراء

¹ Baxter. M, Stockman. A, « Business cycles and the exchange rate regime: some international evidence», Journal of Monetary Economics, Vol.23, n°03, 1989, p.377.

² Mills. T, Wood. G, « Does the exchange rate regime affect the economy? », Federal Reserve Bank of ST Louis, Vol. 75, n°75, 1993, p.03.

³ Rose. A. K, « Are exchange rates macroeconomic phenomena? », op-cit, p.19.

⁴ Flood. R.P, Rose. A. K, « Fixing exchange rates: a virtual quest for fundamentals », Journal of Monetary Economics, Vol.36, n°01, 1995, p.04.

⁵ Ghosh R. A, A. M. Gulde, J. D. Ostry and H. C. Wolf, « Does the nominal exchange rate regime matter? », op-cit, p.34.

في صندوق النقد الدولي سنة 1997.

وتناولت دراسة Wolf و Gulde, Ghosh سنة 2003، آثار وانعكاس نظام سعر الصرف على التضخم وعلى النمو الاقتصادي باستخدام عينة مكونة من 165 دولة، تغطي الفترة 1973-1999، فاستخلص المنظرون إلى أن البلدان ذات النظام الثابت سجلت تضخم أقل من تلك التي أخذت بالنظام المرن، في حين ولم يتوصلوا إلى علاقة ذات دلالات قوية بين نظام الصرف والنمو الاقتصادي¹.

أغلب الدراسات التحريبية السابقة كانت تعتمد على التصنيف الرسمي لأنظمة الصرف المنشور من قبل صندوق النقد الدولي، هذه الأعمال لم تتوصل إلى نتائج قوية فيما يخص انعكاس نوع نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي.

وقد أدى ذلك ببعض الباحثين إلى استخدام التصنيفات الأخرى، لفحص العلاقة بين نظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي، فاستنتج البعض منها، أن تثبيت سعر الصرف الاسمي يقلل من النمو ويجعله أكثر تقلباً. باستخدام التصنيف الفعلي Facto لأنظمة أسعار الصرف المقدمة في سنة 2002، توصل كل من Levy-Yeyati و Sturzenegger (2003)، إلى أن النمو يكون ضعيفاً نسبياً في الدول النامية المتبينة لنظام سعر الصرف الثابت والوسيط، ولكن بعد تصحيح عامل الذاتية في اختيار سعر الصرف endogeneité اتضح أن الأنظمة الوسيطة لا تمارس أي تأثير إحصائي مختلف عن الأنظمة العائمة².

هذه النتائج تم تأكيدها من قبل Edwards و Levy-yeyati (2003)، باستخدام نفس التصنيف الفعلي Facto لأنظمة أسعار الصرف، انطلاقاً من عينة 100 بلد على الفترة 1974-2000، فتبين أن صدمات شروط التبادل يتكرر حدوثها في نظام سعر الصرف الثابت واتضح بشكل خاص أن الاستجابة كانت غير متناظرة في الأنظمة الثابتة، أين يتجاوب الإنتاج في هذا النظام بشكل أقوى في حالة الصدمات السلبية مقارنة بالصدمات الإيجابية. ويؤكد المنظران أن نظام سعر الصرف الثابت يضاعف من تأثير السليبي لصدمات شروط التبادل محدثة انخفاض في النمو³.

¹ Ghosh. A, Gulde. A, et Wolf. H, « Exchange rate regimes, choices and consequence », op-cit, p.23.

² Levy-Yeyati. E, Sturzenegger. F, « To float or to trail: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth », American Economic Review, Vol.93, No.4, 2003, p.44.

³ Edwards. S, Levy-Yeyati. E, « Flexible exchange rates as shock absorbers », op-cit, 2003, p.11.

من ناحية أخرى قدم Broda (2002)، دراسة مثيرة للاهتمام بشأن هذه المسألة انطلاقاً من عينة شملت 74 بلداً نامياً على الفترة 1973-1996، فقد بحث إلى تحديد إذا كانت الصدمات السالبة لشروط التبادل (termes de l'échange) تؤثر بطريقة مماثلة على الإنتاج، سعر الصرف الحقيقي والتضخم حسب نظام سعر الصرف فكانت أهم نتائج هذه الدراسة كالتالي:¹

- بعد سنتين من الانخفاض بنسبة قدرها 10% لشروط التبادل، قاد ذلك إلى انخفاض الناتج الداخلي الخام (PIB) بنسبة 1,9% في أنظمة الربط مقابل انخفاض بنسبة تعادل 0,2% في الأنظمة العائمة.

- أحدثت هذه الصدمة ما يعادل 33% من تقلبات الناتج الداخلي الخام الحقيقي في البلدان النامية ذات النظام الثابت والتي تفسر بتغيرات شروط التبادل، أما في البلدان ذات النظام العائم هذه النسبة كانت تقدر بـ 15%.

- وبالمقابل الملاحظة الأخيرة تشير إلى فروق تطاير سعر الصرف الحقيقي حسب نظام الصرف، 13% في أنظمة الربط مقابل 43% في الأنظمة العائمة. بالرغم من ذلك تؤكد هذه الدراسة أن نظام الصرف العائم يعتبر الأفضل في إخماد الصدمات الحقيقية.

ويؤكد Bailliu و Al (2002)، على أهمية تأثير سياسة سعر الصرف على النمو شريطة وجود ركيزة اسمية لإدارة السياسة النقدية، غياب مثل هذه الرسالة يعيق النمو في البلدان المتبينة للأنظمة الوسيطة أو المرنة.

وفي دراسة Larrain و Parro (2005)، التقديرات القياسية المقدمة تصنف أداء النمو الاقتصادي في البلدان بالترتيب التنازلي من الأنظمة المرنة تليها أنظمة الربط المحكم ثم الأنظمة الصرف الوسيطة^(*) ويترتب تزايد التقلب من الأنظمة المرنة نحو الأنظمة الوسيطة ثم أنظمة الربط الثابت².

وهناك أدلة تجريبية أخرى، تظهر تفوق وإيجابية أنظمة أسعار الصرف الثابتة من حيث نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. عمل كل من Dubas و Al (2005)، على وضع تصنيف فعلي Facto لأنظمة

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.178.

^(*) استخدم Larrain و Parro أيضا بيانات أنظمة أسعار الصرف لـ Levy-Yeyati و Sturzenegger (2002) ولكن النتائج القياسية كانت معنوية إحصائياً بشكل مدهش، لأن كل المعاملات المقدرة كانت معنوية عند مستوى 1%.

² Larrain B. F, Parro. G, « Do exchange rate regimes matter? Evidence for developing countries », op-cit, p.13.

أسعار الصرف، ثم قاموا بتقدير تأثير أنظمة أسعار الصرف الفعلية وتأثير الاختلافات بين الأنظمة الفعلية وتلك التي أعلن عنها من قبل البلدان على النمو الاقتصادي.

وفقاً لنتائج الدراسة، البلدان النامية التي لديها أنظمة صرف ثابتة فعلية Facto نمت بشكل أسرع نسبياً وأن الدول التي تعرف تخوف من التعويم " يكون التعويم معلن Jure ولكن النظام الفعلي Facto يكون ثابتاً " أو التي تعلن وتنفذ فعلياً نظام سعر الصرف الثابت، كانت قد حققت مردودية أفضل من الفئات الأخرى (نظام المرونة المعلنه Jure، نظام المرونة الفعلية Facto ويكون النظام الثابت بشكل معلن Jure، نظام المرونة الفعلية Facto) هذه الأنظمة لم تكن واضحة ومعنوية من الناحية الإحصائية. وتم التوصل أيضاً إلى الاستنتاجات نفسها في العينة الكلية فيما يخص التخوف من التعويم.

بالمقابل، في البلدان الصناعية كان النمو منفصلاً عن نظام سعر الصرف على الرغم من أنه كان أعلى في النظام الثابت والنظام الوسيط على اعتبار أن الأثر المقدر لم يكن معنوياً، بالإضافة إلى هذه النتائج لم يظهر في هذه الدراسة أي تأثير معنوي على النمو نتيجة الاختلاف بين الأنظمة المعلنه والفعلية في كل بلد من بلدان العينة¹.

التأثير الإيجابي لسعر الصرف الثابت على النمو أكده كذلك، كل من Schnabl و De Grauwe (2004) في دراسة اختبرت تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو في الدول الأوروبية. استخدم المؤلفان لغرض التحليل تصنيف نظم أسعار الصرف في أوروبا الوسطى والشرقية من خلال الطريقة التمييزية z-scores، ولكن عند قيامهما باستخدام التصنيف الرسمي لأنظمة أسعار الصرف في الدراسة، توصلوا إلى حيادية نظام سعر الصرف اتجاه النمو.

دراسة أخرى قدمها Rogoff و Al (2004)، يؤكدون من خلالها أن جاذبية مرونة سعر الصرف تزداد مع ارتفاع مستوى التطور المالي و الاقتصادي في البلدان واندماجها في النظام المالي العالمي. الأنظمة الثابتة في الدول النامية، ينتج عنها معدلات تضخم منخفضة نسبياً ومستقرة بدون أن يعيق ذلك النمو، أي بدون تخفيضه معنوياً في المتوسط أو جعله أكثر تقلباً.

¹ Dubas M. J, Byung. L, and Nelson C. M, « Effective exchange rate classifications and growth », NBER Working Paper No. 11272, 2005, p.03.

بالمقابل في الدول الصناعية، يتحسن النمو مع مرونة سعر الصرف الاسمي دون تكلفة إضافية على التضخم. في الدول الناشئة- المندمجة بشكل أكبر في الأسواق المالية العالمية وتعاني ضعفاً من الناحية المؤسساتية- فإن الربط المحكم والجامد في أسعار الصرف يكون مكلفاً، لأنه يفضي إلى انخفاض في معدلات النمو وتعريض البلدان للأزمات العملة وهجمات المضاربة. وبالمثل، تؤدي المرونة في سعر الصرف إلى إحداث تقلبات عالية كما هو الحال في البلدان الصناعية¹.

من ناحية أخرى، قام Bleaney و Francisco (2007)، من جانبها بلفت الانتباه إلى حقيقة أن أساليب تصنيف وتحديد أنظمة أسعار الصرف تؤثر على النتائج، من وجهة نظرهم، تصنيف Rogoff و Reinhart يقود إلى تقليل من تأثير أنظمة أسعار الصرف العائمة على النمو بالمقارنة مع أربعة أنواع أخرى من التصنيفات^(*).

وجد Bleaney و Francisco أن الربط الجامد كان مرتبطاً بنمو اقتصادي ضعيف، بالمقابل التعويم لم يكن مرتبطاً بنمو أسرع، في حين لا توجد فروق كبيرة في معدلات النمو بين الأنظمة الثابتة والعائمة في البلدان النامية².

على ضوء ما تقدم، تظهر الدراسات غياب توافق في النتائج والآراء بشأن تأثير نظام سعر الصرف على نمو الناتج المحلي الإجمالي، وقد يعود سبب الاختلاف في نتائج البحوث و الدراسات في جزء كبير منه إلى الاختلاف الجوهرية في طريقة تصنيف الأنظمة، حيث أن طريقة التفرقة بين الأنظمة كانت تختلف من مخطط تصنيفي إلى آخر.

وبالتالي، يمكننا استنتاج أنه، بالاستناد إلى أنواع أخرى من تصنيفات أنظمة أسعار الصرف غير التصنيف المعلن لدى صندوق النقد الدولي، فإن بعض الدراسات التجريبية الأخيرة قد تمكنت من التأكيد على وجود صلة قوية بين طبيعة نظام سعر الصرف والنمو، بيد أن، نتائج هذه الدراسات كانت غامضة في بعض الأحيان وتختلف وفقاً للتصنيف المستخدم.

¹ Rogoff. K, Husain. A. M, Mody. A, Brooks. R, and Oomes. N, « Evolution and performance of exchange rate regimes », op-cit, p.33.

^(*) تتمثل هذه التصنيفات في تصنيف صندوق النقد الدولي، Shambaugh Bubul ،Levy-Yeyati و Sturzenegger و Ötker-Robe.

²Bleaney. M, Francisco. M, « Exchange rate regimes, inflation and growth in developing countries-An assessment », B.E. Journal of Macroeconomics 7 (1), 2007, p.22.

III-2 المردودية الاقتصادية لأنظمة أسعار الصرف فيما يخص النمو الاقتصادي

ساهمت النظرية الاقتصادية في توضيح المزايا والعيوب المنتظرة لمختلف أنظمة سعر الصرف، بينما توصلت إلى نتائج يشوبها في كثير من الأحيان بعض التعارض فيما يخص المردودية الاقتصادية لأنظمة أسعار الصرف.

على النحو الذي تشير إليه النظرية، فإذا كانت أنظمة أسعار الصرف الثابتة ترتبط عموماً بأفضل مردودية تضخمية نتيجة للمصدقية والانضباط النقدي Dornbusch (1995)، فإنه بإمكانها على النقيض من ذلك، المساهمة في تسريع وتيرة التضخم عن طريق توفير بيئة يمكن من خلالها للحكومات التصرف بدون شفافية على اعتبار أن تكاليف التضخمية تتأخر في الظهور زمنياً. أيضاً تقود أنظمة أسعار الصرف الثابتة إلى تحسن مستويات النمو الاقتصادي من خلال زيادة التبادل التجاري عن طريق الحد من مخاطر أسعار الصرف وتسهيل عملية التكامل الاقتصادي والمالي في الاقتصاد، فإنها على النظير من ذلك، قد تهدد القدرة التنافسية الخارجية للبلد على اعتبار أنها غالباً ما تكون هذه الأنظمة عرضة لاختلال مكلف للغاية، ولها تأثيرات سلبية وقد تكون خطيرة على الاقتصاد ككل بسبب زيادة تعرضها لهجمات المضاربة Obstfeld و Rogoff (1995)¹.

من ناحية أخرى، إذا كان بإمكان أنظمة أسعار الصرف المرنة نظرياً الحد من التعرض للأزمات من خلال العمل كآلية تنظيمية وامتصاص الصدمات الحقيقية، فإنه من جانب آخر ينتج في ظلها تقلب أسعار الصرف وما لذلك من تأثيرات على المستوى العام للأسعار Goldfajn و Werlang (2000) وعلى التجارة الدولية Razin و collins (1997). أما إذا كانت أنظمة أسعار الصرف الوسيطة بمثابة كحل وسط تسمح بجمع بين مزايا النظامين القطبيين Williamson (2000)، فإنها تعتبر أيضاً كأنظمة تفتقر بشدة إلى الشفافية والذي قد يتيح المجال لزيادة الاستدانة الخارجية غير مغطاة التي بدورها ترفع من مستوى المخاطر المعنوية.

الجدول التالي يوضح ملخصاً للتقديرات الرئيسية التي توضحها النظرية الاقتصادية فيما يتعلق بمردودية الاقتصاد الكلي لمختلف أنظمة أسعار الصرف.

¹ Obstfeld. M, Rogoff. K , « The mirage of fixed exchange rates », Journal of Economic Perspectives 09, 1995, p.73.

الجدول رقم (4-2): أنظمة أسعار الصرف وأداء الاقتصاد الكلي

| الأزمات | التقلب Volatility | النمو | التضخم | |
|--|---|---|---|-----------------|
| <p>- ارتفاع خطر هجمات المضاربة ضد العملة، وخصوصاً عند التعرض لتدفقات رأس المال المتقلبة.</p> <p>- التعرض لضائقة القطاع المصرفي و ارتفاع مخاطر الأزمات المصرفية بسبب فقدان دور مقرض الملاذ الأخير</p> <p>- مخاطر عالية لحدوث الأزمات ذاتية التحقق.</p> <p>- غياب استراتيجيات الخروج من الأزمات.</p> | <p>- زيادة التقلبات في ظل وجود صدمات حقيقية والجمود في الأسعار والأجور.</p> <p>- الحد من تقلبات أسعار الصرف</p> | <p>- زيادة التجارة والنمو عن طريق خفض تكاليف المعاملات.</p> <p>- تشجيع الاستثمار عن طريق تخفيض واستقرار معدلات الفائدة.</p> | <p>- قد تزيد من مصداقية السلطات ويمكن اعتمادها كخطة لتخفيض التضخم.</p> <p>- تقليل أو القضاء على الاتجاهات التضخمية عن طريق زيادة الشفافية في السياسة النقدية.</p> | الأنظمة الثابتة |
| <p>- مخاطر الأزمة تتوقف على مصداقية النظام.</p> <p>- مضاعفة تكاليف الأزمات المصرفية عن طريق زيادة مخاطر الاختيار السيئ والمخاطر المعنوية</p> | <p>- لا يوجد خطر مرتفع في التقلبات سعر الصرف على المدى القصير ولكن يبقى خطر اختلال سعر الصرف قائماً.</p> | <p>- تحسين والعمل على استقرار النمو والقدرة التنافسية للاقتصاد إذا كانت النظام يتمتع بالمصداقية.</p> <p>- قد يعمل على امتصاص الصدمات والاستقرار في دورة الاقتصاد.</p> | <p>- إذا اتسمت بالمصداقية قد تؤدي دور الربط الاسمي واستقرار توقعات التضخم.</p> <p>- قد يدخل الاقتصاد في دوامة من التخفيضات تنافسية.</p> | الأنظمة الوسيطة |
| <p>انخفاض مخاطر العملة</p> | <p>- قد يمتد تقلب</p> | <p>- يحصن الاقتصاد في</p> | <p>- غياب المرسة</p> | الأنظمة المرنة |

| | | | |
|--------------------|---|---|---|
| والأزمات المصرفية. | سعر الصرف الحقيقي إلى النشاط الحقيقي. - الارتفاع القوي في الأجل القصير للتقلب في أسعار الصرف الاسمية والحقيقية والاختلال في المدى المتوسط، لا تتعلق بالضرورة بالعوامل الاقتصادية الأساسية في الاقتصاد. | استيعاب الصدمات الخارجية ولكن أيضا يمكن أن تقلل من التجارة. | الاسمية الخارجية يمكن أن يجفز من جديد الضغوط التضخمية. - يمكن أن تقود الدرجة العالية في حرية التصرف في السياسة النقدية إلى زيادة التضخم. |
|--------------------|---|---|---|

Source: Rogoff. K, Husain. A. M, Mody. A, Brooks. R, and Oomes. N, "Evolution and performance of exchange rate regimes", IMF Working Paper, WP/03/243, December 2003.

تصفح حقل الدراسات التجريبية الخاص بأنظمة أسعار الصرف يكشف عن قلة الدراسات التي بحثت علاقة الأنظمة بالنمو والأداء الاقتصادي، بالرغم من تزايد عدد الدراسات والبحوث التي تطرقت إلى علاقة الأنظمة بالمتغيرات الأخرى (كالأزمات المالية والمصرفية، تدفقات رأس المال، أسعار الفائدة والسياسات المالية والنقدية وغيرها)، فالتطورات النظرية التي تربط بين نظام سعر الصرف والنمو لم تكن بالقدر الكافي على الرغم من أهمية الموضوع، ومع ذلك، يمكن تمييز عدد من الدراسات التي عالجت موضوع المردودية الاقتصادية لمختلف أنظمة الصرف فيما يخص النمو.

فقد توصلت هذه الدراسات إلى نتائج متباينة في بعض الأحيان حسب التصنيف المستخدم، كما سبق ذكره. تناولت دراسة Mundell (1995)، مقارنة النمو الاقتصادي في البلدان الصناعية قبل وبعد انهيار اتفاقية بريتون وودز، فتوصل المفكر إلى اكتشاف أن النمو الاقتصادي كان أسرع بكثير خلال الفترة الأولى، عندما كانت أسعار الصرف ثابتة¹. بينما، بعد تحليل بيانات 25 دولة ناشئة على الفترة 1973-

¹ Mundell R, « Exchange rate systems and economic growth », Revista di Politica, Economica, Vol.85, 1995, p.36.

1998، وجد كل من Bailliu، Lafrance و Perrault (2001)، أن أنظمة أسعار الصرف العائمة تقترن بنمو أسرع ولكن فقط في حالة البلدان المنفتحة نسبياً أمام تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وإلى حد أقل البلدان ذات الأسواق المالية المتقدمة.

تقديرات Levy-Yeyati و Sturzenegger (2000)، على عينة تغطي الفترة 1974-1999، تبين أن أنظمة أسعار الصرف الثابتة كانت ترتبط بمعدلات نمو أكثر ضعفاً وإلى زيادة التقلب في المنتج. وفي دراسة أخرى للمؤلفين (2002)، استخلصوا أن مرونة سعر الصرف تسمح بسرعة إعادة تخصيص الموارد في حالة الصدمات الحقيقية في ظل وجود جمود في الأسعار في المدى القصير¹. ويقدم الجدول رقم (3-4) أسفله دليلاً على الأداء الاقتصادي الكلي فيما يتعلق بنمو نصيب الفرد من الدخل بالقيمة الحقيقية كما أنه يقارن النتائج الرئيسية لمخطط التصنيف على أساس قانوني ورسمي ومخطط التصنيف على أساس فعلي.

الجدول رقم (3-4): أنظمة أسعار الصرف والنمو الاقتصادي (مقارنة النتائج)

| النظام | | | | | Panel A |
|--------|------------------|----------------|-------------|--------------|-----------------------|
| الثابت | الوسيط | العائم | | | |
| 1,2 | 2 | 1 | | | صندوق ن. د |
| 1,5 | 0,8 | 1,9 | | | (LVS) (2002، 2000) |
| النظام | | | | | Panel B |
| الثابت | المرونة المحدودة | التعويم المدار | السقوط الحر | التعويم الحر | |
| 1,4 | 2,2 | 1,9 | n.d | 0,5 | صندوق ن. د |
| 1,9 | 2,4 | 1,6 | 2,4- | 2,3 | (RR) (2002) |

Source: Ghosh et al , Levy-yeyati et Sturzenegger(2002، 2000), Rogoff et Reinhart, (2002).

¹ Levy-yeyati E. L, Sturzenegger. F, « Exchange rate regimes and economic performance », op-cit, p.63.

يقدم الجدول رقم (4-3) مقارنة للبيانات المستقاة من الدراسات التي أجراها كل من Levy-yeyati و Sturzenegger (LVS) و Rogoff و Reinhart (RR) مع التصنيف على أساس رسمي الخاص بصندوق النقد الدولي لثلاث أنظمة: نظام التعويم، النظام الوسيط ونظام الربط. تشير نتائج صندوق النقد الدولي إلى أن أنظمة أسعار الصرف الوسيطة ترتبط بنمو اقتصادي أكبر، بينما تؤدي الأنظمة العائمة إلى معدلات نمو ضعيفة مقارنة بباقي الأنظمة. في حين أن النتائج المتحصل عليها من قبل Levy-yeyati و Sturzenegger (2000، 2002)، وتلك المقدمة من قبل Rogoff و Reinhart (2002)، كانت على النقيض تماماً مقارنة بنتائج الصندوق، حيث تشير إلى أن النمو الاقتصادي كان أفضل بكثير في ظل نظام سعر الصرف المرن وإلى أن الأنظمة الوسيطة كانت الأقل مردودية لتحقيقها معدلات نمو ضعيفة.

تمثل النتائج التي توصل إليها Levy-yeyati و Sturzenegger (2003)، في تسجيل البلدان المستخدمة لأنظمة سعر الصرف العائم معدل نمو أعلى مقارنة بباقي البلدان¹. وهذا ما يوضحه الجدول رقم (4-4)، تسمح النتائج المتحصل عليها بالفرقة بين الدول المتقدمة والدول النامية، حيث تظهر مردودية مختلف أنظمة أسعار الصرف بوضوح من خلال النتائج المتحصل عليها في البلدان النامية.

أكثر تحديداً، البلد الذي كان قد اختار التعويم منذ سنة 1973، يكون لديه في نهاية سنة 2000 نمو أعلى بنسبة قدرها 22% من النسبة المسجلة في البلد الذي اختار التثبيت، غير أن هذه النتائج هي ذات دلالة بالنسبة للدول النامية فقط، حيث في هذه الدول أنظمة الربط لها معدل نمو سنوي أقل بنسبة 1% مقارنة بالبلدان التي اختارت المرونة.

يتضح من الجدول رقم (4-4)، أنه بالنسبة لكل الدول، فإن معدل النمو المتوسط لكل فرد في أنظمة التعويم يمثل أعلى نسبة قدرت بـ 1,9%، ثم تليها النسبة المسجلة في الأنظمة الثابتة، والتي تقدر بـ 1,5% وفي الأخير تكون هذه النسبة أقل مقارنة بنظام التعويم والثابت، حيث تقدر في الأنظمة الوسيطة بـ 1% (الجزء العلوي من الجدول).

¹ Levy-yeyati. E. L., Sturzenegger. F, « To float or fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth », op-cit, p.47.

الجدول رقم (4-4): المردودية فيما يخص النمو حسب أنظمة أسعار الصرف الفعلية «Facto» معدل النمو المتوسط لكل فرد على الفترة 1974-2000 بـ (%).

| كل الدول | | |
|---------------|----------|---------|
| الثابتة | الوسيطية | التعويم |
| 1,5 | 1,0 | 1,9 |
| الدول المصنعة | | |
| الثابتة | الوسيطية | التعويم |
| 2,3 | 1,5 | 2,3 |
| الدول النامية | | |
| الثابتة | الوسيطية | التعويم |
| 1,3 | 0,9 | 1,7 |

Source: Levy-yeyati et Sturzenegger, 2003.

ويؤكد Calvo (1999)، حسب ما يشير إليه، إلى أن الأنظمة الثابتة تسود في ظلها مخاوف حول تخفيض العملة بسبب هجمات المضاربة، ونتيجة لذلك، تكون معدلات الفائدة مرتفعة والذي يقود إلى تراجع الاستثمار والنمو على المدى الطويل¹.

علاوة على ذلك، فإن العلاقة بين أزمات العملة والأزمات المصرفية (Reinhart و Kaminsky 1999) وكذلك بين الأزمات المصرفية والنمو، تدعم أيضاً فكرة أن المرونة العالية ترتبط بأفضل مردودية اقتصادية. انطلاقاً من معادلة الانحدار المقدمة من قبل (LVS) على الدول غير الصناعية، أضاف Miles (2006)، إلى الانحدار علاوة المخاطر في السوق الموازية التي تعتبر مصدراً للتشوهات في الاقتصاد فتوصل المؤلف إلى أن نظام سعر الصرف الثابت المعلن والمصرح به يؤثر سلباً على النمو لأنه يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر².

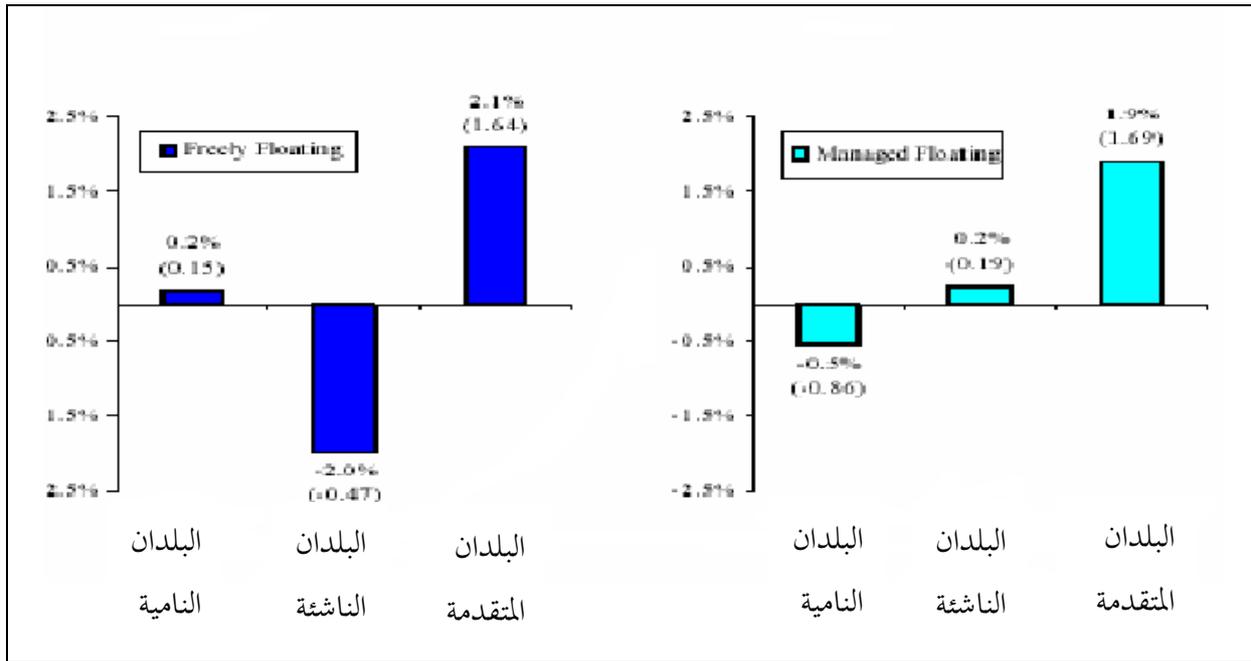
¹ Calvo, G. A, « Fixed versus flexible exchange rates: preliminaries of a turn-of- millennium rematch », Mimeo, University of Maryland, 1999, p.06.

² Miles, W, « To float or not to float? Currency regimes and growth », Journal of Economic Development 31 (2), 2006, p.19.

تبين النتائج المتحصل عليها من قبل Rogoff و Al (2004)، أن تأثير نظم أسعار الصرف على النمو تعتمد على درجة التقدم الاقتصادي، حيث ترتبط الأنظمة المرنة بمعدلات نمو أعلى في البلدان الصناعية بينما أداؤها كان ضعيفاً نسبياً في الاقتصاديات الناشئة.

في نفس الصدد، هدفت دراسة Husain، Mody و Rogoff (2005)، إلى تأكيد على أن النمو في البلدان المتقدمة، يكون أكثر سرعة في ظل النظام العائم¹.

الشكل رقم (4-2): أنظمة أسعار الصرف ونمو الاقتصادي حسب درجة التقدم الاقتصادي للدول



Source: Rogoff. K, Hussain. M, Mody. A, Brooks. R and Oomes. N, « Evolution and performance of exchange regimes », International Capital Flows, ed. by Martin Feldstein, University of Chicago Press, 2004.

¹ Husain A. M, Mody. A, and Rogoff. K. S, « Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies », op-cit, p.35.

III-3 النمو الاقتصادي في أنظمة الربط الجامد: حالة الدولار ومجالس العملة

يستعرض هذا الجزء من الدراسة مردودية النمو الاقتصادي في البلدان المدولرة ومجالس العملة كنموذجين أساسيين في أنظمة الربط الجامد.

III-3-1 مردودية النمو الاقتصادي في البلدان المدولرة: الأدلة التجريبية

العدد القليل من البلدان ذات الحجم الهام التي تتبنى الدولار، جعل من الدراسات التجريبية فيما يخص المردودية الاقتصادية لهذا النظام لا تزال غير كافية، وستتناول بالدراسة الآثار فيما يخص النمو من جهة والآثار فيما يخص تطاير الاقتصاد الكلي وتصحيح الصدمات الخارجية من جهة أخرى.

قدم Edwards و Magendzo (2002)، دراسة حول مردودية الدول المدولرة على الفترة 1970-1998، هذه الدراسة خصت 12 بلدا وثلاثة أقاليم. الجدول التالي يقدم معدلات النمو في البلدان المدولرة وغير المدولرة وكذا بالنسبة لمعدلات التضخم.¹

الجدول رقم (4-5): النمو والتضخم في البلدان المدولرة وغير المدولرة — (%).

| الفروق (أ) - (ب) | (ب) البلدان غير المدولرة | (أ) البلدان المدولرة | |
|---------------------------------------|--------------------------|----------------------|---------------|
| التضخم | | | |
| 55,11- | 59,42 | 4,30 | Moyenne معدل |
| 5,20- | 9,00 | 3,80 | Médiane متوسط |
| النمو الفردي للناتج الداخلي الخام PIB | | | |
| 0,65- | 1,20 | 0,58 | Moyenne معدل |
| 1,41- | 1,85 | 0,44 | Médiane متوسط |

Source: Edwards et Magendzo, 2002.

يتضح من الجدول أن معدل النمو الفردي للناتج الداخلي الخام كان منخفضاً في الدول المدولرة ولا يمكن استخلاص في هذا الإطار أن هذه البلدان التي تبنت هذا النظام كان لها سلوك مختلف عن البلدان الأخرى. أنصار هذا النظام يسلطون الضوء على آثار الإيجابية للدولرة على النمو من خلال تزايد ونمو

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.147.

التجارة الخارجية الدولية ومن خلال انخفاض معدلات الفائدة المحلية التي من المفروض أن تعمل على زيادة الاستثمار، غير أنه من جانب آخر فإن الدراسات التجريبية لم تؤكد المكاسب المنتظرة فيما يتعلق بالنمو.¹ حيث يظهر من الجدول أعلاه أن معدل النمو في الناتج الداخلي الخام الفردي المسجل في الدول المدولة كان أقل بنسبة قدرها (0,58%) مقارنة بمعدل النمو الفردي في الدول الأخرى التي لا تبني الدولار (1,2%)، وبالتالي يتضح ارتباط هذا النظام بنمو اقتصادي أقل ولم يتم تحديد سببية طرف على الطرف الآخر.

كما تتميز البلدان المدولة بتطايير في (volatilité) المتغيرات الحقيقية أعلى من الدول الأخرى حيث توصل Edwards و Magendzo إلى أن تطايير معدل النمو قدر بنسبة (6,45%) في البلدان المدولة مقابل معدل قدره (5,58%) بالنسبة للبلدان غير المدولة، ويتضح كذلك أن تصحيح الصدمات الخارجية هي جد مكلفة في البلدان المدولة.

قام Edwards (2003)، خلال الفترة 1970-1998 بدراسة تقلب شروط ومعدلات التبادل التجاري ومراحل تصحيح الحساب الجاري في بنما والأسواق الناشئة. النتائج الرئيسية التي توصل إليها كانت كالتالي: من جهة، إذا كان التقلب في معدلات التبادل التجاري ضعيفاً ومنخفضاً في بنما، فإن تواتر فترات التكيف الحساب الجاري كانت متشابهة بين بنما والأسواق الناشئة. من ناحية أخرى، كانت صدمات معدلات التبادل التجاري وتدهور الحساب الجاري أكثر تكلفة من حيث النمو الاقتصادي في بنما بالمقارنة مع غيرها من الأسواق الناشئة. هذا يشير إلى الصعوبات التي تعرفها بلدان الربط الجامد في مواجهة والتكيف مع الصدمات الخارجية.²

III-3-2 مردودية النمو الاقتصادي في مجالس العملة: الأدلة التجريبية

حققت مجالس العملة نجاحاً بكفاءة واضحة في مكافحة التضخم وذلك من خلال تجارب الدول التي تبنت هذا النظام في أعقاب أزمات التضخم المفرط التي شملت بلدان أمريكا اللاتينية، حيث أخذت الأرجنتين بهذا النظام سنة 1991، كما سبق ذكره، وقد حققت نتائج هامة قبل الخروج عن النظام. ويضاف إلى مزايا مجالس العملة، الجهود الناجحة التي قامت بها الاقتصاديات التي مرت بمراحل انتقالية

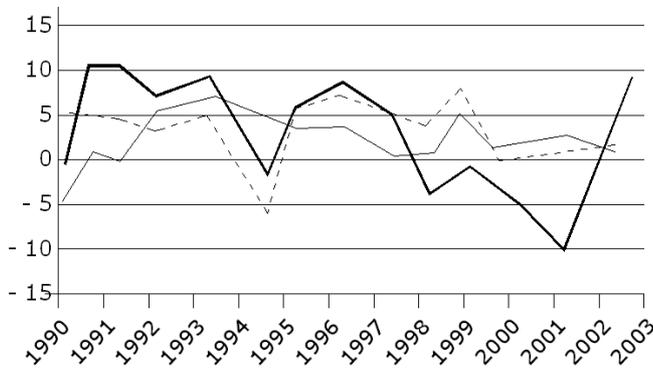
¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.148.

² Edwards, S, « Dollarization: myths and realities », in Salvatore D. Dean J. W et Willett D(éd), The dollarization debate, Oxford University Press, 2003, p.111.

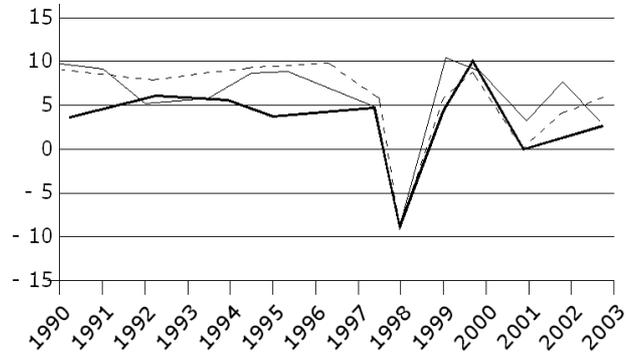
ومن بينها استونيا وليتوانيا من خلال تحقيق فعالية سريعة وأما بلغاريا فلجأت إلى هذا النظام في سنة 1997 على إثر الفوضى الاقتصادية التي عرفتتها، حيث أثبتت نجاحاً هي الأخرى.¹

فيما يخص مردودية مجالس العملة فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي حسب ما أشار إليه كل من Ghosh و Gulde و Wolf (2001)، لا تظهر أنها تعاني من نمو بطيء من غيرها في الأنظمة الأخرى، بل على العكس من ذلك، حيث على الفترة 1975-1996، كان نمو الناتج الداخلي الخام بمعدل 4% في بلدان مجالس العملة مقابل 3,3% في البلدان التي تبني أنظمة الربط الأخرى وكان بمعدل 3,1% في البلدان ذات النظام العائم، والشكل رقم (3-4) التالي يؤكد جزئياً وجهة نظر هذه.

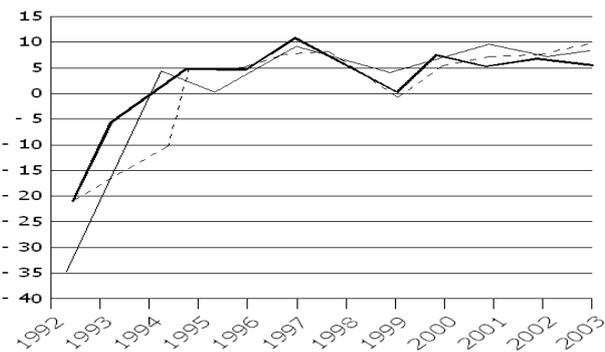
الشكل رقم (3-4): تطور الناتج الداخلي الخام الحقيقي (%).



— أرجنتين — برازيل -- مكسيك



— هونغ كونغ — كوريا الجنوبية -- ماليزيا



— استونيا — لاتفيا -- ليتوانيا



بلغاريا

Source: FMI, world economic outlook.

¹ Carlos Quenen, « La dollarisation d'avantage et inconvenients, technique et développement », op-cit, p.08.

يتم اعتماد مجلس العملة في كثير من الأحيان في حالات الاختلال العميق في الاقتصاد الكلي مع نمو اقتصادي ضعيف، فمن جانب أن هذا النظام يقود إلى استقرار الاقتصاد الكلي، فإن تبنيه يتبع غالباً بقفزة نوعية في النشاط الاقتصادي كما حدث في دول البلطيق، بلغاريا والأرجنتين.

ومن جانب آخر فإن تطور الناتج الداخلي الخام الحقيقي في الأرجنتين وهونغ كونغ من خلال تجربة الدولتين، تبين أن مردودية الاقتصاد الكلي قد تراجعت بشكل معتبر خلال سنوات التسعينيات بعد الأزمات المالية المتتالية التي قد مست الأسواق الناشئة، حيث صمد نظام مجلس العملة في هونغ كونغ أمام الهجمات المضاربة لسنة 1997، وكان تكلفة ذلك، ارتفاع معدلات الفائدة والذي أدى إلى ركود مستمر في النشاط، فمنذ ذلك التاريخ تراجع نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي في هونغ كونغ مقارنة بالنمو في كوريا الجنوبية وماليزيا في تلك الفترة.

بطريقة مماثلة تراجعت المردودية في الأرجنتين بقوة انطلاقاً من سنة 1997، هذه المعطيات تؤكد أن هذا النظام لا يسمح للسلطات للاستجابة للصدمات السلبية بسهولة وكتيجة لذلك تصحيح الاقتصاد يكون طويلاً ومكلفاً فيما يخص النشاط والعمالة.¹

هذه النتائج تم تأكيدها من طرف Edwards و Levy-yeyati سنة 2003، انطلاقاً من عينة 100 بلد على الفترة 1974-2000، حيث يتكرر حدوث صدمات شروط التبادل في نظام سعر الصرف الثابت ويتضح بصورة خاصة أن الاستجابة تكون غير متناظرة في الأنظمة الثابتة، أين يتجاوب الإنتاج في هذا النظام بشكل أقوى بالنسبة للصدمات السلبية منه بالنسبة للصدمات الإيجابية.²

بصورة عامة، التجربة ما بعد الأزمة لبعض الأسواق الناشئة لا توحى بأن التعويم هو بالضرورة أكثر تكلفة من حيث النمو وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

¹ Jean-Pierre Allégret, Op.cit, p.128.

² Edwards. S, Levy-Yeyati. E, Op.cit, p.12.

الجدول رقم (4-6): المردودية الحقيقية في أنظمة الربط الجامد والأنظمة المرنة.

| تغير بالنسب المئوية لشروط التبادل | | | | | تغيرات بالنسب المئوية لمعدل النمو الحقيقي PIB | | | | | | |
|-----------------------------------|-------|------|------|------|---|------|------|------|------|------|-----------|
| 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 | 2000 | 1999 | 1998 | 1997 | 1996 | 1995 | |
| مجلس العملة | | | | | | | | | | | |
| 0,7 | 5,3- | 2,2 | 1,9 | 5,7- | 0,5- | 3,4- | 3,8 | 8,1 | 5,5 | 2,8- | الأرجنتين |
| 0,8- | 1,2 | 0,7 | 1,0 | 1,6- | 10,5 | 3,0 | 5,3- | 5,0 | 4,5 | 3,9 | هونغ كونغ |
| الأنظمة المرنة | | | | | | | | | | | الدول |
| المصنعة | | | | | | | | | | | |
| 5,3 | 3,4 | 1,9- | 1,3- | 3,5- | 3,8 | 4,7 | 5,6 | 3,8 | 3,7 | 4,4 | أستراليا |
| 2,3- | 0,5- | 1,0- | 1,5- | 0,3- | 3,7 | 3,8 | 0,6- | 2,2 | 3,6 | 4,3 | نيوزلندا |
| 0,3 | 0,0 | 0,0 | 0,2- | 1,7 | 9,9 | 5,9 | 0,1 | 8,5 | 7,7 | 8,0 | سنغافورة |
| الدول الناشئة | | | | | | | | | | | |
| 4,5- | 13,6- | 3,8 | 16,6 | 14,8 | 5,4 | 1,1- | 3,9 | 7,4 | 7,4 | 10,6 | الشيلي |
| 4,0 | 2,5- | 0,8- | 2,8 | 2,8- | 6,9 | 3,7 | 5,0 | 6,8 | 5,2 | 6,2- | المكسيك |

Source: Larrain et Valasco, 2001.

شهد بلدي الربط الجامد: الأرجنتين وهونغ كونغ تراجعاً حاداً خلال الفترة ما بعد الأزمة، بينما تعرضت البلدان ذات النظام العائم إما إلى ركود طفيف (الشيلي) أو إلى بطئ ضعيف في معدلات النمو (المكسيك) وهي نفس الوضعية التي عرفتتها أستراليا ونيوزلندا الجديدة في سنة 1998. أما فيما يخص تغيرات شروط التبادل كانت النتائج أكثر وضوحاً حيث كانت الشيلي الأكثر تأثراً (انخفاض أكثر من 14%) متبوعة بالأرجنتين، أستراليا، المكسيك ونيوزلندا.

هونغ كونغ قد عرفت في سنة 1997 و1998 تحسن في شروط التبادل، أما الركود في هذا الاقتصاد كانت نتيجة للصعوبة في التصحيح بسبب تبني مجلس العملة ويظهر هذا أكثر وضوحاً في سنغافورة أين

يكمن الاختلاف الرئيسي مقارنة بهونغ كونغ في نظام سعر صرفها الذي عرف مردودية أفضل من حيث النمو.¹

تسمح هذه النتائج بالتعرف على مزايا وعيوب مجالس العملة، الدولار كنموذجين في أنظمة ربط جامد من ناحية الأداء والمردودية المحققة في النمو الاقتصادي. ويبدو أن التجارب تظهر محدودية مثل هذه الأنظمة. على وجه التحديد، تواجه مجالس العملة والدولرة صعوبات التكيف مع الصدمات، والتي تميل إلى أن تكون متنامية مع زيادة مدة تبني النظام.

التحليل بالاستناد إلى نظرية مناطق المثلى للعملات يوحي بدوره بأن عملية الدولار ومن المرجح أن تظل محدودة في نطاقها نظرا لعدم التزامن في دورات الاقتصاديات بين الولايات المتحدة والبلدان الأخرى.

III-4 أنظمة أسعار الصرف والنمو: الدروس المستفادة من الأزمات (حالة الدول الناشئة)

توضح تجارب الأزمات السابقة، بأن أنظمة الصرف الثابتة كانت الأكثر عرضة للأزمات النقدية حيث يشير Al et Goldstein (2000)، إلى أن تقييم سعر الصرف الحقيقي بأكثر من قيمته هو أحد المؤشرات الأكثر أهمية للإنذار بأزمة عملة قادمة، ولأن النظام الثابت لا يسمح في الغالب، بتعديل سعر الصرف الحقيقي، حيث يظهر إضرار النظام الثابت بالنمو في حالة التخلي عنه بعد التعرض لأزمة نقدية². فقد تجر الأزمات، السلطات على ترك النظام الثابت عند حدوثها كما أكدته الأزمات السابقة. بينما تستمر الأنظمة المرنة مع حدوث الأزمة، هذه الأخيرة تؤدي إلى تدهور سريع في قيمة العملة وبالتالي لن يتغير وضع النظام المرن، في حين يعتبر تغير سعر الصرف الحقيقي مكلفاً على الناتج في ظل الأنظمة الثابتة بسبب محاولة السلطات الحفاظ على النظام لأطول فترة ممكنة بالرغم من انهياره في النهاية وبذلك تكون تكلفة الأزمة تحت النظام الثابت قبل انهيار العملة.

ويؤكد Al et Ghosh (2002)، هذه النتيجة من خلال دراستهم لعلاقة معدل النمو بالأزمات النقدية في ظل النظامين المرن والثابت على فترات قبل وأثناء الأزمة وبعدها، فتوصلوا إلى أن النمو في ظل النظام الثابت يبدأ بالانخفاض التدريجي قبل الأزمة ومن ثمة ينهار أثناء الأزمة وبعد ذلك يتجه إلى

¹ Jean-Pierre Allégret, Op-cit, p.178.

² Goldstein. M, Kaminsky. G and Reinhart. C.M, « Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets », Washington, D.C: Institute for International Economics, 2000, p.17.

الركود، بينما ينخفض النمو مع النظام المرن قبل الأزمة ثم يبدأ بالتزايد أثناء الأزمة¹. وكما يبدو أن أزمة العملة لا تكون شديدة الوطأة في ظل النظام المرن، لأنه يمكن مواجهتها بسياسة نقدية توسعية مما يحفز الاقتصاد على الأقل في الأجل القصير، بالإضافة إلى أن تدهور قيمة العملة في ظل النظام المرن تكون أقل كلفة من عملية التخفيض مع النظام الثابت نتيجة فقدان ميزة المصدقية. من الناحية التجريبية أيضاً، تقدم الأزمة المالية العالمية الأخيرة (2008)، تجربة جديدة تتيح فرصة التعرف على الأداء الاقتصادي لمختلف أنظمة أسعار الصرف فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي وبشكل خاص في الدول الناشئة على اعتبار أن هذه العينة من الدول تتيح مجالاً أكبر للمقارنة، لتبينها نظم صرف مختلفة ولميزاتها الخاصة حيث كانت موضوعاً للأزمات متكررة سابقة، أين كان لطبيعة أنظمة صرفها دوراً مركزياً في نشوب الأزمات في هذه الدول.

وبالرغم من أن الأسواق الناشئة لم تكن في مركز الأزمة، فإنه يمكن الاستفادة من بعض الدروس الهامة منذ تاريخ اندلاع الأزمة، من بينها أهمية اختيار نظام سعر الصرف والمردودية الاقتصادية بناء على الأوضاع التي سادت هذه الدول أثناء الأزمة وبعدها، لاسيما من حيث الخسائر المسجلة في الإنتاج والنمو.

على ضوء دراسة حديثة لصندوق النقد الدولي، أنظمة الصرف الوسيطة أضفت إلى أعلى معدلات نمو في المتوسط، التي نتجت عن ايجابيات الركيزة الاسمية (انخفاض تقلب أسعار الصرف الحقيقية والاسمية والاندماج في التجارة الدولية) وتجنب أهم السلبيات الرئيسية (المبالغة في تقدير قيمة أسعار الصرف). ويبدو مع ذلك أن البلدان التي لديها نظام سعر صرف ثابت أو نظام وسيط كانت أكثر عرضة لأزمات نقدية ومالية دون أن تكون موضوعاً لأزمات النمو (Ostry, Ghosh و Tsangarides (2010))². في دراسة أخرى، بناء على توقعات نمو الناتج المحلي الإجمالي المعدلة في عام 2009، (مقارنة التوقعات قبل الأزمة وبعد بلوغ الأزمة أوج مراحلها في سبتمبر 2008) تم استخلاص أن مرونة سعر الصرف تخفض وتحدد تأثير الأزمة Berkmen و Al (2009)³.

¹ Ghosh. A, Gulde. A. and Wolf. H, « Exchange rate regimes », op-cit, p.13.

² Ghosh. A, Ostry J. D and Tsangarides. C, « Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system », op-cit, p.32.

³ Berkmen. P, Gaston. G, Rennhack. R, and Walsh. J, «The global financial crisis: explaining cross-country differences in the output impact », IMF Working Paper 09/280 (Washington: International Monetary Fund), 2009, p.43.

تشير النظرية أن مرونة أسعار الصرف التي تسهل عملية التصحيح والتكيف ينبغي أن تقود إلى خسائر أقل في الإنتاج في حالة الصدمات الخارجية، وهو الاعتقاد الشائع أيضا إزاء الأزمة العالمية (2008)، على أن البلدان التي تتخذ الأنظمة الأكثر مرونة قد تصمد على نحو أفضل أثناء الأزمة، ومع ذلك نجد أن البلدان التي لديها نظام سعر صرف ثابت لم يكون خروجها من الأزمة أفضل أو أسوأ من أنظمة المرونة. قام C. Tsangarides وخبراء في صندوق النقد الدولي (2010)، بدراسة عينة شملت 50 دولة ناشئة حسب التصنيف الفعلي Facto لأنظمة أسعار الصرف، في نهاية كل فترة تحليل اعتبرت كأنظمة صرف ثابتة: الربط الثابت (بدون وجود عملة محلية رسمية، أو مجالس العملة)، النظام الثابت التقليدي، الربط داخل نطاقات أفقية والربط المتحرك، البقية كانت أنظمة تعويم. قام المنظرون بإجراء مقارنة معدل نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي على عدة فترات، على الفترة 2007-08، 2007-09، والفترة 2008-09، ومن الممكن أيضا أن اختيار نظام سعر الصرف قد يؤثر على معدل النمو قبل الأزمة، لذلك قاموا بتحليل تغيير الأنظمة من حيث الأرقام المطلقة والنسبية المسجلة.

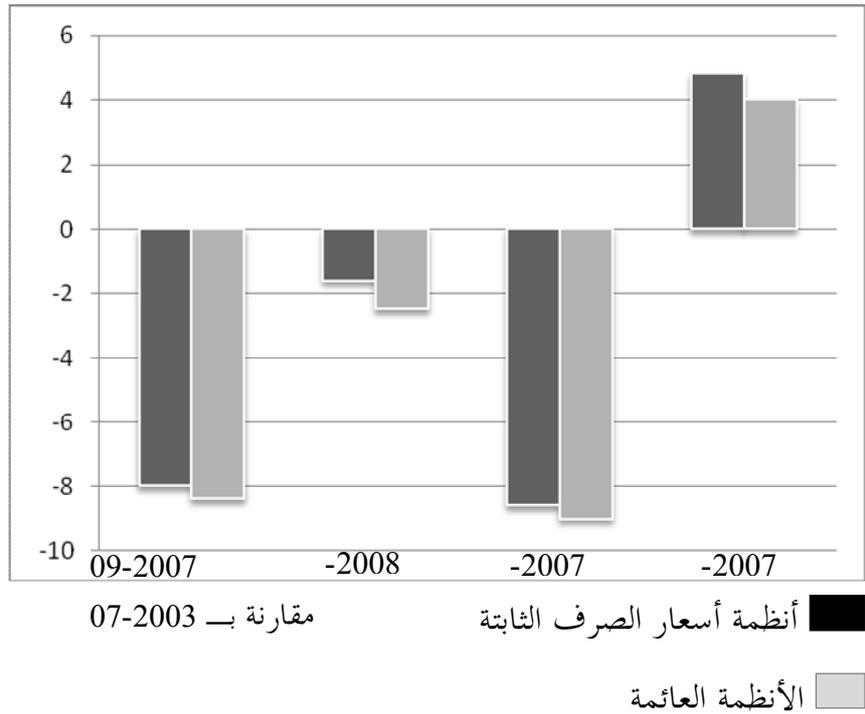
يبدو من خلال الأعمال الأولية أن البلدان الأكثر مردودية وأداءً المتبنية للنظام الربط أو العائم قد تركت أسعار صرفها الحقيقية تتحرك في الاتجاه الذي خفض الاختلال الأولي¹.

يقود الفحص الأولي للبيانات الإجمالية المسجلة إلى نتائج مثيرة للدهشة سواء بالأرقام المطلقة أو النسبية في معدلات النمو قبل الأزمة، فالدول ذات النظام العائم قد تعرضت في المتوسط إلى انخفاض في الإنتاج أكثر وضوحا من البلدان التي تتبنى نظام سعر الصرف الثابت كما يظهره الشكل البياني أسفله رقم (4-4). في بداية الأزمة كان متوسط النمو المسجل في بلدان الأنظمة الثابتة يتجاوز متوسط النمو المحقق في بلدان التعويم بأكثر من نصف نقطة (المعدلات بالنسب المئوية)، أثناء ازدياد حدة الأزمة، تعرضت بلدان الأنظمة الثابتة إلى انخفاض أقل في النمو الاقتصادي مقارنة ببلدان التعويم (-8,6 نقاط و -1,6 نقطة بالنسبة للفترتين 2007-09، 2008-09، على الترتيب، مقابل -9,0 نقاط و -2,5 نقطة).

وتم الحصول أيضا على نتائج غير منتظرة عند احتساب الانخفاض في الإنتاج بالمقارنة مع معدلات النمو السابقة بين الفترتين 2007-09 و 2003-07 (العمود الأول والثاني في الركن الأيسر في الشكل البياني).

¹ Fonds monétaire international, « Perspectives de l'économie mondiale avril 2010: rééquilibrer la croissance », Etudes économiques et financières, Washington, 2010, p.14.

الشكل رقم (4-4): متوسط النمو في المراحل المختلفة للأزمة (بالنسب المئوية)



Source: Fonds monétaire international | Avril 2010

فما هو تفسير ذلك؟ يتساءل المنظرون، من جهة، فكرة أن بلدان الأنظمة الثابتة خرجت من الأزمة بطريقة أقل كلفة قد تكون مجرد خطأ، بسبب بعض الحالات الاستثنائية، عدم الاستناد على عينة تمثيلية مثلاً، و قد يرجع سبب الخطأ أيضاً في جزء كبير منه إلى طريقة تصنيف الأنظمة، لأن بعض البلدان ذات النظام الثابت اختارت وأقدمت على التكيف مع الأزمة عن طريق الاتجاه إلى المرونة في نظام سعر صرفها (جعل سعر الصرف أداة تعديل). في واقع الحال، كان تراجع عدد البلدان ذات نظام الربط النقدي - خاصة الربط المرن أو الوسيط - بشكل ملفت بعد بداية الأزمة وهو الاتجاه الذي كان عكسياً تماماً في عام 2010، كما توضحه المعطيات، فقد تم ملاحظة أيضاً نفس الاتجاه نحو مرونة أكبر أثناء الأزمة الآسيوية عام 1997.

وبالتالي، كانت النتائج مضللة لاحتواء العينة على بلدان قد غيرت النظام بدافع يتعلق بعدم قدرتها على التكيف مع الأزمة في ظل نظامها الأصلي.

إذا كانت الأنظمة الثابتة قد سارت جنباً إلى جنب مع فقاعات الأصول التي انفجرت مما تسبب في انكماش اقتصادي ثم التخلي عن النظام، فإنه يكون من المححف والخطأ إسناد الأداء والمردودية الضعيفة في النمو الاقتصادي إلى النظام العائم الجديد المتبنى.

بالإضافة إلى الانتقال من نظام إلى آخر، الأثر الأخر المحتمل والذي يلقي ضللاً من الشك على الشكل البياني السابق رقم (4-4)، يتمثل في أن المتوسطات غير المرجحة لم تأخذ في الاعتبار عوامل أخرى يمكن أن تؤثر على صمود النمو أثناء الأزمة، من بينها تأثير نمو طلب الشركاء التجاريين على الاقتصاد المحلي مثلاً. للتخلص من هذه النقائص قام المنظرون بتجاهل التغيرات في التصنيف خلال الفترة 2008-09 والحفاظ على تصنيف البلد في الفئة حيث كان في الأصل.

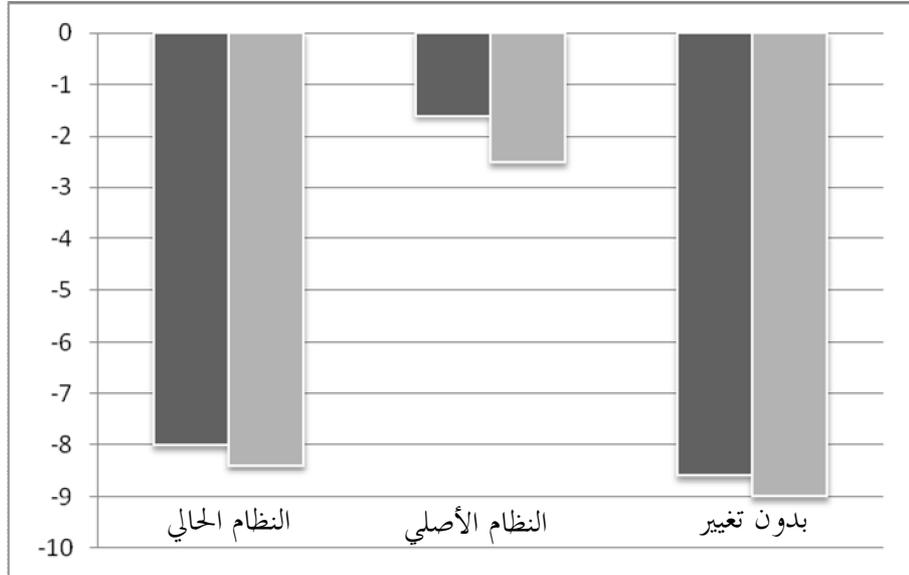
باستخدام تحليل الانحدار الذي يسمح بالأخذ بعين الاعتبار طلب الشركاء التجاريين وشروط التبادل التجاري للسلع الأساسية، الديون الخارجية على المدى القصير، مستويات احتياطات الصرف وغيرها من العوامل المحددة، فضلاً عن تغيير نظام سعر الصرف. قام الخبراء بتقدير النمو كمتغير تابع على الفترة 2008-09 مقارنة بالفترة 2003-07.

يوضح الشكل البياني أسفله رقم (4-5) معدلات النمو بالنسبة للبلدان النظام الثابت والعائم على أساس تحليل الانحدار في ظل الأنظمة الحالية، بتصنيف البلدان على كل الفترة حسب نظامها الحالي في ديسمبر 2007 (العمود الثاني) واستبعاد جميع البلدان التي غيرت النظام خلال فترة التحليل (العمود الثالث). تحليل الانحدار بعد عزل تأثير تغيير النظام وغيره من العوامل التي تؤثر على الأداء الاقتصادي للأنظمة قاد إلى تغييرات معتبرة في النتائج المقدمة في الشكل البياني الأول، بلدان ذات نظام سعر الصرف الثابت لم تحقق نتائج أفضل من بلدان أنظمة التعويم كما يوضحه الشكل البياني، ولم يكن هناك فروق كبيرة في معدلات النمو من نظام إلى آخر في الاقتصاديات الناشئة.

وهو ما يشير إليه أيضاً كل من Rogoff و Al (2003)، على أن تأثير المرونة على نمو في البلدان الناشئة يعتبر غامضاً للغاية. بالنسبة للبلدان المتقدمة، نظام سعر الصرف العائم الحر هو النظام الأفضل مردودية من حيث الأداء والنمو، في حين الربط الجامد لسعر الصرف يقتزن مع انخفاض معدلات النمو¹.

¹ Rogoff, K, Husain, A. M, Mody, A, Brooks, R, and Oomes, N, « Evolution and performance of exchange rate regimes », op-cit, p.30.

الشكل البياني رقم (4-5): متوسط معدل النمو المتوقع من خلال الانحدار بالنسبة للفترة 2008-09 مقارنة بالفترة 2003-07 (بالنسب المئوية)



Source: Fonds monétaire international | Avril 2010

■ نظم أسعار الصرف الثابتة

□ الأنظمة العائمة

تشير النتائج إلى أن الاعتقاد السائد بأن الأسواق الناشئة المتبينة للأنظمة العائمة تكون بالضرورة أفضل صموداً أمام الأزمة المالية، يبدو أنه لم يتم تأكيده في هذه الدراسة. بعد الأخذ بعين الاعتبار تغيير النظام والسيطرة على عوامل أخرى كمحددات للنمو مثل مدى الاضطراب في الطلب الخارجي، اتضح أن معدلات النمو المسجلة في البلدان ذات النظام العائم لم تختلف عن تلك المعدلات المحققة في البلدان التي تتبنى النظام الثابت.

بالنظر إلى أن البلدان الأنظمة الثابتة تكون بطبيعتها غير ملائمة وسلبية في مواجهة الأزمات لفقدانها استخدام أداة سعر الصرف لتخفيف أو إخماد آثار الأزمات، فكيف لم تتأثر بشكل أسوأ من بلدان التعويم؟ وفقاً للأعمال الأولية المقدمة، كانت معدلات تغطية الديون قصيرة الأجل باستخدام احتياطات هذه الدول أكثر ارتفاعاً قبل الأزمة وكما سبق ذكره في بداية الدراسة فإن أسعار الصرف الحقيقية في البلدان ذات الأداء الأفضل كانت تتحرك خلال الأزمة في الاتجاه الصحيح، أي في اتجاه الحد من الاختلال الأولي.

الخاتمة

حاولت مختلف النظريات الاقتصادية تفسير النمو الاقتصادي، فقد بينت أن النمو مرتبط بعامل تراكم رأس المال، والرأس المال البشري، هذا من جهة وزيادة الإنتاجية من خلال الابتكارات، مع وجود ارتباط وثيق بين كل من النمو والانفتاح والتطور المالي من جهة أخرى.

وقد خصت الأعمال الحديثة التي اهتمت بدراسة النمو الاقتصادي سياسة سعر الصرف بدور واضح كأحد محددات النمو و أكدت على العلاقة القوية بين تغيرات سعر الصرف والنمو الاقتصادي.

علاوة على ذلك، يظهر تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو من خلال عملية التصحيح والتعديل من الصدمات الاقتصادية، من خلال الآلية التلقائية لعزل الاضطرابات الخارجية من التأثير على الاقتصاد المحلي، وتؤكد النظرية الاقتصادية أيضاً، أن نظام سعر الصرف بإمكانه التأثير على النمو الاقتصادي من خلال تأثيراته على محددات أخرى غاية في الأهمية يتوقف عليها النمو تتمثل في الاستثمار، الانفتاح على التجارة الدولية وتدفق رؤوس الأموال وتطور القطاع المالي.

فيميز النظام الثابت بزيادة معدلات الاستثمار نظراً لتخفيضه لكل من حالة عدم التأكد وتقلب سعر الصرف الاسمي، غير أن ما يقلل من أهمية تلك الميزة هو عدم تواجد آلية التعديل من الصدمات، التي ينتج عنها عدم الكفاءة في استخدام رصيد رأس المال ويقلل أيضاً من أهمية تحفيز النظام الثابت على التجارة الخارجية. وحتى يستفيد البلد من مزايا تبني النظام المرن فيجب أن يكون قطاعه المالي متطوراً.

بعض الدراسات التجريبية التي بحث العلاقة بين نظام سعر الصرف وأداء الاقتصاد الكلي لاسيما من حيث النمو الاقتصادي، فشلت في تمييز صلة واضحة بين النمو ونظام سعر الصرف وكانت النتائج المترتبة عنها غامضة في بعض الأحيان. وقد يعود سبب في ذلك إلى اعتماد أغلب هذه البحوث على التصنيف الرسمي المعلن من قبل البلدان والذي يختلف عن التصنيف الفعلي المطبق نتيجة للضغوط التي يتعرض لها الاقتصاد أو التخوف من التعويم أو التخوف من الإعلان عن تسيير سعر الصرف.

بينما الكثير من الدراسات القياسية الأخرى التي تعتمد على التصنيفات الواقعية والفعالية للأنظمة، تصنف أداء النمو في البلدان بالترتيب التنازلي من الأنظمة المرنة تليها أنظمة الربط المحكم ثم الأنظمة الصرف الوسيطة ويترتب تزايد التقلب من الأنظمة المرنة نحو الأنظمة الوسيطة ثم أنظمة الربط الثابت.

الفصل الخامس

القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة
أسعار الصرف على التضخم و النمو
الاقتصادي باستخدام بيانات بانل

مقدمة

تطور عدد الدراسات في الآونة الأخيرة التي بحثت العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والمردودية الاقتصادية فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي والتضخم، والتي حاولت أن تأخذ في الاعتبار التطور المعترف في التصنيفات الفعلية والحديثة لأنظمة أسعار الصرف وتقنيات الاقتصاد القياسي وبشكل أساسي الاقتصاد القياسي لبيانات بانل. ومع ذلك لم تتوصل نتائج هذه الدراسات إلى توافق وإجماع حول المردودية الاقتصادية لكل نظام صرف، وهذا راجع لعدة أسباب، أهمها أنها كانت تستند على تصنيفات مختلفة لأنظمة وبالتالي تعتمد وتتأثر بطريقة التصنيف، هذا بالإضافة إلى منهجية الاقتصاد القياسي المستخدمة. يرى الخبراء أن تطبيق نظام سعر الصرف الثابت مع تحرير التجارة، بإمكانه تضيق الفجوة بين الأسعار المحلية ومثيلاتها العالمية ومن ثم زيادة تنافسية الصادرات، حيث تثبت سعر الصرف يعطي مصداقية أكبر لتطبيق سياسة تقليل التضخم والالتزام بها. في حين تشير دراسات أخرى أن نظام سعر الصرف المرن قد يوفر نفس القدر من المصداقية، لأن تعديل سعر الصرف المرن يتم من خلال حركات سعر الصرف التي يمكن لجميع المتعاملين ملاحظتها، بينما يتم التعديل في النظام الثابت من خلال خسائر في الاحتياطات وفي بعض الحالات الزيادة في الدين الخارجي، الأمر الذي قد تصعب مراقبته إذا كانت أنشطة البنك المركزي تتمتع بدرجة أقل من الشفافية.

كما تشير الكثير من الأدبيات المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف إلى أن هناك تأثير لأنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي، ويكون ذلك التأثير إما بشكل مباشر من خلال تأثير سعر الصرف بالصدمات أو بشكل غير مباشر بتأثير نظام سعر الصرف على كل من الاستثمار، التجارة وتطور القطاع المالي، فمثلا وجد أن الدول التي تستخدم أنظمة أسعار الصرف الثابتة واجهت تراجعاً كبيراً في الناتج المحلي الإجمالي في الوقت الذي تحفز فيه أنظمة أسعار الصرف المرنة وتقود إلى نمو اقتصادي أكبر. وتشير دراسات أخرى إلى أن نظام سعر الصرف المرن من الممكن أن يقود إلى إيجاد صدمات أخرى في الاقتصاد تؤدي

إلى تعطيل الدورة الاقتصادية وبالتالي تخفض النمو الاقتصادي، خاصة في تلك الدول التي لا يكون بها النظام المالي متطورا للتعامل مع الصدمات.

وخلال عقد التسعينات من القرن الماضي وأوائل القرن الحالي تشير الكثير من الدراسات إلى هشاشة أنظمة أسعار الصرف الوسيطة وافتقارها إلى المصدقية، هذه الآراء نتجت في أعقاب أزمات العملة التي عصفت بالأسواق الناشئة، في غضون ذلك نجت بعض الدول الناشئة الأخرى من الأزمات، من خلال تبني نظام سعر صرف أكثر مرونة وبالتالي ازدادت أهمية التوجه نحو الأنظمة الركنية، باعتبارها الحلول المستدامة في بيئة دولية تتسم بالحركة القوية لرؤوس الأموال الدولية، حيث يشير العديد من المراقبين إلى عدم قابلية الأنظمة الوسيطة لأسعار الصرف للصمود أمام الأزمات.

إشكالية التحكيم بين أنظمة أسعار الصرف وتأثيرها على المردودية الاقتصادية فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي والتضخم، كان هدف تحليل الاقتصاد القياسي في هذا الفصل، وقد اخترنا لإجراء التحليل الفترة من سنة 1980 إلى سنة 2008، بتطبيق نماذج بانل الديناميكية تخرج بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية والتي تأخذ خصوصيات كل بلد، على عينة تتألف من 50 دولة تتشكل من 14 دولة متقدمة، 18 دولة ناشئة و18 دولة نامية، ومن أجل الحصول على قيم مقدرمة متسقة وغير متحيزة لمعاملات الخطر هذه النماذج، سوف يتم استخدام الطريقة العامة للعزوم (GMM).

وقد تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية: يعرض المبحث الأول الإطار القياسي المتبع في التحليل والذي يشتمل على تعريف بيانات بانل والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق الاختيار فيما بينها. ويتناول المبحث الثاني القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم. ويختص المبحث الثالث بعرض التقدير القياسي لمبحث تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي.

I- التعريف بالإطار القياسي المتبع في التحليل

يستعرض هذا المبحث الإطار القياسي المتبع في التحليل والذي يشتمل على تعريف نماذج أو بيانات بانل والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها، واختبارات دراسة الاستقرار وعلاقات التكامل المترامن على بيانات بانل. يقسم هذا المبحث إلى أربعة أجزاء:

I-1 تعريف وأهمية بيانات بانل Panel Data

تعرف قاعدة بيانات بانل لمقطع عرضي وسلاسل زمنية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. المقصود ببيانات بانل هي المشاهدات المقطعية، مثل الدول أو الأسر أو السلع... الخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية. وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل، كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة¹.

وتجدر الإشارة إلى أن تسمية بيانات بانل متعددة، فقد تسمى البيانات المدجة التي تشتمل على أعداد كبيرة من المفردات، كما قد تسمى أيضاً ببيانات الطولية Longitudinal Data عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة، وأي من هذه التسميات متماثل حيث أن استخدامها في الأدب التطبيقي كان عاماً². والتسمية المعتمدة في هذا الفصل ستكون بيانات بانل *Données de panel*.

اكتسبت نماذج بانل في الآونة الأخيرة اهتماماً كبيراً خصوصاً في الدراسات الاقتصادية، نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن و أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، على حد سواء، الكامن في بيانات عينة الدراسة. ويتفوق تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من الإيجابيات، ويلخص Hsiao (2003)، فوائد تحليل بانل³، ومنها:

– التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.

¹ Dielman, « Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis », Texas Christian University, USA, 1989. p.02.

² Frees. A, Kim, « Longitudinal and Panel Data », University of Wisconsin, Madison, 2007, p.02.

³ Hsiao C., « Analysis of panel Data », Cambridge University Press, Cambridge, 2003, p. 12.

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات بانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.

- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضاً تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة، الفقر والنمو وغيرها. ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات بانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى¹.

- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة *omitted variables*، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة *biased estimates* في انحدارات المفردة². وتبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ" الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

حيث تساعد هذه النماذج في منع ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ *Heteroscedasticity* الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية، فبخلاف السلاسل الزمنية للاقتصاد الكلي فإن نماذج بانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع ضبط انعدام التجانس بينها، حيث أن واحداً من المصادر الهامة لانعدام ثبات التجانس لبيانات المقطع العرضي هو حذف معلومات ثابتة نسبياً من الوحدات الفردية³. كما أن استخدام نماذج *Données de panel* سيتيح لنا التخفيف من مشكلة التعدد الخطي (*Multicollinearity*)، كذلك توفر نماذج بانل درجة حرية أكبر مما يعني الحصول على تقديرات أفضل.

كما تبرز كذلك أهمية إعداد بيانات و نماذج بانل عندما يرغب الباحث بتقدير نموذج لمقطع عرضي لا تكفي بياناته لوصف سلوك هذا المقطع. وبالتالي تتيح هذه نماذج وصف سلوك مجموعة معينة من الدول الأفراد، المنشآت كلاً واحداً خلال فترة زمنية معينة، مما يتيح الحصول على تقديرات تعبر عن معلومات

¹ Badi H. Baltagi, « Econometric Analysis of Panel Data », 3rd ed. John Wiley & Sons, Ltd. 2005, pp.4-9.

² Dimitrios A. and Stephen G. Hall, « Applied Econometrics: A modern approach », 1st ed. Palgrave Macmillan, 2007, p.344.

³ Peracchi F, « Econometrics », England, John Wiley & Sons LTD., 2001, p.397.

أكثر وحقائق أفضل كونها تعبر عن معلومات تعطيها بيانات المقطع العرضي فضلاً عن معلومات تعطيها السلسلة الزمنية.

I-2 النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لانحدار بيانات بانل كما قدمها W. Green (1993) على

$$y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(1) \quad \text{الشكل التالي:}$$

حيث أن: $i = 1, 2, \dots, N$ تعبر عن الوحدات المفردة و $t = 1, 2, \dots, T$ تعبر عن فترات الزمن و Y_{it} متجه عامودي $nT \times 1$ يمثل المتغير التابع، X_{it} مصفوفة $nT \times k$ للمتغيرات المستقلة، β متجه عامودي $k \times 1$ للمعلمات المراد تقديرها، حيث يفترض النموذج وجود عدد k من المعلمات في X_{it} دون الحد الثابت، ε_{it} حد الخطأ العشوائي للوحدة i والفترة t .

يتم ترتيب المعطيات في هذا النوع من النماذج على العموم حسب بعدين، البعد الأول يمثل الأثر الفردي والذي يعبر عن الدول في بحثنا، ويرمز لها بالمؤشر i ، وهو يتغير من $i=1, \dots, N$ ، والبعد الثاني هو البعد الزمني، أي المرتبط بالزمن التي يتم فيه مشاهدة الأفراد؛ وعليه في كل فترة t يتم ملاحظة N فرد؛ ومنه نحصل على ما يسمى بنموذج بانل لما يكون الزمن على الأقل يفوق فترتين $T \geq 2$ ، أي لدينا مقطع لحظي لـ N مشاهدة؛ أي T مقطع و NT مشاهدة كلية¹.

وتمثل α_i الأثر الفردي Effet individuel والذي يكون ثابتاً عبر الزمن t و خاص بكل وحدة مقطعية i ، فإذا كانت α_i هي نفسها عبر جميع الوحدات المقطعية ($\alpha_i = \alpha$) فإن النموذج يعامل كنموذج كلاسيكي مدمج، يأخذ الشكل التالي: $Y = X\beta + \varepsilon$ ويقدر بطريقة المربعات الصغرى العادية وفي هذه الحالة تعطي طريقة OLS مقدرات متسقة وكفاءة لـ β ، α . أما في حالة اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات، فإن النموذج يتفرع إلى أشهر نموذجين أساسيين وهما:

- نموذج التأثيرات الثابتة Effets Fixes الذي يعتبر α_i مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة.
- نموذج التأثيرات العشوائية Effets Aléatoires الذي يعتبر α_i ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

¹ Alain Trognon, « L'économétrie des panels en perspective », Revue d'économie politique, 113 (6), Nov/Déc 2003, p.130.

I-2-1 نموذج التأثيرات الثابتة Modèle à effets fixes

يفترض نموذج التأثيرات الثابتة أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية متطابقة بالنسبة لجميع الأفراد، فعند تقدير نماذج Panel، فإن واحدة من الطرق تقوم على افتراض ثبات التأثير الحدي للمتغيرات الموضحة على المتغير التابع لكل وحدة ضمن المقطع العرضي. ولكن في واقع الأمر فإن المعلمات (سواء معلمات الميل أو الحد الثابت) عادة ما تتغير من وحدة إلى أخرى ضمن المقطع العرضي لعينة البحث، الاختلاف في الحد الثابت بين عينة وأخرى، يمكن أن يعزى إلى اختلاف النمط السلوكي لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (الداخلي) من وحدة إلى أخرى داخل المقطع العرضي. ويمكن الأخذ بعين الاعتبار تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة وذلك باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، حيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة Modèle à effets fixes (*). تمثل التأثيرات الثابتة إذن بالمرّة البعد الفردي والزمني لنموذج بانل ويمكننا تقدير النموذج بمقارنة الأفراد عبر الزمن.

I-1-2-1 نموذج التأثيرات الثابتة الفردية Modèle à effets fixes individuels

عادة ما يرتبط نموذج بانل ذو الأثر الثابت بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرة الصورية (LSDV) (**). وفق منهج التأثيرات الثابتة من الممكن احتساب عدم تجانس للوحدات المقطعية في اختلاف الحد الثابت لذلك تعتبر المعلمة α_i مجهولة ويراد تقديرها، النموذج الشائع الخاص بنموذج المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية LSDV يأخذ الصيغة التالية¹:

$$Y_i = D\alpha_i + X_i\beta + \varepsilon_i \dots \dots \dots (2)$$

(*) إذا تم افتراض أن تغير المعلمات يكون بأسلوب عشوائي عندها ستسمى النماذج التأثيرات العشوائية Modèle à Effets Aléatoires، أو نماذج مركبات الخطأ Modèle à erreurs composées.

(**) LSDV : Least Squares Dummy Variable

¹ William Green, « Econometric Analysis », 5th ed , New Jersey , Prentice Hall, Apper Saddle River, 2003, p.287.

وبشكل أكثر تفصيلاً تحتوي المعادلة على:

$$\begin{bmatrix} Y_1 \\ Y_2 \\ \vdots \\ Y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} i & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i & \dots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \dots & i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

وإذا وضعنا d_i المتغيرة الصورية المتعلقة بالفرد i نتحصل على:

$$Y = [X \ d_1 \ d_2 \ \dots \ d_n] \begin{bmatrix} \beta \\ \alpha \end{bmatrix} + \varepsilon$$

وبتمثيل المتغيرات الصورية عن طريق المصفوفة $D_{n \times n}$ وبتجميع الأسطر نتحصل على:

$$Y = D\alpha + X\beta + \varepsilon$$

ومنه فإن تقدير معالم β لهذا النموذج يتم عن طريق طريقة المربعات الصغرى كما يلي:

$$b = [X'M_D X]^{-1} [X'M_D Y]$$

مع: $M_D = I - D(D'D)^{-1} D'$

$$M_D = \begin{bmatrix} M^0 & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & M^0 & 0 & \dots & 0 \\ & & \dots & & \\ 0 & 0 & 0 & & M^0 \end{bmatrix} \quad \text{والتي تمثل المصفوفة القطرية التالية:}$$

حيث كل مصفوفة من هذه المصفوفة القطرية تكتب كما التالي:

$$M^0 = I_T - \frac{1}{T} ii'$$

نستنتج من العلاقة السابقة أن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على المتغير التابع $M_D Y$ و المتغير المستقل

$M_D X$ ؛ يكافئ تطبيق انحدار كل من $[y_{it} - \bar{y}_i]$ على $[x_{it} - \bar{x}_i]$ ، حيث تمثل \bar{y}_i و \bar{x}_i متوسط

المشاهدات لشعاع العمودي ذات K سطر المتعلقة بالفرد i .

وعليه مما سبق، يمكن تقدير معالم المتغيرات الصورية عن طريق تجزئة معادلة الانحدار كالتالي:

$D'D\hat{\alpha} + D'XD = D'Y$ ؛ ومنه $\hat{\alpha} = [D'D]^{-1} D'(Y - Xb)$ ، وهذا يعني لكل فرد لدينا $\hat{\alpha}_i = \bar{y}_i - b'\bar{x}_i$.

- مصفوفة التباين والتباين المشترك

تعطى مصفوفة التباين والتباين التقاربية المرافقة لمعلمة b كالتالي:

$$Est.Asy.Var[b] = s^2 [X'M_D X]^{-1}$$

$$s^2 = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (y_{it} - x'_{it}b - \hat{\alpha}_i)^2}{nT - n - K} = \frac{(y - M_D Xb)(y - M_D Xb)}{(nT - n - K)} \quad \text{حيث:}$$

أما مصفوفة التباين التقاربية للأثر الفردي تعطى كما يلي:

$$Est.Asy.Var[\hat{\alpha}_i] = \frac{\sigma^2}{T} + \bar{x}'_i \{Asy.Var[b]\} \bar{x}_i$$

- اختبار الأثر الفردي الجماعي

يسمح اختبار Student باختبار وجود أو عدم وجود أثر α_i ، وعليه فهي تسمح من معرفة وجود أو عدم وجود الأثر لكل فرد من مجموعة معينة فقط، وهذا غير أساسي في هذا النوع من النماذج الانحدار ولكن ما هو أساسي هو معرفة إن كان هناك اختلاف ما بين المجموعات، في هذه الحالة فإن الاختبار الملائم هو اختبار فيشر F والذي يعطى بالعلاقة التالية¹:

$$F(n-1, nT - n - K) = \frac{(R_{LSDV}^2 - R_{Pooled}^2)}{(1 - R_{LSDV}^2)/(nT - n - K)}$$

حيث تحت فرضية العدم المتمثلة في تساوي معالم الأثر الفردي، فإن أحسن التقديرات هو تقدير الإجمالي (Pooled)، أي أن النموذج يحتوي على ثابت مشترك لجميع مجموعات الأفراد.

I-2-1-2 نموذج التأثيرات الثابتة الزمنية والفردية

يمكن أيضا توسيع نموذج المتغيرات الصورية بإضافة التأثيرات الخاصة بالزمنية (γ_t) Effet spécifique de temps وذلك بإضافة T-1 متغير صوري الخاص بالزمن إلى النموذج السابق (المعادلة رقم 02)

$$y_{it} = \alpha_i + \gamma_t + x'_{it} \beta + \varepsilon_{it} \quad \text{كما يلي:}$$

$$\sum_{i=1}^n \alpha_i = \sum_{t=1}^T \gamma_t = 0 \quad \text{تحت القيد التالي:}$$

¹ William Green, op-cit, p.288.

وعليه من أجل تقدير معالم المتغيرات الخارجية عن طريق طريقة المربعات الصغرى نقوم بتحويل المتغيرات كما يلي¹:

$$x_{it}^* = x_{it} - \bar{x}_i - \bar{x}_t + \bar{x} \quad \text{و} \quad y_{it}^* = y_{it} - \bar{y}_i - \bar{y}_t + \bar{y}$$

$$\text{بحيث: } \bar{x} = \frac{1}{nT} \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T x_{it} \quad ; \quad \bar{x}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_{it} \quad ; \quad \bar{y} = \frac{1}{nT} \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T y_{it} \quad ; \quad \bar{y}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n y_{it}$$

وبالنسبة للثوابت الأخرى يتم الحصول عليها عن طريق المعادلات التالية :

$$\hat{\gamma}_t = (\bar{y}_t - \bar{y}) - (\bar{x}_t - \bar{x})'b \quad ; \quad \hat{\alpha}_i = (\bar{y}_i - \bar{y}) - (\bar{x}_i - \bar{x})'b \quad ; \quad \hat{\mu} = \bar{y} - \bar{x}'b$$

أما التقدير التقاربي للتباين المشترك لـ b يتم الحصول عليه عن طريق مجموع المربعات المتحصل عليه من تقدير x_{it}^* كما يلي :

$$s^2 = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (y_{it} - x_{it}'b - \hat{\mu} - \hat{\alpha}_i - \hat{\gamma}_t)^2}{nT - (n-1) - (T-1) - K - 1}$$

I-2-2 نموذج التأثيرات العشوائية Modèle à effets Aléatoires

على خلاف نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج.

ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية. وبمقارنته مع نموذج التأثيرات الثابتة، فإن نموذج الآثار الثابتة يفترض أن كل دولة أو كل سنة تأخذ قاطعاً مختلفاً، في حين أن نموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل دولة أو كل سنة تختلف في حدها العشوائي. وفي حالة وجود كلا من الآثار الزمنية والمقطعية في نموذج الآثار العشوائية، فيشار إليه كنموذج مكونات الخطأ Modèle à erreurs composées أو مكونات التباين، نظراً لان الآثار العشوائية يتم تضمينها داخل حد الخطأ العشوائي.

¹ William Green, op-cit, p.291.

صيغة النموذج العام ذو مكونات الخطأ يعطى بالصيغة التالية¹:

$$Y_{i,t} = a + X_{i,t}\beta + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

مع: $t = 1, 2, \dots, T$ و $i = 1, 2, \dots, N$. ، $\varepsilon_{i,t} = \alpha_i + \mu_t + \mu_{i,t}$

النموذج رقم (3) يكون عاماً على اعتبار أن الخطأ $\varepsilon_{i,t}$ يضم في آن واحد الأثر المحدد الفردي α_i والأثر المحدد للزمن μ_t ، هذه الآثار لها خصوصية وميزة العشوائية. الخطأ α_i تمثل وتخط عدم الأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل الفردية أو العوامل التي يصعب قياسها، بالنسبة للمكون μ_t فإنه يلتقط المتغيرات التفسيرية المهمة التي تكون مشتركة بالنسبة لكل المفردات في الفترة T ويفترض أن المتغيرات التفسيرية تكون خارجية، الأخطاء العشوائية α_i ، μ_t و $\mu_{i,t}$ في النموذج (3) تعتبر مستقلة وتوزيعها بشكل مطابق $i.i.D(0, \sigma^2)$: $\mu_{i,t} \sim i.i.D(0, \sigma_\mu^2)$ ، $\mu_t \sim i.i.D(0, \sigma_\mu^2)$ و $\alpha_i \sim i.i.D(0, \sigma_\mu^2)$ توضح هذه الفرضيات أن التأثيرات الخاصة الفردية والزمنية العشوائية تكون خاصة لكل فرد ولكل فترة. في الأخير يكون حد الخطأ α_i ، μ_t و $\mu_{i,t}$ متجانس Homoscédastique وغير مرتبط (تغاير معدوم) والذي ينتج عنه أن الخاصية الفردية والزمنية تظهر فقط على مستوى تباين المتغيرة المفردة $Y_{i,t}$.

وليكن: $E[Y_{i,t}] = a + X_{i,t}\beta$

$$Cov(Y_{i,t}, Y_{i',t'}) = \begin{cases} \sigma_\varepsilon^2 & si & i = i' & t = t' \\ \sigma_\alpha^2 & si & i = i' & t \neq t' \\ \sigma_\mu^2 & si & i \neq i' & t = t' \\ 0 & si & i \neq i' & t \neq t' \end{cases}$$

أين $\sigma_\varepsilon = \sigma_\alpha + \sigma_\mu + \sigma_\mu$ مختلف قيم التغاير وتعني:

- من ناحية، عندما $i \neq i'$ ، $t \neq t'$ يكون الارتباط مستقلاً عن زوج المفردات ومماثل بالنسبة لكل الفترات (يعني أن $Cov(Y_{i,t}, Y_{i',t'}) = \sigma_\mu^2$).

- من ناحية أخرى، فإن المفردات تكون متجانسة homoscédastique فيما بينها وبالنسبة لكل مفردة بين الفترات، لأن التباين اتجاهي حيث $\forall i, t, V[Y_{i,t}] = \sigma_\varepsilon$

¹ Alain Pirotte, « Économétrie des données de panel: Théorie et application », Edition Economica, Paris, France, 2011, p.42.

- في الأخير، كل مفردة لديها ارتباط ذاتي زمني والذي يكون مستقلاً ويكون مماثلاً بالنسبة لكل

$$\text{Cov}(Y_{i,t}, Y_{i',t'}) = \sigma_\mu^2 s_i \quad i \neq i' \quad \text{et} \quad t \neq t'$$

انطلاقاً من صيغة التباين Cov للمتغيرة المشروحة $Y_{i,t}$ يعرف معامل الارتباط كالتالي¹:

$$\rho = \frac{\text{Cov}(Y_{i,t}, Y_{i',t'})}{V[Y_{i,t}]} = \begin{cases} 1 & s_i & i = i' & t = t' \\ \frac{\sigma_\alpha^2}{\sigma_\varepsilon^2} & s_i & i = i' & t \neq t' \\ \frac{\sigma_\mu^2}{\sigma_\varepsilon^2} & s_i & i \neq i' & t = t' \\ 0 & s_i & i \neq i' & t \neq t' \end{cases}$$

من المساواة $\text{Cov}(Y_{i,t}, Y_{i',t'}) = \text{Cov}(\varepsilon_{i,t}, \varepsilon_{i',t'})$ تكون الأخطاء مرتبطة بالنسبة للمفردة وللفترة. مصفوفة التباين والتباين المشترك للأخطاء لا تساوي إذن $\sigma_\varepsilon^2 I_{NT}$ والذي ينتج عنه أن مُقدّر المربعات الصغرى العادية MCO يكون متقارب فإنه لا يعتبر أفضل مقدر خطي بدون تحيز لشعاع المعلمات $\beta^T = (b_1 + b_2, \dots, b_K)$.

ولتبسيط تقديم نموذج مكونات الخطأ، نتطرق فيما يلي ببساطة إلى حالة الخطأ التي تشمل فقط على الآثار الفردية محددة α_i والخطأ العشوائي الاعتيادي $\mu_{i,t}$ وليكن:

$$\varepsilon_{i,t} = \alpha_{i,t} + \mu_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

على افتراض أنه يتم تخصيص للخطأ التجزئة والتفكيك الموضح في الصيغة رقم (4) للنموذج رقم (3) يسمى نموذج الأصلي والعنصري ذو مركبات الخطأ. هذه التجزئة البسيطة فإنها شائعة الاستخدام في أعمال الاقتصاد التطبيقي على بيانات بانل. حيث أن المعلومة الإحصائية المتوفرة تفضل عادة البعد الفردي مقارنة بالبعد الزمني. إضافة إلى ذلك يتم رصد وإعداد في الغالب عينة ليست شمولية بالنظر إلى المجتمع المدروس. هذه المميزات تقود إلى الأخذ بعين الاعتبار إلا الأثر الخاص بالأفراد α_i بالإضافة إلى الخطأ العشوائي الاعتيادي $\mu_{i,t}$ ².

يتم استعمال هذا النوع من النماذج إذا كان التأثير الفردي غير مرتبط تماماً بالمتغيرات المقدر، ومن أجل تقدير هذا النوع من النماذج هناك طريقتين للتقدير، المتمثلتين: في طريقة المربعات الصغرى المعممة

¹ Alain Pirotte, op-cit, p.43.

² Idem, p.44.

وطريقة التفكيك الناتجة عن التقدير "ما بين الأفراد" (Between) والتقدير "داخل الأفراد" (Within). سنتطرق إلى طريقة المربعات الصغرى المعممة و إلى كيفية اختبار وجود أو عدم وجود الأثر العشوائي¹.

I-2-2-1 طريقة التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS)

ليكن النموذج التالي²: $y_{it} = x'_{it}\beta + (\alpha + u_i) + \varepsilon_{it}$

مع افتراض: $E(u_i^2) = \sigma_u^2$ ، $E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma_\varepsilon^2$ ، $E(\varepsilon_{it}) = E(u_i) = 0$

$E(u_i u_j) = 0, i \neq j$ ، $E(\varepsilon_{it} \varepsilon_{js}) = 0, t \neq s, i \neq j$ ، $E(\varepsilon_{it} u_j) = 0, \forall i, t, j$

حيث: u_i يمثل العامل العشوائي المتعلق بالمشاهدة I و هو ثابت في الزمن.

ومن أجل المشاهدات T نضع: $\eta_{it} = \varepsilon_{it} + u_i$ والذي يعبر عن الخطأ المركب.

بحيث: $E[\eta_{it} \eta_{js}] = 0; \forall t \wedge s, i \neq s$ ، $E[\eta_{it} \eta_{is}] = \sigma_u^2; t \neq s$ ، $E[\eta_{it}^2] = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_u^2$

وبوضع لكل المشاهدات T المتعلقة بالفرد i: $\Sigma = E[\eta_i \eta_i']$ إذ:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \dots & \sigma_u^2 \\ \sigma_u^2 & \sigma_u^2 + \sigma_\varepsilon^2 & \sigma_u^2 & \dots & \sigma_u^2 \\ \dots & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \sigma_u^2 & \dots & \sigma_u^2 + \sigma_\varepsilon^2 \end{bmatrix} = \sigma_u^2 I_T + \sigma_\varepsilon^2 i_T i_T'$$

وعليه، فإن مصفوفة التباينات لكل أفراد المجتمع المدروس nT هي:

$$\Omega = \begin{bmatrix} \Sigma & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Sigma & 0 & \dots & 0 \\ & & \vdots & & \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Sigma \end{bmatrix} = I_n \otimes \Sigma$$

إذن تقدير معالم النموذج عن طريق طريقة المربعات الصغرى يعطى بالعلاقة التالية:

$$\hat{\beta} = (X\Omega^{-1}X)^{-1}X\Omega^{-1}y = \left(\sum_{i=1}^n X_i' \Omega^{-1} X_i\right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^n X_i' \Omega^{-1} y_i\right)$$

ومن أجل إيجاد هذه المعالم عن طريق المربعات الصغرى العادية يجب تحويل المعطيات كما جرت العادة

في النموذج العادي، ولهذا يجب معرفة $\Omega^{-\frac{1}{2}} = [I_n \otimes \Sigma]^{-\frac{1}{2}}$ ، مما يتطلب إيجاد $\Sigma^{-\frac{1}{2}}$ والتي تقدر بـ:

$$\theta = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon}{\sqrt{\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_u^2}} \text{ : حيث ، } \Sigma^{-\frac{1}{2}} = \frac{1}{\sigma_\varepsilon} \left[I - \frac{\theta}{T} i_T i_T' \right]$$

¹ Jerry A.Haussman, William E.Taylor, « Pannel Data unobservable individual effects », Econometrica, Vol. 49, N°6, November 1981, p.1379.

² Wiliam Green, op-cit, p.294.

وعليه فإن التحويل اللازم لكلا من y_i و X_i هو كالتالي :

$$\Sigma^{-\frac{1}{2}} X_i = \frac{1}{\sigma_\varepsilon} \begin{bmatrix} X_{i1} - \theta \bar{X}_i \\ X_{i2} - \theta \bar{X}_i \\ \vdots \\ X_{iT} - \theta \bar{X}_i \end{bmatrix} \text{ و } \Sigma^{-\frac{1}{2}} y_i = \frac{1}{\sigma_\varepsilon} \begin{bmatrix} y_{i1} - \theta \bar{y}_i \\ y_{i2} - \theta \bar{y}_i \\ \vdots \\ y_{iT} - \theta \bar{y}_i \end{bmatrix}$$

إلا أن مصفوفة التباينات Σ غير معلومة، وعند القيام بحساب هذه المصفوفة يمكن تطبيق ما يسمى بطريقة المربعات الصغرى المعممة الممكن « FGLS ».

I-2-2-2 حساب مصفوفة التباينات Σ

لحساب مصفوفة التباينات المركبة تُتبع الخطوات التالية :

- حساب النموذج التالي: $y_{it} - \bar{y}_i = [x_{it} - \bar{x}_i] \beta + [\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i]$ والذي يسمح بإزالة عدم

$$\text{التجانس لأن: } E \left[\sum_{t=1}^T (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)^2 \right] = (T-1) \sigma_\varepsilon^2$$

فإن التقدير غير متحيز لـ σ_ε^2 للمشاهدات T والمتعلق بالمجموعة i يكون:

$$\sigma_\varepsilon^2(i) = \frac{\sum_{t=1}^T (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)^2}{T-1}$$

وعليه فإن تقدير بواقي LSDV عن طريق درجة الحرية المصححة يؤدي إلى الحصول على σ_ε^2 :

$$\hat{\sigma}_\varepsilon^2 = s_{LSDV}^2 = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (e_{it} - \bar{e}_i)^2}{nT - n - K}$$

- تقدير قيمة σ_u^2 يتم بحساب تباين النموذج الإجمالي، الذي يضم الثابت المشترك (Pooled) وبالتالي الحصول على:

$$p \lim S_{Pooled}^2 = p \lim \frac{e'e}{nT - K - 1} = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_u^2$$

$$\Rightarrow \hat{\sigma}_u^2 = S_{Pooled}^2 - S_{LSDV}^2$$

I-2-3 نموذج بانل الديناميكي

تقدم نماذج بانل الديناميكية الكثير من الايجابيات حيث تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل. النماذج الديناميكية على بيانات بانل تتطلب ضرورة الأخذ بالاعتبار أهمية وقوة عدم تجانس الفردي غير الملاحظ. ويتم التمييز بين النموذج الديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج التأثيرات الثابتة. ويكون من الأهمية الإشارة إلى أن النماذج الديناميكية تستند بشكل أساسي إلى نماذج الانحدار الذاتي، أي الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية endogène وبداخلها في النموذج، إلا أنه حسب خصائص الأبعاد الفردية والزمنية، فإن الارتباط بين بعض المتغيرات الداخلة في الانحدار بشكل خاص المتغيرة المبطأة وحد الخطأ يؤدي إلى تغير والتأثير القوي على خصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة (التحيز وعدم التقارب) ونتيجة لذلك هناك طرق تقدير بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص وتستخدم للحصول على مقدرات متقاربة للمعلمات. في هذا الإطار، ومن أجل تقدير هذا النوع من النماذج نستعمل ما يسمى بطريقة العزوم المعممة (Generalized Method of Moments "GMM")؛ حيث أن هذه الطريقة تجمع ما بين طريقة المربعات الصغرى شبة المعممة؛ والطريقة التي تأخذ بالمتغيرات المساعدة (Variables instrumentales)¹.

I-2-3-1 نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ

تتميز نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ بوجود بين المتغيرات التفسيرية الانحدارية régresseurs المتغيرة الداخلية المبطأة وعند وجود تأخير واحد على المتغيرة الداخلية، يأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$y_{it} = \phi y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k b_j x_{j,i,t} + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (5,1)$$

$$\varepsilon_{i,t} = \alpha_{i,t} + \mu_{i,t} \quad \text{بحيث:}$$

التباينات المشتركة بين الأخطاء α_i و $\mu_{i,t}$ تكون $\alpha_i \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_\alpha^2)$ ، $\mu_{i,t} \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_\mu^2)$ ، معدومة.

يتضح من النموذج (5,1) أن المتغيرة المبطأة $y_{i,t-1}$ تكون مرتبطة مع حد الخطأ $\varepsilon_{i,t}$. بحيث إذا تم كتابة النموذج (5,1) في الفترة $t-1$ ، نحصل على المتغيرة $y_{i,t-1}$ التي تتوقف على الأثر الخاص الفردي α_i . حسب خصائص الأبعاد الفردية والزمنية، هذا الارتباط يجعل من المقدرات المعتادة (MCO)،

¹ Brigitte Dormont, « Introduction à l'économétrie », Montchrestien, Paris, 1999, p.406.

Within، Between، MCG و MCQG) غير فعالة، من الناحية العملية في حالة البعد الزمني المحدود والذي يشكل أغلب الحالات، ويكون من الضروري استخدام طريقة التقدير المتقاربة المتمثلة في طريقة المتغيرات المساعدة أو طريقة العزوم المعممة GMM.

I-2-3-2 نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة

تأخذ نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \phi y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k b_j x_{j,i,t} + \mu_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots, T \quad (5,2)$$

باستخدام المقدر within وبالتالي يكون مكافئاً لتطبيق المربعات الصغرى العادية للنموذج، أين يعبر عن المتغيرات بالانحراف عن المتوسطات الفردية حيث:

$$y_{i,t} - y_i = \lambda(y_{i,t-1} - y_{i,-1}) + \sum_{j=1}^k b_j (x_{j,i,t} - x_{j,i,-1}) + (\mu_{i,t} - \mu_i)$$

يتضح من النموذج وجود عدة علاقات ارتباط بين المتغيرة الداخلية المبطأة $y_{i,t-1}$ ومتوسطها الفردي $y_{i,-1}$ و حد الخطأ $\mu_{i,t} - \mu_i$ ، بمعنى آخر إذا كان المقدر within متقارب في حالة $N \rightarrow \infty$ و $T \rightarrow \infty$ فإنه يكون متحيز وغير متقارب في حالة $N \rightarrow \infty$ و T محددة. وبالتالي كما هو الشأن في حالة نموذج الانحدار مع مركبات الخطأ، يكون من الضروري استخدام طريقة المتغيرات المساعدة وطريقة العزوم المعممة.

I-2-3-3 طرق التقدير المتقاربة

هناك عدة طرق تقدير تسمح بالأخذ بعين الاعتبار البعد الديناميكي في نماذج بانل وتقتصر مقدرات غير متحيزة، التقنية الكلاسيكية المستخدمة في الحالة التي تكون فيها المتغيرات مرتبطة مع حد الخطأ، تتمثل في مقدرات المتغيرات المساعدة. في حالة النموذج الديناميكي ومن خلال مقدرات المتغيرات المساعدة باستخدام طريقة العزوم المعممة، هناك عدة طرق متقاربة تم اقتراحها من قبل Nerlove و Balestra و Anderson، (1966) و Hsiao و Arellano، (1981) و Bond و Arellano، (1991) و Bover و Blundell، (1995) و Bond، (1998).

1- مقدر Balestra و Nerlove (1966)

يشير Balestra و Nerlove (1966)، إلى إمكانية الحصول على مقدرات متقاربة وفعالة لمعاملات النماذج الديناميكية ذات مركبات الخطأ، مقدر Balestra و Nerlove يتمثل في التقدير عن طريق المتغيرات الأدواتية المساعدة على النموذج بالصيغة المعتادة:

$$y_{i,t} = \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \mu_{i,t}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

يفترض نموذج مركبات الخطأ أن الأثر الخاص (μ_i) يكون عشوائياً حيث: $\mu_{i,t} = \mu_i + v_{i,t}$. يتم اختيار المتغيرات الأدواتية من ضمن المتغيرات الأصلية والمبطأة للمتغيرات التفسيرية:

$$(x_{i,t}, x_{i,t-1}, x_{i,t-2}, \dots)$$

غير أن هذا المقدر يكون غير فعال نتيجة تجاهله الصيغة المركبة للخطأ. يمكن أن يستخدم مقدر Balestra و Nerlove في حالة النموذج الديناميكي مع التأثيرات الثابتة¹. في هذه الحالة يتم التقدير عن طريق المتغيرات المساعدة للنموذج:

$$y_{i,t} = \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \mu_{i,t}$$

أين μ_i تمثل التأثيرات الثابتة، باستخدام كأدوات المصفوفة $z' = (D, Z)$ حيث Z تعبر عن مصفوفة المتغيرات الأصلية والمبطأة للمتغيرات التفسيرية، D تمثل مجموع المتغيرات الصورية التي تتعلق بالتأثيرات الخاصة الفردية الثابتة.

من الناحية العملية، نادراً ما تستخدم هذه المقدرات بسبب أن تقاربها يكون مشروطاً بالفرضية التي تعتبر أن المتغيرات التفسيرية يجب أن تكون غير مرتبطة مع التأثيرات الخاصة الفردية².

2- مقدر Anderson و Hsiao (1981)

يقترح كل من Anderson و Hsiao (1981)، أنه في حالة التأثيرات الثابتة للنموذج، يتم تحويل

$$y_{i,t} = \lambda y_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \mu_i + v_{i,t} \quad \text{النموذج التالي:}$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

¹ Sevestre, P, Trogon, A, « Linear dynamic models», Klumer Academic Publishers, 1992, p.95.

² Alain Pirotte, op-cit, p.120.

الأخذ بالفروق من الدرجة الأولى للمتغيرات، يسمح بإزالة الأثر الخاص الفردي μ_i :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \lambda(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (x_{i,t} - x_{i,t-1}) + (v_{i,t} - v_{i,t-1})$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

وبصيغة أخرى يأخذ النموذج الشكل التالي:

$$dy_{i,t} = \lambda dy_{i,t-1} + \beta dx_{i,t} + dv_{i,t}$$

يسمح هذا التحويل باستبعاد مصدر التحيز، ولكن يبقى الارتباط قائماً بين $(dy_{i,t-1})$ و $(dv_{i,t})$.

يقترح Anderson و Hsiao في هذه الحالة، استخدام مقدر المتغيرات المساعدة، باستخدام المعادلة بالفروق الأولى إما عن طريق $(y_{i,t-2}, x_{i,t} - x_{i,t-2})$ أو عن طريق $(y_{i,t-2} - y_{i,t-3}, x_{i,t} - x_{i,t-1})$. وبالتالي تصبح المتغيرات $y_{i,t-2}$ و $dy_{i,t-2}$ مقدرات صحيحة لأنها مرتبطة مع $(dy_{i,t-1})$ ولكنها غير مرتبطة مع حد الخطأ $(dv_{i,t})$ في ظل فرضية أن هذه الأخطاء ليست مرتبطة ذاتياً.

3- مقدر Arellano و Bond (1991)

يوضح Arellano و Bond (1991)، أن المقدرات المقدمة من قبل Anderson و Hsiao باستخدام المتغيرات المساعدة، بالرغم من أنها متقاربة وفعالة في ظل بعض الفرضيات (بما في ذلك استقلالية سلاسل الأخطاء) إلا أنها لا تأخذ بعين الاعتبار كل شروط التعامد *orthogonalité* الموجودة بين المتغيرات المبطة لكل من $(y_{i,t})$ والأخطاء $(\mu_{i,t})$. بشكل خاص يكون من الضروري أن يكون التباين المشترك بين المتغيرات المبطة $(y_{i,t})$ والبواقي معدوماً.

يقدم Arellano و Bond مقدر أكثر فعالية الذي يركز على استخدام الأدوات الإضافية، وتحدد مجموعة من الشروط على العزوم والتي تعرف بالتقدير بطريقة العزوم المعممة (GMM)¹، مع الأخذ بعين الاعتبار الصيغة الخاصة لمصفوفة التباينات والتباينات المشتركة لأخطاء النموذج المأخوذة بالفروق الأولى (Ma(1)). على سبيل المثال للتعرف على مصدر الأدوات الإضافية، يتم كتابة النموذج التالي:

$$dy_{i,t} = \lambda dy_{i,t-1} + \sum_{j=1}^k b_j dx_{j,i,t} + d\mu_{i,t}$$

¹ Loayza, N, « A test of the international convergence hypothesis using panel data», Policy Research Working paper, N°1333, World Bank, 1994, p.13.

حيث عند الفترة $t = 3$ يكون:

$$y_{i,3} - y_{i,2} = \lambda(y_{i,2} - y_{i,1}) + \sum_{j=1}^k b_j(x_{j,i,3} - x_{j,i,2}) + (\mu_{i,3} - \mu_{i,2})$$

في هذه الحالة تكون المتغيرة $(y_{i,1})$ من الأدوات الممكنة لأنها مرتبطة مع $(y_{i,2} - y_{i,1})$ ولكنها غير مرتبطة مع $(\mu_{i,3} - \mu_{i,2})$ وبمواصلة هذا المسار، يكون مجموع الأدوات الممكنة متمثلاً في $(y_{i,1}, y_{i,2}, \dots, y_{i,t-2})$. في الأخير مصفوفة الأدوات Z_i بالنسبة للمفردة i تأخذ الصيغة التالية:

$$\hat{Z}_i = \begin{bmatrix} y_{i,1} & 0 & 0 & \dots & 0 & \dots & 0 & \Delta x_{i,3} \\ 0 & y_{i,1} & y_{i,2} & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & 0 \\ \vdots & 0 & 0 & \ddots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & 0 & \dots & 0 & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \dots & y_{i,1} & \dots & y_{i,t-2} & \Delta x_{i,t} \end{bmatrix}$$

إذا اعتبرنا أن كل المتغيرات التفسيرية $x_{j,i,t}$ تكون خارجية بالنسبة للأخطاء $(\mu_{i,s})$ حيث أن: $E[x_{j,i,t} \mu_{i,s}] = 0, \forall t, s = 1, \dots, T$ ولكننا مرتبطة مع التأثيرات الخاصة الفردية α_i ، إذن كل هذه الأدوات $(x_{i,1}, x_{i,2}, \dots, x_{i,T})$ يتم إضافتها إلى الأدوات $(y_{i,1}, y_{i,2}, \dots, y_{i,t-2})$.

4- مقدر Arellano و Bover (1995)

المقدرات المقترحة من قبل Anderson و Hsiao (1981)، و Arellano و Bond (1991)، تستند على فرضيات خاصة التي تتمثل في أن المتغيرات التفسيرية تعتبر خارجية، بشكل عام يمكن أن تكون كل المتغيرات التفسيرية مرتبطة مع التأثيرات الخاصة الفردية¹. في هذا الإطار المقدرات التي تركز على المتغيرات بانحراف عن المشاهدات تكون متقاربة فقط. حيث إذا وجدت أدوات غير مرتبطة مع التأثيرات الفردية، تكون المتغيرات التفسيرية الأصلية تحتوي على معلومات وتعطي مقدرات أكثر فعالية. في هذا السياق يقترح Arellano و Bover دمج الأدوات الأولى والثانية، باستخدام الأدوات عند المستوى والأدوات الأخرى، ونتيجة لذلك، تكون كل المتغيرات الخارجية أدوات صحيحة.

5- مقدر Bond و Blundell (1998)

عمل Bond و Blundell (1998)، على توضيح أن ضعف ارتباط المتغيرات المساعدة مع المتغيرات النموذج بالفروق الأولى يقلل من كفاءة المقدر، بمعنى آخر تكون المعلومة في آخر المطاف هزيلة وغير

¹ Alain Pirotte, op-cit, p.122.

كافية وهذا ما يعرف بالمتغيرات المساعدة الضعيفة، حيث يكون هناك عدد معتبر من شروط التعامدية لا يحتوي في الأخير على معلومات مثلى لتقدير المعاملات. ولمواجهة هذه النقائص، يقترح المؤلفان ربط استخدام الطريقتين، من خلال الجمع بين المقاربة المقدمة من قبل Arellano و Bond (1991) وتلك المقدمة من قبل Arellano و Bover (1995)، وبالتالي يضاف إلى شروط التعامدية تلك الشروط المتعلقة بالأدوات المساعدة بالفروق، مما يجعل شروط التعامدية الإضافية تشكل حلاً خاصاً بالمتغيرات التفسيرية التي يتولد عنها مسار عشوائي¹.

يتم تقدير معاملات النموذج عن طريق استخدام GMM مصفوفة الأدوات التالية:

$$Z = \begin{bmatrix} Z^{\nabla} \\ Z^{+} \end{bmatrix} \text{ حيث } Z^{\nabla} \text{ تمثل مصفوفة الأدوات المساعدة المقدمة من قبل Arellano و Bond (1991)}$$

وتمثل Z^{+} مصفوفة الأدوات بالفروق الأولى مع المركبات.

المقدر المتحصل عليه يطلق عليه تسمية GMM-sys وتوصل الباحثان باستخدام المحاكاة إلى استخلاص أن هذه الأدوات تعمل على تحسين فعالية وقوة التقدير.

تتوقف خاصية التقارب في الطرق المشار إليها بشكل قوي على أهمية اختبار الأدوات، بشكل خاص فإنها تركز على فرضية أساسية والمتمثلة في غياب الارتباط بين المتغيرات الأدوات المساعدة و حد الأخطاء للنموذج المختار، وبالتالي يكون من الضروري فحص هذه الفرضية.

في هذه الحالة يتم الاستعانة بالمعلومة الإضافية لإنشاء اختبار يعبر عن مدى ملائمة أدوات النموذج والذي يتمثل في اختبار Sargan / Hansen، مع الأخذ بعين الاعتبار الارتباط الذاتي للأخطاء الموجودة على نحو مماثل في نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ ونماذج التأثيرات الثابتة.

وبشكل موسع يكون ممكناً الاستعانة باختبار Sargan / Hansen لفحص غياب التأثيرات الخاصة الفردية وغياب الارتباط الذاتي للأخطاء $\mu_{i,t}$. لاختبار غياب التأثيرات الفردية يتم تقدير نموذج الانحدار الذاتي مع فرضية اعتبار أن المتغيرات التفسيرية خارجية بدرجة ضعيفة Exogénéité faible.

¹ Crepon. B, Jacquement. N, « Économétrie: méthode et application », Ouvertures économiques, De Boeck, 2010, p.320.

في ظل الفرضية H_0 ، الإحصائية Q_{ds} تتبع قانون كاي تربيع مع $\rho_0 - \rho_1$ درجة حرية، بحيث ρ_0 تتعلق بعدد المتغيرات المستخدمة كأدوات في المصفوفة Z_0 و ρ_1 بعدد أدوات المصفوفة Z_1 . إذا كانت الإحصائية Q_{ds} أكبر من قيمة كاي تربيع الجدولة مع $\rho_0 - \rho_1$ درجة حرية عند مستوى معنوية $\alpha\%$ ، يتم رفض الفرضية H_0 مقابل H_1 ، بمعنى آخر وجود التأثيرات الخاصة الفردية. وبنفس المنهجية يتم اختبار غياب الارتباط الذاتي للأخطاء $\mu_{i,t}$ وذلك بعد إزالة التأثيرات الفردية من خلال كتابة النموذج بالفروق من الدرجة الأولى.

I-2-4 اختبارات التحديد

إذا اعتبرنا عينة من بيانات بانل، أول خطوة تتمثل في فحص خصوصية التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات. على مستوى الاقتصاد القياسي، يرجع ذلك إلى اختبار تساوي معاملات النموذج المدروس في البعد الفردي. على المستوى الاقتصادي، اختبارات التحديد تعود إلى تحقق إذا كان بالإمكان افتراض أن النموذج النظري المدروس متطابق بالنسبة لكل المفردات، أو خلافاً لذلك، إذا كانت هناك خصوصية خاصة بكل مفردة. من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد والتي تتمثل فيما يلي¹:

I-2-4-1 اختبارات التجانس لـ Hsiao (1986):

إذا اعتبرنا النموذج التالي: (1) $y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i x_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

حد الأخطاء $\varepsilon_{i,t}$ يفترض أنها مستقلة ومتماثلة التوزيع (i.i.D). بمتوسط معدوم وتباين يساوي σ_i^2 ، كما يفترض أن المعلمات α_i و β_i في النموذج يمكن أن تختلف في البعد الفردي و أنها ثابتة في الزمن. عند هذا المستوى هناك عدة صيغ ممكنة على النحو التالي:

- تطابق الثوابت α_i وشعاع المعلمات β_i بحيث: $\alpha_i = \alpha$ ، $\beta_i = \beta$ $\forall i \in [1, N]$. فيكون لدينا نموذج بانل متجانس.

- الثوابت α_i وشعاع المعلمات β_i تكون مختلفة حسب الأفراد، فيكون لدينا عدد N نموذج مختلف.

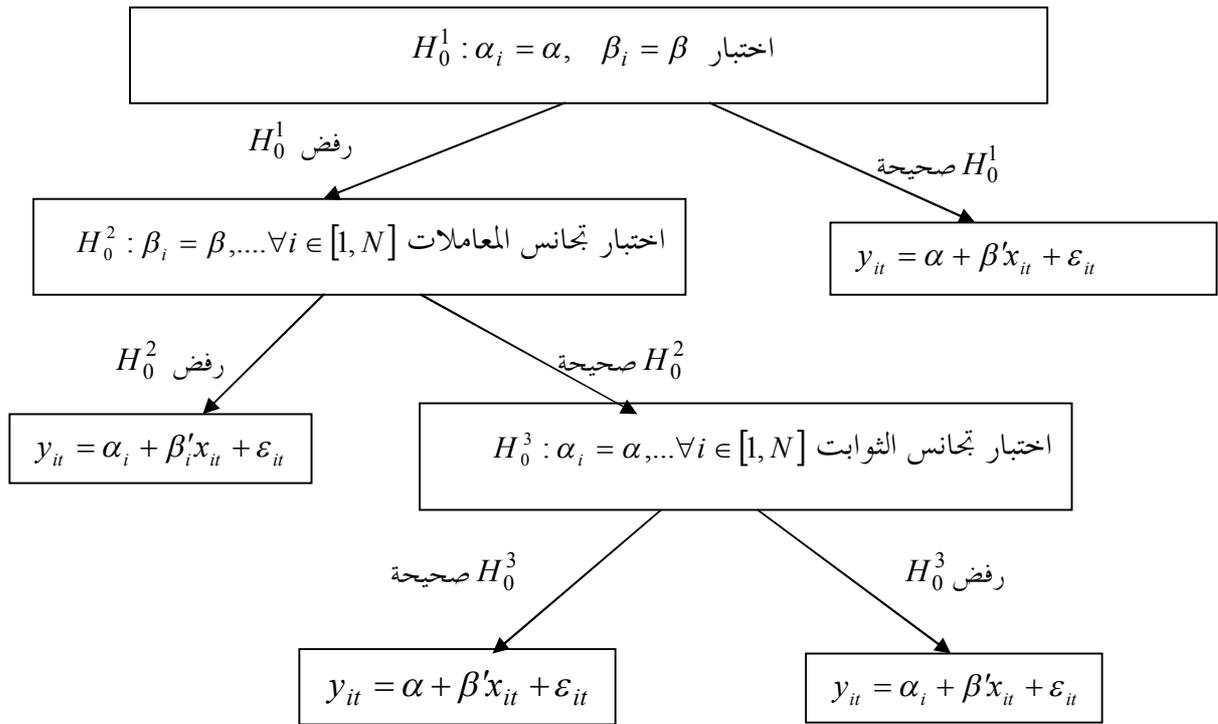
¹ Madala, G.S, « Limited dependent variable models using panel data », The journal of Human Resource Vol.22, No.3, Summer, 1987, p315.

- الثوابت α_i تكون متطابقة، $\forall i \in [1, N]$ $\alpha_i = \alpha$ ، بينما أشعة المعلمات β_i تختلف بين المفردات. في هذه الحالة، كل معلمات النموذج باستثناء الثوابت تكون مختلفة حسب المفردات، يكون لدينا عدد N نموذج مختلف.

- شعاع المعلمات β_i متطابقة، $\forall i \in [1, N]$ $\beta_i = \beta$ في حين الثوابت α_i تختلف حسب المفردات نحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الفردية.

لتمييز هذه الحالات المختلفة ولتحديد نموذج بانل نلجأ إلى اختبار التجانس، الخطوات العامة للاختبار المقترح من قبل Hsiao (1986)، موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (5-1): خطوات اختبار التجانس لـ Hsiao (1986)



Source: Hsiao. C, « Analysis of panel data », Cambridge University Press, 1986.

الخطوة الأولى، تتمثل في اختبار فرضية بنية التجانس العام (الثوابت والمعاملات متطابقة):

$$H_0 : \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j \text{ ou } \alpha_i \neq \alpha_j$$

نستخدم إذن إحصائية Fisher لاختبار $(N-1)(K+1)$ قيد خطي. بافتراض أن البواقي $\varepsilon_{i,t}$ تكون

مستقلة التوزيع في البعدين i و t : تتبع القانون الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد σ_i^2 .

هذه الإحصائية تتبع توزيع Fisher مع $(N-1)(K+1)$ و $(NT-N)(K+1)$ درجة حرية¹:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1)}{SCR_1} \times \frac{NT - N(k+1)}{(N-1)(k+1)}$$

تكون نتائج هذا الاختبار كالتالي: إذا تم قبول الفرضية H_0 للتجانس، يتم الحصول إذن على نموذج بانل

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ متجانس كلياً:}$$

أما إذا تم رفض فرضية العدم، ننتقل إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات β_i .

تتمثل هذه الخطوة في اختبار المساواة بالنسبة لكل المفردات لـ k مركبة للأشعة β_i .

$$H_0 : \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j$$

في ظل فرضية العدم، لا يتم وضع أي قيد على الثوابت الفردية α_i ، بنفس الطريقة يتم إعداد إحصائية Fisher لاختبار $K(N-1)$ قيد خطي. دائماً في ظل فرضية الاستقلالية والصيغة الطبيعية للبواقي، هذه

الإحصائية تتبع قانون Fisher مع $K(N-1)$ و $(NT-N)(K+1)$ درجة حرية:

إحصائية Fisher تأخذ الصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{2,c} - SCR_1)}{SCR_1} \times \frac{NT - N(k+1)}{(N-1)k}$$

في حالة رفض الفرضية H_0 لتجانس المعاملات β_i . يتم رفض إذن بنية نموذج بانل، لأنه في هذه الحالة

$$y_{i,t} = \alpha + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \text{ تكون الثوابت } \alpha_i \text{ فقط متطابقة بين المفردات:}$$

يتم تقدير معلمات الأشعة باستخدام النماذج المختلفة مفردة لمفردة، بينما إذا تم قبول فرضية العدم

لتجانس المعاملات β_i . فإنه يحتفظ بنموذج بانل ويتم البحث إذن في الخطوة الثالثة على تحديد اختبار

مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية المعاملات β_i المشتركة لكل المفردات²:

$$H_0 : \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] / \alpha_i \neq \alpha_j$$

¹ Regis Bourbonnais, « économetrie », 7^{ème} édition, Donod, Paris, 2009, p.332.

² Alain Pirotte, op-cit, p.73.

في ظل فرضية العدم، يتم وضع $\beta_i = \beta$: مع فرضية الاستقلالية، إعداد إحصائية Ficher لاختبار (N-1) قيد خطي. هذه الإحصائية تتبع قانون Ficher مع (N-1) و (N(T-1)- k) درجة حرية:

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{2,c})}{SCR_{2,c}} \times \frac{N(T-1) - k}{N-1}$$

I-2-4-2 اختبار Hausman (1978)

يستخدم اختبار Hausman (1978)، في حالة الاختلاف الجوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة. بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط، فإن مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

يعطى اختبار Hausman بالعلاقة التالية¹:

$$W = \left(\hat{b}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS} \right) \left[\text{Var} \left(\hat{b}_{LSDV} \right) - \text{Var} \left(\hat{\beta}_{GLS} \right) \right]^{-1} \left(\hat{b}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS} \right)$$

حيث $\left(\hat{b}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS} \right)$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية

و $\text{Var} \left(\hat{b}_{LSDV} \right) - \text{Var} \left(\hat{\beta}_{GLS} \right)$ هي الفرق بين مصفوفة التباين والتباين المشترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

تتبع W في ظل فرضية العدم توزيع كاي تربيع مع درجة حرية k-1 أي عدد المتغيرات المستقلة باستثناء الحد الثابت. وبمقارنة القيمة المحسوبة لـ W مع القيمة الجدولية، فإذا تم قبول فرضية العدم تكون الأفضلية لتأثيرات العشوائية وأما إذا قبلت الفرضية البديلة فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

I-2-4-3 اختبار مضاعف Lagrange

- اختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الأفراد):

من أجل اختبار وجود أو عدم وجود الأثر العشوائي لدنيا اختبار Breusch و Pagan (1980).

يعتمد هذا الاختبار على مضاعف Lagrange المتعلق بالأخطاء \hat{u}_{it} الناتجة عن طريقة المربعات

¹ Wiliam Green, op-cit, p.300.

الصغرى حيث اختبار فرضية العدم والبديلة كما يلي :

$$H_0 : \sigma_u^2 = 0 \text{ (ou } \text{corr} [\eta_{i,t}, \eta_{i,t}] = 0)$$

$$H_1 : \sigma_u^2 \neq 0$$

إحصائية الاختبار معرفة كالتالي:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left(\frac{\sum_{i=1}^n \left(\sum_{t=1}^T \hat{u}_{it} \right)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{u}_{it}^2} - 1 \right)^2 \mapsto \chi_1^2$$

كما هو موضح أعلاه فإن هذا الاختبار يتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية واحدة.

- اختبار الأثر العشوائي (حالة نموذج الزمن):

من أجل اختبار وجود أو عدم وجود الأثر العشوائي نتبع نفس الخطوات السابقة، غير أن اختبار فرضية العدم والبديلة تكون كالآتي:

$$H_0 : \sigma_\lambda^2 = 0$$

$$H_1 : \sigma_\lambda^2 \neq 0$$

يتم الاختبار عن طريق حساب الكمية التالية:

$$LM = \frac{nT}{2(n-1)} \left(\frac{\sum_{t=1}^T \left(\sum_{i=1}^n \hat{u}_{it} \right)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T \hat{u}_{it}^2} - 1 \right)^2 \mapsto \chi_1^2$$

والتي تتبع توزيع كاي تربيع ذات درجة حرية واحدة كما هو موضح أعلاه .

I-3 اختبارات جذر الوحدة وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

ازداد اهتمام الأدب المتخصص في الاقتصاد القياسي في السنوات الأخيرة، بدراسة الاستقرارية ودراسة علاقات التكامل المتزامن على بيانات بانل. فيما يتعلق باختبارات جذر الوحدة، يتم التمييز بين جيلين من الاختبارات على جذور الوحدة على بيانات بانل، يركز الجيل الأول على الأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي وعلى الأشكال الديناميكية الفردية (عدم تجانس معاملات النموذج)، أما اختبارات الجيل الثاني اهتمت بتمديد هذا الاتجاه وإعادة النظر في فرضية الاستقلال بين المفردات، أكثر تحديداً فإن

التوجه الأخير يركز على التطرق إلى الخصوصيات الأكثر عمومية بقدر الإمكان لتشمل حالات متعددة لارتباط بين المفردات (بشكل خاص نماذج العوامل المشتركة).
وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظراً لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية.

I-3-1 اختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الاستقلال بين المفردات

ظهر حديثاً عدد من الاختبارات المطورة للجيل الأول لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات البانل (panel unit root tests)، للكشف عن خواص السلاسل الزمنية لمتغيرات البانل وأكثرها استخداماً هي كالتالي:

I-3-1-1 اختبار Levin Lin و Chu (2002)

الاختبار الأول الذي يعرض للدراسة هو اختبار Levin، Lin و Chu (LLC)، ويستند هذا الأخير على افتراضين رئيسيين: تجانس الجذر الانحدار الذاتي ولكن أيضاً الاستقلال بين الأفراد. مثل جميع اختبارات الجيل الأول، إجراء الاختبار مستوحى مباشرة من اختبار المقدم في نماذج من نوع Dickey-Fuller الصاعد (ADF) في السلاسل الزمنية.

ويوجد نتيجة لذلك ثلاثة نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة¹:

$$\Delta y_{i,t} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p_t} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \quad \text{النموذج 1:}$$

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \Delta y_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p_t} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \quad \text{النموذج 2:}$$

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} + \Delta y_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{p_t} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \quad \text{النموذج 3:}$$

¹ Levin, A, Lin, C and Chu, C, « Unit root test in panel data: asymptotic and finite sample properties », Journal of Econometrics 108, 2002, p.24.

أين، $\mu_{i,t} \sim \text{i.i.d} (0, \sigma_{\mu,i})$ بالنسبة $i = 1, 2, \dots, N$ ، وتميز هذه النماذج من الشكل الذي تتخذه المكونات المحددة. تصاغ الفرضيات العدم على النحو التالي :

$$H_0 : p = 0 \quad \text{الفرضية (1)}$$

$$H_1 : p < 0$$

$$H_0 : p = 0 \dots \text{et} \dots \alpha_i = 0 \dots \forall i = 1, \dots, N \quad \text{الفرضية (2)}$$

$$H_1 : p < 0 \dots \text{et} \dots \alpha_i \in R \dots \forall i = 1, \dots, N$$

$$H_0 : p = 0 \dots \text{et} \dots \beta_i = 0 \dots \forall i = 1, \dots, N \quad \text{الفرضية (3)}$$

$$H_1 : p < 0 \dots \text{et} \dots \beta_i \in R \dots \forall i = 1, \dots, N$$

نجد بنفس منطق أن بنية الفرضيات مماثلة لتلك التي اقترحها Dickey Fuller. يتم إجراء اختبار Levin و Lin باستخدام ثلاث خطوات ولكن لا يتطلب أي منها تقنية خاصة ببيانات بانل. فرضية استقلال حد خطأ في البعد الفردي ينطوي على استخدام نظرية النهاية المركزية للحصول على التوزيع مقارب (عادي) لإحصائيات الاختبارات¹.

تشرط الفرضية العدم في هذه الاختبارات تجانس جذر الوحدة $\forall i : p = 0$ ، مقابل الفرضية البديلة لتجانس الاستقرارية $\forall i : p < 0$ ، لأن درجة p_i غير معروفة، يقترح LLC طريقة لحساب إحصائيات الاختبار المتعلقة بالنماذج من (1) إلى (3). هذه الطريقة تشتمل على ثلاثة مراحل²:

- في الأولى يتم تحديد لكل مفردة درجة تأخير p_i . في هذا الإطار تتمثل الطريقة البسيطة في إعطاء عدد أقصى من التأخيرات ρ_{\max} واختبار معنوية معامل آخر تأخير باستخدام اختبار Student المعياري. بعد تحديد درجة الانحدار معلمة المتغير المبطل يتم إجراء لاحقاً انحدارين لكل مفردة وبالمقارنة بالنموذج (2) تكون لدينا النماذج التالية:

$$\Delta y_{i,t} = \sum_{l=1}^{\rho_i} \theta_{\mu,t}^1 \Delta y_{i,t} + c + e_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

$$\Delta y_{i,t-1} = \sum_{l=1}^{\rho_i} \theta_{i,t}^2 \Delta y_{i,t-1} + b_i + v_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

¹ Alain Pirotte, op-cit, p.214.

² Idem, p.215.

انطلاقاً من النموذج (4) نتحصل على $\hat{e}_{i,t}$ وبفضل النموذج (5) يتم الحصول على $\hat{v}_{i,t}$. لمراقبة ثبات تباين حد الخطأ Hétéroscédasticité des perturbations يتم إنشاء البواقي العادية، ليكن:

$$\hat{v}_{i,t} = \frac{\hat{v}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu_i}} \quad \text{و} \quad \hat{e}_{i,t} = \frac{\hat{e}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu_i}}$$

حيث $\hat{\sigma}_{\mu,i}$ الانحراف المعياري المقدر لبواقي الانحدار للنموذج (2) لكل مفردة.

- في ظل فرضية العدم لجذر الوحدة، تتطلب الخطوة الثانية، حساب التباين على المدى الطويل، ليكن

$$\hat{\sigma}_{y_i}^2 = \frac{1}{T-1} + \sum_{t=2}^T \Delta y_{i,t}^2 + \sum_{L=1}^{\bar{k}} w_{\bar{k}L} + \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{i,t} \Delta y_{i,t-L} \right]$$

حيث درجة \bar{k} التأخير truncature و $w_{\bar{k}L} = 1 - (L/(\bar{k}+1))$. بالنسبة لكل مفردة يعطى الانحراف

$$\hat{S}_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i \quad \text{كما يلي:}$$

- في الأخير، الخطوة الثالثة تتعلق بحساب إحصائية الاختبار، لذلك يتم القيام بإجراء الانحدار التالي:

$$\hat{e}_{i,t} = \rho \hat{v}_{i,t-1} + \hat{\mu}_{i,t}$$

المؤسس على NT مشاهدة، أين $\hat{p} = \sum_{t=1}^N P_i/N$ و $\hat{T} = T - \hat{\rho} - 1$ ، في ظل الفرضية $H_0: p = 0 \quad \forall i$

إحصائية الاختبار الاعتيادي هي: $t_\rho = \frac{\hat{\rho}}{\hat{\sigma}_\rho}$ ، مع ذلك تكون مركبة الاتجاه غير معدومة، حالة النموذج

(2) و (3)، هذه الإحصائية تؤول نحو $-\infty$ ، قام LLC بالتالي بإعداد إحصائية مصححة، تأخذ بشكل

$$t_\rho^* = \frac{t_\rho - N\hat{S}_N \hat{\sigma}_{\hat{\mu}}^{-2} \hat{\sigma}_\rho \hat{\mu}^*}{\hat{\sigma}_{m\hat{T}}^*} \dots \dots \dots (6)$$

حيث $\hat{\mu}_{m\hat{T}}^*$ و $\hat{\sigma}_{m\hat{T}}^*$ تمثل على الترتيب مكونات تصحيح المتوسط والانحراف المعياري، جداول هذه القيم مقدمة من قبل LLC (2002). و يقدمون أيضاً كمؤشرات قيم العلامات truncature \bar{k} بدلالة

\hat{T} . الإحصائية t_ρ^* تتبع القانون الطبيعي $N(0,1)$.

تخضع المقاربة المقدمة من قبل LLC إلى قيدين رئيسيين: يرجع القيد الأول إلى الفرضية القوية للاستقلالية بين المفردات، أما الثاني يتعلق بالفرضية التي على أساسها أن كل المفردات يكون لها أم لا نفس جذر الوحدة.

I-3-1-2 اختبار Im، Pesaran و Shin (2003)

كان لكل من Im، Pesaran و Shin (IPS) الأسبقية في اقتراح إجراء اختبار جذر الوحدة باستخدام بيانات بانل لتخفيف القيود المفروضة في اختبار LLC ويندرج أيضاً اختبار IPS في نماذج الجيل الأول ونجد IPS يركزون على فحص الديناميكيات المختلفة لكل مفردة، وبشكل آخر، تبقى فرضية العدم تتعلق دائماً بوجود جذر الوحدة، بالمقابل في ظل الفرضية البديلة H1 يكون لدينا حالتين¹:

$$H_1 : \begin{cases} \rho_i < 0 & \text{pour } i = 1, 2, \dots, N_1 \\ \rho_i = 0 & \text{pour } i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \end{cases}$$

مع: $\lim_{N \rightarrow \infty} (N_1 / N) = \varphi$ أين $0 < \varphi \leq 1$. حيث تدمج الفرضية إذن عدم التجانس المحتمل للمعلمة الانحدار المتغير المبطل *Autorégressif*، إحصائية الاختبار المقترحة من قبل IPS مناظرة لمتوسط

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{\rho_{iT}}$$

الإحصائية الفردية لـ Dickey-Fuller الصاعد (ADF)، ليكن:

حيث $t_{\rho_{iT}}$ الإحصائية الفردية Student المرتبطة بالفرضية العدم $H_0 : \rho_i = 0$ بالنسبة لـ i مفردة فيما يخص الفرضية H1. في ظل فرضية غياب الارتباط الذاتي للأخطاء، يشير IPS أن هذه الإحصائية المتوسطة تتبع القانون الطبيعي في حالة $T.N \rightarrow \infty$. وبناء على ذلك قاموا بتعريف إحصائية معيارية Z_{IPS} ، متقاربة نحو القانون الطبيعي $N(0,1)$ ، حيث:

$$Z_{IPS} = \frac{\sqrt{N} \left(\bar{t} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[t_{\rho_{iT}}] \right)}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N V[t_{\rho_{iT}}]}} \xrightarrow{(T, N \rightarrow \infty)_{seq}} N(0,1)$$

حيث قيم $E[\cdot]$ و التباين $V[\cdot]$ تحسب باستخدام محاكاة العديد من قيم البعد الزمني T ودرجة الانحدار p_i^2 .

¹ Im, K, Pesaran, M and Shin Y, « Testing for unit roots in heterogeneous panels », Journal of Econometrics 115, 2003, p.53.

²Alain Pirotte, op-cit, p.215.

I-3-1-3 اختبار Wu و Maddala (1999)

قدم Wu و Maddala (MW) مقارنة أخرى مؤسسية على تركيبة من مستويات المعنوية (p-value) لـ N اختبار جذر الوحدة مستقل، ليكن: $p_i = F(G_{iT_i})$ ، قيم (p-value) لاختبار جذر الوحدة للمفردة i. $F[.]$ ، دالة الكثافة للإحصائية الفردية G_{iT_i} بالنسبة للبعد الزمني T_i . الإحصائية MW

$$تكتب بالصيغة التالية: P = -2 \sum_{i=1}^N \ln p_i$$

في ظل فرضية استقلالية الإحصائيات الفردية، تتبع الإحصائية MW توزيع كاي تربيع Khi-Deux بدرجة حرية 2N، في حالة $T \rightarrow \infty$ بالنسبة N محددة. فإذا كانت أكبر من قيمة كاي تربيع بدرجة حرية 2N عند مستوى خطأ $\alpha\%$ ، يتم رفض فرضية العدم للجذر الوحدة بالنسبة لمجموع الأفراد. إيجابيات اختبار MW تتمثل في عدم تقييد الفرضية البديلة لدرجة انحدار ذاتي واحد بالنسبة لكل المفردات. لذلك يكون مماثلاً لنفس منطلق لاختبار IPS. أما السلبية الرئيسية للاختبار تكمن في أن قيم (p-value) يتم الحصول عليها عن طريق محاكاة Monte Carlo. بشكل دقيق، يكون من الضروري إجراء المحاكاة عن طريق bootstrap توزيعات الإحصائيات الفردية للحصول على قيم (p-value). في الحالة التي تكون فيها قيم N كبيرة، اقترح Choi (2001)، الإحصائية المعيارية التالية:

$$Ps = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N [-2 \ln p_i - 2]$$

في حالة $T \rightarrow \infty$ ، ثم $N \rightarrow \infty$ هذه الإحصائية تتبع توزيع القانون الطبيعي $N(0,1)$.

I-3-2 اختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الارتباط بين المفردات

تسمى هذه اختبارات باختبارات الجيل الثاني لجذر الوحدة مقارنة باختبارات جيل الأول، ويكمن الاختلاف الرئيسي في أنها تأخذ بعين الاعتبار عدم الاستقلال بين الأفراد، وعلاوة على ذلك، تتمثل الخصوصية القوية في عدم الاعتبار بالضرورة أن الارتباط بين الأفراد يمر إلا من خلال حد الأخطاء. فهي تنظر بشكل خاص إلى الحالة التي تأتي من وجود واحد أو أكثر من المكونات المشتركة.

I-3-2-1 اختبار Bai و Ng (2004، 2005)

قام Bai و Ng (BN) باقتراح أول اختبار لفرضية العدم لجذر الوحدة بوجود إمكانية الارتباط بين الأفراد، في هذا السياق حاول المؤلفان تخصيص هذا الارتباط، يشير BN إلى نموذج العوامل المشتركة

$$y_{i,t} = d_{i,t} + f_t \gamma_i + \mu_{i,t} \dots \dots \dots (7)$$

ليكن: حيث $d_{i,t}$ دالة كثير الحدود للزمن بدرجة t . شعاع العوامل المشتركة ذات البعد $(1, r)$ و γ_i شعاع الملمات من شكل $(r, 1)$ ، حيث تجزأ $y_{i,t}$ إلى مكونة محددة غير متجانسة $d_{i,t}$ ، مكونة f_t وحد الخطأ $\mu_{i,t}$ بدون ارتباط ذاتي وبدون بعد فردي أو زميني¹.

في هذا السياق، ينتج عدم الاستقرار انطلاقاً من أنه على الأقل أحد العوامل المشتركة للشعاع f_t يكون غير مستقر و/أو إذا كان حد الخطأ $\mu_{i,t}$ غير مستقر. بدلاً من اختبار عدم استقرار $y_{i,t}$ مباشرة، اقتراح BN يتمثل في التأكد بشكل منفصل على المكونة المشتركة وعلى حد الخطأ.

الأخذ بحالة المكونة المحددة غير المتجانسة بدرجة واحدة، يكتب النموذج (7) كالتالي:

$$y_{i,t} = \alpha_{i,t} + B_i t + f_t \gamma_i + \mu_{i,t}$$

$$f_t \gamma_i = \eta_j f_{j,t-1} + \omega_{i,t} \quad j = 1, \dots, r$$

$$\mu_{i,t} = \lambda_i \mu_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (8)$$

انطلاقاً من المعادلة (7) و (8)، j عامل مشترك و i حد الخطأ يكونان مستقران، إذا كانت على الترتيب

$$\eta_j < 1 \text{ و } \lambda_i < 1$$

بينما تكمن الصعوبة على مستوى المكونة $f_{j,t}$ و $\mu_{i,t}$ بسبب عدم ملاحظتها.

للتخلص من هذه المشكلة قام BN بتحليل البيانات بعد إجراء الفروقات حيث يعطى النموذج بدون

$$\Delta y_{i,t} = \Delta f_t \gamma_i + \Delta \mu_{i,t}$$

مركبة الاتجاه من خلال الفروقات من الدرجة الأولى كالتالي: ثم في الخطوة الثانية يتم تعريف المتغيرات التراكمية:

$$\hat{\mu}_{i,t} = \sum_{s=2}^t \Delta \hat{\mu}_{i,s} \dots \dots \dots (9-2) \text{ و } \hat{f}_{j,t} = \sum_{s=2}^t \Delta \hat{f}_{j,s} \dots \dots \dots (9-1)$$

¹ Bai J, Ng S, « PANIC attack on Unit Roots and Cointegration », Econometrica, 2004, p.72.

بعد ذلك، باستخدام المعادلة (9)، فإنه بالإمكان اختبار فرضية العدم لوجود جذر الوحدة في كلا المركبتين. كما أنه لا اختبار عدم استقرار حد الخطأ $\mu_{i,t}$ ، يقترح Bai و Ng استخدام الإحصائية t

$$\Delta \hat{\mu}_{i,t} = \iota_{i,0} \hat{\mu}_{i,t-1} + \iota_{i,1} \Delta \hat{\mu}_{i,t-1} + \dots + \iota_{i,p} \Delta \hat{\mu}_{i,t-p} + \phi_{i,t} : \text{للانحدار ADF الفردية}$$

2-2-3-I اختبار Phillips و Sul (2003)، Perron و Moom (2004)

في نفس الاتجاه قام كل من Phillips و Sul (2003)، Perron و Moom (2004) باستخدام نموذج عاملي *modèle factoriel* ولكن يتم اختبار فرضية جذر الوحدة مباشرة انطلاقاً من المتغيرة المفردة $y_{i,t}$. تتمثل الفكرة العامة في استبعاد المركبات المشتركة للمتغيرة $y_{i,t}$ ثم البرهان بإزالة العوامل المشتركة لا اختبار فرضية جذر الوحدة. هذا يسمح بالتخلص من الارتباط بين الأفراد والتحصيل على إحصائيات تتبع توزيع القانون الطبيعي، من ناحية أخرى اقترح Pesaran (2007)، مقارنة تتمثل ببساطة في زيادة في انحدار DF أو ADF بإدخال الفروقات من الدرجة الأولى لمتوسطات زمنية للمتغيرة $y_{i,t}$ و قيم مبطة لهذه المتوسطات، حيث يصبح لدينا بالنسبة للانحدار DF:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i^* y_{i,t-1} + \psi_i y_{i,t-1} + \pi_i \Delta y_{i,t} + \mu_{i,t}$$

وبالنسبة للانحدار ADF:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i^* y_{i,t-1} + \psi_i y_{i,t-1} + \sum_{j=0}^p \pi_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^p \theta_{i,j} \Delta y_{i,t-j} + \mu_{i,t}$$

$y_{i,t}$ المتوسط الزمني بالنسبة لـ N مفردة في t ، فيتم الحصول إذن على نماذج الموسعة أو الصاعدة للأبعاد المقطعية والذي يسمح بالأخذ بعين الاعتبار وجود العوامل المشتركة. وقام Pesaran (2007) بصياغة إحصائية متوسطة للاختبار تعرف باسم $CIPS^{(*)}$. والتي تأخذ الصيغة التالية¹:

$$CIPS = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CADF_i$$

بشكل عام يتم تعميم الإحصائية \hat{t} المقترحة من قبل IPS (2003). يوضح Pesaran (2007)، أن قانون الإحصائية CIPS غير معياري². وقد قام بإعداد القيم الحرجة بالنسبة لمختلف الأبعاد N و T .

(*) Cross-Sectionally Augmented IPS

¹ Alain Pirotte, op-cit, p.221.

² Pesaran, H, « A simple panel unit root test in the presence of cross section dependence », Journal of Applied Econometrics 22(2), 2007, p.265.

I-3-3 اختبارات التكامل المتزامن

في حالة عدم الاستقرار، يمكن لهذه الاختبارات تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في تطور المتغير التابع. إذا كانت العلاقة تتضمن المتغيرات غير مستقرة، وعند القيام بالاستدلال الإحصائي على واحد أو أكثر من المعلمات النموذج، ينبغي أن تتم مراعاة وجود أو عدم وجود علاقة تكامل متزامن. في هذا السياق يشير Kao (1999)، إلى أن الإحصائيات المعتادة للاختبارات تكون لها توزيعات غير متقاربة في ظل وجود ارتباطات زائفة¹.

وتعرف علاقات التكامل المتزامن من قبل Pedroni (1995، 1997) و Kao (1999)، Bai et Ng (2004)، باختبار فرضية الجذر الوحدة لبواقي التكامل. اقترح Pedroni (1999، 2004)، سبعة اختبارات للكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن، حيث تأخذ البعض منها عدم التجانس الفردي². يستدعي تطبيق هذه الاختبارات التقدير المسبق للعلاقة على المدى الطويل، حيث:

$$y_{i,t} = d_{i,t} + x_{i,t}b_i + \mu_{i,t} \dots (1)$$

بحيث $d_{i,t}$ في الغالب تكون دالة كثيرة الحدود في الزمن بدرجة 1، $x_{i,t}$ شعاع K متغيرة تفسيرية من المفترض أن تكون متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)، عمل Pedroni على تطوير مجموعتين من الإحصائيات التي تسمى على الترتيب "إحصائيات التكامل لبانل Panel cointegration statistics" و "إحصائيات متوسط مجموعة التكامل المتزامن Group mean cointegration statistics (m)" (P) في الحالتين، تتمثل فرضية عدم غياب التكامل المتزامن: $H_0: p_i = 1 \quad \forall i$ بحيث p_i تناظر المعامل في

$$\hat{\mu}_{i,t} = \rho_i \hat{\mu}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \text{ : الانحدار التالي:}$$

تمثل $\hat{\mu}_{i,t}$ بواقي النموذج (1)، هاتين الفئتين من الاختبارات تختلف من حيث صياغة الفرضيات البديلة

$$\begin{cases} H_1^p : \rho_i = \rho < 1, \forall i \\ H_1^m : \rho_i = \rho < 1, \forall i \end{cases} \text{ : حيث تأخذ الشكل التالي:}$$

وبالمقارنة يتضح أن الفرضية H_1^m تسمح بمصدر إضافي لعدم التجانس بين المفردات. على سبيل المثال

¹ Kao, C, « Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data», Advances in Econometric, 90, 1999, p.44.

² Pedroni, P, « Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis », Econometric Theory, 20, 2004, p.597.

الأخذ على الترتيب بإحدى الإحصائيات غير معلمية Phillips-Perron (1988)، $Z_{t\hat{P}NT}^P$ وإحصائية

معلمة من نوع ADF $Z_{t\hat{P}NT}^{P*}$ من الصنف الأول، وتكون صيغ هذه الإحصائيات كالتالي:

$$Z_{t\hat{P}NT}^P = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} (\hat{\mu}_{i,t-1} \Delta \hat{\mu}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)}{\sqrt{\hat{\sigma}_{NT}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^2}} \dots\dots(2)$$

$$Z_{t\hat{P}NT}^{P*} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^* \Delta \hat{\mu}_{i,t}^*}{\sqrt{\hat{S}_{NT}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^{*2}}} \dots\dots(3) \quad \text{و}$$

وباعتماد المنطق نفسه على الفئة الثانية، يكون:

$$\frac{1}{\sqrt{N}} Z_{t\hat{P}NT}^m = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \left(\frac{\sum_{t=2}^T (\hat{\mu}_{i,t-1} \Delta \hat{\mu}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)}{\sqrt{\hat{\sigma}_i^2 \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^2}} \right) \dots\dots(4)$$

$$\frac{1}{\sqrt{N}} Z_{t\hat{P}NT}^{m*} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \left(\frac{\sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^* \Delta \hat{\mu}_{i,t}^*}{\sqrt{\hat{S}_i^{*2} \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^{*2}}} \right) \dots\dots(5) \quad \text{و}$$

$$\hat{\sigma}_{NT}^2 = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{L}_{11i}^{-2} \hat{\sigma}_i^2, \hat{\sigma}_i^2 = \hat{s}_i^2 + 2\hat{\lambda}_i, \hat{s}_i^2 = T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_{i,t}^2 \dots\dots(6)$$

$$\hat{\lambda}_i = T^{-1} \sum_{s=1}^{\omega_i} \left(1 - \frac{s}{\omega_i + 1} \right) \sum_{t=s+1}^T \hat{\varepsilon}_{i,t} \hat{\varepsilon}_{i,t-s} \dots\dots(7)$$

$$\hat{L}_{11i}^2 = T^{-1} \left(\sum_{t=1}^T \hat{\eta}_{i,t}^2 + 2 \sum_{s=1}^{\omega_i} \left(1 - \frac{s}{\omega_i + 1} \right) \sum_{t=s+1}^T \hat{\eta}_{i,t} \hat{\eta}_{i,t-s} \right) \dots\dots(8)$$

$$\hat{S}_{NT}^{*2} = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i^{*2}, \hat{S}_i^{*2} = T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_{i,t}^{*2} \dots\dots(9)$$

وتأخذ $\hat{\eta}_{i,t} = \Delta y_{i,t} - \sum_{j=1}^k \hat{b}_{j,i} \Delta x_{j,i,t}$ يوضح Pedroni (1995)، أن كل إحصائية تتبع القانون

$$\frac{S_{NT} - \mu\sqrt{N}}{\phi} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)} N(0,1) \quad \text{الطبيعي:}$$

أين S_{NT} تعود إلى إحصائية الاختبار المختار. قيم التوقع μ و ρ^2 للتباين موضحة من خلال جدولتها. بالنسبة $T > 100$ ، يوضح Pedroni (1997)، أن قوة هذه الاختبارات تكون كافية، غير أنه في حالة التي يكون فيها البعد الزمني أصغر ($T < 20$)، إحصائية الاختبار الأكثر قوة تكون تلك المتعلقة بالإحصائية في المعادلة (4). بمعنى آخر إذا كانت الإحصائية المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة للقانون الطبيعي عند مستوى α %، يتم رفض فرضية عدم لغياب التكامل المتزامن. يشير Pedroni (1999)، بوضوح إلى كيفية حساب إحصائيات هذه الاختبارات المعلمية وغير المعلمية¹.

- من ناحية أخرى قدم Kao (1999)، اختبار فرضية عدم لانعدام التكامل المتزامن انطلاقاً من اختبارات من نوع DF و ADF. خلافاً للاختبارات المقدمة سابقاً، فإن هذه الاختبارات لا تأخذ بالحسبان عدم التجانس الفردي في ظل الفرضية البديلة². بالنسبة $d_{i,t} = \alpha_i$ و $b_i = b$ في النموذج (1)

قام Kao بتحديد أربعة إحصائيات من نوع DF:

$$DF_{\rho}^* = \frac{T(\hat{\rho} - 1)\sqrt{N} + \frac{3\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2\sqrt{N}}{\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2}}{\sqrt{3 + \frac{36\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2}{5\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^4}}} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)_{seq}} N(0,1) \dots \dots \dots (10)$$

$$DF_t = \sqrt{1.25}t_p + \sqrt{1.875N} \xrightarrow{(T,N \rightarrow \infty)_{seq}} N(0,1) \dots \dots \dots (11)$$

$$DF_t^* = \frac{t_p + \frac{\hat{\sigma}_{\varepsilon}\sqrt{6N}}{2\hat{\sigma}_{0\varepsilon}}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2}{2\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2} + \frac{3\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2}{10\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2}}} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)_{seq}} N(0,1) \dots \dots \dots (12)$$

$$DF_{\rho} = \frac{\sqrt{N} + (T(\hat{\rho} - 1) + 3)}{\sqrt{10.2}} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)_{seq}} N(0,1) \dots \dots \dots (13)$$

بحيث تمثل $\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2$ و $\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2$ المقدرات المتقاربة للتباينين $\sigma_{0\varepsilon}^2$ و σ_{ε}^2 .

¹ Pedroni, P, « Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis », op-cit, p.47.

² Kao, C, « Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data», op-cit, p.44.

يتم حساب الإحصائيات الموضحة أعلاه انطلاقاً من بواقي نموذج التأثيرات الثابتة الفردية التالي:

$$\hat{\mu}_{i,t} = \rho \hat{\mu}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (14)$$

حيث: $\hat{\mu}_{i,t} = \hat{y}_{i,t} - \hat{x}_{i,t} \hat{b}$ و $\hat{y}_{i,t} = y_{i,t} - y_i$. في الانحدار (14)، فرضية العدم لغياب التكامل المتزامن تناظر الفرضية $H_0: \rho = 1$. تطبيق المربعات الصغرى العادية MCO على المعادلة (14) يعطي مقدر $\hat{\rho}$

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1} \hat{\mu}_{i,t}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^2} : \rho \text{ لـ}$$

فيما يخص الاختبار الثاني هو من نوع ADF ويستند إلى الانحدار التالي:

$$\hat{\mu}_{i,t} = \rho \hat{\mu}_{i,t-1} + \sum_{j=1}^{\rho} \theta_j \Delta \hat{\mu}_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (15)$$

انطلاقاً من هذا الانحدار يحدد Kao إحصائية من نوع ADF التالية:

$$ADF = \frac{t_{ADF} + \frac{\hat{\sigma}_{\varepsilon} \sqrt{6N}}{2\hat{\sigma}_{0\varepsilon}}}{\sqrt{\frac{\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2}{2\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2} + \frac{3\hat{\sigma}_{\varepsilon}^2}{10\hat{\sigma}_{0\varepsilon}^2}}} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)_{sep}} N(0,1) \dots \dots \dots (12)$$

بجيث t_{ADF} تمثل t -الإحصائية المحسوبة للمعامل ρ في الانحدار (15). بفضل استخدام محاكاة Monte Carlo، يوضح Kao أن الاختبارات (10) و(12) تقدم الأفضل أداء فيما يتعلق بالحجم والقوة. يوجد كذلك اختبارات أخرى، يمكن الإشارة إلى اختبار McCoskey و Kao استناداً على تمديد اختبار Lagrange. كما يمكن استخدام اختبارات Bai و Ng (2005)، من خلال اختبارات جذور الوحدة.

II- القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم

بعد تقديم الدراسة النظرية والتجريبية لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والتعرف على ظاهرة التضخم والمتغيرات الأساسية المسببة لها وأهم آثارها وبعد التعرف أيضاً على أهمية نماذج بانل، نحاول في هذا المبحث تطبيق هذه التقنية من أجل تبيان تأثير مختلف أنظمة أسعار الصرف على التضخم والتعرف على نظام سعر الصرف الذي يسجل معدل تضخم أقل.

وللوصول إلى ذلك سوف نقوم أولاً بالتطرق إلى أهمية اختيار المخططات التصنيفية للأنظمة التي سوف تستخدم في التحليل، ثم نشرع في دراسة استقرارية بيانات بانل وكذا العلاقات الموجودة فيما بينها وبعد ذلك نقوم بتقدير النموذج وتفسير النتائج.

II-1 تصنيف أنظمة أسعار الصرف المختار للدراسة التجريبية

عند تحليل اختيار نظم أسعار الصرف أو علاقتها بالأداء الاقتصادي، فمن الضروري تحديد نظام سعر الصرف المتبني، وتنشأ عدة صعوبات بشأن هذه المسألة، فما هو التصنيف المستخدم؟ وبعبارة أخرى هل ينبغي تفضيل التصنيف المعلن *de jure* أو تفضيل التصنيف الفعلي *de facto* أو ينبغي استخدامها معاً؟ في حالة اتخاذ القرار بالعمل بالتصنيف الفعلي، فما هو التصنيف المختار؟

تعتمد الأجوبة على هذه الأسئلة بشكل عام على أهداف كل دراسة ولكن أيضاً استجابة لطريقة التحليل. وقد رأينا أن تصنيفات الرسمية تعاني من نقائص جدية لأن التصريحات لدى صندوق النقد الدولي من قبل الدول الأعضاء لا تعكس دائماً سياسات أسعار الصرف التي تمارسها هذه الدول، فالدول لا تفعل دائماً ما تصرح به أو لا تصرح دائماً بما تفعله.

لذلك فإن استخدام الأنظمة المعلنة بمعزل عن باقي التصنيفات قد ثبت أنها غير مناسبة بشكل عام أو غير كافية لتلبية العديد من القضايا الاقتصادية. وقد تم كما سبق الإشارة إليه تطوير طرق التصنيف الفعلية لمعالجة التناقضات في التصنيفات المعلنة، وتوفير أفضل توصيف لنظم أسعار الصرف.

ولكن هذه المقاربات تختلف عن بعضها البعض في أساليبها، في متغيرات تحديد الأنظمة، والتغطية على صعيد البلدان والسنوات...، فإنها قد تؤدي إلى التعرف على أنظمة أسعار الصرف مختلفة على مستوى نفس المشاهدة. قام كل من Dellas، Tavlas و Stockman (2008)، بحساب الارتباطات لبعض

التصنيفات الرئيسية الفعلية مع بعضها البعض، ومع التصنيف المعلن بين عامي 1990 و 1999.

فتوصل إلى أن اتساق الأنظمة القائمة والواقعية على النحو الذي حددته كل من RR و LVY منخفض نسبياً، ويقع بأقل من 50% من العينة.

تعتبر قاعدة تصنيف RR باستثناء الملاحظات المفقودة، الأقرب إلى تصنيف صندوق النقد الدولي مع تطابقهما في تحديد ثلاثة أرباع الأنظمة، في حين قاعدة تصنيف LVY تتسق وتتوافق في أقل من 50% من الحالات مع تصنيف الصندوق. غير أنه بإدراج المشاهدات الناقصة يعكس التصنيف وخاصة يخفض بشكل قوي نسبة الأنظمة في مخطط RR التي تتوافق مع تصنيف صندوق النقد الدولي.

كما نجد أن المقارنة بين المخططات LVY، RR و المعلنة Jure تكون حساسة للفترة الزمنية المختارة وتتوقف أيضاً على المجموعات الدول المستخدمة في المقارنة.

على سبيل المثال، وجد Bleaney و Francisco (2007)، أن هذه التصنيفات تختلف كثيراً فيما بينها أو مع التصنيف الرسمي في عينة من البلدان النامية¹، باستثناء البلدان التي تمر بمرحلة انتقالية خلال الفترة 1985-2000. وقد أشار المؤلفان أيضاً، إلى أن هذه الاختلافات لا تتناقص مع الزمن.

في الأدب التجريبي أصبح من الشائع استخدام الأنظمة الفعلية والأنظمة المعلنة لمقارنة النتائج التي تؤدي إليها هذه التصنيفات. هذا النهج يدعو إليه على سبيل المثال Genberg و Swoboda (2005)²، فهناك مبررات وأسباب مختلفة تجعل البلد لا يعلن عن النظام المتبع، أو قد ينحرف عن النظام المصرح به. كما سبق ذكره، فإن التخوف من أن يصبح البلد هدفاً لهجمات المضاربة أو تحمل التكاليف السياسية لتخفيض قيمة العملة عندما يكون نظام سعر الصرف الثابت معلناً، يمكن أن يبرر مثل هذا السلوك. فإن استخدام السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار في أسعار الصرف العائمة رسمياً قد ينتج من السعي وراء السياسة النقدية المثلى لتجنب التضخم المستورد (Rogoff و al (2004)، Genberg و Swoboda (2005)). يرجح كل من Rogoff و al (2003)، ذلك، إلى الأسباب المحتملة والمتمثلة في التخوف من التعويم لاعتبارات مصداقية السياسات، والتخوف من المرض الهولندي نتيجة الارتفاع القوي لأسعار

¹ Bleaney Michael, Manuela Francisco, « Classifying exchange rate regimes: A statistical analysis of alternative methods », CREDIT Research Paper No. 07/05, 2007, p.22.

² Genberg Hans, and Alexander K. Swoboda, « Exchange rate regimes: Does what countries say matter? », IMF Staff Papers, Vol. 52, Special Issue, 2005, p.12.

الصرف، واختلالات الصرف بين الأصول والخصوم الخارجية، وآثار الميزانية الناجمة عن انخفاضات الاسمية القوية.

إن استخدام في آن واحد كل من الأنظمة المعلنة والأنظمة الفعلية يمكن أيضاً، من تقييم آثار الانحرافات والاختلافات بين الوعود و الممارسات الفعلية في أسعار الصرف. مبدئياً، يشكل التصنيف المعلن مقارنة للتقدير الاستباقي على اعتبار أنه يلتقط ويعكس نوايا السلطات السياسية، فإنه يسمح إذن بتقييم المصدقية، وبالتالي آثار التصريحات على توقعات الوكلاء الاقتصاديين.

وضعت التصنيفات الفعلية *de facto* لتحديد و وصف الممارسات الفعلية في سياسات سعر الصرف والتعرف على اختيار نظم أسعار الصرف انطلاقاً من البيانات الملاحظة والمرصودة. هذه الطبيعة الممتدة في الماضي لا تسمح دائماً باستخدام الأنظمة الفعلية للقيام بالتوقعات في المستقبل. ومع ذلك، إذا كانت الحكومة تميل إلى الانحراف في كثير من الأحيان عن وعودها، فإن تصريحاتها المستقبلية قد تثير الشكوك لدى الجمهور. في هذه الحالة، يمكن توقع السلوك المستقبلي من السلوك الماضي. كما أن المقاربات الفعلية *de facto* لا تسمح دائماً بأن تنسب سمة استقرار سعر الصرف الاسمي إلى الدفاع الناجح في نظام ربط العملة الرسمية أو في حالة غياب الصدمات الهامة في النظام الرسمي لمرونة سعر الصرف.

ونتيجة لذلك، وفقاً لما يشير إليه Carrera و Vuletin (2003)، فإن استخدام المقربات الفعلية فقط لا يسمح دائماً بتقييم التزامات سياسة سعر الصرف¹.

ومن ناحية أخرى، فإن استجابة سعر الصرف الاسمي العائم إلى صدمة معينة تتوقف و تعتمد على حجم وهيكل الاقتصاد، هذه الاستجابة المختلفة يمكن أن تقود مخطط الفعلي *de facto* إلى تصنيف مختلف لنفس النظام المرن تبعاً للمميزات الاقتصادية للبلد (Tavlas ، Dellas و Stockman ، 2008).

هذا المشكل قد يحدث أيضاً في الحالة التي يكون فيها نظامين متطابقين واقعياً بينما يتعرضان لصدمة مختلفة من حيث المدى والحجم، كما أن تغير سعر الصرف الاسمي يتوقف على مستوى تطور أسواق الصرف (Bubula و Otker-Robe ، 2002).

¹ Carrera Jorge, Guillermo Vuletin, « Deeds and words. The relevance of regime consistency on the real exchange rate volatility », Working Papers, 2003, p.05.

من ناحية أخرى، قد تعاني التصنيفات الفعلية de facto من نقائص قد يكون مصدرها الأحكام التي يصدرها المحلل. في الغالب تترك هذه التصنيفات عدد هام من المشاهدات غير مصنفة نتيجة إما لغياب بيانات متغيرة ما أو عدة متغيرات مستخدمة في التصنيف، أو غياب التغير الكافي في هذه المتغيرات أو أيضاً نتيجة قرار المنظر. يشير كل من Tavlas، Dellas و Stockman (2008) و Reinhart، Rogoff (2003)، إلى أن ما يقارب ثلث البيانات لم تصنف من قبل LVY. في أنظمة التعويم الحر هناك نسبة شبه مماثلة من المشاهدات ناقصة في مخطط RR، من سنة 1970 إلى 1999 (Tavlas و Dellas و Stockman)، كما أن قبول مخططات التصنيف الفعلية de facto يفترض استخدام العملة الأجنبية الجيدة أو أحسن العملات الأجنبية المرجعية في الحساب و ارتفاع سعر الصرف الاسمي. وتساهم أيضاً أفضل معالجة لأسعار الصرف المرتبطة بسلات من العملات الأجنبية في تحسن أهم المخططات الموجودة Wei و Frankel (2008)، Benassy-Quéré، Coeuré و Migon (2006). في الأخير يتمثل التحدي الأكبر لهذه المخططات في قدرتها على الأخذ بالحسبان بشكل ملائم العوامل الرئيسية أو أدوات سياسة التدخل في قيادة سياسة سعر الصرف، حسب Backus (2005)، نظام سعر الصرف يتخذ ميزة وخاصة متعددة الأبعاد كما يشير إليه أيضاً Wei و Frankel (2008). على ضوء ما تقدم ارتأينا على غرار أغلب الدراسات التجريبية استخدام كل من التصنيف المعلن لدى صندوق النقد الدولي والتصنيف الفعلي لـ Reinhart و Rogoff لأنظمة أسعار الصرف المتبناة في عينة الدراسة القياسية.

II-2 منهجية ونموذج الدراسة

II-2-1 منهجية الدراسة

تستخدم العينة المستخدمة في الدراسة التحليل القياسي لبيانات بانل، وتمثل الخطوة الأولى في دراسة خاصية التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات باستخدام اختبارات التجانس Hsiao (1986). وبعد دراسة الاستقرار وعلاقات التكامل المتزامن لمتغيرات النموذج، نقوم بإجراء الانحدار على كامل العينة في حالة التصنيف المعلن ثم في حالة التصنيف الفعلي، وذلك بعد إجراء مختلف الاختبارات للوصول إلى النموذج المناسب لتقدير نماذج بيانات بانل حيث تم اختيار نماذج بانل الديناميكي للقياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم.

ولتحقيق هذا الغرض تستخدم هذه الدراسة في التحليل القياسي قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد $n=50$ من الوحدات المقطعية i المتمثلة في 50 دولة وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد $t=29$ من الفترات، فتغطي الفترة السنوية من عام 1980 إلى عام 2008، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة الكلية 1450 مشاهدة على عينة تتكون من 50 دولة تضم 14 دولة متقدمة، 18 دولة ناشئة^(*) و18 دولة نامية.

يستند نموذج الدراسة على النموذج المقدم في دراسة Ostry و Tsangarides (2010)، لمقارنة المردودية التضخمية لمختلف أنظمة أسعار الصرف، حيث نقوم بتقدير انحدار معدل التضخم على المتغيرات التفسيرية التي تتضمن نمو الكتلة النقدية (التضخم النقدي)، نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي الفردي، درجة الانفتاح التجاري والتي تقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الحقيقي الإجمالي. وقد ورد في تحليلنا النظري، وضوح أهمية أثر انتقال تغير أسعار الصرف إلى المستوى العام للأسعار المحلية، حيث نجد أن معظم الدراسات السابقة تشير إلى حدوث انعكاس لتحركات في أسعار الصرف العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية على مؤشر الأسعار المحلية في البلد المعني، وبالتالي حاولنا الأخذ بمعدل سعر الصرف الاسمي كمتغيرة في النموذج.

ثم إضافة إلى هذه المتغيرات التفسيرية، المتغيرات الصورية لأنظمة الصرف التي تمثل النظم الثابتة، الوسيطة والمرنة وذلك وفقاً للتصنيف المعلن De jure لصندوق النقد الدولي والتصنيف الفعلي De facto حيث تم اختيار مخطط التصنيف Reinhart و Rogoff (2004، 2008) لمقارنة نتائج التحليل، فقد استندت العديد من الدراسات كتلك المقدمة من قبل Al و Rogoff (2000)، Al و Rogoff (2004)، بالإضافة إلى الأعمال الأخيرة لكل من Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010)، على التصنيف المعلن والفعلي لأنظمة أسعار الصرف لتقييم العلاقة محل البحث بإضافة المتغيرات الصورية الخاصة بأنظمة أسعار الصرف.

(*) اقتصاديات الأسواق الناشئة هي تلك الدول التي تم تصنيفها في مؤشر Morgan Stanley Capital International Index

أما اقتصاديات المتقدمة هي الدول التي تصنف على أنها ذات الدخل الأعلى من جانب البنك الدولي، جميع الاقتصاديات الأخرى تشكل مجموعة البلدان النامية. فقد تم اختيار هذه العينة من الدول لتناسب هدف الدراسة بعد فحص أنظمة أسعار صرفها الواقعة طوال فترة الدراسة على أساس التصنيف المعلن والفعلي، قائمة هذه الدولة موجودة في ملحق الفصل.

وقد تم الحصول على بيانات المتغيرات المستخدمة في الدراسة من البيانات التي ينشرها البنك العالمي وصندوق النقد الدولي.

II-2-2 النموذج المستخدم

لدراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم يتم استخدام دالة التضخم التالية:

$$\pi = f(m2grow, gdpgrorw, tc, ouv, FIX, INT, FLOT)$$

وبشكل مختصر يمكن كتابة النموذج بصيغته العامة، بوضع المتغيرات التفسيرية تحت الرمز $\chi_{i,t}$.

$$\pi_{i,t} = \alpha_i + \eta_t + \beta\chi_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث: $\pi_{i,t}$ معدل التضخم للبلد i في الفترة t .

α_i ترمز للتأثير الخاص بكل بلد، حيث تلتقط محددات التضخم التي لا يمكن حسابها بالمتغيرات التفسيرية الأخرى وهي بذلك تحسب الخصائص غير مشاهدة عبر الدول مع ثبات الزمن، كما أن ذلك التأثير إما أن يخضع لمنهج التأثيرات الثابتة أو منهج التأثيرات العشوائية.

η_t متغيرة صورية يتم من خلالها تحديد تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على التضخم، متغيرات النظام الثابت، الوسيط والعائم هي المتغيرات الصورية المختارة على النحو التالي:

FIX متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الثابت.

INT متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف الوسيط.

$FLOT$ متغير صوري يمثل نظام سعر الصرف العائم.

β متجه عامودي $K \times 1$ للمعاملات المراد تقديرها لكل متغير مستقل.

$\chi_{i,t}$ تمثل مصفوفة $Tn \times K$ للمتغيرات المستقلة المؤثرة على التضخم للبلد i وفي الفترة t . والتي تتضمن نمو الكتلة النقدية (التضخم النقدي)، نمو الناتج الداخلي الخام الحقيقي، درجة الانفتاح التجاري وأثر انتقال تغير أسعار الصرف إلى المستوى العام للأسعار المحلية، من خلال الأخذ بمعدل سعر الصرف الاسمي كمتغيرة في النموذج.

$\varepsilon_{i,t}$ متجه عامودي $Tn \times 1$ لحد الخطأ العشوائي للبلد i وفي الفترة t .

II-2-3 تطور أنظمة أسعار الصرف في عينة الدراسة

تشتمل معادلة التقدير، بالإضافة إلى المتغيرات التفسيرية على متغيرات صورية، تمثل طبيعة ونوع نظام سعر الصرف، وتحليل توزيع أنظمة أسعار الصرف بالنسبة لكل العينة (الجدول رقم 5-1) تتضح بعض الاختلافات الظاهرة بين التصنيفين المعلن و الفعلي. دراسة تطور أنظمة أسعار الصرف حسب التصنيف الطبيعي RR تشير إلى الإنخفاض الطفيف في تبني الأنظمة الوسيطة مقارنة بالأنظمة القطبية حيث قدرت نسبة تبني هذا النظام بـ 56% في سنة 1980 ونسبة تعادل 52% في سنة 2008 من مجموع العينة، مقارنة بتبني نظام سعر الصرف الثابت الذي سجل نسبة قدرها 30% في سنة 1980 لترتفع قليلا إلى نسبة قدرها 36% في سنة 2008، بينما نسبة تبني نظام سعر الصرف العائم سجلت 14% في سنة 1980 ونسبة قدرها 12% فقط في سنة 2008 في العينة المستخدمة في الدراسة حسب تصنيف RR. وهذا ما يؤكد النتائج التي توصل إليها Masson (2000)، و Milliamson (2000)، التي تشير إلى أن الأنظمة الوسيطة لا تتجه إلى الاختفاء وأنها تبقى تمثل قسطا هاماً في ترتيبات نظم أسعار الصرف. بينما يتضح في مجموعة الدول المتقدمة زيادة التوجه نحو الأنظمة العائمة.

أما حسب التصنيف الرسمي المعلن المنشور من قبل صندوق النقد الدولي، فإن المعطيات توضح زيادة انتقال نحو تبني الأنظمة العائمة بالنسبة لكل العينة، حيث أنه في سنة 1980 كانت نسبة التعويم تعادل 10% فقط لتنتقل إلى نسبة قدرها 34% في سنة 2008، في حين انخفضت نسبة تبني النظام الثابت لتنتقل من 60% في سنة 1980 إلى ما نسبته 38% في 2008. كما يشير هذا التصنيف إلى انخفاض نسب تبني الأنظمة الوسيطة مقارنة بالأنظمة القطبية الأخرى.

الجدول رقم (5-1): توزيع أنظمة أسعار الصرف في عينة الدراسة (1980-2008) (%)

| التصنيف الفعلي (RR) De facto | | التصنيف المعلن (FMI) De jure | | نظام سعر الصرف |
|------------------------------|------|------------------------------|------|----------------|
| 2008 | 1980 | 2008 | 1980 | |
| 36 | 30 | 38 | 60 | النظام الثابت |
| 52 | 56 | 28 | 30 | النظام الوسيط |
| 12 | 14 | 34 | 10 | النظام العائم |

المصدر: من إعداد الطالب

II-3 خطوات تقدير النموذج

يقدم هذا الجزء مراحل عملية التقدير على العينة المكونة من 50 دولة على الفترة ابتداء من عام 1980 إلى عام 2008، في الخطوات الأولى نقوم بإجراء اختبار التجانس حيث تعتبر هذه المرحلة جد هامة في تحديد جودة النموذج، ثم الانتقال لدراسة استقرارية المتغيرات وكذا العلاقات التي يمكن أن تربطها من خلال دراسة علاقات التكامل المتزامن وبعد ذلك نقوم بتقدير مختلف النماذج وعرض النتائج.

II-3-1 اختبارات التجانس لـ Hsiao (1986):

الخطوة الأولى، تتمثل في اختبار فرضية بنية التجانس العام (الثوابت والمعاملات متطابقة):

$$H_0 : \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i, j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j \text{ ou } \alpha_i \neq \alpha_j$$

نستخدم إذن إحصائية Ficher لاختبار (N-1)(K+1) قيد خطي. بافتراض أن البواقي $\varepsilon_{i,t}$ تكون مستقلة التوزيع في البعدين i و t: وتتبع القانون الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد σ_i^2 .

من خلال حساب مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد $SCR_{1,c}$ في ظل الفرضية H_0^1 وتقدير النموذج باستخدام المربعات الصغرى العادية بتكديس كل المشاهدات. ثم حساب مجموع مربعات بواقي للنموذج غير مقيد والتي تعادل مجموع البواقي المربعة للنموذج المقدر على المعادلات الفردية حيث

$$. SCR = \sum_{i=1}^n SCR_i$$

بعد تقدير النموذج وحساب القيمة الاحصائية Fischer فتحصلنا على:

$$F_1 = 3,19 > F_{196,1250}^{0,05} \approx 1,08$$

$$dd \ln = (N - 1)(k + 1)$$

$$ddld = N \times N(k + 1)$$

وبالتالي يتم رفض الفرضية H_0^1 .

ثم يتم التوجه إلى الفرع الأيسر من مخطط Hsiao (1986)، وذلك باختبار الفرضية التالية:

$$H_0 : \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i; j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j$$

يتم حساب SCR_{c2} التي تمثل مجموع البواقي المربعة للنموذج المقيد في ظل الفرضية H_0^2 .

وذلك بتقدير نموذج التأثيرات الثابتة الفردية، من نتائج التقدير نجد أن:

$$F_2 = \frac{(SCR_{2,c} - SCR_1)}{SCR_1} \times \frac{NT - N(k + 1)}{(N - 1)k} \mapsto F((N - 1), NT - N(K + 1))$$

$$F_2 \approx 0,81$$

$$F_2 = 0,81 < F_{147,1250}^{0,05} \approx 1,05$$

$$dd \ln = (N - 1)k$$

$$ddld = NT - N(k + 1)$$

وبالتالي يتم قبول الفرضية H_0^2 ، والتوجه نحو الفرع الأيمن من مخطط Hsiao (1986).

$$H_0 : \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N] \quad \text{الفرضية:}$$

$$H_1 : \exists (i; j) \in [1, N] / \alpha_i \neq \alpha_j$$

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{2,c})}{SCR_{2,c}} \times \frac{N(T - 1) - k}{N - 1}$$

$$F_3 \approx 1,95 > F_{49,1397}^{0,05} \approx 1,05$$

$$dd \ln = (N - 1)$$

$$ddld = N(T - 1) - K$$

وبناء عليه يتم رفض الفرضية H_0^2 وبالتالي اعتبار نموذج بانل ذو التأثيرات الثابتة الفردية.

الجدول رقم (5-2): نتائج اختبار التخصيص لمخطط Hsiao (1986)

| النتيجة | الإحصائية الجدولة | الإحصائية المحسوبة | الاختبار |
|--------------|-------------------|--------------------|----------|
| رفض H_0^1 | F(196,1250)=1,08 | 3,19 | F1 |
| قبول H_0^2 | F(147,1250)=1,05 | 0,81 | F2 |
| رفض H_0^3 | F(147,1250)=1,05 | 1,95 | F3 |

المصدر: من إعداد الطالب باستخدام برنامج Eviews

II-3-2 دراسة الاستقرارية والتكامل المتزامن لبيانات بانل

قبل تقدير النماذج لبيانات بانل، لابد أولاً من فحص جذر الوحدة لهذه البيانات، ومن ثم التحقق من وجود تكامل متزامن بين المتغيرة المفسرة والمتغيرات التفسيرية. وهذا باستخدام عدد من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات بانل وأكثرها استخداماً من الجيل الأول والثاني، نجد اختبارات: Pesaran، Im، (2000) Hadri، (2000) Breitung، (2002) Chu و Levin، Lin و Shin (2003)، (Fisher- tests ADF و PP tests-Maddal)، وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية، نظراً لأنها تتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، والذي يقود إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية.

سوف يتم استخدام اختبارات جذر الوحدة الأكثر شيوعاً، وهي LLC، IPS و Fisher- ADF للكشف عن خواص السلاسل الزمنية لمتغيرات بانل.

وتعتمد الاختبارات على معادلة Dickey et Fuller أو الصيغة الصاعدة ADF. يأخذ اختبار LLC في الحسبان الآثار الثابتة المقطعية والزمنية من خلال المعلمتين α_i و θ_i . ويفترض أن معلمة المتغير المبطئ لفترة واحدة ρ تكون متجانسة عبر المفردات، لذا فإن اختبار IPS وسع اختبار LLC ليسمح بتفاوت معلمة المتغير عبر المفردات.

من أجل التعرف على استقرارية بيانات بانل، قمنا بتطبيق هذه الاختبارات على كل متغيرة على حدي وهذا باختيار فترات الإبطاء المناسبة Lags بطريقة آلية وفقاً لمعيار AIC، على المتغيرات المدروسة فكانت النتائج كالتالي:

الجدول رقم (5-3): نتائج اختبارات جذر الوحدة

| Im, Pesaran and Shin (IPS) | | | Levin, Lin and Chu (LLC) | | | الاختبار |
|-----------------------------|---------|-----------------------|--------------------------|---------|-----------------------|-------------------------------------|
| (N, T) | p-value | الإحصائية W[t-bar] | (N, T) | p-value | الإحصائية W[t-bar] | المتغيرة |
| Lag 0 to 4 maxlag=6 | | | Lag 0 to 4 maxlag=5 | | | |
| (50,1361) | 0,0000 | -6,451 | (50,1327) | 0,0000 | -7,73 | التضخم trend+Inf |
| (50,1347) | 0,0000 | -9,681 | (50,1331) | 0,0000 | -9,578 | drift+Inf |
| | | | (50,1329) | 0,0000 | -10,788 | Inf |
| (50,1355) | 0,0000 | -11,387 | (50,1340) | 0,0000 | -13,59 | نمو الكتلة النقدية trend+M2grow |
| (50,1337) | 0,0000 | -11,632 | (50,1363) | 0,0000 | -11,86 | drift+M2grow |
| | | | (50,1293) | 0,0000 | -7,934 | M2grow |
| (50,1374) | 0,0000 | -14,434 | (50,1374) | 0,0000 | -13,975 | نمو الناتج الحقيقي trend+gdpgrow |
| (50,1340) | 0,0000 | -12,602 | (50,1340) | 0,0000 | -10,767 | drift+gdpgrow |
| | | | (50,1279) | 0,0000 | -11,356 | gdpgrow |
| (48,1321) | 1,0000 | 4,3228 | (48,1321) | 1,0000 | 4,058 | سعر الصرف trend+tc |
| (48,1305) | 0,0000 | -1,0001 | (47,1283) | 0,0393 | -1,759 | drift+tc |
| | | | (48,1288) | 0,8461 | 1,019 | tc |
| (48,1245) | 0,0000 | -6,514 | (47,1218) | 0,0000 | -7,987 | tc p_i |
| (50,1357) | 1,0000 | 4,1197 | (50,1357) | 0,9424 | 1,574 | درجة الانفتاح trend+ouv |
| (50,1367) | 0,9997 | 3,4194 | (50,1367) | 0,9946 | 2,546 | drift+ouv |
| | | | (50,1362) | 0,9882 | 2,265 | ouv |
| (48,1245) | 0,0000 | -17,168 | (50,1307) | 0,0000 | -19,711 | ouv Δ |
| ADF-choi Z-stat Fisher- ADF | | | | | | الاختبار |
| | | | (N, T) | p-value | الإحصائية | المتغيرة |
| | | | Lag 0 to 4 maxlag=5 | | | |
| | | | (50,1361) | 0,0000 | -5,664 | التضخم trend+Inf |
| | | | (50,1347) | 0,0000 | -9,209 | drift+Inf |
| | | | (50,1322) | 0,0000 | -10,812 | Inf |
| | | | (50,1355) | 0,0000 | -9,842 | نمو الكتلة النقدية trend+M2grow |
| | | | (50,1337) | 0,0000 | -10,751 | |

| | | | | | | |
|--|--|--|-----------|--------|---------|-------------------------------------|
| | | | (50,1292) | 0,0000 | -7,602 | drift+M2grow M2grow |
| | | | (50,1374) | 0,0000 | -12,505 | نمو الناتج الحقيقي trend+gdpgrow |
| | | | (50,1340) | 0,0000 | -11,592 | drift+gdpgrow |
| | | | (50,1279) | 0,0000 | -10,134 | gdpgrow |
| | | | (48,1321) | 1,0000 | 4,616 | سعر الصرف trend+tc |
| | | | (48,1305) | 0,0006 | 3,246 | drift+tc |
| | | | (48,1288) | 0,9986 | 2,723 | tc |
| | | | (47,1245) | 0,0000 | -11,429 | tc Δ |
| | | | (50,1357) | 1,0000 | 4,477 | درجة الانفتاح trend+ouv |
| | | | (50,1305) | 0,9998 | 3,551 | drift+ouv |
| | | | (50,1362) | 1,0000 | 5,105 | ouv |
| | | | (50,1307) | 0,0000 | -14,280 | ouv Δ |

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقاً من نتائج استخدام eviews

ملاحظة: تتمثل فرضية العدم في وجود جذر الوحدة، يشير الرمز Δ إلى الفروق من الدرجة الأولى. تتطابق نتائج الاختبارات وتشير بوضوح إلى غياب جذور الوحدة على مستوى المتغيرات المدروسة التالية: معدل التضخم، نمو الكتلة النقدية والناتج الحقيقي، حيث تكشف النتائج عن استقرار هذه المتغيرات، فاتضح رفض فرضية العدم لوجود جذور الوحدة، بينما يتضح من نتائج الاختبارات عدم استقرار كل من متغيرة سعر الصرف الاسمي ومتغيرة الانفتاح التجاري.

وهذا ما يستدعي القيام بالفروق من الدرجة الأولى، فأصبحت مستقرة و متكاملة من الدرجة الأولى. أما فيما يخص علاقات التكامل المتزامن (المشترك) وكما سبق التطرق إليه، فإن اختبار إمكانية وجود مسار مشترك بين المتغيرات، لا يكون إلا بين المتغيرات المتكاملة من نفس الدرجة والتي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه على المدى الطويل (علاقة توازنية طويلة المدى)، وعليه ينبغي أن تتم مراعاة وجود أو عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرتين: سعر الصرف ودرجة الانفتاح التجاري. و بعد إجراء اختبار كل من Fisher-Johansen و Pedroni للتكامل المتزامن، أثبتت النتائج، غياب علاقة تكامل متزامن بين المتغيرتين (اختبارات التكامل المتزامن موضحة في الملاحق).

II-3-3 التأثيرات الثابتة أم التأثيرات العشوائية

عند الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج، يتم فحص طبيعة هذا الأثر، فيما أن يكون عشوائي (نموذج مركبات الخطأ *modèle à erreurs composées*) أو تحديدي (نموذج التأثيرات الثابتة *modèle à effets fixes*).

حيث تتمثل المرحلة الأولى في التحليل في التعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة a_i ، هذا وبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير إلى أن التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول، إلا أنه لا بد من التأكد من ذلك باستخدام اختبار Hausman.

نقوم بتطبيق اختبار Hausman لمسألة تحديد التأثير الفردي في نموذج بانل، في حالة استخدام التصنيف المعلن *De jure* لصندوق النقد الدولي والتصنيف الفعلي *De facto*:

الفرضيات التي يتم اختبارها تخص الارتباط بين التأثيرات الفردية والمتغيرات التفسيرية:

$$H_0 : E(\alpha_i / X_i) = 0$$

$$H_1 : E(\alpha_i / X_i) \neq 0$$

في ظل الفرضية H_0 يكون النموذج في حالة التأثيرات الفردية العشوائية وبالتالي استخدام المربعات الصغرى المعممة (المقدر BLEU)، في ظل الفرضية البديلة يخصص النموذج على أنه نموذج التأثيرات الفردية الثابتة.

في ظل الفرضية المعدومة H_0 تتبع الإحصائية H تقاريباً N (تؤول إلى ∞) كاي تربيع *Chi deux*.

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبار Hausman

| Hausman test (fixed versus random effets) | | | |
|---|----------|---------------------------------|--------|
| De facto باستخدام التصنيف الفعلي | | De jure باستخدام التصنيف المعلن | |
| Chi-square(5 d.f.) | 3,705933 | Chi-square(5 d.f.) | 1,3187 |
| p-value | 0,5925 | p-value | 0,9330 |

المصدر: من إعداد الطالب انطلاقاً من نتائج التقدير

تتبع الإحصائية H قانون كاي تربيع وتعادل القيمة الجدولة عند مستوى معنوية 95% قيمة قدرها 9,488 وبالتالي يتم قبول الفرضية المعدومة واختيار نموذج التأثيرات الفردية العشوائية في كلا التصنيفين على كامل العينة.

II-3-4 النموذج الديناميكي المستخدم وتحليل نتائج الانحدار

من خلال القيام بعملية التحليل القياسي لنموذج التأثيرات العشوائية باستخدام المربعات الصغرى المعممة وعند الأخذ بكامل العينة التي تضم 50 دولة على الفترة 1980-2008، تكشف النتائج عن وجود علاقة تجمع بين أنظمة أسعار الصرف والتضخم، بالرغم من عدم قوة هذه العلاقة نتيجة عدم معنوية بعض المتغيرات الصورية التي تمثل طبيعة نظام سعر الصرف وهذا على كامل العينة، فقد لوحظ من التقدير أن متغيرة نظام سعر الصرف الثابت كانت إشارته سالبة في بيانات الأنظمة المصنفة تصنيفاً فعلياً مما يشير إلى انخفاض معدلات التضخم في ظل هذه الأنظمة، في حين كانت إشارة المتغيرين الصوريين للنظام الوسيط والعائم موجبة، بمعنى زيادة معدلات التضخم مع النظامين الوسيط والعائم.

تتكون عينة الدراسة كما سبق الإشارة إليه، من مجموعات مختلفة من الدول من حيث المستوى الاقتصادي، مما يستدعي استخدام طرق الاقتصاد القياسي التي تأخذ بعين الاعتبار خاصية عدم التجانس الفردي غير ملاحظ في بيانات بانل وبشكل خاص نماذج بانل الديناميكي التي تستند بشكل أساسي إلى نماذج الانحدار الذاتي، أي الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير متغيرة واحدة أو عدة متغيرات الداخلية endogènes وإدخالها في النموذج حتى يتسنى تقييم تأثير القيم الماضية للمتغيرة المشروحة على قيمتها الحالية، إلا أنه حسب خصائص الأبعاد الفردية والزمنية، فإن الارتباط بين بعض المتغيرات الداخلة في الانحدار، بشكل خاص المتغيرة المبطأة وحد الخطأ يؤدي إلى التغير والتأثير القوي على خصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة (التحيز وعدم التقارب)، ونتيجة لذلك هناك طرق تقدير بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص وتستخدم للحصول على مقدرات متقاربة للمعلمات. في هذا الإطار ومن أجل تقدير هذا النوع من النماذج نستخدم طريقة العزوم المعممة "GMM"، حيث أن هذه الطريقة تجمع بين طريقة المربعات الصغرى شبة المعممة، والطريقة التي تأخذ بالمتغيرات المساعدة (VI).

وقد تم اختيار GMM لتقدير هذا النموذج لتمتع هذه الطريقة بالعديد من المزايا من أهمها: معالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، معالجة مشكلة احتمال أن تكون هذه المتغيرات متغيرات داخلية، وتجنب آثار جذر الوحدة في كل من اختيار المتغيرات المساعدة، واستخدام متغيرات تابعة مبطأة¹. وللتعرف على جودة نتائج التقدير سوف يتم استخدام اختبار الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء.

II-3-4-1 طريقة التقدير

تتميز النماذج الديناميكية بوجود متغيرة داخلية مبطأة أو أكثر في الجهة اليمنى للنموذج، وبالأخذ بحالة وجود متغيرة واحدة مبطأة، يأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$\pi_{i,t} = \alpha\pi_{i,t-1} + \beta X_{i,t} + \eta_i + V_{i,t} \dots \dots (2)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

β و α تمثل المعلمات المطلوب تقديرها، η_i تمثل عدم التجانس l'hétérogénéité individuelle

$$[V_{i,t} \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_v^2)] \text{ حد الخطأ} \text{ و } [\eta_i \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_\eta^2)]$$

للتخلص من ارتباط الأثر الخاص الفردي مع المتغيرة المبطأة، يحول النموذج بالفروق الأولى لاستبعاد الأثر الفردي، وتمثل الطريقة الشائعة في التعامل مع المعامل الذي يقيس الآثار الثابتة غير الملحوظة الخاصة بالدولة i (η_i) في حالة بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، في استخدام الفروق الأولى لقيم متغيرات معادلة الانحدار وحد الخطأ. حيث أنه باستخدام هذه الطريقة يتم استبعاد η_i مباشرة من عملية التقدير. ومن ثم فإن المعادلة رقم (2) بعد استخدام الفروق الأولى لقيم كل من متغيراتها وحد الخطأ، تصبح كما يلي:

$$\pi_{i,t} - \pi_{i,t-1} = \alpha(\pi_{i,t-1} - \pi_{i,t-2}) + \beta(X_{i,t} - X_{i,t-1}) + (e_{i,t} - e_{i,t-1}) \dots \dots (3)$$

قام Arellano و Bond (1991)، بتعميم المقاربة المقدمة من قبل Anderson و Hsiao (1981) باقتراح تطبيق طريقة العزوم المعممة GMM باستغلال شروط التعامدية orthogonality الموجودة بين المتغيرة المبطأة وحد الخطأ.

¹ Nkurunziza. J. D, Bates. R H, « Political institutions and economic growth in Africa », Cases, Be press, London: Home Office, 2003, p.12.

في ظل الافتراضات التالية: أن حد الخطأ يكون غير مرتبط تسلسلياً، وأن المتغيرات المستقلة تعتبر متغيرات خارجية ولكن بشكل ضعيف، وبالتالي فإن طريقة GMM سوف تستخدم شروط العزوم Conditions des Moments التالية¹:

$$E[\pi_{i,t-s} * (e_{i,t} - e_{i,t-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

$$E[X_{i,t-s} * (e_{i,t} - e_{i,t-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

يتضح من المعادلة السابقة أن شروط العزوم يتم تطبيقها على المتغير التابع المبطن ومجموعة المتغيرات المستقلة ويطلق على GMM التي تعتمد على شروط العزوم المثلة بالمعادلتين السابقتين، بطريقة التقدير باستخدام الفروق الأولى للقيم الأصلية لمتغيرات النموذج محل التقدير.

تكمن أهمية هذه الطريقة في التحليل، في المعالجة الصحيحة للإشكال المتعلق بالآثار الفردية المرتبطة وبإمكانية الأخذ بعين الاعتبار الخاصية الداخلية الكامنة للمتغيرات التفسيرية.

غير أنه إذا كانت المتغيرات بالفروق الأولى مرتبطة نوعاً ما مع قيمها المبطن، تكون الأدوات المستخدمة بالنسبة للمعادلات بالفروق الأولى ضعيفة في حالة $s < 2$ وفي ظل وجود علاقة سببية $E[X_{i,t}, e_{i,t}] \neq 0$ هذا المقدر قد ينتج عنه معاملات متحيزة في حالة العينة صغيرة الحجم، حيث يوضح Blundell و Bond (1998)، أن عدم دقة المقدر تزداد بزيادة أهمية الأثر الخاص وفي الحالة التي تكون فيها المتغيرات ثابتة ومستمرة في الزمن.

لاستبعاد هذه النقائص يقترح Blundell و Bond (1998)، طريقة GMM-système التي تؤدي إلى التقدير في آن واحد المعادلة بالفروق الأولى والمعادلة عند المستوى، ومنه تسمح هذه المقاربة بزيادة عدد المتغيرات المساعدة المستخدمة كأدوات. وبالتالي نستخلص أن اختيار الطريقة الأمثل لتقدير النموذج تتوقف على عدة عوامل من أهمها حجم العينة، حيث نجد أن T و N تحدد درجة التحيز للمقدر، فإذا كانت T أكبر يكون هذا المقدر غير متحيز وفعال². حيث لا تسمح طرق القياس الاقتصادي العادية الأخرى بخلاف طريقة العزوم المعممة لبيانات بانل الديناميكي، من الحصول على التقدير الصحيح لهذه

¹ Carkovic. M, Levine. R, « Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth? », Research Conferences financial globalization, World Bank, 2002, p.14.

² Alain Pirotte, op-cit, p.229.

النماذج. ولهذا الأسباب تم اختيار استخدام طريقة GMM-syst، حيث يؤكد Bond و Blundell (1998)، باستخدام محاكاة Monte-Carlo أن مقدر GMM-syst يكون أكثر دقة وقوة من مقدر الفروق الأولى في الحالة التي تكون فيها الأدوات المساعدة ضعيفة.

II-3-4-2 عرض النتائج باستخدام التصنيفين الفعلي والمعلن

يهدف هذا الجزء من الدراسة، إلى عرض وتحليل النتائج التجريبية للنماذج الديناميكية لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية باستخدام GMM-syst، وعند التقدير تم استخدام مصفوفة التغيرات المصححة لأخطاء عدم ثبات التباين Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix (HCCM). حيث أن استخدام هذه المصفوفة يؤدي إلى تعديل القيم المقدرة للأخطاء المعيارية لمعاملات الانحدار طبقاً لأخطاء عدم ثبات التباين. ومن ثم تسمح هذه المصفوفة باستخدام نتائج التقدير الناتجة عن تطبيق GMM في اختبار الفرضيات في ظل وجود مشكلة عدم ثبات التباين. وفي هذه الحالة سوف يتم استخلاص استنتاجات صحيحة من هذه النتائج. وعند التقدير يتم أيضاً مراعاة حلول النتائج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء.

يوضح الجدول رقم (5-5) نتائج تقدير النماذج الديناميكية لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية المستخدمة. تتعلق الملاحظة الأولى بمواصفات وجودة النماذج المقدرة، حيث تشير قيمة إحصائية لاختبار Sargan / Hansen لمدى ملائمة أدوات النموذج وتشير القيمة الإحصائية لاختبار Arellano and Bond (1991) للارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء في جميع النماذج الديناميكية المقدرة بواسطة GMM-syst، إلى عدم رفض فرضية العدم H_0 لهذه الاختبارات، والتي تتمثل في صلاحية كل من المتغيرات المساعدة وإلى عدم وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، مما يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسلياً ويتبع عملية المتوسط المتحرك على الأقل من الدرجة الأولى، وهذا ما يؤكد أيضاً صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير من ناحية أخرى.

الجدول رقم (5-5): استجابة التضخم لمختلف أنظمة أسعار الصرف (التقدير القياسي)

| تصنيف أنظمة أسعار الصرف | | | | | | المتغير التابع |
|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---|
| De jure | De facto | De jure | De facto | De jure | De facto | معدل التضخم |
| 0,0335*** | 0,0328*** | 0,0345*** | 0,0329*** | 0,0347*** | 0,0328*** | معدل التضخم الأولي Inf(-1) |
| 1,2014*** | 1,1880*** | 1,2058*** | 1,1882*** | 1,2051*** | 1,1879*** | نمو الكتلة النقدية |
| 0,1089*** | 0,0650*** | 0,0988*** | 0,0668*** | 0,0694*** | 0,0655*** | نمو الناتج الحقيقي |
| 0,000*** | 0,00005*** | 0,0000 | 0,00004*** | 0,0003*** | 0,0004*** | سعر الصرف الاسمي |
| -0,0152*** | -0,013*** | -0,0169*** | -0,0131*** | -0,0166*** | -0,0131*** | د.الانفتاح التجاري |
| | | -0,1043*** | -0,0998*** | -0,0762*** | -0,0346*** | النظام الثابت Fixe |
| -0,0305*** | 0,0319*** | -0,0516*** | -0,0642*** | | | النظام الوسيط Inter |
| 0,0061*** | 0,0991*** | | | 0,0038*** | 0,0668*** | النظام العائم Flot |
| 1297 | 1297 | 1297 | 1297 | 1297 | 1297 | عدد المشاهدات |
| 0,6861 | 0,6120 | 0,6119 | 0,7841 | 0,6573 | 0,6396 | اختبار Sargan-Hansen (p-value) |
| Pr> = 0.2818 | Pr> = 0,2027 | Pr> = 0.3111 | Pr> = 0.2053 | Pr> = 0.3025 | Pr> = 0.2035 | اختبار AR(2) Arellano-Bond (p-value) |

المصدر: من إعداد الطالب (نتائج التقدير القياسي)

علامة (***)، (**)، (*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

De jure و De facto تعبر عن التصنيف الفعلي والتصنيف المعلن لأنظمة أسعار الصرف على الترتيب. توضح نتائج التقدير في الجدول أعلاه رقم (5-5)، أن كل معاملات المتغيرات التفسيرية وتلك المتعلقة بالمتغيرات التي تمثل أنظمة أسعار الصرف هي معنوية إحصائياً عند المستوى 1%، ولها الإشارة المنتظرة والموافقة للنظرية الاقتصادية، باستثناء معامل متغيرة سعر الصرف الاسمي في حالة استخدام التصنيف المعلن في المعادلة الرابعة (العمود الخامس في الجدول).

يوضح الجدول معنوية معامل انحدار معدل التضخم في الفترة السابقة في جميع النماذج الديناميكية المستخدمة وهو ما يشير إلى تأثير التضخم بصورة مباشرة بقيمته في الفترة السابقة، ويعكس ذلك ملائمة التحديد الديناميكي المستخدم.

يظهر من خلال النتائج وجود أثر موجب ومعنوي للزيادة الكتلة النقدية على معدلات التضخم في كل النماذج المقدر، حيث تشير النتائج إلى أن الزيادة في معدل نمو الكتلة النقدية بنسبة 1% سوف تؤدي إلى زيادة معدل التضخم بمقدار 1,2. وبالتالي زيادة الكتلة النقدية يتولد عنها ضغوطاً فعلية على زيادة الأسعار وهذا ما يثبت أن التضخم هو دالة لتغيرات العرض النقدي، فالبلدان التي تعرف نمو سريع في المخزون النقدي سوف تشهد ارتفاعات في أسعارها المحلية.

وتوضح النتائج أيضاً وجود أثر معنوي للتغير في متوسط الدخل الحقيقي للفرد على معدلات التضخم. كما يمارس سعر الصرف أثراً موجباً ومعنوي على معدلات التضخم والذي يعكس تأثير انتقال تغيرات سعر الصرف إلى التضخم (pass-through)، بالرغم من أن معامل انحدار هذا المتغير جاء ضعيفاً.

وتوضح التقديرات، وجود أثر سالب ومعنوي لدرجة الانفتاح التجاري على التضخم وهذا يعني أن الانفتاح المتزايد يولد ضغوطاً على انخفاض معدلات التضخم، فزيادة المنافسة على المستوى الدولي تميل إلى إحداث بيئة، تتسم بانخفاض معدلات التضخم وهذا ما تشير إليه النظريات الكلاسيكية.

التقديرات المقدمة في الجدول رقم (5-5)، تؤكد العلاقة الموجودة بين التضخم و نظام سعر الصرف باستخدام كل من التصنيفين المعلن De jure والفعلي De facto .

نتائج الدراسة التجريبية تكشف عن وجود أثر سالب ومعنوي للأنظمة أسعار الصرف الثابتة على معدل التضخم عند مستوى معنوية 1%، حيث ترتبط هذه الأنظمة، بأفضل مردودية فيما يتعلق بالتضخم وتتفوق على الأنظمة الوسيطة والمرنة وهذا باستخدام التصنيف الفعلي Facto المقترح من قبل Reinhart و Rogoff (2008) والتصنيف المعلن الرسمي De jure لصندوق النقد الدولي. يظهر من خلال التصنيف الفعلي Facto أن أنظمة الربط تمارس أثراً عكسياً أكثر أهمية على معدلات التضخم حيث قدرت قيمة معامل المتغيرة بـ (-0,035) مقارنة بقيمة المعامل المسجلة في أنظمة التعويم (0,066) وتعرف أيضاً في التصنيف الرسمي المعلن De jure متوسط تضخم منخفض يعادل (-0,076) عن المعدل

المسجل في أنظمة التعويم بقيمة قدرها (0,004). يكمن التفسير الأهم لأفضلية مردودية نظام سعر الصرف الثابت مقارنة بمردودية الأنظمة العائمة والوسيط في مكافحة التضخم، في القاعدة التنظيمية (الانضباط النقدي) وأثر المصدقية التي ينطوي عليها تبني نظام سعر الصرف الثابت، حيث يساهم نظام سعر الصرف الثابت في التحكم في التضخم انطلاقاً من أثره التنظيمي على السياسة النقدية وتعزيزه من مصداقية البنك المركزي في مكافحة التضخم.

تلي بعد المردودية التضخمية لأنظمة الربط، المردودية التي تقدمها الأنظمة الوسيطة، فقد مارست هذه الأنظمة أثراً سلبياً ومعنوياً على معدل التضخم في المعادلة الثانية (العمود الثالث في الجدول) فقد حققت معدلات تضخمية قدرها (-0,064) و (-0,051) في التصنيفين الفعلي والمعلن على الترتيب. كما يظهر هذا الاختلاف في المردودية بشكل أكبر مقارنة بأنظمة التعويم، فقد جاءت مردودية هذه الأخيرة أقل من المردودية المحققة في الأنظمة الوسيطة، بتسجيلها معدلات موجبة وأكبر، فالأنظمة العائمة كانت ترتبط بمعدلات تضخم أكثر ارتفاعاً في هذه العينة من الدول، لتوضح هذه النتائج أن المردودية التضخمية لأنظمة الصرف تتراجع وتنخفض كلما زادت مرونة سعر الصرف، فالمردودية التضخمية يبدو أنها ترتبط بعلاقة عكسية مع المرونة في هذه العينة، وهو ما يتوافق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة التي تخصصت في هذا الموضوع.

فالتائج المتحصل عليها من قبل Rogoff و Al (2003)، تشير أن الأنظمة الثابتة ترتبط بأفضل مردودية فيما يتعلق بالتضخم وتتفوق على الأنظمة المرنة والوسيط، هذه النتائج كانت تركز على التصنيف الطبيعي Facto لمخطط Reinhart و Rogoff (2002)¹. وهي تتفق أيضاً مع ما توصلت إليه الدراسات التي استخدمت التصنيف المعلن لصندوق النقد الدولي 1999، أو تلك الدراسة المقدمة من قبل Ghosh و Al (2003).

في نفس السياق كما سبق التطرق إليه، استخلص كل من Francisco و Bleaney (2007) إلى الأثر السلي للربط على التضخم². وهي تمثل نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة كل من Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010).

¹ Rogoff K., Husain A., Mody A., Brooks R. and Oomes N, op-cit, p.12.

² Bleaney M., et M. Francisco, op-cit, p.22.

وتؤكد النتائج على وجود بعض الاختلاف في المردودية بين التصنيفين المعلن والفعلي، سبب هذا الاختلاف في النتائج، يعود إلى التباين والاختلاف بين الأنظمة المعلنة و الأنظمة الفعلية، ففي الواقع العملي تم تسجيل واثبات في العديد من الدول، أن نظام سعر الصرف المطبق فعلياً كان يختلف عن النظام المعلن، في هذا الإطار يشير Calvo و Reinhart أن ذلك يرجع إلى ظاهرة التخوف من التعويم أو التخوف من تسيير سعر الصرف والتي توضح أن العديد من الدول تصرح رسمياً بنظام سعر صرف عائم (ثابت)، بينما النظام المستخدم في الواقع هو نظام ثابت (عائم).

لإلقاء المزيد من الضوء على تأثير نظام سعر الصرف على التضخم مع الأخذ بعين الاعتبار تأثير تطور المستوى الاقتصادي للدول على العلاقة، قسمت عينة الدراسة إلى مجموعتين وهذا من خلال فصل مجموعة الدول المتقدمة الصناعية عن عينة الدراسة، وهذا بهدف فصل الدول ذات الدخول المرتفعة عن باقي المجموعة، حيث أن معظم الدول الصناعية تمتلك أسواقاً قوية و انتهجت أنظمة أسعار الصرف الأكثر مرونة، في حين تميل معظم الأسواق الناشئة والدول النامية إلى تبني الأنظمة الأقل مرونة، فقد شهدت وعانت الدول النامية والناشئة من معدلات تضخمية مرتفعة في فترات زمنية مختلفة. وهذا لمقارنة نتائج تأثير نوع وطبيعة نظام سعر الصرف على التضخم في مجموعة الدول الصناعية بالنتائج المسجلة في باقي العينة التي تضم الدول غير الصناعية (النامية والناشئة) باستخدام التصنيفين المعلن والفعلي. وتتلخص إجراءات التقدير في تطبيق النموذج الديناميكي في كلا المجموعتين، على الدول الصناعية ثم على الدول الناشئة والنامية.

عند التقدير تم تحديد فترة إبطاء للمتغيرات المحددة سلفاً عند استخدامها كمتغيرات مساعدة وتم مراعاة أيضاً حلو النتائج من مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء، حيث تشير نتائج اختبارات Sargan-Hansen إلى عدم رفض فرضية العدم في النماذج المقدر، مما يؤكد صلاحية كل المتغيرات المساعدة كما تؤكد أيضاً اختبارات Arellano-Bond على عدم رفض فرضية العدم لهذا الاختبار والتي تتمثل في عدم وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الثانية، مما يعني أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسلياً.

الجدول رقم (5-6): نتائج تقدير تأثير أنظمة الصرف على التضخم في الدول الصناعية وغير الصناعية.

| تصنيف أنظمة أسعار الصرف | | | | المتغير التابع | |
|-------------------------|------------|------------|------------|--------------------------------------|------------------------|
| De jure | De facto | De jure | De facto | معدل التضخم Inf | |
| 0,2426*** | 0,4573*** | 0,2431*** | 0,3938*** | التضخم الأولي Inf(-1) | الدول الصناعية |
| 0,1331*** | 0,1519*** | 0,1378*** | 0,1693*** | نمو الكتلة النقدية M2grow | |
| -0,4044*** | -0,2813*** | -0,4727*** | -0,0988 | نمو الناتج الحقيقي Gdpgrow | |
| -0,0031 | -0,0432 | -0,0013 | -0,0631 | سعر الصرف الاسمي TCN | |
| 0,0002 | 0,0007 | 0,0003 | 0,0011 | د الانفتاح التجاري Ouv | |
| | | -0,0169*** | -0,0120 | النظام الثابت Fixe | |
| 0,0186*** | 0,0081 | | | النظام الوسيط Inter | |
| -0,0103*** | 0,0167** | -0,0278*** | 0,0117** | النظام العائم Flot | |
| 0,6971 | 0,8732 | 0,7144 | 0,9044 | اختبار Sargan- Hansen (p-value) | |
| 0,4163 | 0,5959 | 0,6426 | 0,1885 | اختبار Arellano-Bond (p-value) AR(2) | |
| De jure | De facto | De jure | De facto | معدل التضخم Inf | الدول النامية والناشئة |
| 0,0347*** | 0,0345*** | 0,0364*** | 0,0344*** | التضخم الأولي Inf(-1) | |
| 1,1946*** | 1,1781*** | 1,1994*** | 1,1736*** | نمو الكتلة النقدية M2grow | |
| 0,0971*** | 0,1242*** | 0,0670*** | 0,0863*** | نمو الناتج الحقيقي Gdpgrow | |
| 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000* | سعر الصرف الاسمي TCN | |
| -0,0202*** | -0,0187*** | -0,0221*** | -0,0174** | د الانفتاح التجاري Ouv | |
| | | -0,1191*** | -0,0561*** | النظام الثابت Fixe | |
| -0,0305*** | -0,006*** | | | النظام الوسيط Inter | |
| 0,0062*** | 0,0569*** | 0,0042*** | 0,0837*** | النظام العائم Flot | |
| 0,7289 | 0,7169 | 0,6137 | 0,6169 | اختبار Sargan- Hansen (p-value) | |
| 0,4061 | 0,3257 | 0,4982 | 0,3430 | اختبار Arellano-Bond (p-value) AR(2) | |

المصدر: من إعداد الطالب (نتائج التقدير القياسي)

العلامة: (***)، (**)، (*) تشير إلى مستوى الدلالة 1%، 5%، 10%.

توضح نتائج التقدير المدرجة في الجدول رقم (5-6) التي استهدفت التمييز بين الدول الصناعية من جهة والدول الناشئة والنامية من جهة أخرى، معنوية أغلب المتغيرات التفسيرية المستقلة وأما أخذت الإشارة المنتظرة من الناحية الاقتصادية، باستثناء غياب تأثير متغيرة سعر الصرف ودرجة الانفتاح على التضخم في مجموعة الدول الصناعية. أما فيما يخص المتغيرات الصورية التي تمثل أنظمة أسعار الصرف باستخدام التصنيفين المعلن والفعلي. أظهرت النتائج أن المعاملات المرتبطة بنظام سعر الصرف الثابت ونظام سعر الصرف الوسيط هي غير معنوية إحصائياً في عينة الدول الصناعية باستخدام التصنيف الفعلي De facto، وهذا يشير إلى أن المردودية التضخمية ليست لها علاقة معنوية مع انخفاض مرونة سعر الصرف في الدول الصناعية وهذا ينطوي أيضاً على عدم وجود اختلاف في المردودية بين النظامين الثابت والوسيط في تخفيض معدلات التضخم في هذه المجموعة من الدول.

كما يتضح أيضاً في ظل التصنيف الفعلي De facto، وجود أثر موجب ومعنوي لمعامل متغيرة نظام سعر الصرف العائم عند مستوى دلالة معنوية قدرها 5% في المعادلة (1) و(2) (الجانب الأيمن في العمود الثالث والرابع) والذي يعكس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه الأنظمة العائمة في التأثير على التضخم في الدول الصناعية، وهو ما يشير بدوره إلى أن التضخم يميل إلى الانخفاض مع مرونة سعر الصرف في ظل الظروف الاقتصادية لهذه الدول.

في حالة استخدام التصنيف المعلن De jure على عينة الدول الصناعية أظهرت النتائج بعض الاختلاف حيث تم تسجيل معنوية معاملات المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف، والتي تبقى توضح أيضاً أن نظام سعر الصرف العائم يقدم أفضل مردودية تضخمية مقارنة بالنظام الثابت والوسيط.

هذا الاختلاف في النتائج بين التصنيفين يمكن تفسيره كما سبق ذكره إلى التباين والاختلاف بين الأنظمة المعلنة والأنظمة الفعلية، فالتصنيف المعلن يعبر عن الإعلان الرسمي عن تبني نظام صرف معين من قبل الإدارة الاقتصادية في البلد دون أن يرفق ذلك بتطابق جدي لتلك الأنظمة مع شكلها النظري.

فقد يرجع ذلك أيضاً، إلى تخوف الدول من تثبيت عملاتها، فالدول التي تعلن عن الأنظمة الثابتة، تُقدم على تغيير بتواتر سعر تعادل العملة إلى حد، الذي يصبح فيه نظام سعر صرفها عائماً فعلياً.¹

¹ Frankel A. Jeffrey, (2003), « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economics », op-cit, p.06.

تتوافق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراسة Rogoff و Reinhart (2004)، وغيرها من الدراسات والتي تؤكد أن مستويات التضخم تكون ضعيفة في ظل أنظمة الربط الجامد و الأنظمة العائمة الحرة بعد استبعاد أنظمة السقوط الحر من فئة الأنظمة العائمة.

أما في حالة مجموعة الدول النامية والناشئة، يؤكد التقدير المقدم في الجدول رقم (5-6) بشكل أكثر وضوحاً و أهمية، النتائج التي تم التوصل إليها في المرحلة السابقة باستخدام كامل العينة. توضح هذه النتائج أن الأنظمة الثابتة في عينة الدول النامية والناشئة تقدم أفضل مردودية في تحقيق أضعف المعدلات التضخمية مقارنة بالأنظمة الوسيطة و العائمة التي سجلت المرتبة الثانية والأخيرة على الترتيب من حيث المردودية في هذه العينة.

وقد تم التوصل إلى نفس النتيجة في دراسة Hussain، Mody و Rogoff (2005)، التي توضح أن انعكاس نظام سعر الصرف على التضخم يختلف حسب مستوى الدخل في كل مجموعة دولية، لهذا فإن النظرية التي توضح أن ربط سعر الصرف يباشر أثر سلبى ومعنوي على التضخم، تكون محققة ومقبولة إلا في الدول الناشئة والنامية¹.

وفي نفس السياق كما سبق الإشارة إليه سابقاً، ساهم العمل المقدم من قبل Klein و Shambaugh (2010)، بتأكيد دور نظام سعر الصرف الثابت في التحكم بمعدلات التضخم، والذي كان واضحاً وجلياً في الدول النامية والناشئة، أما على مستوى الدول المتقدمة، يقدم نظام سعر الصرف العائم مردودية أكبر في الحد من التضخم².

¹ Husain A. M., A. Mody et K. Rogoff, (2005), « Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies », op-cit, p.35-64.

² Klein M. W. et J. C. Shambaugh (2010), « Exchange Rate Regimes in the Modern Era », op-cit, p.12.

III- أنظمة أسعار الصرف ومردودية النمو الاقتصادي: القياس الاقتصادي

استندت العديد من الدراسات السابقة مثل Levy-yeyati و Sturzenegger (2002)، Bailliu و Al (2002)، Rogoff و Al (2002، 2004)، Fancisco و Bleaney (2007)، Ghosh، Ostry و Tsangarides (2010) وغيرها من الدراسات، على استخدام دالة النمو لدراسة العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والنمو الاقتصادي بالاستعانة بالمتغيرات الصورية التي تمثل أنظمة أسعار الصرف المختلفة. وعلى الرغم من كثرة الدراسات التجريبية السابقة التي قامت باختبار تأثير نظام سعر الصرف على النمو إلا أنه لا يوجد اتفاق بشكل كامل بين نتائج هذه الدراسات، كما سبق ذكره بخصوص هذه العلاقة. فبعض هذه الدراسات توصل إلى وجود تأثير واضح لأنظمة أسعار الصرف على النمو. أما البعض الآخر فتشير نتائجه إلى أن العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والنمو إما أن تكون ضعيفة أو غير معنوية. ومن ثم فإن الهدف الرئيسي في هذه المرحلة من الدراسة هو قياس تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو باستخدام نفس عينة الدراسة السابقة التي تشمل 50 بلداً على الفترة 1980-2008.

ولتحقيق هذا الهدف سوف يتم تطبيق النماذج الديناميكية على بيانات بانل، ومن أجل الحصول على قيم مقدرة متسقة وغير متحيزة لمعاملات هذه النماذج سوف يتم أيضاً استخدام طريقة العزوم المعممة GMM-syst، المقترحة من جانب Bond و Blundell (1998).

وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة أجزاء، يعرض الجزء الأول النموذج المستخدم والتعريف بمتغيرات الدراسة ويتناول الجزء الثاني دراسة استقرارية المتغيرات وعلاقات التكامل المتزامن. أما الجزء الثالث يتم فيه عرض وتحليل نتائج التقدير وتقديم الاستنتاجات وذلك بالاعتماد على النماذج الواردة في الدراسة التجريبية.

III-1 النموذج المستخدم ووصف متغيرات الدراسة

يتمثل هدف هذه الدراسة في التحليل التجريبي لتأثير نوع وطبيعة نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي وهذا يستدعي ضرورة التأكد من بعض الافتراضات حول طبيعة العلاقة بين النظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي.

تؤكد النظرية الاقتصادية على أن طبيعة نظام سعر الصرف المتبني في بلد معين يكون لها نتائج على النمو في المدى المتوسط ويكون ذلك بطريقتين، إما مباشرة من خلال آثارها على تصحيح والتعديل من

الصدمات وإما بطريقة غير مباشرة من خلال تأثير طبيعة نظام سعر الصرف على محددات أخرى هامة للنمو الاقتصادي، مثل الاستثمار، التجارة الخارجية، القطاع المالي وغيرها.

ويشير Calvo و Reinhart (2003)، إلى أن سبب عدم وضوح العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف والنمو، قد يعود إلى أخطاء القياس في تصنيفات سعر الصرف وبشكل خاص تصنيفات صندوق النقد الدولي، التي تعتمد على التصريح الذاتي لكل بلد عضو في الصندوق عن طبيعة نظام سعر الصرف المتبني. وبناء على ذلك استخدمنا التصنيف المعلن De jure لصندوق النقد الدولي والتصنيف الفعلي De facto لمخطط Reinhart و Rogoff (2008).

تشير الأدبيات الحديثة المتعلقة بالنمو، إلى أن هناك توافق بموجبه يعتبر أن للنمو الاقتصادي عدة عوامل تؤثر فيه، متمثلة في كل من تراكم رأس المال، زيادة الإنتاجية وهذا من خلال الابتكارات التي تسمح من رفعها، بالإضافة إلى أن المتغيرات التفسيرية لمعدل النمو في أي بلد تتمثل في الجمع بين المتوسطات الزمنية للتدفقات ومتغيرات المخزون في بداية الفترة، وبالتالي يمكن تمثيل نموذج النمو كالتالي:

$$TC_t = F(VF_t, VS_t)$$

حيث:

TC_t معدل النمو الاقتصادي في الفترة t .

VF_t متغيرات التدفق و VS_t متغيرات المخزون

وبالتالي يتم استخدام دالة النمو التالية بعد إضافة المتغيرات الصورية الخاصة بأنظمة أسعار الصرف المختلفة:

$$TC = F(INVGDP, CAPTFLOW, M2GROW, CDPV, GGE, OUV, FIX, INT, FLOT)$$

طبقاً للإطار التجريبي لنماذج النمو الاقتصادي، يتم اختيار تطبيق النموذج الديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية لاختبار تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي.

ويمكن تبين هذا النموذج بواسطة المعادلة التالية:

$$TC_{i,t} = \alpha TC_{i,t-1} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + V_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

α و β تمثل المعلمات المطلوب تقديرها، η_i تمثل عدم التجانس l'hétérogénéité individuelle

$$[V_{i,t} \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_v^2)] \text{ حد الخطأ } [\eta_i \sim \text{i.i.D}(0, \sigma_\eta^2)]$$

T_i : عدد الفترات الزمنية للدراسة لكل بلد.

η : معامل يقيس الآثار الثابتة غير الملاحظة الخاصة بالبلد.

TC_t : معدل النمو الاقتصادي في الفترة t.

X : مجموعة المتغيرات التفسيرية أو المستقلة الأخرى (باستثناء $TC_{i,t-1}$)، والتي تمثل محددات النمو الاقتصادي. هذه المتغيرات تم التطرق إليها في الإطار النظري لنموذج النمو الاقتصادي و في الدراسات التجريبية السابقة. وفي هذه الدراسة سوف يتم استخدام المتغيرات التالية:

- الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ($INV GDP_{i,t}$)
- تدفقات رأس المال الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ($CAPT FLOW_{i,t}$)
- معدل نمو الكتلة النقدية ($M2GROW_{i,t}$)
- القرض المحلي للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ($CDP V_{i,t}$)
- نفقات الاستهلاك الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ($GGE_{i,t}$)
- درجة الانفتاح التجاري ($OUV_{i,t}$)

بالإضافة إلى ذلك، يتم إدراج المتغيرات الصورية التي تمثل أنظمة أسعار الصرف على النحو التالي:

FIX متغير صوري، يمثل نظام سعر الصرف الثابت.

INT متغير صوري، يمثل نظام سعر الصرف الوسيط.

$FLOT$ متغير صوري، يمثل نظام سعر الصرف العائم.

ونظراً للدور الذي يلعبه رأس المال البشري، في تحقيق وزيادة النمو الاقتصادي، تم محاولة إضافة إلى النموذج متغيرة الالتحاق بالتعليم الثانوي لتعبر بشكل تقريبي عن مخزون رأس المال البشري والذي يعتبر

من محددات النمو في كل من نظرية النمو الكلاسيكي والنمو الداخلي كما سبق الإشارة إليه، إلا أنه لعدم وجود بعض المشاهدات لعدة دول في العينة وفترات مختلفة، لم يتسنى لنا التوصل إلى إدراج هذه المتغيرة في النموذج.

قبل مرحلة تقدير النماذج الديناميكية على نفس العينة السابقة مكونة من 50 دولة وعلى نفس الفترة (1980-2008) وباستخدام نفس التصنيف المعلن والفعلي لأنظمة أسعار الصرف، نقوم بإجراء اختبارات دراسة استقرارية المتغيرات ودراسة علاقات التكامل المتزامن بين متغيرات النموذج.

III-2 دراسة الاستقرارية والتكامل المتزامن لمتغيرات النموذج

تتمثل الخطوة الأولى في تحليل بيانات النموذج، في اختبار استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية. ويبين الجدول التالي نتائج اختبارات LLC، IPS و Fisher- ADF للكشف عن خواص السلاسل الزمنية والمقطعية لمتغيرات النموذج، وهذا باختيار فترات الإبطاء المناسبة Lags بطريقة آلية وفقاً لمعيار AIC لكل متغيرة على حدي.

يتضح من الجدول رقم (5-7)، أن المتغيرتين معدل النمو ومعدل نمو الكتلة النقدية مستقرتين عند المستوى. أما باقي المتغيرات فهي غير مستقرة، وبعد إجراء الفروق من الدرجة الأولى، أصبحت هذه المتغيرات مستقرة ومتكاملة من نفس الدرجة الأولى I(1).

الجدول رقم (5-7): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات نموذج النمو الاقتصادي

| إحصائية الاختبار | معدل النمو | نسبة الاستثمار | نسبة تدفق رأس المال | نمو الكتلة النقدية | نسبة القرض | الاستهلاك الحكومي | درجة الانفتاح |
|------------------|------------|----------------|---------------------|--------------------|------------|-------------------|---------------|
| | TC | Invgdp | Captflow | M2grow | Cdpv | gge | Ouv |
| LLC | -13,97 | 12,536 | -0,177 | -13,59 | 2,955 | -1,294 | 1,574 |
| Adf-stat | (0,000) | (1,000) | (0,429) | (0,000) | (0,998) | (0,097) | (0,942) |
| IPS | -14,43 | -2,121 | -1,127 | -11,387 | 4,865 | 0,279 | 4,119 |
| Adf-stat | (0,000) | (0,000) | (0,129) | (0,000) | (1,000) | (0,610) | (1,000) |
| Fisher-ADF | -5,66 | 9,998 | -0,527 | -9,842 | 5,049 | 0,390 | 4,477 |
| | (0,000) | (1,000) | (0,299) | (0,000) | (1,000) | (0,652) | (1,000) |

المصدر: من إعداد الطالب.

تمثل القيم الأولى في الجدول الإحصائية t-stat، وتمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

إن وجود بعض المتغيرات المتكاملة من نفس الدرجة، يقودنا إلى إجراء اختبار علاقات التكامل المتزامن بين هذه المتغيرات باستعمال كل من اختبار Fisher-Johansen و اختبار Pedroni الذي يركز على اختبارات جذر الوحدة للبواقي المقدرة. وتظهر نتائج الاختبارات في الجدول التالي رقم (5-8). تشير نتائج اختبارات Johansen و Pedroni، إلى غياب علاقات تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة المتكاملة من نفس الدرجة، حيث يتم قبول الفرضية لعدم لغياب التكامل المتزامن وبالتالي عدم وجود علاقات في المدى الطويل بين هذه المتغيرات.

الجدول رقم (5-8): نتائج اختبار علاقات التكامل المتزامن لـ Pedroni و Johansen

| اختبار Pedroni | | | | اختبار Johansen-fisher | | | المتغيرات I(1) |
|----------------|---------------------|-----------|-----------|------------------------|----------------|------------|----------------|
| الاحتمال | الإحصائية Weighted | الإحصائية | Com. AR | الاحتمال | Max-eigen test | Trace test | |
| 0,000 | 7,591 | 9,058 | V-stat | 0,000 | 646,9 | 893 | Invgdp |
| 1,000 | 5,504 | 5,913 | RHO-stat | 0,000 | 226,4 | 349,9 | Captflow |
| 1,007 | 1,454 | 8,480 | PP-stat | 0,000 | 131,2 | 189,4 | Cdpv |
| 1,001 | -0,560 | 6,944 | ADF-stat | 0,007 | 103,4 | 133,4 | Gge |
| | | | | 0,001 | 158,7 | 158,7 | Ouv |
| الاحتمال | الإحصائية statistic | | Indiv. AR | | | | |
| 1,000 | 7,641 | | RHO-stat | | | | |
| 0,433 | -0,166 | | PP-stat | | | | |
| 0,023 | -2,830 | | ADF-stat | | | | |

المصدر: من إعداد الطالب.

III-3 تقدير النموذج باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM-syst

هناك عدة طرق تقدير تأخذ بعين الاعتبار البعد الديناميكي لنموذج الدراسة المحدد، وقد تم توضيح سابقاً، أن مقدر طريقة العزوم المعممة المطورة من قبل Bond و Blundell (1998)، يكون فعالاً ومتقارباً.

حيث تم إثبات أن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير نموذج الدراسة سوف يترتب عليه، الحصول على قيم مقدرة متحيزة لمعاملات انحدار هذا النموذج، بسبب وجود معنوية إحصائية لمعامل الآثار الثابتة غير الملاحظة الخاصة بالبلد (η_i) و وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة

و η_i .

يهدف تقدير نموذج النمو باستخدام مقارنة نموذج بانل الديناميكي إلى استغلال الأبعاد المشتركة بين المفردات وبين الفترات الزمنية للبيانات، وعلاوة على ذلك، فإن هذه المقاربة تسمح بمعالجة المتغيرات الداخلية أو ما يعرف بالتأثير الداخلي المحدث بواسطة الارتباط بين المتغيرة الداخلية المبطأة $TC_{i,t-1}$ وحد الخطأ V_{it} . تحدث مشكلة التأثير الداخلي (endogeneity) أيضا نتيجة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية للشعاع X_{it} والأثر الخاص الفردي غير الملاحظ الذي تمثله η_i في النموذج.

لذلك، تستخدم تقنيات تقدير عدة للتغلب على هذا التحيز، مثل استخدام مقدر GMM للفروق المقدم من جانب Arellano و Bond (1991) ومقدر GMM-syst لكل من Bond و Blundell (1998). يسمح مقدر GMM للفروق بتقدير النموذج باستخدام المتغيرات المساعدة بتحويل النموذج رقم (5) إلى المعادلة التالية بعد إجراء الفروق:

$$TC_{it} - TC_{it-1} = \alpha(TC_{it-1} - TC_{it-2}) + \beta'(X_{it} - X_{it-1}) + (V_{it} - V_{it-1})$$

ولكن يصبح في هذه الحالة حد الخطأ $(V_{it} - V_{it-1})$ مرتبط بالمتغيرة التابعة المبطأة $(TC_{it-1} - TC_{it-2})$.

ومع ذلك، يمكن معالجة هذه المشكلة عن طريق تطبيق شروط العزوم التالية¹:

$$E[TC_{i,t-s}(V_{i,t} - V_{i,t-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

$$E[X_{i,t-s}(V_{i,t} - V_{i,t-1})] = 0 \quad \text{for } s \geq 2; t = 3, \dots, T$$

ويتم الحصول على مقدر GMM للفروق من خلال اعتماد أسلوب التقدير على مرحلتين. ومع ذلك يوضح Bond و Blundell (1998)، أنه إذا كانت المتغيرات المساعدة ضعيفة سيكون التقدير على مرحلتين متحيز في حالة العينات صغيرة الحجم، وفي الحالة التي تكون فيها المتغيرات ثابتة ومستمرة في الزمن، حيث يقود ضعف المتغيرات المساعدة في كلتا الحالتين إلى زيادة تباين معاملات مقدر GMM للفروق.

للحد من هذا التحيز يتم استخدام مقدر GMM-syst الذي يجمع في نظام واحد الانحدار بالفروق والانحدار عند المستوى، تكون المتغيرات المساعدة في هذا الانحدار، الفروق الأولى الأخيرة للمتغيرات.

¹ Beck, T, Levine, R, «Stock markets, banks, and growth: panel evidence», Journal of Banking and Finance 28, 2004, p.42.

وتجدر الإشارة إلى أن المتغيرات المساعدة لا تكون في هذه الحالة مرتبطة مع الأثر الخاص بالبلد، كما يتم استخدام شروط العزوم الإضافية التالية:

$$E[(TC_{i,t-s} - TC_{i,t-s-1})(\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \quad \text{for } s = 1$$

$$E[X_{i,t-s} - X_{i,t-s-1})(\eta_i + \varepsilon_{i,t})] = 0 \quad \text{for } s = 1$$

بناءً على ذلك، يقترح أيضاً في هذه المرحلة من الدراسة استخدام أسلوب المتغيرات المساعدة من خلال النموذج الديناميكي لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام GMM-syst. وهذا أيضاً لمعالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، وتجنب آثار جذر الوحدة في كل من اختيار المتغيرات المساعدة، واستخدام متغيرات تابعة مبطأة.

وعند التقدير تم أيضاً استخدام مصفوفة التباين المصححة لأخطاء عدم ثبات التباين (HCCM). وللتعرف على مدى جودة نتائج التقدير، سوف يتم إتباع نفس المنهجية السابقة من خلال استخدام اختبار Sargan / Hansen واختبار الارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء.

نتائج التقدير على نفس العينة من الدول باستخدام التصنيف الواقعي أو الفعلي De facto والتصنيف المعلن De jure هي موضحة في الجدول رقم (5-9).

يتضح من هذا الجدول أن اختبار Sargan يشير إلى قبول فرضية عدم لهذا الاختبار والتي تتمثل في ملائمة أدوات النموذج ويؤكد هذا صلاحية المتغيرات المساعدة المستخدمة في التقدير من ناحية، وعدم وجود أخطاء تحديد في هذه النماذج من ناحية ثانية، وصلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير من ناحية ثالثة.

كما تشير قيمة إحصائية اختبار Arellano and Bond (1991) للارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء المقدرة في جميع النماذج الديناميكية المقدرة إلى عدم رفض فرضية عدم لهذا الاختبار، والتي تتمثل في عدم وجود هذا الارتباط، ويعني هذا أن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسلياً.

يلاحظ من النتائج الواردة في الجدول رقم (5-9) معنوية النماذج المقدرة، كما أن معظم المعلمات المقدرة معنوية إحصائياً وإشارتها متوافقة مع النظرية الاقتصادية، بغض النظر عن معلمات أنظمة أسعار

الصرف، فيما عدا متغيرة نسبة القرض المحلي للقطاع الخاص إلى الناتج، فبرغم عدم معنوية هذه المتغيرة في بعض التقديرات إلا أن إشارتها تعتبر صحيحة نظرياً.

فمن جانب أظهرت النماذج علاقة طردية للنمو الاقتصادي مع كل من نسبة الاستثمار إلى الناتج ودرجة الانفتاح التجاري ونسبة تدفقات رأس المال الخاص إلى الناتج المحلي ومعدل نمو الكتلة النقدية. فزيادة هذه المتغيرات الاقتصادية كل سنة تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي سنوياً وجاء ذلك متوافقاً مع النظرية الاقتصادية.

ومن جانب آخر توضح النماذج المقدره علاقة عكسية للنمو الاقتصادي مع نسبة الاستهلاك الحكومي إلى الناتج ونصيب الفرد الأولي من الناتج المحلي بشكل متوافق مع النظرية الاقتصادية ومعنوية إحصائية عند المستوى 1%. وهو ما توصلت إليه دراسة عدّة من بينها Bailliu و Al (2002)، Levy-Yeyati و Sturzenegger (2002).

فالاستهلاك الحكومي يؤثر بشكل غير مباشر على النمو من خلال التأثير على قرارات القطاع الخاص. فقد توصل Barro (1997)، كما سبق التطرق إليه في الفصل السابق إلى أن نفقات الاستهلاك الحكومي كنسبة مئوية من الناتج الداخلي الخام كانت مرتبطة سلبياً بالنمو.

وتشير العلاقة العكسية بين النمو الاقتصادي ونصيب الفرد الأولي من الناتج إلى تحقق فرضية التأثير التقاربي للدخول في نظرية النمو النيو كلاسيكية كما أكدته دراسة Barro (1991، 2000).

وباستخدام ثلاث أنواع من الأنظمة (الثابت، الوسيط والعائم) في التحليل، يجري تحديدها مرة مع التصنيف الفعلي لـ Reinhart و Rogoff ومرة أخرى مع التصنيف الرسمي المعلن لدى صندوق النقد الدولي لاختبار تأثير الأنظمة على النمو الاقتصادي.

يلاحظ من خلال النماذج المقدره وجود علاقة تدعم الفرضية التي تشير إلى وجود تأثير لطبيعة نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي للدول، فقد أظهرت هذه النماذج معنوية معاملات المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف.

فقد أظهرت النتائج مع التصنيف الفعلي أن معامل الأنظمة العائمة كان إيجابياً ومعنوياً عند مستوى 1% مع زيادة إيجابية معلمة النظام العائم عن النظام الثابت على كامل العينة، حيث توضح النتائج أن معامل الأنظمة الثابتة كان معنوياً إحصائياً عند مستوى 1% وقوي لتغيرات التخصيص في النموذج فقد كان الأول موجباً في حين كان المعامل الثاني سلبياً، والذي يؤكد بأن الدول المتبعة للأنظمة المرنة تحقق نمو أعلى من الدول التي تتبع الأنظمة الثابتة (العمود الثاني في الجدول).

حيث ترتبط الأنظمة العائمة بأفضل مردودية فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي وتتفوق على الأنظمة الثابتة والوسيط. حيث يشير العمود الرابع والسادس في الجدول باستخدام التصنيف الفعلي إلى وجود تأثير سلبى للأنظمة الوسيطة على النمو الاقتصادي، حيث يقلل هذا النظام من معدلات النمو.

ويلاحظ أن هذه النتائج تتوافق مع نتائج دراسة Levy-yeyati و Sturzenegger (2002) و Reinhart و Rogoff (2004)، التي أكدت على انخفاض معدل النمو في الدول المتبعة لنظام الصرف الثابت والوسيط مقارنة بالدول الأخرى المتبعة لنظام الصرف المرن. كما يعتبر Lafrance Bailliu و Perrault (2000)، أن نظام سعر الصرف العائم يعمل على تعزيز النمو الاقتصادي عن طريق السماح للاقتصاد يتسم بجمود الأسعار والأجور الاسمية بامتصاص وإخماد الصدمات الاقتصادية والتكيف بسهولة أكبر وذلك بفضل تذبذب أسعار الصرف.

فإذا تبنت دولة ما نظام سعر الصرف العائم في سنة معينة فإنها ستحقق زيادة في معدل نمو نصيب الفرد تفوق نظيراتها في حال طبقت النظام الثابت، كما أن البلد سوف يحقق زيادة في معدل النمو عند تطبيق نظام سعر الصرف الثابت تفوق باقي البلدان التي تطبق النظام الوسيط. وهذا لارتباط نظام سعر الصرف الثابت بانخفاض معدل التضخم وزيادة الاستثمار وبالتالي نمو اقتصادي أكبر نتيجة لانخفاض التكاليف المصاحبة لغياب حالات عدم التأكد. ومن ناحية أخرى، يعتبر Obstfeld و Rogoff (1995)، أن الأنظمة الوسيطة هي بالأحرى مصدراً لهجمات المضاربة ولعدم الاستقرار.

وفي دراسة Parro و Larrain (2005)، التقديرات القياسية المقدمة تصنف أداء النمو الاقتصادي في البلدان بالترتيب التنازلي من الأنظمة المرنة تليها أنظمة الربط المحكم ثم الأنظمة الصرف الوسيطة^(*). في حين أن النتائج المتحصل عليها مع التصنيف المعلن De jure على أساس رسمي كانت على النقيض تماماً مقارنة بنتائج التصنيف الفعلي، حيث تشير إلى أن النمو الاقتصادي كان أكبر بكثير في ظل نظام سعر الصرف الثابت وإلى أن الأنظمة العائمة كانت الأقل مردودية، لتحقيقها معدلات نمو ضعيفة وسلبية. كما تشير النتائج أيضاً إلى ارتباط أنظمة أسعار الصرف الوسيطة بنمو اقتصادي أكبر، بينما تؤدي الأنظمة العائمة إلى معدلات نمو ضعيفة مقارنة بباقي الأنظمة.

وتوافق هذه النتائج مع دراسة Ghosh، Gulde و Wolf (2003)، التي اهتمت بإعادة اختبار العلاقة بين الأنظمة والنمو الاقتصادي باستخدام التصنيف الرسمي وبتوسيع العينة إلى الفترة 1970-1999 وعلى 147 دولة بمستويات مختلفة من الدخل. كانت نتائجهم تختلف عن ما توصلوا إليه في السابق، حيث أشارت نتائج التقدير إلى ارتباط الأنظمة الثابتة والوسيطة بمعدل نمو أعلى من الأنظمة العائمة وذلك عندما أدخل الأثر غير مباشر من خلال الانفتاح التجاري على معلمة المتغير الصوري للأنظمة ووضحت النتائج أيضاً أن أنظمة أسعار الصرف الوسيطة المتنوعة والربط بسلة من العملات الأجنبية كانت أكثر تحفيزاً للنمو الاقتصادي من أنظمة التعويم وكان ذلك على كامل العينة، إلا أن النتائج قد اختلفت عندما قسمت عينة الدراسة على مستويات مختلفة للدخول، فتبين لمجموعة الدول مرتفعة الدخل نتائج معاكسة للنتائج السابقة وبالتالي أرجع الباحثون تلك النتيجة إلى احتمال وجود التأثيرات الخاصة لكل دولة، لذا أشار الباحثون إلى وجود علاقة ضعيفة تجمع الأنظمة بالنمو¹.

(*) استخدم Parro و Larrain بيانات أنظمة أسعار الصرف لـ Sturzenegger و Levy-Yeyati (2002) ولكن نتائج

القياسية كانت معنوية إحصائياً بشكل مدهش، فقد كانت كل المعاملات المقدرة معنوية عند مستوى 1%.

¹ Ghosh A, M. Gulde, and H. Wolf, « Exchange rate regime, choice and consequences », op-cit, p.08.

الجدول رقم (5-9): نتائج تقدير معدل النمو الاقتصادي مع المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف باستخدام GMM-syst. (العينة الكلية)

| تصنيف أنظمة أسعار الصرف | | | | | | المتغير التابع: |
|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---|
| De jure | De facto | De jure | De facto | De jure | De facto | معدل النمو |
| -0,013*** | -0,0145*** | -0,0145*** | -0,0144*** | -0,014*** | -0,0144*** | - معدل النمو للفرد الأولي |
| 0,0189*** | 0,0337*** | 0,0251*** | 0,0289*** | 0,0218*** | 0,0344*** | - الاستثمار الحقيقي Pib réel / |
| 0,0036*** | 0,0015*** | 0,0033*** | 0,0015*** | 0,0026*** | 0,0015*** | - الكتلة النقدية |
| 0,0094** | 0,0075 | 0,0038 | 0,0115*** | 0,0076 | 0,0072 | - القرض المحلي الخاص / Pib réel |
| 0,0251*** | 0,0255*** | 0,0289*** | 0,0259*** | 0,0304*** | 0,0252*** | - تدفق رأس المال الخاص / Pib réel |
| -0,6984*** | -0,919*** | -0,6690*** | -0,9515*** | -0,8005*** | -0,910*** | - نفقات الاستهلاك الحكومي / Pib réel |
| 0,1143*** | 0,1451*** | 0,1559*** | 0,1444*** | 0,1497*** | 0,1447*** | - درجة الانفتاح التجاري |
| | | 0,0289*** | -0,0073*** | 0,0245*** | 0,0102*** | النظام الثابت Fixe |
| 0,0019** | -0,0110*** | 0,0095*** | -0,0185*** | | | النظام الوسيط Inter |
| -0,0025*** | 0,0077*** | | | -0,0003** | 0,0186*** | النظام العائم Flot |
| 1286 | 1286 | 1286 | 1286 | 1286 | 1286 | عدد المشاهدات |
| 0,6466 | 0,6908 | 0,7390 | 0,7167 | 0,6506 | 0,7768 | اختبار Sargan-Hansen (p-value) |
| Pr> = 0.2186 | Pr> = 0,1792 | Pr> = 0.1827 | Pr> = 0.1761 | Pr> = 0.1861 | Pr> = 0.1740 | اختبار AR(2) Arellano-Bond (p-value) |

المصدر: من إعداد الطالب (نتائج التقدير القياسي)

علامة (***)، (**)، (*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

De jure و De facto تعبر عن التصنيف الفعلي والتصنيف المعلن لأنظمة أسعار الصرف على الترتيب.

الفارق الواضح بين نتائج التصنيفين، يمكن تفسيره بمقدار الانحراف بين التصنيف الفعلي والتصنيف المعلن للأنظمة.

كما يمكن إرجاع تفوق الأنظمة المرنة عن باقي الأنظمة في التصنيف الفعلي إلى أن هذه الأنظمة في عينة الدراسة، تسمح للدول من الاستفادة من مميزات نظام سعر الصرف المرن، في ظل تطور القطاع المالي للحصول على مكاسب النظام وتلافي عيوبه، فزيادة درجة تطور القطاع المالي تؤدي إلى امتصاص تقلبات أسعار الصرف وتوفير وسائل التغطية والتحوط للمستثمرين ضد تقلب أسعار الصرف، وتوفير الوساطة المالية، التي تضمن استخدام الأموال الرأسمالية المتدفقة في استثمارات منتجة. إلى جانب ذلك فإن الأنظمة الثابتة للدول الداخلة في العينة يبدو أنها تعاني من فقدان آلية التعديل من الصدمات الحقيقية. كما قد تعود الإشارة السالبة للمتغيرات الصورية للأنظمة الوسيطة، إلى وجود بعض الدول التي تكون اقتصادياتها ضعيفة، بعد التعرض للأزمات وإلى تأثير حالات التضخم المرتفعة التي قد تتسبب في انخفاض النمو نتيجة الانخفاض الشديد في أسعار الصرف، لذلك تقوم هذه الدول دائماً بإتباع نظام سعر الصرف الوسيط والثابت كمحاولة لاكتساب المصدقية.

تتضمن وتهدف الخطوة التالية في التحليل، إلى تقسيم أنظمة أسعار الصرف باستخدام التصنيف الفعلي De facto إلى خمسة نظم صرف، حيث تم فصل الأنظمة الثابتة الزاحفة Crawling Peg وأنظمة المجال الزاحف Crawling Band ثم أنظمة التعويم الموجه عن الأنظمة الوسيطة على كامل العينة، وهذا للتعرف أكثر على علاقة الأنظمة بالنمو وبشكل خاص دور الأنظمة الوسيطة وعلاقتها بالنمو الاقتصادي. فكانت نتائج التقدير موضحة في الجدول رقم (5-10).

يظهر من نتائج التقدير أن أغلب المتغيرات التفسيرية معنوية وإشاراتها متطابقة مع نتائج التقدير السابقة وهو ما يدعم نتائج الدراسة. تؤكد هذه النماذج على العلاقة والمردودية الإيجابية للنظام العائم وبشكل أقل للنظام الثابت على النمو الاقتصادي، فإشارة المتغيرين السوريين للنظامين بقيت موجبة ومعنوية. وبالتالي يؤكد ذلك على الدور المهم للنظام العائم بشكل خاص في زيادة الاستثمار والانفتاح وصد الصدمات.

الجدول رقم (5-10): نتائج تقدير معدل النمو الاقتصادي مع المتغيرات الصورية لأنظمة أسعار الصرف الفعلية De facto باستخدام GMM-syst. (العينة الكلية)

| De facto أنظمة أسعار الصرف الفعلية | | | | | المتغير التابع: |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|---|
| (5) | (4) | (3) | (2) | (1) | معدل النمو |
| -0,0141*** | -0,0131*** | -0,0139*** | -0,0145*** | -0,0148*** | - معدل النمو للفرد الأولي |
| 0,0218*** | 0,0228*** | 0,0288*** | 0,0273*** | 0,0382*** | - الاستثمار الحقيقي / Pib réel |
| 0,0024*** | 0,0034*** | 0,0002*** | 0,0006*** | -0,0017*** | - الكتلة النقدية |
| 0,0171* | 0,0058 | 0,0107 | 0,0162* | 0,0042 | - القرض المحلي Pib réel / الخاص |
| 0,0244*** | 0,0239*** | 0,0246*** | 0,0245*** | 0,0266*** | - تدفق رأس المال Pib réel / الخاص |
| -0,7512*** | -0,6612*** | -0,8613*** | -0,8670*** | -0,6684*** | - نفقات الاستهلاك الحكومي / Pib réel |
| 0,1349*** | 0,1151*** | 0,1441*** | 0,1461*** | 0,1258*** | - درجة الانفتاح التجاري |
| | | 0,0149*** | 0,0100*** | 0,0361*** | النظام العائم Flot |
| | | | | 0,0052*** | التعويم الموجه |
| -0,0153*** | | | -0,0110*** | | نظام المجال الزاحف |
| | 0,0073*** | 0,0068*** | | | نظام الثابت الزاحف |
| -0,0040*** | 0,0007*** | | | | النظام الثابت Fixe |
| 1286 | 1286 | 1286 | 1286 | 1286 | عدد المشاهدات |
| 0,7251 | 0,8089 | 0,6758 | 0,6937 | 0,8009 | اختبار Sargan-Hansen (p-value) |
| 0.1819 | 0.1988 | 0.1837 | 0.1758 | 0.1508 | اختبار AR(2) Arellano-Bond (p-value) |

المصدر: من إعداد الطالب (نتائج التقدير القياسي)
علامة (***)، (**)، (*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 5%، 10% على الترتيب.

ويتبين من تقدير النماذج، وجود علاقة سلبية لأنظمة المجال الزاحف Crawling Band، بالنمو فقد ظهر معامل هذا النظام بإشارة سالبة وبمعنوية إحصائية عند مستوى 1% (النموذج 5 و6 في جدول النتائج) والذي يشير إلى أن هذه الأنظمة، تقود إلى كبح النمو الاقتصادي في هذه العينة وبالتالي تدعم هذه النتيجة ما تم التوصل إليه سابقاً. بينما تشير النماذج المقدره، إلى أن كل من معلمة نظام التعويم الموجه والأنظمة الثابتة الزاحفة Crawling Peg ايجابية ومعنوية عند مستوى 1%، وهذا ما يؤكد على أن هذه الأنظمة تؤثر ايجابياً على النمو الاقتصادي، إلا أن هذا التأثير يعتبر بسيطاً.

هذه النتائج تؤيد أيضاً آراء مناصرو الأنظمة القطبية أو الركنية في اختيار أنظمة الصرف الملائمة، حيث يشير مناصرو هذه النظرية إلى أن البلدان التي تختار الانفتاح التام أمام تدفقات رأس المال الدولية ليس لديها بديل عملي سوى، التثبيت الصارم لأسعار الصرف من ناحية أو التعويم التام من ناحية أخرى. وهم يحتجون بأن نظم السياسات الوسيطة بين التثبيت الصارم والتعويم التام غير مستدامة.

يبدو أنه يبدو أن النظامين القطبيين، خاصة التثبيت الصارم، قد لا يكونان ملائمين إلا في ظروف محددة. فهذه المجموعة المتنوعة من الترتيبات المرنة والدرجات من الانفتاح الممكنة في حسابات رأس المال والتي من شأنها إحداث التوافق بين الاستقرار والمرونة وتتلأأم مع ظروف كل بلد من البلدان، فهي كما يشير إليه Williamson تفضل من الخيارات المتاحة أمام الدول. و تتيح إمكانية التحرك نحو المرونة بشكل تدريجي، ومهمة أيضاً للدول التي تؤهلها ظروفها الاقتصادية للتحويل من النظام الثابت إلى النظام المرن.

خاتمة

كان يهدف هذا الفصل إلى بحث تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على المردودية الاقتصادية فيما يتعلق بالتضخم من جهة وفيما يخص النمو الاقتصادي من جهة أخرى. في هذه الدراسة استخدمنا مقدر طريقة العزوم المعممة GMM-syst المقدمة من قبل Blundell و Bond (1998)، التي تأخذ في الحسبان البعد الديناميكي للنماذج التقدير المستخدمة. النتائج المتحصل عليها باستخدام بيانات بانل على 50 بلدا وتغطي الفترة 1980-2008، تؤكد في حالة القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم، على العلاقة الموجودة بين أنظمة أسعار الصرف والتضخم باستخدام كل من التصنيفين المعلن De jure المنشور من قبل صندوق النقد الدولي والتصنيف الفعلي De facto المقدم من قبل Reinhart و Rogoff (2008). فقد كشفت النتائج عن وجود أثر سالب ومعنوي للأنظمة أسعار الصرف الثابتة على معدلات التضخم، حيث قدمت هذه الأنظمة أفضل مردودية تضخمية مقارنة بالأنظمة الوسيطة والمرنة وهذا باستخدام كلا التصنيفين.

ثم قدمت الأنظمة الوسيطة أفضل أداء في تسجيل معدلات تضخمية متدنية مقارنة بالأنظمة العائمة التي كانت موضوعا لمعدلات تضخمية أكبر.

وبعد تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين حسب المستوى الاقتصادي بهدف التمييز بين الدول المصنعة من جهة والدول الناشئة والنامية من جهة أخرى، أظهرت النتائج معنوية الأنظمة العائمة في التأثير على التضخم في مجموعة الدول الصناعية مقارنة بالأنظمة الأخرى التي لم تكن معنوية، وهذا ما يؤكد أن التضخم يميل إلى الانخفاض مع زيادة المرونة في أسعار الصرف في هذه المجموعة الدولية. أما في مجموعة الدول الناشئة والنامية جاءت النتائج لتعزيز وتدعم النتائج السابقة المتحصل عليها على كامل العينة.

أما فيما يتعلق بالتقدير القياسي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي دلت النماذج المقدر باستخدام مقدر GMM-syst وعلى نفس العينة وباستخدام التصنيف المعلن والفعلي على وجود علاقة بين أنظمة أسعار الصرف المختلفة والنمو الاقتصادي، وبالتالي تدعم هذه النتائج الفرضية التي تشير إلى وجود تأثير لطبيعة نظام سعر الصرف على النمو الاقتصادي، وتشير هذه العلاقة إلى أن النمو الاقتصادي في ظل الأنظمة العائمة كان أفضل من معدلات النمو المسجلة في ظل الأنظمة الثابتة والوسيطة.

حيث ترتبط الأنظمة العائمة بأفضل مردودية فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي تليها المرودية المسجلة في ظل الأنظمة الثابتة، بينما تشير النتائج إلى أن الأنظمة الوسيطة كانت الأقل مردودية، لتحقيقها معدلات نمو ضعيفة وسلبية.

في خطوة أخرى، تؤكد النتائج بعد فصل الأنظمة الثابتة الزاحفة وأنظمة المجال الزاحف ثم أنظمة التعويم الموجه عن الأنظمة الوسيطة، على العلاقة والمردودية الايجابية للنظام العائم وبشكل أقل للنظام الثابت على النمو الاقتصادي، وفي غضون ذلك، توضح على وجود تأثير سلبى لأنظمة المجال الزاحف على النمو الاقتصادي والذي يشير إلى أن هذه الأنظمة لا تحفز على زيادة النمو الاقتصادي، بينما كشفت هذه النتائج على أن أنظمة التعويم الموجه والأنظمة الثابتة الزاحفة تؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

تعد مسألة الاختيار بين أنظمة أسعار الصرف البديلة بدلالة تأثير طبيعة هذه الأنظمة على الأداء الاقتصادي في بلد ما من أعقد المسائل التي تشغل الدراسات الاقتصادية الدولية في الوقت الراهن. كما تعتبر عملية تحديد مدى تأثير نظام سعر الصرف على الأسلوب الذي بموجبه تؤثر السياسة النقدية والمالية في التضخم والنمو ليست بالأمر الواضح ويشوبها الكثير من التعقيد.

وبناء على ذلك حاولنا من خلال هذه الدراسة إبراز تأثير أنظمة أسعار الصرف على الأداء الاقتصادي فيما يتعلق بالتضخم والنمو الاقتصادي في ظل التحولات التي طرأت على الصعيد العالمي لاسيما بعد الأزمات المالية التي عصفت بالعديد من الدول وتأثيراتها المكلفة على استقرار وتوازن الاقتصاد الكلي وما تفرزه من آثار سلبية بالغة الأهمية على التضخم والنمو الاقتصادي.

وقد تمكنا محاولين الإحاطة بجوانب الإشكالية من خلال التعرف على أنظمة أسعار الصرف في الفصل الأول، حيث تمكنا من التعرف في البداية على أهم المراحل التي مر بها النظام النقدي الدولي، وتقدمت الإشارة إلى أن النظام النقدي الدولي الحالي قد شهد نوعين رئيسيين من أسعار الصرف، هما أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة وتدرج بينهما أسعار صرف متعددة. وبينما الكيفية التي تتحدد بها أسعار الصرف، فقد اتضح لنا أن هذا الأخير فسرتة النظريات الأولى، من خلال العوامل الحقيقية، أين كان السبق للمعاملات التجارية، إلا أنه مع تنامي حركات رؤوس الأموال أو ما يطلق عليه سيطرة الطابع المالي على ميزان المدفوعات، أصبحت المعاملات المالية تغطي على باقي المعاملات في تفسير أسعار الصرف. بعدئذ قمنا بتوضيح الترتيبات الحالية لأنظمة أسعار الصرف، بالتطرق إلى أهم المعايير المحددة لنظم أسعار الصرف أين تظهر أهمية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية في ظل أنظمة سعر الصرف المختلفة والاتجاه نحو أنظمة سعر الصرف المرنة، وذلك في أعقاب الأزمات التي شهدتها عقد التسعينات من القرن الماضي، فقد أبرزت تلك الأزمات مزايا تطبيق الأنظمة القطبية لسعر الصرف مقارنة بالنظم الوسيطة التي تتسم بعدم الاستقرار، حيث حذر العديد من واضعي السياسات الاقتصادية من استخدام أسعار الصرف المربوطة القابلة للتعديل، أو أية أشكال أخرى لأنظمة أسعار الصرف الوسيطة، وذلك في الدول المنفتحة أمام تدفقات رؤوس الأموال.

الخاصة العامة

ثم قمنا بالتمييز بين أنظمة أسعار الصرف والتي تتدرج ابتداءً من أشد الأنظمة ثباتاً إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هاذين النظامين الركنين مجموعة من الأنظمة تتفاوت فيها درجة المرونة.

تم تطرقنا في الفصل الثاني في أجزائه الأولى إلى مزايا ومساوئ أنظمة أسعار الصرف، حيث تبين لنا أن أهم مزايا أنظمة الربط الصارم، تتمخض عن تجارة أكثر قوة وتدفعات استثمارية أكبر حجماً واستبعاد حالة عدم التأكد في المعاملات الدولية، بينما أهم سلبيات هذه الأنظمة تتمثل في غياب الاستقلالية في السياسة النقدية والمبالغة في حجم وأثر الصدمات والمغالاة في قيمة سعر الصرف الحقيقي.

ولاحظنا أنه بتبني الأنظمة الوسيطة، تواجه البلدان الترحيح بين حاجتها للاستقرار وضرورة المرونة. يعود طلب الاستقرار إلى أثره الإيجابي على الاستثمار وإلى ضرورة تجنب آثار تقلبات سعر الصرف على الميزانية ومسايرة الدورات الاقتصادية. في حين يعود طلب المرونة إلى ضرورة التمتع ببعض الحرية في إدارة الصدمات في الحساب التجاري وحساب رأس المال.

أما أهم سلبيات هذا النظام، تتعلق بحدود المجال، ففي حالة الصدمات القوية يتم تعديل مسار سعر الصرف بحيث يصبح المجال أكثر اتساعاً حتى يصل إلى مرحلة التخلي عن النظام لصالح التعويم الكامل وهذا ما أكدته تجارب أزمات الصرف، وبالتالي قد يتعرض هذا النظام لنفس الصعوبات التي تعرفها باقي الأنظمة الثابتة المعدلة عندما تكون الضغوط قوية.

أما بالنسبة للنظام المرن، فتتسم مزاياه الأساسية في قدرة الاقتصاد على التكيف مع الصدمات وفي فعالية السياسة النقدية التي تبقى رهناً لأهداف السلطات النقدية، إلا أن نجاح وفعالية هذا النظام تفترض الوصول إلى مرحلة نضج في القطاع المالي، وأما عن أهم مساوئ النظام المرن فهي تتمثل في معدلات تضخم أكثر ارتفاعاً وتجارة خارجية غير مستقرة نتيجة التقلب في سعر الصرف.

بالإضافة إلى ذلك ناقشنا ظاهرة التخوف من التعويم والتي تتمثل في تردد وتحفظ السلطات النقدية على ترك سعر الصرف عائماً بحرية بالرغم من الإعلان الرسمي عن تبني التعويم، حيث تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف للحد من التقلبات العرضية التي تحدث في سعر صرفها.

ثم قمنا بمناقشة محددات اختيار أنظمة أسعار الصرف، في هذا الصدد أفرزت الخبرات العالمية السابقة عدداً من المؤشرات والمحددات لاختيار نظام سعر الصرف وتختلف أهمية هذه المحددات باختلاف الخصائص الهيكلية للاقتصاديات ومدى قابليتها لتأثر بالصدمات والأوضاع الاقتصادية الكلية والمؤسسية

الخاتمة العامة

كما يتوقف القرار الأمثل في الاختيار من بين الأنظمة البديلة على العديد من القيود من بينها ما يسمى بمشكلة "الخطيئة الأولى" وتضارب العملات بالإضافة معضلة الثلاثية المستحيلة.

وقد استنتجنا من نتائج عرض تصنيفات أنظمة أسعار الصرف، أن التصنيفات الفعلية هي التصنيفات الأكثر فعالية لتحديد أنظمة أسعار الصرف، ذلك لكونها تعكس الواقع الفعلي مقارنة مع تصنيفات صندوق النقد الدولي.

وفي إطار الحديث عن عملية اختيار بين أنظمة أسعار الصرف، تبين أنها تستند على معايير وأسس معينة أهمها التضخم النسبي وتدفق رؤوس الأموال التي تعتبر من أهم المعايير والأكثر أخذاً في الحسبان في البلدان النامية خصوصاً بعد الأزمات المالية.

أما في الفصل الثالث تم التطرق إلى دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم، واتضح أنه في الدول المتقدمة يحدد هدف استقرار مستويات الأسعار ومحاربة التضخم كأهم أهداف السياسة النقدية لذلك يتضاءل دور سعر الصرف في هذه الدول، كأداة مباشرة لحساب أدوات أخرى كعرض النقد مثلاً في حين تسعى الدول النامية التي تعاني من اختلال هيكلها إلى استخدام سعر الصرف كأداة رئيسة لمواجهة مثل هذا الاختلال وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

وقد تبين منذ نهاية الثمانينات أن التأثير على التضخم بشكل غير مباشر من خلال المقاربات التقليدية القائمة على التحكم بالمتغيرات الوسيطة مثل المجاميع النقدية أو سعر الصرف، لا تساعد كثيراً في تحقيق تلك الأهداف المرجوة نتيجة لحالات الإخفاق المتواترة في تحقيق الأهداف النقدية، واستمرار عدم الاستقرار في العلاقة بين النمو النقدي والتضخم، الأمر الذي دفع بعض الدول الصناعية والنامية لاحقاً إلى تبني مقاربة مباشرة لمكافحة التضخم عرفت بسياسة استهداف التضخم.

كما تمكنا من استعراض نتائج أهم الدراسات التجريبية التي اهتمت بدراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم، وأظهرت هذه النتائج أنه في الدول المتقدمة يقدم التعويم أفضل مردودية في تحقيق أضعف المعدلات التضخمية مقارنة بالأنظمة الوسيطة والثابتة. أما في فئة الدول الناشئة والنامية تتفوق الأنظمة الثابتة والوسيطة في تحقيق أحسن النتائج التضخمية مقارنة بالتعويم.

وقد حاولنا من خلال الفصل الرابع إظهار العلاقة التي تربط أنظمة أسعار الصرف بالنمو الاقتصادي من خلال التطرق في بداية الفصل، إلى مختلف العوامل المؤثرة في النمو الاقتصادي كما حددته الأدبيات

الخلاصة العامة

الاقتصادية المتعلقة بالنمو الاقتصادي، فقد تبين أن النمو مرتبط بعامل تراكم رأس المال، والرأس المال البشري، وزيادة الإنتاجية من خلال الابتكارات، مع وجود ارتباط وثيق بين كل من النمو والانفتاح والتطور المالي. بعدئذ تطرقنا إلى إبراز ما توصلت إليه الأدبيات المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف بخصوص العلاقة التي تربط أنظمة أسعار الصرف بالنمو، فتبين أن النظرية الاقتصادية تشير إلى بعض القنوات التي من خلالها يمكن لطبيعة نظام سعر الصرف أن تؤثر في النمو الاقتصادي، فإما أن يكون هذا التأثير بشكل مباشر من خلال الآليات التي تعمل على الحيلولة أو تخفيف من أثر الصدمات على المتغيرات الاقتصادية الكلية. أو أن يكون التأثير غير المباشر والذي يحدث عن طريق تأثير أنظمة الصرف على محددات أساسية للنمو الاقتصادي.

وقد تمكنا بعد ذلك، من عرض أهم نتائج الدراسات التجريبية التي تناولت فحص تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي، تبين النتائج فشل بعض الدراسات في تمييز صلة واضحة بين النمو ونظام سعر الصرف وكانت النتائج المترتبة عنها غامضة في بعض الأحيان بخصوص هذه العلاقة. وقد يعود سبب في ذلك حسب ما يشير إليه الكثير من المراقبين إلى اعتماد أغلب هذه البحوث على التصنيف الرسمي المعلن من قبل البلدان والذي يختلف عن التصنيف الفعلي المطبق نتيجة للضغوط التي يتعرض لها الاقتصاد. بينما تزايد عدد الدراسات التجريبية في الآونة الأخيرة التي استخدمت التصنيفات الفعلية للأنظمة في تحليل تأثير أنظمة الصرف على النمو، والتي جاءت لتدعم فرضية علاقة أنظمة أسعار الصرف بالنمو، حيث نجد أن معظم هذه البحوث تصنف أداء النمو في البلدان بالترتيب التنازلي من الأنظمة المرنة تليها أنظمة الربط المحكم ثم الأنظمة الصرف الوسيطة و يترتب تزايد التقلب في سعر الصرف من الأنظمة المرنة نحو الأنظمة الوسيطة ثم أنظمة الربط الثابت.

وفي الأخير تمكنا في الفصل الخامس والمتمثل في الدراسة القياسية، من محاولة إظهار تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف المختلفة على التضخم والنمو الاقتصادي. وتقدمت الإشارة في هذا الفصل إلى أن النماذج الديناميكية لبيانات بانل التي تمزج بيانات السلاسل الزمنية مع بيانات المقاطع العرضية، تعتبر من أهم النماذج ملائمة لهذا النوع من الدراسات. وتتلخص نتائج الدراسة القياسية في الآتي:

- تؤكد النتائج المتحصل عليها في حالة القياس الاقتصادي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم على العلاقة الموجودة بين أنظمة أسعار الصرف والتضخم باستخدام كل من التصنيفين المعلن والفعلي.

الخاصة العامة

فقد كشفت النتائج عن وجود تأثير سالب ومعنوي للأنظمة أسعار الصرف الثابتة على معدلات التضخم، حيث قدمت هذه الأنظمة أفضل مردودية تضخمية مقارنة بالأنظمة الوسيطة والمرنة.

- قدمت الأنظمة الوسيطة أفضل أداء مقارنة بالأنظمة العائمة التي كانت موضوعاً لمعدلات تضخمية أكبر.

- بعد تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين حسب المستوى الاقتصادي بهدف التمييز بين الدول المصنعة من جهة والدول الناشئة والنامية من جهة أخرى، أظهرت النتائج معنوية الأنظمة العائمة في التأثير على التضخم في مجموعة الدول الصناعية مقارنة بالأنظمة الأخرى التي لم تكن معنوية، وهذا ما يؤكد أن التضخم يميل إلى الانخفاض مع زيادة المرونة في أسعار الصرف في هذه المجموعة الدولية.

- دلت النماذج المقدرة فيما يخص التقدير القياسي لتأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو على وجود علاقة بين أنظمة أسعار الصرف المختلفة والنمو، وبالتالي تدعم هذه النتائج الفرضية التي تشير إلى وجود تأثير لطبيعة نظام سعر الصرف على النمو، وتشير هذه العلاقة إلى أن النمو في ظل الأنظمة العائمة كان أفضل من معدلات النمو المسجلة في ظل الأنظمة الثابتة والوسيط.

نتائج اختبار الفرضيات:

بعد محاولة الإحاطة بجوانب الموضوع تمكنا من اختبار الفرضيات التي انطلق منها موضوع الدراسة على النحو التالي:

- فيما يتعلق بالفرضية الأولى والتي تنص إلى أنه من الحيوي لتحليل الاقتصادي والعمل التجريبي التفرقة بين أنظمة أسعار الصرف الرسمية والفعلية، فقد أثبت صحة هذه الفرضية بعد دراسة أهم التصنيفات الفعلية ومقارنتها بالتصنيف الرسمي المعلن لدى صندوق النقد الدولي، فقد أظهرت هذه دراسة وجود التضارب بين التصريحات والإجراءات المتبعة، هذا التباين والاختلاف بين الأنظمة المعلنة والأنظمة الفعلية، قد يرجع كما سبق الإشارة إليه إلى ظاهرة التخوف من التعويم أو التخوف من تسيير سعر الصرف.

- أما الفرضية الثانية التي تشير إلى أن العلاقة التي تربط أنظمة أسعار الصرف بالتضخم هي علاقة تأثير وتأثر، فقد تحقق ذلك من خلال تأثير نظام المرن وأثر انتقال تغيير أسعار الصرف إلى مستوى الأسعار pass-through والنتائج التي يمكن أن يحدثها هذا الأثر والمتمثلة في زعزعة الاستقرار الاقتصادي من

الختام العام

خلال وصول إلى معدلات تضخم مرتفعة، فقد تبين لنا أنه يمثل عنصراً هاماً في اختيار نظام سعر الصرف في الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة على حد سواء.

- فيما يخص الفرضية الثالثة والتي تنص أن نظام سعر الصرف العائم يؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي فقد ثبتت صحتها أيضاً، لأنه بناءً على النتائج المتحصل عليها، فإن نظام سعر الصرف العائم يعمل على تعزيز وزيادة النمو الاقتصادي عن طريق السماح للاقتصاد بامتصاص الصدمات والتكيف بسهولة أكبر وذلك بفضل تذبذب أسعار الصرف ويسهل على الدول تحرير التجارة دون معاناة مع العجز المزمّن في الميزان التجاري وينهي مشكلة نقص احتياطات الصرف بقدرته على ضبط وتعديل سعر الصرف، فقد بددت تجارب بعض الدول المتحولة إلى اقتصاديات السوق مخاوف التعويم مثل البرازيل، رومانيا، روسيا بيرو وزائير.

نتائج البحث:

تمثل أهم استنتاجات الدراسة في الآتي :

- ارتفاع معدلات التضخم في الدول يشجع على تطبيق أنظمة أسعار الصرف الثابتة، إلا أنه مع مرور الوقت ومع إزالة التضخم تقل فوائد تثبيت سعر الصرف وتصبح أهم أعباء التثبيت فيما بعد هي المغالاة في قيمة العملة المحلية، وهذا من شأنه إضعاف القدرة التنافسية للدول المعنية في الأسواق العالمية ويقود ذلك إلى إعاقة النمو الاقتصادي.

- ضرورة الاتجاه نحو التعويم واستهداف التضخم، طالما أن أسعار الصرف الثابتة والوسيط في الدول الناشئة والمتحولة لاقتصاد السوق، غالباً ما تكون سياسة ملائمة التطبيق في المراحل الأولى من التحرير والإصلاح الاقتصادي، ولكن سرعان ما تفقد هذه الأنظمة كفاءتها أمام تنامي تحركات رؤوس الأموال والتعرض لتقلبات اقتصادية سريعة وتغيرات هيكلية مع التحول إلى اقتصاد السوق. الأمر الذي يفضل معه ضرورة تطبيق نظام سعر الصرف عائم حتى يمتص النتائج السلبية التي قد تنجم عن هذه التقلبات ويحفز على نمو اقتصادي أكبر.

التوصيات والاقتراحات:

- يعتبر النمو في الإنتاجية هو العامل الحاسم على المدى الطويل في تحديد العلاقة بين أسعار صرف العملات وبالتالي يستدعي ذلك أقصى اهتمام.

الخاتمة العامة

- إن إتباع بعض الدول النامية في مراحل تطورها الأولى لنظام الربط بعملة قوية أو سلة من عملات قوية قد يكون ملائماً ولكن بشرط فرض قيود على حركة رؤوس الأموال المضاربة لأن هذا النظام لا يمكن أن يتعايش مع الحركة التامة لرؤوس الأموال الدولية، كما يكمن الخطر في محاولة الدفاع عن العملة بشكل اصطناعي وذلك من خلال رفع أسعار الفائدة أو ضخ كميات كبيرة من احتياطات الصرف ولقد أدت هذه السياسات إلى العديد من الاضطرابات الاقتصادية بالغة الأهمية مثل ما حدث في السنوات الماضية في المكسيك والأرجنتين والبرازيل.

- ضرورة تنمية الأسواق المالية في البلدان النامية والرفع من درجة كفاءتها والأخذ بآليات تطوير القطاع المالي من أجل تحقيق الاستقرار في الاقتصاد الكلي في المدى القصير والطويل وللحصول على مكاسب النظام العائم وتلافي عيوبه.

قائمة المراجع

I. قائمة المراجع باللغة العربية:

- 1- الحبيب فايز إبراهيم، "نظريات التنمية والنمو الاقتصادي"، المملكة العربية السعودية، 1985.
- 2- محمد يونس وآخرون، "مبادئ الاقتصاد الكلي"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 3- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "اتجاهات حديثة في التنمية"، الدار الجامعية للطباعة، مصر، 2000.
- 4- علي توفيق الصادق وآخرون، "نظم وسياسات سعر الصرف"، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2003.

II. قائمة المراجع باللغات الأجنبية:

A. Ouvrages :

- 1- Agenor P, P Montiel « Development Macroeconomics », Princeton University Press, Princeton, 1999.
- 2- Aghion P, Howth P, « A model of growth through creative destruction », Econometrica 60, 1992.
- 2- Aglietta.M, « Macroéconomie internationale », édition Montchrestien, France, 1997.
- 3- Aizenman J, « Monetary and real shocks, productive capacity and exchange rate regimes », Economica, Paris, France, 1994.
- 4- Alain Pirotte, « Économétrie des données de panel: Théorie et application », Edition Economica, Paris, France, 2011.
- 5- Alan Griffith, Stuart Wall, « Applied economics an introductory course », Seventh Edition Longman, London and New York, 1997.
- 6- Allain Piller, « Macroéconomie », édition Maxima, Paris, 1996.
- 7- Allegret. JP, « Les régimes de change dans les marchés émergents », librairie Vuibert, Paris, 2005.
- 8- Allegret. JP, « Economie monétaire internationale », Edition, Hachette, paris, 1997.
- 9- Allegret. JP, Courbis. B, « Monnaies, finance et mondialisation », Librairie Vuibert, France, 2003.
- 10- Andrew Harrison et Autres, « Business international et mondialisation », 1^{ère} édition, édition de Boeck université, Bruxelles, Belgique, 2004.
- 11- Bai J, Ng S, « Panic attack on Unit Roots and Cointegration », Econometrica, 2004.
- 12- Barro R, « Les facteurs de la croissance économique, une analyse transversale par pays », Economica, 2000.
- 13- Bassone. M, A.Bettone, « Problèmes monétaires internationaux », édition, Armand colin, 1998.
- 14- Bernanke Ben S, Woodford Michael, « Inflation Forecasts and Monetary Policy », Ohio State University Press, 1997.
- 15- Bernard Bret , « Le tiers monde, croissance, développement, inégalité », Collection Histege, Paris, 2002.
- 16- Benissad M.E, « Essais d'analyse monétaire avec référence en Algérie », édition O.P.U, Alger, 1980.
- 17- Bernard Guillochon, Annie Kaweck, « Economie international », 4 édition, Dunod, Paris, 2003.
- 18- Brahim Guendouzi, « Relations économiques internationales », édition El Maarifa, Alger, 1998.
- 19- Brigitte Dormont, « Introduction à l'économétrie », Montchrestien, Paris, 1999.
- 20- Calvo Guillermo, Vegh Carlos, « Inflation stabilization and nominal anchors », Contemporary Economic Policy, Volume 12, 1994

- 21- Carlos Quenan, « La dollarisation avantages et inconvénients », technique financière et développement, 2001.
- 22- Christine A, Dean S.Ammer, « Dictionary of Business and Economy », New York, Macmillan Publishing Co 1977.
- 23- Crepon. B, Jacquement. N, « Économétrie: méthode et application », Ouvertures économiques, De Boeck, 2010.
- 24- Cook P, Kirk Patrick, « Macro-economics for developing countries », London, ed. Harvest, 1990.
- 25- David Romer, « Macroéconomie approfondie », Traduit par Fabrice Mazerolle, Paris, Ediscience International, 1997.
- 26- Debraj Ray, « Development economics », New Jersey, Princeton University Press, 1998.
- 27- De Grawve. Paul, « The economics of monetary integration », oxford University press, 1997.
- 28- De Grauwe. Paul, « Monnaie internationale: Théorie et perspectives », De Boeck Université, Belgique, 1999.
- 29- Dernburg T, « Global macroeconomics », Harper & Row Publisher, New York, 1989.
- 30- Dielman, « Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis », Texas Christian University, USA, 1989.
- 31- Dominique Plihon, « les taux de change », édition la découverte, Paris, 2001.
- 32- Dominick. Salvatore, « The European monetary system: crisis and future », Open Economic Reviews, 1996.
- 33- Dominique Salvatore, « Economie internationale », traduction 9^o Edition, Deboeck, 2008.
- 34- Dorunbush. R, « Exchange rate and inflation », the MII press, Cambridge, USA, 1994.
- 35- Dornbusch Rudiger, Fisher Stanley, « Macro-economics », 6th edition, USA, McGraw-Hill Inc, 1994.
- 36- Dupuy. M et Al, « Finance internationale », Dunod , Paris, 2006.
- 37- Eichengreen.B, « Golden fetters: the gold standard and the great depression », oxford university press, New York, 1992.
- 38- Eichengreen. B, « L'expansion du capital: une histoire du système monétaire international », édition, l'harmattan, 1997.
- 39- Eiteman David K, Stonehill Arthur I, Moffet Michael H, « Multinational business finance », 10th ed., Pearson Addison Wesley, USA, 2004 .
- 40- Faurgere JP, « La crise du système monétaire international », édition, Minerve, France, 1986.
- 41- France-Jarret, « Les théories de la zone monétaire optimale et critères de convergence », université du Maine, France, 2002, p32.
- 42- Frees. A, Kim, « Longitudinal and Panel Data », University of Wisconsin, Madison, 2007.
- 43- Gregory N, « macroeconomics », New York worth publishers, 1997.
- 44- Hausman Jerry A., William E. Taylor, « Panel Data unobservable individual effects », Econometrica, Vol. 49, N°6, November 1981.
- 45- Hsiao C., « Analysis of panel Data », Cambridge University Press, Cambridge, 2003.
- 46- Henri Bourguinat, « Finance internationale », Edition Dalloz, 2007.
- 47- Hevé. M, Celine. P, Neolat. S, « Economie de prévision », N°123-124, France, 1996.
- 48- Jacque Brasseul, « Introduction à l'économie du développement », Armond colin édition, Paris, 1993.
- 49- Jacquel. P, « le système monétaire en avenir, in: CEII, cinquante ans après Brettons woods », édition economica, France, 1995.
- 50- Jean Arrous, « Les théories de la croissance », Paris, éditions du seuil, 1999.
- 51- Larbi Dohni, Canol Hainaut, « Les taux de change », édition De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 2004.
- 52- Lenain. P, « le FMI », édition, Casbah, 1998.
- 53- Madura Jeff, « International corporate finance », 8th, edition, Thomson South-Western, USA, 2006.
- 54- Michel Jura, « Technique financière international », 2^{ème} édition, Dunod, Paris, 2003.
- 55- Meigs Robert F, Meigs Walter B, « Financial accounting », sixth edition, Mc Graw – Hill, Inc, U.S.A, 1989.

- 56- Montiel. P, « Exchange rate misalignment: concepts and measurement for developing countries», Oxford University Press, Edited With L. Hinkle, 1999.
- 57- Mundell R, « Exchange rate systems and economic growth », Revista di Politica, Economica, Vol. 85, 1995.
- 58- Paul R, Krugman, Maurice Obstfeld, « Economie Internationale », 3^{ème} edition, De Boeck, Université, Belgique, 2003.
- 59- Pedroni. P, « Panel cointegration: asymptotic and finite sample properties of pooled times series tests with an application to the PPP hypothesis », Econometric Theory, 20, 2004.
- 60- Peracchi F, « Econometrics », England , John Wiley & Sons LTD, 2001.
- 61- Peyrard. J, « Risque de change », Librairie Vuibert, juillet, Paris, 1996.
- 62- Philippe d'Arvisenet, « Finance internationale », Dunond, Paris, France, 2004.
- 63- Régis Bénichi, Marc Nouschi, « La croissance aux XIX^{ème} et XX^{ème} siècles », 2^{ème} édition, édition Marketing, Paris, 1990.
- 64- Regis Bourbonnais, « économétrie », 7^{ème} édition Donod, Paris, 2009.
- 65- Rober J. Barro, Xavier Sala -I- Martin, « La croissance économique » Ediscience international, Paris, 1996.
- 66- Salama P, Valier J, « L'économie gangrenée », La Découverte Paris, France, 1990.
- 67- Samuelson P, Nordhams W, « Economie », edition Economica, Paris, France, 2000.
- 68- Schmitt B, « Inflation, chômage et malformations du capital », Economica, Paris, 1984.
- 69- Sevestre. P, Trogon. A, « Linear dynamic models», Klumer Academic Publishers, 1992.
- 70- Teulon. F, « la nouvelle économie mondiale », édition, PUF, 1998.
- 71- Vivien Levy-Garboua, « Macroéconomie contemporaine », 2 édition Economica, Paris, France, 1981.
- 72- William Green , « Econometric Analysis », 5th ed , New Jersey , Prentice Hall, Apper Saddle River, 2003.
- 73- Y.Crozet, et al, « Les grandes questions de l'économie internationale », édition Nathan, France, 1997.
- 74- Yves. Simon, Delphine. Lautier, « Finance internationale », 9^o édition, Economica, Paris, France, 2005.

B. Revus et articles :

- 1- Agnès. Benassay Quéré, Soperie chauvier, « Quel régime de change pour les pays émergents », technique financière et développement, mars, 2000.
- 2- Agung, J. and J. L. Ford, « Money Multipliers for Simple Sum and Divisa Monetary Aggregates for Japan: Cointegration and ECM Modelling », 1998(3)- 1996 (2), Department of Economics Discussion Paper: 99-03, 1999.
- 3- Aizenman J, « Exchange rate flexibility, volatility and domestic and foreign investment », IMF Staff paper 39, 1992.
- 4- Aizenman J. et R. Hausmann, « Exchange rate regimes and financial-market imperfections », UCSC Dept. of Economics Working Paper No. 493, 2001.
- 5- Alain Beitone, « Les politiques économiques conjoncturels enjeux et limites», revue les cahiers français, n°335, France, 2006.
- 6- Alain Trognon, « L'économétrie des panels en perspective », Revue d'économie politique, 113 (6), Nov/Déc 2003.
- 7- Alesina. A, Barro. R, « Dollarization », The American Economic Review, 2001.
- 8- Allegret JP, « Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions », Panoeconomicus, 2007.
- 9- Andréa Bubula, Inci-Robe, « Une bipolarisation persistance », Fiance et Développement, Mars, 2004.
- 10- Andres Valasco, « Exchange rate in emerging markets: Floating toward the future», in Monetary policy and exchange rate regimes option for the Middle East, 2003.
- 11- Argitis G, Pitelis C, « Monetary policy and the distribution of income: evidence for the United States and the United Kingdom», Journal of Post Keynesian Economics, vol. 23, No.04 , 2001.
- 12- Aristotelous. K, « Exchange rate variability, exchange rate regime, and trade volume: evidence from the UK-US export function (1889-1999) », Economic Letters , Vol.72, 2001.

- 13- Atlan et Al, « Le rôle du taux de change dans la croissance des économies émergentes », *Revue économique*, 49(1), 1998.
- 14- Azin Eftekhari, « Régimes de change (déclarés) et régimes de change (effectifs) », Centre d'Etudes En Macroéconomie et Finance Internationale CEMAFI, Université de Nice-Sophia Antipolis, 08/2006.
- 15- Arize A, « Real exchange rate volatility, and trade flows: the experience of eight European economics », *international reviews of Economics and Finance*, 1996.
- 16- Aziz. J et Al « currency crises: in search of common elements », IMF working paper , n°67, 2000.
- 17- Bacchetta, P, « Monetary policy with foreign currency debt », Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen, 445–456, 2000.
- 18- Bailliu.J, Murray, « Les régimes de change dans les économies émergentes », *Revue de la banque du Canada*, 2003.
- 19- Barro R, « Inflation and Economic Growth », Bank Of England, Quarterly Bulletin, May 2005.
- 20- Barro. R.J, « Economic growth in cross-section of countries », *Quarterly journal of Economics*, 106,407-443, 1991.
- 21- Barro R, Lee J. W, « International comparisons of educational attainment », *journal of Monetary Economics*, 32.
- 22- Baxter. M, Stockman. A, « Business cycles and the exchange rate regime: some international evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol.23, n°03, 1989.
- 23- Beck T, Levine R and Loayza N, « Finance and the sources of growth », World Bank, memo, 1999.
- 24- Beck. T, Levine. R, « Stock markets, banks, and growth: panel evidence », *Journal of Banking and Finance*, 2004.
- 25- Beethoven .V, « Dollariser: un authentique dilemme ? », *Académie des sciences économiques de Colombie* , 2003.
- 26- Bénassy-Quéré. A, « Régimes de change : avec ou sans sucre ? », *la lettre du CEPIL*, n°191, 2000.
- 27- Benhabib J, Spiegel M, « The role of human capital in economic development evidence from aggregate cross-country data », *journal of Monetary Economics*, vol 34, 1994.
- 28- Benrnanke B, « Inflation in Latin America-A New Era? », paper presented at the Stanford Institute for Economic Policy Research Economic Summit, February, 2005.
- 29- Benrnanke B.S and Mishkin, F, « Inflation targeting: A new framework for Monetary Policy? » *journal of Economic perspectives* 9 spring, 1997.
- 30- Berg A, Borensztein. E, « The pros and cons of full dollarization », In Salvatore Dean J.W et Willet T.D, Oxford University, 2003.
- 31- Berkmen. P, Gaston. G, Rennhack. R , and Walsh. J, «The global financial crisis: explaining cross-country differences in the output impact », IMF Working Paper 09/280 (Washington: International Monetary Fund), 2009.
- 32- Blanchard. Q.J. Watson. M. W, « Bulles, anticipations et marchés financiers », *revue économique*, N03, France, 1984.
- 33- Bleaney M, « Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries », *journal of Development Economics*, 48, 1996.
- 34- Bleaney Michael, Manuela Francisco, « Classifying exchange rate regimes: A statistical analysis of alternative methods », CREDIT Research Paper No. 07/05, 2007.
- 35- Bleaney M, M. Francisco, « Exchange rate regimes, inflation and growth in developing countries—An assessment. » *B.E. Journal of Macroeconomics* 7 (1), article 18, 2007.
- 36- Blejer M, Leiderman L, « A monetary approach to the crawling –peg system: Theory and evidence », *Journal of Political Economy*, Vol.89, No.1, 1981.
- 37- Bordo. M, Flandreau. M, « Core, periphery, exchange rate regimes and globalization », NBER Working paper, n°8584, 2001.
- 38- Bordo M , L. Jonung, « A Return to the Convertibility Principal? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective », in *Monetary Theory as a Basis of Monetary Policy*, Axel Leijonhuhud (ed.) London, 2000.
- 39- Bosworth. B, Collins. S, and Chen. Y, « Accounting for differences in economic growth », *Brooking discussion, paper in international economics* n°115, Brooking Institution, Washington, 1995.

- 40- Broda C, « Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries », Federal Reserve Bank of New York Staff Report n°148, 2002.
- 41- Bruno, M., « High Inflation and The Nominal Anchors Of An Open Economy», International Finance Section, Princeton University, 1991.
- 42- Bruno M, « Does inflation really lower growth? », Finance and Development, vol. 32, No.03, 1995.
- 43- Bubula Andrea and Inci Otter-Robe, « The evolution of exchange rate regimes since 1990: Evidence from de facto Policies », IMF Working Paper WP/02/155, 2002.
- 44- Burnside C, Eichengreen B, Rebelo S, « Why is inflation so low after large devaluations», NBER WP, n°8748, 2001.
- 45- Calvo, G. A, « Fixed versus flexible exchange rates: preliminaries of a turn-of- millennium rematch », Mimeo, University of Maryland, 1999.
- 46- Calvo. G, Reinhart .C, « Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization », Finance and Development, A Quarterly Magazine of the IMF, 36 (3), 1999.
- 47- Calvo. G, Reinhart. C, « Fear of floating », The quality journal of economics, vol.117, mai, 2002.
- 48- Calvo. G, Reinhart. C.M, « Fixing for your life », in Collins et Rodrik D, (éd), Brooking Trade Forum 2000, Brooking institution, Washington, 2001.
- 49- Campa. J, Goldberg. L, « Investment, pass-through and exchange rates: a cross-country comparison », International Economic Reviews, vol.40, n°02, 2000.
- 50- Caparole M, Pittis N, « Nominal exchange rate regimes and the stochastic behavior of real variables », journal of International Monetary and Finance, vol.14, n°03, 1995.
- 51- Caramazza F, Aziz J, « Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990's », IMF Economic Issues, n°13, 1998.
- 52- Carare , Alina, Andrea Schaechter, Mark R. Stone and Mark D. Zelmer, « Can Establishing Initial Conditions In Support Of Inflation Targeting », IMF, IMF Working Paper 02/102, 2002.
- 53- Carrera Jorge, Guillermo Vuletin, « Deeds and words. The relevance of regime consistency on the real exchange rate volatility», Working Papers, 2003.
- 54- Cartapanis. A, « Le déclenchement des crises de change :qu'avons -nous appris depuis dix ans ? », Document de travail CEFI, mai, 2002.
- 55- Catao L, M Terrones, « Fiscal deficits and inflation: a new look at the emerging markets evidence », IMF Working Paper, No: WP/01/74, 2001.
- 56- Chaker Aloui, Walid Zaouaoui, « Les enjeux de la nouvelle architecture financière internationale : le point sur la libéralisation financière », El Manar, Université de Tunis, publication de l'international finance, 2005.
- 57- Chang. R, Velasco. A, « Financial crises in emerging markets: a canonical model», Working Paper N°98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998.
- 58- Charles Enoch and Anne-Marie Gulde, « Are Currency Boards a Cure for All Monetary Problems? », I MF, Finance and Development, Volume 35, Number 4, 1998.
- 59- Chauvin S. Villa P, « Le currency board à travers l'expérience de l'Argentine», Document de travail du CEPPII, n°.2003-07, juillet 2003.
- 60- Chen. S, « A note on interest rate defense policy and exchange rate volatility», Economic modeling 24, 2007.
- 61- Christain de Boissieu, « Corriger la libéralisation financière et les régimes de change », économie et sociétés, problème économique, 2000.
- 62- Clarida, R, Gali, J. and M. Gertler «The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective » Journal of Economic Literature, 37, (December): 1661-1707, 1999.
- 63- Clarida R, Waldman D, « Is bad news about inflation good news for the exchange rate? And if so, can that tell us anything about the conduct of monetary policy? », Colombia University, 2006.
- 64- Collins. S, Razin. O, « Real exchange rate misalignment and growth », NBER Working paper, n°6174, 1997.
- 65- Crockett Andrew, « Stabilization policies in developing countries, some policy considerations », IMF Staff Paper, Vol. 28, March 1981, p.58.

- 66- Daniel Cohen, « Monetary and Fiscal Policy in an Open Economy with or without policy Coordination », *European Economic Review*, n°33, 1989.
- 67- Davidmann Manfred, « Inflation, balance of payments and currency exchange rates », solbaram.org, 2002.
- 68- De List Worrel, « Monetary and Fiscal Coordination in small open economies », *International Monetary Fund*, working paper, n°56, 2000.
- 69- Demetriades P, Hussein K, « Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries », *Journal of Development Economics*, 387, 1996.
- 70- Detragiache Enrica et Hamann Alfonso, « Exchange rate based stabilization in Western Europe: Greece, Ireland, Italy and Portugal », *International Monetary Fund Working Paper*, WP/97/75, 1997.
- 71- Devarajan S, Swaroop V, Zou H, « The composition of public expenditure and economic growth », *Journal of Monetary Economics*, 37, 1996.
- 72- Devereux M, « Monetary policy, exchange rate flexibility and exchange rate Pass Through », *Bank of Canada*, 2001.
- 73- Devereux M, Yetman J, « Etablissement des prix et transmission des variations du taux de change: théorie et vérification empirique », *Bank of Canada*, 2003.
- 74- Domaç. I, E.M Yucel, « What Triggers Inflation in Emerging Market Economies », *Policy Research Working Paper*, No. 3376, *The World Bank*, 2004.
- 75- Domaç. I, Peria. M, « Banking crises and exchange rate regimes: is there a link? », *World Bank Working paper*, 2000.
- 76- Domaç. I, Shabsigh. G, « Real exchange rate behavior and economic growth: evidence from Egypt, Jordan, Morocco and Tunisia », *IMF Working paper*, n°99/40, 1999.
- 77- Dornbusch.R, Frankel.J, « The flexible exchange rate system: experience and alternatives » dans *International Finance and Trade in a polycentric world*. S.Boerner edit Mac Millan Press, 1988.
- 78- Dubas M. J, Byung. L, and Nelson C. M, « Effective exchange rate classifications and growth », *NBER Working Paper No. 11272*, 2005.
- 79- Edwards S, « Exchange rate in emerging countries: what do we know? What do we need to know? », Paper presented at the Stanford University conference on economic policy reform, 17-19 09/1998.
- 80- Edwards. S, « Dollarization: myths and realities », in Salvatore D. Dean J. W et Willett D(éd), *The dollarization debate*, Oxford University Press, 2003.
- 81- Edwards. S, Levy-yeyati. E, « Flexible Exchange rates as shock absorbers », *NBER Working paper*, n°9867, 2003.
- 82- Edwards S, Magendzo I, « Dollarization and economic performance: what do we really know? », *Banque centrale d'Autriche*, working paper, n°65, 2002.
- 83- Eichengreen. B, « Towards a New International Financial Architecture », *Institute for International Economics Washington D.C*, 1999.
- 84- Eichengreen. B, « Towards a New International Financial Architecture », *Institute for International Economics Washington D.C*, 1999.p02.
- 85- Eichengreen.B, Hausmann.R, « Exchange rates and financial fragility », *NBER*, WP n° 7418,1999.
- 86- Eichengreen, et AL, « Capital account liberalization, theoretical and practical aspects », *IMF occasional paper*, 172, Washington DC, *International Monetary Fund*, 1998.
- 87- Eichengreen B, Husmann R, Panniza U, « Currency mismatch debt intolerance and original sin », *NBER WP n°10036*, 2003.
- 88- Eichenengreen B, Rose A, « Exchange rate mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks », *Economic policy*, 21, 1998.
- 89- Eiteman David K, Stonehill Arthur I, Moffet Michael H, « *Multinational business finance* », 10th ed., *Pearson Addison Wesley*, USA, 2004 .
- 90- Epstein G, Yeldan E, « Alternatives to inflation targeting monetary policy for stable and egalitarian growth in developing countries: A multi-country research project », unpublished manuscript, April 2004.
- 91- Faust J, Rogers J, « Monetary policy role in exchange rate behavior », *International Finance Division, Federal Reserve Board*, February, 2000.

- 92- Ffrench-Davis, Larrain. G, « How optimal are the extremes? Latin America exchange rate policies during the Asian crises », *Journal of Economic Literature* F31, E65, 9668 words, 2002.
- 93- Fisher S, « The role of macroeconomic factors in growth », *Journal of Monetary Economics*, 32, 1993.
- 94- Fischer. S, « Exchange rate regime: is the bipolar view correct », *Distinguished Lecture on Economics in Government*, American Economic Association Meeting, New Orleans, 2001.
- 95- Flandreau. M, Maurel. M, « Monetary unions, trade integration and business cycles in century Europe: just do it », *CEPR discussion paper n° 3087*, London, 2002.
- 96- Francesco Caramazza , Jahangir Aziz « Fixed or flexible? Getting the exchange rate right in the 1990s », 1998.
- 97- François. Nelde, Marcelo. Veracierto, « Les bénéfices et les couts de la dollarisation: le cas de l'Argentine », *économie perspectives*, Fédéral réserve Bank of Chicago, problème économique n° 2638, janvier, 2001.
- 98- Frankel, J.A, « Monetary regime choice for a semi-open country in capital control exchange rates and monetary policy in the world economy », *Cambridge University Press*, 1995.
- 99- Frankel A.J, « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economics », *NBER Working paper*, N°10032, 2003.
- 100- Frankel. J, « No single currency is right for all countries or at all times », *Princeton essay in international finance*, international finance section department of economics Princeton University, 1999.
- 101- Frankel. J, S. Luis, « Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime », *NBER Working Papers*, National Bureau of Economic Research, 2000.
- 102- Frankel J, Romer D, « Does trade cause growth », *American Economic Review*, 89, 1999.
- 103- Frankel, Parsley, Wei, « Slow Pass-through around the World: A New Import for Developing Countries », *NBER Working Paper*, 2005.
- 104- Frankel. J, Rose A, « An estimate of the effect of currency unions on trade and output », *Quarterly Journal of Economics*, 2002.
- 105- Frankel. J. Rose. A, « An estimate of the effect of common currencies on trade and growth », *quarterly journal of economics*, vol.117, 2002.
- 106- Frankel. J, Rose. A, « currency crashes in emerging markets: an empirical treatment », *board of governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper*, n°534, 1996.
- 107- Frankel A. Jeffrey and Shang-Jin Wei, « Estimation of de facto exchange rate regimes: Synthesis of the techniques for inferring flexibility and basket weights », *IMF Staff Papers*, Vol. 55, No.03, 2008.
- 108- Fonds Monétaire International, « Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks ». FMI, Washington, D.C, 2004.
- 109- Fonds monétaire international, « Perspectives de l'économie mondiale avril 2010 : rééquilibrer la croissance », *Etudes économiques et financières*, Washington, 2010.
- 110- Furman.J, Stiglitz.J.E, « Economic crises: evidence and insights from East Asia », *Brooking paper on economic Activity*, 2001.
- 111- Gagnon, Ihrig, « Monetary policy and exchange rate pass-through », *International Journal of Finance and Economics*, 9, pp 315-338, 2004.
- 112- Genberg Hans and Alexander K. Swoboda, « Exchange rate regimes: does what countries say Matter? », *IMF Staff Papers*, Vol. 52, Special Issue, 2005.
- 113- Genberg Hans, and Alexander K. Swoboda, « Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter? », *IMF Staff Papers*, Vol.52, 2005.
- 114- Gérard Duchene, Samir Zouari, « L'impact de la qualité des institutions sur les crises de change », *Laboratoire Erudite, Créteil Cedex*, France, 2005.
- 115- Ghosh et Al, « Does the exchange rate regime matter for inflation an growth? », *IMF Economic Issues*, n°02, 1996.
- 116- Ghosh A, Gulde A-M and Wolf H, « Exchange rate regimes: Classification and consequences », *MIT Press*, 2003.
- 117- Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. Tsangarides , « Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system », *IMF Occasional Paper No.270*, 2010.

- 118-** Glick, R, «Fixed or Floating: Is it Still Possible to Manage in the Middle? », Pacific Basin Working Paper Series No. PB00-02, 2000.
- 119-** Goldfajn I, Gupta P, « Does monetary policy stabilizes the exchange rate following a currency crisis? », Working Paper No. 396.Rio de Janeiro, PUC-Rio, Department of Economics, 1999.
- 120-** Goldfajn I, Valdés R, « The aftermath of appreciations », Quarterly Journal of Economics, vol. 114, No.1, 1999.
- 121-** Goldfajn I, Werlang S, « The Pass-through from depreciation to inflation: A Panel Study » Texto Para Discussao 424, Département d'Economie Puc Rio, 2000.
- 122-** Goldstein M, « Managed floating plus », Policy Analyses in International Economics, Washington, USA, 2002.
- 123-** Goldstein. M, Kaminsky. G and Reinhart. C.M, « Assessing financial vulnerability: an early warning system for emerging markets », Washington, D.C: Institute for International Economics, 2000.
- 124-** Green John H, « Inflation targeting: theory and policy implications », IMF Staff Papers, Vol. 43, N° 4, Dec. 1996.
- 125-** Grolier. A, « Le retour de la taxe Tobin ? », in problèmes économiques, n°2595, 16 décembre 1998.
- 126-** Guidotti Pablo et Vegh Carlos, « Losing Credibility: the stabilization blues », International Monetary Fund Working Paper, WP/92/73, 1992.
- 127-** Guillaume L'œillet, «Déficit de compte courant Américain: origine et soutenabilité », Université de Rennes1, 2008.
- 128-** Hanane Elhammas, « Choix de régime de change optimal et croissance économique: cas de la Tunisie », Theory and pratique of economic policy : tradition and change, Unv, Italia, June 15-17, 2006.
- 129-** Hanen Gharbi, « La gestion des taux change dans les pays émergents : la leçon des expériences récents », OFCE, document de travail, Université Paris Dauphine, 2005.
- 130-** Hausmann R, « Should there be five currencies or one hundred and five? », Foreign Policy, fall, 1999.
- 131-** Hausmann. R, Gavin. M, « Securing stability and growth in a shock- prone region: The policy challenge for Latin America », IADB Working Paper No. 315, 1996.
- 132-** Ho, C. McCauley R.N,« Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies », BIS Working Papers N° 130 , 2003.
- 133-** Hong Liang, « Real exchange rate volatility: does the nominal exchange rate regime matter? », IMF Working paper, n°147, 1998.
- 134-** Humphrey T, « Historical Origins of Cost-Push Fallacy », Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, summer, 1998.
- 135-** Husain A. M., A. Mody et K. Rogoff , « Exchange rate regime durability and performance in developing versus advanced economies », Journal of Monetary Economics 52, 2005.
- 136-** Im. K, Pesaran. M and Shin Y, « Testing for unit roots in heterogeneous panels», Journal of Econometrics 115, 2003.
- 137-** Imed Drine, Christophe Rault, « la PPA est-elle vérifiée pour les pays développés et en développements », économie internationale, France, 2004.
- 138-** Ito T, Ogawa E, « On the desirability of a regional baskets currency arrangement », NBER Working paper, N°8002, 2000.
- 139-** Jeanne O, Rose.A, « Noise trading and exchange rate regimes», Quarterly journal of economics, vol.117, 2000.
- 140-** John f Helliwell, « Comparative macro economics of stagflation », Journal of Economic literature Vol. 17, March 1988, p.01.
- 141-** Kallala Aiman, « régimes de change et cout de capital », Groupe HEC, Paris, France, 2008. MIT Press,
- 142-** Klein M. W. et J. C. Shambaugh, « Exchange Rate Regimes in the Modern Era » The Cambridge, Massachusetts, England, 2010.
- 143-** Koray F, Lastrapes W, « Real exchange volatility, V.S bilateral trade: a VAR approach », Review of Economics and Statistics, 71, 1989.
- 144-** Krugman, P, « Balance sheets, the transfer problem, and financial crises», Cambridge, MIT, department of Economics, 1999.

- 145- Lahreche-Revil, « Taux de change réel et croissance : perspectives pour une zone euro en Méditerranée », Revue d'Economie financière, n°52, 1999.
- 146- Leiderman L, Svensson, « Inflation Targets », CEPR, London, 1995.
- 147- Levin. A, Lin. C and Chu. C, « Unit root test in panel data: asymptotic and finite sample properties », Journal of Econometrics n°.108, 2002.
- 148- Levy-yeyati E, Sturzenegger F, « Exchange rate regimes and economic performance », IMF Staff Papers, Vol. 47, Special Issues on IMF Annual Research Conference, 2001.
- 149- Levy-Yeyati. E, Sturzenegger. F, « To float or to trail: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth », American Economic Review, Vol.93, No.4, 2003.
- 150- LevyYeyati. E, Sturzenegger. F, « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words », European Economic Review 49, 2005.
- 151- Loayza. N, « A test of the international convergence hypothesis using panel data », Policy Research Working paper, N°1333, World Bank, 1994.
- 152- Loungani P, Phillip S, « Sources of inflation in developing countries », IMF Working Paper, 2001.
- 153- Madala, G.S, « Limited dependent variable models using panel data », The journal of Human Resource Vol.22, No.3, Summer,1987.
- 154- Maddison A, « Monitoring the world economy, 1820-1992 », Development Centre Studies, Organization for Economic co-operation and development, Paris, 1995.
- 155- Mandher Cherif, « Les taux de change », Revue banque, les essentiels de la banque, Paris, juin, 2002.
- 156- Mark Stone et Al, « Régimes de change », Revue Finance et développement, mars, 2008.
- 157- Mccart J, « Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized countries », BIS working paper N° 79, 1999.
- 158- Micco. A, E. Stein, G. Ordonez, « The currency union effect on trade: early evidence form the European Union », Inter American Development Bank, 2002.
- 159- Miles. W, « To float or not to float? Currency regimes and growth », Journal of Economic Development 31, 2006.
- 160- Mills. T, Wood. G, « Does the exchange rate regime affect the economy? », Federal Reserve Bank of ST Louis, Vol. 75, n°75, 1993.
- 161- Mishkin F, « Inflation tarding in emerging-market countries », American Economic Review, vol.90, 2000.
- 162- Mishkin, F, «From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries». Paper presented in the conference of The Bank of Mexico, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience. Mexico City, November 2000.
- 163- Mishkin F, « From Monetary Targeting to Inflation Targeting », The World Bank Working Paper 2684, October, 2001.
- 164- Mishkin, F, Savastano M, « Monetary policy strategies for Latin America », Journal of Development Economics, Vol.66, 2001.
- 165- Mohamed Douch, « Déterminants empiriques du taux de change canada/états unis dans une perspective de court et long terme », université du Québec, Montréal, 2001.
- 166- Mohanty, M. S, Klau . M, « Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence », BIS Working papers, N° 149.2004.
- 167- Mohanty. M, Turner P, « Intervention: what are the domestic consequences? », Bis paper, n°24, 2005.
- 168- Murat Yildizoglu, « Note sur la croissance économique à partir de (Easterly 2002) », octobre 2003.
- 169- Nabile Jedlane, « Les caisses d'émission », Laboratoire d'Economie d'Orlean, France, 2006.
- 170- Naziha Fakhri, « L'impact de l'interdépendance entre pays sur le choix du régime de change : le cas des pays du Maghreb », Faculté des sciences économiques et de gestion CEFI-CNRS, Université de la Méditerranée, 2005.
- 171- Nkurunziza. J. D, Bates. R H, « Political institutions and economic growth in Africa », Cases, Be press, London: Home Office, 2003.

- 172- Obstfeld. M, Rogoff. K, « The mirage of fixed exchange rates », *Journal of Economic Perspectives* 09, 1995.
- 173- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. et Taylor, A., «The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility». Paper presented at the conference on The Political Economy of Globalization: Can the Past Inform the Present, Trinity College, Dublin, 2003.
- 174- Panizza, H., Stein, E. et Talvi, E., «Assessing Dollarization: An Application to Central American and Caribbean Countries». In Levy-Yeyati, E. et Sturzenegger, F., eds., *Dollarization*, Cambridge and London MIT Press. 2003.
- 175- Panizza.U, Stein.E, et Hausmann.R, « Why do countries float the way they float? », *inter-American development Bank, Working Paper n°418*, 2000.
- 176- Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma, « The scope for inflation targeting in development countries », *IMF Working Paper 97/130*, 1997.
- 177- Perée E, Steinherr A, « Exchange rate variability, international trade and the single currency debate: a survey», (Ed) *Economic Policy in the European Union*, 1989.
- 178- Pesaran. H, « A simple panel unit root test in the presence of cross section dependence », *Journal of Applied Econometrics* 22(2), 2007.
- 179- Pesaran. H, « A simple panel unit root test in the presence of cross section dependence », *Journal of Applied Econometrics* 22(2), 2007.
- 180- Philip A. Klein, « The Management of market », *Oriented Economics A Comparative Perspective* Wadsworth the Publishing company, Belmont, California, 2000.
- 181- Radalet. S, Sachs. J, «The onset of the Asian financial crises », Cambridge, Harvard Institute for International Development, 1998.
- 182- Razgallah. B, « Mythes et réalités des régimes de currency board », *Journal de Economic Literature* F33, C32, 2000.
- 183- Reinhart. C. M, « The mirage of floating exchange rate », *American Economy Review*, vol.90, n°2, 2000.
- 184- Reinhart C, K Rogoff, «The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation», *Quarterly Journal of Economics*, 119/1: 1-48, 2004.
- 185- Rogoff. K, « Perspectives on exchange rate regimes », *International Capital Flows*, ed. by Martin Feldstein, University of Chicago Press, Chicago, 1999.
- 186- Rogoff. K, « Dornbusch's overshooting model AFTER twenty-Five years. Mundell – Fleming lecture », www.jmf.org, 2002.
- 187- Rogoff, K., Husain A. M, « Evolution and performance of exchange rate regimes», *FMI Working Paper WP/03/243*, 2004.
- 188- Roldos J, « Potential output growth in emerging market countries: the case of Chile », *IMF Working paper*, N°97/194, 1997.
- 189- Rose. A, « One money, one market: the effect of common currencies on trade », *Economic Policy*, vol.30, 2000.
- 190- Rose. A, « A meta-analysis of the effect of common currencies on international trade », *NBER Working paper*, n°10373, 2004.
- 191- Rupa Duttguta, Gilda Fernandez, « From fixed to float: operational aspects of moving toward exchange rate flexibility », *IMF working paper*, n°126, 2004.
- 192- Saade Chami, Selim Elekdage, Todd Schnider, and Nabil Ben Ltaifa, « Can a Rule-Based Monetary Policy Framework Work In Developing Country? The Case of Yemen », *IMF, IMF Working Paper 07/6*, 2007.
- 193- Sarel M, « Nonlinear effects of inflation on economic growth », *IMF Staff Paper*, 43, 1996.
- 194- Serven. L, « Real exchange rate uncertainty and private investment in developing countries», *Review of Economics and Statistics*, 2003.
- 195- Sfia, Mohamed Daly, « Le choix du régime de change pour les économies émergentes », *MPRA: Munich Personal RePEc Archive*, Mai, 2007.
- 196- Shambaugh J. C, « The effect of fixed exchange rates on monetary policy », *Quarterly Journal of Economics* 119 (1): 301–352, 2004.

- 197-** Shari Spiegel, « Politique macroéconomique et politique de croissance », Département Des Affaires Économiques et Sociales (DAES/ UNDESA), Nations Unies, 2007.
- 198-** Shiller Robert J, « Why do people dislike inflation », cowls econ, Yale University, 1996.
- 199-** Stone Mark R, « Inflation Targeting Lite », IMF, IMF Working Paper 03 /12, 2003.
- 200-** Svensson, Lars E.O, « The first year of the Euro system: inflation targeting or not? », The American Economic Review, 90, 2000.
- 201-** Taylor J, « Low inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms » European Economic Review, Vol. 44, 1389-1408, 2000.
- 202-** Valasco. A, Neut. A, « Tough policies, incredible policies? », Technical report, Harvard University, 2004.
- 203-** Virginie Coudert, « Régimes taux change et crises: les taux change fixes sont-ils injustement suspectes ? », Rapport du conseil d'analyse économique sur les crises financières, CEPN, France, 2004.
- 204-** Wachtel P, Rousseau Peter L, « Inflation, financial development and growth », New York University, Working Papers, 2000.
- 205-** Willett. T. D, « Fear of floating needn't imply fixed rates: feasible options for intermediate exchange rate regimes », Paper for Fordham/CEPR Conference on Euro and Dollarization, 2002.
- 206-** Williamson. J, « Designing a middle way between fixed and flexible, exchange rates », Working Paper No. 49. ECES, 2000.
- 207-** Williamson J, « Exchange rate regimes for emerging market: reviving the intermediate option », Institute for International Economics, 2000.
- 208-** Wren. L, Driver, « Real exchange rates for the year 2000 », policy analyze in international economics, Washington, 1998.

الملاحق

الملحق رقم (1)

Liste des pays:

| Les pays industrialisés | Les pays émergents et en développements | |
|-------------------------|---|--------------------------|
| 1- Australie | 15-Argentine | 33-Algérie |
| 2- Canada | 16-Brésil | 34-Bahreïn |
| 3- Chypre | 17-Bolivie | 35-Burkina Faso |
| 4- Danemark | 18-Botswana | 36-Cameroun |
| 5- Islande | 19-Chili | 37-Tchad |
| 6- Japon | 20-Costa Rica | 38- R. du centre Afrique |
| 7-Corée du Sud | 21-chine | 39- République de |
| 8- Pays-Bas | 22-Egypte | Congo |
| 9- Nouvelle-Zélande | 23-Equateur | 40- Cote d'Ivoire |
| 10- Norvège | 24-El Salvador | 41- Gambie |
| 11- Singapore | 25-Mexique | 42- Ghana |
| 12- Suède | 26-Philippines | 43- Jordanie |
| 13- Suisse | 27-Paraguay | 44- Maroc |
| 14-Etats-Unis | 28-Pérou | 45- Niger |
| | 29-Arabie Saoudite | 46- Panama |
| | 30-Afrique du Sud | 47- Sénégal |
| | 31-Turquie | 48- Syrie |
| | 32-Uruguay | 49- Togo |
| | | 50- Tunisie |

مصادر المتغيرات:

1. إحصائيات البنك العالمي

2. إحصائيات صندوق النقد الدولي

مصادر تصنيف أنظمة أسعار الصرف:

1. التصنيف الفعلي "Facto" لأنظمة أسعار الصرف: (تصنيف Reinhart و Rogoff 2008).

2. التصنيف الرسمي "Jure" لأنظمة أسعار الصرف: (تصنيف صندوق النقد الدولي).

الملحق رقم (2)

| Levin, Lin & Chu Unit Root Test on M2GROW | | | | | | | | | |
|--|-----------|-----------|---------|---------|-------|------|----|--|--|
| Null Hypothesis: Unit root (common unit root process) Series: M2GROW Date: 01/09/12 Time: 02:48 Sample: 1980 2008 Exogenous variables: None Automatic selection of maximum lags Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 6 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel Total number of observations: 1292 Cross-sections included: 50 | | | | | | | | | |
| Method | | Statistic | | Prob.** | | | | | |
| Levin, Lin & Chu* | | -7.93256 | | 0.0000 | | | | | |
| ** Probabilities are computed assuming asymptotic normality | | | | | | | | | |
| Intermediate results on M2GROW | | | | | | | | | |
| Cross section | 2nd Stage | Variance | HAC of | Max | Band- | | | | |
| coefficient | of Reg | Dmp | Lag | Lag | width | Obs | | | |
| 1 | -0.05019 | 38.295 | 6.4534 | 3 | 6 | 13.0 | 25 | | |
| 2 | -0.81867 | 465.40 | 67.219 | 1 | 6 | 16.0 | 27 | | |
| 3 | -0.11490 | 152.73 | 11.872 | 5 | 6 | 27.0 | 23 | | |
| 4 | -0.60262 | 102.98 | 153.53 | 5 | 6 | 1.0 | 23 | | |
| 5 | -0.34396 | 290.24 | 55.649 | 4 | 6 | 27.0 | 24 | | |
| 6 | -0.79070 | 301.07 | 54.508 | 0 | 6 | 27.0 | 28 | | |
| 7 | -0.32053 | 376.01 | 77.951 | 5 | 6 | 26.0 | 23 | | |
| 8 | -0.49785 | 218.49 | 41.642 | 6 | 6 | 7.0 | 22 | | |
| 9 | -0.11987 | 154.56 | 13.510 | 1 | 6 | 20.0 | 27 | | |
| 10 | -0.03832 | 156.07 | 44.695 | 4 | 6 | 6.0 | 24 | | |
| 11 | -0.10295 | 27.475 | 17.018 | 1 | 6 | 10.0 | 27 | | |
| 12 | -0.04136 | 20.310 | 3.2898 | 1 | 6 | 13.0 | 27 | | |
| 13 | -0.40887 | 136.09 | 22.822 | 4 | 6 | 27.0 | 24 | | |
| 14 | -0.20187 | 96.374 | 22.946 | 4 | 6 | 22.0 | 24 | | |
| 15 | -0.33294 | 108.84 | 30.343 | 2 | 6 | 7.0 | 26 | | |
| 16 | -0.06596 | 41.834 | 19.359 | 2 | 6 | 10.0 | 26 | | |
| 17 | -0.33116 | 197.42 | 30.247 | 4 | 6 | 15.0 | 24 | | |
| 18 | -0.10304 | 24.169 | 3.8661 | 1 | 6 | 27.0 | 27 | | |
| 19 | -0.39665 | 165.003 | 241.15 | 0 | 6 | 19.0 | 28 | | |
| 20 | -0.20467 | 547.611 | 193.950 | 3 | 6 | 12.0 | 25 | | |
| 21 | -0.75119 | 2.E+06 | 128.696 | 2 | 6 | 27.0 | 26 | | |
| 22 | -0.17376 | 356.23 | 44.663 | 1 | 6 | 13.0 | 27 | | |
| 23 | -0.12889 | 260.71 | 78.143 | 4 | 6 | 27.0 | 24 | | |
| 24 | -0.24685 | 986.57 | 677.10 | 4 | 6 | 2.0 | 24 | | |
| 25 | -0.04385 | 39.337 | 26.449 | 0 | 6 | 4.0 | 28 | | |
| 26 | -0.10374 | 20.254 | 33.561 | 1 | 6 | 2.0 | 27 | | |
| 27 | -0.99997 | 7.E+06 | 490.669 | 0 | 6 | 27.0 | 28 | | |
| 28 | -0.34010 | 253.66 | 23.756 | 3 | 6 | 15.0 | 25 | | |
| 29 | -0.15092 | 872.08 | 407.51 | 2 | 6 | 2.0 | 26 | | |
| 30 | -0.09068 | 40.251 | 12.742 | 4 | 6 | 15.0 | 24 | | |
| 31 | -0.11898 | 217.47 | 154.98 | 1 | 6 | 1.0 | 27 | | |
| 32 | -0.66498 | 1.E+06 | 112223 | 0 | 6 | 27.0 | 28 | | |
| 33 | -0.19105 | 27.614 | 16.717 | 1 | 6 | 7.0 | 27 | | |
| 34 | -0.03012 | 31.370 | 3.9545 | 2 | 6 | 27.0 | 26 | | |
| 35 | -0.07813 | 612.52 | 352.92 | 1 | 6 | 2.0 | 27 | | |
| 36 | -0.07132 | 210.80 | 116.12 | 4 | 6 | 25.0 | 24 | | |
| 37 | -0.07627 | 51.864 | 3.8504 | 1 | 6 | 21.0 | 27 | | |
| 38 | -0.57065 | 655.50 | 38.126 | 4 | 6 | 27.0 | 24 | | |
| 39 | -0.14583 | 187.33 | 54.106 | 1 | 6 | 11.0 | 27 | | |
| 40 | -0.27800 | 105.48 | 10.657 | 2 | 6 | 27.0 | 26 | | |
| 41 | -0.12512 | 283.00 | 137.47 | 1 | 6 | 3.0 | 27 | | |
| 42 | -0.24773 | 19.911 | 4.9841 | 2 | 6 | 11.0 | 26 | | |
| 43 | -0.08537 | 35.753 | 36.292 | 0 | 6 | 1.0 | 28 | | |
| 44 | -0.30825 | 35.703 | 21.992 | 2 | 6 | 3.0 | 26 | | |
| 45 | -0.35604 | 500.18 | 72.705 | 2 | 6 | 12.0 | 26 | | |
| 46 | -0.06799 | 26.896 | 5.0873 | 2 | 6 | 10.0 | 26 | | |

| Levin, Lin & Chu Unit Root Test on OUV | | | | | | | | | |
|---|-----------|-----------|--------|---------|-------|------|----|--|--|
| Null Hypothesis: Unit root (common unit root process) Series: OUV Date: 01/09/12 Time: 02:57 Sample: 1980 2008 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends Automatic selection of maximum lags Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 5 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel Total number of observations: 1357 Cross-sections included: 50 | | | | | | | | | |
| Method | | Statistic | | Prob.** | | | | | |
| Levin, Lin & Chu* | | 1.57492 | | 0.9424 | | | | | |
| ** Probabilities are computed assuming asymptotic normality | | | | | | | | | |
| Intermediate results on OUV | | | | | | | | | |
| Cross section | 2nd Stage | Variance | HAC of | Max | Band- | | | | |
| coefficient | of Reg | Dmp | Lag | Lag | width | Obs | | | |
| 1 | -0.41088 | 65.544 | 10.585 | 0 | 5 | 16.0 | 28 | | |
| 2 | -0.32549 | 142.48 | 15.567 | 2 | 5 | 14.0 | 26 | | |
| 3 | -0.40893 | 8.0160 | 7.4747 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | | |
| 4 | -0.09009 | 45.659 | 43.655 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | | |
| 5 | -0.42767 | 181.53 | 77.420 | 1 | 5 | 5.0 | 27 | | |
| 6 | -0.65656 | 35.711 | 3.9406 | 0 | 5 | 20.0 | 28 | | |
| 7 | -0.54873 | 111.86 | 10.200 | 1 | 5 | 27.0 | 27 | | |
| 8 | -0.18288 | 22.242 | 23.561 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 9 | -0.35317 | 130.13 | 37.946 | 1 | 5 | 8.0 | 27 | | |
| 10 | -0.13151 | 168.26 | 135.57 | 2 | 5 | 5.0 | 26 | | |
| 11 | -0.30383 | 129.27 | 128.00 | 0 | 5 | 4.0 | 28 | | |
| 12 | 0.033712 | 76.946 | 13.330 | 1 | 5 | 2.0 | 27 | | |
| 13 | -0.35496 | 10.331 | 1.6451 | 2 | 4 | 24.0 | 23 | | |
| 14 | -0.18488 | 175.79 | 299.10 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 15 | -0.34024 | 55.737 | 49.547 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 16 | -0.38750 | 37.580 | 34.376 | 1 | 5 | 1.0 | 27 | | |
| 17 | -0.12116 | 57.223 | 16.311 | 0 | 5 | 10.0 | 28 | | |
| 18 | -0.25001 | 23.741 | 21.264 | 0 | 5 | 6.0 | 28 | | |
| 19 | 0.01201 | 5.7298 | 4.3773 | 5 | 5 | 6.0 | 23 | | |
| 20 | -0.23897 | 4.0566 | 2.4625 | 0 | 5 | 6.0 | 28 | | |
| 21 | -0.03564 | 19.704 | 16.277 | 0 | 5 | 4.0 | 28 | | |
| 22 | -0.45896 | 28.336 | 18.000 | 0 | 5 | 4.0 | 28 | | |
| 23 | -0.16788 | 12.223 | 16.043 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 24 | -0.35024 | 55.562 | 19.050 | 0 | 5 | 10.0 | 28 | | |
| 25 | -0.23583 | 11.260 | 17.357 | 0 | 5 | 1.0 | 28 | | |
| 26 | -0.12059 | 36.058 | 36.277 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | | |
| 27 | -0.31374 | 25.357 | 27.946 | 0 | 5 | 1.0 | 28 | | |
| 28 | -0.34720 | 16.076 | 13.875 | 0 | 5 | 4.0 | 28 | | |
| 29 | -0.32018 | 40.591 | 15.450 | 1 | 5 | 9.0 | 27 | | |
| 30 | -0.00767 | 36.402 | 47.734 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 31 | -0.24030 | 120.41 | 105.27 | 0 | 5 | 5.0 | 28 | | |
| 32 | 0.13420 | 14.660 | 7.6000 | 4 | 5 | 2.0 | 24 | | |
| 33 | -0.04627 | 36.209 | 21.163 | 0 | 5 | 6.0 | 28 | | |
| 34 | -0.11207 | 7.4697 | 3.4248 | 5 | 5 | 10.0 | 23 | | |
| 35 | -0.48096 | 15.240 | 6.2083 | 0 | 5 | 9.0 | 28 | | |
| 36 | -0.17245 | 22.968 | 21.213 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 37 | -0.46721 | 2.2119 | 4.0662 | 0 | 5 | 22.0 | 28 | | |
| 38 | -0.15938 | 8.2353 | 19.217 | 1 | 5 | 2.0 | 27 | | |
| 39 | -0.56541 | 30.554 | 2.9160 | 0 | 5 | 27.0 | 28 | | |
| 40 | -0.16842 | 6.0586 | 2.1399 | 5 | 5 | 22.0 | 23 | | |
| 41 | -0.15048 | 15.321 | 13.561 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 42 | -0.06720 | 1.4222 | 0.8907 | 4 | 5 | 10.0 | 24 | | |
| 43 | -0.03421 | 36.452 | 30.159 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | | |
| 44 | -0.30065 | 28.269 | 4.3710 | 0 | 5 | 20.0 | 28 | | |
| 45 | -0.34715 | 11.466 | 3.7631 | 0 | 5 | 8.0 | 28 | | |
| 46 | -0.31746 | 7.3293 | 1.0109 | 0 | 5 | 16.0 | 28 | | |

| Im, Pesaran and Shin Unit Root Test on INF | | | | | | | | | |
|---|---------|-----------|--------|---------|-----|-----|----|--|--|
| Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process) Series: INF Date: 01/09/12 Time: 02:46 Sample: 1980 2008 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends Automatic selection of maximum lags Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 4 Total number of observations: 1361 Cross-sections included: 50 | | | | | | | | | |
| Method | | Statistic | | Prob.** | | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | | -6.45131 | | 0.0000 | | | | | |
| ** Probabilities are computed assuming asymptotic normality | | | | | | | | | |
| Intermediate ADF test results | | | | | | | | | |
| Cross section | t-Stat | Prob. | E(t) | E(Var) | Lag | Max | | | |
| Lag | | | | | | | | | |
| 1 | -1.7569 | 0.6882 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 2 | -5.2371 | 0.0012 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 3 | -4.1059 | 0.0163 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 4 | -4.8018 | 0.0053 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 5 | -4.9900 | 0.0021 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 6 | -3.4517 | 0.0647 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 7 | -2.8939 | 0.1798 | -2.172 | 0.755 | 1 | 5 | 27 | | |
| 8 | -3.9880 | 0.0021 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 9 | -3.4352 | 0.0669 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 10 | -5.8963 | 0.0002 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 11 | -2.3842 | 0.3887 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 12 | -3.4360 | 0.0664 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 13 | -3.6927 | 0.0397 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 14 | -3.7837 | 0.0328 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 15 | -3.8842 | 0.0205 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 16 | -2.2817 | 0.4296 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 17 | -3.6927 | 0.0397 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 18 | -0.0014 | 0.9937 | -1.957 | 0.941 | 4 | 5 | 24 | | |
| 19 | -3.2140 | 0.1021 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 20 | -1.6045 | 0.7621 | -2.065 | 0.861 | 3 | 5 | 25 | | |
| 21 | -4.9129 | 0.0025 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 22 | -1.6344 | 0.7508 | -2.078 | 0.788 | 2 | 5 | 26 | | |
| 23 | -1.8639 | 0.6428 | -2.065 | 0.861 | 3 | 5 | 25 | | |
| 24 | -4.0429 | 0.0188 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 25 | -2.2945 | 0.4231 | -2.170 | 0.699 | 0 | 5 | 28 | | |
| 26 | -1.0125 | 0.9254 | -2.172 | 0.755 | 1 | 5 | 27 | | |
| 27 | -2.8562 | | | | | | | | |

Levin, Lin & Chu Unit Root Test on TC

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: TC
 Date: 01/09/12 Time: 02:52
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 5
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
 Total number of observations: 1321
 Cross-sections included: 48 (2 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---------------------|-----------|---------|
| Levin, Lin & Chu t* | 4.05800 | 0.0000 |

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on TC

| Cross section | 2nd Stage Coefficient | Variance of Reg | HAC of Dep. Lag | Max Lag | Bandwidth | Obs | |
|---------------|-----------------------|-----------------|-----------------|---------|-----------|------|----|
| 1 | -0.10314 | 12.247 | 42.379 | 1 | 5 | 3.0 | 27 |
| 2 | -0.54360 | 1.E-07 | 2.E-07 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 3 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 4 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 5 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 6 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 7 | -0.03812 | 1557.0 | 2294.6 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 8 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 9 | -0.14501 | 3.46500 | 7.3515 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 10 | -0.27431 | 3.E+06 | 2.E+06 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 11 | -0.12842 | 0.0011 | 0.0016 | 2 | 5 | 5.0 | 28 |
| 12 | -0.20344 | 0.3641 | 0.5239 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 13 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 14 | | | | | | | |
| 15 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 16 | -0.19428 | 1.6323 | 1.2864 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 17 | -0.17753 | 4444.6 | 5180.4 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 18 | -0.27315 | 0.0055 | 0.0067 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 19 | -0.38253 | 2.2055 | 0.3625 | 4 | 5 | 26.0 | 24 |
| 20 | -0.52467 | 3.0853 | 1.0001 | 1 | 5 | 11.0 | 27 |
| 21 | 0.11375 | 0.0350 | 0.1828 | 3 | 5 | 17.0 | 25 |
| 22 | -0.26754 | 0.1504 | 0.0776 | 0 | 5 | 7.0 | 28 |
| 23 | -0.00558 | 1054.6 | 1054.9 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 24 | -0.05732 | 41.329 | 122.78 | 4 | 5 | 2.0 | 24 |
| 25 | -0.02782 | 0.3379 | 0.2641 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 26 | -0.26966 | 0.1728 | 0.2829 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 27 | -0.22306 | 3.E-08 | 2.E-08 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 28 | -0.08277 | 0.2718 | 0.2909 | 3 | 5 | 6.0 | 25 |
| 29 | -0.21472 | 0.3610 | 0.5110 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 30 | -0.13370 | 9.7844 | 14.879 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 31 | -0.14923 | 0.76411 | 0.8708 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 32 | -0.45504 | 1.4106 | 0.8467 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 33 | -0.12846 | 0.0003 | 0.0010 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 34 | -0.34210 | 0.6796 | 0.2174 | 0 | 5 | 11.0 | 28 |
| 35 | -0.28482 | 9.E+10 | 5.E+10 | 0 | 5 | 8.0 | 28 |
| 36 | 0.11154 | 1.1289 | 7.5160 | 5 | 5 | 2.0 | 23 |
| 37 | -0.17462 | 0.0167 | 0.0157 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 38 | -0.22789 | 0.0027 | 0.0038 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 39 | -0.28497 | 0.0015 | 0.0027 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 40 | -0.32387 | 0.5802 | 0.9726 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 41 | -0.26999 | 54.361 | 13.996 | 0 | 5 | 14.0 | 28 |
| 42 | -0.16148 | 267.23 | 182.07 | 0 | 5 | 5.0 | 28 |
| 43 | -0.31700 | 11501. | 10880. | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 44 | -0.28372 | 0.0119 | 0.0187 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 45 | -0.21250 | 0.0515 | 0.0587 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 46 | -0.20693 | 0.3069 | 0.4723 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |

ADF Fisher Unit Root Test on INF

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
 Series: INF
 Date: 01/09/12 Time: 03:03
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 6
 Total number of observations: 1347
 Cross-sections included: 50

| Method | Statistic | Prob.** |
|-------------------------|-----------|---------|
| ADF - Fisher Chi-square | 296.516 | 0.0000 |
| ADF - Choi Z-stat | -9.20693 | 0.0000 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Intermediate ADF test results INF

| Cross section | Prob | Lag | Max Lag | Obs |
|---------------|--------|-----|---------|-----|
| 1 | 0.4683 | 0 | 6 | 28 |
| 2 | 0.0002 | 0 | 6 | 28 |
| 3 | 0.0025 | 0 | 6 | 28 |
| 4 | 0.0034 | 0 | 6 | 28 |
| 5 | 0.0008 | 0 | 6 | 28 |
| 6 | 0.0149 | 0 | 6 | 28 |
| 7 | 0.0523 | 1 | 6 | 27 |
| 8 | 0.0045 | 0 | 6 | 28 |
| 9 | 0.5391 | 5 | 6 | 23 |
| 10 | 0.0018 | 0 | 6 | 28 |
| 11 | 0.1012 | 0 | 6 | 28 |
| 12 | 0.5571 | 3 | 6 | 25 |
| 13 | 0.0076 | 0 | 6 | 28 |
| 14 | 0.0012 | 0 | 6 | 28 |
| 15 | 0.0081 | 0 | 6 | 28 |
| 16 | 0.2308 | 0 | 6 | 28 |
| 17 | 0.0081 | 0 | 6 | 28 |
| 18 | 0.5991 | 1 | 6 | 27 |
| 19 | 0.0512 | 0 | 6 | 28 |
| 20 | 0.6439 | 3 | 6 | 25 |
| 21 | 0.0192 | 1 | 6 | 27 |
| 22 | 0.2790 | 2 | 6 | 26 |
| 23 | 0.0698 | 0 | 6 | 28 |
| 24 | 0.0737 | 4 | 6 | 24 |
| 25 | 0.1894 | 0 | 6 | 28 |
| 26 | 0.6732 | 1 | 6 | 27 |
| 27 | 0.1536 | 0 | 6 | 28 |
| 28 | 0.7644 | 2 | 6 | 26 |
| 29 | 0.6855 | 6 | 6 | 22 |
| 30 | 0.1694 | 5 | 6 | 23 |
| 31 | 0.7708 | 3 | 6 | 25 |
| 32 | 0.0229 | 0 | 6 | 28 |
| 33 | 0.6453 | 0 | 6 | 28 |
| 34 | 0.8408 | 4 | 6 | 24 |
| 35 | 0.2063 | 0 | 6 | 28 |
| 36 | 0.8147 | 2 | 6 | 26 |
| 37 | 0.2118 | 0 | 6 | 28 |
| 38 | 0.0027 | 0 | 6 | 27 |
| 39 | 0.0219 | 2 | 6 | 26 |
| 40 | 0.0021 | 0 | 6 | 28 |
| 41 | 0.1457 | 0 | 6 | 28 |
| 42 | 0.0005 | 0 | 6 | 28 |
| 43 | 0.0249 | 2 | 6 | 26 |
| 44 | 0.0609 | 0 | 6 | 28 |
| 45 | 0.1390 | 0 | 6 | 28 |

Levin, Lin & Chu Unit Root Test on INF

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: INF
 Date: 01/09/12 Time: 02:42
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 4
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
 Total number of observations: 1361
 Cross-sections included: 50

| Method | Statistic | Prob.** |
|---------------------|-----------|---------|
| Levin, Lin & Chu t* | -7.73039 | 0.0000 |

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on INF

| Cross section | 2nd Stage Coefficient | Variance of Reg | HAC of Dep. Lag | Max Lag | Bandwidth | Obs | |
|---------------|-----------------------|-----------------|-----------------|---------|-----------|------|----|
| 1 | -0.21038 | 27.065 | 33.370 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 2 | -1.04036 | 69490. | 4949.9 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 3 | -0.82646 | 30.895 | 16.647 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 4 | -0.92378 | 48.870 | 3.6190 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 5 | -1.02048 | 98.698 | 3.5795 | 0 | 5 | 24.0 | 28 |
| 6 | -0.65575 | 43.853 | 19.361 | 0 | 5 | 6.0 | 28 |
| 7 | -0.82001 | 2.E+07 | 3.E+06 | 1 | 5 | 13.0 | 27 |
| 8 | -0.74488 | 23.424 | 7.4783 | 0 | 5 | 7.0 | 28 |
| 9 | -0.61943 | 79.986 | 8.3114 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 10 | -1.16523 | 527.73 | 49.842 | 0 | 5 | 19.0 | 28 |
| 11 | -0.43895 | 21.461 | 3.8430 | 0 | 5 | 19.0 | 28 |
| 12 | -0.70078 | 4.6306 | 0.4360 | 0 | 6 | 24.0 | 28 |
| 13 | -0.71961 | 74.057 | 5.8055 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 14 | -0.38443 | 1.4977 | 3.1919 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 15 | -0.76179 | 46.241 | 3.7195 | 0 | 5 | 25.0 | 28 |
| 16 | -0.37449 | 82.155 | 36.424 | 0 | 5 | 8.0 | 28 |
| 17 | -0.70848 | 65.763 | 22.113 | 0 | 5 | 8.0 | 28 |
| 18 | -0.00070 | 1.2017 | 0.7869 | 4 | 5 | 17.0 | 24 |
| 19 | -0.57346 | 39.1733 | 52817. | 0 | 5 | 18.0 | 28 |
| 20 | -0.42222 | 375809 | 64530. | 3 | 5 | 16.0 | 25 |
| 21 | -0.97529 | 4.E+08 | 346103 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 22 | -0.43722 | 4.2047 | 3.4171 | 2 | 5 | 3.0 | 26 |
| 23 | -0.84482 | 8.9751 | 3.3755 | 5 | 5 | 27.0 | 25 |
| 24 | -0.77580 | 161.59 | 16.436 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 25 | -0.34965 | 23.740 | 4.1835 | 0 | 5 | 19.0 | 28 |
| 26 | -0.22689 | 16.495 | 13.121 | 1 | 5 | 5.0 | 27 |
| 27 | -0.41310 | 305.51 | 66.630 | 0 | 5 | 13.0 | 28 |
| 28 | -0.33369 | 19.403 | 14.566 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 29 | -0.47927 | 451.27 | 76.827 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 30 | -0.84512 | 61.085 | 3.3656 | 0 | 5 | 13.0 | 28 |
| 31 | -0.40410 | 31.475 | 3.6627 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 32 | -0.61974 | 2.E+06 | 152089 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 33 | -0.26622 | 3.7765 | 3.8906 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 34 | -0.34544 | 5.3152 | 3.9708 | 0 | 5 | 11.0 | 28 |
| 35 | -0.12849 | 158.26 | 342.01 | 2 | 5 | 2.0 | 26 |
| 36 | -0.30696 | 101.50 | 186.31 | 2 | 5 | 8.0 | 26 |
| 37 | -0.16669 | 2.2578 | 0.2752 | 4 | 5 | 22.0 | 24 |
| 38 | -0.43972 | 1.1010 | 0.1548 | 1 | 5 | 27.0 | 27 |
| 39 | -0.50556 | 1.6884 | 2.0011 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 40 | -0.38976 | 0.3127 | 0.5696 | 2 | 5 | 0.0 | 26 |
| 41 | -0.09674 | 4.8564 | 7.1434 | 4 | 5 | 23.0 | 24 |
| 42 | -0.45092 | 0.4862 | 0.8820 | 0 | 5 | 5.0 | 28 |
| 43 | -0.69251 | 3.0869 | 14.679 | 2 | 5 | 2.0 | 26 |
| 44 | -0.31315 | 0.9318 | 1.2011 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 45 | -0.10041 | 6.4110 | 0.4983 | 4 | 5 | 27.0 | 24 |
| 46 | -0.12820 | 1.0368 | 0.1441 | 4 | 5 | 27.0 | 24 |

Levin, Lin & Chu Unit Root Test on CAPTFLOW

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: CAPTFLOW
 Date: 02/26/12 Time: 04:01
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 5
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
 Total number of observations: 302
 Cross-sections included: 48 (2 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---------------------|-----------|---------|
| Levin, Lin & Chu t* | -0.17760 | 0.4295 |

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on CAPTFLOW

| Cross section | 2nd Stage Coefficient of Reg | Variance of Reg | HAC of Dep. | Lag | Max Lag | Bandwidth | Obs | |
|---------------|------------------------------|-----------------|-------------|-----|---------|-----------|-----|--|
| 1 | -0.92477 | 56.842 | 31.511 | 0 | 5 | 9.0 | 28 | |
| 2 | -0.37028 | 3409.7 | 2423.3 | 4 | 5 | 5.0 | 24 | |
| 3 | -0.28747 | 1074.8 | 361.15 | 0 | 5 | 12.0 | 28 | |
| 4 | -0.50513 | 3801.4 | 391.44 | 0 | 5 | 27.0 | 28 | |
| 5 | -0.31388 | 5.6245 | 4.8662 | 0 | 5 | 4.0 | 28 | |
| 6 | -0.33812 | 4.5861 | 5.8011 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | |
| 7 | -0.34216 | 125.95 | 65.091 | 2 | 5 | 2.0 | 28 | |
| 8 | Dropped from Test | | | | | | | |
| 9 | -0.57927 | 34909 | 15244 | 0 | 5 | 5.0 | 28 | |
| 10 | -0.77382 | 130706 | 46119 | 0 | 5 | 7.0 | 28 | |
| 11 | 0.00016 | 6.7159 | 4.5056 | 0 | 3 | 3.0 | 26 | |
| 12 | -0.32225 | 1109.0 | 171.36 | 4 | 5 | 10.0 | 24 | |
| 13 | -0.41474 | 3061.7 | 1246.8 | 0 | 5 | 8.0 | 28 | |
| 14 | -0.87724 | 151139 | 18704 | 0 | 5 | 15.0 | 28 | |
| 15 | -0.18202 | 170.82 | 117.79 | 1 | 5 | 1.0 | 28 | |
| 16 | -0.94705 | 10087 | 292.51 | 0 | 5 | 9.0 | 28 | |
| 17 | -0.69073 | 36.614 | 28.458 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | |
| 18 | -0.91339 | 49809 | 815.7 | 1 | 5 | 19.0 | 27 | |
| 19 | -0.75933 | 11159 | 991.26 | 0 | 5 | 27.0 | 28 | |
| 20 | -0.44699 | 53429 | 344.93 | 3 | 5 | 27.0 | 25 | |
| 21 | -0.31908 | 8633.6 | 6769.7 | 0 | 4 | 4.0 | 28 | |
| 22 | -0.34203 | 3638.2 | 541.12 | 1 | 5 | 27.0 | 27 | |
| 23 | -0.83061 | 3633.6 | 4179.4 | 0 | 5 | 0.0 | 28 | |
| 24 | Dropped from Test | | | | | | | |
| 25 | -0.25234 | 2582.8 | 713.14 | 5 | 5 | 15.0 | 23 | |
| 26 | -0.67049 | 3180.1 | 2428.7 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | |
| 27 | -0.28953 | 57045 | 61032 | 0 | 4 | 4.0 | 28 | |
| 28 | -0.37082 | 772.06 | 518.86 | 2 | 5 | 3.0 | 26 | |
| 29 | -0.36241 | 1215.7 | 209.98 | 0 | 5 | 18.0 | 28 | |
| 30 | -0.46234 | 4509.8 | 670.2 | 0 | 5 | 8.0 | 28 | |
| 31 | -0.21334 | 40519 | 43816 | 0 | 5 | 1.0 | 28 | |
| 32 | -0.22108 | 4189.8 | 2463.3 | 2 | 5 | 3.0 | 26 | |
| 33 | -0.61537 | 22750 | 1894.4 | 0 | 5 | 27.0 | 28 | |
| 34 | -0.63306 | 2917.1 | 62.566 | 5 | 11 | 2.0 | 23 | |
| 35 | -0.24299 | 828.22 | 489.75 | 1 | 5 | 5.0 | 27 | |
| 36 | -0.16307 | 22750 | 1894.4 | 0 | 5 | 27.0 | 28 | |
| 37 | -0.14670 | 1480.5 | 1027.1 | 0 | 5 | 5.0 | 28 | |
| 38 | -0.31608 | 7839.9 | 9193.6 | 0 | 5 | 1.0 | 28 | |
| 39 | -0.30768 | 236.83 | 232.25 | 0 | 5 | 3.0 | 28 | |
| 40 | -0.28787 | 1474.2 | 1565.2 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | |
| 41 | -0.22389 | 360.46 | 58.458 | 0 | 5 | 18.0 | 28 | |
| 42 | -0.30048 | 979.07 | 1065.6 | 0 | 5 | 2.0 | 28 | |
| 43 | -0.25885 | 1849.8 | 2738.0 | 0 | 2 | 2.0 | 28 | |
| 44 | -0.49553 | 1524.2 | 1380.3 | 0 | 5 | 9.0 | 28 | |
| 45 | -0.70932 | 13.512 | 3.7465 | 0 | 5 | 9.0 | 28 | |

Levin, Lin & Chu Unit Root Test on GGE

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: GGE
 Date: 02/26/12 Time: 04:03
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 4
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
 Total number of observations: 1373
 Cross-sections included: 50

| Method | Statistic | Prob.** |
|---------------------|-----------|---------|
| Levin, Lin & Chu t* | -1.29407 | 0.0678 |

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on GGE

| Cross section | 2nd Stage Coefficient of Reg | Variance of Reg | HAC of Dep. | Lag | Max Lag | Bandwidth | Obs |
|---------------|------------------------------|-----------------|-------------|-----|---------|-----------|-----|
| 1 | -0.28475 | 1.2687 | 0.1802 | 0 | 5 | 23.0 | 28 |
| 2 | -0.18078 | 1.5387 | 1.0700 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 3 | -0.31170 | 2.4529 | 0.5743 | 3 | 5 | 13.0 | 25 |
| 4 | -0.25947 | 0.9834 | 1.2776 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 5 | -0.37808 | 3.9916 | 0.0700 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 6 | -0.60716 | 125.95 | 1.2157 | 0 | 5 | 6.0 | 28 |
| 7 | -0.42198 | 0.1821 | 1.0488 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 8 | -0.12735 | 1.3878 | 2.2751 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 9 | -0.47545 | 47.839 | 24.544 | 1 | 5 | 4.0 | 27 |
| 10 | -0.40851 | 2.4326 | 2.5664 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 11 | -0.46986 | 1.0066 | 0.8816 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 12 | -0.22431 | 0.8307 | 0.7250 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 13 | -0.23838 | 0.2046 | 1.2296 | 1 | 5 | 3.0 | 25 |
| 14 | -0.22154 | 1.4059 | 1.6723 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 15 | -0.38281 | 1.0122 | 1.0361 | 0 | 5 | 1.0 | 28 |
| 16 | -0.23882 | 2.8523 | 0.83551 | 0 | 5 | 9.0 | 28 |
| 17 | -1.03059 | 2.5784 | 0.1386 | 4 | 5 | 22.0 | 24 |
| 18 | -0.58480 | 0.2134 | 0.2865 | 1 | 5 | 1.0 | 27 |
| 19 | -0.30589 | 0.5216 | 0.83551 | 0 | 5 | 7.0 | 28 |
| 20 | -0.15891 | 1.3963 | 1.0074 | 2 | 5 | 3.0 | 26 |
| 21 | -0.61301 | 1.1978 | 0.9128 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 22 | -0.42796 | 2.5785 | 0.1386 | 4 | 5 | 22.0 | 24 |
| 23 | -0.13451 | 0.4812 | 0.5600 | 1 | 5 | 1.0 | 27 |
| 24 | -0.52904 | 1.0209 | 1.1143 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 25 | -0.22508 | 0.3157 | 0.34567 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 26 | -0.11847 | 1.0669 | 1.1981 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 27 | -0.28757 | 1.2875 | 0.6782 | 0 | 5 | 5.0 | 28 |
| 28 | -0.09701 | 0.5216 | 0.9749 | 0 | 5 | 6.0 | 28 |
| 29 | -0.27346 | 0.4074 | 0.2703 | 0 | 5 | 7.0 | 28 |
| 30 | -0.09843 | 0.4827 | 0.7825 | 0 | 5 | 3.0 | 28 |
| 31 | -0.42340 | 0.2767 | 0.1020 | 0 | 5 | 15.0 | 28 |
| 32 | -0.26855 | 0.4284 | 0.4047 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 33 | -0.49639 | 3.8434 | 6.7845 | 1 | 5 | 0.0 | 27 |
| 34 | -0.24330 | 0.3958 | 0.38547 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 35 | -0.26981 | 0.7967 | 1.3603 | 0 | 5 | 2.0 | 28 |
| 36 | -0.42075 | 0.4466 | 0.5549 | 0 | 5 | 4.0 | 28 |
| 37 | -0.58421 | 0.1928 | 0.83551 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 38 | -0.20772 | 0.4711 | 0.5323 | 0 | 5 | 0.0 | 28 |
| 39 | -0.58018 | 1.0087 | 0.1291 | 0 | 5 | 16.0 | 28 |
| 40 | -0.28980 | 0.3705 | 0.83551 | 0 | 5 | 24.0 | 28 |
| 41 | -0.39996 | 0.3604 | 0.2038 | 0 | 5 | 5.0 | 28 |
| 42 | -0.17022 | 0.0472 | 0.1169 | 1 | 5 | 2.0 | 27 |
| 43 | -0.28988 | 0.1228 | 0.3749 | 3 | 5 | 2.0 | 25 |
| 44 | -0.08328 | 0.2674 | 0.0366 | 0 | 5 | 27.0 | 28 |
| 45 | -0.11455 | 0.2570 | 0.1871 | 0 | 5 | 7.0 | 28 |
| 46 | -0.21345 | 0.5993 | 0.0645 | 3 | 5 | 15.0 | 25 |

Levin, Lin & Chu Unit Root Test on D(OUV)

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
 Series: D(OUV)
 Date: 01/09/12 Time: 03:01
 Sample: 1980 2008
 Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
 Automatic selection of maximum lags
 Automatic selection of lags based on MAIC: 0 to 5
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
 Total number of observations: 1307
 Cross-sections included: 50

| Method | Statistic | Prob.** |
|---------------------|-----------|---------|
| Levin, Lin & Chu t* | -19.7115 | 0.0000 |

** Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Intermediate results on D(OUV)

| Cross section | 2nd Stage Coefficient of Reg | Variance of Reg | HAC of Dep. | Lag | Max Lag | Bandwidth | Obs |
|---------------|------------------------------|-----------------|-------------|-----|---------|-----------|-----|
| 1 | -1.30234 | 80.114 | 29.245 | 0 | 5 | 7.0 | 27 |
| 2 | -1.13838 | 193.70 | 41.854 | 0 | 5 | 13.0 | 27 |
| 3 | -1.06580 | 10.157 | 2.0574 | 0 | 5 | 10.0 | 27 |
| 4 | -0.96289 | 45.034 | 20.222 | 0 | 5 | 10.0 | 27 |
| 5 | -1.41777 | 217.53 | 20.043 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 6 | -1.30322 | 50.584 | 7.8560 | 0 | 5 | 11.0 | 27 |
| 7 | -1.25249 | 145.55 | 399.38 | 1 | 5 | 0.0 | 26 |
| 8 | -0.30465 | 25.656 | 2.3180 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 9 | -1.30386 | 150.91 | 72.116 | 1 | 5 | 4.0 | 26 |
| 10 | -0.70796 | 163.31 | 45.480 | 4 | 5 | 18.0 | 23 |
| 11 | -0.83244 | 140.14 | 15.188 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 12 | -0.55821 | 10.958 | 2.7520 | 5 | 5 | 18.0 | 22 |
| 13 | -1.45225 | 11.184 | 3.8765 | 3 | 4 | 9.0 | 21 |
| 14 | -0.68683 | 143.90 | 28.542 | 2 | 5 | 12.0 | 25 |
| 15 | -1.18996 | 47.590 | 9.5851 | 0 | 5 | 26.0 | 27 |
| 16 | -0.94292 | 37.613 | 27.339 | 2 | 5 | 3.0 | 25 |
| 17 | -1.20899 | 59.048 | 12.787 | 0 | 5 | 12.0 | 27 |
| 18 | -0.79318 | 30.320 | 6.4444 | 0 | 5 | 17.0 | 27 |
| 19 | -0.98185 | 8.6268 | 4.4943 | 0 | 5 | 4.0 | 27 |
| 20 | -0.24544 | 4.7295 | 0.3851 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 21 | -0.90410 | 12.944 | 3.9828 | 3 | 5 | 7.0 | 24 |
| 22 | -1.2495 | 34.240 | 1.987 | 0 | 5 | 23.0 | 27 |
| 23 | -0.42340 | 3.3194 | 1.745 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 24 | -0.90550 | 38.105 | 5.8686 | 0 | 5 | 5.0 | 27 |
| 25 | -0.58727 | 11.479 | 2.2800 | 0 | 5 | 15.0 | 27 |
| 26 | -0.76580 | 30.654 | 5.8363 | 0 | 5 | 12.0 | 27 |
| 27 | -1.04444 | 28.907 | 3.4227 | 0 | 5 | 23.0 | 27 |
| 28 | -1.15301 | 22.711 | 2.6699 | 0 | 5 | 16.0 | 27 |
| 29 | -1.25924 | 48.242 | 8.848 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 30 | -0.53974 | 32.007 | 5.5287 | 5 | 5 | 10.0 | 22 |
| 31 | -0.85400 | 131.79 | 16.906 | 0 | 5 | 18.0 | 27 |
| 32 | -1.63121 | 20.577 | 7.7334 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 33 | -1.39662 | 36.036 | 5.7886 | 0 | 5 | 19.0 | 27 |
| 34 | -0.98689 | 15.045 | 6.7564 | 1 | 5 | 5.0 | 26 |
| 35 | -1.01585 | 21.658 | 3.6022 | 0 | 5 | 12.0 | 27 |
| 36 | -1.05367 | 25.323 | 4.7134 | 0 | 5 | 11.0 | 27 |
| 37 | -0.99901 | 3.0975 | 0.4098 | 0 | 5 | 17.0 | 27 |
| 38 | -0.68466 | 9.8000 | 4.1114 | 0 | 5 | 8.0 | 27 |
| 39 | -0.97974 | 42.725 | 4.5815 | 0 | 5 | 20.0 | 27 |
| 40 | -0.87597 | 11.715 | 1.2795 | 0 | 5 | 28.0 | 27 |
| 41 | -1.19385 | 15.988 | 7.8691 | 1 | 5 | 4.0 | 27 |
| 42 | -0.82338 | 2.8278 | 0.4785 | 0 | 5 | 5.0 | 27 |
| 43 | -1.08629 | 38.498 | 20.152 | 0 | 5 | 19.0 | 27 |
| 44 | -0.69037 | 31.928 | 6.8465 | 0 | 5 | 13.0 | 27 |
| 45 | -0.85613 | 14.072 | 4.1833 | 0 | 5 | 8.0 | 27 |
| 46 | -0.82702 | 8.6240 | 1.6062 | 0 | 5 | 13.0 | 27 |

Johansen Fisher Panel Cointegration Test

Series: INVGD CAPTFLOW CDPV GGE OUV
 Date: 02/27/12 Time: 06:40
 Sample: 1980 2008
 Inclusion observations: 1450
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Lags interval (in first differences): 1
 Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)

| Hypothesized No. of CE(s) | Fisher Stat.* | Prob. | Fisher Stat.* | Prob. |
|---------------------------|---------------|--------|---------------|--------|
| None | 893.0 | 0.0000 | 646.9 | 0.0000 |
| At most 1 | 349.9 | 0.0000 | 226.4 | 0.0000 |
| At most 2 | 189.4 | 0.0000 | 131.2 | 0.0009 |
| At most 3 | 133.2 | 0.0072 | 103.4 | 0.2855 |
| At most 4 | 158.7 | 0.0001 | 158.7 | 0.0001 |

* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.

Individual cross section results

الملحق رقم (3)

Pedroni Residual Cointegration Test
 Series: INVGDP CAPTIFLOW CDPV GGE OUV
 Date: 02/27/12 Time: 06:42
 Sample: 1990 2008
 Included observations: 1450
 Cross-sections included: 49 (1 dropped)
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: Deterministic intercept and trend
 Lag selection: Automatic AIC with max lag of 4 to 5
 Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

| Alternative hypothesis: common AR coeffs. (within-dimension) | | | |
|--|-----------|--------|--------------------------|
| | Statistic | Prob. | Weighted Statistic Prob. |
| Panel v-Statistic | 9.058879 | 0.0000 | 7.591979 0.0000 |
| Panel rho-Statistic | 5.913375 | 1.0000 | 5.504848 1.0000 |
| Panel PP-Statistic | 8.490226 | 1.0000 | 1.454546 0.9271 |
| Panel ADF-Statistic | 6.944695 | 1.0000 | -0.650619 0.2576 |

| Alternative hypothesis: individual AR coeffs. (between-dimension) | | | |
|---|-----------|--------|--|
| | Statistic | Prob. | |
| Group rho-Statistic | 7.641182 | 1.0000 | |
| Group PP-Statistic | -0.166727 | 0.4338 | |
| Group ADF-Statistic | -2.830252 | 0.0023 | |

Cross section specific results

Phillips-Person results (non-parametric)

| Cross ID | AR(1) | Variance | HAC | Bandwidth | Obs |
|----------|-------------------|----------|----------|-----------|-----|
| 1 | 0.600 | 328.2214 | 376.9670 | 3.00 | 28 |
| 2 | 0.647 | 0.001582 | 0.001582 | 0.00 | 28 |
| 3 | 0.149 | 0.115930 | 0.118747 | 2.00 | 28 |
| 4 | 0.591 | 17404.06 | 19150.87 | 2.00 | 28 |
| 5 | 0.366 | 0.747846 | 0.843546 | 1.00 | 26 |
| 6 | 0.216 | 0.014385 | 0.012231 | 3.00 | 28 |
| 7 | 0.069 | 0.639379 | 0.419357 | 6.00 | 28 |
| 8 | 0.087 | 0.045519 | 0.015658 | 7.00 | 28 |
| 9 | 0.517 | 0.112114 | 0.114817 | 1.00 | 28 |
| 10 | 0.195 | 0.399900 | 0.401129 | 1.00 | 28 |
| 11 | Dropped from Test | | | | |
| 12 | 0.287 | 2.040320 | 1.768104 | 4.00 | 28 |
| 13 | 0.276 | 0.059076 | 0.051681 | 3.00 | 25 |
| 14 | 0.736 | 0.005296 | 0.006203 | 3.00 | 28 |
| 15 | -0.255 | 0.063958 | 0.063958 | 0.00 | 28 |
| 16 | 0.557 | 0.204898 | 0.170333 | 5.00 | 28 |
| 17 | 0.342 | 0.037137 | 0.009160 | 17.00 | 28 |
| 18 | 0.506 | 0.024815 | 0.016814 | 5.00 | 28 |
| 19 | 0.839 | 3.061184 | 4.360219 | 3.00 | 28 |
| 20 | 0.448 | 35.99453 | 37.54128 | 2.00 | 28 |
| 21 | 0.549 | 0.129159 | 0.135005 | 4.00 | 28 |
| 22 | 0.122 | 0.004211 | 0.002968 | 7.00 | 28 |
| 23 | 0.483 | 1.04E-05 | 1.05E-05 | 2.00 | 28 |
| 24 | 0.347 | 3.74E-06 | 5.27E-06 | 2.00 | 28 |
| 25 | 0.625 | 21.05643 | 21.05643 | 0.00 | 28 |
| 26 | 0.213 | 12.53848 | 12.53848 | 0.00 | 28 |
| 27 | 0.439 | 0.209465 | 0.107805 | 14.00 | 28 |
| 28 | -0.078 | 9.38E-05 | 7.63E-05 | 2.00 | 28 |
| 29 | 0.616 | 72.76239 | 84.64634 | 3.00 | 28 |
| 30 | 0.222 | 9.919282 | 9.919282 | 0.00 | 28 |
| 31 | 0.836 | 6469.864 | 8103.360 | 1.00 | 28 |
| 32 | 0.332 | 0.848937 | 0.768316 | 1.00 | 28 |
| 33 | 0.583 | 0.170145 | 0.096201 | 7.00 | 28 |
| 34 | 0.620 | 1.869137 | 1.953552 | 1.00 | 28 |

Pedroni Residual Cointegration Test
 Series: INVGDP CAPTIFLOW CDPV GGE OUV
 Date: 02/27/12 Time: 06:42
 Sample: 1990 2008
 Included observations: 1450
 Cross-sections included: 49 (1 dropped)
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: Deterministic intercept and trend
 Lag selection: Automatic AIC with max lag of 4 to 5
 Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

| Alternative hypothesis: common AR coeffs. (within-dimension) | | | |
|--|-----------|--------|--------------------------|
| | Statistic | Prob. | Weighted Statistic Prob. |
| Panel v-Statistic | 9.058879 | 0.0000 | 7.591979 0.0000 |
| Panel rho-Statistic | 5.913375 | 1.0000 | 5.504848 1.0000 |
| Panel PP-Statistic | 8.490226 | 1.0000 | 1.454546 0.9271 |
| Panel ADF-Statistic | 6.944695 | 1.0000 | -0.650619 0.2576 |

| Alternative hypothesis: individual AR coeffs. (between-dimension) | | | |
|---|-----------|--------|--|
| | Statistic | Prob. | |
| Group rho-Statistic | 7.641182 | 1.0000 | |
| Group PP-Statistic | -0.166727 | 0.4338 | |
| Group ADF-Statistic | -2.830252 | 0.0023 | |

Cross section specific results

Phillips-Person results (non-parametric)

| Cross ID | AR(1) | Variance | HAC | Bandwidth | Obs |
|----------|-------------------|----------|----------|-----------|-----|
| 1 | 0.600 | 328.2214 | 376.9670 | 3.00 | 28 |
| 2 | 0.647 | 0.001582 | 0.001582 | 0.00 | 28 |
| 3 | 0.149 | 0.115930 | 0.118747 | 2.00 | 28 |
| 4 | 0.591 | 17404.06 | 19150.87 | 2.00 | 28 |
| 5 | 0.366 | 0.747846 | 0.843546 | 1.00 | 26 |
| 6 | 0.216 | 0.014385 | 0.012231 | 3.00 | 28 |
| 7 | 0.069 | 0.639379 | 0.419357 | 6.00 | 28 |
| 8 | 0.087 | 0.045519 | 0.015658 | 7.00 | 28 |
| 9 | 0.517 | 0.112114 | 0.114817 | 1.00 | 28 |
| 10 | 0.195 | 0.399900 | 0.401129 | 1.00 | 28 |
| 11 | Dropped from Test | | | | |
| 12 | 0.287 | 2.040320 | 1.768104 | 4.00 | 28 |
| 13 | 0.276 | 0.059076 | 0.051681 | 3.00 | 25 |
| 14 | 0.736 | 0.005296 | 0.006203 | 3.00 | 28 |
| 15 | -0.255 | 0.063958 | 0.063958 | 0.00 | 28 |
| 16 | 0.557 | 0.204898 | 0.170333 | 5.00 | 28 |
| 17 | 0.342 | 0.037137 | 0.009160 | 17.00 | 28 |
| 18 | 0.506 | 0.024815 | 0.016814 | 5.00 | 28 |
| 19 | 0.839 | 3.061184 | 4.360219 | 3.00 | 28 |
| 20 | 0.448 | 35.99453 | 37.54128 | 2.00 | 28 |
| 21 | 0.549 | 0.129159 | 0.135005 | 4.00 | 28 |
| 22 | 0.122 | 0.004211 | 0.002968 | 7.00 | 28 |
| 23 | 0.483 | 1.04E-05 | 1.05E-05 | 2.00 | 28 |
| 24 | 0.347 | 3.74E-06 | 5.27E-06 | 2.00 | 28 |
| 25 | 0.625 | 21.05643 | 21.05643 | 0.00 | 28 |
| 26 | 0.213 | 12.53848 | 12.53848 | 0.00 | 28 |
| 27 | 0.439 | 0.209465 | 0.107805 | 14.00 | 28 |
| 28 | -0.078 | 9.38E-05 | 7.63E-05 | 2.00 | 28 |
| 29 | 0.616 | 72.76239 | 84.64634 | 3.00 | 28 |
| 30 | 0.222 | 9.919282 | 9.919282 | 0.00 | 28 |
| 31 | 0.836 | 6469.864 | 8103.360 | 1.00 | 28 |
| 32 | 0.332 | 0.848937 | 0.768316 | 1.00 | 28 |
| 33 | 0.583 | 0.170145 | 0.096201 | 7.00 | 28 |
| 34 | 0.620 | 1.869137 | 1.953552 | 1.00 | 28 |

Pedroni Residual Cointegration Test
 Series: INVGDP CAPTIFLOW CDPV GGE OUV
 Date: 02/27/12 Time: 06:42
 Sample: 1990 2008
 Included observations: 1450
 Cross-sections included: 49 (1 dropped)
 Null Hypothesis: No cointegration
 Trend assumption: Deterministic intercept and trend
 Lag selection: Automatic AIC with max lag of 4 to 5
 Newey-West bandwidth selection with Bartlett kernel

| Alternative hypothesis: common AR coeffs. (within-dimension) | | | |
|--|-----------|--------|--------------------------|
| | Statistic | Prob. | Weighted Statistic Prob. |
| Panel v-Statistic | 9.058879 | 0.0000 | 7.591979 0.0000 |
| Panel rho-Statistic | 5.913375 | 1.0000 | 5.504848 1.0000 |
| Panel PP-Statistic | 8.490226 | 1.0000 | 1.454546 0.9271 |
| Panel ADF-Statistic | 6.944695 | 1.0000 | -0.650619 0.2576 |

| Alternative hypothesis: individual AR coeffs. (between-dimension) | | | |
|---|-----------|--------|--|
| | Statistic | Prob. | |
| Group rho-Statistic | 7.641182 | 1.0000 | |
| Group PP-Statistic | -0.166727 | 0.4338 | |
| Group ADF-Statistic | -2.830252 | 0.0023 | |

Cross section specific results

Phillips-Person results (non-parametric)

| Cross ID | AR(1) | Variance | HAC | Bandwidth | Obs |
|----------|-------------------|----------|----------|-----------|-----|
| 1 | 0.600 | 328.2214 | 376.9670 | 3.00 | 28 |
| 2 | 0.647 | 0.001582 | 0.001582 | 0.00 | 28 |
| 3 | 0.149 | 0.115930 | 0.118747 | 2.00 | 28 |
| 4 | 0.591 | 17404.06 | 19150.87 | 2.00 | 28 |
| 5 | 0.366 | 0.747846 | 0.843546 | 1.00 | 26 |
| 6 | 0.216 | 0.014385 | 0.012231 | 3.00 | 28 |
| 7 | 0.069 | 0.639379 | 0.419357 | 6.00 | 28 |
| 8 | 0.087 | 0.045519 | 0.015658 | 7.00 | 28 |
| 9 | 0.517 | 0.112114 | 0.114817 | 1.00 | 28 |
| 10 | 0.195 | 0.399900 | 0.401129 | 1.00 | 28 |
| 11 | Dropped from Test | | | | |
| 12 | 0.287 | 2.040320 | 1.768104 | 4.00 | 28 |
| 13 | 0.276 | 0.059076 | 0.051681 | 3.00 | 25 |
| 14 | 0.736 | 0.005296 | 0.006203 | 3.00 | 28 |
| 15 | -0.255 | 0.063958 | 0.063958 | 0.00 | 28 |
| 16 | 0.557 | 0.204898 | 0.170333 | 5.00 | 28 |
| 17 | 0.342 | 0.037137 | 0.009160 | 17.00 | 28 |
| 18 | 0.506 | 0.024815 | 0.016814 | 5.00 | 28 |
| 19 | 0.839 | 3.061184 | 4.360219 | 3.00 | 28 |
| 20 | 0.448 | 35.99453 | 37.54128 | 2.00 | 28 |
| 21 | 0.549 | 0.129159 | 0.135005 | 4.00 | 28 |
| 22 | 0.122 | 0.004211 | 0.002968 | 7.00 | 28 |
| 23 | 0.483 | 1.04E-05 | 1.05E-05 | 2.00 | 28 |
| 24 | 0.347 | 3.74E-06 | 5.27E-06 | 2.00 | 28 |
| 25 | 0.625 | 21.05643 | 21.05643 | 0.00 | 28 |
| 26 | 0.213 | 12.53848 | 12.53848 | 0.00 | 28 |
| 27 | 0.439 | 0.209465 | 0.107805 | 14.00 | 28 |
| 28 | -0.078 | 9.38E-05 | 7.63E-05 | 2.00 | 28 |
| 29 | 0.616 | 72.76239 | 84.64634 | 3.00 | 28 |
| 30 | 0.222 | 9.919282 | 9.919282 | 0.00 | 28 |
| 31 | 0.836 | 6469.864 | 8103.360 | 1.00 | 28 |
| 32 | 0.332 | 0.848937 | 0.768316 | 1.00 | 28 |
| 33 | 0.583 | 0.170145 | 0.096201 | 7.00 | 28 |
| 34 | 0.620 | 1.869137 | 1.953552 | 1.00 | 28 |

ملخص

استهدفت هذه الأطروحة دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي. بعد استعراض في الجانب النظري للدراسات النظرية والتجريبية حول الموضوع، تناولنا في الدراسة التجريبية على عينة تتكون من 50 دولة خلال الفترة من عام 1980 حتى عام 2008، قياس تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي. ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام نماذج بيانات بانل، ولتقدير هذه النماذج تم استخدام طريقة العزوم المعممة المطورة حديثاً والمقترحة بواسطة Blundell و Bond (1998).

تشير النتائج إلى تحقيق الأنظمة الثابتة والوسيطية أفضل النتائج فيما يتعلق بالتضخم والتي تتوافق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن الأنظمة الثابتة تقدم أفضل أداء ومردودية في التحكم في التضخم. أما فيما يخص النمو الاقتصادي، أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي للأنظمة القطبية وبشكل خاص للنظام العائم على النمو الاقتصادي، بينما تقلل الأنظمة الوسيطة من النمو. تؤكد هذه النتائج إذن على أن النظام العائم يكون الأكثر ملائمة لتحفيز وزيادة النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: أنظمة أسعار الصرف، تصنيفات أنظمة أسعار الصرف، التضخم، النمو، بيانات بانل الديناميكية.

Résumé

L'objet de cette thèse est d'étudier les répercussions des régimes de changes sur l'inflation et la croissance économique. Sur le plan théorique nous avons exposé une synthèse de la littérature théorique et empirique afférente à la question. Notre étude empirique a porté sur un échantillon de 50 pays pour la période allant de 1980-2008; et elle vise à estimer l'incidence du nature des régimes de change sur l'inflation et la croissance économique, en utilisons des données de panel et en recourant à la méthode d'estimation des moments généralisés développés récemment par Blundell et Bond (1998). Nous trouvons que les régimes fixe et intermédiaire donnent des meilleurs résultats en matière d'inflation, ce qui confirme les idées reçus de la théorie économique selon lesquelles les régimes fixes sont plus performants dans la maîtrise de l'inflation.

Concernant la croissance économique, nos résultats ont suggérés l'existence d'un effet positif des régimes de change bipolaire notamment l'effet du régime flottant sur la croissance économique; tandis que les régimes de change intermédiaires réduisent la croissance. Ces résultats confirment donc que le régime flottant semble être plus approprié pour renforcer la croissance économique.

Mots Clés : Régime de change; Classifications des régimes de change; inflation; Croissance économique; Panel dynamique.

Abstract

The objective of this thesis is to study the impact of exchange rate regimes on the inflation and the economic growth. On the theoretical level we have exposed a synthesis of the theoretical and empirical literature pertaining for the question. Our empirical study concerned a simple of 50 countries, over the period from 1980-2008; and it aims to estimate the influence of exchange rate regimes on the inflation and the economic growth, using panel data by using the method of generalized moments estimation recently developed by Blundell and Bond (1998). We find that pegged and intermediate regimes give the best results in terms of inflation, which confirms the received ideas of economic theory according to which the pegged exchange rate regimes are more effective in controlling inflation.

On economic growth, our results suggested the existence of a positive effect of tow extremely regimes (bipolar view), in particular the effect of floating exchange rate regime on economic growth, whereas the intermediate exchange rate regimes reduce growth. These results confirm that the floating regime seems to be more appropriate for enhancing economic growth.

Key Words : Exchange rate regime ; Classification of exchange rate regime; Inflation; Economic growth; Dynamic panel data.