

اولا : تأثير البنك المركزي على القاعدة النقدية من خلال سوق الصرف الاجنبي :

تدخل البنك المركزي هو ممارسة السلطات النقدية شراء وبيع العملة في سوق الصرف الاجنبي للتأثير على أسعار الصرف. وقد درس الباحثون ما إذا كان التدخل ناجحا في التأثير على تحركات سعر الصرف وكيف يؤثر على التقلب. ثانيا، سألوا كيف يؤثر نوع التدخل على هذه النتائج ومن خلال القنوات التي يمكن أن تعمل بها.

وقد جعلت هذه المشاكل من الصعب إثبات أن تدخل البنك المركزي قد خفض تقلب أسعار الصرف أو رفع سعر الصرف في الاتجاه المطلوب. ومع ذلك، فإن كل البنك مصرفي تم استطلاعها في Neely (2000) ، الذين يجرون فعليا، ما زالوا مقتنعين بأن التدخل فعال في تغيير سعر الصرف. وقد ساهمت مؤخرا ظاهرتان في فهمنا للتدخل. تقدم الأول هو استخدام دراسات حالة لتقييم الآثار المترتبة على التدخل. بشكل عام، دراسة الحدث هي دراسة سلوك سعر الأصول حول بعض الأحداث، مثل الاندماج أو الإعلان أو التدخل. وتستخدم دراسات الأحداث لتقييم رد فعل السوق لهذا الحدث، وكيف أثر الحدث على الأسعار وما إذا كان سعر السوق الحدث بكفاءة ، أما التقدم الثاني فهو استخدام البيانات عالية التردد على حد سواء أسعار الصرف والتدخل من أجل فهم أفضل لسلوك أسعار الصرف على الفور حول التدخل

وعلى الرغم من هذه التطورات، لا يزال من الصعب استنتاج آثار تدخل البنك المركزي. وفي حين أن وصف البيانات هو هدف جدي وضروري، فإن شرح طبيعة العملية التي يتم بها تحديد أسعار الصرف والتدخل بشكل مشترك يتطلب افتراضات قوية، نادرا ما تذكر صراحة. في حين أن العديد من الباحثين تدخل تدرك بلا شك مثل هذه القضايا، وأولئك الذين هم على دراية الأدب وربما ليست على علم جيد منهم. والغرض من هذه المادة هو مراجعة انتقائية للمؤلفات الحديثة عن آثار التدخل وتحليل الافتراضات والقيود المفروضة على هذه العمليات

وبعد انهيار نظام بريتون - وودز لأسعار الصرف الثابتة في عام 1973، عدلت مواد صندوق النقد الدولي بحيث تنص على أن "الأعضاء سيتعاونون مع الصندوق وغيره من الأعضاء لضمان ترتيبات التبادل المنظمة وتعزيز نظام مستقر أسعار الصرف". ويمكن لأعضاء صندوق النقد الدولي أن يختاروا ترتيبات سعر الصرف الخاصة بهم شريطة أن يتجنبوا التلاعب في أسعار الصرف وتعزيز النمو الاقتصادي المنظم. وتختار العديد من الدول تعويم أسعار الصرف الخاصة بها وإجراء تدخلات النقد الأجنبي في بعض الأحيان للتأثير على قيمتها

وتختار البنوك المركزية التدخل لأسباب مختلفة. التوجيه العملات الأجنبية للنظام الاحتياطي الفيدرالي، على سبيل المثال، يوجه التدخل ل"مكافحة ظروف السوق غير المنضبط"، والتي تم تفسيرها بشكل مختلف في أوقات مختلفة. وفي كثير من الأحيان، أدى التقلب المفرط في أسعار الصرف أو الانحرافات عن أسعار الصرف في الأجل الطويل إلى التدخل. وغالبا ما تنسق البنوك المركزية المتعددة التدخل، وتدخل في نفس الاتجاه في نفس اليوم.

(رواء عطا الله / المحاضرة الرابعة للسياسات النقدية - مقدمة الى الدكتور عباس الداعي)

وتعرف قاعدة استجابة تدخل البنك المركزي في الظروف الاقتصادية بوظيفة رد فعل التدخل في البنك المركزي. ويقدر Neely (2002) وظيفة رد فعل نموذجية لتدخل الولايات المتحدة مع نموذج الاحتكك. يسمح نموذج الاحتكك للمتغير التابع للتدخل - أن يكون غير حساس لمحدداته على مدى من القيم (روزيت (1959)). هذا مناسب لمتغير مثل التدخل الذي يأخذ قيمة صفر لنسبة كبيرة من الملاحظات, "التدخل ضد الريح (الاتجاه)" يتم التدخل لمعارضة الاتجاهات القوية على المدى القصير. على سبيل المثال، إذا كان USD قد استهلك مؤخرا، أن عملية شراء USD تشكل يتكئ على الرياح. ويعني عدم التوازن أن سعر الصرف ينحرف عما قد تعتبره السلطات النقدية أساسيات طويلة الأجل، مثل تلك التي تنطوي عليها علاقة تعادل القوة الشرائية. ويبين الشكل 1 تدخل الولايات المتحدة في السوق الديموقراطية، فضلا عن سعر الصرف مقارنة بالقيمة الأساسية القائمة على التعادل في القوة الشرائية. ويؤكد التحليل الإحصائي انطبعا بأن السلطات الأمريكية تميل إلى شراء الدولار الأمريكي عندما يكون الدولار الأمريكي أقل من قيمتها نسبيا وبيع الدولار في الطرف العكسي. وجد ليهي (1995) ونيلي (1998) أن السلطات الأمريكية تحقق أرباحا كبيرة نتيجة لاستراتيجية التدخل هذه،

عندما يشتري البنك المركزي (بييع) عملته الخاصة مقابل عملة أجنبية، فإنه يقلل (يزيد) كمية عملته المتداولة، وخفض (رفع) عرض النقود المحلية. ومن شأن هذه المعاملة بحد ذاتها أن تؤثر على أسعار الصرف بنفس الطريقة المتبعة في عمليات السوق المفتوحة المحلية العادية؛ ومع ذلك، فإن معظم البنوك المركزية تقوم بشكل روتيني "بتعقيم" عملياتها الخاصة بالعملات الأجنبية؛ أي شراء وبيع السندات المحلية لعكس تأثير عملية النقد الأجنبي على العرض النقدي المحلي (إديسون، 1993) على سبيل المثال، إذا اشترى بنك الاحتياطي الفدرالي في نيويورك مبلغ 100 مليون يورو من اليورو في تدخلات النقد الأجنبي، فإن القاعدة النقدية في الولايات المتحدة ستزيد بمقدار 100 مليون دولار في غياب التعقيم. هناك أمور أخرى متساوية، أسعار الفائدة والأسعار سوف تتغير أيضا. ولمنع التغيرات في أسعار الفائدة المحلية والأسعار، سيقوم بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك بتعقيم التدخل - بيع سندات مالية حكومية بقيمة 100 مليون دولار - واستيعاب السيولة، التعقيم الكامل يتطلب أيضا أن البنك المركزي الأجنبي - البنك المركزي الأوروبي (ECB) في حالة اليورو تلقائيا عكس تأثير التدخل في سوق النقد الأجنبي من خلال زيادة المعروض من العملات الأجنبية من خلال عمليات السوق المفتوحة. وسوف يكون التأثير الصافي هو زيادة الإمدادات النسبية للأوراق المالية الحكومية الأمريكية مقابل الأوراق المالية الأجنبية ولكن ترك الإمدادات النقدية المحلية والأجنبية دون تغيير. لأن التدخل المعقم بالكامل لا يؤثر على الأسعار أو أسعار الفائدة، فإنه لا يؤثر على سعر الصرف مباشرة. لكن التدخل الرسمي قد يؤثر على سوق الصرف الأجنبي بصورة غير مباشرة من خلال قناة توازن المحفظة و / أو قناة الإشارات. وتعتبر نظرية توازن المحفظة بأن التدخل المعقم يغير الإمدادات النسبية للسندات المقومة بعملات مختلفة. إذا كانت السندات بعملات مختلفة هي بدائل غير كاملة، يجب تعويض المستثمرين لعقد السندات أكثر عددا نسبيا مع عائد متوقع أعلى. ويجب أن يعود ارتفاع العائد إلى التغيير في سعر السندات أو سعر الصرف.

(رواء عطا الله / المحاضرة الرابعة للسياسات النقدية -مقدمة الى الدكتور عباس الداعي)

وتشير قناة الاشارات إلى أن التدخل الرسمي يتصل أو يوجه إلى معلومات السوق بشأن السياسة النقدية المستقبلية أو قيمة التوازن في المدى الطويل لسعر الصرف. إن تعقيد الاعتقاد في قناة الاشارات هو حقيقة أن البنوك المركزية غالبا ما تقوم بالتدخل سرا.

وفي الواقع، أفاد 77 في المائة من المصارف المركزية بأنها تقوم أحيانا أو دائما بالتدخل سرا لزيادة تأثير السوق إلى أقصى حد نيلي (2000)

(An Analysis of Recent Studies of the Effect of Foreign Exchange Intervention: Christopher J. Neely, June 27, 2005 ,P2-7)

ثانيا : لماذا تتبع البلدان السياسات التالية :

- سياسة نقدية مستقلة .
- سعر الصرف الثابت .
- حرية حركة رؤوس الاموال .

يمكن للمرء أن يشك في ضرورة CBI إذا كان أحد يقارن ذلك إلى أدوات بديلة لتحقيق معدلات منخفضة ومستقرة للتضخم. ومن بين هذه الأدوات البديلة، التي كثيرا ما تستخدم في البلدان التي تمر اقتصاداتها بمرحلة انتقالية، والبلدان الناشئة، والبلدان النامية، اختيار سعر صرف ثابت كاستراتيجية للسياسة النقدية عن طريق تفويض السياسة النقدية لمقاتلة التضخم ثبت، مثل بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي أو البنك المركزي الأوروبي والبلدان استيراد مصداقية هذا البنك المركزي معين. هذا هو في الأساس نفس تعيين مصرف مركزي محافظ لأن سياسة نقدية مستقلة غير متوافقة مع سعر صرف ثابت في حركة رأس المال الكامل. والأهم من ذلك، يمكن للحكومات، التي لديها سلطة سعر الصرف، أن تتخذ هذا القرار بموافقة البنك المركزي أو بدون موافقته.

غير أنه يجب الاعتراف بأن هذه الاستراتيجية النقدية تخضع للحجج التي طرحت في المناقشة السابقة بشأن التغيير المفاجئ في النظام النقدي الذي يقوض المصداقية. وهناك العديد من الأمثلة التي تخلت فيها البلدان عن أسعار صرفها الثابتة بين عشية وضحاها، إما عن طيب خاطر أو لأنها اضطرت إلى ذلك. وقد اقترح حتى أن الأوتاد "البسيط" لم تعد فعالة، لمجرد أنها يمكن إسقاطها بسهولة في عالم من حركة رأس المال غير المقيد تقريبا (فيشر 2001)، على الرغم من أن هذه الحجة قد تم الطعن فيها (فرانكل 1999) على سبيل المثال، يدعي أوبستفيلد أندروغوف (1995) أن معظم أنظمة سعر الصرف الثابت تميل إلى الفشل في فترة زمنية تبلغ حوالي 5 سنوات.

(رواء عطا الله / المحاضرة الرابعة للسياسات النقدية .مقدمة الى الدكتور عباس الداعي)

ثم تأتي السياسة النقدية القابلة للتحويل على أساس التبادل النقدي في شكل اتحاد نقدي كامل أو مجلس عملة. ويظهر اختيار عدة بلدان أصغر من مجالس العملات أو حتى الدولار الكاملة (أو اليورو) أن مثل هذا الترتيب يفضل لدى مصرف مركزي مستقل في بعض الحالات وأحد أسباب هذه التحركات بعيدا عن أسعار الصرف الثابتة، إلى جانب الانفتاح المتزايد للحسابات الرأسمالية، هو تشجيع اقتصاديات ومؤسسات رسمية مثل صندوق النقد الدولي (صندوق النقد الدولي 2006) أدوات بديلة مثل استهداف التضخم. وعلى الرغم من هذا الاتجاه بعيدا عن أسعار الصرف الثابتة المعلنة علنا، لا يزال هناك الكثير من الربط الفعلي (راينهارت وروغوف 2004؛ ليفي بياتي وستورزنيغر 2005).

(Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy, PIERRE L. SIKLOS, Wilfrid Laurier University, Canada, MARTIN T. BOHL, MARK E. WOHAR, 2010 , P192)