

تطور نظرية تحديد سعر الصرف الحقيقي على المدى الطويل والمتوسط والقصير

ط.د. فاطمة قسول

مخبر النمو والتنمية الاقتصادية في الدول العربية، جامعة الوادي – الجزائر

khaoula.kassoul1@gmail.com

THE DETERMINANTS OF REAL EXCHANGE RATE A LONG, MEDIUM- AND SHORT-TERM HORIZON

Fatima kassoul1

University of El-Oued – Algeria

Received: 2017

Accepted: 2017

Published: 2017

ملخص:

في هذه الورقة سوف نتناول لنظريات الرئيسية المفسرة للتغيرات التي يتعرض لها سعر الصرف على المدى الطويل والمتوسط والقصير، حيث سيتم تخصيص الجزء الأول منها، لمحددات سعر الصرف طويل الأجل بعرض نظريتين أساسيتين لسعر الصرف: نظرية تعادل القوة الشرائية ونظريات ميزان المدفوعات. في حين يتناول الجزء الثاني محددات سعر الصرف في الأجلين القصير والمتوسط، بداية بنظرية تعادل سعر الفائدة المغطاه وغير المغطاه، ثم نظرية توازن المحافظ المالية. **الكلمات المفتاحية:** سعر الصرف، نظرية تعادل القوة الشرائية PPP، نظرية ميزان المدفوعات BOP، نظرية سعر الفائدة (PTI, PUI)، نظرية توازن المحفظة.

Abstract:

in this paper we will address the main theories explaining the determents of exchange rate in the long, medium and short term. The first part will be devoted to long-term exchange rate determinants. We present two basic exchange rate theories: purchasing power parity theory and balance of payments theories. the second part deals with short- and medium-term exchange rate determinants, the interest rate covered and not covered, and the portfolio theory.

Keywords: exchange rate, purchasing power parity PPP, BOP approach, covered interest parity PTI, uncovered interest parity PUI portfolio theory.

تمهيد:

يعد الوصول الى سعر صرف حقيقي مستقر وتنافسي يمكن الاستناد عليه لمتابعة الأداء الكلي للاقتصاد من أهم أهداف صانعي السياسات لدى الدول. وقد بدأ الاهتمام بدراسة تغيرات أسعار الصرف في ظل تعاقد العديد من الأزمات المالية والتي أسفرت عن انهيارات حادة في مختلف المؤشرات الكلية لدى العديد من الاقتصادات. ما وضع حالة اللاستقرار محل بحث لدى الاقتصاديين والتي مرت بثلاث مراحل أساسية (Polak 1995): انصب الاهتمام في المرحلة الأولى (1960/1945) على دراسة سلوك أسعار الصرف بغض النظر عن مستواها الأمثل، أما المرحلة الثانية (1985/1960) كان البحث يهدف بشكل لافت الى تحديد مستوى أسعار صرف ملائمة لاستقرار النظام النقدي الدولي، في حين أن المرحلة الثالثة (1985 الى يومنا هذا) انصب هدف الباحثين فيها على تحديد مستوى الصرف الأمثل لضمان التوازنات الداخلية والخارجية.

ان عدم توافق سعر الصرف الحقيقي مع مستوى التوازن له مردود سلبي على الأداء الكلي للاقتصاد (Edwards 1999)، وان استمرار هذا الانحراف يمكن أن يسبب سوء توزيع الموارد بين القطاعات داخل البلد، مما يعوق الصادرات والطلب الكلي وكذا ديناميكية سوق العمل في خلق مناصب شغل مما يؤدي الى انخفاض قدرة البلد التنافسية. الى جانب الآثار السلبية المترتبة على المدى الطويل يمكن كذلك للاختلال أن يؤدي الى ضغوط تضخمية وشن هجمات مضاربة على العملة (Dorunbush 1976). لذلك أصبح تحديد سعر الصرف متوازن يعتبر اذن سعر الصرف الحقيقي متغيرا شديدا الحساسية يستجيب لأي تغيرات على مستوى متغيرات الاقتصاد الكلي الآنية الحقيقية (معدلات التبادل الدولي، الانتاجية، الدخل الحقيقي، رصيد موازين المدفوعات، الكتلة النقدية، الاستثمار الأجنبي،...) والنقدية (معدلات التضخم، أسعار الفائدة). الأمر الذي جعل سعر الصرف ليس مجرد نسبة تتحدد وفق منهج معين بل تعددت مقاربات تحديده.

من خلال ما سبق تبرز معالم إشكالية المقال التي نسعى لصياغتها في السؤال المحوري التالي: ماهي العوامل المؤثرة عليه وكيف يتم تحديدها؟

في هذا المقال سوف نبث بشكل منفصل في جزأين النظريات الرئيسية المفسرة للتغيرات والتطورات التي يتعرض لها سعر الصرف على المدى الطويل والمتوسط والقصير، حيث سيتم تخصيص الجزء الأول منه، لمحددات سعر الصرف طويل الأجل بعرض نظريتين أساسيتين لسعر الصرف: نظرية تعادل القوة الشرائية ونظريات ميزان المدفوعات (نهج المرونة ونهج الاستيعاب). في حين يتناول الجزء الثاني محدّدات سعر الصرف في الأجلين القصير والمتوسط، بداية بنظرية تعادل سعر الفائدة المغطاه وغير المغطاه، ثم نظرية توازن المحافظ المالية. أولا. المقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف على المدى الطويل: تهتم المقاربة الحقيقية بالمحددات الحقيقية لسعر الصرف التي تشمل الأسعار النسبية للسلع والخدمات المحلية (نظرية PPP) وميزان المدفوعات (نظرية الأرصدة).

1. نظرية تعادل القوة الشرائية (power parity purchasing)

يعتبر مبدأ تعادل القوة الشرائية من أقدم النظريات المستخدمة في دراسة العوامل المحددة لتغيرات أسعار الصرف وتوقع اتجاه تحركها. وإن كانت جذورها تعود الى أعمال اقتصادي القرن 16 أمثال "Navarro" و "Gerard de Malynes"، وبعدها بقرن ونصف "Ricardo" مدافعا عن فكرة أن قيمة العملة هي نفسها في كل مكان، فإن فضل المعالجة النظرية بصورتها الحديثة يرجع الى الاقتصادي السويدي "Cassel.G" الذي يرى أن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين يعني تساوي القوة الشرائية للعمليتين. وقد قدمت نظرية PPP ضمن ثلاث صيغ: المطلقة، النسبية والصيغة النقدية.

1.1 المنهج المطلق (PPP absolute approach): طبقا للصيغة المطلقة لمبدأ PPP فإن معدل سعر الصرف التوازني لعمليتين مختلفتين يساوي العلاقة بين مستويات الأسعار، أي أن القوة الشرائية لعملة ما، هي مماثلة لقوتها الشرائية في بلد آخر. ويمكن التعبير رياضيا عن هذه الصيغة كمايلي:

$$E = \frac{P_i}{P_i^*} \quad (01)$$

E : سعر الصرف غير مباشر؛

P_i^* ، P_i : تشير على التوالي الى مستوى الأسعار لكل من البلد المحلي والأجنبي؛

تستند نظرية (PPA) الى مجموعة من الشروط يتضمنها قانون السعر الواحد (the law of one price) الذي

ينص على أن أسعار السلع المتجانسة والمتاجر بها دوليا واحدة في كلا الدولتين عند التعبير عنها بنفس العملة:

• عدم وجود تكاليف نقل؛

• لا توجد عوائق للتبادل (لا وجود لتعريفات وقيود تعيق حرية تدفق التجارة بين الدول)؛

• سيادة فرضية الاستبدال التام، في عدم وجود تجانس كامل من حيث (السعر، النوعية، الجودة،

الشكل) بين السلع المحلية والأجنبية؛

• المنافسة التامة وعدم وجود تطبيقات الاحتكار (التام، القلة) الذي يؤدي الى اختلاف أسعار السلع في

مختلف الدول؛

• إن الأرقام القياسية للأسعار يجب أن تكون لها ترجيحات متماثلة على السلع المكونة للسلاسل.

2.1 المنهج النسبي (relative approach PPP):

اهتمت الصيغة النسبية بطرح تصور أكثر تهذيبا لنظرية PPP من خلال إدراج مؤشر التضخم في تحديد سعر الصرف التوازني، حيث يجب أن يتناسب التغير في سعر الصرف عبر فترة من الزمن مع التغيرات النسبية في الأسعار في كل من الدولتين عبر نفس الفترة من الزمن.

وبما أن العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر الأسعار لا تتحقق إلا على أساس وجود تغير، فيمكننا كتابة معادلة الصرف المحلي مقارنة بالخارج عند اللحظة (0) اعتمادا على شروط نظرية PPA بالشكل التالي:

$$E_0 = \frac{\sum \alpha_i P_0}{\sum b_i P_0^*} \quad (02)$$

ويمكننا كتابة PI_1 و PI_1^* التغير في مستويات الأسعار بين الفترتين (0) و (1) في كل بلد على النحو

التالي:

$$PI_1 = \frac{\sum \alpha_i P_{i(1)}}{\sum b_i P_{i(0)}} \quad PI_1^* = \frac{\sum b_i P_{i(1)}^*}{\sum b_i P_{i(0)}^*} \quad \square$$

وبذلك يكون سعر الصرف حسب نظرية PPA في الفترة (1) على النحو التالي:

$$E_1 = E_0 \frac{PI_1}{PI_1^*} \quad (03) \quad \square$$

3.1 المنهج النقدي (PPP monetary approach): يكمن الاختلاف عند النقديين في وصف الأرقام القياسية المستخدمة في حساب سعر الصرف بالاتساع، حيث أن كل بلد ينتج ويستهلك سلعا قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول¹، وكل نوع يشكل الأسعار النسبية للسلع في كل من الاقتصاد المحلي والأجنبي مع احتفاظ جوهر التكوين النظري بمبدأ قانون السعر الواحد بالنسبة للسلع القابلة للتداول.

لتحديد سعر الصرف عند النقديين نعتبر أن المستوى العام للأسعار المحلية (P) ومستوى الأسعار الأجنبية (P^*) يشمل على أسعار السلع قابلة للتداول دوليا (P_T) وأسعار السلع غير قابلة للتداول المحلية (P_N) والأجنبية وفق الصيغتين التاليتين:

$$P = \alpha \cdot P_T + (1 - \alpha) P_N \quad P^* = \alpha^* \cdot P_T^* + (1 - \alpha^*) P_N^* \quad \square$$

α, α^* : حصة السلع المتداولة من مجموع السلع المنتجة محليا وفي البلد الأجنبي على التوالي،

$$E = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\lambda^*}{\lambda} \quad (04) \quad / \lambda = \alpha + \beta(1 - \alpha) \quad \lambda^* = \alpha^* + \beta^*(1 - \alpha^*)$$

بعد سلسلة من التحليل الرياضي نحصل على المعادلة (04) والتي تبين كما هو ملاحظ أن معدل الصرف يتحدد من خلال نسبة مستوى الأسعار المحلية الى مستوى الأسعار الأجنبية، مع أخذ اعتبار الأهمية النسبية للسلع قابلة للتداول (α)، (α^*) من اجمالي السلع المنتجة في الاقتصادين المحلي والأجنبي على التوالي، وكذا الأهمية النسبية لأسعار السلع غير قابلة للتداول (β)، (β^*) في الرقم القياسي لمستوى الاسعار في الاقتصادين المحلي والأجنبي على التوالي.

يقوم المنهج النقدي لمعدل الصرف على افتراض ثبات $\frac{\lambda^*}{\lambda}$ على الأقل في الأجل القصير، فيكون التحليل مركزا عند تحليل معدل الصرف على العلاقة بين مستويات الاسعار في الاقتصاد المحلي والأجنبي، حيث تعرف العلاقة التي تربط بين معدل التضخم وتغير معدل الصرف بسعر الصرف الحقيقي (RER) والذي يمكن الحصول عليه عن طريق اعادة صياغة المعادلة (04) كما يلي:

$$RER = E \frac{P_T^*}{P_T} \quad (05) \quad \square$$

وما يمكن ملاحظته من المعادلة أعلاه أن معدل التضخم أو الأسعار النسبية تؤثر على معدل الصرف الحقيقي التوازني، فبافتراض أن معدل التضخم في الاقتصاد المحلي يفوق مثيله في الاقتصاد الأجنبي، فإن السعر النسبي للسلع الأجنبية إلى السلع المحلية (p/p^*) سوف ينخفض عن ذي قبل، وطبقا للمعادلة (05) لن يظل RER ثابتا إلا إذا تم رفع معدل الصرف الاسمي (E) بنفس مقدار انخفاض (p/p^*). وبالتالي فإن شرط انطباق المنهج النقدي لتحديد معدل الصرف هو ثبات معدل الصرف الحقيقي، حيث تعكس تغيرات معدل الصرف التغيرات في معدلات التضخم لمختلف الدول عبر الزمن.

رغم اعتبار نظرية PPP من أهم النظريات المفسرة لتطور أسعار الصرف في المدين المتوسط والطويل وأحد المدخلات الأساسية في النماذج الأخرى لتحديد سعر الصرف، لكنها محل انتقاد كبير ليس بسبب طبيعتها النظرية المنطقية والبسيطة بل انها طرحت بعض القضايا غير الواقعية عند اجراء اختبارات تجريبية ألغت بعض ما قامت عليه من فرضيات:

* قانون السعر الواحد، إضافة إلى الافتراض القائم على تطابق سلة السلع وتركيب أوزانها السعرية حيث أن العديد منها لا يدخل ضمن نطاق التجارة الدولية وبالتالي فإن أسعارها لا تؤثر على تحركات أسعار الصرف.

* اختبار أثر الإنتاجية المتحيزة لـ Balassa Samulson "حاول اثبات عدم صحة افتراض نظرية PPP القائم على ثبات سعر الصرف الحقيقي عبر الزمن، فوجود اختلاف محسوس في مستويات الإنتاجية بين الاقتصاديات سيؤدي (بفعل تواجد السلع غير قابلة للتداول) إلى تغيرات في سعر الصرف الحقيقي، أي أن الصدمات الحقيقية تفسر بشكل لافت التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف الحقيقية.

* إضافة إلى أن تقدير نظرية PPP بواسطة مؤشر أسعار الاستهلاك (الأكثر استخداما بسبب توافرها) يمكن أن ينجر عنه اختلالات بسبب تعدد نظريات تحديد المؤشر المستخدم: مؤشر أسعار الناتج (GDP)، مؤشر أسعار الجملة، مؤشر تكاليف عوامل الإنتاج،

* لا تتضمن نظرية PPP حركات رؤوس الأموال (القصيرة والطويلة) كمحددات أساسية لسعر الصرف الحقيقي، هذا ما يفسر قصرها في تقديم تنبؤات حول تحركات أسعار الصرف بالنظر لتأثير تدفقات رأس المال على سعر الصرف؛

* هناك مشكل التمييز بين المتغير التابع من المتغير المستقل، حيث أن نظرية (PPP) تفترض أن مستوى الأسعار هو المتغير المستقل، وأن سعر الصرف هو المتغير التابع، في حين نلاحظ أن هناك علاقة سببية تمتد من أسعار الصرف لتحديث تغيرات على مستوى الأسعار (simultaneity).

2. نظرية ميزان المدفوعات (BOP approach): وفقا لـ IMF فإن ميزان المدفوعات (BOP) عبارة عن بيان إحصائي يلخص بشكل منهجي ولفترة زمنية محددة المعاملات الاقتصادية للدولة مع بقية العالم. وتكون المعاملات المتعلقة

بالسلع والخدمات ورأس المال في معظمها بين المقيمين وغير المقيمين والتي تتطوي على مطالبات مالية والتزامات تجاه بقية العالم والمعاملات من جانب واحد. حيث يتم تجميع البيانات الرقمية تحت عنوانين رئيسيين:

- الحساب الجاري (current account): ينقسم الحساب الجاري إلى ثلاث فئات رئيسية: الميزان التجاري للسلع والخدمات، الدخل والتحويلات الجارية؛
- الحساب المالي والرأسمالي (capital and financial account): يضم حساب رأس المال التحويلات الرأسمالية والمعاملات الاقتصادية غير المنتجة، والأصول غير المالية. أما الحساب المالي يشمل المعاملات في الأصول والخصوم المالية الخارجية.

1.2 منهج المرونات وشرط Lerner – Marshall: تعود جذور صياغة نظرية BRM التي وضعت نموذجاً للعلاقة

بين ميزان المدفوعات وأسعار الصرف إلى أعمال (Bikerdike 1920)، وبعده ظهر كل من (Robinson 1947) و (Metzler 1948) مدافعين عن جوهر النظرية القاضي بأن تحديد سعر صرف التوازن يتم عندما يحقق ميزان المدفوعات حالة التوازن وأن أي خلل فيه سوف يحرك أسعار الصرف استجابة له (تخفيض القيمة الاسمية للعملة المحلية) مما يؤثر على مستوى الأسعار المحلية مقابل الأجنبية وبالتالي يستعيد الميزان حالة التوازن.

أن آلية تأثير تخفيض قيمة العملة المحلية على ميزانها التجاري تتم على النحو التالي: أنه مع انخفاض قيمة عملة بلد ما فإن المصدرين سيحصلون على المزيد من وحدات العملة المحلية لصادراتهم الأرخص نسبياً مع توقع استجابتهم أكثر للتصدير بالسعر الأجنبي المحدد. من ناحية أخرى، سيواجه المستوردون أسعار أعلى بالعملة المحلية لوارداتهم، وبالتالي ستتخفض وارداتها. وهكذا مع ارتفاع حجم الصادرات وانخفاض حجم الواردات عند سعر ثابت [الأسعار الأجنبية]، سيؤدي تخفيض قيمة العملة إلى تحسين الميزان التجاري.

إن التأثير الإيجابي المتوقع لسياسة التخفيض على أمل تسريع تصحيحات اختلال الحساب الجاري يعتمد على عدد من الشروط التي كانت موضوع العديد من الدراسات التي قامت بتحليل مرونة العرض والطلب على الصادرات والواردات، أي درجة استجابة التغير في الكمية كدالة في تغيرات الأسعار. فلكي يكون لسياسة تخفيض قيمة العملة أثر حقيقي، لا يجب أن يتفاعل المستهلك الأجنبي فقط مع انخفاض الأسعار، ولكن يجب أن يكون لدى المنتجين المحليين القدرة الإنتاجية لتلبية هذه الزيادة الإضافية في الطلب. في سوق المنتجات المستوردة، سيكون لتخفيض قيمة العملة الآثار المتوقعة إذا كان لا يشجع الاستهلاك المحلي لهذه المنتجات (الطلب المرن)، وإذا كان يشجع الإنتاج الأجنبي القليل (العرض المرن).

في سوق المنتجات المستوردة، سيكون لتخفيض قيمة العملة الآثار المتوقعة إذا كان لا يشجع الاستهلاك المحلي لهذه المنتجات (الطلب المرن)، وإذا كان يشجع الإنتاج الأجنبي القليل (العرض المرن).

$$|EX| + |EM| > 1 \quad \square$$

أن الصيغة أعلاه والتي تعرف بشرط (Lerner – Marshall) تنص على أن الانخفاض الحقيقي للعملة يحسن الميزان التجاري شرط أن يكون مجموع القيم المطلقة لمرونة الأسعار للعروض الصادرات والطلب على الواردات أكبر من الوحدة.

ثانيا: محددات سعر الصرف على المدينين المتوسط والقصير

تقترن هذه المقاربة بالنظريات التي تربط تحركات أسعار الصرف بمتغيرات مالية كمعدل الفائدة المحلي والأجنبي (نظرية تعادل معدل الفائدة) وكذا الطلب والعرض على الأصول المالية (نظرية توازن المحفظة).

1. نظرية تعادل أسعار الفائدة: تركز نظرية تعادل معدلات الفائدة على صورتين: نظرية تعادل معدلات الفائدة المغطاة (covered interest parity) التي تقيم العلاقة بين سعر الصرف الآجل والعاجل، انطلاقا من الفرق بين معدلات الفائدة، وكذا نظرية تعادل معدلات الفائدة غير المغطاة (uncovered interest parity) والتي تقدم التنبؤات بالقيمة المستقبلية لسعر الصرف، كما توضح الدور الاساسي لعملية المضاربة في أسواق الصرف. وتستند فروضها الى:

- غياب تكاليف المعاملات؛
- تعتبر الأصول المحلية والأجنبية متماثلة من حيث درجة المخاطرة وتاريخ الاستحقاق؛
- عدم وجود رقابة على حركة رؤوس الأموال، أي حركة تامة؛

1.1 تعادل أسعار الفائدة المغطاة: تتمحور نظرية (PTI) في أن الامر سيان بالنسبة للمستثمرين المقيمين عند توظيف أرصدتهم النقدية في أذونات الخزانة المحلية أو الأجنبية التي تعطي معدل فائدة أكبر من ذلك السائد في السوق المحلي، فالفوارق بين معدلات الفائدة لابد أن تنعكس على معدلات الصرف الآجل ويتم التعادل بينهما. ويمكن التعبير عن آلية سير العملية بشكل رياضي مختصر ودقيق كالتالي:

$$\frac{F - S}{S} \approx i_D - i_F \quad (06) \quad \square$$

$$F \approx i_D - i_F / F = \frac{F - S}{S} \quad (07) \quad \square$$

- تعبر العلاقة (06) التي تعرف بشرط توازن معدلات الفائدة المغطاة عن التساوي بين الفوارق في معدلات الفائدة وسعر الصرف، وطالما أن الشرط لم يتحقق فالمعاملون مدفوعون لامتلاك أكبر أصل مالي يحقق أفضل عائد. وإذا تحقق (مع تساوي درجة المخاطرة في الاسواق والسيولة) فلا يوجد اختلاف لدى المتعاملين في حيازة الأصول المحلية أو الأجنبية طالما أنها ستحقق في النهاية نفس العائد.
- تكون العملة المحلية محل خصم آجل (déport)، أي أن العملة المحلية تتدهور بين السعر الحاضر والسعر الآجل ($f > 0$) إذا كان معدل الفائدة المحلي أعلى من المعدل الأجنبي ($i > i^*$).
- كما تكون العملة المحلية محل علاوة آجلة (Report)، أي أن العملة المحلية تتحسن بين السعر الحاضر والسعر الآجل ($f < 0$) إذا كان معدل الفائدة المحلي أقل من المعدل الأجنبي ($i < i^*$).

2.1 تعادل أسعار الفائدة غير المغطاة: تستمد علاقة تعادل الفائدة في شكلها غير المغطى (UIP) من سابقتها (PTI) التي تنص على أن سعر الصرف يجب أن يعكس الاختلافات في معدل الفائدة على مختلف الأصول المالية، إلا أنه في نفس الوقت يجب أن تعامل بشكل مستقل لأنها تبين الجانب المستقبلي المتوقع لسعر الصرف عندما يعامل

كمبتغير عشوائي، فالمعاملون في سوق الصرف لا يقومون بالتغطية ضد المخاطر التي تفرزها التغيرات الفجائية والعشوائية لسعر الصرف، لأنه لا اختلاف لديهم بين عائد مستقبلي أكيد خالي من المخاطر أو عائد غير أكيد بأكثر أو أقل من علاوة المخاطرة - the risk premium - (الحياد ضد الخطر). إن إدارة الأرصد المالية وفق هذا المسار (UIP) تتم عن طريق التنبؤ بتغيرات سعر الصرف المستقبلية وكذا استنادا الى متوسط العائد المتوقع للمحفظة المالية دون أن يكون هناك تردد أو قلق يترجم الخطر الذي يمكن تكبده.

نقوم بمقارنة العائد من الأصول الأجنبية الذي يجمع معدل الفائدة الأجنبي (i_F) إضافة الى معدل ارتفاع (أو انخفاض) العملة الأجنبية، أي: $(i_F + \dot{S}^a)$ ، مع العائد المحلي (i_D)، حيث يمثل $\dot{S}^a$ معدل تغير سعر الصرف المستقبلي (%). لدينا التوازن التالي:

$$i_D - i_F \approx \dot{S}^a \quad / \quad \dot{S}^a = \frac{S^a - S}{S} \quad (08)$$

ومن شروط تحقق العلاقة (08) :

- عند وجود أصلين متماثلين (أي غياب الرقابة على الصرف، عدم وجود تكاليف للمعاملات، عدم وجود علاوة المخاطرة)، فإن فروق الفائدة ينبغي أن تكون مساوية لمعدل التغير في سعر الصرف المستقبلي $\dot{S}^a$ ؛
- طبيعة العلاقة بين فروق معدلات الفائدة ومعدل التغير في سعر الصرف هي علاقة عكسية حسب العلاقة التالية:

$$\begin{aligned} i_D - i_F < 0 & \rightarrow \dot{S}^a < 0 \\ i_D - i_F > 0 & \rightarrow \dot{S}^a > 0 \quad \square \end{aligned}$$

عندما تكون فروق معدلات الفائدة موجبا (سعر الفائدة المحلي أعلى) فإن معدل الصرف المستقبلي سينخفض، والعكس صحيح عندما يكون الفرق سالبا فإن سعر الصرف سيرتفع؛

- ينبغي أن يتعادل العائد المحلي الصافي (العائد المحلي معدلا بتغيرات سعر الصرف) لمختلف الأصول المحلية بشكل متكافئ في مختلف الأسواق المحلية.

رغم اعتبار نظرية تعادل معدلات الفائدة اطارا مرجعيا مهما ومفيدا في تفسير الفارق بين سعر الصرف الآجل والعاجل، وكذا الحركات الدولية لرؤوس الأموال. إلا أنها لا تتحقق بصفة تامة في الواقع، حيث تقتزن صحة نظرية تعادل معدل الفائدة بفكرة المنافسة التامة التي تتميز بها الأسواق المالية والعمل فيها بحرية دون قيود، لكن الواقع يظهر العديد من الخصائص المختلفة:

2. نموذج توازن المحفظة وتحديد سعر الصرف على المدى القصير: إن عملية تحديد سعر الصرف حسب نموذج توازن المحفظة تقوم في الأجل القصير على تفاعل قوى العرض والطلب في أسواق الأصول المالية والبحث في كيفية استجابة معدلات الصرف لتغيرات عرض وطلب الأصول المالية على المدى القصير.

ويمكن بذلك تصميم نموذج توازن المحفظة البسيط (Branson, Hallthunen et Masson 1977) والذي يشمل معادلة الثروة الكلية (W) ومعادلات الطلب لكل عنصر من مكونات الثروة وفق الشكل التالي (تعبّر الحروف الكبيرة عن المتغيرات المعبر عنها بغير اللوغاريتم):

$$W = M + B + FE \quad (09)$$

$$m + b + f = 1 \quad (10) \square$$

$$M = m(i, i^* + \Delta e)W \quad m_i < 0, m_{i^*} < 0 \quad (11) \square$$

$$B = b(i, i^* + \Delta e)W \quad b_i < 0, b_{i^*} < 0 \quad (12)$$

$$FE = f(i, i^* + \Delta e)W \quad f_i < 0, f_{i^*} < 0. \quad (13)$$

حيث توضح المعادلة (09) مكونات الثروة الكلية (W) التي تتطابق مع مجموع الطلب على النقود (M)، السندات المحلية (B) والأجنبية (F). كذلك توضح أن مجموع النصيب النسبي للعناصر الثلاثة السابقة (f, b, m) يجب أن يكون مساويا للواحد الصحيح ضمن المعادلة (10). كما يفترض أن يتزايد الطلب على كل من (f, b, m) مع تزايد الثروة (W).

وإذ تعكس المعادلات (11) (12) (13) شروط توازن سوق الأصول في نموذج توازن المحفظة البسيط حين يتساوى عرض احتياطي النقود والسندات (المحلية والأجنبية) مع القدر المرغوب في حيازته، فإن المعادلة (11) توضح العلاقة العكسية بين الطلب على النقود (M) وكل من سعر الفائدة المحلي (i) وسعر الفائدة الأجنبي مضافا إليه التغير المتوقع في سعر الصرف ($i^* + \Delta e$). في حين تشير المعادلة (12) إلى أن الطلب على السندات المحلية (B) يرتبط طرديا بمعدل العائد على السندات المحلية (i) وعكسيا بمعدل العائد على السندات الأجنبية (i^*). أما الطلب على السندات الأجنبية في المعادلة (13) فإنه يرتبط طرديا بالعائد المتوقع على السندات الأجنبية (i^*) وعكسيا بمعدل العائد على السندات المحلية (i).

يؤدي تدهور العملة المحلية إلى زيادة قيمة F معبر عنها بالعملة المحلية. وينتج عن ذلك ارتفاع في W ، ويؤدي بدوره إلى زيادة الطلب على M و B من أجل إعادة التوازن للمحفظة. ويظهر من خلال ذلك أثرين مباشرين:

- ارتفاع i من أجل الحفاظ على توازن سوق النقود، هذا نظرا لزيادة الطلب على النقود، يجب على i أن ترتفع (أو ينخفض) من أجل موازنة السوق النقدي.
 - نظرا لزيادة الطلب على السندات المحلية فإن i سوف ينخفض من أجل الحفاظ على توازن سوق السندات المحلية، يجب على i أن تنخفض (أو تزيد) من أجل الحفاظ على توازن سوق السندات المحلية.
- كما يؤدي ارتفاع i إلى تخفيض الطلب على F ، مما ينتج عنه بيع F ، أي وجود فائض عرض الصرف الأجنبي في سوق الصرف يقضي بانخفاض S . ولهذا يوجد للمستقيم (EF) ميل سالب.
- انطلاقا من الملاحظات أعلاه، نستطيع إعطاء بعض الديناميكيات القصيرة الأجل لنموذج توازن المحفظة.

يتطلب بحث تأثير السياسة النقدية على أسعار الفائدة المحلية ومعدل الصرف في إطار نموذج توازن المحفظة ضرورة التعرف على آلية انتقال أثر تغير الاحتياطات النقدية (M) على سعر الفائدة ومعدل الصرف، حيث يفترض أن تكون أمام السلطات النقدية طريقتين لزيادة (M):

• زيادة (M) لمرة واحدة وغير مستمرة (*once and for all*) بسبب هبوط مفاجئ في مستوى النشاط الاقتصادي مثلاً؛

• سياسة السوق المفتوحة التي تعتبر أحد أساليب تدخل البنك المركزي في السوق النقدي، والتي تهدف إلى زيادة أو تخفيض حجم النقود المركزية المتاحة للمؤسسات البنكية (السيولة البنكية). ويستخدم البنك المركزي في آن واحد أو بالتناوب آليتين لتفعيل هذه السياسة:

1. شراء سندات الدين الحكومي الموجودة لدى القطاع الخاص: $\Delta B + \Delta M = 0$
2. شراء الصرف الأجنبي: $\Delta M + S \Delta F = 0$

الخلاصة:

تعددت النظريات والنماذج القياسية وتباينت في مضمونها لتحديد سعر الصرف الحقيقي والذي يعد هدف المقال الرئيسي في التمييز بينها في ظل المديين الطويل، المتوسط والقصر. ويعد تقدير نظريات ونماذج تحديد سعر الصرف على المدى الطويل من أهم انشغالات الكثير من الاقتصاديين على اعتبار عدم استقرار العديد من تغيرات الاقتصاد الكلي، فإلى غاية الستينات كان الاهتمام مركّزاً على التدفقات التجارية كأساس لتحديد سعر الصرف. انطلاقاً من نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) في صورها المتعددة والتي تحدد العلاقة بين سعر الصرف وتطور الأسعار في الدول محل الدراسة. أما مقارنة ميزان المدفوعات فإنها تعتمد على رصيد هذا الميزان في تفسير ديناميكية سعر الصرف. ويطلق اجمالاً على النظريتين بالمقاربة الحقيقية لتحديد سعر الصرف.

وعلى المديين المتوسط والقصر قامت العديد من النظريات بتفسير تغيرات أسعار الصرف استناداً إلى متغيرات مالية مثل الفروق بين أسعار الفائدة بين الدول، ومن أهمها نظرية تعادل معدلات الفائدة في شكلها المغطى وغير المغطى حيث يتحدد سعر الصرف من خلالها بواسطة التحكيم بين أسعار الفائدة المحلية والأجنبية. أما نظرية توازن المحفظة على المدى القصير فقد أظهرت أن تعديل سعر الصرف يتم بطريقة يحافظ بها على توازن محفظة ثروة الأعوان الاقتصاديين.

الهوامش والإحالات:

1. Alain siaens: "monnaie et finance", édition adeboeck, Bruxelles 1981 .
2. Balance of payments textbook, Washington, DC USA: IMF, 1996.
3. Dominique Plihon, "Les taux de change", la découverte, Paris, 4^{ème}, 2006.
4. Donald N. McCloskey, J. Richard Zecher : "The Success of Purchasing-Power Parity: Historical Evidence and Its Implications for Macroeconomics", University of Chicago Press 1984
5. Edward, "introduction of real exchange rate, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries", university of California at los Angeles and NBER, WP n516, sep 1988.
6. Henri bourguinat, "finance internationale", 4^e édition revue et corrigée, Thémis économie, France 1992.
7. Josette Peyrard, "gestion financière internationale", 5^e édition, Vuibert, 1999.
8. Larbi Dohni, Carol Hainaut, "Les taux de change", de Boeck, Bruxelles, 2004.

9. Laurence abadie, Catherine mercier-suissa, "finance international, marches des changes et gestion des risques financiers", Armand coin, paris 2011.
10. Michel Dupuy, Jean Marie Cardebat, Yves Jegourel : "finance internationale", Dunod, paris, 2006
11. Michael L. Mussa: "The Theory of Exchange Rate Determination ", University of Chicago Press, 1984.
12. Michel jura: "technique financière international", 2^e éditions, DUNOD paris 2003.
13. Redriger Dorunbush, "exchange rate and inflation", Cambridge, USA, 1994.
14. Ronald Macdonald, "what determines read exchange rates? The long and short of it". IMF department research, WP 1997.
15. Stein J et P, Allen: "fundamentals determination of exchange rate", oxford university press, (1995).

¹ يمكن السبب وراء وجود سلع غير قابلة للتداول هو وجوب استهلاكها مباشرة عند الشراء وهذا ما يفسر نفقة معاملات مرتفعة جدا إذا رغب مواطن أجنبي في الحصول على خدمة ما من دولة أخرى، وتشمل اجمالاً كل السلع التي تتميز بخصائص تتعلق بذوق المستهلك وبطبيعة السلع في حد ذاتها مثل: السكنات، تكاليف النقل، كما أن أهميتها النسبية تختلف في مستويات أسعار البلدان المتاجرة في السوق العالمية.