

اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

عبد العلي جبيلي فيتالي كرامارنكو



صندوق النقد الدولي

Choosing Exchange Regimes in the Middle East
and North Africa (Arabic)

اختيار نظم الصرف
في الشرق الأوسط
وشمال إفريقيا

عبد العلي جبيلي فيتالي كرامارنكو

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٣

تصميم الغلاف: لويزا منجيفار - مك دونالد
إنتاج: قسم خدمات الوسائط المتعددة بصندوق النقد الدولي

صورة الغلاف: عملات مصر والمغرب ولبنان
وجمهورية إيران الإسلامية والأردن
مايكل سبيلوترو و يوجين سالازار/صندوق النقد الدولي

ورد مقال أكثر إيجازاً حول هذا الموضوع في عدد مارس ٢٠٠٣
من مجلة التمويل والتنمية التي يصدرها صندوق النقد الدولي

ISBN 1-58906-238-8

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي
يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, U.S.A.
هاتف: (202) 623-7430 فاكس: (202) 623-7201

بريد إلكتروني: publications@imf.org

إنترنت: <http://www.imf.org>

دارت

في الآونة الأخيرة مناقشات حول نظم سعر الصرف في عدد من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA)، لا سيما في أعقاب الأزمة الآسيوية. وقد أحرز عدد من هذه البلدان تقدما في تحرير التجارة وتحقيق الانفتاح في النظم المالية واعتماد أدوات للسياسة النقدية تقوم على آلية السوق. وتتراوح نظم سعر الصرف في المنطقة حاليا بين الربط المحكم (جيبوتي) وأشكال التعويم المختلفة (إيران ومصر واليمن). وإن كانت نظم الربط هي السائدة (راجع الجدول ١). وقد اتفقت البلدان الستة الأعضاء في مجلس التعاون الخليجي (البحرين والكويت وعمان وقطر والمملكة العربية السعودية والإمارات العربية المتحدة) على إنشاء اتحاد نقدي بحلول عام ٢٠١٠ مع استخدام عملة موحدة يتم ربطها بالدولار الأمريكي.

ويستعرض هذا الكتيب نظم سعر الصرف المطبقة في بلدان الأسواق الصاعدة الخمسة بالمنطقة - وهي مصر والأردن ولبنان والمغرب وتونس - وبلد مصدر للنفط، هو إيران، لمعرفة ما إذا كان ينبغي لها النظر في اعتماد ترتيبات أكثر مرونة مع زيادة انفتاح اقتصاداتها على التجارة وتدفقات رؤوس الأموال. وفي الواقع، هناك بلدان اعتمدا مؤخرا ترتيبات لسعر الصرف المرن، وهما مصر وإيران، ولكن تجربتهما لا تزال حديثة العهد بحيث يتعذر معها الخروج بنتائج ذات دلالة. ويسلط هذا الكتيب الضوء على المعايير التي تحكم اختيار نظام سعر الصرف، ويعرض تقييما لنظم الصرف القائمة في كل بلد على حدة، ويستكشف الخيارات المتاحة في المستقبل استنادا إلى تحليل استشرافي لآفاق الإصلاح في كل بلد، كما يطرح قضية استخدام ركيزة اسمية

الجدول ١ – الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: نظم الصرف وركائز السياسة النقدية (في إبريل ٢٠٠٣)

إطار السياسة النقدية		نظام سعر الصرف	
أخرى	برنامج مدعم بموارد الصندوق أو برنامج آخر	هدف المجالات النقدية	ركيزة سعر الصرف
			جيبوتي
			مقابل عملة واحدة
			مقابل مجموعة عملات
			ليبيا المغرب
			البحرين الكويت الأردن ^١ لبنان ^٢ عمان قطر المملكة العربية السعودية ^٣ الجمهورية العربية السورية الإمارات العربية المتحدة
		السودان ^٢	أسعار صرف مربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية
		تونس	نظم للربط المتحرك
	باكستان	مصر ^٣ إيران	التعويم المتحرك بدون مسار معلن سلفاً لسعر الصرف
أفغانستان الجزائر ^٤ العراق موريتانيا ^٥		اليمن	التعويم المستقل
الصومال ^٥			

المصدر: صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٣.

^١ يطبق البلد برنامجاً مدعماً بموارد الصندوق أو برنامج آخر.

^٢ يطبق البلد نظاماً بحكم الواقع يختلف عن النظام المعتمد رسمياً.

^٣ يطبق البلد نظاماً لسعر الصرف تغطي أكثر من سوق واحد. أما النظام المشار إليه هنا فهو النظام المطبق في السوق الرئيسية.

^٤ لا توجد ركيزة اسمية معلنة صراحة، ولكن البلد يتابع مؤشرات متنوعة في إدارته للسياسة النقدية.

^٥ لا تتوفر معلومات كافية عن البلد لأغراض التصنيف.

في البلدان التي تعتمد أسعار صرف معومة، ثم ينظر في المزايا والعيوب التي تنطوي عليها المجملات النقدية واستراتيجية تحديد أهداف التضخم كركيزتين للسياسة النقدية.

ويتناول هذا الكتيب تحرك مصر وإيران مؤخرا نحو نظم أكثر مرونة لسعر الصرف، ويناقش الخطوات اللازمة لضمان نجاح هاتين التجربتين. وبالنسبة للبلدان الأخرى، يعتبر الاختيار الصحيح أقل وضوحا وأطول أجلا بطبيعته. وفي كلا الحالتين، يثير التحول إلى نظام صرف أكثر مرونة تساؤلا حول الشروط التي يتعين للبلدان تحقيقها إذا ما وقع اختيارها على مثل هذا النظام، بما في ذلك التغييرات اللازمة في الإطار المعتمد لسياستها النقدية.

كيف تختار البلدان نظم الصرف؟

بدأ الاهتمام بالدراسات التجريبية والنظرية المعنية باختيار نظام سعر الصرف في البلدان النامية في أعقاب أزمات العملة في المكسيك (١٩٩٤) وجنوب شرق آسيا (١٩٩٧) وروسيا (١٩٩٨) والبرازيل (١٩٩٩). وقد ركز النقاش في الأساس على إمكانية استمرار نظم الربط الثابت التقليدية - ما يسمى بالربط المرن (راجع الإطار ١) - في مواجهة حرية تحركات رؤوس الأموال وغيرها من الصدمات. وبعد وقوع هذه الأزمات مباشرة، نشأ توافق متزايد في الآراء لدى الاقتصادات النامية التي كان اندماجها وثيقا في النظام التجاري والمالي الدولي حول الحاجة إما إلى التعويم أو الانتقال إلى الربط المحكم. وفي تاريخ أقرب، قلّ الاهتمام بترتيبات الربط المحكم من جراء الأزمة الأرجنتينية. ومن ثم، أصبح الرأي السائد حاليا هو أن زيادة المرونة في إدارة سعر الصرف من شأنها المساعدة على التصدي للصدمات الخارجية، والحد من مخاطر الأزمات المصرفية، والإسهام في تحقيق الاستقرار المالي.

وتتيح ذخيرة الدراسات النظرية المتوفرة كثيرا من الإرشاد حول كيفية اختيار نظام سعر الصرف. والمعيار الأساسي لاختيار النظام هو تخفيض تكلفة الناتج (مقيسة بإجمالي الناتج المحلي) للتكيف مع الصدمات الخارجية. ولذلك، فإن طبيعة وحجم الصدمات المرجح أن يتعرض لها الاقتصاد، فضلا على الخصائص الهيكلية التي يتميز بها أسواق السلع والعمل والسوق المالية فيه، تمثل اعتبارات مهمة في اختيار نظام سعر الصرف.

الإطار ١- تصنيف نظم الصرف في البلدان الأعضاء في صندوق النقد الدولي اعتباراً من ٣٠ إبريل ٢٠٠٣

نظم الربط المحكم أو عدم وجود عملة قانونية (٤٨ بلداً أو ٢٦٪):

عدم وجود عملة قانونية منفصلة (٤١ بلداً)

تستخدم إحدى العملات الأجنبية كعملة قانونية.

مجالس العملة (٧ بلدان)

ينص القانون على سعر صرف ثابت وتتم تغطية أموال البنك المركزي (التي تسمى أيضاً بالعملة النقدية) تغطية كاملة بالأصول الأجنبية. ولا يصدر البنك المركزي العملة المحلية إلا مقابل مشتريات العملة الأجنبية. ويحظر إقراض الحكومة من البنك المركزي وعادة ما يقتصر مقدار الدعم المقدم للبنوك التجارية في الأزمات على الزائد من الأصول الأجنبية المستخدمة لتغطية أموال البنك المركزي.

النظم الوسيطة (٩٨ بلداً أو ٥٤٪):

ترتيبات تقليدية أخرى للربط الثابت (٤٢ بلداً)

يحافظ البنك المركزي على سعر صرف ثابت عن طريق التدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بنظم الربط الثابت عبر البلدان. وغالبا ما يطلق على هذه الترتيبات اسم نظم الربط المرنة.

أسعار الصرف المربوطة في حدود نطاقات تقلب أفقية (٥ بلدان)

يحافظ البنك المركزي على سعر الصرف ضمن نطاق تقلب معن سلفاً من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بنطاقات التقلب عبر البلدان.

ويميز الاقتصاديون بين الصدمات الحقيقية (الناشئة على الجانب الحقيقي في الاقتصاد) والصدمات الاسمية (الناشئة عن النظام النقدي والمالي المحلي). وتتضمن الصدمات الحقيقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التغيرات في معدلات التبادل التجاري (الفرق بين الزيادة في أسعار الصادرات وأسعار الواردات)، والتباينات في الطلب الخارجي على صادرات السلع والخدمات (لا سيما السياحة في كثير من البلدان)، والتغيرات في نمو الإنتاجية مقارنة بالشركاء التجاريين، وأثار الأحوال الجوية على الناتج الزراعي، وتأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الداخلة على جانب العرض في الاقتصاد، وتداعيات تحويلات العمالة من الخارج على الطلب المحلي. وتنشأ الصدمات الاسمية في الأساس عن عدم استقرار الطلب على النقود، والذي يظهر على هيئة

الإطار ١ (تتمة)

نظم الربط المتحرك (٥ بلدان)

يعلن البنك المركزي سلفاً معدلاً دورياً لخفض سعر الصرف في شكل رقم ثابت أو دالة للتضخم، ويدعم مسار سعر الصرف المعلن سلفاً بالتدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بهذه السياسة عبر البلدان.

أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب متحركة (٥ بلدان)

يعلن البنك المركزي سلفاً معدلاً دورياً لخفض سعر الصرف المركزي في شكل رقم ثابت أو دالة للتضخم، ويحافظ على سعر الصرف الفعلي ضمن نطاقات تقلب معلنة سلفاً تدور حول السعر المركزي من خلال التدخل في سوق النقد الأجنبي وتحديد أسعار الفائدة على تسهيلات. وتتباين درجة الالتزام الرسمي بهذه السياسة عبر البلدان.

التعويم الموجه بدون مسار معلن سلفاً لسعر الصرف (٤٦ بلداً)

لا يلتزم البنك المركزي بأي هدف لسعر الصرف، ولكنة يمهّد تأثير تذبذبات سعر الصرف من خلال التدخل في سوق الصرف الأجنبي وتحديد سعر الفائدة على تسهيلات. وتقوم بعض البنوك المركزية بتوجيه سعر الصرف لحماية القدرة التنافسية على المدى المتوسط.

التعويم المستقل (٣٦ بلداً أو ٢٠٪):

يتمتع البنك المركزي عن التدخل في سوق الصرف الأجنبي ويحدد أهدافاً لسياسته النقدية استناداً إلى اعتبارات محلية.

تغيرات في مدى إقبال الوكلاء الاقتصاديين على حيازة العملة المحلية في ضوء الابتكارات المستحدثة في الأدوات المالية أو التذبذبات في مستوى الثقة.

وتتعرض البلدان الستة للصدمات الحقيقية بدرجات متفاوتة، مع كون مصر وإيران والمغرب الأكثر تعرضاً لصدمات معدلات التبادل التجاري (راجع الجدول ٢). كذلك نجد أن البلدان موضوع الدراسة معرضة أيضاً للاضطرابات الجغرافية-السياسية الإقليمية، والتي يصعب استشرفها أو قياسها. وفضلاً على ذلك، فإن مصر ولبنان والأردن، ثم إيران في تاريخ أقرب، أصبحت تعتمد على تدفقات رؤوس الأموال، كما يمكن أن تتولد صدمات عن التغيرات التي تشهدها تحويلات العمالة في حالتي الأردن والمغرب.

وبالنسبة للصدمات الاسمية، يشير تحليل سرعة دوران النقود - مُعرّفة بأنها نسبة الرصيد النقدي في نهاية الفترة إلى إجمالي الناتج المحلي - إلى أن دوال

الجدول ٢- بلدان مختارة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: المؤشرات الاقتصادية في عام ٢٠٠١

البلد	إجمالي الناتج المحلي الاسمي (بملايين الدولارات)	إجمالي الناتج المحلي الاسمي (للفرد، بالدولار)	التذبذبات في معدلات التبادل التجاري ^١	التذبذبات في الطلب على النقود ^٢	الجمود في سوق العمل ^٣	الاحتياطيات الدولية (بأشهر الواردات) ^٤	التجارة الكلية (% من إجمالي الناتج المحلي)	تصنيف نظم الصرف حسب الإحصاءات المالية الدولية (في إبريل ٢٠٠٣)
مصر	٩٦,٢٥٦	١,٤١٨	٩,٧	٤,٣	٠,٣٩	٧,١	١٧,٥	التعويم الموجه بدون مسار معن سلفاً لسعر الصرف ^٥
إيران	٨٣,٦٤٠	١,٢٨٧	١٣,٣	١٤,٢	...	٩,٧	٣٦,٦	التعويم الموجه بدون مسار معن سلفاً لسعر الصرف
الأردن	٨,٨٢٨	١,٦٩٨	٥,٤	٨,٣	٠,١١	٦,١	٨٠,٩	ترتيب للربط الثابت مقابل عملة واحدة
لبنان	١٦,٦٦٠	٤,٦٨٠	...	٤,١	...	٨,١	٤٩,٠	ترتيب للربط الثابت مقابل عملة واحدة
المغرب	٣٣,٨٧٦	١,١٦١	٩,١	٧,٧	٠,٢٤	٨,٣	٥٣,٧	ترتيب للربط الثابت مقابل مجموعة عملات
تونس	٢٠,٠٠٣	٢,٠٦٩	٢,٠	٥,٧	٠,٣٩	٢,٣	٨٠,٦	نظام الربط المتحرك

المصادر: السلطات الوطنية؛ وصندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية (IFS)؛ والبنك الدولي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

^١ معرفة بأنها الانحراف المعياري في مؤشر معدلات التبادل التجاري للفترة ١٩٩٦-٢٠٠٣، %.

^٢ معرفة بأنها الانحراف المعياري في الفروق بين سرعة الدوران الاتجاهية التقديرية والسرعة الفعلية لدوران النقود في الدخل للفترة ١٩٩١-٢٠٠١، %.

^٣ مؤشر الجمود في سوق العمل هو متوسط للفترة ١٩٧٠-١٩٩٩. وكلما ارتفع المؤشر كان الجمود أشد في سوق العمل. ويبلغ المؤشر ٠,٠٧ بالنسبة لمنطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة التابعة لجمهورية الصين الشعبية.

^٤ الاحتياطيات الدولية بأشهر واردات السلع والخدمات.

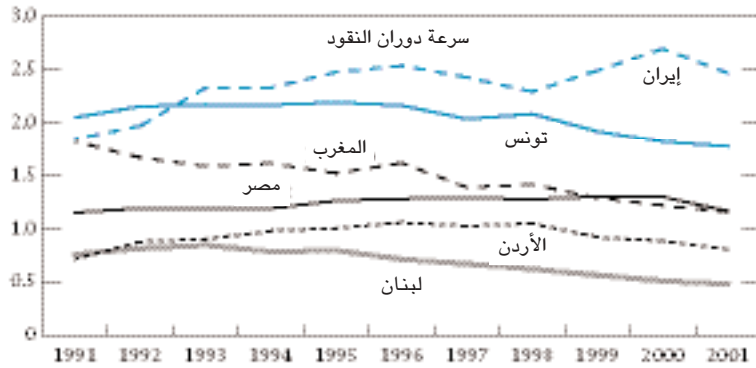
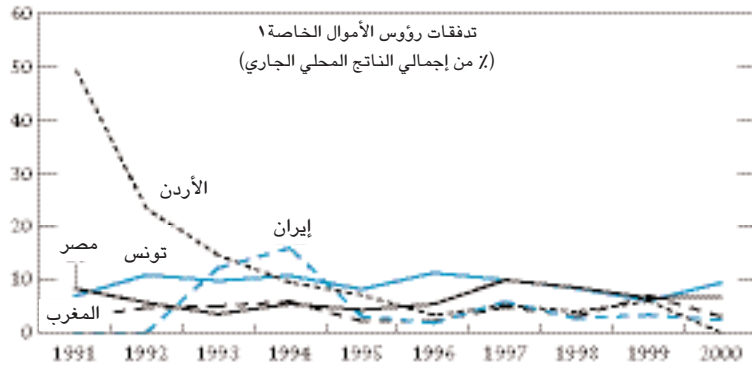
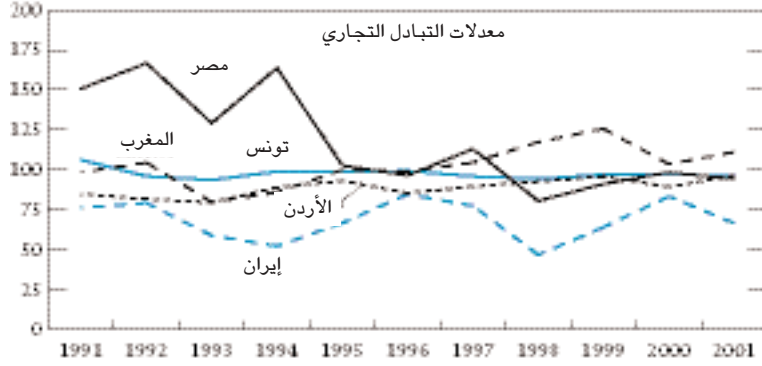
^٥ يطبق البلد ترتيبات لسعر الصرف تغطي أكثر من سوق واحد. أما الترتيب المشار إليه هنا فهو المطبق في السوق الرئيسية.

الطلب على النقود تتبع مسارا ممهدا (راجع الشكل البياني ١ والجدول ٢) في مصر ولبنان والمغرب وتونس، بينما يتعرض الطلب على النقود لصددمات اسمية كبيرة نسبيا في إيران والأردن.

وفي ظل ثبات أسعار الصرف ومرونة الأجور والأسعار، يمكن للاقتصاد أن يتكيف مع الصدمات الحقيقية والاسمية، وكذلك مع أي توليفة منهما، بدون تكلفة كبيرة من حيث الناتج. فحين تتكيف الأسعار والأجور مع مستويات التوازن السوقية الجديدة، تنتفي الحاجة إلى تحرك سعر الصرف لتعديل الأسعار النسبية. وعادة ما يشار إلى منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة التابعة للصين باعتبارها نموذجا يحتذى للبلدان التي تطبق نظم الربط الثابت نظرا لمرونة سوقي العمل والسلع فيها. غير أن إمكانية استمرار الربط الثابت يجب ألا تعتبر أمرا مسلما به، حتى إذا كان الاقتصاد يتسم بدرجة المرونة المطلوبة. فنظم الربط المحكم وحدها، والتي كثيرا ما تتخذ شكل مجالس العملة، هي التي تستطيع مقاومة الصدمات الخارجية الحقيقية والاسمية حين يدعمها انضباط المالية العامة وبعض حرية التصرف والحركة على صعيد السياسة النقدية. وفي مقابل مجالس العملة، يظل الحفاظ على قدر من حرية التصرف والحركة في السياسة النقدية أمرا ممكنا في ظل نظم الربط الثابت التقليدية مع فرض ضوابط على رأس المال في المدى القصير، ولكن نظم الربط تلك تكون معرضة للأزمات، لا سيما إذا لم يدعمها انضباط المالية العامة.

ويندر في البلدان النامية أن تكون الأسعار والأجور على درجة كبيرة من المرونة، ولا تستثنى من هذه القاعدة منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. فالبلدان الستة التي يغطيها هذا التحليل تفرض ضوابط سعرية متباينة في شدتها، مما يسهم في جمود الأسعار. وفضلا على ذلك، توضح مؤشرات سوق العمل أن السوق مشوبة ببعض جوانب الجمود في حالة مصر والمغرب وتونس (الجدول ٢)، كما تشير القرائن الوقائية إلى اتصاف سوق العمل ببعض الجمود أيضا في حالة إيران ولبنان. أما الأردن فيبدو سوق العمل فيه مرنا إلى حد ما، وإن كان بدرجة أقل من منطقة هونغ كونغ الإدارية الخاصة التابعة للصين. ولهذه الأسباب، سوف نركز على آليات التكيف مع الصدمات في ظل جمود الأجور والأسعار بالنسبة لثلاث حالات محددة تتعرض فيها البلدان لما يلي: (١) صدمات حقيقية، (٢) صدمات اسمية، (٣) توليفة من النوعين.

الشكل البياني ١- بلدان مختارة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: المؤشرات الاقتصادية، ١٩٩١-٢٠٠١



المصادر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية (IFS)، والبنك الدولي؛ وتقدير آفاق الاقتصاد العالمي؛ ومؤشرات التنمية العالمية وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
١ البيانات غير متوفرة عن لبنان. آخر مشاهدة بالنسبة للأردن في ١٩٩٩، وأول مشاهدة بالنسبة لإيران في ١٩٩٣.

ويمكن للبلدان التي تتسم بجمود الأجور والأسعار أن تستفيد من مرونة سعر الصرف عند تعرضها لصددمات حقيقية. ففي مواجهة الصدمات الحقيقية السالبة، يساعد تخفيض سعر الصرف على خفض الأجور الحقيقية وضمان تحوّل الإنفاق من السلع الأجنبية الأعلى تكلفة إلى السلع المحلية الرخيصة نسبيا، ومن ثم الحفاظ على الناتج وتوظيف العمالة. ومن العوامل الرئيسية لنجاح تنفيذ أي نظام لسعر الصرف الموعوم استخدام ركائز اسمية معقولة - كأحد المجمات النقدية أو تحديد أهداف التضخم - وعدم هيمنة مقتضيات المالية العامة على السياسة النقدية. وتوضح التجربة أن سعر الصرف الموعوم يمكن أن يتحول بسهولة إلى سعر صرف "متهاو" ما لم يكن هناك إطار للسياسة النقدية يتسق مع استقرار الأسعار، لا سيما في ظل حرية الحساب الرأسمالي.

أما البلدان التي تمر بصددمات اسمية فتكون أفضل حالا إذا كانت تطبق نظاما لسعر الصرف الثابت. ذلك أن الصدمات الاسمية التي يتعرض لها الطلب على النقود يتم امتصاصها من خلال عمليات شراء وبيع النقد الأجنبي التي يجريها البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي، مما يؤثر تأثيرا مباشرا على حجم أموال البنك المركزي المتداولة ويحافظ على ثبات سعر الصرف. وفي ظل آلية التكيف تلك، تنتفي الحاجة إلى أي حركات في الأجور أو الأسعار المحلية لامتصاص الصدمة، إذا ما افترضنا تساوي العوامل الأخرى.

وعندما تجتمع الصدمات الحقيقية مع الصدمات الاسمية، تزداد الحاجة إلى مرونة سعر صرف كلما كانت الصدمات الحقيقية أشد من الاسمية. وهنا يؤيد كثير من الاقتصاديين وجود نوع من أنواع إدارة سعر الصرف يتم في ظله تطبيق قاعدة ذات مصداقية للسياسة النقدية. وهناك مبررات تسوغ استخدام النظم الوسيطة أيضا على أساس أن البلدان النامية يمكن أن تجد صعوبة في اعتماد ركائز للسياسة غير سعر الصرف، وأن التقلب المفرط لسعر الصرف يترك تأثيرا سلبيا على الاستثمار والنمو، وأن الاقتصادات الخاضعة للدولرة لا تتحمل تخفيضات سعر الصرف الكبيرة نظرا لآثارها السلبية على خصوم قطاع الشركات وقطاع الأسر والحكومة.

وتشير الأدلة التجريبية إلى أن البلدان النامية لا تطبق في الغالب نظم التعويم الحر لسعر الصرف، حتى إذا كان النظام يوصف على هذا النحو. وكثير من نظم سعر الصرف المعلنة رسمياً على أنها نظم تعويم تكون في الواقع نظماً وسيطة. وفي التصنيف الواقعي الصادر عن صندوق النقد الدولي، نجد أن ٢٠٪ فقط من البلدان الأعضاء تطبق نظم التعويم الحر (راجع الإطار ١). وليس هذا بالغريب، لأن معظم البلدان النامية تواجه صدمات حقيقية واسمية في آن واحد. وتبدو النظم المطبقة في بلدان الاقتصادات الصاعدة أقرب إلى "التعويم باستخدام طوق النجاة".

فما الذي يحدث عندما يختار بلد ما نظاماً لسعر الصرف ليس هو الأمثل أو عندما يتبع سياسات غير داعمة لنظام الصرف المختار؟ على المدى القصير، يمكن أن تزداد فروق أسعار الفائدة مقارنة بعملات أهم البلدان الشريكة ويبدأ البنك المركزي في خسارة احتياطات النقد الأجنبي، بينما يمكن أن تنشأ مشكلات أخرى إضافية على المدى المتوسط. وعادة ما يكون بطء نمو الناتج والصادرات، وخاصة في حالة الارتفاع الكبير لسعر الصرف الفعلي الحقيقي، بمثابة إشارة على وجود مشكلات في نظام الصرف. وكثيراً ما تتصل هذه المشكلات بعدم الاتساق بين سياسة سعر الصرف وغيرها من السياسات المساندة و/أو عدم قدرة الاقتصاد على التكيف مع مستوى معين من الصدمات الخارجية. ومع تفاقم الاختلالات الاقتصادية الكلية، تحتاج السلطات إلى تعديل سياساتها، أو إلى تغيير نظام سعر الصرف في خضم الأزمة المالية غالباً.

النظم الحالية

حسب التصنيف الوارد في الإطار "١"، تطبق جميع البلدان محل الدراسة نظاماً وسيطاً لسعر الصرف. وعلى وجه التحديد، تطبق الأردن ولبنان والمغرب نظاماً تقليدياً للربط الثابت، وتطبق تونس نظاماً للربط المتحرك، بينما تطبق مصر وإيران نظاماً للتعويم الموجه.

وقد ربطت مصر عملتها بالدولار الأمريكي في عام ١٩٩١ ولكنها عدلت عن نظام الربط الثابت في منتصف عام ٢٠٠٠ عقب تدهور الحسابات الخارجية. وجاء هذا التدهور نتيجة لخروج تدفقات رؤوس الأموال بعد الأزمة

الآسيوية في الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨، وانخفاض الدخل السياحي في عام ١٩٩٨ لأسباب تتعلق بأعمال الإرهاب، والمغالاة في تقييم العملة بسبب قوة الدولار الأمريكي مقابل العملات الأخرى في أواخر التسعينات. وكان رد فعل السلطات الأولي إزاء ضغوط سوق الصرف أن بادرت بالتدخل وتشديد سياسات الائتمان، ولكن تباطؤ النمو الاقتصادي حملها إلى تعديل سعر الصرف فسمح لسعر العملة بالانخفاض اعتباراً من منتصف عام ٢٠٠٠. وبعد فترة من التعويم الموجه، اعتمد في يناير ٢٠٠١ نطاق لسعر الصرف القابل للتعديل كان يقتضي استبدال العملة بأسعار لا تخرج عن نطاق معين. وخلال السنتين التاليتين، تم تضيق هذا النطاق في خمس مناسبات، ثم توسيعه مرتين، مما أدى إلى انخفاض تراكمي في سعر الصرف بواقع ٢٧ تقريباً (مقيساً بالعملة الأجنبية) مقارنة بالسعر المربوط مقابل الدولار الأمريكي في التسعينات. غير أن هذا لم يكن كافياً لاستعادة التوازن الخارجي، وأدى نقص العملة الأجنبية في السوق الرسمية إلى ظهور سعر صرف أكثر انخفاضاً في السوق الموازية. وإزاء هذه الشواغل المتعلقة بعدم مرونة نظام الصرف النطاقي، تم تعويم سعر الصرف اعتباراً من نهاية يناير ٢٠٠٣. وارتبط هذا الإجراء بمزيد من الانخفاض في قيمة العملة، مما زاد من الانخفاض التراكمي لسعر الصرف الاسمي إلى أكثر من ٤٠ (بالعملة الأجنبية). وبدءاً من منتصف ٢٠٠٣، لم يتحرك سعر الصرف المصرفي المعلن إلى مستوى التوازن السوقي. ونظراً لاستمرار نقص المعروض من العملة الأجنبية، أعادت السلطات تطبيق شروط تسليم حسيلة الصادرات من النقد الأجنبي وشدت السياسة النقدية، مما أدى إلى انخفاض ملحوظ في الفارق بين سعر الصرف لدى مكاتب الصرافة ولدى البنوك.

وقد اعتمدت إيران نظام التعويم الموجه باستخدام أحد المجمعات النقدية ليكون الركيزة الاسمية بحكم الواقع عقب توحيد أسعار الصرف المتعددة الرسمية في مارس ٢٠٠٢. ويعتمد البنك المركزي في إدارته لنظام التعويم الموجه على التدخل في سوق الصرف الأجنبي، نظراً لعدم وجود أسواق نقد في إيران وخضوع معدلات العائد المالية (المعادلة لأسعار الفائدة) للرقابة الإدارية. ويبدو أن الإيرادات النفطية هي التي تدفع التذبذبات في سعر الصرف الفعلي الحقيقي للريال الإيراني (ينبغي الحذر في تفسير حسابات سعر الصرف الفعلي الحقيقي في ظل كثرة الضوابط السعرية). وقد أنشئ مؤخراً صندوق لتثبيت الإيرادات النفطية لمساعدة الحكومة على تمهيد أثر التذبذبات في أسعار

النفط. ويبدو اختيار نظام التعويم الموجه ملائماً في حالة إيران، نظراً لتعرضها لصدمات معدلات التبادل التجاري، والجمود في سوق العمل، والإصلاحات التجارية الجارية، وخطط التحرير التدريجي للأسعار، والتدفقات الرأس مالية الكبيرة المحتملة.

وفي الأردن، وهو اقتصاد مفتوح صغير، يطبق الربط الثابت التقليدي بالدولار الأمريكي منذ عام ١٩٩٦. وقد ساعدت ركيزة سعر الصرف البلاد على تخفيض معدل التضخم وتحمل الصدمات الاسمية للطلب على النقود، ولكنها جعلتها عرضة لصدمات معدلات التبادل التجاري وغيرها من الصدمات الحقيقية. ويعتمد الاقتصاد الأردني على أسعار الصادرات المعدنية وتحويلات الأردنيين العاملين في بلدان مجلس التعاون الخليجي. ومع ذلك فقد احتفظ الاقتصاد بقدرته التنافسية رغم الارتفاع الكبير في سعر الدولار الأمريكي حتى أواخر عام ٢٠٠٢ وتدهور معدلات التبادل التجاري في الأعوام القليلة الماضية. ومن أسباب ذلك المرونة النسبية لأسواق العمل الأردنية، والإصلاحات الهيكلية، واتفاقية التجارة الحرة مع الولايات المتحدة الأمريكية، واتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي، وهامش الحماية الذي وفرته المنح النفطية العينية من العراق. وبالرغم من أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الداخلة ليست كبيرة، فإن البنوك التجارية تعمل على تكوين أصول أجنبية خلال فترات عدم الاستقرار لموازنة تفضيل المقيمين المتزايد لحياسة العملة الأجنبية. وتتم معالجة الضغوط على الدينار من خلال الجمع بين تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي وتعديلات أسعار الفائدة. وقد أدى تراكم الاحتياطات الرسمية الإجمالية حتى بلغت ما يعادل ثمانية شهور من الواردات تقريبا مع نهاية عام ٢٠٠٢ إلى الحد من تعرض الأردن للصدمات، بينما أدى تصحيح أوضاع المالية العامة الذي خفض نسب الدين العام إلى تحسين مستوى المصادقية وإفساح المجال لسياسة المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية.

ولبنان هو أيضا اقتصاد صغير مفتوح يطبق نظاما تقليديا للربط الثابت بالدولار الأمريكي، كما يتسم بمستوى مرتفع من الدولار. وبالرغم من سرعة نجاح لبنان في مكافحة التضخم خلال التسعينات، فإن اقتصاده محاصر بالمشكلات الهيكلية بما في ذلك الجمود في سوق العمل، كما يعاني

من فقدان القدرة التنافسية والتعرض المتزايد لتقلب التدفقات والتحويلات الرأسمالية. وقد أدى انخفاض سعر الدولار الأمريكي مؤخرا إلى تراجع الضغوط التنافسية إلى حد ما، ولكن سعر الجنيه لا يزال أعلى بنسبة ٣٨٪ بالقيمة الفعلية الحقيقية مما كان عليه في منتصف التسعينات حين بدأ تطبيق الربط. فضلا على ذلك، أدت عجوزات المالية العامة الهيكلية الكبيرة الناجمة عن جهود إعادة الإعمار بعد الحرب الأهلية إلى تراكم الدين العام بمقادير ضخمة (١٧٨٪ من إجمالي الناتج المحلي بحلول عام ٢٠٠٢)، مما جعل النظام المالي أكثر تعرضا لأي تعديل ملموس في سعر الصرف الاسمي. وفي أواخر التسعينات وأوائل عام ٢٠٠٠، اضطر لبنان إلى رفع أسعار الفائدة المرتفعة في الأصل لحماية سعر الصرف المربوط في فترات تباطؤ النمو. وخلال عام ٢٠٠٢، كان التدخل في سوق النقد الأجنبي هو الأداة المفضلة للدفاع عن الجنيه. وفي تاريخ أقرب، تعززت ثقة الأسواق بعد الاجتماع الثاني الذي عقد في باريس في نوفمبر ٢٠٠٢ لتعبئة المساعدات المالية الدولية للبنان (مؤتمر باريس ٢) والتدابير الجارية لتصحيح أوضاع المالية العامة. ونتيجة لذلك، استؤنف نمو النقود بمعناها الأوسع (ن٣)، وقلت الدولار، وهبطت أسعار الفائدة بدرجة ملحوظة.

وفي المغرب، واصل سعر الدرهم المربوط بسلة عملات ارتفاعه لفترة طويلة بالقيمتين الاسمية والحقيقية. كذلك فإن المغرب معرض لسوء الأحوال الجوية فضلا على تعرضه بدرجة ما لصدمات معدلات التبادل التجاري. وباستخدام قيود الحساب الرأسمالي (على تدفقات المقيمين إلى الخارج بصفة أساسية)، حافظ البنك المركزي المغربي على بعض الاستقلالية في إدارة السياسة النقدية. ونظرا للحرص الذي تميزت به إدارة السياسة النقدية بشكل عام، تقاربت معدلات التضخم في مؤشر أسعار المستهلكين مع مثيلاتها في البلدان المتقدمة. غير أن سعر الدرهم ارتفع بنسبة ٢١٪ تقريبا بالقيمة الفعلية الحقيقية خلال الفترة من يناير ١٩٩١ إلى مارس ٢٠٠١، فيما يرجع إلى الثقل الكبير للدولار الأمريكي في سلة العملات المستخدمة وجمود الأجور والأسعار الاسمية في اتجاه الانخفاض. ولهذا السبب، إلى جانب تزايد الاندماج بين المغرب والاتحاد الأوروبي، لجأ البنك المركزي إلى تعديل تكوين سلة العملات في إبريل ٢٠٠١ لصالح اليورو، مما أحدث انخفاضا نسبيا محدودا في سعر الصرف الفعلي الاسمي. ورغم استقرار الاقتصاد الكلي الذي حققه المغرب في السنوات الأخيرة، كان النمو ضعيفا نسبيا، مما يعكس اعتماد البلاد على

الزراعة وبطء وتيرة الإصلاحات الهيكلية فيها. ومع عدم تحقيق مكاسب على جانب الإنتاجية، ربما يكون ارتفاع السعر الحقيقي للدرهم قد أدى أيضا إلى تباطؤ نمو الصادرات.

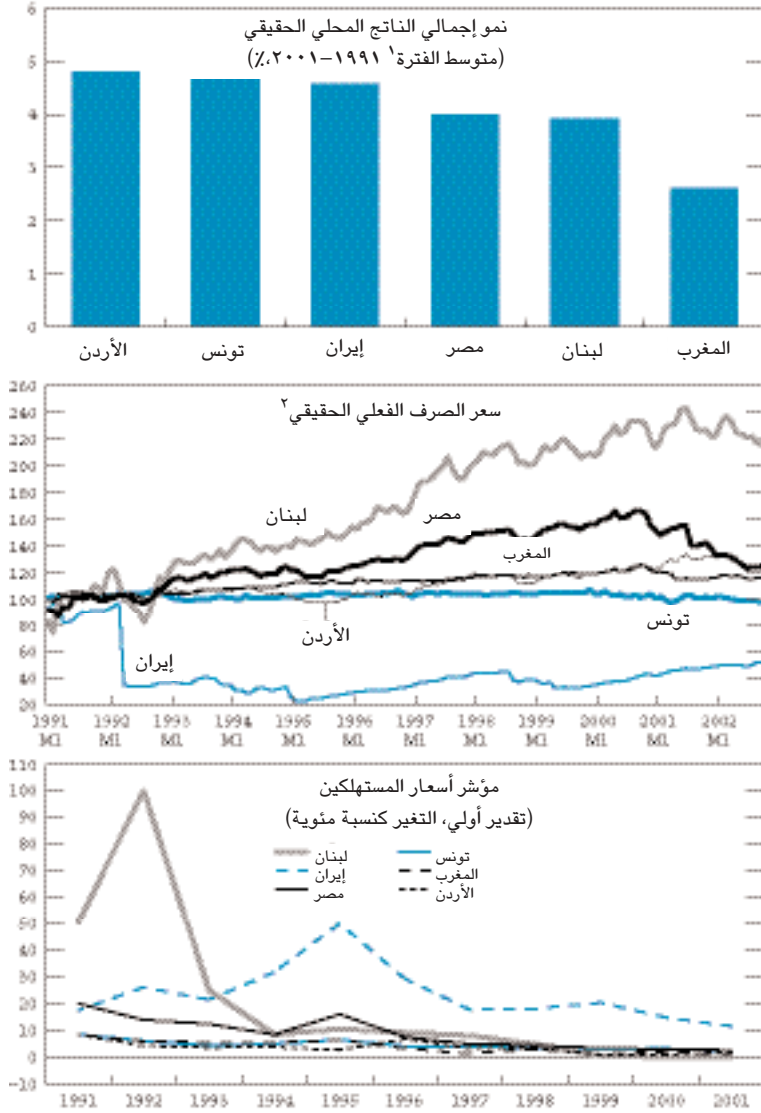
وتضع تونس هدفا لسعر الصرف الحقيقي يشبه نظام الربط المتحرك (راجع الإطار ١)، وهي سياسة أدت إلى نتائج متباينة خارج منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ولكن تونس حققت من خلالها معدلات تضخم منخفضة ونموا سريعا منذ منتصف التسعينات. ويمكن إرجاع ذلك في الأساس إلى الحرص المتوخى في سياسة المالية العامة والسياسة النقدية، مع الاعتماد المتزايد في السياسة النقدية على الأدوات غير المباشرة للرقابة النقدية. وقد تيسر تنفيذ سياسة الصرف التونسية نظرا لعدم تعرضها لصددمات في معدلات التبادل التجاري فضلا على ضوابط رأس المال المطبقة على غير المقيمين. وقد أصبحت السياحة موردا متزايدا الأهمية، بينما قل الاعتماد على الزراعة.

ومن الواضح أن نظم الصرف في البلدان الستة محل الدراسة حققت درجات متباينة من النجاح. ولم تخضع هذه النظم في الأردن والمغرب وتونس مؤخرا لأي ضغوط، مثلما يتبين من انخفاض أسعار الفائدة واستقرار أوضاع الاحتياطيات الرسمية الإجمالية فيها. وقد تباين حجم الصدمات الحقيقية في هذه البلدان، ولكن التصدي لها كان ميسورا نسبيا، كما كانت السياسات الاقتصادية الكلية متسقة عموما مع نظام الصرف المختار.

وعلى العكس من ذلك، تظهر الضغوط المتكررة في سوق النقد الأجنبي اللبنانية على هيئة ارتفاع في أسعار الصرف الحقيقية، وإن كانت آخذة في التناقص، وتراجع في الاحتياطيات الرسمية الإجمالية عن مستويات الذروة المسجلة في الشهور الثمانية عشر الماضية. ويتبين من ذلك أن التعرض للصددمات الخارجية الحقيقية (بما فيها معدلات التبادل التجاري والطلب الأجنبي وتدفقات رؤوس الأموال الداخلة المتقلبة) وعجوزات المالية العامة الهيكلية الكبيرة التي تمولها القروض المحلية والأجنبية الضخمة لا تتناسب مع نظام سعر الصرف المربوط المقترن بجمود الأجور والأسعار الاسمية في اتجاه الانخفاض.

وقد مرت مصر وإيران بتجربتين مختلفتين في الانتقال إلى نظام الصرف المرين. فقد بدأت إيران تغيير نظام الصرف وهي تتمتع بوضع قوي، مستفيدة في ذلك من ارتفاع أسعار النفط وتجدد جهود الإصلاح وتجربة بضع

الشكل البياني ٢- بلدان مختارة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: المؤشرات الاقتصادية، ١٩٩١-٢٠٠٢



المصادر: صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية (IFS)؛ وتقرير آفاق الاقتصاد العالمي؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.
^١ متوسط الفترة ١٩٩٢-٢٠٠١ بالنسبة للبنان.
^٢ سنة الأساس لسعر الصرف الفعلي الحقيقي هي ١٩٩٠ لكل البلدان، باستثناء لبنان (سنة الأساس ١٩٩١).
 المشاهدة الأخيرة في ديسمبر ٢٠٠٢.

سنوات مع سعر الصرف الذي يحدده السوق - في ظل ما يطلق عليه اسم بورصة طهران للأوراق المالية (Teheran Stock Exchange) والتي تعمل في ظل نظام لسعر الصرف المزدوج. وفضلا على ذلك، وقع اختيار إيران على نظام للتعويم الموجه مع إجراء معظم المعاملات من خلال السوق المنشأة حديثا للصرف المتداول بين البنوك. وقد تمكنت السلطات الإيرانية أيضا من تقليل آثار انخفاض سعر الصرف الرسمي على الأسعار، اعتمادا على الموارد التي تراكمت في صندوق تثبيت الإيرادات النفطية وكذلك على الإيرادات النفطية الكبيرة. وعقب توحيد سعر الصرف والانتقال إلى التعويم الموجه، ظل سعر الصرف المعلن في سوق التداول بين البنوك مستقرا نسبيا، مما ساعد على تعزيز ثقة دوائر الأعمال وتأمين التحول السلس إلى النظام الجديد.

وفي المقابل، تحولت مصر إلى مزيد من المرونة في سعر الصرف منذ عام ٢٠٠٠ تحت ضغوط السوق وفي ظل سلسلة من الصدمات الخارجية السالبة. ونتيجة لذلك، كان انخفاض سعر العملة كبيرا، رغم بطء التعديل الذي طرأ على سعر الصرف الرسمي مقارنة بما كان متوقعا في ظروف السوق السائدة. وبينما أدى ذلك إلى احتواء أثر سعر الصرف على التضخم، فقد حال أيضا دون وصول سعر الصرف إلى مستوى التوازن السوقي. ومن ثم فإن مصداقية نظام سعر الصرف المرن لم تترسخ بعد بشكل كامل، ولا تزال سوق الصرف الموازية تعمل حتى الآن.

وبالرغم من نظم الصرف المختارة في البلدان الستة، سجلت خمسة منها (إيران هي الاستثناء) معدلات تضخم منخفضة، بينما تراوح متوسط النمو الحقيقي بين ٣٪ و ٥٪ خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠١ (راجع الشكل البياني ٢). ويعكس هذا الأداء الجيد على صعيد التضخم الاتجاه العام الهبوطي للتضخم العالمي خلال الجانب الأكبر من التسعينات وتأثير سياسات إدارة الطلب الحكيمة المتبعة، وكذلك استمرار تطبيق الضوابط السعرية بدرجات مختلفة.

أما مشهد النمو فهو متباين إلى حد ما، نظرا لتعرض الزراعة لتذبذب الأحوال الجوية (المغرب)، وتقلب أسعار النفط (إيران)، وضعف التحسن في الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في البلدان الستة. وفضلا على ذلك، تأثر النمو سلبا بالصدمات الخارجية الدولية أو الإقليمية، بما فيها الانهيارات المتكررة لعملية السلام في الشرق الأوسط وأحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١. ويذهب البعض

إلى أن تكلفة التكيف مع هذه الصدمات كان يمكن أن تكون أقل في ظل نظام سعر الصرف المرن مقارنة بنظام الربط، مع افتراض تساوي العوامل الأخرى. وتعضد هذا الاستنتاج نتائج تحليل البيانات المجمعّة للبلدان الستة خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٠١، حين كانت كلها تطبق شكلا من أشكال الربط. ويشير هذا التحليل إلى أن فترات الارتفاع الشديد لسعر الصرف الفعلي الحقيقي ربما تكون قد أثرت سلبا على النمو. وليس هذا بالمستغرب، لأن تثبيت أسعار الصرف أو التشدد في إدارتها مع جمود أسواق السلع والعمل في معظم البلدان قد زاد من ارتفاع سعر الصرف الحقيقي، ومن ثم أعاق النمو. كذلك تشير الأبحاث التجريبية إلى أن الأسواق الصاعدة بشكل عام تحقق نموا أسرع كلما كانت أسعار الصرف فيها أكثر مرونة.

خيارات المستقبل

رغم أن التحول إلى ترتيب أكثر مرونة لسعر الصرف يبدو ملائما لكل من إيران ومصر، فإن التحدي القائم هو ضمان المستوى الملائم من المرونة. فكلما البلدين يحتاج إلى وضع إطار مؤسسي داعم للسياسة النقدية وسياسة المالية العامة. وتحتاج إيران إلى الحد من هيمنة مقتضيات المالية العامة على السياسة النقدية واستحداث أدوات قائمة على السوق لإدارة السيولة حتى يتسنى لها الحفاظ على نجاح سوق الصرف الأجنبي، بينما يتعين على مصر تعزيز أداء المالية العامة وإرساء سعر صرف يحقق التوازن السوقي. وعلى البلدين أيضا تعزيز نظمهما المالية من خلال الإصلاحات الهيكلية.

أما في البلدان الأخرى، فقد تنشأ الحاجة إلى إضفاء مزيد من المرونة على سعر الصرف في الأجل المتوسط أو الطويل، مع زيادة تنوع نشاطها الاقتصادي واندماجها في الاقتصاد العالمي. ويمكن أن يحتفظ لبنان بنظام الربط الثابت التقليدي على المدى القصير مع إجراء إصلاحات قوية في أوضاع المالية العامة تكملها إصلاحات هيكلية تستهدف تخفيض الدين العام وتعزيز القدرة التنافسية. وتهدف الاستراتيجية الاقتصادية التي اعتمدها السلطات لعام ٢٠٠٣ وللأجل المتوسط إلى تخفيض الدين الحكومي وتكاليف خدمته، وإسراع وتيرة النمو. وتتضمن الاستراتيجية مزيدا من التصحيح لأوضاع المالية العامة، وتنفيذ الخصخصة على نطاق واسع، واقتسام الأعباء مع

الجهاز المصرفي، والحصول على مساعدات مالية خارجية بشروط ميسرة. وتعتمد الحكومة استخدام إيرادات الخصخصة والتدفقات الداخلة المرتبطة بمؤتمر باريس "٢" لإطفاء ديونها الباهظة قصيرة الأجل. كذلك اتفقت الحكومة مع البنوك التجارية على خطة لتخفيض مدفوعات الفائدة خلال السنتين القادمتين، وبدأت تنفيذ هذه الخطة بالفعل. أما بالنسبة للمدى المتوسط، فليس من الواضح ما إذا كان يمكن مواصلة تصحيح أوضاع المالية العامة لمدة طويلة بدون التأثير على النمو، أو ما إذا كانت الإصلاحات الهيكلية سوف تكون بالعمق الكافي لاستعادة القدرة التنافسية في ظل نظام الربط الثابت التقليدي. وبينما يحول ارتفاع مستوى الدولار في الاقتصاد دون إجراء تصحيحات في سعر الصرف على المدى القريب، ينبغي عدم استبعاد تحقيق بعض المرونة في سعر الصرف مع الجهود المبذولة لتقوية النظام المالي والمالية العامة على المدى المتوسط.

وفيما يتعلق بالأردن والمغرب، يجب أن تؤخذ في الاعتبار عند اختيار سعر الصرف المناسب زيادة تدفقات رؤوس الأموال التي يمكن أن تكون متقلبة والتي قد تترتب على زيادة تحرير التجارة والحساب الرأسمالي وغيرها من الإصلاحات، والمصاعب التي قد تواجه نظمها المالية الوليدة في سياق الوساطة بشأن تدفقات رؤوس الأموال الداخلة الضخمة. وقد يواجه البنك المركزي في هذين البلدين صعوبة متزايدة في الحفاظ على نظام الربط الثابت التقليدي مع زيادة تحرير الحسابات الرأسمالية. كذلك ينبغي للبلدين النظر فيما قد يتعرض له اقتصادهما من صدمات خارجية حقيقية أخرى، كالصدمات الناشئة عن تغير معدلات التبادل التجاري وإصدارات الأوراق المالية. وتوضح تجربة اقتصادات الأسواق الصاعدة الأخرى أن زيادة مرونة ترتيبات سعر الصرف قد تكون أنسب لمساعدة تلك البلدان على التكيف مع زيادة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة والصدمات الخارجية. أما نظم الربط الثابت التقليدية أو نطاقات التقلب الضيقة فيمكن أن تنطوي على تكاليف اقتصادية باهظة، وخاصة إذا لم تعالج في الوقت المناسب جوانب الجمود في أسواق العمل والأجور الاسمية (كما في المغرب) وأوضاع المالية العامة الضعيفة نسبياً.

ويمكن أن تستفيد تونس من إلغاء استراتيجية وضع هدف لسعر الصرف الفعلي والانتقال بدلا من ذلك إلى إدارة سعر الصرف بقدر أكبر من

المرونة. فبالرغم من عدم تعرض تونس لصدمة خارجية كبيرة في الوقت الحالي، فإن تحرير التجارة والحساب الرأسمالي يمكن أن يؤدي إلى تضخيم حجم الصدمات ويستدعي درجة أكبر من المرونة في سعر الصرف ومزيداً من الاستقلالية في السياسة النقدية.

أما عن درجة المرونة المرغوبة والتوقيت الملائم للتحويل، فليس هناك منهج واحد يناسب الجميع. ومن العوامل الحاسمة في هذا الصدد مدى سرعة إدخال التحسينات على النظم المالية وتتابع خطواتها والتقدم في تصحيح أوضاع المالية العامة، وكذلك مدى أهمية الصدمات الحقيقية. وقد يتراوح نطاق مرونة سعر الصرف بين نظم التعويم الموجه توجيهها محدوداً والنظم الوسيطة الأقل مرونة. وربما يكون الأهم من ذلك هو حاجة تلك البلدان إلى بدء التحويل وهي في وضع مستقر نسبياً بغير الانتظار إلى أن تقع أزمة.

انعكاسات سياسة سعر الصرف على السياسة النقدية

يجب على البلدان التي تختار زيادة مرونة سعر الصرف أن تحدد لسياستها النقدية ركيزة اسمية لتثبيت توقعات التضخم. ومن بين البدائل الممكنة تحديد هدف لمعدل نمو أحد المجملات النقدية أو لمعدل التضخم. وربما يكون تحديد هدف لأحد المجملات النقدية كالاحتياطي النقدي أو النقود بمعناها الواسع أمراً مألوفاً أكثر من غيره بالنسبة لصانعي السياسات في البلدان النامية وينطوي على متطلبات أقل صرامة على مستوى المؤسسات والسياسة الاقتصادية. غير أن هذه الركيزة تقوم على افتراض ثبات العلاقة بين المعروض النقدي والتضخم، الأمر الذي قد لا يتحقق في كل الحالات.

وكما أشرنا آنفاً، إن سرعة دوران النقود على جانب الدخل في البلدان الستة محل الدراسة تسير في اتجاه هبوطي ثابت منذ عام ١٩٩١، إلا في إيران والأردن. ولكن الطلب على النقود قد يصبح أقل استقراراً في البلدان الأخرى عقب إصلاح القطاع المالي - بما في ذلك استخدام أدوات مالية جديدة - وزيادة انفتاح الحساب الرأسمالي. كذلك فإن مستويات الدين العام التي لا يمكن استمرارها - لا سيما في البلدان عالية الدولار - يمكن أن تنال من الثقة، مما يزيد من عدم استقرار الطلب على النقود. ويتعين أخذ هذه الاعتبارات في

الحسبان عند تصميم إطار لتحديد هدف المجلد النقدي. وقد بدأت مصر وإيران وتونس بالفعل في تحديد أهداف للمجملات النقدية.

والخيار الثاني لإدارة السياسة النقدية بموجب ترتيبات سعر الصرف المرن هو تحديد أهداف التضخم. وفي هذا الإطار، يلتزم البنك المركزي بهدف معين للتضخم خلال فترة محددة مع استخدام الأدوات الملائمة لتحقيقه. ويلتزم البنك المركزي أيضا بجعل أهداف السياسة الأخرى تالية لهدف التضخم من حيث ترتيب الأولويات وبالعمل على أساس قوي من المساءلة. ويقوم البنك المركزي بتعديل أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي يتقاضاها على تسهيلات استجابة للتطورات التي تطرأ على التضخم المتوقع، وفجوة الناتج (التي تعرف في العادة بأنها النسبة المئوية لانحراف إجمالي الناتج المحلي الفعلي عن إجمالي الناتج المحلي "المحتمل")، وأحد مقاييس سعر الصرف.

وبالرغم من أن التحول عن نظم الربط هو أحد الأسس المنطقية وراء استحداث استراتيجية تحديد أهداف التضخم، فإن سعر الصرف يظل في البداية عنصرا مهما لقاعدة تحديد سعر الفائدة التي يطبقها البنك المركزي في ظل هذه الاستراتيجية في الاقتصادات المنفتحة. والسبب في ذلك هو أن سعر الصرف يؤثر تأثيرا مباشرا على أسعار السلع التجارية (الصادرات والواردات) وعلى الناتج من خلال التغيرات في الأسعار النسبية للسلع التجارية وغير التجارية (الخدمات في العادة). ويمكن أيضا أن يواصل سعر الصرف أداء دور في تشكيل توقعات التضخم. ومع تحسن المصادقية وما يصاحبه من تراجع في آثار تذبذبات سعر الصرف على الأسعار الداخلية، ينكمش دور سعر الصرف في قاعدة تحديد سعر الفائدة التي يطبقها البنك المركزي.

وتعتبر المتطلبات الأساسية للنجاح في وضع إطار لتحديد أهداف التضخم متطلبات بالغة الصعوبة بالنسبة للأسواق الصاعدة. وهي تتضمن ما يلي:

- معدل تضخم منخفض؛
- مصداقية تستند إلى سجل أداء قوي في مجال المساءلة والشفافية في صنع السياسات؛

- وضع قوي للمالية العامة ودرجة عالية من التنسيق بين سياسة المالية العامة والسياسة النقدية؛
- استقلالية البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية وتفويضه في تحقيق استقرار الأسعار؛
- نظام مالي مكتمل المواصفات؛
- قنوات مفهومة إلى حد معقول لانتقال آثار التغيرات فيما بين أدوات السياسة النقدية والتضخم؛
- معلومات دقيقة تتاح في الوقت المناسب عن التضخم المتوقع والنتائج المحتملة.

غير أن عددا من بلدان الأسواق الصاعدة اتبع منهجا تدريجيا في التحول إلى تحديد أهداف التضخم، بدون الوفاء بهذه الاشتراطات. ففي جنوب إفريقيا، تم التحول من إطار تحديد أهداف المجملات النقدية الذي كان التضخم هدفا غير رسمي فيه إلى استراتيجية تحديد أهداف التضخم. وفي شيلي وبولندا، تم هذا التحول بالانتقال تدريجيا من تحديد أهداف التضخم ونطاقات سعر الصرف إلى التركيز على التضخم فقط. كذلك قام عدد من البلدان النامية بلغ ١٩ بلدا بتعويم أسعار الصرف عام ٢٠٠٢ وإعلان أهداف للتضخم بدون إطار رسمي لتحديد هذه الأهداف. ولا تقدم الأبحاث الاقتصادية المعنية بالتحول إلى تحديد أهداف التضخم حججا قاطعة عما إذا كانت النظم الانتقالية مفيدة أم لا، ولكنها تذكر بوضوح أن الشفافية في عمليات السياسة النقدية والالتزام باعتماد إطار متوسط الأجل لأهداف التضخم من شأنهما تعزيز المصداقية وتيسير التحول إلى هدف رقمي واحد للتضخم.

ولا تتوفر في أي بلد من البلدان الستة محل الدراسة كل الشروط اللازمة لتحديد أهداف التضخم. فقد حقق جميع هذه البلدان معدل تضخم منخفض، باستثناء إيران، ولكن الشروط الأخرى تنطوي على مشكلات أكبر (راجع الجدول ٣). ويعني هذا أن فترة التحول إلى استراتيجية تحديد أهداف التضخم يمكن أن تكون طويلة نسبيا. ويمكن للبلدان التي تطبق نظام التعويم - وهي مصر وإيران - أن تغير تركيز سياساتها بالتدريج من المجملات النقدية إلى تحديد أهداف التضخم ضمن إطار زمني واضح التحديد لإجراء الإصلاحات الداعمة المطلوبة.

الجدول ٣- بلدان مختارة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: معايير تحديد أهداف التضخم

إطار السياسة				هيمنة المالية العامة		المرتبة الائتمانية ^١	٢٠٠٣
نسبة كفاية رأس المال في البنوك	الضوابط المباشرة على أسعار الفائدة والائتمان	الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية	الهدف الوسيط الحالي	استقلالية البنك المركزي	العجز		
بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا:							
١٠,٢	لا توجد	بعض الأدوات	أهداف متعددة، مع التركيز على النقود بمعناها الواسع (M2)	لا توجد	٢,٢-	٨٢,١	BBB
٦,٩	شائعة	أدوات محدودة	أهداف متعددة، مع التركيز على النقود بمعناها الواسع (M2)	لا توجد	٠,٩	١٩,٦	B+2
١٨,٣ ^٤	لا توجد	متطورة	سعر الصرف	توجد	٣,٨-	٩٧,٣	BBB
١٨,٠	لا توجد	متطورة	سعر الصرف	لا توجد	١٩,٤-	١٦٩,٧	B-
١٢,٥	لا توجد	متطورة	سعر الصرف	بعض الاستقلالية	٥,٦-	٧٥,٠	BBB
١١,٣	لا توجد	متطورة	النقود بمعناها الأوسع (M3) وسعر الصرف الفعلي الحقيقي	بعض الاستقلالية	٢,٦-	٥٢,٩	A
معيار المقارنة:							
١١,٢	لا توجد	متطورة	مؤشر أسعار المستهلك CPIX من ٣-٦٪ في ٢٠٠٣ ^٢	توجد	١,٣-	٤٣,٣	A

المصادر: السلطات الوطنية؛ وتقديرات خبراء صندوق النقد الدولي.

^١ المرتبة الائتمانية السيادية طويلة الأجل بالعملة المحلية حسب تقدير مؤسسة ستاندرد وبور.

^٢ المرتبة الائتمانية حسب تقدير مؤسسة فيتش.

^٣ مؤشر CPIX يستبعد الفائدة العقارية من مؤشر أسعار المستهلك.

^٤ يونيو ٢٠٠١

ولا يزال معظم البلدان بحاجة إلى تحقيق درجة أعلى من المصداقية لسياساتها. وتوفر تقديرات الجدارة الائتمانية السيادية التي تصدرها الوكالات المتخصصة في هذا المجال مؤشرات جيدة على تصورات السوق لمصداقية السياسات الاقتصادية في البلدان المختلفة. وقد حصلت تونس وحدها على تقدير من مؤسسة "ستاندرد وبور" أو مؤسسة "فيتش" يعادل التقدير السيادي المتوسط لبلدان الأسواق الصاعدة التي تطبق استراتيجية تحديد أهداف التضخم.

وينبغي لجميع البلدان محل الدراسة أن تخلص عملية صنع السياسة النقدية فيها من هيمنة المالية العامة، وذلك بتخفيض عجز المالية العامة، وتقليص الدين العام، وأيضاً بتشجيع سياسة المالية العامة المضادة للاتجاهات الدورية في حالة إيران من أجل تمهيد آثار التذبذبات في الإيرادات النفطية. ويبدو عجز المالية العامة معتدلاً ومستوى المديونية العامة منخفضاً في تونس، بينما يعتبر الدين العام منخفضاً في إيران مع كون إنفاق الحكومة من الإيرادات النفطية مصدراً مهماً لنمو السيولة. أما لبنان فلديها أعلى مستويات الدين العام، تليها مصر والمغرب.

وينص القانون في الأردن على استقلالية البنك المركزي وتؤكداه الممارسة العملية، بينما يبدو أن البنك المركزي في لبنان والمغرب وتونس يتمتع بدرجة كبيرة من الاستقلالية في استخدام أدوات السياسة النقدية. أما مصر وإيران فتبدو استقلالية البنك المركزي فيهما محدودة، وإن كان يجري النظر حالياً في اتخاذ خطوات نحو زيادة الاستقلالية في مصر بمقتضى قانون مصرفي جديد معروض حالياً على مجلس الشعب. ويعتبر استحداث أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية استناداً إلى آلية السوق وإجراء إصلاحات في القطاع المالي أمرين على درجة كبيرة من الأهمية لسلامة تشغيل آليات انتقال آثار التغيرات في السياسة النقدية. وتوجد لدى الأردن ولبنان والمغرب وتونس أدوات غير مباشرة متطورة للسياسة النقدية، كما تستخدم هذه الأدوات في مصر بشكل معتاد. أما إيران فلديها أدوات غير مباشرة محدودة وغير متطورة مع ضوابط إدارية على معدلات العائد (أسعار الفائدة) ومركزية في تخصيص الائتمان.

يتبع معظم البنوك القطاع الخاص في الأردن ولبنان والمغرب وتونس، بينما يسيطر القطاع العام على عدد كبير نسبياً من البنوك في مصر

وإيران. ولا تزال أسواق النقد ضحلة في معظم البلدان ويعوزها المزيد من العمق والتطور مع استحداث أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية. وأخيرا، فإن جميع البنوك المركزية في البلدان الستة تحتاج إلى تعزيز قدراتها التحليلية، لا سيما استحداث أدوات ملائمة لمراقبة تحركات الأسعار وإرساء آليات لانتقال آثار التغيرات في السياسة النقدية.