



منظورات الأسواق الصاعدة

## دواعي التدخل في سوق الصرف

في ظل الظروف المناسبة، يمكن أن يحد التدخل في سوق الصرف من التقلبات غير المبررة في أسعار العملات

سوكديف سينغ

### عندما

قامت البنوك المركزية في الاقتصادات الكبرى في العالم بتخفيض أسعار الفائدة بعد عام ٢٠٠٨،

واجهت اقتصادات الأسواق الصاعدة الأصغر، وخاصة في آسيا، طوفانا من رأس المال أدى إلى ارتفاع أسعار عملاتها وانخفاض أسعار الفائدة. والآن بعد أن بدأت البنوك المركزية الكبرى في تشديد سياساتها بسرعة، تحول مسار التدفقات المالية: حيث تنخفض قيم عملات الأسواق الصاعدة، ويرتفع التضخم، وتتعرض البنوك المركزية للضغوط لرفع أسعار الفائدة حتى مع توقف النمو.

أدى الاندماج الاقتصادي والمالي العالمي إلى إضعاف انتقال أثر السياسة النقدية الوطنية وجعل العوامل الدولية محركا أقوى للأسعار المحلية والأوضاع الاقتصادية. وتعد العملات المعومة مثالية لمعظم اقتصادات الأسواق الصاعدة، ولكن التطورات الخارجية يمكن أن تؤدي قريبا إلى عدم اتساق أسعار الصرف مع أساسيات الاقتصاد. ولا يتم ضمان استقلالية السياسة إلا إذا كانت الاقتصادات قوية بما يكفي لتحمل تقلبات أسعار الصرف والاختلالات الكبيرة.

والتدخل في سوق الصرف يتيح لصناع السياسات تخفيف وتيرة ومدى ارتفاع أو انخفاض قيم العملات. ويمكنه أيضا مواجهة الضغوط على سعر الصرف عن طريق خفض التوقعات أحادية الجانب بشأن قيمة العملة في المستقبل. ويساعد وجود نظام مالي أعمق في دعم عمليات الوساطة المالية، ولكن يمكنه أن يكون سيفا ذا حدين: فقد تؤدي زيادة توافر الأدوات المالية وزيادة السيولة إلى جذب المزيد من التدفقات الرأسمالية الداخلة. ويجب على اقتصادات الأسواق الصاعدة المفتوحة التي لديها نظم مالية كبيرة ومندمجة عالميا أن تحتفظ بالمزيد من احتياطات النقد الأجنبي وأن تتدخل بجرأة أكبر في سوق الصرف لتجنب التقلبات المفرطة. غير أن نجاح التدخل غير مضمون.

### التدخل الناجح

هناك عدة عوامل تزيد من احتمالات نجاح التدخل في سوق الصرف. ولإيجاز، سأركز هنا على العوامل التي تحدد النجاح عند الدفاع عن قيمة عملة أخذة في الانخفاض.

• **مستوى احتياطات النقد الأجنبي:** الاحتياطات الأجنبية لا تخلو من التكلفة، بل إنها لا تقدر بثمن عندما يتعرض سعر الصرف لضغوط خافضة غير مبررة. ولهذه الاحتياطات أهمية أكبر في البلدان التي تستخدم أسعار الصرف المربوطة (مثل منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة) أو الأطر النقدية القائمة على سعر الصرف (سنغافورة).

• **قوة الاقتصاد المحلي والنظام المالي:** تتيح قوة هذه الأساسيات للبنك المركزي مرونة أكبر من حيث حجم التدخل في سوق الصرف والسماح لسعر الصرف بالتحرك. وتسمح كذلك بزيادة فعالية التدخل لأن البنك المركزي لا يتعين عليه الانخراط بفعالية في عمليات السيولة التي تقوض تدخلاته في سوق الصرف (راجع الفقرة الرابعة).

• **سعر الصرف المستهدف الذي "يمكن الدفاع عنه"** لأنه يعكس أساسيات الاقتصاد: فالضغوط على العملة بسبب استمرار التدفقات الخارجة من الحسابين التجاري والجاري في ميزان المدفوعات تعكس غالبا الفشل في خلق اقتصاد متنوع وتنافسي ومندمج عالميا. والتدخل في سوق الصرف لن يساعد في هذا الصدد. وإذا كانت الأساسيات المحلية الضعيفة، مثل عجز المالية العامة الكبير أو النمو النقدي المفرط أو التضخم المرتفع، تؤثر على سعر الصرف، سيكون التدخل بلا جدوى أيضا. وما لم تكن هناك جهود حثيثة للتعامل مع مواطن الضعف هذه، سيستمر تأثيرها السلبي على العملة.

• **إجراءات التي تتخذها البنوك المركزية لإدارة تبعات التدخل في سوق الصرف على السيولة:** عندما يتدخل البنك المركزي للدفاع عن سعر الصرف، فإنه يخفض المعروض من العملة المحلية ويزيد المعروض من العملات الأجنبية. وفي حالة بقاء العوامل الأخرى على حالها، فمن المفترض أن يدعم ذلك سعر صرف العملة

المحلية. ويؤدي انخفاض السيولة بالعملة المحلية إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يوفر دعماً إضافياً لسعر الصرف. ومع ذلك، غالباً ما يرغب البنك المركزي في حماية الاقتصاد المحلي من ارتفاع أسعار الفائدة. ومن المرجح أيضاً أن تكون الحكومة غير راضية عن ارتفاع تكلفة تمويل الدين العام. لذلك، عادة ما يضحخ البنك المركزي السيولة مرة أخرى في النظام المصرفي، مما يحافظ على استقرار أسعار الفائدة المحلية نسبياً ولكنه يقوض جهوده لدعم العملة. وإذا تسبب ضعف العملة في ارتفاع التضخم المحلي، فإن عمليات السيولة هذه لا تُضعف سعر الصرف فحسب، بل تُضعف أيضاً استقرار الأسعار المحلية. وهذا ما يجعل السياسة النقدية وعمليات التدخل في سوق الصرف أقل فعالية.

- **انفتاح الحساب الرأسمالي:** تتباين درجة انفتاح اقتصادات الأسواق الصاعدة المفتوحة، ولا سيما عندما يتعلق الأمر بالحساب الرأسمالي. ويمكن للحساب الرأسمالي المفتوح تسهيل التدفقات في الاتجاهين في ظل الظروف العادية، ولكن التدفقات الكبيرة في اتجاه واحد خلال أوقات عدم الاستقرار يمكن أن تطغى على قدرة البنك المركزي على تثبيت قيمة العملة. ومع ذلك، من الضروري تجنب التقلبات الكبيرة في سعر الصرف بسبب السهولة التي يمكن أن تحدث بها التدفقات المالية قصيرة الأجل من جانب المقيمين وغير المقيمين استجابة لتوقعات سعر الصرف.
- **انكشاف القطاع الخاص لمخاطر النقد الأجنبي وحجم التحوط من هذه المخاطر:** في اقتصادات الأسواق الصاعدة، يجب على البنك المركزي أن يتتبع هذا الانكشاف بدقة، بل ينظمه حتى يضمن أنه لا يشكل أي خطر على الاستقرار الاقتصادي والمالي على المستوى الوطني. وبدون هذه الإجراءات الوقائية، يمكن أن يؤدي الضغط على سعر الصرف نتيجة عمليات الشراء المذورة للنقد الأجنبي إلى إبطال أثر التدخلات في سوق الصرف لدعم العملة.

## كفاية الاحتياطيات

مستوى الاحتياطيات مهم ليس للتدخل في سوق الصرف فحسب بل أيضاً لغرس الثقة في قدرة بلد ما على شق طريقها في هذا العالم. فالاحتفاظ برصيد كبير بما يكفي من الاحتياطيات يعد أحد الاعتبارات المهمة المتعلقة بالسياسات. وتمثل إحدى طرق خفض الطلب على احتياطيات البنك المركزي في تطوير السوق المحلية للعملة الأجنبية، مما يتيح المزيد من الفرص للقيام بأنشطة الوساطة الخاصة المتعلقة بتدفقات النقد الأجنبي ولطرح أدوات جديدة للتحوط. وهذا من شأنه الحد من تواتر تدخلات البنك المركزي في سوق الصرف. ومن المشكلات الشائعة في أوقات عدم اليقين أن العملة الأجنبية تنضب بسبب الطلب

المفرط عليها أو الاكتناز. وفي نهاية المطاف، يجب أن توفر احتياطيات البنك المركزي مرة أخرى آلية الأمان للسوق. كذلك فإن استدامة الاحتياطيات تعتمد على المصادر التي يتم بناؤها منها. وتعتبر الاحتياطيات التي يتم بناؤها من فوائض الحساب الجاري وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر موثوقية بوجه عام من الاحتياطيات التي يتم بناؤها من تدفقات الحافطة قصيرة الأجل. وينبغي بناء الاحتياطيات في أوقات اليسر. وغالباً ما تكون البنوك المركزية في اقتصادات الأسواق الصاعدة عرضة للضغوط السياسية التي تحول الاحتياطيات الحالية لأغراض أخرى. وهذا ما يجعل البلدان عرضة للمخاطر ويحد من قدرة البنوك المركزية على التدخل في سوق الصرف عندما يتعين عليها ذلك.

وهناك مصادر طارئة للاحتياطيات. وأحد الخيارات في هذا الصدد هو التمويل من صندوق النقد الدولي، ولكنه خيار الملاذ الأخير للعديد من البلدان، وخاصة في آسيا. ولدى البلدان أيضاً ترتيبات مبادلة ثنائية لتوفير السيولة الطارئة بالدولار أو العملات المحلية. وهناك ترتيب بين اقتصادات رابطة آسيان+3 لجمع موارد قيمتها ٢٤٠ مليار دولار يعرف باسم مبادرة شيانغ ماي للتعاون متعدد الأطراف يوفر دعم السيولة لاقتصادات المنطقة في أوقات الضغوط الخارجية. لكن هذا الترتيب لم يقلل من رغبة الاقتصادات الأعضاء في بناء احتياطياتها الخاصة لأسباب مختلفة، بما في ذلك استقلال السياسة.

وعندما تنخفض الاحتياطيات، أو تكون التدفقات الرأسمالية كبيرة لدرجة لا يرجح معها نجاح التدخل في سوق الصرف، تكون هناك حاجة إلى مزيد من التدخل المباشر لاستعادة الاستقرار. ويمكن لصناع السياسات النظر بحق في اتخاذ تدابير لتقييد التدفقات المالية. والعديد من العوامل التي تؤدي إلى نجاح التدخل ستؤثر أيضاً في تحديد مدى نجاح ضوابط رأس المال. وعلى صناع السياسات الذين يفرضون ضوابط رأس المال توخي الحذر أيضاً في توقيت إلغائها — فإلغاؤها قبل الأوان يمكن أن يكون محفوفاً بالمخاطر مثل إبقائها لفترة طويلة للغاية.

وإذا ما استُخدمت ضوابط رأس المال على النحو الصحيح، يمكن أن تكون بمثابة آلية "فاصل التداول" للحفاظ على الاحتياطيات الأجنبية وتزويد صناع السياسات بمتنفس مؤقت لإجراء الإصلاحات اللازمة للحد من مواطن الضعف ودعم الاقتصاد، دون القلق بشأن عدم الاستقرار الخارجي. وتعد الثقة في الاقتصاد المحلي من الأساسيات الرئيسية التي يجب استعادتها من خلال سياسات ذات مصداقية، وبعد ذلك يمكن تخفيف الضوابط وإلغاؤها تدريجياً. **FD**

سوكديف سينغ كان نائب محافظ بنك نيغارا ماليزيا في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٧.