

Ministry of High Education and Scientific Research

Department Financial and Banking Sciences

University of Karbala



Monetary Policy

محاضرة مقدمة الى :

أ.د. عباس الداعي

من قبل الطالب :

حيدر ناصر حسين

2017

- 1- تأثير البنك المركزي على القاعدة النقدية من خلال عمليات السوق المفتوحة.
- 2- لماذا تتبع البلدان السياسات التالية:
 - (A) سياسة نقدية مستقلة.
 - (B) سعر صرف ثابت.
 - (C) حرية حركة رؤوس الاموال.

حرية حركة رأس المال في سياق تنفيذ

السياسة النقدية في الاتحاد الاقتصادي والنقدي والاتحاد الأوروبي

Free movement of capital in the context of the implementation of monetary policy in EMU and the European Union

وكانت حرية حركة رأس المال أحد الأهداف الرئيسية للمادة 3 من معاهدة الجماعة الأوروبية، كما وهي جزء من تطوير السوق المشتركة. في الوقت الحاضر، والسوق المحلية وتقريبا كل شيء من الحريات الأخرى (مثل العمال والسلع والخدمات) يعتمد على حرية التنقل رأس المال. وخلافا لحريات أخرى، فإن حرية التنقل أكثر تحررا. الاستثمار الأوروبي، وعمليات النقل عبر الحدود، والحسابات المصرفية، وعمليات الشراء والإذن بشراء العقارات، والميراث وما إلى ذلك، يتم تضمينها في حرية حركة رأس المال. حرية حركة رأس المال قد فقدت بطريقة أو بأخرى أهميتها بدخول الاتحاد النقدي الأوروبي حيز النفاذ وإدخال اليورو. ويهدف هذا التحرير إلى تحقيق التعاون والتنسيق بين السياسات الاقتصادية وإلى حد ما حتى السياسية على المستويات العليا من البنوك المركزية حيث الوفاء من معايير التقارب (أربعة معايير)، كان شرطاً مسبقاً لبلد ما للاعتماد عليها بدقة. غير أن وحدة إدارة رأس المال وتنفيذها في المرحلة الثالثة أسفرت عن نتائج هامة فيما يتعلق بالسياسة المؤسسية والاقتصادية والنقدية التي تؤثر تأثيراً مباشراً في حرية حركة رأس المال في الاتحاد الأوروبي، والتي سيكون موضوع التحليل في هذه الورقة.

المقدمة : Introduction

وقال إن مبدأ حرية انتقال رأس المال قد وضع في معاهدة روما. وكان هذا المبدأ من شأنه أن يأخذ الأمور في فترات لاحقة عن طريق العودة إلى رابع أهم الحرية الأساسية. إنشاء السوق المشتركة و بالإضافة إلى سوق أوروبية واحدة، لا يمكن تصورهما دون تحقيقها من حرية أساسية مثل حرية تداول رأس المال. هذا هو واحد من والحريات الأساسية لأربع منها تعمل اتحاداً مشتركاً مثل الاتحاد الأوروبي؛ وعلاوة على ذلك فإنه يرتبط ارتباطاً مباشراً بإعمال الاتحاد الاقتصادي والنقدي. الحلم الأوروبي لا يمكن أن يكون كاملاً إذا لم تتحرر حرية حركة رأس المال (مثل الأشخاص والسلع والخدمات). وسيكون من المستحيل تنفيذ هذه الحريات دون إمكانية نقلها من دولة عضو إلى وآخر من مدفوعات العمال، وأسعار السلع والخدمات، والاستثمارات، وعبر الحدود (سيريل، 2010، 217).

ولم تكن معاهدة روما قد أقرت أي التزام رسمي بتحرير حركات رأس المال. والمادة 67 من المعاهدة تتعلق بتحديد الاجراءات اللازمة من أجل الأداء العادي للسوق الداخلية. السنوات التالية لم تجلب أي تغييرات كبيرة في التشريعات المجتمعية المتعلقة بهذه الحرية، ولكن توجيهات من السنوات 60-62 تهدف القيود المفروضة على التبادلات الخارجية التي في الممارسة يسجل النجاح في عملية دمج أسواق رأس المال الوطنية. حدث عمليات تحرك رأس المال تدريجيا بعد السعي للحصول على الموافقة على عدد من التوجيهات، بدءا من تدابير عام 1960، ثم كجزء من برنامج سوق واحد من السنوات 1985-86 وأخيرا في اتصال مع خطوة خطوة مقدمة للاقتصاد وحدة الاتحاد النقدي (السابق المادة 73 من إكت) (أندريس & غروملي & هاجديمونويل & هاردين، 1997، 245).

وسيكون ذلك في آذار / مارس 1986، عندما تقدم اللجنة خطة مفصلة "البرنامج لتحرير كامل لرأس المال" الذي أدخل تفاصيل الخطة لإنشاء المنطقة المالية الأوروبية الواحدة. توحيد الأسواق المالية، والتدفق الحر لرأس المال وطلبات النقد الأجنبي. كانت هناك حاجة إلى ثورة داخل الاتحاد أوروبية الذي وقد أخذ شكله مع دخول القانون الأوروبي الموحد حيز النفاذ أعطى نفس الأهمية لهذه الحرية فيما يتعلق بالحرريات الأخرى. ممثلي حدث تحرير رأس المال بعد عقد واحد ونصف كامل من العرض من برنامج وقف جميع القيود المفروضة على حركة رأس المال داخل العضو والدول الأعضاء مع بلدان ثالثة. وقد تقرر التحرير الكامل لرأس المال في 1 يوليو 1990 بموجب التوجيه n. 361/88 ويعاقب على مبدأ الحرية وحركة تحويل رأس المال وتحويل العملات، بين الدول الأعضاء و البلدان الثالثة التي تأخذ شخصية الكافة. حتى في هذه الحركة الحرة، والقيود في حالات استثنائية فقط بعد الحصول على إذن خاص من عمولة. لذلك، فتح الحسابات المصرفية، والحصول على القروض، وتحويل الأموال بين وستصبح الدول الأعضاء والدول الأعضاء مع البلدان الثالثة ممكنة وهو تكامل الاقتصادي، حيث سيتم تحديد حرية حركة رأس المال في المرحلة الأولى من الاتحاد الاقتصادي والنقدي (كانا & بانا، 2014، 243).

من ناحية أخرى، كان بيم مجرد استراتيجية بهدف تقديم اليورو كما والتكامل الناجح للجهود متعددة السنوات. بيم نفسها تمثل قابلية التحويل لجميع العملات الجماعة دون تقلب بمعدل صرف العملات، والاستعاضة عنها لهم عملة موحدة واحدة ستعم بحرية في بلدان الاتحاد الأوروبي. وكان إدخال اليورو، في بدايته تأثير قوي جدا على أسواق المال ليس فقط في دمج السوق الأوروبية المشتركة، ولكن أيضا في أسواق العملات العالمية. وهكذا، تم تحديد اليورو ليس مجرد ادخال النقود ولكن أيضا منظور عميق للسياسة الاقتصادية وربما حافظا رئيسيا للتغيير في أوروبا.

وستكون المرحلة الأولى من تنفيذ الاتحاد النقدي الأوروبي (التي ستتحقق على ثلاث مراحل) تزامن تماما مع تحرير حركة رأس المال والعملة التي في 1 تموز / يولييه 1999 بين الدول الأعضاء والبلدان الثالثة. هذه تحرير يهدف إلى تحقيق التعاون والتنسيق بين السياسات الاقتصادية وإلى حد ما المستويات السياسية العليا حيث تلتي البنوك المركزية تعتبر معايير التقارب شرطا مسبقا لقيام بلد ما باعتماد العملة الموحدة.

غير أن وحدة إدارة الطوارئ وتنفيذها في المرحلة الثالثة أسفرت عن نتائج هامة فيما يتعلق بالسياسة المؤسسية والاقتصادية والنقدية التي لها تأثير مباشر على حرية حركة رأس المال في الاتحاد الأوروبي. وبطبيعة الحال، فإن عددا من الأسئلة تنشأ: ما كان هذا التأثير، وكيف أدى الاتحاد الاقتصادي والنقدي إلى حرية حركة رأس المال؟ وكان الاتحاد الاقتصادي والنقدي مفيدة أيضا لأن سعر الصرف الذي يتجاوز أدوات السياسات قد أصبح مصدر الصدمات غير المتماثلة. وأدى ذلك إلى آثار قانونية مرتبطة بهم فقط فوق المرحلة الثالثة في الهيكل على النحو التالي:

وفي أعقاب الهيكل المؤسسي: ترتبط المرحلة الثالثة بالإنشاء من البنك المركزي الأوروبي ECB1، وهي مؤسسة مستقلة لدعم الاتحاد النقدي الأوروبي، وتفويضها بالسياسات النقدية وخاصة في تحديد سعر الفائدة في منطقة اليورو.

آثار هيكل السياسة النقدية: أدى الاتحاد الاقتصادي والنقدي إلى إنشاء وحدة واحدة العملة (اليورو). وفي المرحلة الثالثة، حدد المجلس أسعار الصرف للأعضاء الدول لدخول العملة الموحدة (ليتيسير & سيلفانو & سوين، 2009، 93).

عواقب السياسة الاقتصادية: تميز الاتحاد الاقتصادي والنقدي بتنفيذ العديد من السياسات أحكاما لا جدال فيها من المعاهدة بشأن المسائل المالية ومسائل الميزانية. الدول الأعضاء يجب تجنب الالتزامات الحكومية المفرطة وليس مجرد محاولة تجنبها. المجلس يحاول توضيح كيف يمكننا التعبير بشكل أفضل عن الرغبة في لم الشمل والتعاون أوثق من أي وقت مضى بين شعوب أوروبا أكثر من العملة التي تحل محل مختلف الفرنكات أو الليرة أو العلامة الألمانية؟ وبعد جيل، فإن السكان سوف تصل إلى سن البلوغ لا عملة معروفة غير اليورو. حتما سيشعر مواطنو الاتحاد الأوروبي أقرب إلى بعضها البعض، مع الشعور بالانتماء إلى نفس المجتمع. الأوروبيين الآن يتحدث ككيان منفصل، يدعى باسم العائلة يورلاند (كوهين، 2003، nr.20).

أثر عملة اليورو المشتركة: وهي تمثل تنويعا لعقود من الجهود للانضمام إلى أوروبا لأسباب اقتصادية وسياسية، وهو رمز واضح من التكامل النقدي الأوروبي، حيث يقوم النمو الاقتصادي على عدد من عوامل مثل تكاليف معاملات الادخار. وألغت العملة الموحدة تكلفة الصرف المعدلات النقل أو تكاليف النقل عند نقل الأموال داخل الاتحاد الأوروبي. وجود عملة واحدة هو وسيلة للشركات لتوفير التكاليف، من خلال عدم الحفاظ على أنظمة مختلفة على سعر السوق.

إن وجود عملة واحدة يحمي التكاليف المرتبطة بالتغيرات الكبيرة وأسعار الصرف وانخفاض القيمة التنافسية. وهناك حاجة إلى سوق واحدة مشتركة واحدة العملة كأثر قوي جدا على أسواق المال ليس فقط في دمج السوق الأوروبية المشتركة ولكن أيضا في الأسواق الدولية.

تولى السلطة في المرحلة الثالثة من الاتحاد النقدي الأوروبي، لاتخاذ إجراءات ضد الدول التي لا تنفذ توصياته بشأن العجز المفرط في الميزانية. عواقب السياسة الخارجية: أعطى الاتحاد

النقدي الأوروبي وإدخال اليورو المزيد من الأهمية وتأثير كبير على الهوية الجماعية النامية، والشعور بالانتماء إلى أ مجتمع واحد.

EMU and free movement of : بأثر رجعي تاريخي : EMU capital, a historical retrospective

المحاولات الأولى وتؤدي إلى بعض المحاولات من أجل إيجاد حرية لحركة رأس المال. وتأثر النقاش حول الاتحاد النقدي الأوروبي بفكرة أن اليورو يمكن أن يتنافس على الدولار ضمن وكالة ميس 1. ورأى الأوروبيون في ذلك الفرصة للعب أكثر أهمية دور في الاقتصاد العالمي، خاصة فيما يتعلق بالولايات المتحدة. أوروبا على نفس المستوى أو أعلى من الولايات المتحدة من حيث الإنتاج أو التجارة الدولية، ولكن ليس لها دقة. كانت وظيفة نظام برينتون وودز "ذات طابع غير متماثل في شروط الفائدة للولايات المتحدة. على الرغم من أن النظام نفسه ليس تميزيا، انها التي تعمل في عالم تهيمن عليه التفوق الاقتصادي الأمريكي، أدت إلى تعزيز الموقف الأمريكي. وبالنظر إلى هذا الخطر، العديد من الانظمة الأوروبية المصنعة اعترفت البلدان بالعجز التجاري الكبير والحاجة إلى اتخاذ تدابير وظيفة ضرورية وفورية للسوق الواحدة.

قانون الأوروبي الواحد تتألف من سلسلة من التعديلات، توقع بينه وبين البعض الآخر في 31 كانون الأول / ديسمبر 1992، وهو فضاء لا حدود له داخلية يتم توفير حرية حركة الأشخاص والسلع ورأس المال والخدمات، والتي لم تفعل ذلك تحتوي على التزام الاتحاد النقدي الأوروبي. افتتاح السوق الأوروبية الكبيرة، تحت هذا حددت المعاهدة سير عمل المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم. زيادة حركة البضائع ورأس المال بين البلدان ليست متسقة للغاية مع الحفاظ على معدلات استقرار التبادل. ويبدو أنها تفرض تكاملا أكبر. من ناحية أخرى نتيجة المشاكل مع الاقتصاد الأمريكي بدأت العملات الأوروبية في التراجع، و تحتاج إلى اتخاذ بعض الاجراءات العاجلة لمنع مزيد من التكهانات من جانب وكلاء المبيعات وكلاء ، وبعض العملات الضعيفة. 6 - ومنذ عام 1969، قرر رؤساء الدول الأوروبية أنه يتعين العمل على ذلك لتحقيق مشروع في غضون 10 سنوات الاتحاد الاقتصادي والنقدي. اللجنة الموجهة من ويرنر، رئيس وزراء لوكسمبورغ، قد طرح أفكارا قبل الذهاب إلى العمل في الاتحاد النقدي الأوروبي. هذه فإن المشروع ينطوي إما على تحويل جميع العملات من الجماعة دون تهتز بسعر الصرف، أو أن هذه العملات يمكن استبدالها بعملة واحدة من المجتمع. وأكد هذا التقرير أيضا أن الغرض من الأداء وسيقوم الاتحاد النقدي الأوروبي بإضفاء الطابع المركزي على السياسة النقدية، وتحديد نظام مجتمعي واستندت المصارف المركزية المجتمعية، فضلا عن الافتراض، إلى التبادل الثابت (تسوكاليس، 1977، 84).

وهذا من شأنه أن يكون حافزا لبدء نظام آمني للعملات الأوروبية والحد من التقلبات، التي وضعت مبدأ أن الفرق بين أسعار الصرف من اثنين من الدول الأعضاء لا يمكن أن يكون أكبر من 2.25٪. وفي عام 1972، حدد النقد والاندماج في الجماعة الاقتصادية الأوروبية ارتفعت في عام 1979 حيث وجد الأوروبيون أنفسهم مضطرين بسبب فشل النظام في توقع ذلك بناء نظام جديد لضمان الاستدامة النقدية من خلال خلق النظام النقدي الأوروبي ثم بفتح عملية

تؤدي إلى دقة واحدة . وجاءت هذه الفكرة من استنتاجات اللجنة التي ترأسها رئيس اللجنة في ذلك الوقت، جاك ديبلور، الذي وضع علاقة ودراسة جيدة إعطاء التوجيه المناسب من خلال استخلاص الدروس من طريقة المجتمع نفذت حتى تلك اللحظة. وقد نصح هذا التقرير بإنشاء وحدة نقدية أوروبية من ثلاث مراحل (جاكوب، 2008، 57).

وكانت المرحلة الأولى هي الانتهاء من السوق الداخلية، والتقارب الاقتصادي أوثق وعضوية جميع الدول. وبدأت المرحلة الثانية مع النظام الأوروبي للمصارف المركزية؛ مهمتها هو تنسيق السياسة النقدية للمجتمع.

وستحقق المرحلة الثالثة إغلاق أسعار الصرف وزيادة العملة الموحدة الذي يديره البنك المركزي الأوروبي وبقيادة البنك المركزي الأوروبي ، ينبغي أن يكون للبنك المركزي الأوروبي سيطرة مركزية على السياسة المالية لبلد ما عندما يتعلق الأمر بحرية حركة رأس المال. عمل دولة معينة يمكن أن يجلب العواقب السلبية على التضخم أو أسعار الفائدة في جميع الولايات الأخرى. لدى الدول الأعضاء التي قد أنشأت بالفعل هيكلها باعتماد خط الميزانية والسياسة الاقتصادية على أساس احترام معايير التقارب، مثل الحد من عجز الموازنة (3٪ من الناتج المحلي الإجمالي) والديون (المرجع نفسه، 26).

وقد عرف اليورو ليس مجرد خلق مالي، بل أيضا اقتصادي عميق و وربما كان حافزا رئيسيا للتغيير في أوروبا جاء عملات جديدة والتي اختفت من تداول العملات الوطنية وبدأت أن تعمم فقط في الإقليم 16 دولة عضوا. ولكن تحقيق ليس ذلك وهو الهدف النهائي بعد إدراج العديد من الآثار الأخرى الحصول على اهتمام خاص فيما يتعلق بالسياسة الاقتصادية للدول الأعضاء بموجب المادة 99 والذي يعتبر مصلحة مشتركة ويفترض تنسيقها في إطار المجلس (هو تصوير، بسبب، التعريف، أو إستقرار، اسعار هذه العملات).

The impact and consequences of EMU brought free movement of capital

ويركز الغرض من هذه الورقة تحديدا على التأثير والنتائج القانونية التي جلبت الانتقال إلى المرحلة الثالثة من الاتحاد النقدي الأوروبي على حرية حركة رأس المال بعد إدخال اليورو. كان اليورو حقا دخول قوي جدا في عالم أسواق العملات والمعاملات. ليس فقط داخل الدول الأعضاء ولكن خارج حدود منطقة اليورو تتأثر بشدة في الإغاثة والمراقبة حركات رأس المال. وبالمثل فإن اليورو له عواقب على مجموعة من المجتمع والسياسات، مثل الميزانية والزراعة والسوق الداخلية التي تأثرت مباشرة من خلال إدخال هذه العملة.

Euro and its impact on free movement of capital

والحجة القائلة بأن الاتحاد النقدي الأوروبي سيؤدي إلى نمو اقتصادي أكبر تأثيرا إيجابيا على التحرير الكامل للعاصمة مع إدخال واحد العملة تعتمد على عدد من العوامل. وقد رفعت العملة الموحدة تكلفة التبادل العملات عندما يتحرك المال داخل الاتحاد الأوروبي مما يحقق فائدة هائلة في المجموع والادخار، ووضع حد للانتهاكات والمضاربة، وخاصة مع أسعار الصرف من العملات. عامل مهم آخر هو وجود وتداول واحد تدير العملة للدفاع عن التكاليف المرتبطة بالتغيرات الكبيرة في معدلات الصرف وانخفاض القيمة التنافسية. ويحتاج السوق الواحد إلى عملة واحدة كعملة فإن التقلبات يمكن أن تؤدي في كثير من الأحيان إلى إبطاء النمو الاقتصادي من خلال خلق حالة من عدم اليقين وتزيد من مخاطر عدم استيعاب الاستثمارات. وجود فرق شاسع في الأسعار، تغذى جزئيا من قبل عملات مختلفة، ويخدم أيضا لإطعام جهود والدول الأعضاء لمنع الواردات الموازية ووقف التجارة فيما بين بلدان الجماعة (سورنسس، 2006، 43). وستحفز العملة الموحدة النمو من خلال خفض أسعار الفائدة وتشجيع الاستثمار. وجود عملة واحدة في طريقة حفظ تكاليف الشركات وليس لديك اي ادوات للحفاظ على أنظمة مختلفة او على سعر السوق. على سبيل المثال: أ) من وجهة نظر الشركة المصنعة، وهذه الحقيقة يسهل استراتيجيات تطوير التسويق في الجماعة؛ ب) من وجهة نظر العملاء أنها تمكن مباشرة مقارنة أسعار المنتجات في مختلف البلدان. والحجة القائلة بأن الاتحاد النقدي الأوروبي سيؤدي إلى نمو اقتصادي أكبر تأثيرا إيجابيا على حرية انتقال او حركة روس الاموال مع إدخال العملة واحد والتي تعتمد على عدد من العوامل. وقد رفعت العملة الموحدة تكلفة التبادل للعملات عندما يتحرك المال داخل الاتحاد الأوروبي مما يحقق فائدة هائلة في المجموع والادخار، ووضع حد للانتهاكات والمضاربة، وخاصة مع أسعار الصرف من العملات. عامل مهم آخر هو وجود وتداول واحد تدير العملة للدفاع عن التكاليف المرتبطة بالتغيرات الكبيرة في الصرف معدلات وانخفاض القيمة التنافسية. ويحتاج السوق الواحد إلى عملة واحدة كعملة فإن التقلبات يمكن أن تؤدي في كثير من الأحيان إلى إبطاء النمو الاقتصادي من خلال خلق حالة من عدم اليقين وتزيد من مخاطر عدم استيعاب الاستثمارات. وجو فروق شاسع في الأسعار، تغذى جزئيا من قبل عملات مختلفة، ويخدم أيضا لإطعام جهود الدول الأعضاء لمنع الواردات الموازية ووقف التجارة فيما بين بلدان الجماعة ولم تكن العديد من الشركات والمستثمرين الأجانب واثقين من تداول رؤوس أموالهم عندما كان عليهم الحصول على أرباح عالية أو لسداد الدين المكلف المقترض فيه وكذلك عند توزيع الأرباح. يقف في الاتحاد الاقتصادي والنقدي واحد ويستند تطبيق العملة على حجة قوية واحدة للحفاظ على أسعار مستقرة و انخفاض التضخم. ويستفيد المدخرون من التضخم المنخفض لأن أموالهم تحافظ عليها القوة الشرائية لفترة طويلة. ارتفاع التضخم يجعل من الصعب الحفاظ على الاسعار والسيطرة على التضخم على المدى الطويل وتعيد توزيع الدخل بطريقة تعسفية (الزجمي، 2009، 147).

(سورنسس، 2006، 43). وستحفز العملة الموحدة النمو من خلال خفض أسعار الفائدة وتشجيع الاستثمار. وجود عملة واحدة في طريقة ادارة تكاليف الشركات وليس لديك اي ادوات للحفاظ على الأنظمة المختلفة من سعر السوق. على سبيل المثال: أ) من وجهة نظر الشركة المصنعة، وهذه الحقيقة يسهل تطوير استراتيجيات التسويق في الجماعة؛ ب) من وجهة نظر العملاء أنها تمكن مباشرة مقارنة أسعار المنتجات في مختلف البلدان.

حرية انتقال او حركة رأس المال احتلت مكانا خاصا في النظام القانوني والاتحاد الاوروبي. وهذه الحرية من حيث التحرير لا تعمل بشكل متنسق مع غيرها من الحريات، ولا سيما الحريات رغم أن هذه الحريات متجهة إليها اتبع نفس المصير. ولكن في الممارسة الأوروبية، كانت حرية التأسيس وتحريرها بشكل أسرع حيث أن حرية حركة رؤوس الأموال قد أدت إلى تحرير جزئي وبطيء، كما ان التأثير المباشرة من قبل الاتحاد النقدي الأوروبي وتنفيذ اليورو، وضوح وفقدان بذلك الشعور حركة رأس المال الحر.

وكان الاتحاد النقدي الأوروبي استراتيجية تهدف إلى إدخال اليورو والاندماج الناجح للجهد متعدد السنوات. ويمثل الاتحاد النقدي الأوروبي نفسه قابلية تحويل جميع عملات هذه الدول دون تغيير في سعر صرف العملات، والاستعاضة عنها بعملة واحد مشتركة التي ستعمم بحرية داخل الاتحاد الأوروبي. كان اليورو a تأثير قوي جدا على الأسواق والسياسة النقدية ليس فقط في إدماج السوق الأوروبية الواحدة، ولكن أيضا في أسواق العملات العالمية، على الرغم من حقيقة أن كانت هناك في كثير من الأحيان انخفاض كبير فيما يتعلق بعملات أخرى. وهكذا، كان اليورو ليس مجرد وسيلة مالية بل أيضا منظور عميق للسياسة الاقتصادية وربما يكون حافظا رئيسيا للتغيير في أوروبا. وكان التحول إلى اليورو مجموعة من العواقب في مجموعة من السياسات المجتمعية، مثل الميزانية والزراعة و السوق الداخلية، وكلها تتأثر بشكل خاص بعملية إدخال اليورو.

وقد تقرر التحرير الكامل لرأس المال في 1 يوليو 1990 بموجب التوجيه n. 361/88 و يعتمد بشكل عام مبدأ حرية حركة رؤوس الأموال وتحويلات العملات . وستكون هناك قيود حتى حرية الحركة في حالات استثنائية محددة إلا بعد الحصول على إذن خاص من اللجنة. بما في ذلك فتح حسابات البنك ، الحصول على القروض، رواتب الموظفين، تحويل الأموال بين الدول الأعضاء وستصبح الدول الأعضاء مع بلدان ثالثة ممكنة نحو تحقيق تكامل أوثق في الاقتصاد، حيث سيتم تحديد حرية حركة رأس المال في المرحلة الأولى من بعده سيجري تحرير الاتحاد الاقتصادي والنقدي تحررا تاما في المرحلة الثالثة من الاتحاد الاقتصادي والنقدي.

غير أن الاتحاد الاقتصادي والنقدي وتنفيذه في المرحلة الثالثة جلبا قانونا هاما وبعض العواقب التي تتعلق بالهيكل والتأسيس المؤسسي للبنك المركزي الأوروبي المستقل؛ والسياسة الاقتصادية المتعلقة بالمسائل المالية والميزانية السياسة النقدية مع إنشاء واعتماد العملة الموحدة اليورو، مما له تأثير مباشر على حرية حركة رأس المال في الاتحاد الأوروبي. العملة الموحدة وزيادة تكلفة تبادل العملات خلال التحرك الداخلي للأموال، مما يعود بالفائدة الهائلة على مجموع المدخرات وعلى وضع حد للانتهاكات المضاربة، خاصة مع أسعار صرف العملات.

وثمة عامل هام آخر هو وجود وتداول العملة الموحدة يدفع او يقلل من التكاليف المرتبطة بالتغيرات الكبيرة في أسعار الصرف. وغير المرتبطة و يحتاج السوق إلى عملة واحدة حيث أن تقلبات العملة يمكن أن تبطئ في كثير من الأحيان والنمو الاقتصادي من خلال خلق عدم اليقين

للشركات وخطر عدم الاستيعاب في الاستثمارات. وستحفز العملة الموحدة النمو من خلال خفض أسعار الفائدة وتشجيع الاستثمار. وبالاستناد إلى كل ما قلناه أعلاه، فإن الموقف من الاتحاد النقدي الأوروبي يوفر استدامة أكبر بكثير وذلك للحد من التضخم، خاصة عندما تكون السياسة النقدية برئاسة مستقلة المتمثلة بالبنك المركزي، الذي لا يخضع لضغوط سياسية طويلة الأجل تؤثر على الحرية وحركة رأس المال، والتحرير النهائي في الاتحاد الأوروبي.

Intervention: what are the domestic consequences?

التدخل: ما هي العواقب المحلية؟

المقدمة: Introduction

والحكمة التقليدية هي أن البنوك المركزية يمكن أن تتدخل في أسواق النقد الأجنبي لمقاومة ارتفاع قيمة العملة لبعض الوقت لأنه لا يوجد سقف بسيط، واضح لحجم التدخل بالعملة المحلية التي يمكن أن تتبعها في أسواق الفوركس. وبالمثل التقليدي هو الرأي القائل بأن لفترات طويلة، فإن التدخل الواسع النطاق يمكن أن يضعف في نهاية المطاف أداء الاقتصاد الكلي المحلي - سواء بسبب ارتفاع التضخم، وتكاليف أسعار الصرف غير المنحازة أو التشوهات المالية أو نظام سعر الصرف أو الاستحقاق الذي أنشأه القطاع العام. بعد التدخل الضخم خلال السنوات الخمس 2000 - 2004 من قبل البنوك المركزية الرئيسية في الأسواق الناشئة - وخاصة الآسيوية البنوك المركزية - لم يكن لها على ما يبدو مثل هذه الآثار السلبية. والواقع أن التضخم كان منخفضا وماليا النظم تبدو أقوى، وكان هناك نمو مستدام. ماذا حدث؟ هذه الورقة يسعى للإجابة على هذا السؤال.

والسبب الرئيسي لمعضلة السياسة هو أن التدخل في سوق الصرف الأجنبي له تأثير مباشر الآثار المترتبة على موقف السياسة النقدية. في بعض الظروف، قد يرغب البنك المركزي على حد سواء ومقاومة ارتفاع قيمة العملة وتخفيف السياسة النقدية. وإذا كان الأمر كذلك، فإن التدخل لن يخلق أي نزاع مع السياسات النقدية. وإذا لم يكن الأمر كذلك، سيتعين على البنك

المركزي أن يضمن الاحتفاظ بأسعار السوق النقدية ثابتة في مواجهة التدخل؛ فإن البعض يعبر عن ذلك بدلا من ذلك لم تتغير القاعدة النقدية على نطاق واسع. هذه هي عملية التعقيم.

عند التدخل في سوق الصرف الأجنبي (والعمليات المقابلة في المال الأسواق المال) صغيرة، أو حيث تميل المواقف الصافية إلى عكس اتجاهها بسرعة، مع الحفاظ على موقف النقد سياسة من خلال عمليات التعقيم سيكون من السهل نسبيا. ولكن مع تزايد التدخلات، أو الاستمرار لفترة أطول في اتجاه واحد، والصراع بين الأهداف النقدية وأسعار الصرف يصبح تدريجيا أكثر صعوبة لحلها. الأسواق المالية تأتي أكثر وأكثر للاشتباه في ذلك والأهداف الرسمية لأسعار الفائدة وأسعار الصرف غير متسقة - وأنه عاجلا أم آجلا من هذه الأهداف يجب أن تعطي. وتتمثل الصعوبات في ما يلي: (أ) يمكن إحداث تشوهات في القطاع المالي؛ و (ب) قد تتكبد السلطات تكاليف تمويل ثقيلة. باقي الورقة تم تنظيمها بالشكل التالي. القسم 1 يناقش التجربة الأخيرة التدخل، وتسليط الضوء على وجه الخصوص الاختلافات الرئيسية بين الحلقة الحالية واثنين في وقت سابق فترات تدخل كثيف من قبل البنوك المركزية في الأسواق الناشئة (1990-1993 و 1995-96). القسم 2 يستكشف الآثار المترتبة على السياسة النقدية. ويبحث القسم 3 عواقب وتكاليف التدخل المطول. بينما يتناول القسم 4 اختيار الأدوات، يختتم القسم 5.

طبيعة التدفقات الخارجية الداخلة

وقد تراكم احتياطات الأسواق الناشئة ككل خلال الفترة 2000-2004 عموما تعكس فوائض الحساب الجاري، بدلا من التدفقات الرأسمالية الثقيلة. هذا هو عكس نمط ينظر في 1990s - عندما إجمالي رصيد الحساب الجاري للعالم الناشئة كان كل تدفقات رأس المال الكبيرة. ويقدم الجدول 1 المقادير الإقليمية الإجمالية، بينما ترد تفاصيل البلد في الجدول ألف -1 في الملحق. معظم اقتصادات شرق آسيا الصغيرة في الواقع، تدفقات رأس مال الصافية خلال الفترة 2000-2004. البلدان الرئيسية المصدرة للنفط (الجزائر وفنزويلا وروسيا) قد ولدت فوائض كبيرة. ومع ذلك، كانت تدفقات رؤوس الأموال إلى الداخل كبيرة في الصين (3) وكوريا. وعلى الرغم من أن صافي التدفقات الرأسمالية الداخلة إلى أمريكا اللاتينية ككل لا يزال أقل بكثير من المستوى الذي لوحظ خلال أوائل التسعينات من القرن الماضي، لعبت دورا كبيرا في البرازيل والمكسيك خلال السنوات الأربع الماضية. وفي أوروبا الوسطى، تجاوزت تدفقات رؤوس الأموال الثقيلة عجزا في الحساب الجاري.

وفي مواجهة هذه التدفقات، قد يكون رد واحد من البلدان للتدخل لمنع سعر الصرف من التقدير. ويعتمد هذا الاختيار جزئيا على طبيعة الصدمة. على سبيل المثال، أ قد يتطلب التدفق المؤقت تدخلا في حين أن التغيير الدائم قد يتطلب تقدير العملة. وقد تختلف الاستجابة أيضا تبعا لما إذا كان الضغط على التبادل معدل من الحساب الجاري (التي قد تستجيب بطريقة مستقرة ويمكن التنبؤ بها وبحسب ارتفاع قيمة العملة) أو من حساب رأس المال (ربما أقل سهولة مع معدل قابلة للتبادل؟). وهناك بالطبع أبعاد أخرى كثيرة للصدمة المحتملة. ومدى صعوبة التدفقات الداخلة الأخيرة أكثر من التدفقات الواردة في أوائل التسعينات أمر صعب القاضي. تميل مواقف الحساب الجاري إلى أن تكون أقل تقلبا من أرصدة رأس المال، على الرغم من أن في الوقت الحاضر فإن فوائض بعض البلدان المصدرة للنفط مؤقتة. وكثيرا ما كانت التدفقات

الرأسمالية الداخلة في التسعينات المدفوعة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية على سندات الدين المحلية - وبالتالي كانت متقلبة بطبيعتها. أكثر من فإن التدفقات الأخيرة) مثل الاستثمار الاجنبي المباشر (قد تكون أكثر دواما - أو على الاقل أكثر استقرارا).

مقياس التدخل Scale of intervention

وفي التسعينات، كانت احتياطات النقد الأجنبي للبلدان النامية كمجموعة صغيرة نسبة مئوية من حجم النقد في يد الجمهور. السلطات النقدية في كثير من البلدان لم تضطر بالتالي إلى إصدار سندات عائد الفائدة على نطاق واسع لتمويل تراكم الاحتياطي. وبالتالي فإن الآثار المالية المترتبة على التدخل كانت محدودة. واحدة بسيطة وهذا يدل على الحركة في الفرق بين قيمة العملة المحلية للعملة الأجنبية والاحتياطات والعملة التي يحتفظ بها الجمهور، والتي ارتفعت من أقل من 30 مليار دولار في آسيا في نهاية 1990 إلى أكثر من 780 بليون دولار في نهاية عام 2004 ، ومن 44 بليون دولار إلى 139 بليون دولار في أمريكا اللاتينية. في وعلى وجه الخصوص، زادت الفجوة بشكل حاد في الصين من - 38 مليار دولار إلى 227 مليار دولار خلال هذه الفترة وفي كوريا من 5 مليار \$ إلى 169 مليار \$.

Graph 1

Foreign reserves minus
currency held by the public

الرسم البياني 1

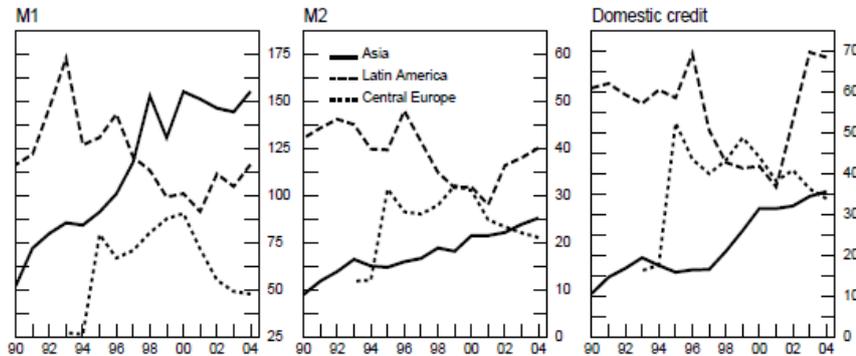
احتياطات النقد الأجنبي ناقص

العملة التي يحتفظ بها الجمهور

Korea from \$5 billion to \$169 billion.

Graph 1

Foreign reserves minus
currency held by the public
As a percentage of



Sources: IMF; national data.

الحركة في هذه الفجوة كبيرة أيضا بالنسبة لبعض التدابير البسيطة لحجم المالية مثل M1، M2 أو الائتمان المحلي كما هو موضح في الرسم البياني 1. على سبيل المثال، هذه الفجوة (الاحتياطيات الأجنبية ناقص العملة مع الجمهور) إلى أموال واسعة وصلت إلى أكثر من 25٪ من M2 في آسيا في نهاية يونيو 2004 مقارنة مع 9٪ في بداية التسعينيات. في بعض البلدان الآسيوية هذا التمويل فإن الفجوات أعلى بكثير (انظر الملحق أ 2). وفي أمريكا اللاتينية، كانت الاحتياطيات نسبة عالية من النقد في النصف الأول من التسعينيات. ولكن منذ ذلك الحين، نمت الاحتياطيات بسرعة أقل ارتباطا بالعملة مع الجمهور، مع تراجع فجوة التمويل منذ منتصف التسعينيات وحتى الآن 2002.

وهناك طريقة أخرى للنظر في حجم التدخل تتمثل في مقارنة الزيادة في الاحتياطيات الأجنبية من العملة إلى المخزون غير المسدد من سندات الدين للقطاع العام (الرسم البياني 2). وارتفعت هذه النسبة ارتفاعا حادا في العديد من الاقتصادات الآسيوية، على سبيل المثال، 70 إلى 100٪ في الصين وكوريا وماليزيا. وبالتالي فإن فجوة تمويل البنك المركزي تمثل جزءا كبيرا جدا من المخزون المتاح من مخاطر الأوراق المالية في الاقتصاد. وقد ارتفعت هذه النسب أيضا في البرازيل وشميلي والمكسيك خلال السنتين الماضيتين أو نحو ذلك. بيد أن حجم إصدار الديون في أوروبا الوسطى كان أعلى بكثير مما كان عليه من تراكم الاحتياطي.

Graph 2

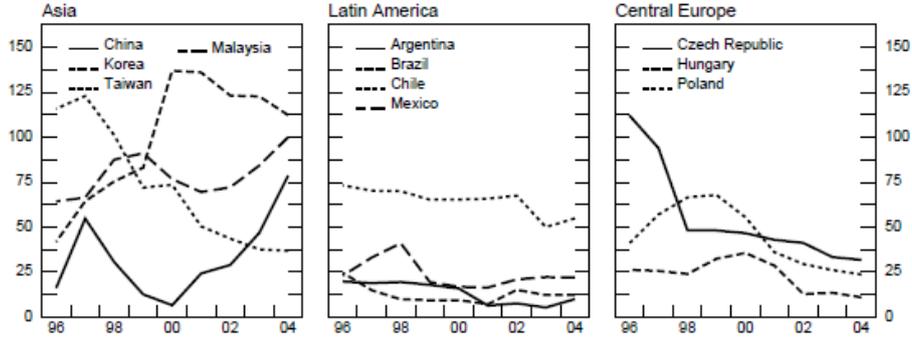
Foreign reserves in relation to outstanding debt securities¹

الرسم البياني 2

العلاقة الاحتياطيات الأجنبية

إلى سندات الدين غير المسددة

Graph 2
Foreign reserves in relation
to outstanding debt securities¹



¹ Calculated as the ratio of foreign reserves net of currency in circulation over outstanding public sector debt securities.
Sources: IMF; national data; BIS statistics.

2. التنسيق مع السياسة النقدية : التنسيق مع السياسة النقدية

التحدي الأول الذي تواجهه السلطة النقدية هو تنسيق التدخل مع السياسة النقدية. مثل التي تمت مناقشتها في ورقة ديسيات و غالاتي في هذا المجلد، يمكن أن يكون التدخل المعقم فعالاً من خلال قناة رصيد المحفظة (من خلال التأثير على الندرة النسبية التي لا يمكن استبدالها بشكل كامل أو من خلال قناة التشوير (على سبيل المثال، من خلال التأثير على توقعات التبادل في المستقبل (4) ولكن التنسيق الوثيق مع السياسة النقدية التي تعقيم التدخل يفترض أن لا يكون من السهل تحقيقه عملياً. يمكن أن يكون هناك ثلاثة مشاكل محتملة رئيسية على الأقل تم تحديدها:

(A) قد تكون أهداف السياسة النقدية وأسعار الصرف غير متنسقة. فإن السلطات النقدية تجد صعوبة في منع ضغط التقدير في الوقت نفسه ورفع سعر الفائدة. وقد أثبتت تجربة إسرائيل خلال منتصف التسعينيات مثل هذه التجربة ديليماً (إلكايام (2004)). محاولات بنك إسرائيل للحفاظ على سعر الصرف داخل حدود ضيقة النطاق في حين رفع سعر الفائدة لمكافحة ضغوط التضخم المحلي جذبت المزيد من التدفقات الرأسمالية الداخلة، مما دفع سعر الصرف أكثر نحو الجانب الأقوى من الفرقة. وقد تخلى البنك المركزي أخيراً عن مقاومته للتقدير لصالحه هدف التضخم من خلال توسيع الجانب الأقوى من نطاق سعر الصرف إلى حد كبير 1997.

(B) ويرى ترومان (2003) أن السلطات قد تميل و بعض اومن التأجيل تعديلات أساسية على أمل أن ينجح التدخل. ويظهر أنه خلال

(C) في أواخر السبعينات كان التدخل ضد ضعف الدولار في المقام الأول كبديل للتشديد النقدي في الولايات المتحدة. ولكن التأخير في تشديد السياسة النقدية أدت في نهاية المطاف إلى ارتفاع حاد في التضخم والحاجة إلى رفع أسعار الفائدة إلى مستوى مرتفع جداً. وقد أدت السياسة النقدية المتشددة بدورها إلى واحدة من أسوأ فترات الركود في تاريخ الولايات المتحدة بعد الحرب.

وفي ضوء هذه التحديات، ما الذي يمكن عمله لتحقيق تنسيق أفضل؟

In view of these challenges, what can be done to achieve better coordination?

وذهب أحد الاقتراحات إلى أن التدخل ينبغي أن يقتصر على الحالات التي يتسق فيها مع توقعات التضخم للبنك المركزي. فعلى سبيل المثال، ينبغي أن يكون التدخل لمقاومة الإهلاك مصحوبا بالتوقع بأن التضخم - إذا حدث انخفاض في الاستهلاك - يرتفع عن الهدف خلال أفق الاستهداف. وعلى العكس من ذلك، فإن البنك المركزي سوف يتدخل لمقاومة التقدير فقط عندما يتوقع أن ينخفض التضخم دون الهدف. ويرى هولوب (2004) أنه في جمهورية التشيك استمر التنسيق منذ بدء استهداف التضخم في عام 1998: معظم التدخلات مقابل ارتفاع قيمة العملة عندما: (أ) من المتوقع أن ينخفض التضخم إلى ما دون الهدف و (ب) كانت فجوة الناتج سلبية. وبالمثل، اقترح مصرف الاحتياطي النيوزيلندي مؤخرا التدخل فقط ضد والتقلبات المفردة في الأجل المتوسط في سعر الصرف، عندما لا يمكن تفسير

اساسيات تلك التقلبات. كما تتطلب معايير التدخلات أن تكون متسقة مع موضوع التضخم. وستقابل التدخلات للحد من تغيرات أسعار الصرف، إذا لزم الأمر، زيادة أكبر في تغيرات أسعار الفائدة للحفاظ على الظروف النقدية المناسبة لتحقيق هدف التضخم 6 وبالتالي فإن اتخاذ القرارات فيما يتعلق بالتدخل ملزم بإيلاء الاهتمام لمسألة التنسيق، وفي أهداف السياسة النقدية هذه أهمية قصوى. أرتشر (2004) يوفر الأساس المنطقي للتدخل في ظل هذه المعايير. في اقتصاد مفتوح صغير، قد يكون سعر الصرف مهيما وله دور في آلية انتقال السياسة النقدية من أسعار إلى الناتج والتضخم وستسعى إلى التخفيف من ضغوط المزيد من التقدير في ذروة دورة سعر الصرف من أجل محاكاة النشاط في القطاع التجاري، في حين أن السياسة النقدية سوف تتحرك إلى وضع أكثر تقييدا لتقييد وزيادة التوسع في القطاع غير التجاري. وبالمثل، والانتقال نحو الحوض الصغير للتبادل فإن التدخل سيحد من زيادة التوسع في القطاع التجاري ولكنه يحفز الاقتصاد المحلي من خلال انخفاض سعر الفائدة.

اختيار الادوات : Choice of instruments

ومن الجوانب المحددة للتدخل المعقم في الدورة الحالية التحدي الذي يواجهه النقد السلطات تحلول إيجاد أدوات لسحب السيولة الزائدة. وكانت بعض البنوك المركزية قليلة جدا (وهكذا أدخلت تدابير جديدة لاستنزاف السيولة)، في حين أن البعض الآخر زاد من إصدارها من الأوراق المالية الخاصة بهم. وتثير هذه التطورات أربع مسائل. ما هي العوامل التي تحدد الخيار بين الأدوات السوقية وغير السوقية؟ ما هي أدوات السوق التي ينبغي استخدامها؟ ماذا يكون الأثر المترتبة على إصدار الأوراق المالية للبنك المركزي مقابل السندات الحكومية من أجل الحد من عمليات للتعميم؟ ما الدور الذي تلعبه السياسات الأخرى في التعامل مع هذه الضغوط ومدى فعاليتها؟

السوق مقابل الأدوات غير السوقية: Market vs non-market instruments

الأدوات التي لديها درجة عالية من التسويق، مثل الحكومة والبنك المركزي ورقة عموما أكثر ملاءمة من الأدوات غير السوقية لأنها تساعد البنوك المركزية على سحب السيولة دون التأثير سلبا على عمق الأسواق المالية ودون تشويه قدرة المؤسسات المالية على الائتمان المتوسط.

ولكن في الماضي، وجدت بعض البنوك المركزية أن استجابة الأسعار على أدوات السوق في يمكن أن تكون الأسواق الرفيعة كبيرة بشكل غير مريح - أكبر بكثير مما هو الحال في الأسواق الأكثر عمقا. فعندما ارتفعت أسعار السندات المحلية ارتفاعا حادا، على سبيل المثال، زاد اللجوء إلى أدوات الأسواق غير السوقية لعمليات التعقيم. على سبيل المثال، خلال أوائل التسعينات من تدفقات رأس المال، قامت العديد من اقتصادات شرق آسيا بتحويل مبالغ كبيرة من ودائع صناديق الادخار من المصارف إلى البنك المركزي بأقل من أسعار الفائدة في السوق (18) و فرضت إندونيسيا ضريبة بنسبة 15٪ على مدفوعات الفائدة من قبل البنوك و (19). ومن المعروف جيدا عيوب الأدوات غير السوقية.

إن متطلبات الاحتياطي تفرض ضرائب فعلية على النظام المصرفي، وبالتالي تشجع الوساطة المالية. وأي محاولة لنقل التكاليف إلى المقترضين قد تشجع الشركات على الاقتراض في الخارج، وتحقيق الغرض من التدخل المعقم. النقل الإلزامي للجمهور ودائع المؤسسات - وخاصة عندما لا تدفع أجورها بسعر السوق - يجبر هذه المؤسسات على تتحمل جزءا من تكاليف التعقيم.

وكما يبين الجدول ألف-4 في الملحق، فقد استخدمت معظم البلدان خلال الدورة الحالية عددا من ، الأدوات غير السوقية في الاسواق - في كثير من الأحيان بالتنسيق - لتعقيم سوق صرف العملات الأجنبية التدخلات. ولكن من اللافت للنظر أن تفضيل أدوات السوق يبدو أنه أصبح على ما يرام أنشئت. وقد يعكس هذا التطور جزئيا أن أسعار الفائدة لا تزال منخفضة في معظم البلدان على الرغم من عمليات السوق المفتوحة على نطاق واسع، وتجنب أي حاجة إلى الاجراءات الاستثنائية لممارسة الرقابة النقدية.

ومع ذلك، كانت هناك اختلافات ملحوظة بين البلدان، لا سيما تلك التي تشهد نمو كبير في احتياطات العملات الأجنبية. وقد اعتمدت كوريا إلى حد كبير على أدوات السوق (20). واستخدمت الاقتصادات الآسيوية الكبيرة - الصين والهند - مزيجا من الأدوات غير السوقية في الاسواق. في الصين، كانت عمليات السوق المفتوحة في السندات مهمة. لكن كما رفع بنك الشعب الصيني متطلبات الاحتياطي بمقدار 1 نقطة مئوية في سبتمبر 2003 ومرة أخرى بنسبة 2/1 نقطة مئوية في نيسان / أبريل 2004. وبالإضافة إلى ذلك، فإن البنك المركزي يتقاضى أجرا فإن الاحتياطات الفائضة للبنوك التجارية دفعت المصارف إلى الاحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة رصدة لدى البنك المركزي. واستكملت هذه التدابير بقيود مباشرة على الإقراض أوائل عام 2004 لاحتواء نمو الائتمان للقطاعات المفرطة. في الهند، على الرغم من أن السوق المفتوحة وكانت الأداة الرئيسية لعمليات التعقيم، ورفع البنك المركزي أيضا الاحتياطي حيث بلغت الاحتياجات 0.5 نقطة مئوية في سبتمبر 2004 للسيطرة على النمو السريع في الاموال يتبرع. ولم يستبعد البنك المركزي استخدام هذا الصك لأغراض التعقيم وحدها في ظروف استثنائية.

الحكومة مقابل الأوراق المالية للبنك المركزي : Government vs central bank securities

من وجهة نظر الميزانية الموحدة للقطاع العام، والتميز ويبدو أن الأوراق المالية الحكومية والبنك المركزي غير مهمة - حيث أن كليهما له مسؤوليات القطاع الرسمي. وقد تكون هناك أسباب تفضي إلى تفضيل شكل من أشكال الإصدار على شكل آخر. في أي مناسبة وقد اختلف النهج القطرية إزاء استخدام الورق الحكومي أو البنك المركزي للتعقيم إلى حد كبير. وهناك ثلاثة مناهج من هذا القبيل يمكن تمييزها. أولاً، أولوية البنوك المركزية من ان تصدر تلقاء نفسها الأوراق المالية بدلاً من الاعتماد على حكوماتهم لإصدار هذه الأوراق (الجدول المرفق A4). وهناك نهج ثانٍ تتبعه بعض البنوك المركزية (مثل نيوزيلندا والفلبين و سنغافورة) على الاعتماد حصراً على إصدار الحكومة لعمليات التعقيم. ومن الأمثلة الصارخة الأخيرة على ذلك مصرف الاحتياطي الهندي، الذي رغم النقص في الأوراق المالية، يفضل عدم إصدار الأوراق المالية الخاصة بها. في إطار نظام جديد لتحقيق الاستقرار النقدي وفي نيسان / أبريل 2004، بدأت الحكومة المركزية في إصدار أوراق مالية إضافية، علاوة على إصدارها متطلبات الاقتراض، حصراً لعمليات التعقيم وكان النهج الثالث هو استخدام كل من الأوراق الحكومية والبنك المركزي. في المكسيك، وسوق وقد نما كلا النوعين من الورق بشكل متجانس في السنوات القليلة الماضية. في ماليزيا، البنك المركزي لديه تستخدم بشكل متقن الأوراق المالية الخاصة بها لعمليات التعقيم - في الغالب لسحب السيولة على المدى الطويل - بينما تصدر الحكومة سندات الخاصة لتمويل العجز. وينظر إلى نماذج مماثلة عبر عدد من اقتصادات الاسواق الصاعدة) مثل الجمهورية التشيكية وبنغاليا وجنوب أفريقيا (. وقد تكون هناك عدة أسباب للاعتماد على ورقة البنك المركزي. الأول هو أن البنوك المركزية في بعض البلدان قد تفتقر هذه البلدان التي تدير فيها الحكومات الفوائض المالية تاريخياً إلى المخزون الحكومي من السندات لإجراء عمليات السياسة النقدية اليومية. تشيلي وهونغ كونغ توفير اثنين من أمثلة من هذا القبيل . وقد يكون هناك تفسير آخر هو أن المصارف المركزية مسؤولة كلياً أو كلياً عن ذلك وقد تفضل إدارة سعر الصرف إصدار سندات الخاصة لتمويل التدخل.

والسبب الثالث هو أن الحكومات قد تكون غير راغبة في إظهار تكاليف التعقيم في ميزانياتها خوفاً من رفع العجز المالي ومواجهة آفاق تخفيضات كبيرة في الائتمان. هذه يمكن أن تكون تكاليف التعقيم كبيرة. إذا تم إصدار الأوراق المالية بكميات كبيرة لتغطية التدخل، و فإن تكلفة تحمل التدخل يمكن أن ترتفع بشكل حاد حيث أن تكاليف الاقتراض تتجاوز إيرادات الفائدة على احتياطات الأصول الأجنبية المتراكمة في التدخل. تحديد تلك التكاليف التعقيم في البنك المركزي قد ينظر إلى الكتب أيضاً أن لديها مزايا العرض. غير أنه بالنسبة للبنك المركزي، لا يمكن تخفيض الدخل بشكل كبير فحسب، بل بالعملة المحلية أيضاً فإن مخاطر أسعار الفائدة يمكن أن ترتفع. وتزداد حالات عدم التطابق في الفترة مع قيام البنوك المركزية بتمويل الالتزامات بتمويل استثماراتها بالعملة الأجنبية الأطول الطويلة الأجل . وقد يكون هذا الاتجاه أيضاً معززة بسياسة الاستثمار التي تتبعها السلطات. على سبيل المثال، محاولة لتقليل صافي التشغيل قد تؤدي تكلفة الاحتياطات النقدية إلى زيادة المدة المرجعية ولكنها تصدر سندات محلية قصيرة الأجل. ويمكن لهذه الاستراتيجية أن تطول متوسط مدة أصول العملات

الأجنبية مع تخفيض سندات الدين بالعملة المحلية. وفقا لبعض البيانات المحدودة (وغير المنشورة) المتاحة لبعض البنوك المركزية، وطبيعة تختلف مشكلة عدم تطابق الاستحقاق بين البلدان) الجدول 5 (. على سبيل المثال، في حالة واحدة البنوك المركزية كان كل الأوراق المالية القائمة أقل من سنة واحدة، في حين أنها تحتفظ بنحو ثلاثة أرباع الموجودات النقدية الأجنبية في آجال استحقاق قصيرة الأجل. وفي حالة أخرى، كان عدم التطابق عكسيا. البنك المركز يحتفظ بحوالي 70٪ من أصوله بالعملة الأجنبية في أقل من سنة واحدة حتى تاريخ الاستحقاق بتمويل جزء منها من خلال سندات أكثر من ثلاث سنوات الاستحقاق. ومع ذلك، فمن الممكن أن هذه المدة فإن عدم التطابق أعلى بكثير من البيانات الواردة في الجدول 5 - خاصة بالنسبة إلى أصحاب الاحتياطيات الكبيرة آسيا حيث لا تتوافر هذه البيانات.

لماذا تتبع البلدان سياسة سعر صرف ثابت :

ولتحقيق كيفية تأثير سعر صرف ثابت على السياسة النقدية، تصنف هذه الورقة البلدان كما مربوطة أو غير مربوطة ويدرس ما إذا كان البلد مربوط يجب أن تتبع سعر الفائدة التغييرات في البلد الأساسي. على الرغم من أن البحوث الأخيرة التي تشير إلى أن جميع البلدان، وليس فقط وتظهر البيانات، التي تفتقر إلى الحرية النقدية، أن البلدان التي تربط بين البلدان المترابطة هي التي تتبع أسعار الفائدة البلد الأساسي أكثر من البلدان غير المربوطة . تستخدم هذه الدراسة السلوك الفعلي، وليس الوضع المعلن، على مدى تصنيف؛ تتفق العينة بما في ذلك العقود الأساسية بخلاف الدولار. يفحص تأثير ضوابط رأس المال، فضلا عن المتغيرات الأخرى للرقابة؛ تنظر في خصائص السلاسل الزمنية من البيانات بعناية. ويستخدم التكامل المشترك وغيرها من مستويات تحليل العلاقة لتوفير رؤى إضافية.

ومن بين نواح كثيرة، فإن اختيار نظام سعر الصرف هو الاقتصاد الكلي الأساسي لا سيما بالنسبة للاقتصادات الصغيرة المفتوحة. قرار ما إذا كان ربط أو لا يجوز وتحديد خيارات السياسة النقدية و / أو القدرة على الحفاظ على أسواق رأس المال المفتوحة. بالرغم من أهمية هذا الخيار، الاقتصاديين لا يتفقون على الآثار المترتبة على تحديد سعر الصرف. وقد اختلفت الأبحاث الحديثة فيما يتعلق بما إذا كان خارج أي اقتصاد الأربعة أو خمسة أكبر لديها في الواقع الحرية النقدية. إذا لم يكن كذلك، ثم تحديد سعر الصرف لا تولد فقدان المرونة النقدية، لأن معظم البلدان لن يكون لها الحرية حتى لو طفت. هذه الورقة يأخذ سعر الفائدة على المدى القصير كمقياس للسياسة النقدية ويفترض أن الحكم الذاتي يمكن أن يكون مقاسا بالتغيرات في هذه المعدلات. ثم يسعى إلى فهم تأثير تحديد سعر الصرف على السياسة النقدية من خلال تحديد المدى الذي تتبعه أسعار الفائدة في البلدان المربوطة وما إذا كان هذا الأمر مختلفا بالنسبة للبلدان التي ليس لها أسعار ثابتة.

وتختبر الورقة اقتراحا أساسيا للاقتصاد الكلي الدولي، وهو مفهوم الاقتصاد المفتوح . هذا المبدأ يقول أن البلدان يمكن أن تتبع اثنين من ثلاثة خيارات، أسعار الصرف الثابتة، والاستقلالية النقدية المحلية، وحركة رأس المال. في بلد مع أسواق رأس المال المفتوحة و نظام سعر الصرف الثابت الموثوق به، حيث لا يوجد تغيير متوقع في سعر الصرف، و يجب أن يكون سعر الفائدة مساويا لمعدل الفائدة للاقتصاد الأساسي، والتكيف مع الاختلافات في

المخاطر والسيولة في خيارات الاستثمار. إذا كان هناك انحراف، ينبغي أن صناديق الاستثمار متابعة وعوائد أعلى وتغييرات القوة في سعر الفائدة حتى يتم استعادة التكافؤ. وهكذا، البلد الذي ربط لا يمكن لسعر الصرف أن يسعى إلى تحقيق الأهداف المحلية بسياسة نقدية؛ فإنه ليس لديه حكم ذاتي. متى لم يتم إصلاح سعر الصرف أو يتم إغلاق أسواق رأس المال، وينبغي أن تكون البلدان قادرة على تحديد الفائدة على أساس الاعتبارات المحلية.

ومن ناحية أخرى، فمن الممكن أن تكون أسواق رأس المال متكاملة بشكل صارم بحيث لا تربط تفتقر البلدان أيضا إلى الحرية النقدية. يمكن أن يحدث هذا إذا كان أي سياسة سعر الفائدة، بخلاف بعد سعر الفائدة الأساسي، تقلبات فورية في أسعار الصرف تتجاوز المبلغ فإن معظم البلدان على استعداد للتسامح. هذا هو التوجه العام للخوف من الأدب العائمة التي بدأت بواسطة كالفو و راينههارت [2002]. في هذه الحالة، هناك معضلة الاقتصاد المفتوح، وليس ترييلما: و الخيار هو أن يكون لها الحرية النقدية أو فتح أسواق رأس المال. وبما أن معظم البلدان قد حررت من تدفقات رأس المال، أو هي في طريقها إلى القيام بذلك، فإن ذلك يشير إلى أن قلة من البلدان لديها الحرية النقدية في عالم اليوم. وبموجب هذا السيناريو، ستعرض جميع البلدان اتصالا ضيقا ب في هذه الورقة، أجد دليلا تجريبيا قويا على أن البلدان المربوطة في الواقع تتبع التغييرات في معدل الفائدة في بلد الأساس، وأن هناك فرقا كبيرا بين البلدان التي تقوم بربط عملتها بعملة دولة أخرى و البلدان غير المترابطة. وهذا يشير إلى أن هناك في الواقع مقايضة بين العمليات الرئيسية لربط سعر الصرف، والقدرة على إجراء تعديلات مستقلة في السياسة النقدية.

أستخدم عينة من أكثر من 100 دولة نامية وصناعية من عام 1973 حتى عام 2000. وبدلا من اتباع نظام سعر الصرف المعلن لصندوق النقد الدولي، فإنني أقوم بحكم الأمر الواقع وهو نظام ترميز يركز حصرا على تقلب سعر الصرف ويقسم البلدان في أوتاد و نونبيغس. هذا التصنيف في اتجاهين يولد النتائج التي تختلف مع المبلغ عنها صندوق النقد الدولي فقط حوالي 12 في المئة من الوقت. معظم البلدان التي تدعي أن تطفو تفعل ذلك على الأقل لبعض درجة، وبالتالي، فإن الورقة لا تنازع على الخلاف الأساسي من الخوف من الأدبيات العائمة. ومن الواضح أن بعض البلدان التي تدعي أنها تطفو، في الواقع، تبقى ثابتة سعر الصرف. أيضا، بالنسبة للبلدان التي تسمح عمليا بمرونة سعر الصرف، لا أدخل في النقاش حول مدى تعويمها عند ترميز الأنظمة. حجة الورقة هي أن بعض البلدان تطفو، على الأقل إلى حد ما، وهذه البلدان لديها المزيد من النقد الحكم الذاتي من أوتاد.

وتركز نظم الترميز الأخرى بحكم الأمر الواقع على تغييرات الاحتياطات أو اعتبارات السوق الموازية. لا يحتاج البلد المربوط إلى التدخل مع الاحتياطات، على الرغم من أن بعض العوامات تتدخل عند الهامش.

أيضا، لا يجعل البنك المركزي أي التزام رسمي لسعر الصرف الموازي، لذلك فإن ضوابط رأس المال تفصل المعدلات الموازية من الرسمية، لا يضطر السياسة النقدية لمحاولة لتحقيق الاستقرار في هذا المعدل. وهكذا، أرى في الفرع أن هناك نظاما يركز على السلوك الرسمي لأسعار الصرف هو مناسبة للقضية المطروحة.

الاقتصاد الأساسي ذي الصلة؛ لن يكون هناك فرق بين البلدان المربوطة وغير المربوطة وبمجرد تحديدها، ينبغي النظر في ملاحظات البلدان / السنوات التي تكون مربوطة بها العملة هي العملة الأساسية ذات الصلة لكل بلد، 1 أنا فحص سلوك سعر الفائدة مربوط الاقتصادات مقارنة بالاقتصادات غير الملتوية. بينما فرانكل وآخرون [2000، 2002] وهوسمان وآخرون [1999] جادلوا مؤخرا بأن الأنظمة القائمة لا توفر الاستقلالية النقدية، أجد ذلك فإن البلدان ذات أسعار الصرف الثابتة تتبع في الواقع معدل الفائدة في بلد الأساس على نحو أوثق من البلدان التي لديها أسعار صرف مرنة. بسبب الثبات القوي في مستويات سعر الفائدة (جذور الوحدة أو بالقرب من جذور الوحدة)، أركز على الاختلافات في المعدلات. وبالتالي اختبار آثار التغييرات في معدل الفائدة الأساسي على التغييرات في أسعار الفائدة المحلية، وتجد أن أسعار الفائدة للبلدان المرتبطة تستجيب أكثر لتغييرات أسعار الفائدة الأساسية من البلدان غير المرتبطة. وتظهر النتائج أن البلدان المربوطة

تتمتع الاقتصادات بمرونة تبلغ نحو 5.5 واقتصادات غير مربوطة بنحو 3. عندما البلدان التي يتم تغيير معدلات الفائدة أبدا من العينة، والفرق بين البلدان المربوطة و ترتفع البلدان غير الملتوية إلى 3. وبالإضافة إلى ذلك، فإن القوة التفسيرية للانحدار أقوى بالنسبة لهذه البلدان ولا يفسر تقريبا أي تغيير في البلدان غير الموصولة بالأسعار الأساسية.

وهذا يعني أن للروابط غير المستغلة مجالا أكبر بكثير للاستقلالية عن الاصل. وبما أن المعضلة الثالثة تعني أن العلاقة يمكن أن تعقد فقط إذا كانت أسواق رأس المال مفتوحة، أنا يجب النظر أيضا في آثار وضوابط رأس المال على هذه النتائج. وكما هو متوقع، فإن كلا من سعر الصرف الثابت و فتح سوق رأس المال زيادة الاستجابة لأسعار الفائدة الأساسية. وقد يساورنا القلق من ذلك قد تؤدي عوامل أخرى مربكة مثل الصدمات الشائعة للربط أو القاعدة إلى تحيز النتائج. محاولات للسيطرة على الوقت أو حجم التجارة ، لم يستكشف سابقا، اي تغيير عام.

الاستنتاجات.

وأخيرا، تماما كما تتنبأ النظرية سعر الفائدة في المربوط في بلد ما سوف تستجيب للتغيرات في سعر الفائدة الأساسي، فإنه يتوقع أن يكون هناك علاقة طويلة المدى بين سعر الفائدة من أ ومعدل الفائدة الأساسي. يمكنني استخدام تقنية التي وضعتها (بيساران)، شين، وسميث [2001] الذي يسمح بفحص علاقات المستويات ومعدلات التكيف الديناميكي دون معرفة نهائية لترتيب التكامل لأصل هذه البلدان والتي المتغيرات. هذا الأسلوب يظهر مستويات أقوى من معدلات التكيف وأسرع بكثير بالنسبة للبلدان ذات الأسواق الرأسمالية المفتوحة. أيضا، يتم استخدام تحليل التكامل المشترك على مستويات أسعار الفائدة المحلية والوطنية الأساسية لمعرفة ما إذا كان اثنين من سلسلة غير ثابتة هي في الواقع ثابتة عند الجمع. ومن المرجح أن يكون معدل المربوط أن تكون البلدان مجتمعة مع سعر الفائدة الأساسي مقارنة بالدول غير المثقلة أو الاصول غير المتقطعة، فإن معدل التكيف مع الصدمات في أسعار الفائدة الأجنبية أسرع في

البلدان المربوطة. هذه النتائج على حد سواء دعم النتائج السابقة باستخدام افتراضات مختلفة حول خصائص سلسلة زمنية وتظهر أنه حتى لو اتبعت بعض البلدان القاعدة العائمة على المدى الطويل، يبدو أنها تتمتع بقدر أكبر من الاستقلالية على المدى القصير من الاصول.

باختصار، هذا العمل يشير إلى أن الاقتصاد المفتوح يمكن ان يعمل وبشكل جيد. بلدان لا يمكن أن يكون لها أسعار صرف ثابتة، والاستقلال النقدي المحلي، وأسواق رأس المال المفتوحة في أن واحد.

إن بلدان الصرف الثابتة إما عن طريق الاختيار أو الضرورة تتخلى عن جزء كبير من سياستها النقدية الاستقلال الذاتي لبلد . وترتبط أسعار الفائدة في البلدان ذات المعدلات العائمة بالقاعدة إلى حد ما، ولكن ليس بقدر معدلات أسعار الصرف الثابتة للبلدان. بعض الأبحاث الحديثة قد ادعى أن حتى الاقتصادات العائمة ليس لديها مرونة نقدية، وبالتالي لا يوجد تريليماء، إلا معضلة. لا تختلف تجارب هذه الورقة وتشير إلى أن الاقتصادات العائمة هي أقل ارتباطا بدرجة كبيرة بمعدل بلد أساسي من نظرائهم المرتبطين، مما يفضي إلى عدم الربط مجالا أكبر بكثير من الاستقلال الذاتي من الاصل .

النتائج.

وهناك عدد من الطرق لتصنيف البلدان التي لديها أسعار صرف ثابتة. صندوق النقد الدولي يتتبع الحالة المعلنة لجميع الدول الأعضاء. هذا النظام تصنيف القانون كان نموذجيا في الطريقة المستخدمة في تصنيف وتحديد هذه البلدان وكذلك أسعار الصرف لسنوات عديدة. في الآونة الأخيرة، بدأ بعض الباحثين في دراسة السلوك الواقعي للبلدان بدلا من إعلانها لأن العديد من البلدان لا تميز سلوكها بدقة. بعض البلدان لا تفعل ذلك يعلن ربط على الرغم من الحفاظ على واحد، والبعض لا يحافظ على ربط المعلنة.

الاعتبارات الرئيسية عند إنشاء الترميز الفعلي هي درجة التبادل والذي يمكن أن ينقل معدل وكمية الأدلة المطلوبة اي المعدل الثابت هو نتيجة نشطة للسياسة لا نقص الصدمات. يمكن للمرء أن ينظر ببساطة إلى التغير في سعر الصرف نفسه لتحديد درجة استقرار هذا المعدل ، على الرغم من، مثل ليفي ييائي و ستورزنيغر (ليس) أو غوش وآخرون، قلق من أن سعر الصرف الثابت وحده لا يمكن التمييز بين سعر الصرف والالتزام، ونقص الصدمات. يمكن للمرء استخدام بيانات التدخل، سواء التدخل المباشر في العملة والأسواق والتغيرات في أسعار الفائدة المحلية، لضمان أن الحكومة تدير بنشاط سعر الصرف. لسوء الحظ، لأن الفرضية قيد النظر هي سلوك سعر الفائدة وبمعدلات ثابتة، يبدو من غير الملائم استخدام سلوك سعر الفائدة لتحديد الاصول. بدلا من ذلك، واحد يمكن أن يحدد طول الوقت اللازم لتشكيل ربط على طول كاف أن يصبح كبيرا من غير المحتمل أن تكون الصدمات لم تغير سعر الصرف إذا لم تكن مربوطة عمدا.

على غرار أوبستفيد وروغوف [1995]، أركز على ما إذا كان سعر الصرف يبقى ضمن فرقة. لتحديد بلد الأساس، وأنا فحص سعر الصرف مقابل الدولار، وجميع العملات الرئيسية، والعملات الإقليمية الرئيسية لإيجاد أي علاقة ثابتة سعر الصرف الثابت. هذا وتجدر الإشارة إلى أن العديد من الدراسات السابقة والتي تفترض ان في الولايات المتحدة هي سعر الفائدة الأساسي ذات الصلة أو العملة لجميع البلدان. عند استخدام عينة أكبر، على الرغم من ربط العديد من البلدان ما عدا الدولار. عندما يتم ربط البلد أو ربطه في بعض الأحيان، حدد القاعدة ذات الصلة با العملة وهي مسألة بسيطة. ويصبح من الأصعب تعيين قاعدة ذات صلة للملاحظات غير الموصولة البلدان التي تطفو عموماً، لا يتم الربط لفترة كبيرة من الوقت، أو تبديل العملات الأساسية.

في هذه الحالات، تم استخدام الحكم، واخترت عملة ذات أهمية تاريخية للبلدان المحلية، والاقتصاد المهيمنة القريبة التي كانت مربوطة بعملات أخرى، أو الدولار الافتراضي إذا كان أي شيء آخر كان واضحاً.

وفيما يتعلق بالتصنيفات السنوية، فإنني أحدد ما إذا كان سعر الصرف قد ظل في حدود ± 2 في المائة مقابل العملة الأساسية. 19 بالإضافة إلى ذلك، لمنع الفواصل في حالة ربط بسبب إعادة التسعير لمرة واحدة، أي سعر الصرف الذي كان نسبة التغير صفر في أحد عشر من اثني عشر شهراً هو يعتبر نسبة ثابتة. باستخدام 155 بلداً من 1973-2000، لدي 4338 بلد / ملاحظات السنة مع وبيانات سعر الصرف، و 2220 مشفرة على أنها مربوطة. وجاء القرار بنسبة 1% مقابل 2% والقرارات المتعلقة بإدراج فواصل ربط واحدة لا تؤثر على النتائج إلى حد كبير. 53 فإن النسبة المئوية من الملاحظات القطرية / السنوية التي تم ترميزها كأدوات ربط لا تظهر أي تغيير على الإطلاق على مدار السنة بأكملها و 34 في المائة أخرى ضمن نطاق 1 في المائة. و 9 في المائة فقط تتراوح بين 1 في المائة و 2 في المائة و 4 في المائة فقط هي إعادة التنسيق. وبالإضافة إلى ذلك، يتم إسقاط اصول سنة واحدة. عندما تختلف البيانات، يتم إسقاط السنة الأولى من الربط بحيث لا فرق من ربط إلى نونينغ.

للعينات الشهرية، والاختبار هو مماثل، وفحص ببساطة إذا كان سعر الصرف ضمن ± 2 في المائة خلال الأشهر ال 12 الماضية. ولتجنب الترميز بالربط بين الشهر العرضي والمؤهل، يجب أن يكون طول الأوتاد 6 أشهر على الأقل. مرة أخرى، إذا كان شهر واحد فقط في ال 12 الماضية لديه غير صفرية نسبة التغيير، ثم لا تزال ترميز الملاحظة كما مربوطة، ومرة أخرى، وهذا هو فقط 4 في المئة من الملاحظات.

خيارات أخرى من المنهجيات السابقة، في حين مفيدة لأغراضهم الخاصة، ليست مثالية لهذه الدراسة. كالفو و راينهارت [2002] دراسة سلوك العوامات بمقارنة تقلب التبادل ومعدل الفائدة، والاحتياطات، ومعدل الفائدة بالنسبة للدول العائمة المعلنة إلى التقلب بالنسبة للرائد في العالم الاقتصادات التي تطفو بحرية نسبية. ومنهجيتها مفيدة جدا لدراسة ما إذا كانت هذه البلدان التي تطالب بالتعويض هي في الواقع عوامات نقية بدلا من العوامات المدارة، ولكنها لا توفرها كما هو واضح رسالة حول كيفية التصنيف في بلدان ثابتة أو غير ثابتة. مجموعة البلدان ليس على أساس التغيير في سعر الصرف، التغيير في سعر الصرف، وتغيير الاحتياطات / M2. وتصنف هذه البلدان فيما بعد بعض البلدان غير الحازمة باعتبارها نسبة اصولها إذا كان سعر الصرف دون تغيير. ومع ذلك، فإنها تصنف البلدان باعتبارها ثابتة حتى لو تغير سعر الصرف طالما هناك تقلبات كافية في الاحتياطات، والربط الغير الواقعي بحكم الأمر الواقع مع القليل من التدخل أو نقص من البيانات الاحتياطية قد لا تجعل كل جولة مخصصة من ثابتة. هذه الجوانب من النظام جعله غير مناسب لهذه الدراسة. كما قام صندوق النقد الدولي نفسه بتغيير النظام القانوني في السنوات القليلة الماضية

وتعكس سلوك البلد بشكل أكثر دقة. فيشر [2001] يستخدم نظام الأمر الواقع الرسمي الجديد ومناقشة الترتيبات الحالية فضلا عن تحليل موظفي صندوق النقد الدولي لترتيبات عام 1991 المشفرة بأثر رجعي (20). وستكون الفئات الثلاث الموصوفة في فيشر [2001] غير ملائمة هذه الدراسة منذ المستويات الثابتة طويلة الأجل التي ليست لوحات العملة تعتبر وسيطة على الرغم من حقيقة أن السوق لديها سبب للاعتقاد بأن سعر الصرف لن يتغير.

وأخيرا، أنشأ راينهارت وروغوف [2002] ترميزا شاملا يستند إلى موازاة معدل التحويل. في حين أن هذا مفيد جدا لدراسة التدفقات التجارية أو غيرها من المتغيرات التي تعتمد على استقرار سعر الصرف، وهذه الطريقة ليست مفيدة لأغراضنا بسبب سعر الصرف يتم التعهد بالتزامات فيما يتعلق بالسعر الرسمي. إذا تغير معدل مواز أو لا، فإن القيود المفروضة على السياسة النقدية تأتي من استقرار المعدل الرسمي. فان بعض البلدان قد وجدت أسعار الفائدة ومعدلات موازية عائمة طريقا آخر (ضوابط رأس المال) للسماح بالحرية النقدية.

في هذه الورقة، اخترت فصل ضوابط رأس المال وأنظمة سعر الصرف للنظر في التنبؤات من تريلما بشكل أكثر وضوحا. وبالإضافة إلى ذلك، راينهارت وروغوف قاعدة تصنيفاتها على الصعاب فإن سعر الصرف سوف ينحرف عن الفرق على نافذة تتحرك لمدة خمس سنوات مما يتيح المزيد من المدى القصير المرنة مما هو عليه في نظامي، وهذا ليس مثاليا إذا أراد المرء أن يركز على البلدان التي لديها مرونة محدودة لسعر الصرف في سنة معينة.

ولأغراض هذه الورقة، من المهم أن تكون البلدان المشفرة على أنها ثابتة مستقرة جدا أسعار الصرف الرسمية. فتدفقات الاستثمار تجبر البلدان التي لا تتحرك أسعار صرفها على الإبقاء عليها أسعار الفائدة تماشيا مع بلد الأساس. وهناك قدر كبير من التدخل غير ذي صلة إذا كان معدل التبادل لا يزال متقلبا جدا. وبالتالي، اخترت التركيز على استقرار سعر الصرف نفسه، واستخدام أ فترة كافية من الوقت تعتبر بمثابة ربط للقضاء على احتمال سوء تحديد هذه المعدلات (21). وأخيرا، يمكن للمرء أن يجادل بأن ما إذا كان الربط متعمدا، في الواقع، غير

ذي صلة باستخدام تصنيف بحكم الأمر الواقع يبين ما يجب أن يكون سلوك سعر الفائدة لأسعار الصرف مستقرة سواء كان ذلك هدفا أم لا. في حين أن هذا النظام يبدو خيارا منطقيا للقضايا في هذا الورقة، وأنا أيضا تقديم النتائج باستخدام التصنيفات الأخرى.

وعلى الرغم من أهمية قرار تحديد سعر الصرف أم لا، فإن الاقتصاديين هي بالتأكيد غير مؤكدة على آثار مثل هذا الاختيار على السياسة النقدية. الدراسات الحديثة لديها أن البلدان التي تدعي أنها تطفو في الواقع تظهر الخوف من العائمة، ودراسات أخرى لها إلى أن البلدان ذات المعدلات العائمة يجب أن تتفاعل مع التغيرات في أسعار الفائدة الدولية أكثر من البلدان ذات المعدل الثابت، وليس أقل. فكرة أن الأسعار الثابتة يمكن أن تولد المزيد من الحكم الذاتي للسياسة وأكثر من ذلك استقرار سعر الصرف في نفس الوقت يجعلها تبدو جذابة جدا.

غير أن النتيجة العامة لهذه الورقة هي أن أسعار الصرف الثابتة تدفع في الواقع البلدان لمتابعة السياسة النقدية للبلد الأساسي بشكل أوثق من البلدان ذات المعدلات العائمة، وأنه عموما، تريبا يعرض إطارا معقولا لتحليل هذه السياسات. الأوتاد الصلبة ليست حلا سحريا؛ أنها تأتي مع التكاليف. وعلى وجه الخصوص، تبين هذه الورقة أن أسعار الصرف الثابتة تنطوي على خسارة استقلالية السياسة النقدية. وينظر إلى الأدلة في الانحدارات السنوية المجمعة، في التحقيقات في فرادى في البلدان والتردد الشهري، وفي تحليل المستويات. في التحليل المجمع، مختلف الضوابط (الوقت، التجارة، وتقلب سعر الصرف، وتدابير مختلفة للديون الخارجية) لا يغير الاستنتاج العام. ويبدو أن نظام سعر الصرف مع ضوابط رأس المال يفسر مدى ذلك يتبع البلد معدل الفائدة الأساسي. ولا يقتصر الأمر على الارتباط بين أسعار الفائدة القطرية المربوطة مع قاعدة أعلى من البلدان غير المنحدرة، والعينات مربوطة باستمرار لديها أعلى من ذلك بكثير R2. و R2 من عينات غير ملتوية عموما و منخفضة للغاية، مما يدل على أن عوامل أخرى غير معدل الفائدة الأساسي هو الدافع الرئيسي للسياسات النقدية للبلدان غير المثقلة بالديون. هذا يعني قد يكون لهذه البلدان قدر معقول من الاستقلال النقدي. ولعل أبرز مظاهر الاستقلالية النقدية هي الاختلافات في السرعة والتكيف مع صدمة أسعار الفائدة الأجنبية. التحليل التكاملي المشترك أن معدلات الفائدة في البلدان المربوطة بالتجارة تميل إلى الاستجابة بسرعة أكبر للتغيرات في معدلات الفائدة الأساسية. وتتفاعل مع الصدمات غير البطيئة ببطء شديد، وغالبا ما تكون نصف عمرها أكثر من سنة. على الرغم من أن بعض هذه الاصول بدون ضوابط رأس المال، على ما يبدو، لا تتحرك تماما مع المعدل الأساسي. الاستجابة أقل من واحد و R2 أقل بكثير من واحد. أيا كانت المرونة هذا قد توفر لهم، على الرغم من أنها أقل من المرونة المتاحة للبلدان غير الملتبسة. علاوة على ذلك، في التسعينات، فإن ربط الاصول دون ضوابط رأس المال يرتبط ارتباطا وثيقا بالعادة، مما يعني ضمنا ذلك قد تتأكل المرونة.

وتقترح الورقة أيضا مجالا يحتمل أن يكون مثمرا لمزيد من البحث. النقد الخارجي كانت صدمات السياسة العامة للاقتصاد الكلي التجريبي في العقد الأخير يحاول الباحثون تقدير آثار السياسة النقدية. إذا كان البلد مربوط يتبع بلد الأساس والتغيرات في أسعار الفائدة، ثم السياسة النقدية في البلد المرتبط فيما يتعلق بتحديد الظروف المحلية. وبالإضافة إلى ذلك، لا توجد

ردود فعل من الاقتصاد في القاعدة ووضع السياسات لأن تحدد المعدلات الأساسية دون مراعاة تأثيرها على الاقتصاد المحلي. وهكذا، فإن دراسة العملات المربوطة قد تضيف اللاقتصادات وسائل أخرى لاختبار آثار السياسة النقدية.