



## السياسات النقدية

محاضرة مقدمة الى : د. عباس كاظم الداعي

اعداد الطالبة : ميس عماد كاظم

## تأثير البنك المركزي على القاعدة النقدية من خلال سوق الصرف الاجنبي

الخطوة الاولى لفهم كيفية تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الاجنبي على معدل الصرف هو من خلال رؤية تأثير ذلك على القاعدة النقدية عندما يقوم البنك المركزي ببيع بعض موجوداته المقومة بالعملة الاجنبية في سوق الصرف الاجنبي ( وتسمى الاحتياطات الدولية ) . لنفرض ان البنك المركزي قرر بيع 1 مليار دولار من الموجودات الاجنبية مقابل 1 مليار دولار من العملة الامريكية . عندما يقوم البنك المركزي بشراء الدولار فانه فانه يريد التأثير في جانبين :-

1- سوف يقلل من امتلاكه للاحتياطات الاجنبية بمقدار 1 مليار دولار .

2- لان عملية الشراء سوف تؤدي الى سحب العملة من ايدي الجمهور فان العملة في التداول سوف تنخفض بمقدار 1 مليار دولار ، ويمكن تصوير العملية من خلال حساب البنك المركزي ادناه

ولان القاعدة النقدية تتكون من العملة في التداول والاحتياطات ، فالانخفاض في العملة التداول يعني ان القاعدة النقدية انخفضت بمقدار 1 مليار دولار.

إذا وكما هو الأرجح فالأشخاص عند شرائهم الأصول الأجنبية سوف يدفعون ثمنها بموجب شيكات مكتوبة على حساباتهم في البنوك المحلية بدلا من العملة. وبالتالي البنك المركزي سوف يخصم 1 مليار دولار من احتياطي الودائع التي تحتفظ بها البنوك لدى البنك المركزي . و النتيجة هي ان احتياطي الودائع لدى البنك المركزي سوف ينخفض بمقدار 1 مليار دولار وكما هو موضح في الحساب ادناه :-

في هذه الحالة وكننتيجة لبيع البنك المركزي الاصول الاجنبية وشراء الودائع بالدولار فان ذلك يؤدي الى انخفاض الاحتياطات بمقدار 1 مليار دولار وبالتالي انخفاض القاعدة النقدية بنفس المقدار كون الاحتياطات هي الجزء الاخر من القاعدة النقدية .

نحن نرى الآن أن حصيللة القاعدة النقدية هي بالضبط نفسها عندما يقوم البنك المركزي ببيع الأصول الأجنبية لشراء ودائع البنوك المحلية أو العملة المحلية. والسبب هو اننا عندما نقول ان البنك المركزي قد اشترى عملته المحلية ليس لدينا تمييز ما إذا كان شراؤها فعلا بالعملة أو بالودائع المصرفية المقومة بالعملة المحلية. وبذلك نكون قد توصلنا إلى استنتاج هام وهو: ان شراء البنك المركزي للعملة المحلية مقابل بيع الأصول الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤدي إلى انخفاض يساوي في الاحتياطات الدولية والقاعدة النقدية.

تمكننا من الوصول إلى نفس النتيجة باستخدام مسلك أكثر مباشرة. عملية بيع البنك المركزي للأصول الأجنبية لا يختلف عن بيع السندات الحكومية في السوق المفتوحة. حيث تعلمنا من خلال دراستنا لعرض النقود بأن البيع في السوق المفتوحة يؤدي إلى انخفاض مساوي لمبلغ البيع في القاعدة النقدية. لذا فإن بيع الأصول الأجنبية يؤدي أيضا إلى انخفاض مساوي لمبلغ البيع في القاعدة النقدية. وعلى العكس فإن شراء البنك المركزي الأصول الأجنبية عن طريق بيع العملة المحلية مثل عملية شراء السوق المفتوحة سوف يؤدي إلى ارتفاع مساوي في القاعدة النقدية. وهكذا فأنا سنصل إلى الاستنتاج التالي: ان بيع البنك المركزي للعملة المحلية وشراء الأصول الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي سوف يؤدي الى زيادة مساوية في الاحتياطيات الدولية والقاعدة النقدية.

هذا التدخل الذي وصفناها للتو الذي من خلاله يقوم البنك المركزي ببيع أو شراء العملة المحلية ليكون له تأثير على القاعدة النقدية يسمى التدخل الغير العازل في الصرف الأجنبي. ولكن ماذا لو كان البنك المركزي لا يريد شراء أو بيع العملة المحلية للتأثير على القاعدة النقدية؟ كل ما عليه ان يفعله لمواجهة تأثير التدخل في الصرف الأجنبي يتم عن طريق التعويض وإجراء عمليات السوق المفتوحة في سوق السندات الحكومية. على سبيل المثال في حالة شراء 1 مليار دولار من العملة المحلية من قبل البنك المركزي والذي يقابله بيع الأصول الأجنبية بمقدار 1 مليار دولار والذي من شأنه أن يقلل القاعدة النقدية بنسبة 1 مليار دولار أمريكي يمكن للبنك المركزي ومن خلال عمليات السوق المفتوحة ان يقوم بشراء السندات الحكومية بمقدار 1 مليار دولار والتي من شأنها زيادة القاعدة النقدية بنسبة 1 مليار دولار. وبالتالي سوف لن يكون هنالك اي تأثير على القاعدة النقدية وكما موضح بالجدول ادناه

فالتدخل في سوق الصرف الأجنبي مع تعويض من خلال عملية السوق المفتوحة والتي تترك القاعدة النقدية دون تغيير وبالتالي فإن التدخل في الصرف الأجنبي يسمى التعقيم. والآن ونحن نفهم أن هناك نوعين من التدخلات الصرف الأجنبي (عدم التعقيم والتعقيم) دعونا ننظر في كيفية تأثير كل منها على سعر الصرف .

لماذا تتبع البلدان السياسات النقدية التالية

سياسة نقدية مستقلة – سعر صرف ثابت – حرية حركة رؤوس الاموال

إن التعريف الإجرائي لتحرير أسعار الصرف في إطار البحث هو بالتحديد: الانتقال من نظام الصرف الثابت في أي صورة من صوره إلى نظام الصرف الحر (التعويم المستقل) أو إلى أي نظام مرن آخر من أنظمة الصرف الهجينة كنظام التعويم الموجه، أو زيادة مرونة أي نظام صرف هجين باتجاه تطبيق نظام الصرف الحر.

أما البحث في دور الولايات المتحدة في تحرير أسعار الصرف عالمياً فيُقصد به (كتعريف إجرائي أيضاً) ما قامت وتقوم به الولايات المتحدة من نشاطات وممارسات وضغوط تجاه الدول الأخرى، سواء أكان ذلك وفق استراتيجيات أو سياسات أو خطط وبرامج عمل أو غيرها، بهدف الدفع بهذه الدول إلى اعتماد مرونة أكبر في نظم أسعار صرف عملاتها، وصولاً لتحريرها، سواء تم ذلك في إطار مؤسستي دولي أو عبر العلاقات الثنائية أو غيرهما. وبالرغم من أن معظم الأعضاء الصغار في صندوق النقد الدولي قد حافظوا على بعض من أشكال أسعار الصرف الثابتة، إلا أنه قد تم تعويم معظم العملات الرئيسية تعويماً مدرّاً في البداية وصولاً إلى نظام الصرف الحر.

ولقد أوضحت الفقرة السابقة التي تم فيها التقديم للعوامل الاقتصادية المحددة للاختيار بين أنظمة الصرف، أن المزايا المترتبة على مرونة سعر الصرف تزداد مع تطور الاقتصادات، حيث تتطور أهداف السياسات الاقتصادية إلى السعي لرفع مستوى الرفاهية وتأمين استقرار الناتج الجغرافي المحلي، وذلك بمعالجة مصدر الصدمات التي تتعرض لها هذه الاقتصادات، في حالة اقتصرها على الصدمات الاسمية الخارجية أو المحلية الحقيقية. وتزداد مزايا مرونة سعر الصرف بوتيرة أكبر مع تطور السمات الهيكلية لهذه الاقتصادات من قبيل:

- انفتاحها واتساع نطاق دائرة الشركاء التجاريين لها.

- اتساع الحرية في حركة عوامل الإنتاج فيها.

- السعي لتأمين آلية تلقائية في إزالة الاختلالات الخارجية والداخلية دون هدر الاحتياطات الأجنبية.

- تمتعها بالتنوع السلعي القادر على تأمين العملات الأجنبية بصورة مستقرة.

- ارتباطها على نحو أوثق بالأسواق المالية الدولية.

- زيادة حجمها وتقليص الاعتماد على الأسواق الخارجية.

ويشير باحثون إلى أن الاتجاه نحو مرونة أسعار الصرف كان - إلى حد كبير - انعكاساً لتطورات وتغيرات مهمة يمكن الإشارة إليها في النقاط الثلاثة التالية:

أ- صعوبات بميزان المدفوعات، واستخدام تعديل سعر الصرف في مواجهتها:

ففي الواقع إن كل دولة معرضة لحدوث عجز في ميزان مدفوعاتها أو ميزانها التجاري، والذي قد يكون ناتجاً عن مجهود تنموي كبير، ولكن المشكلة ليست في ذلك وحسب، وإنما في الكيفية التي يمكن للدولة وفقها علاج ذلك العجز وتلافيه بصورة نهائية. وهذا الأمر يرتبط ارتباطاً مباشراً بالسياسات التجارية والمالية والنقدية للدولة المعنية. وفي ظل استمرار عجز ميزان المدفوعات يمكن اللجوء إلى تخفيض سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض أسعار السلع المحلية، وبالتالي ارتفاع القدرة التنافسية لها في الأسواق الداخلية والخارجية، وهذا يتطلب المحافظة على

مستويات الأجور والضرائب المفروضة على القطاع الإنتاجي الوطني، الأمر الذي سينعكس بزيادة الصادرات وتقليص الواردات باتجاه تقليص العجز سعيًا للتوازن المنشود. وهنا يأتي نظام سعر الصرف الحر ليؤمن ذلك وفق آليته التلقائية للتوازن بين العرض والطلب من العملات الأجنبية في حالة عجز ميزان المدفوعات، وكذلك الأمر بالنسبة لحالة الفائض فيه.

ب- السياسات الأكثر انفتاحاً نحو الخارج بالنسبة للتجارة والتدفقات المالية:

لما كانت فرص الاستثمار الكائنة والمتوقعة القائمة على المفاضلة بين (العائد) و(المخاطرة) تؤثر في سعر الصرف من خلال قيام المستثمرين بالمقارنة بين إيرادات ومخاطر الأصول الوطنية والأجنبية، ومع الانفتاح المتزايد للاقتصادات الوطنية على العالم سواء بالنسبة للتجارة أو حركة رؤوس الأموال؛ لوحظ أن الجزء الأكبر من تقلبات أسعار الصرف يرجع إلى تغير توقعات السوق، وذلك إما لحصول المستثمرين على معلومات جديدة عن تطور المعطيات الأساسية للاقتصاد، أو حتى دون معلومات ترتبط ارتباطاً مباشراً بتلك المعطيات، كما لعبت توقعات المتعاملين في السوق وواقعهم من حيث الخبرة في أسواق المال والقوة التفاوضية التي يمتلكونها وكذلك أساليبهم في تنفيذ عملياتهم، من شأنه التأثير في سعر صرف العملة بصورة فورية وأنية. وهنا كانت المرونة في أسعار الصرف أكثر قبولاً لتعكس بشفافية كلاً من: واقع الاقتصاد الوطني ومعطيائه، ومدى النجاح في السياسات المتبعة القائمة على الانفتاح، ومدى استجابة السوق لها أيضاً من خلال حركة رؤوس الأموال.

ت- زيادة التركيز على أسعار الصرف وأسعار الفائدة المحددة في السوق:

حيث ساهم تزايد وجود مزادات العملة والتعامل بين المصارف في العملات الأجنبية في تخفيض دور السلطات النقدية المباشر في تحديد أسعار الصرف. وقد لوحظ أن استخدام سلاح أسعار الفائدة لحسم الصراع الدائر بين أسعار صرف العملات قد يرتب على الاقتصادات الوطنية آثاراً متعارضة (داخلية وخارجية): فارتفاع أسعار الفائدة، بهدف رفع تكلفة الائتمان أثناء فترات التضخم، تؤدي إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية. وانخفاض أسعار الفائدة لتشجيع الاستثمارات، تتضمن مخاطرة تتعلق بعدم تشجيع رؤوس الأموال الأجنبية. وهكذا كان ينبغي على السلطات النقدية تحديد الأولوية إما للتوازن الداخلي: عندما يصل الإنتاج الحقيقي إلى مستواه المحتمل، ويتسم معدل التضخم بأنه معدل ضعيف ولا يتجه للزيادة، أو للتوازن الخارجي: عندما يتساوى حساب المعاملات الجارية مع الحساب الرأسمالي في ميزان المدفوعات. ولأن سعر الفائدة ليس المحدد الوحيد الذي يحقق ويضمن توازن سوق الصرف، وهو سعر يحدد التوازن في الأسواق الأخرى: السلع والخدمات، الأصول الحقيقية، الأوراق المالية، ولما كان من الضروري ألا يصل ارتفاع سعر الفائدة مثلاً إلى درجة تضر بالنقود وثقة المتعاملين في السوق النقدية، مما يعرقل آلية السوق ونمو النشاطات الاقتصادية، فإن المزيد من المرونة في أسعار الصرف أصبح ضرورياً، وبما ينسجم وتغيرات سعر الفائدة المحددة للتوازن في الأسواق المختلفة، لجعل حركة رؤوس الأموال أكثر جدوى في ذلك.

وفعالاً وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظام سعر الصرف الثابت، إلا أن الدول التي انتقلت منه إلى نظم أكثر مرونة ظلت في ازدياد.

## 2- قيود الصرف وتفسير تحرير أسعار الصرف:

إذا ما كان الواقع يشير إلى توجه عالمي نحو تحرير أسعار الصرف، فإنه وعلى مستوى الفكر الاقتصادي ظل الاختلاف في تفسير تحرير سوق الصرف موجوداً، وقد انعكس هذا الاختلاف بتضارب الآراء حوله بين مؤيد ومعارض، ويرجع هذا الاختلاف لسبب رئيسي هو اعتقاد البعض بأن تحرير سوق الصرف يعني بالضرورة تحرير التجارة وتحرير حركة رؤوس الأموال، وهذا الاعتقاد ناتج عن وجود بعض القيود على الصرف والخاصة بالهدف الذي ستستعمل من أجله العملات الصعبة.

هذه القيود التي تفرضها الدولة على الصرف تنقسم إلى قسمين: قيود خاصة بعمليات الحساب الجاري Current Account Transaction، وقيود أخرى خاصة بعمليات رؤوس الأموال، وبالتالي ثمة نوعان من حرية الصرف في مواجهة هذه القيود: أولها حرية الصرف الخاصة بعمليات الحساب الجاري: وتعني حرية بيع وشراء الصرف للقيام بمدفوعات متعلقة بعمليات تصدير واستيراد السلع والخدمات، وهي غير منسقة مع وجود قيود على التصدير والاستيراد كالحصص الاستيرادية وأذن التصدير وغيرها. أما ثانيها فهي حرية الصرف الخاصة بعمليات رؤوس الأموال: وتعني بدورها حرية شراء وبيع العملات الأجنبية للقيام بعمليات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في محفظة الأوراق المالية وغيرها من العمليات التي يترتب عليها تحريك رؤوس الأموال بين الدول. وثمة تقسيمات أخرى للقيود على الصرف ضمن الدولة الواحدة كتقسيمها حسب هوية حامل العملة (مقيم أو غير مقيم)، ويطلق على التحرر من هذه القيود الحرية الداخلية Internal Convertibility وتعني: حرية المقيمين في اقتناء العملات أو الأصول المقومة بعملات أجنبية، وبالتالي حرية تحويل العملة المحلية إلى عملات أجنبية باستخدام سعر الصرف المعمول به، ولا تعني السماح بالقيام بمدفوعات خارجية أو امتلاك أصول وأرصدة بنكية في الخارج، بدرجات متفاوتة، ففي بعض الحالات يُمنع المقيمون من اقتناء الأصول والعملات الأجنبية ويُسمح بذلك لغير المقيمين. وفي حالات أخرى يُسمح للعموم باقتناء أصول وعملات أجنبية، وفي الوقت نفسه يُمنع المصدرون من الاحتفاظ بعائداتهم من هذه العملات.

إن التحرير الداخلي لسوق الصرف يؤدي إلى حث العموم على بيع أو تسليم ممتلكاتهم من الأصول والعملات الأجنبية إلى النظام المصرفي، وإدماج القطاع غير الرسمي وسوق الصرف الموازية أو السوداء ضمن القطاع الرسمي تفادياً لهروب رؤوس الأموال، والقضاء على الاختلالات المترتبة عن الرقابة المفروضة على الصرف (تكلفة الصفقات Transaction Costs، تعدد سعر الصرف...). كما أن تحرير الصرف في عمليات الحساب الجاري يخول المستهلكين إشباع رغباتهم

من السلع غير المتواجدة في الأسواق المحلية، وللمنتجين اقتناء عناصر إنتاج حديثة ومتنوعة، وتسمح بتعريض المنتجين المحليين إلى المنافسة الخارجية، فتحثهم بالتالي على الإنتاج بكفاءة وتحسين استعمال الموارد والحد من القوى الاحتكارية لبعض الصناعات المحلية. أما تحرير الصرف بالنسبة لعمليات رؤوس الأموال فتساعد على جذب المستثمرين الأجانب من خلال تسهيل عمليات تحويل أرباح الشركات الأجنبية إلى بلدانهم الأصلية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تشجيع الاستثمار بشكل عام.

وهكذا يشير الباحثون إلى أن نظام سعر الصرف المعموم يُقرن حرية حركة رأس المال الدولية بسياسة نقدية فعالة (على الأقل في ظل وجود أسعار اسمية محلية صلبة)، بينما يؤدي التمسك بنظام سعر الصرف الثابت إلى الاختيار بين: إما تقييد حركات رأس المال مقابل حرية وضع السياسة النقدية (بعدم التقيد بأسعار الفائدة العالمية)، أو السماح بحرية حركة رأس المال فتفقد السياسة النقدية سيطرتها في تسطير الأهداف الاقتصادية المحلية. وانطلاقاً من أن تحرير سعر الصرف يمنح السلطات النقدية فرصة كاملة في إدارة سياسة نقدية فعالة، فإن نجاح هذا النظام يتطلب فهماً معمقاً لآليات السياسة النقدية transmission mechanisms ومصرفاً مركزياً تتوفر لديه الطاقات المؤسسية اللازمة لإدارة هذه السياسة ولعب دور المقرض الأخير بفعالية، أضف إلى كفاءة عالية للعاملين في سوق الصرف، في مواجهة مشكلات الانتقال إلى هذا النظام الحر والمتمثلة -عادة- بارتفاع في معدل التضخم وانخفاض في سعر صرف العملة المعمومة بما لذلك من آثار اقتصادية (انكماشية وتوزيعية) وانعكاسات اجتماعية سلبية على فئات واسعة من المجتمع وتبعات سياسية لا فقط ترتبط بالمصادقية والانضباط في السياسة الاقتصادية بل تتعداه إلى مصادقية الحكومة ككل، لاسيما في تلك الدول التي لم يسبق لها وأن خاضت تجربة في أي نظام مرن لأسعار الصرف.

من أطروحة الدكتوراة..

المبحث الثاني- تحرير سعر الصرف، مبرراته وانعكاساته: . عبد المنعم حلبي .