

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

### Controversy on the corner hypothesis of exchange rate regimes

بلول محمد الصالح	مسعودي زكرياء	عزي خليفة
جامعة حمة لخضر- الوادي	جامعة حمة لخضر- الوادي	جامعة حمة لخضر- الوادي
Beloul.sallah@gmail.com	pr.zakaria.messaoudi@gmail.com	k.azzi39@gmail.com
Received: 30/10/2018	Accepted:30/11/2018	Published:30/12/2018

#### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف التي تنص على استبعاد الأنظمة الوسيطة، ورغم بروز هذه الفرضية إلا أنها مازالت تواجه معارضة من بعض الاقتصاديين، إذ يحتج مؤيدي هذه الفرضية على وجه الخصوص بفرضية الثلاث المستحيل، التي تنص على أنه لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاث نتائج ممكنة: قابلية حركة رأس المال، استقلالية السياسة النقدية، واستقرار أسعار الصرف.

في حين يحتج معارضي هذه الفرضية بأن أنظمة أسعار الصرف الوسيطة مازالت قابلة للاستمرار، لأنها تسمح بأن توجه السياسات إلى الحد من الاختلالات، وهو ما لا يمكن أن يدعيه أي من الحلين المتطرفين، كما يحتج مؤيدي الأنظمة الوسيطة بظاهرة الخوف من التعويم التي تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة.

الكلمات المفتاحية: فرضية الركن، سعر الصرف، أنظمة سعر الصرف، أنظمة سعر الصرف الوسيطة، الخوف من التعويم.

تصنيف JEL: E31, E42.

#### Abstract:

This study aims to analyze the debate on the corner hypothesis of exchange rate regimes that presupposes the exclusion of intermediary systems. Although this hypothesis is emerging, it still faces the opposition of some economists. Proponents of this hypothesis argue in particular the hypothesis of the impossible trinity, Countries can choose only two of three possible outcomes: capital mobility, monetary policy independence, exchange rate stability, Opponents of this hypothesis argue that intermediate exchange rate regimes are still continuation because they allow policies to reduce imbalances, which can not be claimed by any of the two radical solutions. Proponents of intermediary regimes also argue the phenomenon of fear of floating that leads to devaluation the currency.

**Keywords:** Corner hypothesis, Exchange rate, Exchange rate regime, Intermediate exchange rate regimem Fear of floating.

**JEL Classification:** E31, E42.

\*مرسل المقال: عزي خليفة

يتركز أغلب النقاش في الأدبيات الاقتصادية على الاختيار بين النظام الثابت والنظام المرن، نظرا لانتشار الفكرة الشائعة بتفضيل النظامين القصويين، والتي تدعى بـ: منتصف التجويف أو حلول الزاوية أو فرضية الركن أو رأي القطبين، وتشير تلك النظرية إلى أن نظام الصرف المرن وسعر الصرف الثابت تملما والذي يسانده اتحاد العملة ومجلس العملة أو تسانده الدولار هما الأكثر احتمالا للنجاح وتحقيق النمو الأعلى في حالة تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية، ومع ذلك يقع عدد كبير من الأنظمة الوسيطة بين النظامين القصويين يتم تبنيها بشكل متزايد من قبل الدول النامية، وبالتالي يدعو ذلك إلى طرح الإشكالية الرئيسية التالية: ما المقصود من فرضية الركن لأنظمة سعر الصرف؟، لتنبثق عن هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة: ما هي أنواع الأنظمة الوسيطة؟، وماهية أسباب الاندفاع إلى تبنيها؟، وما هي الفرضيات التي يستند إليها كل من مناهضي ومؤيدي تلك الأنظمة؟.

سوف نحاول الإجابة على الأسئلة السابقة من خلال بتقسيم هذه الورقة إلى ثلاثة محاور:

- أولا: أنواع أنظمة الصرف الوسيطة؛

- ثانيا: فرضيات مؤيدي فرضية الركن؛

- ثالثا: دوافع تبني الأنظمة الوسيطة.

أولا- أنواع أنظمة الصرف الوسيطة:

تشمل الأنظمة الوسيطة المستبعدة: الربط القابل للتعديل، وهو الترتيب الذي تجسد في نظام ما بعد الحرب في بريتون وودز، والذي بمقتضاه يكون للدولة سعر صرف ثابت ولكنها تحتفظ بالحق في تغييره في الأوضاع المتطرفة ( الاختلال الجوهري )، والربط إلى سلة عملات، ونطاق وزحف أسعار الصرف.

1-1- أسعار الصرف القابلة للتعديل ( نظام بريتون وودز):

قبل نهاية الحرب العالمية الثانية بدأ التفكير في تنظيم العلاقات الاقتصادية الدولية، وذلك للظروف التي كان يتخبط فيها العالم بأسره، من عدم استقرار أسعار الصرف بين العملات وتدهور شروط التجارة الدولية وتعثر عمليات الدفع والتسوية الدولية، وكذا مشكلة البطالة في الدول الرأسمالية ومشكلة التنمية الاقتصادية بالدول النامية، أضف إلى ذلك مشكلة التضخم والتي تحولت من ظاهرة محلية إلى سمة دولية ملازمة للأداء الاقتصادي العالمي.

لهذه الأسباب مجتمعة، وتفاديا للأوضاع السابقة الذكر، تم عقد مؤتمر دولي في بريتون وودز بمدينة نيوهامبشير الأمريكية في جويلية عام 1944 وشاركت فيه 44 دولة تمثل أغلب شعوب العالم، وذلك من أجل إيجاد الصيغة الجديدة الملائمة لإدارة النظام النقدي الدولي.

دار النقاش حول طبيعة الهيمنة في داخل رأس المال الدولي، حيث كان الصراع بين رأس المال البريطاني في سبيل استبقائه على الأقل على بعض هيمنته على الاقتصاد الدولي، مع رأس المال الأمريكي الذي يريد تأكيد هيمنته على الاقتصاد الدولي فيما بعد الحرب العالمية الثانية، وبدأ تنظيم السوق الدولية بمشروعين أحدهما بلوره الاقتصادي الإنجليزي الشهير " جون مينارد كينز " وتضمن إنشاء اتحاد للمقاصة، والآخر بلوره الاقتصادي الأمريكي " هاري هويت " وكيل وزارة المالية الأمريكي، وانتهى الأمر في اتفاقية بريتون وودز بغلبة المشروع الأمريكي في تحديد معالم نظام النقد الدولي وذلك نظرا لقوة اقتصاده، وحاجة الدول الحاضرة إلى المساعدات الأمريكية بسبب الدمار الذي لحقها من جراء الحرب. ولقد انبثق عليه إنشاء مؤسستين تسهران على الائتمان الدولي:

- ائتمان قصير الأجل: يقوم به صندوق النقد الدولي.  
 - ائتمان طويل الأجل: يقوم به البنك الدولي للإنشاء والتعمير (البنك العالمي حالياً).  
 بإنشاء صندوق النقد الدولي أتى اتفاق بريتون وودز بنظام نقدي دولي جديد أطلق عليه نظام استقرار الصرف. وقد حاول ذلك الاتفاق عن طريق هذا النظام أن يوفق بين أمرين متناقضين: ثبات أسعار الصرف، بما يعنيه من ضرورة علاج الاختلال في ميزان المدفوعات عن طريق الانكماش وانخفاض مستوى العمالة في دولة العجز؛ وحرية الصرف، بما تعنيه من استقلال الدولة في إتباع السياسة الاقتصادية والمالية والنقدية المناسبة للأوضاع التي يمر بها الاقتصاد المحلي بهدف استقرار مستوى النشاط الاقتصادي عند مستوى العمالة الكاملة<sup>(1)</sup>.

يتلخص جوهر هذا النظام في جعل أسعار الصرف مستقرة عند أسعار التعادل للعملات<sup>(\*)</sup>، إذ يتم بموجبه تثبيت أسعار الصرف حول قيمة تعادل معلنة مع السماح لها بالتأرجح في مستويات مختلفة بحسب حالة ميزان المدفوعات، فهي ثابتة لكنها غير جامدة عند مستوى واحد، إذ يتم السماح لسعر الصرف بالتقلب إلى حدود 1% صعوداً أو نزولاً عن سعر التعادل لعملة معينة باتجاه عملة أخرى، بما لا يترتب عليه الدخول في حلقة مفرغة من التخفيضات المتبادلة لأسعار الصرف وأساليب «إفقار الجار» الناجمة عن التدخل في أسواق الصرف. ولقد نصت الاتفاقية أيضاً على التزام كل دولة عضو بتحديد قيمة ثابتة لعملة الوطنية أو سعر التعادل بالنسبة لوزن محدد من الذهب أو وحدات من الدولار الأمريكي، ولذلك عرف هذا النظام أيضاً بقاعدة الذهب - الدولار، حيث التزمت الولايات المتحدة الأمريكية بتحويل الدولار إلى ذهب على أساس سعر ثابت (35 دولار للأوقية) وذلك لمن يرغب من البنوك المركزية التي تحتفظ بأرصدة دولارية.

لقد اعتمد استقرار نظام بريتون وودز على مدى استقرار الدولار الأمريكي، ففي خلال عقد الخمسينات من القرن الماضي لم يشهد النظام اختباراً حقيقياً نظراً لما شهده العالم من ظاهرة «ندرة الدولار» حيث كان الطلب العالمي على الدولار في فترة ما بعد الحرب شديداً بالمقارنة مع الأرصدة المتاحة منه، مما حافظ على استقرار قوته الشرائية الخارجية، بالإضافة إلى استقرار قوته الشرائية في الداخل، هذا إلى جانب إتباع أغلب الدول الأعضاء لأساليب الرقابة على الصرف الأجنبي وتقييد تحويل العملات.

أما الاختبار الحقيقي للنظام فكان خلال عقد الستينات حين ظهرت دول أوروبا الغربية واليابان كقوة اقتصادية لها تأثيرها على الظروف الاقتصادية الدولية، ومنافساً للولايات المتحدة الأمريكية التي عانت خلال تلك الفترة من عجز مستمر ومتزايد في ميزان مدفوعاتها إلى جانب تزايد حجم استثماراتها الخارجية مما تسبب في تزايد حجم الأرصدة الدولارية التي تحتفظ بها البنوك المركزية في دول العالم بالمقارنة برصيد الخزانة الأمريكية من الذهب وهو ما عرف بمشكلة «وفرة الدولار»، وكان من الطبيعي في ظل تلك الظروف أن يرتفع سعر الذهب في مواجهة الدولار نتيجة زيادة الطلب عليه بغرض التخلص من الأرصدة الدولارية<sup>(2)</sup>.

أمام هذا الوضع اضطرت حكومة الرئيس الأمريكي ريتشارد نيكسون في 15 أوت 1971 إلى إعلان وقف تحويل الدولار إلى ذهب، وفرضت 10% زيادة ضرائب على جميع السلع الواردة للولايات المتحدة، وفي نفس الوقت فرضت قيوداً على الأجور والأسعار في الاقتصاد الأمريكي في محاولة لاحتواء التضخم المحلي الصاعد، وكانت تلك الإجراءات بمثابة المؤشر على نهاية نظام بريتون وودز ونظام قاعدة الذهب الذي بدأ العمل به منذ الحرب العالمية الثانية<sup>(3)</sup>.

حاولت الدول المتقدمة ممثلة في لجنة العشرة<sup>(\*)</sup> في ديسمبر سنة 1971 إنقاذ نظام بريتون وودز فعددت اتفاقية سميثونيان بواشنطن التي نصت على زيادة حدي التقلب حول سعر التعادل إلى 2.5% وذلك لإضفاء قدر من المرونة لأسعار

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

الصرف، ولكن هذه المحاولات قد باءت بالفشل لينهار النظام تملهما في مارس 1973 عندما لجأت أغلب الدول المتقدمة إلى تعويم عملاتها.

بسبب العيوب التي كانت تكتنف نظام الربط القابل للتعديل، إضافة إلى أن هذا النظام كان معرض بطبيعته لأزمات المضاربة في ظل الحركية المرتفعة لرؤوس الأموال، لذلك حاول الكثير من الاقتصاديين أن يضعوا تصميمًا لأنظمة تتضمن قدرًا كافيًا من المرونة لتجنب حدوث الاختلالات وللتيقن من أن السلطات لن تجد نفسها في وضع لا يسمح للسوق إلا بالسير في اتجاه واحد. وقد أدى ذلك إلى الكتابات التي ظهرت في أواخر الستينيات من القرن الماضي عن الربط الزاحف والنطاقات الأعرض، ثم أدى في الثمانينات إلى الأعمال المتعلقة بالمناطق المستهدفة. وقد أطلق Dornbusch and Park على هذه الأنظمة وصف «قواعد الـ BBC» حيث تمثل الحروف الثلاثة الكلمات الإنجليزية Basket, Band, Crawl أي سلة (العملات)، نطاق، وزحف (أسعار الصرف) <sup>(4)</sup>.

### 2-1- سلة العملات:

إن المشكلة الرئيسية عند تطبيق أنظمة أسعار الصرف الثابتة الصارمة، هي أنه في وسط عالم من أسعار الصرف المعومة يصبح الربط بعملة ما تعويمًا تجاه معظم العملات الأخرى. ولا تعتبر هذه مشكلة بالنسبة للدول التي تركز تجارتها جغرافيًا والتي تربط عملتها بعملة شريكها التجاري الرئيسي؛ وعدا ذلك، فإن تذبذب أسعار الصرف بين العملات المختلفة قد يسبب أضرارًا خطيرة كما اكتشفت اقتصاديات شرق آسيا المثبتة تجاه الدولار في 1997، وذلك عندما تسبب ارتفاع الدولار مقابل الين الياباني في ارتفاع هائل في أسعار الصرف الحقيقية الفعالة للعديد من دول شرق آسيا، مما مهد لحدوث الأزمة الآسيوية. ولا شك أن جزءًا من المشكلة راجع لقيام تلك الدول بربط عملتها، سواء بصورة مشروعة أو غير ذلك، بالدولار بينما كانت تجارتها تتسم بقدر معقول من التنوع.

إحدى الطرق للتغلب على ما تقدم هو الربط بسلة من العملات وليس عملة واحدة فقط، تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين. فمن حيث المبدأ على الأقل، قد يساعد هذا الإجراء على تأمين الدول ضد تقلبات أسعار الصرف للعملات المختلفة، كما من شأنه عزل الدول إلى حد كبير عن الاضطرابات التي تحدث في التنافس التجاري، والنتائج، والتضخم الناشئ من التقلبات العشوائية في أسعار صرف العملات الرئيسية الأخرى.

ومن مزايا هذا النظام أيضًا: <sup>(5)</sup>

✓ تعزيز القدرة التنافسية التجارية: إن المنفعة الأكثر وضوحًا من نظام سلة العملات هو دورها في الحفاظ على القدرة التنافسية التجارية مستقرة نسبيًا حيث أنه إذا كانت عملية التصدير إلى دولة واحدة فقط، وليس هناك منافسين آخرين من البلد المستورد فإنه يكفي ربط العملة بعملة المستورد للحفاظ على القدرة التنافسية التجارية؛ ولكن في الواقع، لدينا العديد من وجهات التصدير والعديد من المنافسين في جميع أنحاء العالم؛ إضافة إلى ذلك، تغيرات تركيبة البلدان المستوردة مع مرور الوقت، وبالتالي فإن نظام سلة العملات يعتبر أفضل الأنظمة للحفاظ على القدرة التنافسية التجارية.

✓ تأثيرات على تدفق رؤوس الأموال: إن الربط إلى عملة واحدة يسبب المزيد من تدفقات رأس المال مما يكون تحت سلة عملات أو تعويم نظام أسعار الصرف. إن تدفق رؤوس الأموال في حد ذاته يعزز النمو بالنسبة للدول الناشئة، لكن تدفقات رأسمالية ضخمة قد تشكل خطرًا عليها، وذلك بسبب الانعكاس المفاجئ في اتجاه تدفقات رؤوس الأموال الذي يبقى كاحتمال وارد، واعتماد نظام سلة العملات سوف يساهم في اعتدال تدفقات رؤوس الأموال.

✓ تأثيرات على الناتج المحلي الإجمالي: يعتبر نظام سلة العملات من أفضل الأنظمة التي تساهم في تحقيق الاستقرار في الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بنظام الدولار وأنظمة الصرف المرنة.

إضافة إلى المزايا السابقة يذكر KUNITOMO et al أن نظام ربط العملة بسلة عملات يقلل أولاً من مخاطر الصرف؛ ثانياً يعمل هذا النظام باعتباره عامل استقرار، لأن السلة تكون بأكثر من عملة واحدة وهذا ما يساهم في الحفاظ على توازن الاقتصاد الإقليمي. وأخيراً فإن نظام ربط العملة بسلة يكون فعال ضد الانخفاض الحاد لقيمة العملة، فعند حدوث انهيار العملة، يتحكم نظام سلة عملات في معدلات التضخم، أو يفصل الأضرار الناجمة عن الانخفاض الحاد في العملة<sup>(6)</sup>. ولكن المشاكل التنفيذية التي تحول دون الربط إلى سلة عملات عديدة وتتسم بالصعوبة، إذ يجب أن تكون الأوزان المستخدمة في حساب السلة معلومة للجميع، وهو عكس الأسلوب التقليدي الذي كانت تفضله البنوك في إدارة مثل هذه السلال. وهناك حاجة لتغيير الأوزان استجابة لحدوث تعديل هيكلي. كما أن المستثمرين الأجانب يواجهون ظروف عدم التأكد حيث يجدون أنفسهم غير قادرين على توقع القيمة الخارجية لعملات الدول النامية مما يعوق تدفق رؤوس الأموال إليها. والسؤال المطروح هو: من الذي سيقوم بهذا وطبقاً لأي معايير؟ خاصة أنه من السهل أن يصبح التلاعب بالأوزان أمراً عشوائياً حتى لو قامت به بنوك مركزية مستقلة ومحترمة<sup>(7)</sup>.

### 3-1- الربط الزاحف Crawling Peg :

نظام الربط الزاحف إنما هو: "نظام لتعديل أسعار الصرف يسمح فيه بتذبذب عملة ذات سعر صرف ثابت ضمن نطاق من المعدلات. ويمكن أيضاً تعديل القيمة الاسمية للعملة المعلنة ونطاق المعدلات بشكل متكرر، ولاسيما في أوقات التقلب الشديد في أسعار الصرف. وغالباً ما تستخدم الربط الزحف للتحكم في تحركات العملات عندما يكون هناك خطر انخفاض قيمة العملة بسبب عوامل مثل التضخم أو عدم الاستقرار الاقتصادي مع شراء أو بيع منسق للعملة للسماح للقيمة الاسمية بالبقاء ضمن نطاقها بين قوسين"<sup>(8)</sup>.

تهدف الدول التي تأخذ بنظام الربط الزاحف إلى تحقيق هدفين: إدخال المزيد من المرونة في سعر الصرف المتبادل، وذلك باعتبار أن هذا النظام سوف يسمح بعكس التغيرات الأساسية في العرض والطلب على النقد الأجنبي<sup>(9)</sup>؛ والهدف الثاني من نظام الربط الزاحف هو نشر تعديل أسعار الصرف على مدى فترات طويلة من الزمن، وذلك بهدف تفادي أزمات الصرف الدورية وعدم اليقين في نظام تعديل سعر الصرف المزعج<sup>(10)</sup>.

هذا النظام الذي تم إتباعه في المجر وبولندا وكولومبيا له ميزتان على نظام الصرف الثابت، وهما<sup>(11)</sup>:

- يسمح هذا النظام بالتعديل التدريجي لأسعار الصرف قبل وصول الدولة إلى نقطة الغليان؛

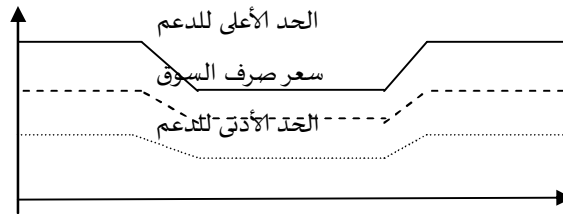
- كما يزيل هذا النظام الحرج السياسي من تغيرات كبيرة في أسعار الصرف.

يمكن أن يؤدي الإعلان المسبق لتعديلات أسعار الصرف إلى تشجيع أنشطة المضاربة، مما يدفع الدولة إلى تعديل أسعار الفائدة فيما للتخلص من تدفقات رؤوس الأموال الدافعة إلى عدم الاستقرار، فتغير ذاتي لأسعار الصرف في ظل نظام الربط الزاحف في أي يوم يمكن أن يؤدي إلى تحريك متوسط أسعار الصرف أعلى من المستوى الذي تم تحديده مسبقاً ولذا إذا ما اقترب سعر الصرف من الحد الأدنى لفترة زمنية معينة فإن سعر الصرف الثابت سوف يتم تخفيضه تدريجياً. والعكس، إذا ما اقترب سعر الصرف من الحد الأقصى لفترة زمنية معينة فإنه سوف يتم رفعه تدريجياً. وبعبارة أخرى، تعتمد قيمة العملة على العلاقة بين سعر الصرف الفعلي والحدود المسموح بها للتقلب فيها خلال فترة زمنية معينة.

## الجدول القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

كما أن تعديل أسعار الصرف قد يحدث ببطء شديد بحيث لا يساهم كثيراً في تعديل ميزان المدفوعات، وإذا حدث هذا فإن بإمكان السلطات دائماً زيادة عدد مرات تعديل أسعار الصرف أو زيادة الحد الأعلى لحجم التعديلات نفسها. يمكن توضيح نظام الصرف الزاحف بالشكل رقم (1) التالي:

الشكل رقم (1): عمل نظام التثبيت الزاحف



المصدر: موردخاي كريانين: الاقتصاد الدولي، تعريب: محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007، ص 385.

### 4-1- المناطق (المناطق) المستهدفة Target zones :

في مثل هذا النظام، يكون هناك سعر مركزي (أو سعر التعادل) ونطاق للتقلب لسعر الصرف، ويتم الإعلان عن ذلك بحيث تلتزم السلطات النقدية بإدارة الأحوال النقدية طبقاً لذلك وبشكل صارم. نظام المنطقة المستهدفة هو: "نظام سعر الصرف المتفق عليه والذي يتعهد بعض البلدان للحفاظ على سعر صرف عملتها ضمن هامش تذبذب معين أو ضمن نطاقات، هذه الهوامش يمكن تعيينها وجهاً لوجه مع عملة أخرى، أو مع سلة من العملات. ومع ذلك، يمكن انتشار هذا الهامش ويفسح المجال لنسختين مختلفتين:

- إصدار قوي: المعروف أيضاً باسم ترتيبات الربط الثابتة التقليدية؛ سعر الصرف يتقلب ضمن هامش  $\pm 1\%$  أو أقل، ويتم فيها مراجعته بشكل متكرر؛ يمكن للسلطة النقدية الحفاظ على سعر الصرف ضمن هذه الهوامش من خلال التدخل المباشر (على سبيل المثال، بيع وشراء العملة المحلية والأجنبية في السوق) أو من خلال التدخل غير المباشر (على سبيل المثال التأثير على أسعار الفائدة)؛ مرونة السياسة النقدية أكبر من الترتيب الآخر؛
- إصدار ضعيف: المعروف أيضاً باسم أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات أفقية؛ في هذه الحالة، فإن سعر الصرف يتقلب أكثر من  $\pm 1\%$  حول معدل مركزي ثابت؛ وهناك درجة محدودة من السلطة التقديرية للسياسة النقدية " (12).

يهدف هذا النظام إلى تحقيق أربعة أغراض<sup>(13)</sup>؛ الغرض الأول هو التأكد من أن السلطات لن تلجأ إلى محاولة الدفاع عن سعر صرف غير توازني، نظراً إلى أن لا أحد يتصور أنه سيكون من الممكن تقدير سعر الصرف التوازني بدقة؛ والغرض الثاني هو السماح بتصحيح سعر التعادل (مركز النطاق) حتى يتسق مع أساسيات الاقتصاد، وبدون إثارة التوقعات بإحداث تغييرات تقديرية في أسعار الصرف التي قد تزعزع استقرار الأسواق؛ والغرض الثالث هو إتاحة المجال لسياسة نقدية مستقلة، تستخدم لمواجهة التقلبات الدورية عندما تجد الدولة أن دورتها الاقتصادية غير متوافقة مع المعايير العالمية؛ والغرض الأخير، هو مساعدة الدولة على مواجهة التدفقات الكبيرة ولكنها مؤقتة من رؤوس الأموال الداخلة إليها. السلطات النقدية في البلدان ذات العملات الضعيفة لها ثلاث آليات أساسية متوفرة للدفاع عن عملتها<sup>(14)</sup>؛ أولاً، يمكن أن تدخل ببساطة في أسواق العملات؛ فعندما يتدخل البنك المركزي لدعم عملته فإنه يشتري العملة الخاصة به في الاحتياطات الرسمية، هذا ما يقلل من المعروض النقدي، وانخفاض السيولة في الأسواق المالية يميل إلى وضع ضغوط تصاعديّة على أسعار الفائدة، هذا ما يزيد من تكاليف المضاربين (والتي تشمل المؤسسات المالية) الذين يحاولون اقتراض المال للاستثمار في الخارج.

آلية الدفاع الثانية من البنك المركزي هي رفع أسعار الفائدة التي تسيطر عليها ( عادة المعدل الذي يمكن للبنوك الاقتراض به لدى البنك المركزي ) سواء لإجراء المضاربة بالعملة وأكثر تكلفة أو للإشارة إلى الالتزام بالسعر المركزي. سلوك البنوك المركزية ونتائج المشاركين في السوق خاصة في ظل ارتفاع معدلات الفائدة قصيرة الأجل، يؤدي إلى رفع تكلفة المضاربة. حجم ارتفاع سعر الفائدة اللازمة لدرء هجوم المضاربة يعتمد على احتمال أن العملة سوف تنخفض من قيمتها وبالتالي انخفاض على مستوى مصداقية السلطات.

رغم أن سياسة معدلات الفائدة المرتفعة لا تشجع المضاربة، إلا أنها تزيد من تكاليف التمويل قصير الأجل بالنسبة للشركات، وهو ما يشكل عبئا على الاقتصاد. لهذا ليس من المستغرب أن تلجأ كثير من الدول إلى خط الدفاع الثالث: الحد من عمليات الصرف الأجنبي من خلال الرقابة على رؤوس الأموال، وذلك بواسطة حظر السلطات لشراء معظم الأوراق المالية الأجنبية من قبل المقيمين في البلاد.

إلا أنه يؤخذ على هذا النظام عدة عيوب؛ أهمها أن حواف النطاقات توفر للسوق أهدافا يمكن مهاجمتها بدلا من أن تطمئن السوق إلى أن السعر لن يشهد مزيدا من التغيير. ولكي نفهم ذلك لابد أن نتأمل الحالات العديدة التي حاولت فيها السلطات حماية أسعار الصرف التي كان قد أصابها الخلل، وسمحت بتحقيق ربح مضاربي واضح من هجوم ناجح، ويبدو أن كولومبيا تخلت عن نطاقها ليس بسبب وقوع هجوم مضاربي عليه أو اعتقاد بأن نطاقها قد أصابه الخلل، ولكن لأن السلطات فيها خلصت إلى أن مجرد وجود نطاق يضعف الثقة ويجعل الاحتفاظ بسعر الصرف في حدود معقولة أمرا صعبا وليس بالسهل تحقيقه.

كما أنه من الصعب تحديد سعر التعادل وحواف النطاق. فمعظم البلدان تواجه هذه المشكلة في شكل تساؤل: ما إذا كان ينبغي خفض أو رفع قيمة التعادل الموروثة من الماضي؟. أما النطاق فيجب أن يكون واسع جدا وذلك لثلاثة أسباب؛ أولاها، تقديرات التوازن في سعر صرف العملات الأساسية هي غير دقيقة، وسيكون من السخف أن تذهب البلدان إلى نفقات باهظة لمنع سعر الصرف من الاتجاه نحو التوازن؛ والثاني هو إعطاء مجال للتغيرات الدورية في السياسة النقدية، فإذا كانت الدولة في حالة ركود والعالم في حالة ازدهار، فإنها سوف ترغب في تخفيض أسعار الفائدة النسبية وذلك من أجل تحفيز الانتعاش في الاقتصاد؛ والسبب الثالث لجعل النطاق واسع هو احتواء ضغوط المضاربة، فكلما اتسع النطاق كلما زاد احتمال حدوث انتعاش في المعدل، وبالتالي زيادة التكاليف تكون غير ناجحة لهجوم المضاربة، مما يؤدي إلى جذب السلطات للدفاع عن اختلال التوازن في سعر الصرف<sup>(15)</sup>.

كما أن أهم الانتقادات الموجهة إلى النطاق المستهدف تعتقد أن هذا النظام إنما يتضمن أسوأ خصائص أنظمة أسعار الصرف الحرة وأسعار الصرف الثابتة، فكما هو الحال في أسعار الصرف الحرة فإن النطاق المستهدف يسمح بتقلبات وتذبذبات كبيرة في أسعار الصرف ومن الممكن أن تكون تضخمية، وكذلك هو الحال في سعر الصرف الثابت فإن النطاق المستهدف يمكن المحافظة عليه فقط بواسطة التدخلات الرسمية في أسواق الصرف الأجنبية؛ وبالتالي، التقليل من الاستقلالية النقدية للدولة<sup>(16)</sup>.

ثانيا- فرضيات مؤيدي فرضية الركن:

ليطرح عند هذه النقطة التساؤل التالي: ما هي الفرضيات التي دعت إلى تبني فرضية الركن واستبعاد الأنظمة الوسيطة؟، يدعم أنصار فرضية الركن رأيهم بالنقاط التالية:

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

### 1-2- الثالث المستحيل Impossible trinity :

كان (1954) Milton FRIEDMAN واحد من الاقتصاديين الأوائل الذين أشاروا إلى أن أسعار الصرف الوسيطة هي أسوأ من كلا حلول الزاوية؛ وأعرب عن اعتقاده بأن النظم الوسيطة قد بنيت على عنصر التدمير الذاتي الذي يحفز المضاربة، وبالتالي تقويض استقرارها، وقال إن أسعار الصرف تحت النظم الوسيطة جامدة مؤقتا ولكن قابلة للتغيير من خلال اتخاذ إجراءات حكومية " ... كل تغيير في سعر الصرف تميل إلى أن تصبح مناسبة للأزمة "، وبعد أزمات شرق آسيا يواصل FRIEDMAN في الإصرار على أن: " أنظمة أسعار الصرف المحتملة من بين الأنظمة الثلاثة بالنسبة للبلدان النامية: إما سعر الصرف الثابت حكام أي بنك مركزي وطني أو أسعار الصرف العائمة بالإضافة إلى البنك المركزي الوطني أفضل من ربط سعر الصرف، هذا الدرس يظهر بشكل واضح من شرق آسيا ويدعمه أيضا التجارب الكثيرة السابقة " (17).

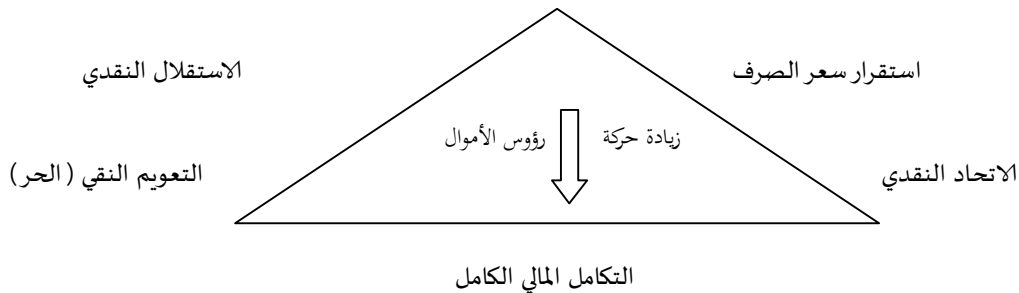
تم اقتراح فرضية الركن من طرف (1986) Alexander SWOBODA، بناء على الحجة القائلة بأن نظم أسعار الصرف الوسيطة مثل المنطقة المستهدفة والربط القابل للتعديل ليست ذات مصداقية، وكثيرا ما تصبح غير متناسقة مع سياسات الاقتصاد الكلي؛ وكان أيضا من أوائل الاقتصاديين المصريين على أنه ليس هناك سوى التعويم الحر والتزامات سعر الصرف الثابت (مجالس العملة أو الاتحادات النقدية) هي الأنظمة المستدامة كل من (1993, 1998) Hausmann and Eichengreen (1995) Maurice OBSTFELD and Kenneth ROGOFF، حتى أن (1993) Eichengreen ذكر أن: "... التغييرات في التقنيات والمؤسسات والسياسات سوف تؤدي إلى تآكل جدوى مثل هذه الترتيبات الوسيطة؛ على نحو متزايد، سوف تضطر الدول إلى الاختيار بين زيادة مرونة سعر الصرف من جهة والاتحاد النقدي من جهة أخرى " (18).

كما أدى نموذج ماندل - فلمنج إلى تطويرين هاميين في نظرية اختيار نظام سعر الصرف: الثلاثية المستحيلة؛ ومنطقة العملة المثلى. ووفقا للثلاثية المستحيلة، لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاث نتائج ممكنة: قابلية حركة رأس المال، استقلالية السياسة النقدية، واستقرار أسعار الصرف؛ ووفقا لهذا الرأي، انتعشت قاعدة الذهب مع أسواق رأس المال المفتوحة وأسعار الصرف المربوطة، لأن الاستقلال النقدي لم يكن ذا أهمية كبيرة، وانهارت قاعدة الذهب فيما بين الحربين لأن السياسة النقدية الموجهة نحو تأمين العمالة التامة أصبحت تكتسي بالأهمية، وجمع نظام بريتون وودز بين أسعار الصرف المربوطة والاستقلال النقدي، بالتغاضي عن الضوابط الواسعة النطاق على رأس المال، وأفضت الثلاثية المستحيلة مؤخرا إلى فرضية الركن أو ما تسمى بنظرية ذات القطبين، أو حلول الزاوية، وتشير تلك النظرية إلى أنه مع زيادة حركة رأس المال يصبح الاختيار الممكن الوحيد لنظام سعر الصرف بين الربط الجامد الفائق (اتحادات العملة، أو مجالس العملة، أو الدولار) والتعويم، والواقع أن الدول المتقدمة اليوم تعتمد إلى التعويم أو تكون جزءا من الاتحاد (19).

لتوضيح هذه الفرضية نورد الشكل رقم (2) التالي:

الشكل رقم (2): الثالث المستحيل

الرقابة على حركة رؤوس الأموال



Source: Jeffrey A. FRANKEL: No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times, National Bureau of Economic Research, Working Paper No 7338, Cambridge, September 1999, P 7.



نلاحظ أن كل جانب من جوانب المثلث يمثل جذبا باتجاهه ليعكس الرغبة في الهدف، والدولة يمكنها تحقيق اثنين فقط من الأهداف الثلاثة في وقت واحد، فهي يمكنها أن تحقق استقرار سعر الصرف وانفتاح سوق رأس المال عن طريق الأخذ بسعر صرف ثابت على الدوام، لكنها مقابل ذلك يجب أن تتخلى عن استقلالها النقدي، أما إذا اختارت الدولة الاستقلال النقدي وانفتاح سوق رأس المال، فإنها تستطيع تعويم سعر الصرف، لكنها لا تستطيع تحقيق استقرار الصرف؛ وأخيرا إذا اختارت الدولة استقرار الصرف والاستقلال النقدي، فإنها تتخلى عن هدف تحقيق تكامل سوق رأس المال. ولا يمكن للدولة أن تجمع كل الجوانب الثلاثة، وبما أن العالم اليوم يتجه نحو التكامل المالي فإن غالبية الدول تندفع إلى الاتجاه نحو الأسفل من الشكل رقم (2)، فيكون الخيار أمام الدولة مقتصر على أكثر الأنظمة ثباتا وأكثرها مرونة، بمعنى أن الأنظمة الوسيطة يجب أن تختفي في النهاية.

بينما في الواقع حتى مع قابلية حركة رأس المال فليس هناك ما يمنع الدول من اختيار الأنظمة الوسيطة، فلقد واجهت هذه الفرضية (الثالوث المستحيل) انتقادات من Jeffrey FRANKEL إذ يقول: "إن القول لا يمكن التخلي عن الاستقرار الكامل والاستقلال التام، هذا يعني أنه لا يمكن أن يكون هناك نصف الاستقرار ونصف الاستقلال في السياسة النقدية"، ويقول بأنه لا يوجد شيء في هذه الفرضية، على سبيل المثال، لا تمنع البلاد من إتباع نظام المنطقة المستهدفة بنطاق معتدل؛ إذ أن نظرية المنطقة المستهدفة التي بدأها KRUGMAN (1991) ساعدت بتوقع استقرار العملة، مع الافتراض دائما حركة رؤوس الأموال بشكل كامل؛ وبالمثل، ليس هناك ما يمنع الحكومة من مواصلة نظام التعويم المدار حيث يتم استيعاب نصف التقلبات في الطلب على العملة من خلال التدخل ويسمح للنصف الآخر أن ينعكس على أسعار الصرف، وليس هناك ما يمنع البلاد من متابعة الربط مع النطاق شرط مواجهة العوامل الخارجية للصدمات؛ أو يمكن أن نكون أكثر عمليا يتم التخلي عن الربط كلما كانت هناك صدمة كبيرة بما يكفي لاستخدام ما يصل لنصف احتياطاتها<sup>(20)</sup>.

## 2-2- صعوبة قابلية التحقق:

المفهوم التقليدي السائد هو أن الأنظمة الوسيطة، مثل السلال والزحف والنطاقات، لم تعد قابلة للحياة؛ ووفقا لهذا الاقتراح، يتم دفع البلدان إلى أقصى الزاوية، إما التعويم أو التثبيت التام، وقد قدم Frankel et al أساسا منطقيا ممكنا لهذا التوجه وذلك من خلال إدخال مفهوم «قابلية التحقق Verifiability».

التحقق من قدرة المشاركين في السوق على الاستنتاج من البيانات الإحصائية التي تقدمها السلطات النقدية -لاحظ أن نظام سعر الصرف التي أعلنت عنه السلطات هو الذي يتم العمل به في الواقع-، القابلية للتحقق هي مثال من الشفافية، ووسيلة للمصادقية. ووجهة نظر Frankel et al هي أن نظام بسيط وواضح كربط العملة بالدولار أو التعويم الحر قد يكون أكثر قابلية للتحقق من قبل المشاركين في السوق من نظام وسيط معقد<sup>(21)</sup>، هذا الموقف لديه بعض نقاط الضعف؛ أولا، الربط التقليدي لعملة واحدة غير قابلة للتحقق بسهولة؛ من الجانب الآخر، فإن نظام مرن مع استهداف التضخم، الذي ينتهي إلى حلول الزاوية، يكون من الصعب قابلية التحقق منه أيضا والتغيرات في سعر الفائدة يمكن أن تفسر على أنها محاولات للدفاع عن قيمة تعادل محددة<sup>(22)</sup>.

## 2-3- خطر خصوم الدولار غير المغطاة:

حجة أخرى ضد أسعار الصرف الوسيطة هي خطر خصوم الدولار غير المغطاة، يعني التقدير المنخفض لمخاطر سعر الصرف من قبل الشركات والبنوك مما يؤدي إلى الإفلاس، وتدهور النشاط الاقتصادي بسبب هجمات المضاربة، عندما تكون أسعار الصرف في الاقتصاديات الناشئة مربوطة فإن المشاركين في السوق يعتبرون هذا الربط بصفة دائمة، ونظرا

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

لانخفاض سعر الفائدة على الدولار، هناك إغراء كبير للاقتراض بالدولار، وعلى إقراض العائدات المتأتية بالعملية المحلية أو الاستثمار في الأصول المحلية، هذه الممارسة تخلق مشكل خطير جدا وهو عدم تطابق العملة؛ كما أن الحكومات تقوم بإعطاء التأمين الضمني ضد مخاطر التغيرات في أسعار الصرف، مما يقلل من الحوافز للتحوط من المخاطر الخارجية من قبل الوكلاء الخاصين، الذي يعتبر مصدر الخطر الأخلاقي؛ وينظر إلى خطر خصوم الدولار غير المغطاة، جنبا إلى جنب مع الرقابة المصرفية الضعيفة من قبل العديد من الاقتصاديين أنهما من الأسباب الرئيسية للأزمة الآسيوية<sup>(23)</sup>.

### 4-2- الصعوبات السياسية عند الخروج من الأنظمة الوسيطة:

يرى بعض الكتاب أن أفضل وقت للخروج من الربط هو عندما تكون العملة إما تحت الضغط التصاعدي أو بدون أي ضغط على الإطلاق، كما في هذه الحالة لن تتضرر درجة مصداقية السلطات؛ ولكن سيكون من غير المنطقي من وجهة نظر البنك المركزي الذي ربما وضع سمعته ومستقبله السياسي على الاكتفاء من الربط، لتغيير التعادل أو إدخال نظام أكثر مرونة؛ ولذلك، فإن الحكومات التي تواجه انعكاس تدفق رؤوس الأموال تميل إلى الانتظار طويلا قبل التخلي عن أهداف سعر الصرف، الأمر الذي يؤدي إلى " قفل في " نظام العملة غير الملائم بالفعل<sup>(24)</sup>.

### 5-2- التطور الاقتصادي:

وجدت دراسة Monzur HOSSAIN أن النمو الاقتصادي هو الذي يزيد بشكل كبير من احتمال الانتقال من الأنظمة الوسيطة إلى الأنظمة الثابتة أو العائمة وليست الأزمات، ويظهر تحليله أن البلدان الأقل نموات تنقل من الأنظمة الوسيطة لمواجهة الأزمات ولكن معظمهم يعودون إليها نظرا للأزمات الموجودة في أنظمة الزاوية، لاسيما في الأنظمة العائمة، هذا ويرفض ادعاء أنصار فرضية الركن بأنها سوف تكون صالحة على المدى الطويل مع تحولات لا رجعة فيها باتجاه القطبين لوجود الأزمات في الأنظمة الوسيطة؛ ومع ذلك، تشير النتائج التي توصل إليها أن وجهة النظر ثنائية القطب صالحة فقط على المدى الطويل في ظل تعريف أضعف ولسبب مختلف تملعا عن ما يتصوره مؤيدو هذه الفرضية، وهو النمو الاقتصادي بدلا من مخارج تحركها الأزمات. وتشير نتائج دراسته أيضا إلى أن التحول الذي لا رجعة فيه نحو القطبين يحدث طوعا وكرها في الدول التي حققت كل من التطور الاقتصادي والتكامل مع الأسواق المالية العالمية؛ ويظهر أن الأنظمة الوسيطة تختفي بسرعة أكبر في الدول الناشئة والمتقدمة مقارنة بالدول النامية، هذه النتيجة مقبولة لأنه عندما يتم بناء المؤسسات وقيام سياسات جيدة في الدول الناشئة والمتقدمة قد لا يكون نظام وسيط مناسبها، لأن الاقتصاد لن يتطلب مزايا الأنظمة الوسيطة مثل: المصدقية لمكافحة التضخم أو الضمانات ضد دورة الخصوم<sup>(25)</sup>.

### ثالثا- دوافع تبني الأنظمة الوسيطة:

بعد رؤية فرضيات مناهضي الأنظمة الوسيطة، فإنه يتم طرح التساؤل التالي: ما هي فرضيات ودوافع تبني هذه الأنظمة ورفض فرضية الركن؟، يمكن الإجابة على ذلك من خلال النقطتين التاليتين.

### 1-3- فرضيات WILLIAMSON and FRANKEL في الدفاع على الأنظمة الوسيطة:

لماذا يفضل صناع السياسة في دول الأسواق الناشئة هذا الوضع؟ فهم لا يفهمون حجج السياسات الواضحة وقلة التعرض للأزمات التي دعت الاقتصاديين الغربيين لأن يقولوا لهم إنهم ينبغي أن يأخذوا بأحد الحلين المتطرفين؟. هناك فرضية أخرى إلى جانب عدم الفهم يمكن أن تفسر الاختيار الذي ظهر تفضيلهم له، وهو أنهم لا يرتاحون للطريقة التي تسير بها الأسعار المعومة، فهم يرون تقلبات الدولار واليورو والين والجنيه الإسترليني، ويريدون أن يتجنبوا الخضوع لضغوط مماثلة، وقد رأوا كيف أن السوق انقص سعر عملاتهم عندما عومت أثناء الأزمة الآسيوية، ويخشون أن يذهبوا إلى

أبعد من اللازم في ناحية الصعود عندما يبدأ الانتعاش، وبعبارة أخرى لعلهم يرون فوائد في اتباع نظام وسط يعتقدون أنها تزيد على تكاليف التعرض الأشد للآزمات والقواعد الأصعب التي ينبغي أن يتبعوها.

هناك فائدة رئيسية للنظم الوسطى هي أنها تسمح بأن توجه السياسات إلى الحد من الاختلالات، وهو ما لا يمكن أن يدعيه أي من الحلين المتطرفين، فالأسعار الثابتة كانت تسمح للعملة بأن ترتفع لأعلى من قيمتها نتيجة لزيادة التضخم في الداخل عنه في الخارج، وكانت الأسعار المعمومة تؤدي في أحيان كثيرة إلى وقوع قدر أكبر من الاختلالات، حيث كانت العملات تفقد صلتها بالأساسيات، ولنتأمل الإسترليني في 1981، أو الدولار في 1985، أو الين في 1995، أو اليورو اليوم، كأثلة قليلة صارخة، وتعتبر هذه الاختلالات ضارة للغاية، فالمبالغة في القيمة تدمر صناعات السلع القابلة للتجارة، وانخفاض القيمة يسبب الركود التضخمي، ويتمثل خطر المحاولة لفرض التعويم على الأسواق الناشئة في أن ذلك سيمنعها من الحفاظ على أسعار صرف تنافسية، وهو الأمر الذي ذكره معظم الباحثين على أنه شرط أساسي لنجاح الاستراتيجيات الموجهة للتصدير في دول شرقي آسيا.

كما أن John WILLIAMSON يرى أن انهيار نطاقات الزحف في اندونيسيا (1997) وروسيا (1996-1999)، ليس إلا استثناءات، ويقول أنه يمكن تفسيره عن طريق خطأ مشترك واحد هو: من الصعب جدا استخدام نظام النطاقات الزاحفة بمثابة مرساة اسمية، لأنه سوف يؤدي إلى المغالاة؛ ويمكن أن يضاف أنه في الحالات المذكورة كانت هناك العديد من المشاكل في السياسات الأخرى ومن المشكوك فيه إذا نظم أسعار صرف أخرى يمكن أن تحل تلك المشاكل.

كما أنه يفحص إمكانية تعديل أنظمة وسيطة مشتركة في بعض الأشكال الحرة، والتي لن تكون عرضة لهجمات المضاربة، وفي نفس الوقت أكثر ملاءمة لدعم القدرة التنافسية على مستوى مناسب، ويقول: "إن من الواجب التدخل عند حافة النطاقات التقليدية لمنع سعر السوق من التحرك خارج النطاق، والتي يمكن أن تؤدي إلى أزمة؛ لذلك، يقترح ثلاثة خيارات لتصحيح هذا العيب: المعدلات المرجعية، والهوامش المرنة ومراقبة النطاقات<sup>(26)</sup>.

إضافة إلى تأكيد أن الأنظمة الوسيطة لها منافع مثلما لها تكاليف، فإن أي ناقد للزعة التقليدية الجديدة يمكن أيضا أن يقول إن دعواتها يدعون أكثر من الواقع عندما يقولون إن الاتجاهين المتطرفين لا يتعرضان لحدوث آزمات<sup>(27)</sup>؛ لنتأمل أولا حالة مجلس العملة، فمجلس العملة لديه دائما من الاحتياطات ما يكفي لتغطية M0 وهي القاعدة النقدية، ولكن احتياطات الصرف الأجنبي المساوية لـ M0 لا تكفي لتغطية كل المطلوب من M3، وبالتالي لا تكون من الكبر بحيث تكفي لتغطية كل المطالب المحتملة في حالة حدوث فقدان خطير للثقة يؤدي إلى هروب رؤوس الأموال، ونظرا لأن عدم النجاح في تحويل M3 إلى M0 عند الطلب يشكل أزمة نقدية أشد من الفشل في تحويل M0 عند الطلب إلى دولارات، لذلك فإنه من الخطأ افتراض أن الاحتياطي الأجنبي الذي يبلغ على الأقل حجم M0 يجعل من حدوث أزمة أمر مستحيلا.

أيضا من وجهة نظر Jeffrey Frankel فإن أزمة مجلس العملة في الأرجنتين عام 2001 ووجهت ضربة قاسية إلى وجهة النظر التقليدية أن البلد الذي يكون على استعداد لتقديم التزام مؤسسي راسخ لسعر الصرف الثابت بشكل صارم يمكنه استيراد المصدقية، وتحقيق التقارب في مستويات الأسعار وأسعار الفائدة، وهي بالتالي أيضا ضربة قاسية لفرضية الركن، والوضع أصبح أسوأ بكثير من الواقع المدهش، لأن الإصلاح يفترض أن يكون صارم، ليأتي التراجع في فترة قصيرة من الزمن، إذ واجهت الأرجنتين ركود شديد (1999-2002) ليقضي بذلك تملما على المكاسب الجيدة في الناتج المحلي التي حققتها خلال ذروة مجلس العملة (1991-1998)<sup>(28)</sup>.

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

لننظر بعد ذلك في حالة سعر الصرف المعوم، من الصحيح أن الدولة التي تتبع نظام أسعار الصرف المعومة لا يمكن مطلقاً إلزامها بإحداث تغيير في نظام سعر الصرف، لأنها تستطيع دائماً أن تسمح لعملتها بمزيد من الانهيار. وانهيار العملة يمكن أن يحدث ركوداً تضخمياً حاداً كما حدث في شرق آسيا عام 1997، وقد حدث انهيار تلك العملات بعد أن تركت حرة للتعويم مما أدى إلى حدوث مشكلات الأصول والخصوم الخارجية التي كانت سبباً في اشتداد الأزمة. وكانت حجة الدعوة للتعويم هي أن المقترضين ما كانوا ليرتكبو خطأ عدم التحوط ما لم يكن لديهم إغراء بالمجازفة نتيجة التأكيدات الرسمية بأن سعر الصرف ثابت عملياً إلى أن أصبحوا معرضين للخطر بنفس القدر، ثم انهيار سعر الصرف بعد ذلك. وقد يكون حدوث ذلك أقل ترجيحاً ولكن ليس هناك ما يدعو إلى إنكار احتمال أن تصدق الأسواق أن دولة ما دخلت مرحلة جديدة من الاطمئنان لا يمكن فيها إلا أن تنهض سوقها وترتفع عملتها. ومرة أخرى، لا يمكن أن يستبعد احتمال أن يسمح الحل المتطرف بنشوء أزمة.

إن القول بأن الأزمات يمكن أن تحدث في حالة تطبيق أي من الحلين المتطرفين ليس معناه القول بأن احتمالات وقوع الأزمة فيهما مماثلة لاحتمالها في حالة النظام الوسطي، فعلى النقيض من ذلك، كان من المرجح تملأ أن أزمة الأرجنتين كانت ستبدو أسوأ لو لم يكن لديها مجلس العملة، وأن أستراليا أو الفلبين أو جنوب إفريقيا أو تركيا كان يمكن أن تنهار لو لم تكن أسعار صرفها معومة.

### 2-3- الخوف من التعويم:

كما يمكن أن تظهر الدوافع إلى تبني الأنظمة الوسيطة أيضاً في القائمة الطويلة التي طرحها Calvo and Reinhart والتي تجعل الأسواق الناشئة بعيدة عن الحكمة إذا عومت عملاتها، وهو ما يمكن أن يترجم أسباب الخوف من التعويم، وبشكل عام، الخوف من انخفاض قيمة العملة على وجه الخصوص. هذا الخوف له ما يبرره لأسباب عدة، هي: (29)

- إن تخفيض قيمة العملة في الدول النامية يؤدي إلى انكماش اقتصادي، عموماً على النقيض من ذلك، فالدول الأكثر تقدماً يؤدي التخفيض إلى طفرة يقودها قطاع التصدير. ويمكن للأثار الانكماشية أن تنشأ في الدول النامية من انخفاض في الطلب الكلي الناجمة عن انخفاض الدخل الحقيقي أو الثروة، فضلاً عن انخفاض العرض الكلي نتيجة ارتفاع قيمة السلع الوسيطة. كما أن التخفيض يؤدي إلى تدهور القطاع المالي، والحد من توافر الائتمان المحلي.
- يصاحب عادة تخفيض قيمة العملة في البلدان النامية خسارة في تدفق رؤوس الأموال، نتيجة تآكل المصدقية (كما يتضح من تدهور التصنيف الائتماني في أعقاب تخفيض قيمة العملة). وهذا التوقف عن عرض الائتمان الخارجي - ما يسميه Calvo and Reinhart: مشكلة التوقف المفاجئ - يساهم في المزيد من الانكماش الاقتصادي في البلدان النامية.
- تأثر التجارة في الدول النامية أكبر من تأثرها في الدول الصناعية، وذلك بسبب أن أغلب التجارة تكون على شكل تصدير السلع الأولية و/أو صادرات الصناعة التحويلية إلى الولايات المتحدة الأمريكية وفوترتها بالدولار، وهكذا يحدث خطر التبادل للعملات إذا كان سعر الصرف متقلباً إضافة إلى ذلك، الأسواق المستقبلية في الدول النامية غير سائلة أو غير موجودة لتحديد الأدوات المتاحة للتحوط من مخاطر سعر الصرف.
- تأرجح العملة له تأثير كبير على التضخم المحلي في الدول النامية، إذ ينعكس ذلك بشكل متطرف في تحركات سعر الصرف الاسمي والتعديل بالزيادة في الأسعار المحلية، مما يعمل على خفض خاصية العزل من الصدمات التي تقدمها أسعار الصرف المرنة.

- الدولة الجزئية للخصوم تخلق أيضا الخوف من تخفيض سعر الصرف، لأنه سوف يهبط من عبء ديون القطاعين العام والخاص في البلدان النامية؛ وبالتالي، فإن انخفاض قيمة العملة بدرجة كبيرة سيؤدي إلى تضخيم عبء الالتزامات، مما يؤثر سلبا على الميزانيات العمومية للشركات.
- إضافة إلى ما سبق، هناك سبب آخر يأتي نتيجة الخوف من ارتفاع قيمة العملة، ويتمثل بالخوف من التأثير على القدرة التنافسية للدولة.

للأسباب السابقة يجادل Calvo and Reinhart بأن العديد من الدول النامية التي لا تجد في تبني النظام الثابت خيارا أمثلا علاوة على رفضها تبني نظام الصرف المرن، لذلك فإنهم يبذلون جهودا كبيرة من خلال التلاعب في أسعار الفائدة وغيرها من السياسات، لتجنب التقلبات الكبيرة في أسعار الصرف؛ والمعنى الضمني لذلك، هو أنه بالنسبة للبلدان النامية التي لا تفي بمعايير التثبيت التام سيكون تفضيلها قوي للأنظمة الوسيطة لسعر الصرف<sup>(30)</sup>.

**الخلاصة:**

من خلال تطرقنا إلى تحليل الجدول القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف التي تنص على استبعاد الأنظمة الوسيطة تبين أن هناك مؤيدين ومعارضين لهذه الفرضية، ويحتج مؤيدي هذه الفرضية على وجه الخصوص بفرضية الثالث المستحيل، التي تنص على أنه لا تستطيع البلدان أن تختار سوى اثنين فقط من ثلاث نتائج ممكنة: قابلية حركة رأس المال، استقلالية السياسة النقدية، واستقرار أسعار الصرف، مما يجعل الدول تتجه إلى أحد النظامين الموجودين في الزاوية: أنظمة أسعار الصرف الثابتة (الاتحاد النقدي - الدولار - مجلس العملة) وأنظمة أسعار الصرف المعومة.

في حين يحتج معارضي هذه الفرضية بأن أنظمة أسعار الصرف الوسيطة مازالت قابلة للاستمرار، لأنها تسمح بأن توجه السياسات إلى الحد من الاختلالات، وهو ما لا يمكن أن يدعيه أي من الحلين المتطرفين، فالأسعار الثابتة كانت تسمح للعملة بأن ترتفع لأعلى من قيمتها نتيجة لزيادة التضخم في الداخل عنه في الخارج، وكانت الأسعار المعومة تؤدي في أحيان كثيرة إلى وقوع قدر أكبر من الاختلالات، كما أن الأنظمة الثابتة والأنظمة المرنة معرضتان أيضا للالتزامات، كما يحتج مؤيدي الأنظمة الوسيطة بظاهرة الخوف من التعويم التي تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة.

#### الهوامش والمراجع:

- (1) زينب حسين عوض الله: الاقتصاد الدولي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004، ص 55.
- (\*) ويعرف سعر التعادل بأنه قيمة الوحدة الواحدة من العملة الوطنية للدولة معبرا عنها في شكل وزن معين من الذهب أو في شكل مقدار معين من الدولارات الأمريكية ذات الوزن المحدد من الذهب.
- (2) محمد سيد عابد: التجارة الدولية، مكتبة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1999، ص 324-325.
- (3) جون هدسون ومارك هرنرد: العلاقات الاقتصادية الدولية، ترجمة: طه عبد الله منصور ومحمد عبد الصبور محمد علي، دار المريخ للنشر، الرياض، 1987، ص 799.
- (\*) تشمل مجموعة العشر: الولايات المتحدة الأمريكية، بلجيكا، هولندا، فرنسا، ألمانيا، بريطانيا، إيطاليا، السويد، كندا واليابان.
- (4) Rüdiger DORNBUSCH and Yung Chul PARK: **Flexibility or Nominal Anchors?**, Presentation in a seminar entitled: Exchange Rate Policies in Emerging Asian Economies, edited by: Stefan COLLIGNON, Jean PISANI-FERRY and Yung Chul PARK, Routledge, New York, 1999, P 03.
- (5) Eiji OGAWA, Takatoshi ITO, and Yuri Nagataki SASAKI: **Costs, Benefits, and Constraints of the Basket Currency Regime**, P P 6-11, See the link: [https://www.researchgate.net/publication/228988204\\_Costs\\_Benefits\\_and\\_Constraints\\_of\\_the\\_Basket\\_Currency\\_Regime](https://www.researchgate.net/publication/228988204_Costs_Benefits_and_Constraints_of_the_Basket_Currency_Regime).
- (6) Michiru KUNITOMO and Takashi IBA and Hideki TAKAYASU: **Building a Simulation Model of the Currency Basket Peg System**, Article at Proceedings of the 2006 Joint Conference on Information Sciences, Taiwan, 8-11 October 2006, P 2.

## الجدل القائم حول فرضية الركن لأنظمة أسعار الصرف

- (7) أندريا فيلاسكو: أسعار الصرف في الأسواق الناشئة: التعويم نحو المستقبل، في كتاب: السياسة النقدية وأنظمة سعر الصرف، تحرير: إيلينا كاردوزو وأحمد جلال، ترجمة: أسعد حليم وآخرون، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة، 2004، ص 26.
- (8) Investopedia: **Crawling Peg**, See the link: <http://www.investopedia.com/terms/c/crawlingpeg.asp>.
- (9) Johann UNGAR: **The Crawling Peg: a Theoretical and Empirical Study**, A thesis submitted to the Faculty of Graduate Studies and Research in partial fulfillment of the requirements of the degree of Master of Arts, Department of Economics, McGill University, Montreal, July 1970, P 10.
- (10) Ibid, P 12.
- (11) موردخاي كريانين: الاقتصاد الدولي، تعريب: محمد إبراهيم منصور وعلي مسعود عطية، دار المريخ للنشر، الرياض، 2007، ص 385.
- (12) Policonomics: **Target Zone Arrangement**, On the website: <http://www.policonomics.com/target-zone-arrangement/>.
- (13) John WILLIAMSON: **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**, Policy Analyses in International Economics No 60, Institute for International Economics, Washington, September 2000, P 7.
- (14) Geert BEKAET and Robert HODRICK: **International Financial Management**, Second Edition, Pearson Education, New Jersey, 2012, P 162.
- (15) John WILLIAMSON: **Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility**, Peterson Institute for International Economics, Washington, February 1999, On the website: <https://piie.com/publications/policy-briefs/crawling-bands-or-monitoring-bands-how-manage-exchange-rates-world>.
- (16) كامل البكري: الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 392.
- (17) Milton Friedman: **A primer on exchange rates**, Forbes, Vol.162, Issue 10, Washington, 02 November 1998, On the website: <http://www.geocities.ws/mugajava.geo/versib/fb-mf-er.htm>.
- (18) Barry EICHENGREEN: **International Monetary Arrangements for the 21st Century**, Center for International and Development Economics Research, Working Paper No. C93-021, University of California at Berkeley, California, September 1993, P 05.
- (19) مايكل بوردو: المنظور التاريخي لاختيار نظام سعر الصرف، مداخلة في ندوة بعنوان: نظم وسياسات سعر الصرف نظمت من طرف صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي في 16-17 ديسمبر 2002 بأبوظبي، ص 27.
- (20) Jeffrey A. FRANKEL: **Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies**, National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 10032, Cambridge, October 2003, P 17.
- (21) Jeffrey FRANKEL, Sergio SCHMUKLER and Luis SERVÉN: **Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime**, Brookings Institution Press, Washington, 2000, P 94.
- (22) Vitaliy VANDROVYCH: **Two-Corner Hypothesis for Exchange Rate Regimes and its Relevance for Transition Economies**, May 2003, P 07, On the website: [http://people.brandeis.edu/~vivandr/Two\\_corner\\_hypothesis.pdf](http://people.brandeis.edu/~vivandr/Two_corner_hypothesis.pdf)
- (23) Vitaliy VANDROVYCH: **Two-Corner Hypothesis for Exchange Rate Regimes and its Relevance for Transition Economies**, Op-Cit, PP 7-8.
- (24) Op-Cit, P 8.
- (25) Monzur HOSSAIN: **International Monetary Arrangements for the 21st Century—Which Way?**, Munich Personal RePEc Archive, MPRA Paper No. 24866, University Library of Munich, Munich, 2009, P 21.
- (26) John WILLIAMSON: **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**, Institute for International Economics, Washington, 2000, P 25.
- (27) جون ويليامسون: رسم طريق وسط بين الأسعار الثابتة والمرنة، في كتاب: السياسة النقدية وأنظمة سعر الصرف، تحرير: إيلينا كاردوزو وأحمد جلال، ترجمة: أسعد حليم وآخرون، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، القاهرة، 2004، ص 71-72.
- (28) Jeffrey A. FRANKEL: **Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies**, Op-Cit, P P 19-20.
- (29) Reuven GLICK: **Fixed or Floating: Is It Still Possible to Manage in the Middle?**, Pacific Basin Working Paper Series No. PB00-02, October 2000, P P 6-7.
- (30) Op-Cit, P 7.