

On the classification and Optimality of Exchange Rate Regimes in
Developing Countries:
The Case of Algeria

لحسن جليدين* و محمد بن بوزيان** و ميلود وافي***

الملخص:

إن الهدف الأساسي من هذه الورقة البحثية هو التطرق إلى النظرة الجديدة لتصنيفات أنظمة الصرف والانتقال من الترتيبات الرسمية إلى الأنظمة الواقعية والفعلية مع دراسة مختلف النظريات الخاصة بمحددات ومثالية أنظمة الصرف في الدول النامية، والتطرق إلى أسباب التحلي عن الأنظمة الوسيطة (*Intermediate regimes*) والانتقال إلى حلول الركن (*corner solutions*) خاصة في الدول الناشئة نظرا للازمات التي عرفت أنظمتها في التسعينيات وخوفها من التعويم (*Fear of Floating*) مع محاولة إبراز سلبيات الأنظمة الوسيطة. و في الأخير نحاول إسقاط الجزء النظري قياسيا على الجزائر باستخدام نماذج انحدار الشعاع الذاتي (VAR) لتقييم مثالية نظام الصرف الجزائري خلال التسعينيات.

الكلمات المفتاحية: أنظمة سعر الصرف – الأنظمة الرسمية – الأنظمة الفعلية – الأنظمة الوسيطة – نظرية الركن – نماذج الانحدار الذاتي.

Abstract :

The main objective of this paper is to look for the new classification of exchange rate regimes and mainly the transition from *de jure* to *de facto* exchange rate regimes with the emphasis on different theories of exchange rate determinations as well as the question of optimality. Secondly, the paper deals the reason of the abandon of *intermediate regimes* toward the *corner solutions* in emerging countries that have been affected by many crises during the nineties added to their *fear of floating*. We also, discuss in this section the main problems associated with the application of intermediate

regimes. Finally, we will proceed to an econometric application to the above mentioned theories using a VAR (Vector Auto Regression) in the case of Algeria.

Key Words: Exchange rate regimes –De Jure- De Facto- Intermediate Regimes – Corner Hypothesis - VAR- Algeria

*لحسن جديدن أستاذ مكلف بالدروس بمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير –جامعة سعيدة- الجزائر – djelehcen@yahoo.fr

** محمد بن بوزيان أستاذ دكتور بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير –جامعة تلمسان –الجزائر

mnbouziiane@yahoo.fr

***الميلود وافي أستاذ مساعد بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير – جامعة تلمسان –الجزائر

Ouamiloud_2005@hotmail.com

مقدمة

بعد الأزمات المالية العنيفة التي عرفتها مختلف الدول النامية نتيجة السياسات الاقتصادية المتبعة والاختيار غير المناسب لأنظمة الصرف المثالية التي تأخذ بحسبانها خصائص الأسواق الناشئة ودرجة الانفتاح المالي الدولي وصلابة النظام الداخلي، ومع نهاية التسعينيات ظهرت نظرة جديدة في تصنيف أنظمة الصرف قائمة على التباعد الموجود بين الأنظمة المصرح بها من قبل الدول les régimes de jure و الأنظمة الفعلية التي تتبعها الدول les régimes de facto (الاستعانة في تحليلهم بدراسة سلوك سعر الصرف مع بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية) الاحتياطات، المجمعات النقدية، المنتجات القاعدية..الخ) لترتيبات مجموعة دول من اجل تأكيد صحة النظرية المتعلقة بسلوك هذه المتغيرات حسب كل نظام من أنظمة الصرف، وتقوم النظرية الجديدة لأنظمة الصرف على جانبين ، الجانب الأول يركز على التصريحات الرسمية للدول لدى

صندوق النقد الدولي تبعا لأنظمة الصرف الرسمية إلى غاية 1998 فحسب Frankel يمكن تصنيف أنظمة الصرف في تسعة أنظمة كخيال بين الثبات و التعويم، أما الجانب الثاني فانقل إلى الأنظمة الفعلية وعدم التطابق الموجود بين النظام المصرح به و بين النظام المتبع ل يتم تصنيف أنظمة سعر الصرف حسب عدة ترتيبات تبعا لأعمال كل من 2002 Bubula et Otker و 2003 Levy Yeyati et Strusnegger و 2004 Reinhart et Rogoff، Hagen et Zhou¹.

إن استمرارية التحول في أنظمة الصرف نتيجة التباين في أدائها بين مختلف الدول يضعنا أمام مشكلة اختيار نظام الصرف المثالي، فتبعاً ل Frankel "لا يوجد نظام صرف مثالي مطلق لكن هناك نظام صرف مثالي خاص بكل دولة" و الذي يقودنا إلى دراسة مختلف محددات اختيار نظام الصرف المقدمة في مختلف الأدبيات الاقتصادية التي تندرج ضمن مجموعة اعتبارات مفسرة في نظرية مناطق النقد المثالية ل Mundell 1961 والمطورة من طرف McKinnon 1963 و Kenen 1969، ونظرية طبيعة الصدمات المحتملة المتماثلة و غير المتماثلة و درجة استقرار الاقتصاد الكلي المقدمة من قبل Mundell Fleming، و أعمال Barro et Gordon 1983 المرتبطة بمصادقية السياسة النقدية في تحديد نظام الصرف، ونظرية التكامل الاقتصادي و المالي الدولي المبينة في الدراسات الخاصة بمثلث التعارض المقدم من قبل Mendell 1972، و التي تم التطرق إليها في إطار النظام النقدي الدولي و الأزمات المالية المعاصرة التي تأخذ بمفهوم حلول الركن Bipolarisme و التراجع الواضح و الصريح في الدفاع عن الأنظمة الوسيطة، فالاقتصاديات الناشئة لم يعد أمامها سوى تبني حلول جذرية تتمثل في التثبيت غير المحدود لسعر الصرف أو تركه للتعويم الحر، و مختلف الدراسات التي اهتمت بمرض الخوف من التعويم تبعا للصفات المالية و البنوية للاقتصاديات الناشئة، و المحددات السياسية التي تقودنا للتطرق لمختلف محفزات أفضليات الحكومات والأعوان السياسيين.

1- إشكالية التصنيف والانتقال من الأنظمة الرسمية إلى الأنظمة الفعلية:

أ- التصنيف الرسمي والفعلي لصندوق النقد الدولي:

¹ Jurjen Von Hagen, Jizhong Zhou « the choice of exchange rate regimes in developing countries: A multinomial panel analysis” Journal of international money and finance 2007 p 41- 53

إلى غاية 1998 كان صندوق النقد الدولي يفرق بين ثلاثة أنظمة أساسية لسعر الصرف، هي ربط العملة المحلية بعملة أخرى كالدولار أو سلة من العملات كوحدة حقوق السحب الخاصة أي تكون الدولة في كلتا الحالتين متعلقة بإيجاد قيمة ثابتة لتثبيت عملتها بعملة رئيسية، و الثاني هو التعويم المحدود أما بعملة أو في إطار تعهد جماعي كالنظام النقدي الأوروبي، و الثالث يتمثل في (ي) الدرجة العالية من التعويم و التي تكون فيها الرقابة على الصرف محدودة و ضيقة من قبل البنك المركزي و السماح للعملة بالتعويم الحر مع الزمن، و بالتدقيق في أنظمة الصرف يمكن استخلاص تسعة أنظمة هي:

1- الوحدة النقدية: نظام صرف يتميز بالصلابة يقود نحو اختفاء فكرة الربح في سعر الصرف لغرض التحويل والسياسة النقدية تتم من خلال بنك مركزي موحد يفرض الالتزام النهائي في تغيير معدل التحويل.

2- مجالس العملة Currency board: يقوم النظام على ارتباط قانوني يتم فيه ربط قيمة العملة المحلية بعملة أجنبية أو عدة عملات والالتزام بسعر صرف ثابت غير قابل للتعديل، من خلال فرض نظام رقابة لكمية النقود الموجودة في التداول وحجم الاحتياطات من العملات الأجنبية لدى البنك المركزي والتزام المجلس بدرجة صلابة مرتفعة.

3- أسعار صرف ثابتة تقليدية: ربط العملة بعملة واحدة أو سلة عملات وهي أنظمة ذات صلابة نسبية نتيجة عدم تلازم أسعار الصرف.

4- أسعار صرف ثابتة بتسوية ملائمة: يوافق هذا النظام نظام بريتون وودز وكلما كان هامش التقلب ضيق زادت درجة صلابة النظام.

5- الانزلاق التدريجي المكافئ Crawling peg: هو أقل صلابة من الأنظمة السابقة نتيجة إمكانية السلطات إعادة النظر ومراجعة تعديل هامش التقلب بشكل منتظم وتعديل المعدل المركزي.

6- التثبيت بسلة من العملات: يعمل هذا النظام بقيام السلطات بتحديد سعر الصرف على معالجة ومزج التوازنات بين مختلف العملات والتي تكون غير ظاهرة.

7- المناطق المستهدفة: يقوم على عمل سلطات مجموعة دول بوضع اتفاقية ائتلاف ضمني صريح لحماية وتوجيه عملاتها الخاصة لتفادي ظاهرة التساخر التي ظهرت في الثمانينيات أين نجد سعر الصرف لا يعبر عن محدداته الأساسية، ويتميز بنظام صرف عائم وحدود تقلبات كبيرة.

8- التعويم الموجه: يقوم النظام على عدم التزام السلطات على تأكيد القيمة الخارجية للعملة و تركها تتحدد في السوق مع التدخل في حركتها عن طريق السياسة الاقتصادية بالتدخل في سوق الصرف.

9- التعويم الحر: السلطات غير ملزمة بتحديد قيمة عملتها و تركها تتحدد في السوق بناء على العرض والطلب عليها و عدم التدخل في سوق الصرف.

قام صندوق النقد الدولي بدراسة التصريحات الرسمية لأنظمة سعر الصرف للتأكد من صحتها والتي شملت 60% من الدول المصنفة لنظام صرفها ضمن درجة عالية من التعويم، وبينت النتائج وجود انحرافات كبيرة بين الأنظمة الرسمية *jure* و الأنظمة الفعلية *facto* ، وعلى اثر هذا ظهرت إشكالية التصنيف وقرر الصندوق انتهاج الأنظمة الفعلية و الأخذ في الحسبان حقيقة الصرف والواقع الفعلي له ، و تم تصنيف ترتيبات الصرف الفعلية من قبل الصندوق إلى:

1- أنظمة صرف دول لها عملة رسمية واضحة: الدول التي تعمل بعملة واحدة تأخذ المجري القانوني في الدول الأعضاء أو الدولة العضو في اتحاد نقدي أو تعاون نقدي يتبنى عملة مشتركة لها سيرورة قانونية في كل الدول الأعضاء

2- مجالس العملة: نظام تتعهد فيه الدولة رسمياً بموجب القانون التبادل بسعر صرف ثابت و مبالغ محددة لعملة أجنبية بالعملة المحلية و اتخاذ كل الإجراءات و القيود بوضع العملة في التداول و ضمان احترام الالتزام بسلطة القانون.

3- أنظمة صرف دول متعاهدة على التعادل الثابت: نظام تتعهد فيه الدولة رسمياً بربط عملتها بمعدل ثابت مع عملة قوية أو سلة عملات تحتوي على عملات أهم الشركاء التجاريين و المالىين بأوزان حسب الأهمية التجارية للمبادلات و الخدمات و تدفقات رؤوس الأموال، ويسمح هذا النظام بتقلب سعر الصرف في هوامش ضيقة جداً اقل من 1% عن المعدل الرسمي و يفرض على السلطات التدخل من اجل الدفاع عن التعادل

4- نظام ربط داخل حلقات و هوامش أفقية: تعمل الدولة بثبيت قيمة العملة داخل هامش تقلب اقل من 1% من المعدل المركزي الثابت ووضع عدة حدود و هوامش تقلب كدلالة على

عرض و اتساع حلقة التقلب، و يوافق هذا النظام ميكانيزم الصرف الأوروبي قبل 1999

5- نظام تعادل متحرك: يتحدد سعر الصرف ضمن هوامش تقلب متحركة قابلة للتسوية الظرفية و الدورية إما بمعدل ثابت معلن مسبقاً طبقاً لانحراف عدة مؤشرات كمعدل التضخم لأهم

الشركاء التجاريين كنسوية مرتدة، أو بمعدل ثابت معلن مسبقا اقل من انحراف التضخم المتوقع كنسوية افتراضية.

6- نظام هوامش تقلب متحركة: تتحدد قيمة العملة بقيمة ثابتة داخل هوامش تقلب اقل من 1 % عن المعدل المركزي و يتم تعديلها دوريا بمعدل ثابت معلن مسبقا على أساس انحرافات عدة مؤشرات اقتصادية، حيث تكون درجة التعويم طبقا لاتساع الهامش المحدد طبقا لمعدل مركزي متحرك أو واسع التقلب أي معدل مركزي غير محدد مسبقا.

7- التعويم الموجه غير المعلن لمسار سعر الصرف: يعمل هذا النظام على التدخل الفعلي للدولة في سوق الصرف دون تحديد مسبق لأهداف ووجهة سعر الصرف و الالتزام نحو أهداف محددة، و يترك تسيير سعر الصرف في مجمله لتقدير السلطات النقدية و المؤشرات الاقتصادية كوضعية ميزان المدفوعات و مستوى الاحتياطات و تطور السوق الموازي و التضخم.

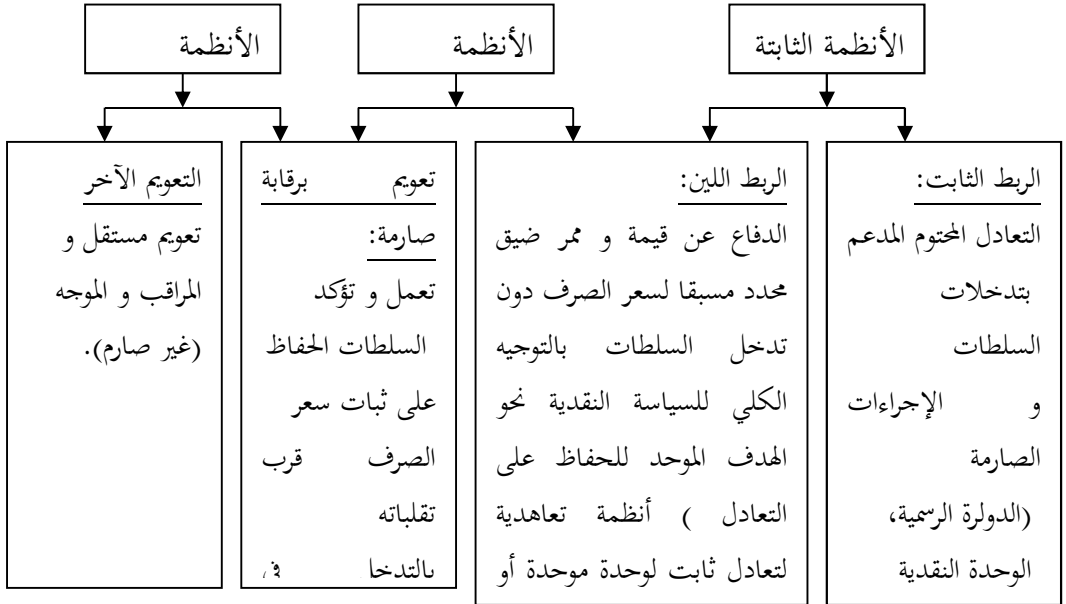
8- التعويم المستقل: تبعا لهذا النظام يتحدد سعر الصرف في السوق فتدخلات السلطات النقدية تكون على المدى الطويل لتخفيف التقلبات الزائدة المفرطة غير المرغوبة فيها و ليس لوضعه في مستوى معين.

تشير الدراسات التطبيقية لأنظمة الصرف حسب التصنيف الفعلي لصندوق النقد الدولي أو التصنيف المشابه له ل Bubula et Otker-Robe 2003² انه يوجد تراجع كبير في تبني أنظمة الصرف الوسيطة التي تحظى بأهمية كبيرة، فالتوجه نحو أنظمة صرف الربط الجامد أو التعويم تكون في الغالب من قبل الدول المتطورة والناشئة التي شهدت تكاملا ماليا نتيجة التحرير المالي الذي عرفته في التسعينيات ، إضافة إلى الوحدة النقدية الأوروبية و رفع وزن نظام الربط الجامد في هذه الدول، أما التراجع الذي عرفته الأنظمة الوسيطة لم يكن موحدًا حيث يظهر التوجه نحو الانزلاق التدريجي *Bande glissante* من 2.7 % سنة 1990 إلى 8.3 % سنة 2001 أو التعويم الموجه من 7.3 % عام 1990 إلى 22.2 % عام 2001 ، فقد كانت الأنظمة الوسيطة أكثر ليونة من أنظمة الربط بهوامش أفقية أو الانزلاق المتكافئ اللذان عرفا تراجعًا خلال هذه الفترة لتبين هذه الدراسة تحول أنظمة الصرف نحو الحلول المغالاة فيها.

² Andrea Bubula, Otker-Robe « une bipolarisation persistante » finance et développement Mars 2004 P 32-34.

قدم كل من Bubula et Otker-Robe ترتيبا لانظمة الصرف يضم الأنظمة الثابتة و الوسيطة والمعومة على النحو التالي

الشكل رقم 1: تصنيف أنظمة سعر الصرف ل Bubula et Otker-Robe



المصدر: Bubula et Otker-Robe مجلة التمويل والتنمية مارس 2004.

ب- تصنيف أنظمة سعر الصرف حسب طريقة التطاير (LYS): Levy

Yevati et Struzzenegger

تعتمد طريقة التطاير المقدمة من قبل LYS في تصنيف أنظمة الصرف الفعلية للدول على مصادقية أداء الأنظمة تبعا لتطور ثلاثة متغيرات رئيسية تتماشى مع نظام الصرف المتبع و المتمثلة في:

- 1- تطاير أسعار الصرف الاسمية التي تبين حركة أسعار الصرف في السوق و تحسب على أساس متوسط التغيرات السداسية لأسعار الصرف الاسمية خلال السنة.
- 2- تطاير تغيرات أسعار الصرف المبينة في الحركة التي تحدث في تغيرات حركة سعر الصرف و يتم حسابها بالانحراف في تغيرات أسعار الصرف.
- 3- تطاير احتياطات الصرف التي تبين الحركة التي تحدث في احتياطات الصرف و تحسب بمتوسط التغير النسبي لاحتياطات الصرف .

طبقا لتصنيف LYS³ تختلف قيمة المتغيرات المذكورة باختلاف أنظمة الصرف المتبعة من قبل الدول و المصنفة في أربعة أنظمة صرف و المبينة على النحو التالي:

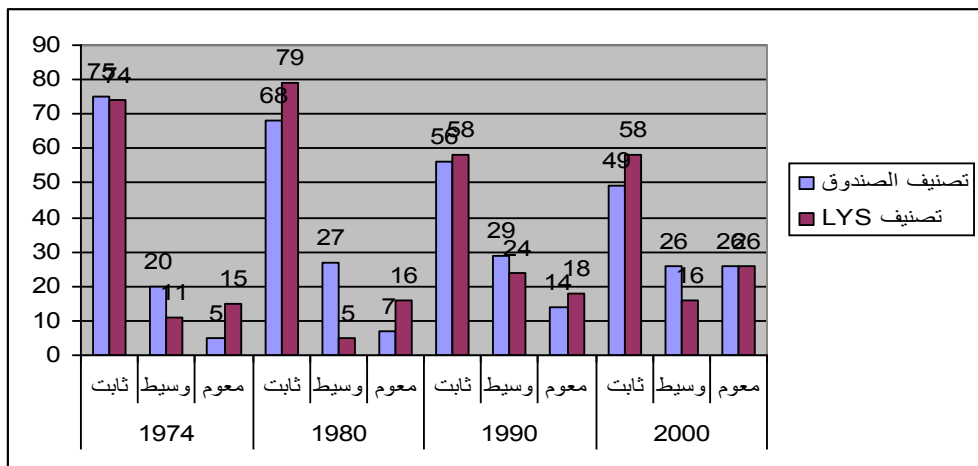
احتياطات	تطايير الصرف	تطايير تغيرات أسعار الصرف	تطايير أسعار الصرف	
	ضعيف	مرتفع	مرتفع	نظام عائم
	متوسط	متوسط	متوسط	نظام عائم موجه
	مرتفع / متوسط	ضعيف	مرتفع / متوسط	انزلاق متكافئ
	مرتفع	ضعيف	ضعيف	نظام ثابت
	ضعيف	ضعيف	ضعيف	غير محدد

تبين الدراسات التطبيقية المقدمة من قبل LYS 2000 و Fisher 2001⁴ لمجموع الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي اتجاهها واضحا من الأنظمة الوسيطة نحو نظام الربط الجامد أو نظام التعويم منذ التسعينيات والذي يسمى بحلول الركن ، و يعتبر تصنيف LYS مختلفا عن تصنيف الصندوق و أكثر فعالية منه كونه يعكس الواقع الفعلي لأنظمة الصرف معتمدا على الإحصائيات والمعطيات الحقيقية للدول و إهمال التصريحات الرسمية لها عن أنظمتها عكس الصندوق الذي ينطلق من التصريحات الرسمية، كما تبين الدراسة التطبيقية باستخدام التصنيفين خلال الفترة 1974-2000 الفروقات في التصنيفين حسب النتائج المحصل عليها

³ Levy Yeyati , Federico Sturzenegger « A de facto classification of exchange rate regimes: A ethodological note” Mimeo, Universite torcuato Di Tella 2002 p 45-52

⁴Fischer, Stanley, , “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?,” Journal of Economic Perspectives 15(2), 2001 p 18-22

الشكل رقم 2: التصنيف الواقعي لأنظمة الصرف ل Levy Yeyati et Sturzenegger



المصدر: Levy Yeyati et Sturzenegger 2000.

ج- التصنيف الطبيعي RR : Rogoff et Reinhart 2004

يتميز التصنيف الطبيعي عن سابقه في جانبين هما ، الجانب الأول هو إدماج معدل صرف متعدد و سوق صرف موازي ففي العديد من الاقتصاديات نجد معدل صرف رسمي مصرح به من قبل السلطات لا يتم العمل به في حين أن الأعوان الاقتصاديين يستعملون معدل صرف قريب جدا من حقيقة السوق يسمى معدل الصرف الموازي الغير رسمي، علاوة على ذلك توجد عدة دول بأمريكا اللاتينية تطبق أسعار صرف مختلفة ومتعددة بالنسبة للمعاملات الاقتصادية الخاصة، والحقيقة تفرض انه من المهم جدا الأخذ بعين الاعتبار هذين العاملين عند القياس فالمعدل الرسمي ينتمي إلى أنظمة صرف ثابتة بينما معدل السوق يوحي بنظام التعويم، و تدل الدراسة التطبيقية ل Rogoff et Reinhart في سنوات التسعينيات انه حوالي 20 % من الدول النامية تستعين بمعدلات متعددة أغلبيتها من الدول الناشئة و بعض الدول المتقدمة كبلجيكا و لكسمبورغ، أما الجانب الثاني فيتمثل في التركيز على الفترة الطويلة الأجل في دراسة الأنظمة عكس تصنيف LYS التي يقوم على المعطيات السنوية ، فقد قام RR بتقدير أنظمة الصرف لفترة 5 سنوات كنتيجة مهمة تحسب على أساس تغيرات أنظمة الصرف الظرفية حسب دراسة LYS بينما لا تسجل من طرف RR لأنه خلال هذه الفترة قد يعود سعر الصرف إلى وضعيته الابتدائية بين

وقت و آخر ، و الهدف من ذلك هو المتابعة الجيدة بتوضيح الاتجاه الطويل الأجل و عدم إعطاء وزن هام للإزعاج و التشويش الظرفي لتقلبات أسعار الصرف المؤقتة.

سمحت الدراسة التطبيقية المقدمة من قبل RR 2004⁵ بإعطاء نظرة تاريخية لأنظمة سعر الصرف أكثر طولاً وعمقاً من دراسة LYS بدراسة عينة ل 153 دولة عضو في صندوق النقد الدولي خلال الفترة الممتدة من 1946-2001 و استخراج نتائج هامة تبين التباعد الموجود بين التصريحات الرسمية لأنظمة الصرف والأنظمة الفعلية بداية من التحولات التي عرفها المناخ النقدي و المالي الدولي في السبعينيات، فقد عرفت الفترة 1950 مع نظام بريتون وودز كنظام رسمي متبع أن التصنيف الطبيعي يبين انه اقل من 40% من الدول تتبنى نظام الربط في حين نجد أنها 65% حسب ترتيب الصندوق، أما في سنوات الثمانينيات و التسعينيات وحدا أن 53% من الدول التي تصرح بالتعويم المدار كانت تتبع أنظمة ربط جامد أو أسعار صرف ثابتة قابلة للتعديل، كما بينت الدراسة خلال الفترة 1974-1990 و الفترة 1991-2001 أن الدول التي تأخذ بنظام (السقوط الحر وانخفاض التعويم Freely Falling) لا تقدم أي معنى رسمي لهذا النظام إلا في حدود نسبة لا تتجاوز 12% ، 13% كما أن ترتيب الصندوق خلال الفترة 1991-2001 يبين أن أكثر من 30% من الدول تتبع نظام صرف عائم مستقل بينما في التصنيف الطبيعي النسبة لا تتجاوز 10%.

2- محددات أنظمة الصرف:

أ- مناطق النقد المثالية

تتصف منطقة النقد المثالية بإمكانية تحقيق التوافق بين الدول في المجال السياسي و النقدي بإيجاد معايير خاصة تمكنها من تكوين وحدة نقدية مبنية على الثقة وضرورة احترام هذه المعايير من قبل الدول المكونة للوحدة النقدية، وتندرج مختلف الدراسات النظرية والتطبيقية لمناطق النقد المثالية في وجهتين الأولى تتمثل في المفهوم الساكن للمنطقة وعدم تطور المعايير الخارجية وتغيرها مع الزمن و المقدمة في أعمال كل من (1961 Mundell، 1963 McKinnon) أما الوجهة الثانية فتأخذ بالمفهوم الحركي للمنطقة من خلال إبراز المعايير الداخلية للوحدة النقدية التي بإمكان

⁵ Kenneth. S Rogoff, Aasim. M HusAin, Ashoka Mody, Robin Brooks, Nienke Oomes “ evolution and performance of exchange rate regimes ” IMF working paper wp/03/243, December 2003 p 83-95

الدول عدم احترامها و توضيح الأثر الديناميكي للتكامل بين الدول و المقدمة من طرف
1999 Frankel .

أ-1- المفهوم الساكن لمنطقة النقد المثالية: تتمثل الوحدة النقدية في شكلين إما تبني دولة نامية عملة وطنية لدولة أخرى كالدولار و اليورو، أو إنشاء عملة موحدة على مستوى مجموعة دول كالنظام النقدي الأوروبي و تبني اليورو كعملة موحدة عن طريق تحديد معايير الانضمام للوحدة النقدية و منطقة النقد المثالية و تحليل إيجابيات و تكاليف إنشائها بالنسبة لكل دولة من دول المجموعة، و التي تسمح باختفاء معدل الصرف بين الدول وإلغاء مخاطر الصرف المتعلقة بالتحويل و تقلبات العملات فيما بينها و نتيجة لذلك تزداد نسبة المبادلات الدولية الناتجة عن انخفاض تكلفة التبادل لعدم المرور إلى سوق الصرف و تجنب التغطية ضد مخاطره التي تقدم لنا فائدة كبيرة للاقتصاد، بالإضافة إلى ثقة المجموعة في الصلابة و الدعامة الاسمية الصادقة للعملة فإذا ما رغبت دولة في استيراد التضخم إذا كان معدل تضخمها يقارب متوسط معدلات التضخم للدول المكونة للوحدة فعليها انتظار الانخفاض المشارك للدول المكونة للوحدة النقدية نتيجة الالتزام و التعهد بمعايير الوحدة، أما سلبيات الوحدة النقدية فهي التخلي عن استقلالية السياسة النقدية فالدول المكونة للوحدة تفقد أداة السياسة النقدية لان مشكلة التسوية مطروحة على مستوى الوحدة، و فيما يخص نجاح الوحدة النقدية فهو مرتبط بالسياسة النقدية المستقلة و قوة و درجة الانفتاح الدولي و حجم الدولة فدرجة التكامل العالية مع الآخرين تعتبر ميكانيزم تسوية، و تدرج معايير منطقة النقد المثالية في ثلاثة خصائص منفصلة هي حجم الدولة و درجة الانفتاح مع الخارج و ميكانيزمات التسوية في المنطقة و المبينة في النظريات التالية:

1- حركة العوامل Mundell 1961: تشير القاعدة المقدمة من قبل Robert

Mundell 1961⁶ في بحثه "Optimum Currency Areas" المبين لدرجة حركة العوامل بين دول الوحدة النقدية على أساس انه بإمكان دولتين A و B تكوين وحدة نقدية عندما تكون حركة العوامل بينهما أكبر قوة مقارنة بحركة العوامل مع الخارج، فإذا ما واجهت الدولة A صدمة سلبية تؤدي إلى ارتفاع نسبة البطالة فان حركة اليد العاملة داخل المنطقة باتجاه الدولة B تضمن التسوية الضرورية ففي غياب هذه الحركة ستكون تكلفة التسوية مرتفعة في الدولة A التي تفرض

⁶ Mundell Robert A "A theory of optimum currency areas" American economic reviews 51/1961 p 112- 117.

عليها إتباع سياسة كبح التضخم بالانكماش و تخفيض الأجور الحقيقية الذي يجرى الأعوان الاقتصاديين على زيادة الطلب على العمالة و انخفاض خسائر الإنتاج، وتعتبر حركة العوامل كمؤشر لدرجة التكامل بين الدول فكلما كانت مرتفعة زادت درجة التكامل بين الدول و التي في الغالب تكون مصاحبة لميكانيزم تسوية متمم متمثل في اتحاد الميزانية (fiscal federalism) يبين وضعية التحويلات المالية بين مناطق الوحدة ، إلا أن مندل ينفىها عمليا لصعوبة القياس التي يشترط فيها درجة عالية من التكامل السياسي، وقد اعتبر مندل درجة حركة عوامل الإنتاج خاصة العمالة كأساس تحديد منطقة النقد المثالية التي تكون ميكانيزم طبيعي يسمح بالعودة إلى التوازن المبدئي في حالة الصدمات، فعند حدوث صدمة غير متماثلة داخلية أو خارجية في اقتصاديين مرتبطين بدرجة تكامل مرتفعة تحدد التسوية عن طريق حركة رؤوس الأموال واليد العاملة بوجود مرونة قوية للأجور والأسعار، و في حالة العكس أي ضعف حركة العوامل و صلابة الأسعار والأجور ستواجه الدولة صعوبة كبيرة على مستوى الاقتصاد الكلي و ضياع أداة سعر الصرف كأداة تسوية نتيجة لهذه الوحدة النقدية التي تؤدي إلى أضرار كبيرة بالاقتصاد.

2-درجة التكامل التجاري McKinnon 1963: قام ماكينون عام 1963

⁷ بتطوير المفهوم المرتبط بمناطق النقد المثالية تبعا لمعيار الانفتاح الاقتصادي للدولة المعبر عنه بنسبة السلع التبادلية إلى السلع غير تبادلية فالتكلفة المرتبطة بالتخلي عن سعر الصرف كأداة تسوية للسياسة الاقتصادية تنخفض بدلالة درجة الانفتاح الاقتصادي وأهمية المبادلات للسلع التبادلية، فقد بين ماكينون انه من مصلحة اقتصاد مفتوح الانضمام لنظام صرف ثابت لتفادي تقلبات الأسعار نسبة إلى السلع التبادلية و غير التبادلية و هذا راجع لسببين، الأول هو أن تقلبات سعر الصرف تؤثر بقوة على العلاقة بين أسعار السلع التبادلية و غير التبادلية و كلما كانت درجة الانفتاح الاقتصادي مرتفعة زاد اثر و ناتج تقلبات أسعار الصرف على الأسعار المحلية و ثبات سعر الصرف بين العملات يسمح بتخفيض أو إخفاء ما يسمى بالخداع والوهم النقدي، و الثاني هو أن سياسة الصرف تتبع اتجاه فقدان فعاليتها مع درجة الانفتاح الاقتصادي لان اثر سياسة

⁷ McKinnon R " Optimum currency area" AER, Vol 53, 1963 p 117- 131.

التخفيض (انخفاض الواردات و ارتفاع الصادرات) هي جد محدودة في الاقتصاديات الأكثر انفتاحا.

3-التنوع في المنتج (1969 Kenen): تمارس الصدمات غير المتماثلة أثرها

السليبي على أنظمة الصرف الثابتة فعندما تكون أسعار الصرف صلبة من غير الممكن اعتمادها كسياسة لتخفيض اثر الصدمات، و من هذا المنطلق إذا كانت دولة واحدة تواجه صدمة غير متماثلة تكون قدرتها على التفاعل والاستجابة محدودة و لا يمكنها الاعتماد على دول أخرى ترتبط معها بمعاهدة صرف لعدم مواجهتها لأية صدمة و نتيجة لذلك عند قيام مجموعة بتبني وحدة نقدية من المهم جدا تقدير حالة الصدمات غير المتماثلة و الصدمات المشتركة.

إن تماثل الصدمات مرتبط بدرجة التنوع في الإنتاج فكلما كان مرتفعا داخل الوحدة النقدية كلما زاد احتمال الصدمات المتماثلة و لنفرض أن كل دولة في الوحدة تنتج نسق مختلف من السلع فالصدمات التي تضرب قطاع خاص تنحج لتتوزع في مجموع الوحدة، وقد أشار 1969 Kenen⁸ إلى تخصص الاقتصاديات في وجهة التنوع في الإنتاج و الاستهلاك و اعتبارها كمعيار محدد لمثالية المناطق النقدية وتمحور فكرته في انه كلما انخفض تخصص اقتصاديات المجموعة أي زيادة التنوع في الإنتاج كلما قلت قابلية التأثر بالصدمات فالدول التي تتخصص في الإنتاج يمكنها بسهولة تبني نظام صرف ثابت أو تشكيل وحدة نقدية، أما الدول الأكثر تخصصا يكون من مصلحتها إتباع التعويم والقدرة على مواجهة الصدمة و الطلب المرتبط بالصادرات بتعديل سعر الصرف .

أ-2-المفهوم الحركي لمناطق النقد المثالية:

تندرج دراسة 1999 Frankel⁹ لتحديد معايير مناطق النقد المثالية في معيارين أساسيين يتمثلان في قوة التجارة بين أعضاء المجموعة و صلة تبادل المداحيل ، و يعتبر خط منطقة النقد المثالية سالب الميل لان الإيجابيات المرتبطة بتبني الوحدة النقدية ترتبط إيجابيا مع التكامل التجاري و سلبيات التخلي عن استقلالية السياسة النقدية ترتبط سلبيا مع تبادل المداحيل، فالدول التي تقع على يمين الخط و أعلاه تحقق أرباحا من تبني الوحدة النقدية عكس الدول الواقعة أسفل

⁸ Kenen Peter B "theory of optimum currency area : an electric view" Monetary problems in the international economy, University of Chicago, 1969 p 25-31

⁹ Frankel .J .A " No single currency regime si right for all countries or at all times" NBER Working paper N7338, 1999 p 9-13.

ويسار الخط، و الشيء الملاحظ هو أن المعايير المرتبطة بمناطق النقد المثالية هي في تطور دائم مع الزمن.

ب- طبيعة الصدمات و استقرار الاقتصاد الكلي:

نظام الصرف المثالي هو الذي يسمح بتدنية تقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية (الإنتاج، الاستهلاك و مستويات الأسعار)، وقد اهتمت أغلبية الدراسات الاقتصادية بطبيعة الصدمات في الأبحاث الخاصة باختيار أنظمة الصرف المثالية من خلال التمييز بين الصدمات الاسمية والصدمات الحقيقية و مختلف الصعوبات و المشاكل التي تواجه الاقتصاد و التي يمكن إجمالها في ثلاثة اقتراحات قائمة على العلاقة الموجودة بين طبيعة الصدمة و اختيار نظام الصرف المثالي، ويستند الاقتراح الأول إلى مثالية التعويم في حالة الصدمات الخارجية الاسمية التي القدرة للاقتصاد على المقاومة السريعة و الفعالة للآثار السلبية الخارجية فالتسوية الآلية للمتغيرات في نظام الصرف العائم تضمن حركة المبادلات التجارية و تخفيض مقدار الصدمات المتسربة عكس حالة نظام الصرف الثابت وصلابة كل من الأجور والأسعار، أما الاقتراح الثاني فيميل إلى مثالية أسعار الصرف الثابتة في حالة الصدمات المحلية الاسمية فالطلب على النقود يمارس أثره على المستوى العام للأسعار، ووجود أسعار صرف ثابتة فأي زيادة في الطلب على السيولة مع ثبات عرض النقود يؤدي إلى انخفاض الأسعار الذي يسمح بتحقيق فائض في ميزان الحساب الجاري بزيادة القدرة التنافسية للسلع المحلية و دخول رؤوس الأموال الأجنبية التي تعمل على زيادة العرض النقدي و ارتفاع الأسعار، و من اجل ذلك السلطات تتحكم في مجمل التغيرات في الطلب على النقود من قبل المتدخلين غير المرغوب فيهم في سوق الصرف، أما التوسع النقدي فيفسر باختلال ميزان الحساب الجاري نتيجة ثبات العملة و تدخل البنك المركزي لتدعيمها ببيع العملات الأجنبية و شراء العملة المحلية لإعادة عرض النقود إلى الوضعية المبدئية، ويستند الاقتراح الثالث إلى أفضلية التعويم في حالة الصدمات الخارجية أو المحلية الحقيقية (التطور التكنولوجي و الإنتاجية) التي تمارس أثرها على الأسعار النسبية، وأن انخفاض إنتاجية العوامل يمكن تعويضها وتدعيمها بانخفاض العملة المحلية في نظام الصرف العائم، أما إذا كانت الدولة تتبنى نظام ثابت تكون مدة وتكلفة التسوية مرتفعة و على الحكومة تخفيض الأسعار المحلية و الأجور الحقيقية لتعويض انخفاض الإنتاجية، ومن هنا يعرف لنا النموذج التقليدي لمندل فليمنغ انه من العقلانية تعديل نظام الصرف تبعاً لتغيرات طبيعة الصدمات و الذي يبين في نفس اللحظة و بالتتابع عندما تأتي

الصدمات الحقيقية متكررة نتيجة قوة حركة رؤوس الأموال والتكامل المالي الزائد للاقتصاديات الناشئة و ضرورة مساعدة هذا النمو الشامل بنظام صرف أكثر مرونة.

ج- أنظمة الصرف و مصادقية السياسة الاقتصادية:

تندرج أعمال كل من Kydland et Prescott¹⁰ 1977، و Barro et Gordon¹¹ 1983،¹¹ في أن الأعوان الاقتصاديين يتبعون الاستراتيجيات المثلى في الإجابة على إستراتيجية السلطات، حيث تكون الحلول التي يتخذونها لها اثر على فعالية سياسة الحكومات كالنماذج التي تدرس فرضية التوقعات العقلانية للأعوان الخواص، و تبعا لمفهوم أنظمة الصرف فإنها تندرج في مصادقية و سمعة الوظيفة التي تؤدي إلى إعادة الاعتبار لدور سعر الصرف كأداة للسياسة الاقتصادية بموجب سمو القاعدة التي تنص أن سعر الصرف لا يمكنه المعالجة بطريقة سرية، ويرتبط اختيار نظام الصرف بمصادقية السياسة النقدية تبعا إلى القاعدة التي تفترض انه في حالة وجود دولتين دولة أولى A ذات سلطة قوية و دولة ثانية B ذات سلطة ضعيفة و أن الدولة الأولى أكثر حساسية في مكافحة التضخم من الدولة الثانية و بالعودة إلى نظرية تعادل القوي الشرائية في تحديد سعر الصرف التي صاغها السويدي كاسل في أن معدل الصرف يتحدد بين دولتين تبعا للتغير في معدل التضخم $e = p_B - p_A$.

يبين سعر الصرف التوازي بين البلدين أن معدل التضخم للدولة B أكبر من معدل التضخم للدولة A مما يفسر الانخفاض المستمر لعملة الدولة B بالنسبة للدولة A، و في هذه الحالة بإمكان الدولة B استهداف التوازن بمعدل تضخم ضعيف و إعلام الأعوان الاقتصاديين بالمعدل المستهدف و العمل على عدم تجاوزه، ويكمن الحل بالمرور إلى الوحدة النقدية و انضمام الدولة B إلى الدولة A فقرار الدولة B بتثبيت عملتها مع الدولة A يفسر انطلاقا من نظرية تعادل القوي الشرائية PPA بتثبيت معدل التضخم للدولة B تبعا للدولة A الذي يحقق ربحا لها غير أن هذا التعديل مرتبط بمصادقية الإستراتيجية المتبعة من قبل الدولة B فالتحريض على تعميم التضخم وتوقع الأعوان الاقتصاديين الخداع يظهر فوراً أن تثبيت سعر الصرف ليس حلا لمشكلة التضخم و التشويش الظرفي، كما يوجد حل آخر للدولة B بتعديل عملة الدولة A بالسيطرة على معدل

¹⁰ Kydland, F.E. and E.C. Prescott, 'Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans', Journal of Political Economy, 85 (June), (1977) p 45-52.

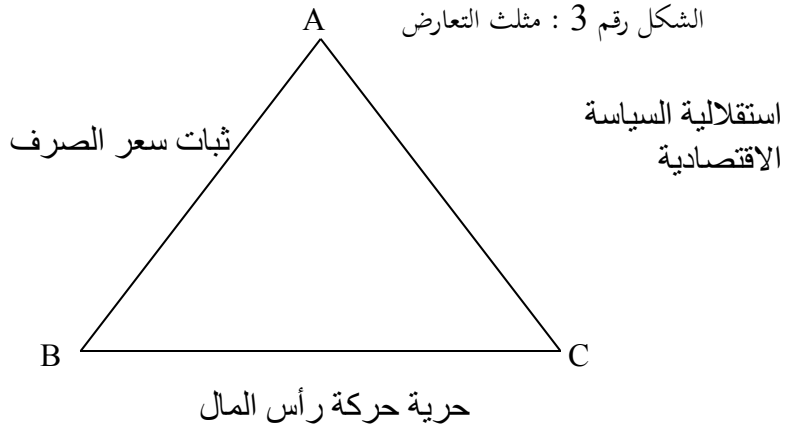
¹¹ Barro R, Gordon D " Rules discretion and reputation in a model of monetary policy" NBER Working paper series No 1079, 1983 p 27-32

التضخم تبعا للدولة A والتضحية باستقلالية السياسة النقدية حسب مفهوم Giavazzi et 1998 pagano فالبنك المركزي للدولة B يتكلف بمصداقية البنك المركزي للدولة A و ربط سياسته النقدية بالسياسة النقدية للدولة B.

د- المحددات المالية و مفهوم التكامل المالي

د-1- الثلاثية المستحيلة:

قدم مندل¹² مفهوم مثلث التعارض سنة 1972 و الذي تم إعادة صياغته و تفعيله من قبل Podoa et Schioppa في تحليل أسس تطور الوحدة النقدية الأوروبية، والممثل في أن الدول تواجه صعوبة كبيرة في المحافظة على الأسس الثلاثة للنظام النقدي الأوروبي المتمثلة في ثبات سعر الصرف و الحركة الجيدة لرؤوس الأموال و استقلالية السياسة الاقتصادية من خلال الإشكالية المتمثلة في كيفية الوصول في ظل اقتصاد مفتوح إلى ثبات سعر الصرف و أسعار السلع مع النمو المستمر في حركة رؤوس الأموال و سياسة نقدية موجهة نحو أهداف استقرار الاقتصاد الكلي الداخلي، علما انه من غير الممكن تحقيق الأهداف الثلاثة معا و في آن واحد نظرا للتعارض الموجود بينها، فالثلاثية المستحيلة تفرض قيودا على السلطات النقدية للدولة في اختيار أساسين فقط من بين الثلاثة حسب الأهداف المسطرة ، فالحاجة الماسة للاستقرار النسبي للأسعار تفرض ثبات سعر الصرف، و الفعالية و المرونة في الأداء تتطلب الحركة الجيدة لرؤوس الأموال ، إضافة إلى أن استقرار الاقتصاد الكلي يستوجب الاستقلالية في توجيه السياسة النقدية.



¹² Mundell R. .Uncommon arguments for common currencies., London: Allen et Unwind 1973 p 7-15.

تمثل A تكامل الجانبين المبين بثبات سعر الصرف و استقلالية السياسة الاقتصادية مقابل التخلي عن الحركة الجيدة لرأس المال، و تمثل النقطة B العملة الموحدة الممثلة بالحركة الجيدة لرأس المال و ثبات سعر الصرف مقابل التخلي عن الاستقلالية الاقتصادية، أما النقطة C فهي التعويم الحر المفسر بالاستقلالية الوطنية و حرية حركة رأس المال مقابل التخلي عن ثبات سعر الصرف. قام Krugman 1999¹³ بإعادة صياغة مثلث التعارض باستحداث ما يسمى بالمثلث الخالد و الأزلي والثلاثية المستحيلة الممثلة في التسوية، الثقة و السيولة و التي تقدم الصفات المميزة للنظام النقدي الدولي، فالتسوية هي قدرة السلطات على متابعة السياسات الاقتصادية بالثبات و توجيهها من اجل تنظيم الدورة الاقتصادية و الثقة هي القدرة على حماية سعر الصرف بالتصدي لهجمات المضاربة على العملة، أما السيولة فهي حركة رأس المال الأجنبي في الفترة القصيرة و القدرة على تمويل التجارة الدولية و الاحتلال الظرفي لميزان المدفوعات، و في ظل العوامة المالية و تزايد قوة حركة رؤوس الأموال بين الدول تعمل السلطات النقدية بصورة دائمة على تحقيق الاستقرار الداخلي و الخارجي و مواجهة التهديدات المختلفة لهجمات المضاربة على العملات، إلا انه لا يمكنها تحقيق العناصر الثلاثة نتيجة التعارض بينها و الذي يفرض عليها اختيار عاملين و التخلي عن الثالث و كنتيجة منطقية فان أي اختيار سوف يحمل معه إيجابيات و سلبيات للاقتصاد مما يستوجب على السلطات النقدية عملية التحكيم و الموازنة بينها، ويسمح هذا النسيج المتكامل باستخراج استنتاجات أكثر واقعية لمحددات الاختيار بين أنظمة الصرف في النظام النقدي الدولي المعاصر، فالدول المتقدمة تبحث عن التسوية و السيولة بتعويم عملتها تبعا للخصائص التي تميزها الوزن الضعيف للمبادلات الخارجية و المديونية الضعيفة بالعملات الأجنبية و توقعات المستثمرين للمستقبل التفاؤلي والتشاؤمي في الفترة الطويلة، أما الدول الناشئة فهي أكثر حساسية نحو الاختيار نظرا للصفات و الخصائص الهيكلية المتمثلة في ثقل المديونية الخارجية و ضعف النظام المالي و قطاع الشركات وصعوبة ترسيخ سياسة اقتصادية صادقة نتيجة غياب الاستقلالية و الشفافية و الماضي التضخمي إضافة إلى درجة التكامل المتسارع للأسواق المالية و مخاطره حيث نجد أنها تميل نحو تفضيل أنظمة الصرف المعومة أو على العكس اختيار إستراتيجية الربط الجامد التي توحى بالمصدقية و الثقة، ففي كلتا الحالتين مثلث التعارض يبين صعوبة المحافظة

¹³ Krugman, P "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", (mimeo) Cambridge, MA, MIT, department of Economics, 1999 p 113-126.

و إتباع الأنظمة الوسيطة، أما بالنسبة للدول النامية و كنتيجة حتمية لضعف التكامل المالي و عدم تطور الأسواق المالية و الصعوبات التي تواجه استقلالية السلطات النقدية فهي تفضل ثبات الاقتصاد الكلي و توجهه نحو اختيار إيجابيان الأنظمة المعومة أو الليونة المرتفعة.

د-2- الأخطاب الهيكلية Vulnerabilités Structurelles

ترتبط محددات اختيار أنظمة الصرف في الدول الناشئة بالخصائص والصفات المميزة للأنظمة المالية و اثر استجابة الأسعار، فقد اتجهت العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة لتحديد أسباب و حجم الخوف من التعويم في الاقتصاديات الناشئة و توجهه نحو توضيح أهمية العوامل كالمخطأ الأصلي و المبدئي original sin و اثر تقلبات سعر الصرف على تكاليف المديونية Currency Mismatch إضافة إلى اثر استجابة الأسعار لتقلبات سعر الصرف Pass-trough في تحديد درجة تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف.

1- الخطأ المبدئي le Pêché originel: ظهر هذا المصطلح من قبل

1999 Eichengreen et Hausmann¹⁴ يوضح عدم قدرة الدول خاصة الناشئة الاقتراض من الخارج بعملتها المحلية فتراكم المديونية بالعملات الأجنبية يؤدي إلى عواقب وخيمة على الاستقرار المالي و سياسات الاقتصاد الكلي، حيث تشير الدراسة المعاصرة ل Hausmann, panizza et stein 2000 أن الخوف من التعويم في الاقتصاديات الناشئة يأتي من تركيز المخاطر و ارتباطها بقوة التدفقات المالية الخارجية التي تؤدي لمخاطر أزمات الثقة، وقد قام عدة باحثين باختبار العودة الفعلية للدول في استعمال الاحتياطات للتدخل في سوق الصرف بمقارنة التطاير في الاحتياطات و سعر الصرف و الوصول إلى وجود الارتباط موجب بين المتغيرات و الخطأ المبدئي في القياس الأول و الثاني و سالب في القياس الثالث.

$$OSIN = \max(1 - \frac{TD_i}{TDE_i}, 0) \quad TD_i: \text{سندات الاقتراض بالعملة } i$$

TDE_i : سندات الاقتراض المصدرة من قبل الدولة i

2- اثر تقلبات أسعار الصرف على تكاليف المديونية Currency Mismatch

يقدم Eichengreen, hausmann et panizza تعريفا ل

¹⁴ Eichengreen B, Hausmann R “Exchange Rates and Financial Fragility”, NBER, WP n° 7418, 1999 245-263.

Currency Mismatch بتطور فرق القيمة بين الأصول و الخصوم بالعملات الاحتياطية و المحجوزة في اقتصاد ما حسب تقلبات سعر الصرف، فعندما تقوم دولة بتخفيض قيمة عملتها ترتفع ديون المتعاملين بالعملات الأجنبية المقومة والمحسوبة بالعملة المحلية، و يرتبط هذا المصطلح بقوة الخطأ المبدئي وهو يعتبر حاليا احد أهم محددات اختيار أنظمة الصرف في الدول الناشئة، فحسب 2000 Calvo et Reinhart¹⁵ إن مرض الخوف من التعويم هو خشية الآثار التضارسية لتقلبات سعر الصرف على ميزانية البنوك و المؤسسات المقترضة بالعملات الأجنبية، فالتقلب الواسع في سعر الصرف يؤدي إلى آثار مفجعة و سيئة ليس فقط على الأعوان بل على النظام المالي ككل الذي ينعكس على الاقتصاد الحقيقي و قطاع الشركات فهم يرون أن الانخفاض بإمكانه أن يعمل على تعميم وضعية الركود كما هو ظاهر في الأزمة الآسيوية، فالعديد من العوامل التي تسمح بتفسير عودة الدول الناشئة إلى المديونية الزائدة والخطأ المبدئي المبين في ضعف مرونة سعر الصرف أي الخوف من التعويم يزيد من الثقة ومشكلة Currency Mismatch، فتبعاً ل 1996 Mishkin¹⁶، 1999 krugman، 2000 Bachetta، Burnside et al 2000¹⁷ إن هذه الظاهرة تحرض المؤسسات المالية في الاقتصاديات الناشئة إلى عدم الرغبة (Burnside et al) أو عدم القدرة (Eichengreen et Hausmann)¹⁸ في تغطية مخاطر الصرف فضلاً عن الأسباب التي تدفع الأعوان الاقتصاديين لعدم التغطية، فالديون المقترضة بالعملات تضعف من فعالية السياسة النقدية حتى في سياق سعر الصرف المعوم، فآثر الدين المقترض بالعملات على الميزانية يمثل عائق حقيقي لأداء السياسة النقدية، حيث تبين الدراسات انه في اقتصاد مثقل بالديون المقترضة بالعملات يزداد احتمال مواجهته لازمة ذاتية التحقيق فضلاً عن نظام الصرف المتبع تكون السياسة النقدية غير فعالة، علاوة على ذلك إذا كان الاستثمار مرتبط بقوة و اتساع الوضعية المالية للمؤسسات مع وجود نسبة مرتفعة من الديون الحرة

¹⁵ Calvo G, Reinhart C “Fear of floating (mimeo)” Baltimore, MD, University of Maryland 2000 p 426-431

¹⁶ Mishkin, F “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, “Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996 p 4-9.

¹⁷ Bunnside C, Eichengreen B and Rebelo S “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes” NBER (2000) WP n°7143 p 170-186.

¹⁸ Duck-koo chung, Barry eichengreen * Toward an East Asian Exchange Rate Regime* brookings institution press Washington, D.C, 2007 p 159-168.

بالعملات يؤدي الى فقدان الثقة للمستثمرين الأجانب الذي يعتبر وحده مبررا لظاهرة الخوف المقلد.

3- اثر حساسية الأسعار لتقلبات سعر الصرف Pass-Trough اثر: Pass-

Trough و نتائج الخوف من نشوئه و عدم استقرار الاقتصاد الكلي نتيجة التضخم المرتفع، يقدم عاملا مهما في اختيار أنظمة الصرف في الدول الناشئة وكذلك الاقتصاديات المتقدمة والذي يعرف بالدرجة التي من اجلها يتحول اثر تقلبات أسعار الصرف إلى المستوى العام للأسعار في الدولة، حيث إذا كان اثر P-T في الدول الناشئة جد مرتفع مقارنة بالدول المتقدمة فان أفضلية السلطات النقدية تكمن في اختيار نظام الصرف الذي يسمح بالتقلبات المحدودة و المبرر بإمكانية تدنية تطاير التضخم، و قد قامت دراسات عديدة بقياس اثر P-T على اقتصاديات الدول الناشئة و المتقدمة، و قدم Mc carty 1999 تحليلا لأثر تقلبات سعر الصرف وأسعار الواردات على المؤشر العام لأسعار الاستهلاك و الإنتاج في نموذج انحدار الشعاع الذاتي VAR باستعمال معطيات لسته دول أعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OCDE مبينا انه يوجد اثر ضعيف لتقلبات سعر الصرف على مؤشر أسعار الاستهلاك و أن اثر P-T يرتبط بدرجة الانفتاح الاقتصادي، كذلك قام Golfajn et Werlang 2000 بقياس ومقارنة سعة اثر P-T للاقتصاديات الناشئة و الصناعية باستعمال معطيات السلة Panel ل 71 دولة خلال الفترة 1980-1998 من اجل توضيح المحددات الأساسية لأثر P-T المرتبط بمكونات الدورية (درجة المغالاة في التقدير المبدئي لسعر الصرف الحقيقي، معدل التضخم المبدئي، درجة الانفتاح الاقتصادي) و تحصلوا على أن اثر P-T مرتفع في الاقتصاديات الناشئة مقارنة بالدول المتقدمة.

ن- المحددات السياسية لاختيار أنظمة سعر الصرف

مختلف الأدبيات المعاصرة التي طورت انطلاقا من التسعينيات قامت بإدماج العوامل السياسية في تفسير اختيار نظام الصرف، والتي نبرزها في ثلاثة مجموعات تتمثل في، اثر الفوائد المحلية، اثر السلطات السياسية و اثر الإجراءات الانتخابية.

¹⁹ Goldfajn I, Werlang, S “The pass-through from depreciation to inflation: A panel study”, Working Paper No. 423, Rio de Janeiro, PUCRio, Department of Economics, 2000 p 15-19.

ن-1- اثر مجموعات الفوائد: يكمن اثر مجموعة الأعوان الاقتصاديين في أن سعر الصرف يمارس أثره على الأسعار النسبية فارتفاع قيمة العملة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الصادرات و انخفاض أسعار الواردات، و بالتالي خسائر يتحملها المصدرون و أرباح يحصل عليها المستوردين و المستهلكين من خلال تحسن قدراتهم الشرائية جراء انخفاض أسعار الواردات، أما في حالة انخفاض قيمة العملة تكون النتائج عكسية، فالأعوان الأكثر تفضيلاً لثبات سعر الصرف و عملة قوية هم المتعاقدون بعقود دولية الممثلين في المستثمرين المحليون لان فائدتهم تكون مع عملة قوية نتيجة الريح في الأصول الأجنبية و ثبات سعر الصرف يسمح بإلغاء خطر سعر الصرف، أما المنتجون للسلع التبادلية فتكمن فائدتهم في أفضلية العملة التي تنخفض مما يجعل منتجاتهم اقل تكلفة بالنسبة للمنتجات الأجنبية، عكس المنتجون للسلع غير التبادلية الذين لهم أفضلية عملة قوية للريح في القدرة الشرائية و انخفاض التضخم المستورد.

ن-2- اثر السلطات السياسية: يقتضي تبني نظام صرف ثابت درجات تسوية معينة لإعادة الاستقرار و الصمود خاصة للسلطات التي تسيطر على نفقات الميزانية، فحسب هذا المفهوم يوجد رابطة بين عدم الاستقرار السياسي (المعرف بفترة الحكم و إيقاع التغير السياسي تبعاً للانتخابات) و قدرة السلطة بالأخذ بالحسبان القياسات الضرورية للحفاظ على نظام الصرف الثابت، مما يفرض ضرورة توضيح الرابطة المتمثلة في قوة (ضعف) عدم الاستقرار السياسي المتبوع بارتفاع احتمال تبني نظام الصرف الموعوم (الثابت) و المفسرة طبقاً لأعمال نماذج المصادقية Barro et Gordon²⁰، و حسب نموذج Edward 1996 يمكن شرح وضعية مواجهة السلطات لعملية التحكيم بين المصادقية و المرونة بتدنية خسارة التحكيم بين التضخم و البطالة بموجب قانون عدم التباين فعندما يتجاوز التضخم ارتفاع الأجور يفسر بانخفاض في الأجر الحقيقي و معدل البطالة الجاري اقل من المعدل الطبيعي، كما يتأثر اختيار نظام الصرف بالإجراءات التشريعية فنظام الأغلبية يفضل تبني نظام صرف عائم الذي ينقسم إلى عدة أنظمة فأى ضعف في التوجه الانتخابي يفسر سياسياً بعواقب هامة، فالحكومة تفضل المحافظة على الفرص الملائمة لمعالجة السياسة النقدية و التخلي عن نظام الصرف الثابت، ففي هدف الفوز

²⁰ Barro R, Gordon D " Rules discretion and reputation in a model of monetary policy"op cit p 89

بالانتخابات و البقاء في السلطة نجد انه في ظل نظام متناسق تكون لعبة الانتخاب اقل أهمية حيث انه حتى في حالة خسارة حزب للانتخابات يمكنه تشكيل كتل و ائتلاف يعمل على تكوين حكومة، فالنظام المتناسق يتجه إلى تفضيل نظام الصرف الثابت علاوة على ذلك فان المبادلات الثابتة تعتبر ميكانيزم ربط و تنسيق بين مختلف أحزاب الائتلاف و التي تمثل قاعدة شفافة و ظاهرة، و من جهة أخرى تمارس المعارضة اثر ضعيف على إدارة وقيادة الأعمال الذي يزيد من الأخطار المشتركة لخسارة الانتخاب، فالأنظمة التشريعية التي تكون فيها المعارضة ضعيفة ينخفض احتمال تبني نظام صرف ثابت، إضافة إلى المفهوم الحزبي باعتبار أن الأحزاب السياسية تمثل الافضليات النقدية لمختلف الفئات الاجتماعية.

ن-3- اثر الانتخابات: تؤثر الانتخابات على نظام سعر الصرف من وجهة نظر سياسة الانخفاض و عامل التكلفة المتميز بثلاثة خصوصيات هامة

- ارتفاع أسعار السلع المستوردة يؤدي إلى آثار سلبية على الدخل الحقيقي.
- يحدث بعد ذلك تحويل دخول الأجراء الذين لهم ميل مرتفع للاستهلاك ، مقابل منفعة و فائدة للذين لهم ميل ضعيف للاستهلاك، مما يدل على وجود خسارة أكبر من المنفعة.
- أخيرا ينتج فعل تضخمي، فالتخفيض يلعب دور مثل الضريبة.

يجب الاعتماد على انه توجد رابطة بين تاريخ الانتخابات و حادثة تخفيض قيمة العملة المحلية، فعلى السلطات العمل على تأخير قدر الإمكان التخفيض قبل الانتخابات و تخفيضها فورا بعد تغير سعر الصرف بعد الانتخابات و الذي يبين أثرا اقل تكلفة.

3- الدراسات التطبيقية ونتائج التقدير:

تمثلت مختلف الدراسات التطبيقية التي تعرضت لإشكالية اختيار أنظمة الصرف للدول النامية في تفضيل كل من Calvo et Reinhart، 2000، Hausman, Panizza et Stein، 2000، أما Ghosh et Al 2003 فقد اختاروا صناديق الموازنة Currency Board، و فضل Williamson 2000²¹ تبني نظام الربط الجامد ، و قدم

²¹ Williamson, J., Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option, Washington, DC: Institute for International Economics. 2000 p 71-74

Goldstein 2002 إدارة التعويم الزائد "Managed Floating Plus" كأفضل نظام، و
اختار Fisher 2001 حلول الركن و تدور مجمل هذه الاستنتاجات في فكرة " Frankel " لا
يوجد نظام صرف مطلق و ابدئي" لان كل الأنظمة الثابتة، المعومة والوسيلة لها إيجابيات و
سلبيات و حل الإشكالية يتمثل في معرفة و تحديد مدة حياة نظام الصرف و ارتباطه بالمحددات
الهيكالية.

فقد سمحت الدراسة التطبيقية ل Rogoff et Reinhart 2004 بإعطاء نظرة تاريخية لأنظمة
الصرف الفعلية من خلال دراسة عينة مكونة من 153 دولة خلال الفترة 1946-2001
باستنتاج وجود تباعد بين التصريحات الرسمية و الأنظمة الفعلية المتبعة من قبل الدول، وان تطور
الأنظمة في الدول الناشئة يبين قوة واستمرارية الأنظمة الوسيطة رغم تزايد الاندماج المالي للدول و
أزمات الصرف التي واجهتها في سنوات التسعينيات ليظل نظام التعويم الحر اقل اتساعا في الدول
النامية كما يوجد تراجع في نظام الربط الجامد.

كما قدم كل من Frankel et Aizenman 1982، 1985²² حلا لمشكلة تحديد درجة
المرونة المثالية بتدنية دالة الخسارة و إدخال مختلف المتغيرات المؤثرة في سلوك السلطات في سوق
الصرف، كما قام كل من Allegret, Ayadi et Haouaoui²³ بتحديد درجة المرونة المثالية
لعينة مكونة من 28 دولة نامية وناشئة بتقدير دالة الطلب على النقود و الأهمية النسبية
للصدمات الاسمية و الحقيقية و استنتاج إمكانية وجود مثالية خارج حلول الركن في الدول النامية،
كما قام كل من Benbouziane et Benamar 2007²⁴ بدراسة اثر أنظمة سعر الصرف
على المتغيرات الحقيقية لعينة مكونة من 14 دولة (MENA) خلال الفترة 1970-2003

²² Aizenman J, Frenkel J "Optimal wage indexation foreign exchange intervention and monetary policy" The American economic review 75(3), 1985 142-148.

²³ Jean-Pierre Allégret, Mohamed Ayadi, Leila Haouaoui Khouni "Le choix d'un régime de change dans les pays émergents et en développement peut-il être optimal en dehors des solutions bi-polaires ?" documents de travail – working papers, W.P. 08-19; Juillet 2008 p 12-38.

²⁴ Benbouziane M , Benamar A "The impact of exchange rate regimes on the real sector in MENA countries" Draft paper submitted to the : Twenty-Seventh Annual Meeting of The Middle East Economic Association (MEEA) Chicago, January 4-7, 2007

باستعمال تقنية PMG و استنتاج أن تباين المتغيرات الكلية المدروسة في الأنظمة الوسيطة أكبر من أنظمة الربط الجامد.

عينة الدراسة مأخوذة في الفترة 1990-2006 من اجل تفسير مثالية أنظمة سعر الصرف في الجزائر عن طريق قياس درجة استجابة الأسعار لتغيرات سعر الصرف و تباين الصدمات الاسمية والحقيقية و التحيز في الاختيار و توضيح عند أي مستوى يمكن لهذه العوامل و المحددات دفع الجزائر إلى تبني حلول الركن أكثر من الأنظمة الوسيطة، و المعطيات المأخوذة هي سلاسل زمنية سنوية للمتغيرات المتمثلة في الناتج الداخلي الخام PIB، الكتلة النقدية M2، مؤشر أسعار الاستهلاك IPC، سعر الصرف TC و حجم الصادرات EX والواردات IMP.

تحتل النماذج الاقتصادية القياسية مكانة هامة في الدراسات الاقتصادية لأنها تسمح لنا باختبار صحة النظرية ومدى مطابقتها للواقع واعتمدنا في دراستنا لتقدير العلاقات الموجودة بين المتغيرات على نموذج VAR باستخدام برنامج « *EViews 5.1* » واتباع مختلف الطرق الإحصائية حسب خصائص كل سلسلة زمنية حيث تستعمل طريقة المربعات الصغرى للسلاسل الزمنية المستقرة و نموذج تصحيح الأخطاء ECM للسلاسل الزمنية غير المستقرة و المتكاملة زمنيا أما السلاسل الزمنية غير المستقرة و غير المتكاملة فنقوم باستعمال مقارنة Box_Jenkins.

تسمح طريقة التكامل المتزامن "Cointegration"، بمعرفة العلاقة الحقيقية بين متغيرين أو أكثر في المدى الطويل بإيجاد شعاع التكامل المتزامن بين سلسلتين وإزالته، عن طريق دراسة استقرارية المتغيرات بإدخال الجذر الأحادي أولاً، و باستعمال اختبار "ADF" وتعرف السلسلة الزمنية المستقرة بالسلسلة الزمنية التي لا تتغير مستوياتها عبر الزمن، أي عدو وجود اتجاه عام ولا مركبة فصلية والتي يكون متوسطها الحسابي وتباينها ثابت عبر الزمن، بعد ذلك نحاول اختبار رتبة التكامل المتزامن باستعمال اختبار "Johansen" من أجل تحديد عدد علاقات التكامل المشترك في المدى الطويل، وأخيرا دراسة دوال التحويل (الاستجابة) لمعرفة نوع العلاقة التي تربط بين المتغيرات، و معرفة أثر تغير متغيرة سعر الصرف على باقي المتغيرات.

1- قياس استجابة الأسعار لتغيرات سعر الصرف (Pass-Trough)

نطلق في عملية تقدير استجابة الأسعار لتغيرات سعر الصرف من الصيغة المقدمة من قبل Hausman, Panizza et Stein 2001²⁵ المتمثلة في:

$$P = \alpha + \theta F$$

P: لوغاريتم مؤشر الأسعار المحلية θ : معامل استجابة الأسعار α : معامل Mark Up.

F: لوغاريتم مؤشر الأسعار الدولية بالعملة المحلية المقاس بمؤشر الأسعار الدولية على نعدل الصرف الاسمي

باستعمال برنامج 6.0 eviews تم اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستعمال ADF لمختلف المتغيرات مؤشر الأسعار المحلية IPC، مؤشر الأسعار الدولية IPC_{int}، و سعر الصرف TC، واختبار Johansen لدراسة علاقات التكامل المتزامن وتحصلنا على النتائج التالية:

الدول	المتغيرات	السلسلة	التفاضل الأول	التفاضل الثاني	التكامل المتزامن
الجزائر	Log(ipc)	-	-	-	متكاملة
	Log(ipc _{in} /tc)	-	0.167(0.466)	5.93(0.001)	علاقة
			3.48-(0.084)	4.98(0.010)	واحدة

يبين اختبار ADF أن السلاسل الزمنية للمتغيرات غير مستقرة وان تفاضلها الأول مستقر، ويبين اختبار Johansen وجود علاقة تكامل متزامن أي أن المتغيرين لهما علاقة في المدى الطويل

²⁵ EICHENGREEN, B. HAUSMANN, R AND PANIZZA U “Currency Mismatch, Debt intolerance and original sin”, NBER (2003) WP n° 10036 p170-175.

تقديرات θ (décomposition de variance) واثر الاستجابة للمتغيرين الأسعار وسعر الصرف مبنية في الجدول التالي:

Log(ipc _{in} /tc)	Log(ipc)	Decomposition (S.E)	المتغيرات	
8.23 E-05	99.99	1.08	Log(ipc)	الجزائر
86.73	13.26	1.5412	Log(ipc _{in} /tc)	

نتائج التقدير المحصل تبين قوة حساسية الأسعار لسعر الصرف (1.08) خاصة في بداية التسعينيات نتيجة سياسة التخفيض المنتهجة سنة 1991، 1994 في الجزائر و ضرورة تحرير العملة والتحول إلى التعويم الموجه وبرامج التصحيح الهيكلي للتقليل من معدلات التضخم مما فرض عليها هامش تقلب ضيق و درجة مرونة محدودة و التدخل الواسع في سوق الصرف إضافة إلى القيود المفروضة على التجارة الخارجية و عدم قابلية التحويل و المغالاة في قيمة العملة المحلية مما يفسر ضعف حركة رؤوس الأموال الأجنبية والاستثمار الأجنبي والذي يبين أفضلية الأنظمة الوسيطة وضرورة التوجه نحو درجات مرونة عالية و إعطاء قيمة حقيقية لسعر الصرف.

2- الأهمية النسبية للصددمات الاسمية و الحقيقية:

تقاس الصدمات الحقيقية بتباين صدمات الناتج الداخلي الخام الحقيقي و تقاس الصدمات الاسمية بتباين معدل نمو الكتلة النقدية أما الصدمات النسبية فهي تباين الصدمات الاسمية على الصدمات الحقيقية.

اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ADF :

التكامل المتزامن	الصددمات النسبية	تباين m2	تباين PIB		
متكاملة علاقاتين	- (0.058)3.669	- (0.988)0.045	- (0.365)2.389	السلسلة	الجزائر
	- (0.002)5.675	- (0.001)6.190	- (0.004)5.458	التفاضل الأول	
	///	///	///	التفاضل الثاني	

اختبار ADF يبين أن السلاسل الزمنية للمتغيرات غير مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى،
ويبين اختبار Johansen وجود علاقتين للتكامل المتزامن بين المتغيرات.

تقدير الأثر الموجود بين المتغيرات حسب نموذج VAR و تقدير
Decomposition de variance

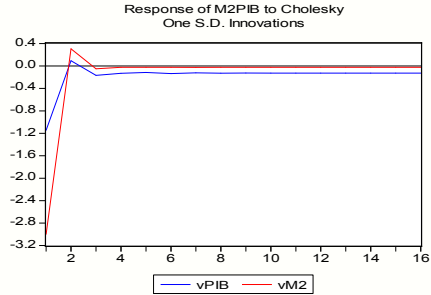
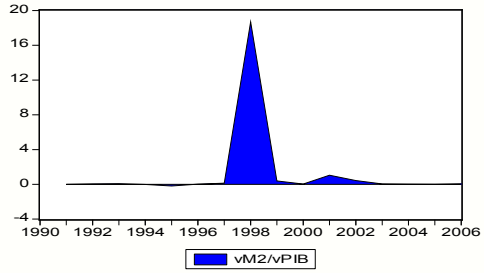
Vm2/Vpib	Vm2	Vpib	tc	Decomp (S.E)	المتغيرات	
4.046	0.015	0.823	95.11	8.087	tc	الجزائر
5.624	22.664	57.431	14.279	235.58	Vpib	
0.329	0.390	55.650	43.629	6931.13	Vm2	
57.857	32.116	4.673	5.352	5.3172	Vm2/Vpib	

تبين نتائج التقدير ارتفاع تباين الصدمات النسبية (5.3172) خاصة في سنوات 1995،
1998 و 2001 المبين في منحى الأهمية النسبية للصدمات (الشكل رقم 5) المفسر بوجود
تباين كبير في نمو الكتلة النقدية وتباين الصدمات الاسمية مع حجم الناتج الداخلي الخام وتباين
الصدمات الحقيقية نتيجة غياب سياسة نقدية مستقلة خاصة في الفترة السابقة ل 1995 و
العجز الكبير في الموازنة العامة الممول بالإصدار النقدي الاقتصادي، وفترة 1998 التي تميزت
بانخفاض اسعار النفط وعجز الموازنة العامة وتمويله بالاحتياطات والاصدار النقدي، اضافة الى
تمويل برنامج الإنعاش الاقتصادي سنة 2001 عن طريق سياسة نقدية توسعية، مما يفسر
مستويات تضخم مرتفعة وعدم نجاح سياسة استهداف التضخم و ضرورة استعمال سياسة سعر
الصرف كأداة لتحقيق الاستقرار الخارجي والداخلي عن طريق فرض نظام رقابة على الصرف
والذي يبين أفضلية اختيار درجة تعوم منخفضة بالتوجه نحو الأنظمة الوسيطة.

الشكل رقم 5: الأهمية النسبية

الشكل رقم 4: دوال الاستجابة

للصدمات



3- التحيز في الاختيار :

يرتبط التحيز في الاختيار بمستوى التضخم، فالدول التي تواجه معدلات تضخم مرتفعة ناتجة عن تقلبات سعر الصرف تفرض وجوب التدخل في سوق الصرف بسياسة الصرف الملائمة لاستهداف التضخم و تبني الأنظمة الوسيطة، أما الدول التي تعرف معدلات تضخم غير مرتفعة فلها أفضلية اختيار حلول الركن و الابتعاد عن الأنظمة الوسيطة.

استقرارية السلاسل الزمنية و علاقات التكامل المتزامن

التكامل المتزامن	الواردات	الصادرات	تباين معدل النمو	تباين التضخم		
متكاملة علاقة واحدة	1.609 (0.999)	1.287 (0.999)	- 1.598 (0.736)	- 2.280 (0.414)	السلة الزمنية	الجزء الأول
	- 4.783 (0.010)	- 2.599 (0.287)	- 0.154 (0.987)	- 1.598 (0.736)	التفاضل الأول	

	///	-	-	///	التفا	
)4.095)3.860		ضل	
		(0.045	(0.484		الثاني	

يبين اختبار ADF أن السلاسل الزمنية للمتغيرات غير مستقرة وان تباين التضخم والواردات متكاملة من الدرجة الاولى، وتباين معدل النمو والصادرات متكاملة من الدرجة الثانية.

Décomposition de variance علاقة واثر كل متغير على المتغيرات الأخرى

d(imp)	ex	Vtr	d(Vipc)	Decomp (S.E)	المتغيرات	
1.606	1.194	0.002	97.195	403.09	d(Vipc)	الجزائر
3.376	2.510	88.089	6.024	E+08 3.20	Vtr	
0.809	51.131	45.105	2.953	12082.72	ex	
19.407	50.343	20.289	9.96	1719.37	d(imp)	

تشير النتائج إلى ارتفاع تباين التضخم و معدلات النمو (403.09) نتيجة لعدم استقرار الاقتصاد الكلي في الجزائر انطلاقا من 1990 الذي فرض على السلطات النقدية ضرورة التدخل في سوق الصرف بسياسة صرف ملائمة و اقل مرونة لاستهداف التضخم وتبني أنظمة وسيطة.

الخاتمة:

إن أزمات الصرف التي عرفتها الدول الناشئة في التسعينيات كانت نتيجة التحرر المالي فحركات رؤوس الأموال الضخمة ومعدلات النمو المتسارعة في ظل نظام مالي و مصرفي ضعيف و سياسات اقتصادية متعارضة مع نظام الصرف المتبع و قطاع شركات غير قادر على مواجهة هذه المخاطر ، كانت سببا في ظهور الأزمات التي صنفتها الاقتصاديون في ثلاثة أنواع، أزمات جيل أول مرتبطة بميزان المدفوعات و المديونية و أزمات جيل ثاني مرتبطة بدائية التحقيق و النمو الاقتصادي المرتفع مع الضعف في النظام المالي و قطاع الشركات أما أزمات الجيل الثالث فهي الأزمة التوامية المتمثلة في أزمة النظام المصرفي و نظام الصرف، والتي تنطبق مع التشخيص الكلي للازمات سواء المكسيكية أو الآسيوية أو أزمة النظام النقدي الأوروبي.

أظهرت النظرة الجديدة لنظم الصرف التعارض الموجود في الترتيبات الرسمية و الترتيبات الفعلية سواء حسب تصنيف LYS وطريقة التطاير لسعر الصرف و التغير في سعر الصرف و

الاحتياطات التي أظهرتها الدراسة التطبيقية، أو حسب التصنيف الطبيعي ل RR الذي يأخذ بعين الاعتبار أسعار الصرف المتعددة وسوق الصرف الموازي و التركيز على الفترة الطويلة في دراسة الأنظمة و توضيح النتائج التي تبين التباعد الموجود بين التصنيف الرسمي للصندوق و التصنيف الفعلي ل RR.

إن البحث في محددات نظام الصرف المثالي يبين أن استجابة الأسعار لتغيرات سعر الصرف يسمح للدول الناشئة و النامية التي تتميز بضعف أسواقها المالية و درجة التكامل الدولي والانفتاح التجاري بتبني نظام صرف ثابت والذي يمنحها ميزة أرباح إضافية تؤدي إلى ارتفاع الإنتاج و تبين نتائج التقدير في الجزائر وجود استجابة مرتفعة للأسعار بالنسبة لتغيرات سعر الصرف مما يدل على أن المثالية تتجه أكثر نحو الثبات و تضيق هامش المرونة، كما أن هيمنة الصدمات الاسمية في الدول النامية تفسر عدم مثالية التعويم الحر و المرونة العالية، كما تبين أهمية الصدمات الحقيقية أن الربط الجامد يسبب تكاليف مرتفعة مما يدل على عدم المثالية، إضافة إلى الأثر الممارس من قبل التحيز في الاختيار نتيجة موجات التضخم المرتفعة و اثر الميزانية المفسر بحجم الديون الخارجية إلى الديون المحلية و أثره على مردودية المؤسسات و البنوك، فان الأنظمة الوسيطة هي الحل المثالي للدول التي تتصف بهذه المميزات و تبقى المشكلة في تحديد هامش التقلب و درجة المرونة المثالية لكل دولة تبعا للأثر الممارس من قبل P-T و أهمية الصدمات الاسمية و الحقيقية و التحيز و اثر الميزانية، وتبين نتائج الدراسة القياسية أفضلية التدخل في سوق الصرف و تضيق هامش التقلب للدينار الجزائري والتوجه تدريجيا نحو تحرير الدينار وقابلية التحويل تماشيا مع درجة الانفتاح التجاري والتكامل المالي وتحرير التجارة الخارجية والتحرير المالي.

المراجع

- 1- Aizenman J, Frenkel J “Optimal wage indexation foreign exchange intervention and monetary policy” The American economic review 75(3), 1985
- 2- Aizenman J, Hausmann R “Exchange rate regimes and financial market imperfection” UCSC dept of economies Working paper n 493, 2001.
- 3- Andrea Bubula, Otker-Robe « une bipolarisation persistante » finance et développement Mars 2004
- 4- Barro R, Gordon D " Rules discretion and reputation in a model of monetary policy" NBER Working paper series No 1079, 1983

- 5- Benbouziane M , Benamar A “The impact of exchange rate regimes on the real sector in MENA countries” Draft paper submitted to the : Twenty-Seventh Annual Meeting of The Middle East Economic Association (MEEA) Chicago, January 4-7, 2007
- 6- Bunnside C, Eichengreen B and Rebelo S “Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rate Regimes” NBER (2000) WP n°7143.
- 7- Calvo G, Reinhart C “Fear of floating (mimeo)” Baltimore, MD, University of Maryland 2000.
- 8- Duck-koo chung, Barry eichengreen * Toward an East Asian Exchange Rate Regime* brookings institution press Washington, D.C, 2007
- 9- Eichengreen B, Hausmann R “Exchange Rates and Financial Fragility”, NBER, WP n° 7418, 1999
- 10- Eichengreen B. Hausmann R, Panizza U “Currency Mismatch, Debt intolerance and original sin”, NBER (2003) WP n° 10036.
- 11- Hisayuki Mitsuo * New Developments of the Exchange Rate Regimes in Developing Countries* Institute of developing economies (IDE), JETRO
- 12- Fischer, Stanley, , “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?,” Journal of Economic Perspectives 15(2), 2001
- 13- Frankel .J .A " No single currency regime si right for all countries or at all times" NBER Working paper N7338, 1999
- 14- Goldfajn I, Werlang, S “The pass-through from depreciation to inflation: A panel study”, Working Paper No. 423, Rio de Janeiro, PUCRio, Department of Economics, 2000
- 15- Kenen Peter B "theory of optimum currency area : an electric view" Monetary problems in the international economy, University of Chicago, 1969.
- 16- Kenneth. S Rogoff, Aasim. M HusAin, Ashoka Mody, Robin Brooks, Nienke Oomes “ evolution and performance of exchange rate regimes ” IMF working paper wp/03/243, December 2003 .
- 17- Krugman, P “Balance sheets, the transfer problem, and financial crises”, (mimeo) Cambridge, MA, MIT, department of Economics, 1999.
- 18- Krugman, P " target zones and exchange rate dynamics" Quarterly journal of economics,106, no 3, august 1991.
- 19- Jean-Pierre Allégret, Mohamed Ayadi, Leila Haouaoui Khouni "Le choix d’un régime de change dans les pays émergents et en

- développement peut-il être optimal en dehors des solutions bi-polaires ?" documents de travail – working papers, W.P. 08-19; Juillet 2008
- 20- Jean Pierre Allegret « les regimes de change dans les marchés émergents » Librairies Vuibert, Paris, Fevrier 2005.
- 21- Jurjen Von Haggen, Jizhong Zhou « the choice of exchange rate regimes in developing countries: A multinomial panel analysis” *Jornal of international money and finance* 2007.
- 22- Kydland, F.E. and E.C. Prescott, ‘Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans’, *Journal of Political Economy*, 85 (June), (1977).
- 23- Levy Yeyati , Federico Sturzenegger « A de facto classification of exchange rate regimes: A methodological note” Mimeo, University torcuato Di Tella 2002.
- 24 - McCarty, J “Pass-through of exchange rates and import prices to domestic inflation in some industrialized countries” BIS working paper N° 79, 1999.
- 25- McKinnon R " Optimum currency area" *AER*, Vol 53, 1963.
- 26- McKinnon, Ronald I* *The Rules of the Game : International Money and Exchange Rates** MIT Press HG3881.M396 1996eb, 1996
- 27- Mishkin, F “Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, “Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996.
- 28- Mohamed Daly Sfia " le choix du régimes de change dans les pays émergentes" MPRA paper No 4075, July 2007.
- 29- Mundell R.**Uncommon arguments for common currencies**London: Allen et Unwind 1973.
- 30- Mundell Robert A "A theory of optimum currency areas" *American economic reviews* 51/1961.
- 31- Mussa M., Masson P. R., Swoboda A. K., Jadresic E., Mauro P. & Berg A., “Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy”, *IMF Occasional Paper* n° 193, August 2000.
- 32- Williamson, J., *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington, DC: Institute for International Economics. 2000,