

اختيار نظام لسعر الصراف

نظرة جديدة على سؤال قديم: هل ينبغي أن
تثبت البلدان أسعار صرف عملاتها أم تجعلها
معمومة أم تختار منها وسطا؟

أتيش غوش وجوناثان أوستري
Atish R. Ghosh and Jonathan D. Ostry

شهدت أيضا فيضاً من أزمات الحساب الرأسمالي في بلدان الأسواق الصاعدة مع انعكاس حاد في اتجاه التدفقات الرأسمالية الوافدة مما أدى إلى انهيار عملات وأبرز هشاشة نظم تثبيت سعر الصرف هذه.

ولدى مراجعة صندوق النقد الدولي لنظم سعر الصرف عام ١٩٩٩، كانت الحكمة المستفادة هي أن الربط البسيط بعملة أخرى كان معرضاً بأكثر من اللازم للأزمات، وأن البلدان يجب أن تعتمد إما ربطاً «جامداً» بعملة أخرى - كالاتحادات النقدية أو مجالس العملة - أو على الطرف الآخر، التعويم الحر وفيه تحدد السوق قيمة العملة بدون تدخل حكومي.

وقد اتضح أن هذه الوصفة العلاجية ثنائية القطب للأسواق الصاعدة والبلدان النامية، هي ذاتها نفس الخيار الذي قامت به البلدان المتقدمة. فقد اتجه العديد من تلك الاقتصادات المتقدمة نحو ربط قوي في شكل اتحادات نقدية بينما لجأت اقتصادات أخرى للتعويم الحر. والحقيقة أن البعض استطاع أن يقوم بالأمرين: فهناك بلدان في كتلة اليورو لديها ربط جامد بعملة أخرى (اتحاد العملة) مع أعضاء آخرين من الكتلة، ولكن اليورو ذاته معوم إزاء عملات ثالثة.

بيد أن الوصفة ثنائية القطب لبلدان الأسواق الصاعدة ثبت أنها قصيرة الأجل. فقد أدى انهيار منهج الربط الجامد في الأرجنتين عام ٢٠٠٢ (مجلس العملة، الذي كان يربط إصدار عملة البيزو المحلية بالدولار في البنك المركزي) إلى إثارة الشكوك حول جدوى الجانب الجامد من منهج القطبية الثنائية.

الخوف من التعويم

استخدمت مراجعة عام ٢٠٠٣ التصنيف بحكم الواقع لنظم سعر الصرف الذي كان مبنياً على السلوك الفعلي لسعر الصرف بدلا من الالتزام الرسمي أو بحكم القانون الذي كان البنك المركزي قد قدمه. وقد توصلت مراجعة عام ٢٠٠٣ إلى أن فائدة أسعار الصرف المربوطة بعملة أخرى، كانت قليلة بالنسبة لبلدان الأسواق الصاعدة سواء من حيث التضخم أو أداء النمو. ونظراً لأن مثل هذه النظم ترتبط باحتمال أكبر لوقوع أزمة عملة أو أزمة مالية، فقد خلصت المراجعة إلى أنه يتعين على بلدان الأسواق الصاعدة - والبلدان النامية التي أصبحت أكثر تكاملاً مالياً - أن تعتمد التقويم الحر لأسعار الصرف.

سؤال مطروح منذ أمد طويل في علم الاقتصاد الدولي - سواء في الدوائر الأكاديمية أو دوائر صنع السياسات - يتعلق بالاختيار الأمثل لنظام سعر الصرف. فبعد انهيار نظام بريتون وودز في أعوام السبعينات من القرن الماضي، وما تلاه من اعتماد التعديل الثاني لمواد اتفاقية صندوق النقد الدولي، أصبحت البلدان الأعضاء حرة في اعتماد نظام سعر الصرف الذي تختاره.

ولكن نظراً لأن البلدان لم تعد مضطرة لربط أسعار صرفها بنظام يشرف عليه صندوق النقد الدولي، فإنها تحتاج لأساس متين لاختيار النظام الأفضل لملاءمة لاحتياجاتها - سواء كان ثابتاً أو معوماً أو وسطاً بين الاثنين. وعلى مدى العقد الماضي، أصدر صندوق النقد الدولي ثلاث دراسات تحليلية مهمة حول اختيارات البلدان لنظام سعر الصرف - في أعوام ١٩٩٩ و ٢٠٠٣ و ٢٠٠٩ (وهي دراسات "Mussa and others, 2000"; و "Rogoff and others, 2004"; و "Ghosh, Ostry, and Tsangarides"، التي تصدر قريباً) - تستند إلى الكتابات التجريبية الحالية داخل صندوق النقد الدولي وخارجه (دراسة "Ghosh and others, 1997"; و "Ghosh, Gulde, and Wolf, 2002"; و "Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2003"; و "Reinhart and Rogoff, 2004"). وتساعد هذه المراجعات، وهي جزء من صلاحيات صندوق النقد الدولي الرقابية، في تعريف البلدان الأعضاء بكيفية تأثير اختيارهم لنظام سعر الصرف على أدائها الاقتصادي الكلي ذاته - التضخم، والنمو، والقابلية للتعرض للأزمات - وإسهامه في استقرار النظام النقدي الدولي.

وجهات نظر أخذت في التطور

في الواقع العملي، تطور نظام سعر الصرف المفضل، خاصة بالنسبة لاقتصادات البلدان النامية والأسواق الصاعدة، بشكل كبير على مدى العقدين السابقين. فقد كان ربط سعر الصرف بعملة ربط قوية (هي عادة الدولار أو المارك الألماني) شائعاً في أوائل التسعينات من القرن الماضي - خاصة في البلدان التي كانت تمر بمرحلة انتقال من الاقتصاد الموجه إلى اقتصادات السوق والتي كانت تحاول تثبيت اقتصاداتها بعد التحرير الابتدائي للأسعار فيها. لكن أعوام التسعينات

ولكن في الواقع العملي، كانت بنوك مركزية قليلة (أو لا تزال)، بالنسبة لهذا الأمر) مستعدة لاتباع مثل هذه السياسة من التجاهل الحميد؛ لأنها تستطيع ألا تبالي بقيمة عملتها. وعندما تنخفض قيمة العملة، تشعر السلطات بالقلق من التضخم المستورد وتأثير انخفاض سعر الصرف على الميزانيات العمومية بالنسبة إلى المقترضين الذين اقتترضوا بالعملة الأجنبية ثم وجدوا فجأة ذلك الدين وقد أصبحت خدمته أكثر تكلفة. ومن جهة أخرى، فإنه عندما ترتفع قيمة عملة ما، تحدث خسارة في قدرة الصادرات على المنافسة.

وهذا الخوف من التعويم - كما يطلق عليه - سائد بشكل خاص بين بلدان الأسواق الصاعدة والنامية التي قد يكون الارتفاع أو الانخفاض المفاجئ لسعر الصرف - أو بشكل أعم تقلب العملة - ضارا بالنسبة لها بشكل خاص. ولكن من الجدير بالملاحظة أيضا أنه من بين الاقتصادات المتقدمة، يتفادى أعضاء منطقة اليورو تقلب العملة بالحفاظ على أسعار صرف ثابتة لا رجعة فيها (من خلال الاتحاد النقدي) مع البلدان التي تربطهم بها أعمق العلاقات الاقتصادية، مثل التجارة.

وإجمالاً، فإن وصفة القطبية الثنائية استبعدت النظم المتوسطة (بما في ذلك الربط البسيط)، وأدى انهيار مجلس العملة الأرجنتيني إلى استبعاد الطرف الجامد من المنهج، وفي الواقع العملي كانت بلدان قليلة مستعدة للذهاب للطرف السهل للتعويم الحر. وهكذا، فأى نظام يتعين على البلدان اعتماده؟ لقد كان من الواضح أن الوقت قد حان لبحث المسألة برؤية جديدة.

ماذا يفعلون وما يعدون بأن يفعلوه

إن المراجعة التي اكتملت تواء، والمستندة إلى مجموعة من البيانات من البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي على مدى الفترة من عام ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٦ هي أشمل دراسة لنظم سعر الصرف. فهذه الدراسة لا تبحث فقط تأثير نظام سعر الصرف على مجال أوسع من المتغيرات (السياسات النقدية والمالية العامة، والتضخم، ونمو الناتج وتقلبه، وتدفعات التجارة ورؤوس الأموال عبر الحدود، والقابلية للتعرض للأزمات، والتصحيح الخارجي) بأكثر مما فعلت المراجعات السابقة، بل إنها أيضاً أول من استخدم في تحليلها كل من تصنيفات نظم سعر الصرف القائم بحكم القانون (ما يعدون بفعله) وكذا القائم بحكم الواقع (ما يفعلونه).

والنتيجة هي أن الرسالة حول المزايا النسبية لمختلف نظم سعر الصرف أكثر وضوحاً عما كانت في المراجعات السابقة.

أداء التضخم

هناك أدلة وفيرة على أنه بالنسبة للبلدان النامية والأسواق الصاعدة، تترافق نظم سعر الصرف المربوطة مع أفضل أداء للتضخم. ويحدث الاستثناء الوحيد عندما يتم الربط بسعر مقوم بأقل من قيمته ولا يكون البلد قادراً على تعويض النمو في عرض النقود الذي يحدث عندما تترجم الفوائض المستمرة من الحسابات الجارية والتراكم المترتب على ذلك من احتياطات العملة الأجنبية إلى نمو نقدي مفرط، وفي مثل هذه الحالات (وهي تمثل أقلية صغيرة في مجموعة بيانات صندوق النقد الدولي)، لا يحقق الربط فائدة للتضخم.

وقد تبدو الفائدة التي تعود على التضخم من نظم الربط غير متفككة مع نتائج دراسة عام ٢٠٠٣، التي وجدت أن الاقتصادات الصاعدة حققت فوائد قليلة عادة للتضخم من سياسة الربط. والتفسير واضح وينتج من استخدام دراسة عام ٢٠٠٩ لكل من التصنيف بحكم القانون والتصنيف بحكم الواقع لنظام سعر الصرف، بينما ركزت مراجعة عام ٢٠٠٣ على التصنيف بحكم الواقع على وجه الحصر.

ويأتي جزء مهم من استفادة التضخم من الربط من مصداقية الالتزام الرسمي للبنك المركزي بالمحافظة على السعر الرسمي، وليس فقط من تدخله بحكم الواقع في العملة الأجنبية أو سلوك سعر الصرف. وفي كل حالة تقريباً يصدر فيها البنك المركزي التزاماً رسمياً بنظام سعر صرف مربوط بعملة أخرى، فإنه في الواقع يحافظ على هذا الربط. وبعبارة أخرى، فإنه عندما يتعلق الأمر بربط سعر الصرف، فإن الأفعال تطابق الأقوال بصورة دائمة تقريباً. والحالة العكسية - الربط بحكم الواقع ولكن دون التزام بحكم القانون - هي أكثر شيوعاً، ولكنها لا تحقق الفائدة نفسها من حيث تثبيت توقعات التضخم وتقليل التضخم. وباستخدام كل من التصنيفات بحكم القانون وبحكم الواقع، استطاعت دراسة عام ٢٠٠٩ الإلمام بمثل هذه الفروق الدقيقة التي افتقدت في المراجعات السابقة.

كيف أصبح حال النمو؟

يتحقق الأداء الأفضل للنمو في ظل نظم سعر صرف وسيطة - تلك التي تحافظ على نظم سعر صرف جامدة نسبياً ولكنها لا تربطها رسمياً بعملة تثبيت واحدة. ويرجع هذا لحد كبير إلى أن مثل هذه النظم الوسيطة تمثل توازناً مناسباً بين الربط والتعويم الحر. وتقترب نظم الربط بتضخم أقل وتقلب أقل لسعر الصرف الاسمي والحقيقي، والانفتاح الأكبر للتجارة - وكلها أمور ترتبط بالنمو الأسرع. ولكن نظم الربط هي أيضاً أكثر تعرضاً للإفراط في تقدير سعر الصرف، مما يضر بالقدرة التنافسية ويقوض أداء النمو.

ونظم التعويم، مقارنة بنظم الربط، أقل تعرضاً لمخاطر المغالاة في التقييم، ولكنها تفشل أيضاً في تخفيض التضخم، أو الإقلال من التقلب، أو تحقيق تكامل تجاري أفضل.

وفيما بين هذين النظامين اللذين يقعان على طرفي نقيض، تحقق النظم الوسيطة أفضل توازن وترتبط بنمو أسرع لنصيب الفرد من الناتج بنحو نصف نقطة مئوية في السنة (بعد مراعاة عوامل أخرى مؤثرة في النمو). وترتبط نظم سعر الصرف المربوط بأداء للنمو أفضل منه في نظم التعويم - ولكن فقط إذا استطاعت تجنب كل من المغالاة في تقييم سعر الصرف الحقيقي وخسارة القدرة التنافسية.

روابط تجارية

من المعروف تماماً أن البلدان التي يضمها اتحاد نقدي تتمتع بروابط تجارية أعمق. ولكن دراسة عام ٢٠٠٩ أثبتت أن مزايا مماثلة بالنسبة للتكامل التجاري يمكن أن تُستمد من الربط البسيط (وبدرجة أقل، حتى من النظم الوسيطة). وقد توصلت الدراسة إلى أن التدفقات الرأسمالية في ظل نظم ربط ونظم وسيطة تنزع - إذا نحينا الأزمات جانباً - لأن تتسق مع تمهيد الاستهلاك أكثر مما يحدث في ظل التعويم. وبالرغم من أن هذه النتيجة الأخيرة ليست محددة بشكل قاطع، فإن أحد التفسيرات هو أن التقلبات الأقل لسعر الصرف الحقيقي في ظل نظم أكثر جموداً تشجع أشكالاً أكثر «استقراراً» من التدفقات الرأسمالية - كاستثمار الأجنبي المباشر - مقارنة بتدفقات محافظ «رؤوس الأموال النشيطة». والواقع أن تعزيز مزيد من التجارة والاستثمار عبر الحدود كان هو الدافع الاقتصادي وراء أسعار الصرف الثابتة، وفي نهاية الأمر قيام الاتحاد النقدي في أوروبا.

بعض المفاضلات

من المؤكد أنه لا يوجد علاج كامل. لقد وجدت الدراسة ثلاثة عيوب كبرى في نظم سعر الصرف الأكثر جموداً (المربوطة والوسيط).

الخلاصة

على خلاف المراجعات السابقة، فإن الدراسة الحالية تجد مفاضلات مهمة في اختيار نظم سعر الصرف. فالنظم الأكثر جموداً تساعد البلدان على تثبيت توقعات التضخم، وعلى استمرارية نمو الناتج، وتعزيز التكامل الاقتصادي الأعمق. ولكنها تقيد أيضاً استخدام السياسات الاقتصادية الكلية، وتزيد خطر التعرض للأزمات، وتعيق التصحيح الخارجي. وتوضح التجربة الأخيرة لبلدان الأسواق الأوروبية الصاعدة هذه المفاضلة. فعلى الرغم من أن العديد من البلدان الأقل مرونة في أنظمتها حظيت بنمو قوي في السنوات التي أفضت للأزمة الحالية، فقد كدست أيضاً اختلالات ضخمة في الموازين الخارجية، مما زاد من إمكانية تعرضها لخطر تصحيح مفاجئ يثير الاضطراب، وحداً من إمكانياتها لتبني سياسات للاقتصاد الكلي لمقاومة التقلبات الدورية.

وفي الأساس، يتعين أن تؤدي نتائج مراجعة صندوق النقد الدولي لعام ٢٠٠٩ وما خلصت إليه من مفاضلات إلى ما يلي:

- المساعدة على إحداث توازن أكبر في الحوار حول أي نظام سعر صرف هو الأنسب لأي البلدان.
- إفساح مجال أكبر أمام صندوق النقد الدولي لمراعاة ظروف كل بلد عند وضع المشورة بشأن السياسات التي يقدمها لكل بلد على حدة.
- توفير ثروة من المعلومات والنتائج التجريبية لمساعدة البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي وعددها ١٨٦ بلداً على القيام باختيارات مستنيرة فيما يتعلق بالاختيار الأفضل لنظام سعر الصرف فيها. ■

آتيش غوش رئيس قسم القضايا النظمية، وجوناثان أوستري نائب مدير في إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf, 1997, "Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?" NBER Working Paper 5874 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Ghosh, Atish R., Anne-Marie Gulde, and Holger Wolf, 2002, Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).

Ghosh, Atish R., Jonathan D. Ostry, and Charalambos Tsangarides, forthcoming, Toward a Stable System of Exchange Rates, IMF Occasional Paper (Washington: International Monetary Fund).

Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2003, "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes," American Economic Review, Vol. 93, No. 4, pp. 1173-93.

Mussa, Michael, Paul Masson, Alexander Swoboda, Esteban Jadresic, Paolo Mauro, and Andrew Berg, 2000, Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper 193 (Washington: International Monetary Fund).

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," The Quarterly Journal of Economics, Vol. 119, No. 1, pp. 1-48.

Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes, 2004, Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Occasional Paper 229 (Washington: International Monetary Fund).

أولاً، إن مثل هذه النظم (خاصة المربوطة) تقيد بشدة استخدام سياسات اقتصادية كلية أخرى. إن مبدأ «الثلاثي المستحيل» المتمثل في المحافظة على سعر صرف مربوط، وحساب رأسمالي مفتوح، وسياسة نقدية مستقلة في الوقت نفسه، هو مبدأ راسخ. وما يلفت النظر في دراسة عام ٢٠٠٩ هو أن هذا القيد ينطبق حتى على البلدان التي لديها حسابات لرأس المال أقل انفتاحاً أو تلك التي تقوم بعملية تعقيم شديدة لتدفقات الاحتياطي في ظل الربط. والنتيجة الأخرى اللافتة للنظر هي أن السياسة المالية المضادة للاتجاهات الدورية - تخفيض

«وهكذا فإن القابلية الأكبر للتعرض للأزمة هي نتيجة نظم سعر الصرف الأكثر جموداً. ولكن البلدان التي تطبق نظم التعويم ليست محصنة تماماً».

الضرائب وزيادة الإنفاق الحكومي لمقاومة الانكماش الاقتصادي والعكس - مقيدة هي الأخرى بشدة في ظل سعر الصرف المربوطة. والمفترض أن هذا يحدث لأن التدفقات الرأسمالية ترتبط بدورة الأعمال في أغلب الأسواق الصاعدة والبلدان النامية. ونظراً لأن السياسة المالية التوسعية في أي فترة انكماش يمكن أن تؤدي إلى فقدان الثقة وتشجع زيادة التدفقات الرأسمالية للخارج، مما يهدد صلاحية نظام الربط، فإن المجال غير متسع أمام السياسات المعاكسة لاتجاه الدورة الاقتصادية في البلدان التي تستخدم الربط. وهكذا، ففي حين يوفر ربط سعر الصرف أداة لتحقيق الالتزام حتى يتسنى للبنك المركزي تثبيت التوقعات عن طريق سياسات للضبط، فإنه يحد أيضاً من إمكانية الاستجابة لصدمة الاقتصاد الكلي.

ثانياً، وجدت كلا من دراستي عامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٣ أن نظم الربط (والنظم الوسيطة) تقترن بقابلية أكبر للتعرض لأزمات العملة والأزمات المالية، مثل أزمات الدين، والتوقف المفاجئ في التدفقات الرأسمالية الوافدة والأزمات المصرفية. وتؤكد الدراسة الحالية هذه النتائج، خاصة بالنسبة للبلدان النامية والأسواق الصاعدة التي لديها حسابات رأسمالية أكثر انفتاحاً. ولكنها تجد أيضاً أن طفرات الائتمان، بما فيها ما ينتهي بوقوع أزمة، يرجح أن تحدث في ظل نظم التعويم كما في ظل نظم ربط ونظم وسيطة. وبالمثل، تجد الدراسة أن خطر وقوع أزمة نمو (تراجع حاد في النمو لأي سبب) لا يرتبط بنظام سعر الصرف. ومن ثم، فإن القابلية الأكبر للتعرض للأزمة هي نتيجة اعتماد نظم سعر الصرف الأكثر جموداً. ولكن البلدان التي تطبق نظم التعويم ليست محصنة تماماً - وهو ما أوضحته الأزمة العالمية الحالية التي كان مركزها في بلدان تطبق نظم التعويم.

ثالثاً، إن نظم سعر الصرف المربوطة والوسيطه تعوق التصحيح الخارجي في الوقت المناسب. فعلى جانب العجز، ترتبط النظم الأكثر جموداً بحالات عجز أكبر تزول على نحو مفاجئ بدرجة أكبر، ونظراً لأن سعر الصرف الحقيقي لا يمكن تصحيحه، فإن تأثيرها على الناتج والنشاط الاقتصادي يكون أكبر من تأثير حالات العجز في ظل نظم التعويم. وعلى جانب الفائض، ترتبط هذه النظم بفوائض عالية ومستمرة بدرجة كبيرة، ويمكنها إذا كانت كافية في إجمالها، أن تؤثر على استقرار النظام النقدي الدولي بأكمله.