

اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية في ظل التحويلات الراهنة

د. جبوري محمد

جامعة سيادة

med_djebbouri@yahoo.fr

الملخص:

يهدف هذا المقال إلى تحليل إشكالية اختيار نظام سعر الصرف في الدول النامية بعد التغيرات العميقة التي شهدتها الاقتصاد الدولي والتي جعلت هذا الفلك أكثر تعقيداً. التطور الحالي للنظام النقدي الدولي يتميز بالنمو المعتبر لتدفقات رؤوس الأموال باتجاه الدول النامية والناشئة وتوسع دائرة الشركاء التجاريين لهذه الدول. إن مسألة اختيار نظام سعر الصرف الأمثل الذي يتسق ويسمح بتحقيق تلاءم بين أهداف الاستقرار الداخلي والخارجي للبلد ويوفر بعض الحماية في مواجهة خطر التقلب المفاجئ في تغير اتجاه تدفقات رؤوس الأموال، هي مسألة تستدعي التعمق في موضوع اختيار نظام سعر الصرف بشكل أساسي بالنسبة للدول النامية. **الكلمات المفتاحية:** مثلث الثلاثية المستحيلة؛ العوامل المالية والضعف المالي؛ اختيار نظام سعر الصرف.

Résumé:

Cet article vise à analyser la problématique du choix d'un régime de change pour les pays en développements, après les profonds changements de l'économie internationale, rendant cette sphère plus complexe. L'évolution actuelle du système monétaire international est caractérisé par l'accroissement considérable des flux de capitaux en direction des pays en développements et émergentes et l'élargissement du cercle des partenaires commerciaux de ces pays.

Donc la question du choix d'un régime de change optimal qui permet une certaine adéquation entre objectifs de stabilité interne et externe du pays ainsi qu'une certaine protection contre la menace des revirements soudains des flux de capitaux, nécessite d'approfondir la question du régime de change, principalement du point de vue des pays en développements.

Mots clés : Le triangle d'incompatibilité; Les facteurs financiers et fragilité financière; Choix d'un régime de change.

شمقدمة

تاريخياً عرف العالم نظم صرف مختلفة، الأول ارتبط بقاعدة الذهب الدولي خلال نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وجاء الثاني في إطار نظام برنتون 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 أكثر ملائمة وكفيلة بتحقيق الاستقرار الاقتصادي أين سادت عدة ترتيبات في أنظمة أسعار الصرف.

هذه الترتيبات في نظم الصرف تندرج ابتداء من أشد الأنظمة ثباتاً إلى أكثرها مرونة ويتوسط بين هاذين النظامين الركنين مجموعة من الأنظمة تتفاوت فيها درجة المرونة، فانطلاقاً من التعويم المحض تمر الأنظمة عبر الكثير من الترتيبات الوسيطة إلى الربط الجامد مثل اتحادات العملة، مجالس العملة والدولة 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 ومحددًا تتدخل السلطة في إطاره. ولا تزال مسألة المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف واحدة من أكثر القضايا مثيرة للجدل في الاقتصاد الدولي. في الواقع، إن الاختيار الأمثل بين نظام سعر الصرف الثابت، نظام سعر صرف العائم ونظام سعر الصرف الوسيط في الدول النامية ليس دائماً واضحاً وقد يكون غامضاً في سياق النمو السريع لتدفقات رأس المال إلى الدول النامية والأسواق الناشئة وتوسيع دائرة شركائها التجاريين.

أولاً: منهجية البحث

I. إشكالية البحث

بناءً على التطورات الواسعة التي شهدتها أنظمة أسعار الصرف وأهمية تأثيرها على استقرار الاقتصاد الكلي والأداء الاقتصادي تبرز أهمية طرح الإشكالية التالية:

ما هو نظام سعر الصرف الأمثل الذي يحقق التناسب بين الاستقرار الداخلي والخارجي في البلدان النامية ويسمح ببعض الحماية من مخاطر التقلب المفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال الساخنة؟

II. فرضيات البحث

تتمثل فرضيات البحث فيما يلي:

- يعمل اختيار نظام سعر الصرف الملائم على تحسين الأداء الاقتصادي ويحفز أكثر على زيادة استقرار الاقتصاد الكلي.

- تتمثل أهم مزايا نظام سعر الصرف الأكثر مرونة في جعل الاقتصاد أكثر قدرة على التكيف مع الصدمات وتفاعل معها، والذي يؤدي إلى تحقيق أداء اقتصادي أكبر.

III. أهمية البحث

تتجلى أهمية هذا الموضوع في التعرف على أهم الخيارات المتاحة أمام الدول النامية فيما يتعلق بأنظمة أسعار الصرف التي تتلاءم مع اقتصاديات الدول النامية، لتحسين الأداء الاقتصادي، لأن الهدف النهائي للسياسة الاقتصادية وبالتالي لاختيار نظام سعر الصرف هو تحقيق نمو سريع أكثر استقراراً.

VI. أهداف البحث

تسعى هذه الدراسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف أهمها:

- محاولة التعرف على محددات وواقع تطور أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية.

- تحليل مسألة الاختيار بين أنظمة أسعار الصرف البديلة بدلالة تأثير طبيعة هذه الأنظمة على الأداء الاقتصادي في ظل التحولات الاقتصادية التي يعرفها العالم.

V. منهج البحث

المنهجية المتبعة في الدراسة هي استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال استعراض بعض تجارب وعرض وتحليل البيانات وتفسيرها.

IV. هيكل البحث

تم تقسيم هذا البحث إلى جزئين، يقدم الجزء الأول التطورات الهامة في نظرية اختيار نظام سعر الصرف ويعرض الجزء الثاني اختيار أنظمة أسعار الصرف في الدول النامية.

ثانياً: التطورات الهامة في نظرية اختيار نظام سعر الصرف

قبل الخوض في البدائل المتاحة أمام الدول النامية في اختيارها للنظام سعر الصرف الأكثر ملائمة، يمكن أن نميز تصنيفات نظم أسعار الصرف وبعض التطورات الهامة في نظرية اختيار نظام سعر الصرف التي أفرزتها 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، والتي تتمثل في أهمية التطرق إلى مفهوم الثلاثية المستحيلة والعوامل المالية والضعف المالي، فقد قامت مختلف الأدبيات المعاصرة بإدراج هذه المحددات وإبراز أهميتها في تفسير اختيار نظم الصرف.

- أنظمة أسعار الصرف وفق مختلف التصنيفات I

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.

في الواقع العملي تم ملاحظة وإثبات في العديد من الدول و في مراحل مختلفة، أن نظام سعر الصرف المطبق فعليا 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 رسميا بنظام سعر صرف عائم، بينما النظام المطبق هو نظام ثابت.

ومن ناحية أخرى تتخوف الدول أيضا 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، ولكن يشير كل من Reinhart و Rogoff أن سعر الصرف الرسمي يقي المتغيرة الأساسية المستخدمة من قبل الصندوق لتحديد أنظمة أسعار الصرف.

إضافة إلى التصنيفات المعدلة والمقدمة من قبل الصندوق، هناك تصنيفات أخرى، بحث في ترتيب أنظمة أسعار الصرف المتبنية فعلياً من قبل الدول. هذه التصنيفات عرفت تحت تسمية التصنيفات الفعلية والواقعية Facto، أهمها تلك المقدمة من قبل Levy-yeyati و Sturzenegger (2002، 2005) والتصنيف المقترح من قبل Reinhart و Rogoff (2004، 2008).

استخدم Levy-yeyati و Sturzenegger (2002، 2005) طريقة إحصائية لتصنيف أنظمة أسعار الصرف على عينة 183 بلد خلال الفترة الممتدة من سنة 1974 إلى سنة 2000، باستعمال معطيات سنوية، كما قاما في سنة 2005 بإجراء بعض التعديلات على العينة المجمعة في سنة 2002، بهدف تحسين طريقة التصنيف. بالنسبة لكل بلد خصص له سنوياً 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 وأخيراً التطايير في احتياطات سعر الصرفⁱⁱ.

أما 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.

ارتكز مخطط Reinhart و Rogoff على دراسة أنظمة أسعار الصرف لعينة مكونة من 153 بلد، حيث يبين أن التصنيف الرسمي لأنظمة الصرف التي قدمها الصندوق، كانت تختلف جذرياً عن أنظمة سعر الصرف

المطبقة فعلياً من طرف البلدان، فحوالي نصف البلدان المدروسة من قبل Rogoff و Reinhart تطبق أسعار صرف مضاعفة أو متعددةⁱⁱⁱ.

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 عائم، 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.

الجدول رقم (01): سعر الصرف الثابت العائم أو سعر الصرف العائم الثابت

ما هو 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 والطبيعية

Source : Reinhart et Rogoff (2002).

تمثل المقاربة المقدمة من قبل Rogoff و Reinhart جهداً معتبراً واستثنائياً وانطلاقة كبرى جاءت في أعقاب النقائص التي اتسمت بها التصنيفات الرسمية السابقة وأتاحت مجالاً جديداً 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 دائماً بشكل قطعي عن تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، ويوضح الباحثان 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 فعلا قد يكون نتيجة غياب الصدمات الحقيقية وليس لأن النظام ثابت فعلا هذا من ناحية.

ومن ناحية أخرى مثل ما يؤكد عليه كل من Hausmann و Panizza, Stein على أن الصدمات الخارجية يمكن أن تقود إلى خلق بعض الأخطاء في عملية تحديد الطبيعة الحقيقية لنظام سعر الصرف، حيث قد تكون الأنظمة الثابتة محلا 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 معينة^{iv}. وبالرغم من الانتقادات والملاحظات الموجهة إلى التصنيفات الفعلية، فقد اعتبرت نقطة تحول هامة في الدراسات التحليلية المتعلقة بأنظمة أسعار الصرف الفعلية التي تباشرها مختلف الدول وعلاقة هذه الأنظمة بالأداء الاقتصادي الكلي.

. معضلة الثلاثية المستحيلة II

قدم 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. إنه يوضح الصعوبات التي تعترض الدول في الاحتفاظ بثلاثية العناصر المركزية للنظام النقدي الدولي: ثبات أسعار الصرف حركة رؤوس الأموال، واستقلالية السياسة النقدية^v.

تضع المعضلة الثلاثية أمام السلطات اختيار تحقيق هدفين فقط والتضحية بالهدف الثالث من بين ثلاثية الأهداف. ففي حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في انتهاز 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 ثقل 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.

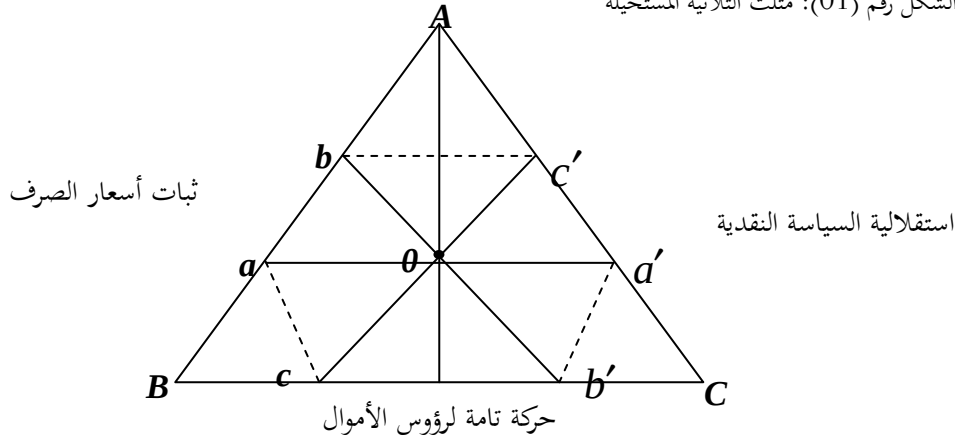
في حالة اختيار نظام سعر صرف ثابت مع الرغبة في تحقيق الحرية الكاملة لانتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، لن يستطيع صانعو السياسات تطبيق سياسة نقدية مستقلة موجهة لتحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية نظراً لأن تحركات السياسة النقدية ستقتصر على أغراض الدفاع عن سعر الصرف الثابت في مواجهة أي تغيرات في أسعار الفائدة العالمية، وبالتالي تفقد السياسة النقدية فعاليتها في التأثير على المتغيرات الاقتصادية مثل الإنتاج

الحقيقي والبطالة بسبب فقدان أدوات تعديل الصدمات الخارجية والداخلية^(٦)، وهذا ما يجعل هذا الاختيار مكلفاً بالنسبة للاقتصاد والنظام المالي بشكل خاص^{vi}.

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 والانتقال إلى الحرية الكاملة للاقتصاد.

يوضح مثلث Mundell، أنه من الاستحالة الأخذ بأسعار صرف ثابتة، حركة تامة لرؤوس الأموال وسياسة نقدية في آن واحد^{vii}.

الشكل رقم (01): مثلث الثلاثية المستحيلة



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

III. 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 كانت معظم البلدان التي أملت بما الأزمات تتبع أسعار صرف مربوطة، وبناء على ذلك، طرح العديد من المراقبين وجهة النظر الثنائية القطب القائلة بأن الخيارين الوحيدين لهذه البلدان هما إما الربط الجامد الفائق أو التعويم. غير أن البلدان الناشئة تواجه جملة من المشاكل الخاصة، تجعل هذا التقسيم الثنائي البسيط أكثر صعوبة وبشكل خاص تتعرض هذه البلدان إلى ما يسمى بمشكلة "الخطيئة الأولى" Pécché original وعدم تطابق العملات Currency Mismatch.

^(٦) مختلف أدوات التسوية هي: سعر الصرف، سعر الفائدة، المجمعات النقدية، الاحتياطات ...

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 والنامية بشكل خاص. تعتبر الخطيئة الأولى من بين أهم العوامل المحددة لاختيار أنظمة أسعار الصرف في الاقتصاديات الناشئة في الوقت الحالي لارتباطها الوثيق بالخصائص المالية لهذه 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 بعمليتها الخاصة، وفي ظل ذلك يكون الاقتصاد عرضة لتراكم ديونه بالعملة الأجنبية، والذي قد ينعكس سلباً على الاستقرار المالي وعلى سياسات الاقتصاد الكلي في البلد.

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

ويعرف Stein و Panizza، Hausman تضارب وعدم تطابق 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.

يرى Calvo و Reinhart 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 الماضي.

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 العملات^{ix}.

حسب Valasco و Mussa فإن إصرار السلطات النقدية على ترك العملة عائمة داخل هوامش محدودة، لا يشجع كثيراً 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، فأنهم لا يترددون في التحوط من هذه المخاطر^x.

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 إلى منح قروض

بالدولارات إلى مؤسسات تدر دخولا بالعملة المحلية، هذه المؤسسات لا تستطيع أو لا تشاء هي أيضا في 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، لا اعتبارهم أن الاقتصاد في ظل حصة وافرة من الديون المترتبة عليه بالعملات الأجنبية يكون احتمال تلقيه لأزمة ذاتية التحقق كبيرا، 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.

تشير التجارب إلى أنه في إطار الحركة القوية والمتنامية لتدفق رؤوس الأموال تتعرض الدول إلى ظاهرة تغير اتجاه تدفق رؤوس الأموال نحو الخروج المفاجئ محدثة هزات عنيفة في الأسواق والاقتصاد^{xi}.

ما يمكن استنتاجه من خلال هذا التحليل هو أهمية إدراج العوامل المالية والضعف المالي، كمتغيرات محددة في اختيار نظام سعر الصرف. يشير التحليل من ناحية إلى إيجابية مرونة سعر الصرف لجعل الأعوان الاقتصاديين يأخذون في اعتبارهم بشكل حدي المخاطر المرتبطة بالاستدانة الخارجية، 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 العرض يشير إلى إيجابية 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.

ثالثا: 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 مؤخرا حول إصلاح النظام المالي الدولي، وذلك بسبب تأثير هذه الأنظمة على العوامل الخارجية والأزمات المالية والنقدية وتأثيرها بها. في البلدان المندمجة بشكل وثيق في الأسواق المالية العالمية، تعتبر أنظمة الربط القابلة للتعديل بشكل متزايد من أكبر المسببات للاضطرابات والأزمات. لذلك، غالبا ما تقدم

المشورة من جهات عديدة الدول 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، وبعبارة أخرى، فمن المستحسن اختيار الأنظمة القطبية بدلا من الأنظمة الوسيطة القابلة للتعديل.^{xii}

I. الأنظمة الثابتة القابلة للتعديل

إن انهيار نظام أسعار التعادل لبروتن وودز، وأزمة النظام النقدي الأوروبي في سنة 1992-1993 والأزمات الأسواق الناشئة كان سببها المباشر 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 الدولية.^{xiii}

أعتبر تبني نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل من بين الأسباب الأساسية المحدثة للأزمات المالية التي عصفت بالدول الناشئة مثل المكسيك تايلنديا، اندونيسيا، كوريا الجنوبية، روسيا والبرازيل وغيرها. 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 في الدول الناشئة، أثبتتها التجارب 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 مجالا واسعا لإمكانية التحكيم بين المستثمرين والمقرضين الدوليين لتحقيق المردودية المثلى وتدافع المؤسسات على الاقتراض من الخارج بغية تقليل تكاليفها، ومن جهة أخرى نتيجة توفر الضمانات للمقرضين والمقرضين الدوليين في الأنظمة الثابتة هذا شجع أيضا على الاقتراض والإفراض بطريقة غير حذرة وما قد ينجر عن ذلك من مخاطر على الاقتصاد المحلي Alea Moral، كما تسمح الضمانات أيضا في الأنظمة الثابتة بقيام عمليات المضاربة دون تعرض المضاربين للمخاطر مما يجعل المضاربة تقود إلى زعزعة الاستقرار.^{xiv}

قد استعانت الكثير من الدول النامية خاصة في أمريكا اللاتينية بالنظام الثابت القابل للتعديل للتحكم في معدلات التضخم ولكنها اكتشفت وواجهت صعوبة التصحيح الذي خلف الكثير من الاضطرابات، أهمها خروج رؤوس الأموال إلى الخارج وخلق أزمة سيولة، مما يدفع بالسلطات النقدية على زيادة الصرامة في السياسة النقدية لتنتهي هذه الوضعية عاجلاً أو آجلاً باتجاه السلطات نحو التخلي عن النظام وخلق أزمة اقتصادية قد تكون خانقة.

II. نظام التعويم

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. تجارب الدول الناشئة والنامية 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 باستقلالية السياسة النقدية.

تسيير سعر الصرف في الدول الناشئة والنامية التي تعلن عن تبني نظام سعر الصرف العائم يكشف كذلك عن معلومات ضرورية عن ظاهرة التخوف من التعويم، لغرض توضيح ذلك استخدام كل من Hausmann و Panizza و Stein ثلاثة متغيرات التي تتمثل في احتياطات سعر الصرف الدولية، أسعار الفائدة ومعدلات انخفاض العملة المحلية على مجموعات مختلفة تتشكل من الدول النامية، الناشئة بشكل خاص والدول المتقدمة كما يوضحه الجدول التالي^{xv}.

الجدول رقم (02): تطاير النسبي لأسعار الصرف حسب مجموعة من الدول (يناير 1997 – 1999)

M2 احتياطات الصرف /	تقلب انخفاض العملة مقسوم على تطاير:		
	احتياطات الصرف	أسعار الفائدة	
G3 الدول المتقدمة	0,06	17,55	201,60
دول صناعية أخرى	0,15	5,07	38,42
الأسواق الناشئة	0,37	1,76	15,65
دول نامية أخرى	0,21	0,82	11,06
دول أمريكا اللاتينية	0,42	1,12	9,74
دول شرق آسيا	0,39	2,63	22,23
كل الدول	0,25	4,18	40,57

Source: Hausmann, Panizza et Stein, 2001.

العينة المستخدمة في الدراسة تضم الدول المتبينة للنظام العائم، ويوضح الجدول أسفله سلوك المتغيرات المستخدمة في الدراسة، والتي يظهر اختلافها حسب الدول العينة، العمود الثاني من الجدول يوضح أن نسبة الاحتياطات الدولية إلى المجموع النقدي M2 التي تقيس 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 تماماً من ذلك، نجد الدول الناشئة تحوز بمبالغ 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).

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. النسبة المسجلة في الدول الناشئة لا تمثل إلا عشر النسبة المسجلة في المجموعة G3 وتمثل 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. وتعبير آخر يظهر أن مقدرة الدول على ترك العملة عائمة في السوق يتوقف على درجة تقدم هذه الدول^{xvi}. 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.

الدول الناشئة من خلال النسبة المسجلة يتضح 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. فحسب Calvo و Reinhart 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، وربما يتم ذلك ستسود ترتيبات أخرى لأنظمة الصرف في البلدان النامية.

III. الأنظمة الثابتة

يبدو أن الدول الناشئة والنامية 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 الدولية الكاملة أو الجزئية أو الاتحادات النقدية. في نهاية سنوات التسعينيات، أقدمت 45 دولة من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي بتبني أنظمة التثبيت الصارمة، من ضمنها 37 دولة (من بينها دول منطقة اليورو) لم تكن لها عملة رسمية مستقلة، أما باقي هذه المجموعة خاصة الأرجنتين (قبل عام 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. وتبنت السلفادور، إكوادور وغواتيمالا الدولار الأمريكي كعملة رسمية لها. بشكل عام هناك 28 حالة من دولرة (اليوروبية) من بنما (USD) إلى موناكو (EURO)^{xvii}.

هذه الحلول تبدو بشكل خاص ملائمة للدول التي لها تاريخ طويل من الاضطرابات النقدية، التضخم واختلال في الميزانية العامة.

تتطلب هذه الأنظمة إلغاء دور البنك المركزي وتخليه عن قيادة سياسة نقدية مستقلة وكذا مهمة مقرض الملاذ الأخير، ويصبح سعر الصرف الاسمي مجرد من أي دور كأداة تصحيح وتكيف جميع وسائل السياسة الاقتصادية للعمل على الحفاظ على سعر صرف ثابت أو الحفاظ على نظام الدولة. هذه القواعد والقيود الإجبارية هي التي تضمن بالضبط المصادقية الضرورية في هذه الأنظمة وتحقق نجاحها. والتي تعني استعداد السلطات للادعاء 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 الدولة تتوفر إمكانية وسهولة المقدرة على الاقتراض من الخارج بالعملة الرسمية في البلد وبالتالي التخلص من مخاطر الخطيئة الأولى وتضارب العملات.

ومع ذلك، بالنسبة لمعظم الدول النامية، فإن مجالس العملة أو الدولة غير قابلة للاستمرار على المدى الطويل. وإن كان من الممكن أن تساعد على استعادة المصادقية بسرعة، بعد فترات طويلة من الاضطرابات النقدية التسبب المالي والتضخم. الأنظمة الثابتة الصارمة لا تعتبر ملاذًا آمنًا لهذه الاقتصاديات من الصدمات المالية والحقيقية، وهذا ما أثبتته التجارب السابقة سواء في مراحل سريان معيار الذهب أو في ظل هذه الأنظمة. في هذا الإطار حتى عندما تكون الأسعار والأجور مرنة نسبيًا يمكن أن تكون عملية التصحيح والتكيف مع الصدمات مكلفة جدًا، لأن باستبعاد أداة سعر الصرف، تصبح الطريقة الوحيدة لتصحيح قيمة العملة من حيث القيمة الحقيقية هي تخفيض الأجور الاسمية و لا يكون ذلك ممكنًا بدون تخفيض الطلب الكلي وزيادة البطالة.

VI. الأنظمة الوسيطة الأكثر مرونة

وفقا لتحليل Eichengreen تدفع العولمة إلى تبني الحلول الركنية، ففي النظم الوسيطة، أين كان النظام النقدي الأوروبي ينظر إليه كنموذج أصلي، لم يعد قابلا للاستمرار في بيئة يتحول فيها ما يقارب 1,2 تريليون دولار يوميًا من عملة إلى أخرى، في حين أن احتياطات البنوك المركزية منفردة نادرًا 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.

يظهر مما سبق أن الأنظمة الوسيطة محدودة المرونة غير قابلة للاستمرار في الدول الأكثر انفتاحًا على تدفقات رؤوس الأموال، كما أن الحلول الركنية تعتبر إشكالية في الدول النامية والناشئة، وجدير بنا أن نتساءل هل هناك نظام يكون مناسبًا للبلدان النامية أو الناشئة؟ بهدف الإجابة على التساؤل، سوف نقوم بالتطرق إلى المقترحات المقدمة من قبل Williamson و Goldstein لعلها قد تكون أحد الحلول ملائمة لإمكانيات وظروف الدول النامية والناشئة تماشيًا 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 وعميق أسواقها.

1.VI 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 يضل سعر الصرف ضمن هامش تقلب متناظرة وكبيرة نسبيًا وتكون الأسواق وجمهور المتعاملين على اطلاع بحجم التغيرات المسموح بها في سعر الصرف، وبالتالي يترب 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 الحقيقي^{xviii}.

2.VI 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 الصرف^{xix}.

نظام سعر الصرف القائم المدار يعتبر حلاً أكثر كفاءة من الناحية الاقتصادية من النظام القائم الحر بالنسبة للاقتصاديات الناشئة المندجة 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. أوجه التشابه بين النظامين، تكمن في إعطاء أولوية خاصة للاستقلال في تسيير وقيادة 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 أساسًا على استهداف معدل

تضخم داخلي كركيزة اسمية للسياسة النقدية. هذا النظام يتيح 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 بالتدخل في سوق الصرف عن طريق السياسات المختلفة للحد من التقلبات المفرطة في سعر الصرف طالما يكون معدل التضخم المستهدف مكفولاً، في حالة التعارض بين المهدفين يحسم في النهاية لهدف تحقيق الاستقرار.

هذه الخصائص تظهر هذا النظام كنظام أمثل في الاقتصاديات المدروسة 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 وأيضاً 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 عائماً 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 الآخر يتمثل في الحد من مشكلة عدم تطابق العملات Currency mismatch. وقد تكون تدابير الحد من عدم تطابق 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، نظراً لدرجة العالية في الانفتاح التجاري والانفتاح المالي على حساب رأس المال في هذه الاقتصاديات، وأيضاً 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 بتخفيض الحد من مخاطر تضارب في العملات.

كما أوضح Goldstein يكون خطر سعر الصرف مرتفعاً في هذه الاقتصاديات بسبب غياب وجود سياسات نقدية تتمتع بالثقة والمصادقية 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 كنتيجة حتمية لذلك في تطوير وتعميق الأسواق المالية^{xx}.

خاتمة

أدت الموجات الأخيرة من الأزمات في الاقتصاد العالمي إلى توجيه الانتباه إلى أن أسواق رأس المال المفتوحة والاستقلال النقدي وعمليات الربط لا تتسق مع بعضها البعض، وبناء على ذلك طرح العديد من المراقبين وجهة النظر ثنائية القطب والتي تشير إلى اختيار الربط الجامد أو التعويم الحر، غير أنه بالرغم من استبعاد أزمات العملة في حالة أنظمة الربط الجامد مثل مجالس العملة أو الدولار، إلا أن احتمال حدوث الأزمات المصرفية يبقى قائماً في هذه الأنظمة 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.

وفي الأخير وعلى ضوء ما تم عرضه من خلال هذه الدراسة، يمكن تقديم التوصيات والاقتراحات التالية:

- 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 لأن هذه الأنظمة لا يمكن أن تتعايش مع الحركة التامة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.

- إيجابية أنظمة أسعار الصرف الوسيطة واسعة النطاق في الدول النامية لأن المرونة تسمح بالقيام بدور مقرض الملاذ الأخير والتثبيت يسمح بالعمل على استقرار قيمة العملة المحلية في مواجهة العملات الأجنبية كما أن هذه الأنظمة تتلاءم مع تدفق رؤوس الأموال والسياسة النقدية المستقلة قصد مكافحة التضخم عن طريق سياسة استهداف التضخم.

- ضرورة تنمية وتعميق الأسواق المالية في البلدان النامية والرفع من درجة كفاءتها والأخذ بآليات تطوير القطاع المالي.

- ⁱ Frankel A. Jeffrey, « Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economics », NBER Working Paper No.10032, 2003, p.06.
- ⁱⁱ Levy Yeyati. E , Sturzenegger. F, « Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words», European Economic Review 49, 2005.p.05.
- ⁱⁱⁱ Reinhart. CM, Rogoff, M, « The modern history of exchange rate arrangement: a reinterpretation», Quarterly Journal of Economics, 119/1: 1-48, 2004, p.03.
- ^{iv} 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.
- ^v Jean-pierre Allégret, «Les régimes de change dans les marchés émergents », librairie Vuibert, Paris, 2005, p.13.
- ^{vi} 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.
- ^{vii} Dominique Plihon, « les taux de change», édition la découverte, Paris, 2001, p.78.
- ^{viii} Eichengreen, B. Hausmann, R and Panizza. U ,«Currency mismatch, debt intolerance and original sin», NBER WP n° 10036,2003, p.05.
- ^{ix} Sfia, Mohamed Daly, « Le choix du régime de change pour leséconomies émergentes »,MPRA: Munich PersonalRePEc Archive,Mai ,2007,p.31.
- ^x Krugman, P ,«Balance sheets, the transfer problem, and financial crises»,Cambridge, MIT, department of Economics, 1999, p04.
- ^{xi} Bacchetta, P,«Monetary policy with foreign currency debt», Lausanne, Switzerland, University of Lausanne, Study Center Gerzen, 445–456, 2000, p.14.
- ^{xii} Bénassy-Quéré. A, « Régimes de change : avec ou sans sucre ? », la lettre du CEPII, n°191, 2000, p.11.
- ^{xiii} Eichengreen. B, « L'expansion du capital : une histoire du système monétaire international », Ed L'Harmattan, 1997, p.172.
- ^{xiv} Yves. Simon, Delphine. Lautier, « Finance internationale »,9^eédition, Ed.Economica, Paris, France, 2005, p.115.
- ^{xv} Hausmann. R, Panizza.U et Stein.E, « Why do countries float the way they float? », Journal of Development Economic, vol.66, 2001,p.388.
- ^{xvi} Hausmann. R, Panizza.U et Stein.E, « Why do countries float the way they float? », Op.cit, p.388.
- ^{xvii} Philippe d'Arvisenet, « Finance internationale », Dunond, Paris, France, 2004. p.211.
- ^{xviii} Williamson J, « Exchange Rate Regimes for Emerging Market: Reviving The Intermediate Option », Institute for International Economics, 2000, p.17.
- ^{xix} Goldstein. M, « Managed floating plus », International Economics, Washington, Institute for International Economics, 2002, p.28.
- ^{xx} Goldstein M, op.cit, p.33.