

المبحث الرابع

التعويم المدار

Managed Floating System

بعد قراءة هذا المبحث تتعرف على:

- اتفاقية سميثونيان.
- نظام الثعبان داخل النفق.
- نظام النقد الأوربي.
- قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٥-١٩٨٤.
- اتفاقية التدخل بلازا - اللوفر.
- أداء نظام التعويم المدار.
- اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي.

اتفاقية سميثونيان (١٩٧٣-١٩٧١)

أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون، في ١٥ آب من عام ١٩٧١ تخفيضاً للدولار، وأغلق بالتالي رسمياً ما كان يطلق عليه "نافذة الذهب"، عبر التوقف عن أي التزام بتحويل احتياطات الدولار الخارجية إلى ذهب، حتى عند السعر الرسمي، وهذا ما كان حاصلًا على أرض الواقع منذ سنوات. عامت أسعار الصرف في الأشهر التالية لذلك الإعلان وسمحت المصارف المركزية للأسواق بالبحث عن مستويات توازنية جديدة.

تزدنا تجربة بريتون وودز ببعض الدروس. ومن تلك الدروس، أنه لكي يعمل نظام الصرف الثابت لما يسمى ببلد المستقر Home Country وهي الولايات المتحدة في نظام بريتون وودز، لابد أن يكون البلد قوياً إنتاجياً ولديه اقتصاد داخلي متوازن. وبالإضافة إلى ذلك لابد من تنسيق أكبر في السياسات للتعامل مع مشاكل تعديل ميزان المدفوعات بشكل أكثر فعالية وبتكلفة أقل فيما يتعلق بالعمالة. فالتعديل لا يحدث تلقائياً وبالتالي فـلمؤسسات الدولية، كصندوق النقد، دور يجب أن تقوم به في تشجيع

الاستشارات والتنسيق بين الدول الصناعية الأساسية. وخلال فترة بريتون وودز، لم يتم الصندوق بدور فعال في حفز المفاوضات بين تلك الدول، وبالتالي يمكن المحاجبة بأن سقوط نظام بريتون وودز لم يكن بالإمكان تفاديه.

بعد سقوط نظام بريتون وودز، كانت هناك محاولة من ديسمبر ١٩٧١ إلى آذار ١٩٧٣، للانتقال إلى قاعدة الدولار Dollar Standard. فقد عقد في ديسمبر من عام ١٩٧١ اجتماع في معهد سميثونيان بحث في أسعار صرف جديدة والعودة إلى نظام الربط. وعرف هذا المسعى باتفاقية سميثونيان Smithsonian Agreement، وكان يقضي بربط العملات الأوروبية بالدولار، مع السماح بحرية حركة صعودا وهبوطا بمقدار (2.1-4%).^١

أعيد تقييم العملات الأوروبية وارتفع سعر أونصة الذهب إلى ٣٨\$، ولكن الدولار كان قد توقف عن قابلية التحويل إلى ذهب. لذلك لم يكن مستغرباً أن تدوم اتفاقية سميثونيان لعام واحد فقط، مع فقدان الثقة بالدولار. وكان الإسترليني أول المغادرين، حيث ترك يعوم بحرية في حزيران من عام ١٩٧٢ بعد أزمة متكررة في ميزان المدفوعات. ومع استمرار ضغوط المضاربة بالدولار، ومع بداية ١٩٧٣ أصبح واضحاً أن إعادة التقييم قد غدت ضرورية. وبالنتيجة كان التوجه نحو سعر صرف معوم منذ آذار ١٩٧٣. في أثناء ذلك، قدمت مجموعة من الدول الأوروبية ما سمي "الثعبان في النفق" Snake in the Tunnel وكان أول محاولة من دول السوق المشتركة لخفض التقلبات داخل العملات الأوروبية.

وهكذا لم تلق اتفاقية سميثونيان النجاح، كما لم تستطع اللقاءات التي تمت خلال العام ١٩٧٢ أن تحل الخلاف الأساسي حول نظام ربط سعر الصرف في عالم تتحرك فيه رؤوس الأموال بحرية، مما يفرض على صانعي السياسات الانشغال بشكل متزايد بإدارة اقتصاداتهم الوطنية. لقد أراد صانعو السياسات:

1.Heather D. Gibson, Op.Cit. P.39.

أولاً، معدلات صرف مستقرة في المدى القصير، مع حرية إتباع سياسات اقتصادية مستقلة، قد تتطلب تغييرات بسعر الصرف في المدى الطويل. ومن الواضح أن هذا لم يكن متوافقاً مع التحرك الكبير لرأس المال.

ثانياً، لم يكن صانعو السياسات قادرين على السيطرة على ما سمي بمشكلة الفائض Redundancy Problem. فمع وجود N بلداً، يمكن لـ $N-1$ أن يكون لديهم أهدافاً رسمية متباينة، يتوخون تحقيقها، عبر سعر الصرف وباقي المتغيرات الاقتصادية. وفي هذه الحالة، لا يمكن للجميع أن يعمل باستقلالية كما لو أن الآخر غير موجود. وإذا تصرفوا كذلك فإن الأسواق ستعمل على إيجاد التباينات واستغلالها لتحقيق الأرباح. وهذا ما مثل سبباً جوهرياً في سقوط بريتون وودز. فبدون اتفاق حول من سيقدر السياسة النقدية العامة وكيف يمكن وضعها، كان سعر الصرف المعوم هو البديل الوحيد.¹

نظام الثعبان داخل النفق Snake in the Tunnel

قررت الدول الست المؤسسة للمجموعة الاقتصادية الأوروبية، وهي ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا واللوكسمبورغ، العمل على تحقيق وحدة نقدية فيما بينها تجنباً لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وتم الاتفاق عام ١٩٧٢ على تقليص حدود التقلبات في أسعار صرف عملاتها وتحقيق المزيد من التكامل والتطوير في أنظمتها النقدية. واستحدثت مستويات جديدة للتقلبات في أسعار صرف العملات، الواحدة تجاه الأخرى بحدود $(\pm 2,25\%)$ على جانبي السعر المركزي الاسمي المباشر Nominal Central Rate لكل عملة تجاه الأخرى.

أطلق على التقلبات في أسعار صرف عملات الدول الأوروبية تجاه بعضها البعض وتقلبات أسعار صرف هذه العملات تجاه الدولار "الثعبان الأوربي داخل النفق". وقد عمل هذا الترتيب على تقليص الحد الأقصى للتقلبات، في أي وقت كان، بين أسعار صرف عملتين من عملات المجموعة الأوروبية مقومة بالدولار، وهو ما يعرف بالثعبان في حين يسمح للسعر مقابل الدولار بأن يتحرك بحرية تامة وفقاً لتأثيرات قوى السوق،

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.29.

ولكن ضمن حدود التقلبات المسموح بها وهو ما يعرف بالنفق. وهكذا فإن سعر العملتين موضوع التبادل من عملات المجموعة تجاه الدولار، هو الذي أوجد التعبير الوصفي المذكور، ذلك أن جدران النفق تكون بمثابة الحاجز الذي يصد الانحرافات عن سعر التبادل، إذا ما تجاوزت الحدود القصوى المسموح بها تجاه العملة الوسيطة (الدولار). أما الثعبان فيتمثل في سعري أقوى وأضعف عملتين من عملات المجموعة تجاه الدولار، وفي حالة عدم التدخل بواسطة الدولار ضمن حدود التقلبات المتفق عليها فإن وضع الثعبان الأوربي داخل النفق واتساعه يتقرران بتأثير قوى السوق ضمن حدود يتفق عليها. ومع التطورات المتلاحقة والضغط على بعض العملات وخاصة الدولار والجنيه واشتداد حمى المضاربات في أسواق العملات بعد التخفيض الثاني للدولار عام ١٩٧٣، اضطرت المجموعة الأوربية إلى إزالة النفق تماماً من النظام والحفاظ على الثعبان يتحرك ضمن التقلبات المتفق عليها بين عملات المجموعة، وأطلق على هذا النظام اسم " الثعبان الأوربي".

نظام النقد الأوربي EMS

كما أسلفنا وبينما كان العالم يعمل جاهداً لوضع ترتيبات لنظام نقدي دولي، ركزت الأمم الأوربية جهودها لضبط تقلبات أسعار صرف عملاتها، والتنسيق فيما بينها في مجال السياسات الاقتصادية. ففي آذار من عام ١٩٧١، عندما كان بريتون وودز لازال قائماً، تبنى المجلس الأوربي خطة ورنر **Werner Plan** التي هدفت إلى نقل بلدان ما كان يسمى السوق المشتركة (حالياً الاتحاد الأوربي) قدماً باتجاه الاتحاد الاقتصادي والنقدي. حيث تعهدت الدول الأوربية وفقاً للخطة بتثبيت تحركات الصرف فيما بين عملاتها بشكل أكبر مما كان مسموحاً به لهذه العملات أن تتذبذب مقابل الدولار الأمريكي. ورسم المخطط الزمني لتحركات أسعار صرف عملات تلك الدول، الذي أطلق عليه "ثعبان في نفق"، حيث كانت التغيرات بين العملات محدودة قياساً إلى تغيراتها أمام الدولار الأمريكي (النفق).

التقت الدول الأوربية مجدداً في نيسان من عام ١٩٧٢، بعد توقف بريتون وودز واتفاقية سميثونيان. وحدد نطاق الثعبان بـ $(\pm 2,25\%)$ ونطاق النفق عند

(±4,50%)¹. وفي آذار من عام ١٩٧٣ صوت المجلس الأوروبي على إلغاء النفق وترك العملات الأوروبية تعوم مقابل الدولار مع الحفاظ على الثعبان. شهدت الفترة بين عامي ١٩٧٣-١٩٧٨ العديد من محاولات الدخول والخروج من اتفاقية الثعبان، وفي كانون أول من عام ١٩٧٨ صوت المجلس الأوروبي على إحداث نظام النقد الأوروبي European Monetary System (EMS) الذي ظهر في آذار من عام ١٩٧٩.

قام النظام الأوروبي على ثلاثة ركائز أساسية هي: الوحدة النقدية الأوروبية ECU؛ آلية سعر الصرف ERM؛ والصندوق الأوروبي EMCF. وقد عملت المكونات السابقة على ربط أسعار صرف العملات الأوروبية والسياسات النقدية إلى بعضها بعضاً. فبالنسبة لوحدة الايكو، قد مثلت سلة ثابتة من عملات الدول الأعضاء، حددت أول مرة عام ١٩٧٩ وأعيد تحديدها عام ١٩٨٤ لتضم الدراخما اليونانية، ومرة أخرى في عام ١٩٨٩ عندما أضيفت البيزيتا الأسبانية والإسكودو البرتغالي. واتفق في ماستريخت عام ١٩٩٢ على أن لا يكون هناك من مراجعة جديدة (الوضع الحالي هو اليورو بالطبع). وكان السعر الفوري للايكو عام ١٩٩٥ مساوياً ١,٣٠٤٦ \$، وكان للمارك الألماني الوزن الأكبر داخل الايكو (حوالي الثلث) ويليه الفرنك الفرنسي (حوالي الخمس) ومن ثم الجنيه الإنكليزي، والجيلدر الهولندي (حوالي العشر لكل منها).

كانت آلية سعر الصرف ERM الأساس في خطة ورنر لتحديد تقلبات أسعار الصرف عملات الدول الأعضاء عند (±2,25%) حول السعر المركزي، وقد سمح لايطاليا بحدود أوسع (±6,0%) حيث كان انضمامها متأخراً إلى جانب أسبانيا (١٩٨٩) والمملكة المتحدة (تشرين أول ١٩٩٠) والبرتغال (نيسان ١٩٩٢). وقد حددت الآلية المذكورة شرطين لتثبيت سعر الصرف:

- التدخل الإلزامي في حال لامس سعر الصرف الحدود المسموحة لتذبذبه؛
- اتخاذ فعل جريء عند تجاوز التغير العتبة المحددة.

1.Maurice D. Levi, Op.Cit.P.183.

وتمثل دور صندوق النقد الأوربي EMCF بإصدار "الايكو الرسمي" لصالح المصارف المركزية الأوربية عبر سلسلة من المقايضات الدوارة Revolving Swaps وكان على المصارف المركزية تبديل ٢٠% من الذهب واحتياطي الدولار لديها إلى "الايكو الرسمي".

قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٥-١٩٨٤

The Floating-Rate Dollar standard

بقي الدولار الأمريكي الأساس في أسواق رأس المال الدولية للأغراض الخاصة والرسمية، فقد قام بالمهمة الأساسية للنقود كوسيط في التبادل، ومخزن للقيم ووحدة للحاسب، بشكل أفضل من أي بديل آخر. وفي التعاملات الخاصة، بقيت تقريباً، كل أسعار الصرف تحدد بالدولار الذي هيمن على التجارة في أسواق الصرف الأجنبي. وبقيت السلع الأساسية تسعر بالدولار، كما أن ٧٥% تقريباً من الأصول والمطالب في أسواق الأوفشور كانت مقيمة بالدولار. وبينما سمي النظام الذي نما بعد سقوط بريتون وودز بالتعويم، إلا أنه كان بعيداً عن ذلك. كما لم يكن نظام الصرف المعموم خالياً من القواعد.

أدرك صندوق النقد الدولي أن كل بلد يعتبر سعر الصرف متغيراً اقتصادياً مهماً له في رسم السياسات، وأن سياسات بلد ما قد تترك وفورات سلبية على الآخرين، وبالتالي في عام ١٩٧٤ فعّل الصندوق جملة من التوجهات العريضة صممت لتحجيم التباينات في سياسات أسعار الصرف. وأكدت تلك التوجهات، التي لازالت عاملة، أن على الدول الأعضاء:

- ١- واجب التدخل لتحديد "العوامل غير المضبوطة" في أسواق الصرف الأجنبي؛
- ٢- عدم استغلال أسعار الصرف لتفادي اختلال ميزان المدفوعات أو الحصول على مزايا تنافسية في التجارة؛
- ٣- اعتبار مصالح وسياسات الأعضاء الآخرين عند وضع سياساتها التدخلية الخاصة.

الإطار رقم (٢-٨). قواعد اللعبة- قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٧٣-
١٩٨٤ الدول الصناعية عدا الولايات المتحدة

- I. لطف التغييرات القصيرة الأجل في سعر صرف الدولار، ولكن لا تلتزم بسعر تعادل رسمي أو استقرار طويل الأجل في سعر الصرف؛
- II. اسمح بالتحويل الحر لعمليات الحساب الجاري، بينما تحاول إلغاء كل العراقيل الباقية على عمليات حساب رأس المال؛
- III. استخدم الدولار كعملة تدخل (إلا في عمليات استقرار أسعار الصرف الأوروبية) واحتفظ بالاحتياطيات الرسمية بشكل رئيسي بسندات الخزانة الأمريكية؛
- IV. عدل السياسة النقدية المحلية لدعم التدخلات الواسعة في سعر الصرف، مخفضاً عرض النقود عندما تكون العملة الوطنية ضعيفة مقابل الدولار، والتوسع في عرض النقود عندما تكون العملة الوطنية قوية أمام الدولار؛
- V. ضع أهدافاً طويلة الأجل نقدية وسعرية وطنية مستقلة عن الولايات المتحدة، ودع سعر الصرف يتعدل على المدى الطويل لموازنة تلك الاختلافات.

الولايات المتحدة

- VI. استمر منفعلاً في سوق الصرف الأجنبي: مارس التجارة الحرة بعيداً عن أغراض ميزان المدفوعات أو سعر الصرف. لا حاجة لاحتياطيات صرف رسمي أجنبي كبيرة؛
- VII. اترك أسواق رأس المال الأمريكية مفتوحة للإقراض والاستثمار من قبل المقيمين من القطاع الخاص والرسميين الأجانب (السياديين)؛
- VIII. تابع السياسة النقدية المستقلة عن سعر الصرف أو السياسات في البلدان الأخرى، وبذلك لن ترغب بأسعار مستقرة لسلع المتاجرة.^١

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.33.

اتفاقية التدخل بلازا- اللوفر (قاعدة الصرف المعموم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦)

اقتصاديات العرض Supply Side Economics

لم يجد نظام التعويم اعترافاً حتى عام ١٩٧٦ في اجتماعات صندوق النقد الدولي في جامايكا، حيث أقر رسمياً بعد المصادقة عليه عام ١٩٧٨. ووفقاً لنظام أسعار الصرف المعمومة، ألغي دور الذهب النقدي وتركزت للمصارف المركزية المصدرة للعملات الرئيسية حرية التدخل في الأسواق للمحافظة على استقرار أسعار صرف عملاتها. وبعد إلغاء دور الذهب النقدي أعاد صندوق النقد الدولي نصف موجوداته من الذهب إلى الدول الأعضاء وتم بيع النصف الثاني خلال عام ١٩٨٠ وخصصت عائدات البيع لمساعدة الدول الفقيرة، وسمح للدول الأعضاء ببيع موجوداتها الرسمية من الذهب.

ومع بداية الثمانينيات ومجيء الرئيس ريغان على رأس الإدارة الأمريكية، قام الفريق الاقتصادي التابع له بتبني أطروحات مدرسة اقتصاديات العرض، التي تتلخص في تخفيف الضوابط الرقابية وخفض الضرائب المباشرة وتسهيل التوظيف والتسريح في سوق العمل وفقاً لمقتضيات الوضع الاقتصادي. كما اتبع مصرف الاحتياطي الفدرالي سياسة نقدية متشددة هدفت إلى لجم التضخم الذي بلغت نسبته آنذاك ١٠% مما أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار الفائدة الأمريكية لتصل إلى ما يزيد عن ٢٠% للأجال القصيرة. وتدفقت الأموال من الخارج للاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة على الدولار مما أدى إلى ارتفاع سعره إلى مستويات قاسية. كما أدى الطلب المتزايد على الدولار لتسوية مدفوعات البترول إلى ارتفاع سعره وتدفق أموال المستثمرين والمضاربين عليه، وبشكل خاص أموال الدول المصدرة للنفط. وهذا ما جعل الولايات المتحدة الأمريكية ومصارفها في وضع مثالي لإعادة تدوير فوائض النفط من دول الفائض إلى دول العجز وعودة الدولار ليكون العملة الرئيسية.

وهكذا مع إتباع سياسة توسعية في الولايات المتحدة عام ١٩٨١ ودمجها بضوابط نقدية صارمة، بدأ ارتفاع متواصل في سعر الدولار. ومع بداية ١٩٨٥ كان الدولار قد ارتفع بحدود ٥٠% قياساً إلى عام ١٩٨٠ مقابل العملات الرئيسية الأخرى. وصور

بعض الاقتصاديين ذلك على أنه "فقاعة مضاربة" Speculation Bubble (أي حركة أكبر، متنامية أكثر، مما يمكن تبريره بعوامل اقتصادية كلية أساسية) وتوقعوا أن سعر الصرف المرتفع للدولار لن يدوم.

تسبب الدولار القوي بخسارة الشركات الأمريكية لتنافسياتها كما تدهور ميزان التجارة الأمريكي. تمتع الأمريكيون بالسلع الرخيصة المستوردة بفعل عملتهم القوية، ولكن الشركات المعرضة للمنافسة فكرت بوضع العراقيل بصورة حواجز تجارية. ومال صانعو السياسات الأوروبيين نحو سياسات نقدية أكثر صرامة لوقف تدهور أدائهم الاقتصادي. فقد اقتنع صانعو السياسات أن: سعر الصرف أهم من أن يترك لقوى السوق؛ وأنه أكثر أهمية من باقي السياسات مما يتطلب التنسيق. وبالنتيجة في عام ١٩٨٥ نشأت جملة جديدة من القواعد تؤكد دور التنسيق في السياسات الكلية للتدخل في سوق الصرف.

قاعدة الصرف المعلوم بالدولار ١٩٨٥-١٩٩٦

التقى راسميون من مجموعة الخمسة G-5 في عام ١٩٨٥ وهم ممثلو بريطانيا، فرنسا، ألمانيا الغربية، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية في فندق بلازا بمدينة نيويورك، وأصدروا إعلاناً أو بلاغاً رسمياً يقول بأنهم سيتدخلون بشكل مشترك لتشجيع تخفيض للدولار. وقد هبط الدولار بحدة بعد هذا الإعلان، واستمر بالهبوط في عام ١٩٨٦.

لقد وصفت التدخلات في سوق الصرف الأجنبي على الدوام بأنها "انحناء أمام العاصفة"، كما أن تلك التدخلات بقيت سرية ومن عمل مصرف مركزي واحد. ونتج عن اتفاقية بلازا تدخل منسق بين مختلف المصارف المركزية وإعلان مفتوح لهذا التدخل.

استمر هبوط الدولار حتى عام ١٩٨٧ مما جعل بعض الراسمين الأوروبيين يخاف على تنافسية صناعاته التصديرية، وأصبحت عملية تعديل العجز في الميزان التجاري الأمريكي صعبة. وحاول صانعو السياسات لمجموعة G-5 زائد كندا في

لقائهم في اللوفر بباريس في ٢٢ شباط من عام ١٩٨٧ الوصول إلى سعر صرف تعاوني، واتفقوا على تأمين استقرار لسعر الصرف حول مستواه آنذاك.

كان محور اتفاق اللوفر مجموعة من "منطقة هدف" Target Zones تم الاتفاق على الدفاع عنها عبر التدخل في سعر الصرف. وبرغم أن مناطق الهدف لم يتم نشرها للعلن ولكن المراقبين قدروها بحدود $\pm 0.5\%$ حول أسعار الجمعة السابقة للقاء اللوفر التي كانت كالتالي: المارك الألماني أمام الدولار (1.8250DM/\$) والين الياباني أمام الدولار (153.50¥/\$).

تأكدت في اتفاق اللوفر، فكرة إدارة أسعار العملات الرئيسية Managed Floating التي أطلق عليها البعض التعويم غير النظيف Dirty Float بسبب مخالفتها لقواعد السوق الأساسية.* ويحاجج نقاد اتفاقية اللوفر بأن استراتيجية "المناطق المستهدفة" ليس لها قوة فعلية، وأن قرار الحفاظ على حدود سرية للنطاق، تشكل ببساطة نصيحة لمنع أي تقييم ناجح لتلك السياسة. وكان على صانعي السياسات بالتالي، تعديل السعر المركزي للنطاق المستهدف المفروض، وأن يكون هناك مرونة في تحديد فعلي لحدود النطاق المستهدف. ويبدو أن التدخل في إطار اتفاقية اللوفر كان أكثر نجاحاً عند ترافقه بتغييرات في السياسة الاقتصادية الكلية، وأقل نجاحاً عند الإبقاء على السياسة النقدية المحلية عبر التدخل التعقيمي. وبدأت في اتفاق اللوفر عملية تنسيق سياسات أوسع كان الأمل أنها أفضل ما يمكن.

الإطار رقم (٢-٩). قواعد اللعبة- اتفاق التدخل بلازا اللوفر وقاعدة الصرف المعموم
١٩٨٥-١٩٩٦

ألمانيا، اليابان والولايات المتحدة الأمريكية G-3

I. حدد نطاقاً مستهدفاً واسعاً لأسعار \$/DM, ¥/\$. لا تعلن الأسعار المركزية المنفق عليها واسمح بحدود نطاق مرنة؛

* يندرج التعويم غير النظيف ضمن ما يسمى بأنظمة الصرف الهجينة.

II. اسمح للأسعار المركزية الضمنية (المطلقة) أن تتعدل عند تغيير العوامل الرئيسية بين دول المجموعة بشكل فعلي؛

III. تتدخل المصارف المركزية جماعياً ولكن بندرة لعكس اتجاهات سعر الصرف القصيرة الأجل التي تهدد حدود النطاق، وإعلان النية الجماعية بدلاً من إخفاء عملية التدخل؛

IV. تحتفظ دول المجموعة G-3 باحتياطي كل طرف بعملة الآخر، وهذا يعني أن على الولايات المتحدة الاحتفاظ بالمارك الألماني والين الياباني وربما بعملات أخرى قابلة للتحويل؛

V. عقم التأثير المباشر لتدخلات سعر الصرف بعدم تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل؛

VI. تهدف السياسات النقدية لكل دولة في المجموعة إلى استقرار الأسعار (مقاسة بأسعار المستهلك المحلية أو الجملة أو مخفض إجمالي الناتج القومي)، الذي يثبت بشكل غير مباشر مستوى الأسعار الدولية ويقلل الانجراف في أسعار الصرف المستهدفة.

باقي الدول الصناعية

VII. ادمع ولا تعارض التدخل من قبل مجموعة G-3 لإبقاء الدولار ضمن حدود السعر المستهدف.¹

أداء نظام التعويم المدار

يمكن وصف الفترة منذ عام ١٩٧٣ بأنها تعويم مدار، تحركت فيه بعض العملات، كالعملات الأوروبية مثلاً باتجاه تعاون نقدي أكبر. وهناك اتفاق على أن نظام التعويم المدار يتسم بالتالي:

(١) حدوث تقلبات واسعة في أسعار صرف الدول الصناعية وهذا لا يتفق مع توقعات المؤيدين لنظام التعويم بأن أسعار الصرف تتحرك باتجاه التوازن والاستقرار؛

1. Richard M. Levich., Op.Cit, P.33.

٢) للتقلبات في أسعار الصرف آثار حقيقية وتتخلص في زيادة الصادرات وانخفاضها أو في حدوث بطالة، كما أن التقلبات لا تعمل على تشجيع التدفقات الاستثمارية بين الدول لأنها ربما تتسبب بخسائر؛

٣) لا يحمي هذا النظام الدول من الاضطرابات الاقتصادية الخارجية، بعكس التوقعات القائلة بأنه يعزل الدول عن التأثيرات الخارجية؛

٤) وفقاً لنظام التعويم لا تحتاج الدول إلى الاحتفاظ بكميات كبيرة من احتياطي دولي، غير أن الملاحظ أن الدول قد زادت من احتياطياتها الدولية؛

٥) هناك اتفاق عام على أن التضخم لم يزد في العالم نتيجة لإتباع نظام التعويم؛

٦) زاد حجم التجارة الدولية في ظل نظام التعويم بعكس التوقعات من أنه سيخفض حجم التجارة الدولية.

وباستعراض تاريخ النظام النقدي الدولي في فترة التعويم المدار، يمكننا أن نخلص إلى **جملة من الحقائق** نذكر منها بشكل رئيسي ثلاث نقاط:

- بالرغم من أننا وصفنا الفترة بأنها تعويم مدار، فإن ذلك ينطبق على العملات الرئيسية. والجدول رقم (٢-١) يقدم خلاصة لأنظمة الصرف للدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي.

- سعر صرف العملات المعمومة عالي الحساسية، وكانت الزيادة في الحساسية واضحة بعد عام ١٩٧١، ولم يكن سعر الصرف الاسمي هو الهش فقط، بل والحقيقي أيضاً. وللتدليل على ذلك، وباستخدام مؤشر أسعار المستهلك CPI يمكننا أن نورد العلاقة التالية:

$$R = SP^*/P$$

حيث:

R هو سعر الصرف الحقيقي.

S هو سعر الصرف الاسمي (سعر العملة المحلية مقابل وحدة من العملة الأجنبية).

P^* هي مستوى السعر الأجنبي.

P هو مستوى السعر المحلي.

لقد أظهرت أسعار الصرف الحقيقية تأرجحات كبيرة. فقد كان هناك تقييم زائد للدولار مقابل العملات الرئيسية في بداية ١٩٨٠. وأظهر كل من الين والمارك نزعة قوية للتقييم الزائد في الفترة من عام ١٩٧٦ إلى عام ١٩٩٤. أما في حالة المارك/الفرنك الفرنسي، فإن التأرجحات في معدلات الصرف الحقيقية كانت أقل وضوحاً منذ عام ١٩٨٣ عندما لزم الفرنسيون أنفسهم بآلية صرف النظام النقدي الأوربي.

- النقطة الأخيرة التي يمكن إيرادها، تتعلق بدور أسعار الصرف المعمومة في المساعدة على حل مشكلة تعديل موازين المدفوعات. ففي نهاية عام ١٩٦٠ كان هناك إحساس واسع بأن مشاكل ميزان المدفوعات المزممة التي كبرت خلال الستينات ستختفي مع تبني أسعار الصرف المعمومة. ولكن لا يبدو أن شيئاً من ذلك قد حصل، رغم أنه قد تبدلت أوضاع الحساب الجاري للدول الصناعية الرئيسية بشكل ملحوظ بعد ١٩٨٠، ويصح ذلك بالأخص على اليابان وألمانيا اللتين راكمتا فائضاً كبيراً في الحساب الجاري بالرغم من إتباع أسعار صرف أكثر مرونة لاحقاً.^١

الجدول رقم (٢-١): أنظمة سعر الصرف منذ ٣١ كانون أول ١٩٩٩. ^٢
١- نظام صرف ثابت، والدول التي تتبع هذا النظام ليس لها عملة مستقلة، كدول سوق شرق الكاريبي التي تشمل أنتيجوا، باربودا، جرينادا، سانتا لوسيا ... إلخ. ويبلغ عدد هذه الدول ٣٧ دولة.
٢- نظام الهيئة النقدية Currency Board Arrangement وطبقاً لهذا النظام تثبت الدولة عملتها بربطها مع عملة صعبة معينة. وتتغير كمية العملة المحلية فقط عندما يتغير الاحتياطي من العملة الصعبة، فإذا زاد الاحتياطي فإن عرض العملة المحلية سيزداد، وإذا نقص فإن على السلطات النقدية تخفيض عرض النقود المحلية. وبهذه الطريقة تخفض الدولة العجز في ميزان مدفوعاتها. والدول التي تبنت هذا النظام هي الأرجنتين، البوسنة والهرسك، بروناي، بلغاريا، جيبوتي، استونيا، هونج كونج

1.Heather D. Gibson, Op.Cit. P46.

2.Dennis R. Appleyard and Alfred J. Field, JR. Op.Cit, P 692.

وليتوانيا.
٣- نظام ربط ثابت مع عملة أخرى. فدل كسوريا والأردن تربط الليرة والدينار بالدولار بسعر ثابت، وتتبع هذا النظام ٣٢ دولة.
٤- نظام ربط ثابت إلى سلة من العملات، ويسمح هذا النظام بتغيير في سعر الصرف، وتتبع هذا النظام ١٣ دولة.
٥- نظام السماح لأسعار الصرف بالتحرك في نطاق ضيق. يسمح هذا النظام بتغيير أكبر في سعر الصرف مقارنة بالأنظمة الأربع السابقة، ولكن هذا التغيير يكون في حدود ضيقة. وتتبع هذا النظام ست دول كقبرص والدنمارك.
٦- نظام الصرف الزاحف. يسمح هذا النظام بتغيير قيمة العملة بين حين وآخر، وتتبع هذا النظام خمس دول كبوليفيا وكوستاريكا ونيكاراجوا.
٧- نظام أسعار صرف في نظام حدود زاحفة. ولا يختلف هذا النظام كثيراً عن السابق، فهو يسمح بتغيير سعر الصرف بحدود بين حين وآخر. تتبع هذا النظام سبع دول كبولونيا، هنغاريا، سريلانكا وفنزويلا.
٨- نظام تعويم مدار دون تحديد مقدار التغيير. طبقاً لهذا النظام تتدخل المصارف المركزية للتأثير على سعر الصرف ولكن بشكل غير منتظم، وتتبع هذا النظام ٢٧ دولة.
٩- نظام تعويم مستقل، وهو عبارة عن نظام حر وتتدخل السلطات النقدية قليلاً أو نادراً لكي تخفف مقدار التذبذب. تتبع هذا النظام خمسون دولة.

اقتراحات إصلاح النظام النقدي الدولي

يتمثل الاعتراض الرئيسي على النظام النقدي الحالي في التذبذب الكبير في سعر صرف عملات الدول الصناعية، والآثار السلبية لهذا التذبذب. وبما أن هذه الدول مهمة في الاقتصاد العالمي، حيث إن معظم التجارة الدولية والمدفوعات تقوم على التعامل بعملاتها فإنه من الضروري التوصل إلى طريقة لحفض التذبذب في أسعار الصرف، وبناء على ذلك تقدم بعض الاقتصاديين باقتراحات للإصلاح من أهمها التالية:

١. العودة إلى قاعدة الذهب. ذلك أنه توجد حاجة إلى تثبيت لمستويات الأسعار في الدول، فإذا قيمت العملات بالذهب وربطت الكتلة النقدية لكل دولة بكمية الذهب الموجودة فيها فإن حدوث عجز أو فائض في موازين المدفوعات لن يكون ممكناً بسبب التسوية الآلية، والعالم لن يعاني من التضخم إلا القليل لأن عرض النقود لن يزداد بسرعة أكبر من كمية الذهب الموجودة في العالم. كما ستقل المخاطر المرتبطة بالاحتفاظ بالعملات كاحتياطي لأن أسعار الصرف ستكون ثابتة، وبما أن الذهب يكون الاحتياطي الرئيسي في محافظ الاحتياطي الرسمي فإن الاستقرار سيعم لأن العملات الأجنبية تكون جزءاً بسيطاً من الاحتياطي الأجنبي. وأخيراً، إذا اتبعت الدول أسعاراً تعادل عملاتها بالذهب فإن النظام سيزيل كثيراً من التذبذب في أسعار الصرف التي تسم النظام النقدي الحالي. أما المآخذ الرئيسي على هذا الاقتراح فهو أنه يعطي أهمية للتوازن الخارجي تفوق التوازن الداخلي. فلو فرضنا أن دولة تعاني من عجز في ميزان مدفوعاتها، فإنه من المتوقع أن تتخفض كمية الذهب لديها ومن ثم سيحدث نقصان في الكتلة النقدية. فإذا صادف هذا النقصان في عرض النقود وجود ركود اقتصادي بطيء، فإن هذا النقصان سيقلل النشاط الاقتصادي ويصبح الوضع أكثر سوءاً من ذي قبل. وبما أن الأسعار والأجور تميل إلى الجمود في اتجاه هابط فإن النقص في عرض النقود سينتج عنه انخفاض في الإنتاج وارتفاع في البطالة. كما أن سعر الفائدة سيرتفع نتيجة نقصان عرض النقود وسيؤدي إلى انخفاض الاستثمار الطويل الأجل. كذلك تجد الدولة التي تتمتع بفائض أنها عرضة لضغوط تضخمية نتيجة لتدفق الذهب. وأخيراً وبما أنه لا تحدث تغيرات في سعر الصرف، فإن إعادة تخصيص الموارد عندما تتغير الميزة النسبية لن تكون ممكنة.

٢. مصرف مركزي دولي. يقضي الاقتراح بتكوين مصرف مركزي دولي يودع فيه جزء من الاحتياطي الدولي التابع للدول المشاركة، وبهذا يكون تحت تصرفه مليارات من الدولارات أو الأصول المالية التي من خلالها تستطيع إدارة البنك عرض النقود الدولية. فإذا كان هناك حاجة لزيادة عرض النقود فإن المصرف يستطيع شراء سندات حكومية من الأسواق المالية الدولية (على غرار ما تفعله

المصارف المركزية من خلال عمليات السوق المفتوحة)، كما أن البنك يستطيع إعطاء قروض إلى تلك الدول التي تعاني من صعوبات في موازين مدفوعاتها، أو يستطيع تغيير سعر الفائدة (سعر الخصم) لكي يتحكم بمقدار الإقراض والذي يؤثر بدوره في عرض النقود، كذلك يستطيع هذا البنك إصدار عملة دولية كطريقة للتحكم في عرض النقود الدولية. ويشمل هذا الاقتراح أسعار صرف ثابتة للدول المشاركة، فإذا ارتبطت العملات بعضها مع بعض بأسعار صرف ثابتة فإنها تشكل خطوة نحو عملة مشتركة على غرار اليورو وبالتالي يتم التخلص من التقلبات في أسعار الصرف. المآخذ الرئيسي على هذا الاقتراح هو أنه غير واقعي لأن الدول لا يمكن أن تقبل هيمنة مصرف مركزي دولي على السياسة النقدية المحلية وبالتالي على استقلالية السياسة الاقتصادية، ولكن المدافعين عن هذا الاقتراح يقولون أن الاستقلالية الاقتصادية قد فقدت إلى حد كبير في النظام النقدي الحالي بسبب تحرك الأموال قصيرة الأجل عبر حدود الدول.

٣. **وضع حدود لسعر الصرف.** يهدف هذا الاقتراح إلى تقليل الاختلاف بين الأهداف المحلية والخارجية. ووفقاً لهذا الاقتراح تضع الدول الصناعية أهدافاً لمستوى أسعار الصرف الحقيقية حيث يسمح لكل دولة أن تغير هذه الأسعار مثلاً بحدود ١٠% في أي اتجاه من المستوى المستهدف. والسعر المستهدف هو ذلك السعر الذي يسمح بتوافق بين التوازن الخارجي والداخلي خلال مدة متوسطة. فإذا تحرك سعر الصرف ليقرب من السقف الأعلى أو الأرضية للسعر المستهدف فإن ذلك يمثل إشارة إلى المسؤولين عن تنفيذ السياسة الاقتصادية باتخاذ إجراءات لإبطاء هذا التحرك أو تغيير اتجاهه. أما السياسة الاقتصادية المهمة واللازمة في هذا الاقتراح فهي السياسة النقدية لأنها تلعب دوراً رئيسياً في تحقيق الأهداف الداخلية أو المحلية (كتحقيق توظيف كامل واستقرار في الأسعار) والأهداف الخارجية بالمقارنة مع السياسة المالية التي تكون فعالة فقط في تحقيق الأهداف الداخلية. وطبقاً لهذا الاقتراح فإن الهدف الخارجي المباشر ليس تحقيق توازن في ميزان المدفوعات وإنما استقرار في سعر الصرف الحقيقي حول السعر المستهدف. وتجدر الإشارة إلى أن نجاح هذا الاقتراح يعتمد على التعاون بين المصارف المركزية وعلى خلق

آلية لتنفيذ تغييرات تدريجية في حدود أسعار الصرف إذا ثبت أن الحدود السابقة غير ملائمة. وبشكل عام لهذا الاقتراح ميزات محبذة من حيث إنها تعطي أهمية كبرى لتحقيق الأهداف الداخلية وبنفس الوقت تعالج عدم الاستقرار في أسعار الصرف. وتركز هذه الخطة على أسعار الصرف الحقيقية بدلاً من الاسمية لأن الأسعار الحقيقية تؤثر في النشاطات الاقتصادية أكثر.

٤. **وضع قيود على التدفقات الرأسمالية.** يقول هذا الاقتراح أن السبب الرئيسي لمشكلة عدم الاستقرار في أسعار صرف العملات الرئيسية هو أن رؤوس الأموال قصيرة الأجل تتحرك بحرية بين الدول وأن كثيراً من هذه التحركات ليس لها علاقة بأمور اقتصادية أساسية كمعدلات التضخم وإنتاجية الموارد والأحوال الاقتصادية العامة، وإنما تعكس تفاعل للشائعات والأحداث السياسية، وتسبب هذه التدفقات المنقلبة عدم استقرار كبير في أسعار الصرف. فالأقتراح يقدم علاجاً يشمل وضع حدود على مقدار التدفق من وإلى الخارج من الأموال من قبل الدول الرئيسية التي تستجيب لهذه التدفقات. ويمكن تقييد تدفق رؤوس الأموال بعدة طرق:

١- اقتراح جيمس توبين James Topin الذي ينص على فرض ضريبة على المبادلات الفورية الدولية الناتجة عن تحويل عملة إلى أخرى في أسواق الأوراق المالية، وتهدف هذه الضريبة إلى عدم تشجيع المضاربة من خلال جعل التجارة في العملات أكثر كلفة، الشيء الذي يخفض التدفقات الرأسمالية.

٢- تبني نظام أسعار الصرف المزدوجة أو المتعددة Dual Exchange Rate or Multiple Exchange Rates وفي ظل هذا النظام يستخدم سعر صرف مختلف بناء على طبيعة المبادلة الأجنبية، ولقد استخدم هذا النظام ولا يزال يستخدم من قبل بعض الدول. بالعموم لا يحبذ الاقتصاديون وضع قيود على تحركات رؤوس الأموال لأنه يوجد خطر من أن هذه القيود ستمنع تدفق الأموال استجابة إلى اختلاف حقيقي في الإنتاج الحدي، إضافة إلى أنه لا توجد طريقة مثلى للتمييز بين تحركات الأموال "الجيدة" وتحركات الأموال "الردئية"، كما أنه من السهل تجنب القيود على رؤوس الأموال.

٥. تحقيق الاستقرار من خلال تنسيق السياسات الاقتصادية الكلية بين الدول. ينص

هذا الاقتراح على أن عدم الاستقرار في أسعار الصرف يعود إلى سببين:

(١) السياسات الاقتصادية الكلية لأية دولة تميل إلى عدم الاستقرار؛

(٢) السياسات الاقتصادية الكلية في الدول غالباً ما تعمل باتجاهات متعاكسة.

فيما يخص السبب الأول، يدفع إتباع سياسة نقدية توسعية مثلاً، يتبعها فجأة سياسة نقدية انكماشية، الأموال قصيرة الأجل إلى التدفق خارج الدولة بسبب انخفاض أسعار الفائدة في الفترة الأولى لتعود في وقت لاحق عندما ترتفع أسعار الفائدة. وسيصحب كل ذلك إعادة تقييم مستمر لمستقبل توقعات السياسة النقدية.

وفيما يتعلق بالسبب الثاني، فإنه إذا قررت الدولة إتباع سياسة نقدية توسعية بينما تتبع دولة أخرى سياسة نقدية انكماشية فإن رؤوس الأموال ستندفق باتجاه الدولة التي اتبعت سياسة نقدية انكماشية. وعندما تغير الدولتان سياستيهما، فإن تدفق رؤوس الأموال سينتج عنه تقلب كبير في أسعار الصرف. ثمة اعتقاد سائد بين الاقتصاديين أن أسعار الصرف المعومة يمكن أن تكون أكثر استقراراً إذا كانت توقعات القطاع الخاص بالنسبة لأسعار الصرف أكثر ثباتاً وأقل تقلباً، فإذا تبنت الدول سياسات اقتصادية كلية أكثر استقراراً فإن هذه السياسات ستساهم ليس فقط في تحقيق الأهداف الاقتصادية المحلية ولكنها أيضاً ستوفر استقراراً في التوقعات بالنسبة إلى أسعار الصرف. وإذا كان هناك تنسيق في السياسات الهادفة للاستقرار فإن أية هزات وشائعات صغيرة لن يكون لها وقع كبير على أسعار الصرف. وهكذا فإن هدف التنسيق في السياسات هو تحقيق الاستقرار من خلال اتصال أو تشاور بين السلطات في الدول الصناعية الرئيسية. فقد أكدت اجتماعات أعضاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي نصف السنوية ضرورة إتباع تنسيق في السياسات الاقتصادية لتحقيق الأهداف المختلفة، كذلك تهدف اجتماعات G8 إلى تنسيق السياسات لتحقيق أهداف متعددة.

الإطار رقم (٢-١٠). أنظمة أسعار الصرف الهجينة

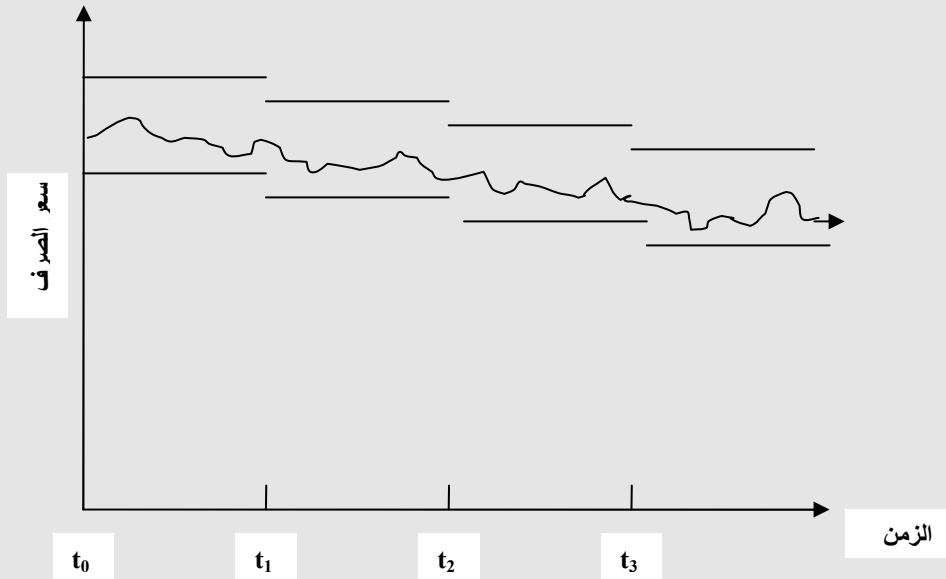
Hybrid Systems of Exchange Rates

تتدرج الأنظمة التالية ضمن ما يطلق عليه البعض "أنظمة أسعار الصرف الهجينة":

- التعويم غير النظيف Dirty Float؛
- النطاق الأوسع Wider Band؛
- الأسعار المختلطة الثابتة والمرنة Mixed Fixed and Flexible Exchange Rates
- الربط الزاحف Crawling Peg؛
- المناطق المستهدفة لسعر الصرف Target Zones

وفيما يلي فكرة مختصرة عن بعضها ممن ورد ذكره فيما سبق.

الربط الزاحف: حيث يتم تعديل نقاط الدعم دورياً وفق طريقة نمطية قائمة على عوامل اقتصادية معينة كالتضخم، أو بناء على سلوك سعر الصرف في فترات سابقة ونطاق تحركه.



المناطق المستهدفة لسعر الصرف: يمثل المحور الأفقي، ما يطلق عليه المتغيرات الأساسية، التي تتوقف عليها، بالإضافة إلى عنصر التوقعات، أسعار الصرف مستقبلاً. وتتكون من متغيرات عشوائية غير مضبوطة أو لا يمكن التحكم بها. حيث يتغير

عرض النقود، الذي اعتبر ضمن هذه المتغيرات، عند حافة المنطقة المستهدفة فقط، وذلك للحفاظ على أسعار الصرف ضمن حدود المنطقة المستهدفة. وإلى اليمين من نقطة الوسط على طول المحور الأفقي، هناك توقع انخفاض سعر الصرف الفوري للدولار مقابل الجنيه الإسترليني $S(\$/\pounds)$ يضغط نحو الأسفل، في حين توقع الارتفاع $S(\$/\pounds)$ يضغط نحو الأعلى إلى اليسار من نقطة الوسط.

ويمثل المنحنى TT هذا التأثير المركب للمتغيرات الأساسية مع عنصر التوقعات. والمنحنى عبارة عن مماس لخطوط حافة المنطقة، حيث لا يبقى أي تأثير للمتغيرات الأساسية على أسعار الصرف عند تلك الحافة.

