

المحاضرة الثانية: سياسات الصرف

التوقيت: من 08:30 إلى 10:30 صباحا	التاريخ: 27 فيفري 2022
الحصة: 2	السداسي: الثاني
الشعبة: العلوم التجارية	المستوى: الأولى ماستر
المقياس: سياسات وإدارة خطر الصرف	التخصص: مالية وتجارة دولية
القاعة: 31	الأستاذ المسؤول عن المقياس: د. بوعقل مصطفى

توطئة:

نجحت بعض البلدان في التحول بشكل تدريجي سلس من أسعار الصرف الثابتة إلى الأسعار المرنة، باعتمادها أشكالاً وسيطة من نظم الصرف كالربط المرن، ونطاقات التقلب الأفقية والزاحفة، والتعويم الموجه قبل السماح بالتعويم الحر لأسعار الصرف. غير أن التحول في بلدان أخرى كان تحولاً غير منظم أي أنه اقتزن بانخفاض حاد في سعر العملة. وقد كان معظم التحولات إلى النظم المرنة في الفترة من 1990 إلى 2002 تحولات من النوع غير المنظم ولكن سواء كان التحول عن سعر الصرف الثابت منظماً أم غير منظم، فهو دائماً عملية معقدة.

1. أشكال نظام الصرف الثابت:

أ. ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة: تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد عملة يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة. وباعتماد هذا النوع من النظم تتخلى السلطات النقدية عن كل حق في السيطرة المستقلة على السياسة النقدية المحلية.

ب. مجلس العملة: هو نظام نقدي يقوم على التزام قانوني صريح بصرف العملة محلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية. ويعني ذلك عدم إصدار العملة محلية إلا مقابل النقد الأجنبي وأن تظل مكفولة تماماً بالأصول الأجنبية، مما يترتب عليه إلغاء وظائف البنك المركزي التقليدية، كالرقابة النقدية والمقرض الأخير، وترك مساحة محدودة للسياسة النقدية الإستثنائية. غير أنه قد يظل من الممكن الاحتفاظ بشيء من المرونة في النظام النقدي حسب درجة صرامة القواعد المصرفية التي يفرضها ترتيب مجلس العملة.

ج. ترتيبات تقليدية أخرى من نوع الربط الثابت: تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية (رسميا أو بحكم الواقع) على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم عملات أهم شركائه التجاريين أو المالكين، مع إعطائها أوزانا ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية. وفي هذه الحالة، يكون السعر المركزي قابلا للإلغاء، ويسمح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن $\pm 1\%$ حول سعر الصرف المركزي، أو تظل القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة ثلاث أشهر على الأقل. وتظل السلطة النقدية متأهبة للتدخل حسب الضرورة للحفاظ على سعر التعادل الثابت من خلال التدخل المباشر (بيع/شراء النقد الأجنبي في السوق) أو التدخل غير المباشر الاستخدام المكثف لسياسة أسعار الفائدة، أو فرض قواعد تنظيمية على تعاملات النقد الأجنبي، أو استخدام الضغط المعنوي، أو تدخل المؤسسات العامة الأخرى). وتحظى السياسة النقدية في هذه الترتيبات بدرجة أكبر من الاستقلالية رغم محدوديتها مقارنة بترتيبات أسعار الصرف بغير عملة قانونية مستقلة ورتيبات الس العملة، لأنها تظل تسمح للبنك المركزي بأداء وظائفه التقليدية، وتتيح للسلطة النقدية تعديل مستوى سعر الصرف وإن كان بمعدل تواتر غير مرتفع نسبيا.

2. نظام الصرف الوسيط: هو النظام الذي يتحدد في ظلله سعر الصرف وفق صيغة تجمع بين تدخل البنك المركزي من جهة وتفاعل قوى العرض والطلب في سوق الصرف من جهة أخرى، حيث برز هذا النوع من نظام الصرف بالأساس ليكون كمحطة عبور وانتقال وسيطة من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف المرن لتفادي أية صدمات مالية محتملة ويكون الانتقال سلسا.

أ. أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية: تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2% . ومن أمثلة هذا النوع من الربط آلية سعر الصرف الأوروبية في النظام النقدي الأوروبي والتي خلفتها آلية سعر الصرف الأوروبية الثانية في 1 جانفي 1999. ويتيح هذا النظام قدرا محدودا من الصلاحية في تنفيذ السياسة النقدية تبعا لمدى اتساع نطاق التقلب (الهامش).

ب. نظم الربط الزاحف: تعدل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فروق معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة

سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين، وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائيا باستبعاد أثر التضخم في فترات سابقة، أو تحديده بسعر صرف ثابت معن سلفا و/أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة، ويفرض الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها الربط الثابت على السياسة النقدية.

ج. أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة: تظل قيمة العملة وفقا لهذا الترتيب ضمن هوامش للتقلب لا تقل عن $\pm 1\%$ حول السعر المركزي، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والدنيا لسعر الصرف أكثر من 2% مع تعديل السعر المركزي أو هوامش التقلب دوريا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة. وفي هذه الحالة تكون درجة المرونة في سعر الصرف دالة لاتساع نطاق التقلب، وتكون النطاقات إما متسقة حول سعر مركزي زاحف، أو تتسع تدريجيا بغير اتساق بين الحدين الأقصى والأدنى. ويفرض الالتزام بنطاق لتقلب سعر الصرف قيودا على السياسة النقدية، حيث تكون درجة استقلاليتها دالة لاتساع نطاق التقلب.

3. نظام الصرف المعلوم (المرن): هو النظام الذي يتحدد في إطاره سعر صرف عملة الدولة المعنية انطلاقا من تفاعل قوى العرض والطلب في سوق الصرف. إذ أن تغير سعر الصرف إلى مستوى أعلى يعني أن هنالك "ارتفاعا" في قيمة العملة، في حين أن تغيره إلى مستوى أدنى يعني أن هنالك "انخفاضاً" في قيمة العملة. تاريخيا، وبعد انهيار نظام بروتن وودز عام 1791 شهدت أسواق الصرف الأجنبي فترة من التكيف شملت تعديل أسعار الصرف الثنائية التي كانت سائدة في ظل نظام بروتن وودز لتلاءم مع حالات العجز أو الفائض في موازين مدفوعات دول العالم. واستمرت حالة التكيف هذه حتى عام 1791 حيث أعلنت معظم دول العالم الرئيسية تحولها إلى نظام الصرف المعلوم الذي يتحدد في إطاره أسعار الصرف وفقا لقوانين السوق أي وفقا لقوى العرض والطلب.

أ. التعويم الموجه: تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفا لهذا التأثير تجنباً لهجمات مضاربة قد تنتج عن ذلك. ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف

مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطيات الدولية، وتطورات السوق الموازية. وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام مباشرا أو غير مباشر.

ب. **التعويم الحر**: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على أساس استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف خفضا محدودا في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديد مستوى معين له.