

## هل أنظمة سعر الصرف المرن ملائمة لاقتصادات الدول الخليجية؟

أ.د. وشاح رزاق<sup>1</sup>

### النقاط الرئيسية

- تبنت كل الدول الخليجية نظام سعر صرف ثابت حقق استقراراً نسبياً في ظل الوفرة النفطية.
- في حال تغير الأوضاع المالية للدول الخليجية نتيجة تغير أساسيات أسواق الطاقة العالمية فإن نظام الصرف الثابت قد يخضع لضغوطات كبيرة قد تستوجب تغييره.
- البنوك المركزية الخليجية غير مؤهلة اليوم لتغيير نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار.
- يستوجب الانتقال إلى نظام صرف جديد بناء قدرات الاقتصاديين على أحدث تقنيات إدارة أسواق وأسعار الصرف.
- من الأفضل الانتقال تدريجياً نحو نظام أكثر مرونة مع تفعيل سياسة مالية تحقق الاستقرار الاقتصادي.

الدول الخليجية. هنالك أمران نعرفهما بخصوص هذا الموضوع. أولاً، الحفاظ على نظام سعر الصرف الثابت إلى الأبد يعتبر أمراً صعباً. رغم رغبة الدول في الحفاظ على سعر الصرف ثابتاً فإنها لم تستطع لأن ذلك يتطلب تجنيد احتياطات كبيرة من العملة الصعبة لمواجهة الصدمات، حيث لم تستطع العديد من الدول أن تفعل ذلك بسبب العجز المزمّن في ميزان المدفوعات الذي لم يُمكن التخلص منه. كما أن هذا النظام يصبح عرضة للهجمات المضاربية في حال انتباه المضاربين إلى رغبة والتزام البنوك المركزية بالدفاع عن العملة في ظل ارتفاع الضغوط عليها بسبب استمرار العجز في ميزان المدفوعات. وفي هذه الحالات، يكون البلد الذي لديه الكثير من الاحتياطي بالعملة الصعبة الأكثر حظاً بالنجاة من انهيار سعر العملة كما هو حال الدول الخليجية. ثانياً؛ هناك ما يسمى "بالتلاثية المستحيلة" كما سميت في نموذج منديل فليمنك (1)، ألا

### 1. المقدمة

تتبع دول مجلس تعاون الخليج العربي (البحرين، الكويت، عمان، قطر، السعودية، الامارات) نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار الأمريكي، باستثناء دولة الكويت التي تثبت سعر الدينار مقابل سلة من العملات، بحيث يشكل الدولار أكبر حصة في هذه السلة. ومن المسلم به أن اختيار نظام سعر الصرف الثابت، هو قرار سياسي. وهذا يعني أنه لا يُمكن تغيير نظام سعر الصرف بجدال اقتصادي بحت. هذا الواقع لا يمنع من الدراسة النقدية والتعرف على المزايا والمساوئ للأنظمة المتعددة الأخرى لسعر الصرف، فربما لن يستمر الدولار الأمريكي بقوته وهيمته على نظام التجارة العالمي في المستقبل. من يعلم؟ يتناول هذا العدد من موجز السياسات مناقشة بعض القضايا المتعلقة باختيار نظام سعر الصرف في

(1) [razzakw@gmail.com](mailto:razzakw@gmail.com)

الراء الواردة في هذا الإصدار تُعبر عن رأي المؤلف وليس المعهد. Research Fellow, School of Economics and Finance. Massey University, New Zealand.

وهو استحالة إمكانية أن تجتمع الأمور الثلاثة التالية في آن واحد:

1. الحرية الكاملة لحركة رؤوس الأموال.
  2. اتباع نظام سعر الصرف الثابت.
  3. واستقلالية البنك المركزي، أي قدرة البنك المركزي بأن يُحدد سياسته النقدية دون الالتزام بسعر الصرف الثابت.
- وعليه فإن الأمر واضح بالنسبة لدول مجلس التعاون حيث إن الشرطين (1) و(2) يمثلان الوضع الراهن و(3) أمراً لا يمكن أن يحصل.

يفترض تجنب الوقوع في هذا الفخ بحيث يجب على البنك المركزي ألا يقعد مكتوف الأيدي عندما يمر الاقتصاد بحالة من الركود. في هذه الحالة، يُخفض أسعار الفائدة أو يزيد من عرض النقد، أي يتبع سياسة نقدية توسعية لتنشيط الاقتصاد.

## 2. سعر الصرف الثابت، كمية النقد

### وسعر الفائدة

تتطلب عملية تثبيت سعر الصرف الحفاظ على نسبة ثابتة من كمية العملة المتداولة في السوق المحلية إلى كمية الاحتياطي من العملة الأجنبية. فعلى سبيل المثال إذا سعر الصرف الثابت بين العملة المحلية والعملية الأجنبية هو 0.5 وكمية العملة المطروحة للتداول تحت سيطرة البنك المركزي كلياً فإن البنك المركزي يستطيع أن يحدد سعر الصرف عند 0.5 بحيث يعادل نسبة كمية النقد المطروح للتداول من العملة المحلية إلى كمية الاحتياطي من العملة الأجنبية. وعليه، فإن كمية الاحتياطي من العملة الأجنبية مهمة جداً للحفاظ على سعر الصرف ثابتاً. في حالة دول مجلس التعاون فإن سعر النفط يلعب الدور الرئيسي لأن الصادرات النفطية تشكل المصدر الأساسي للعملة الأجنبية.

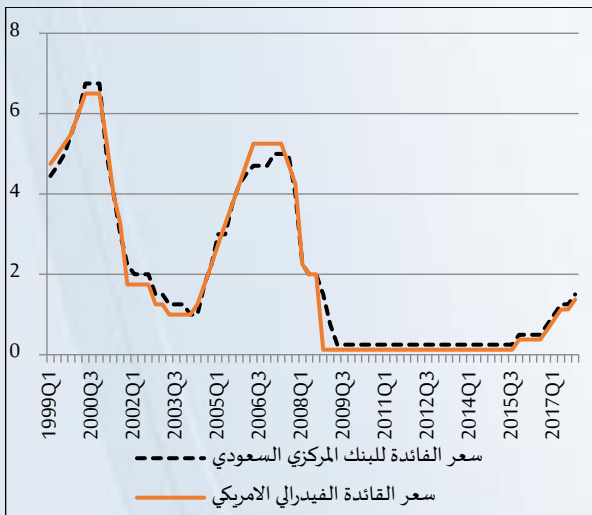
إن البنك المركزي الذي يتبع سياسة ربط العملة كلياً بالدولار لا يمكنه تغيير سعر الفائدة لأن ذلك قد يخالف الهدف من ربط العملة، مما يعني أن السياسة النقدية تكون عاجزة عن معالجة الوضع الاقتصادي.

للأسف لا تتوفر بيانات كثيرة عن أسعار الفائدة التي تحدد سعر الاقتراض بين البنوك لدول الخليج، والتي يجب ألا تبتعد كثيراً عن سعر الفائدة الفيدرالي الأمريكي كنتيجة لربط العملة بالدولار.

إن العلاقة بين سعر الفائدة في الولايات المتحدة ( $i_t^*$ ) وسعر الفائدة في أي دولة تتبع نظام سعر الصرف الثابت تجاه الدولار ( $i_t$ ) تسمى معدل الفائدة غير المغطاة (Uncovered Interest Rate parity) حيث إن الفرق بين سعري الفائدة يجب إن يساوي التغير المتوقع في سعر الصرف ( $\Delta S_t^e$ ). فإذا كان التغير المتوقع في سعر صرف يساوي صفر، أي إن سعر الصرف ثابت كلياً، فإن سعر الفائدة يكون متعادلاً في كلا البلدين، أي  $i_t = i_t^*$ . إذا كان هناك فرق بين أسعار الفائدة فذلك يعود إلى تغير سعر الصرف المتوقع، أي أما إن يتوقع السوق ارتفاع أو انخفاض في قيمة العملة. الرسم البياني (1) يرسم سعر الفائدة الفيدرالي الأمريكي وسعر الفائدة للبنك المركزي السعودي للبيانات المتاحة للفترة 1991-2017، ويبدو واضحاً مدى ارتباط أسعار الفائدة بين المملكة العربية السعودية والولايات المتحدة.

### الشكل رقم (1): سعر الفائدة

#### المملكة العربية السعودية والولايات المتحدة الأمريكية



مصدر البيانات: صندوق النقد الدولي - الإحصاءات المالية الدولية

إن الأسئلة التي نسعى إلى إلقاء بعض الضوء عليها تتعلق بالأنظمة الأخرى لسعر الصرف والتي تسمح للبنك المركزي للتدخل باستخدام سياسة نقدية فعالة، ما هي هذه الأنظمة؟ وما فوائدها ومساوئها.

ويسمى "بالمنطقة المستهدفة لسعر الصرف Target Zone Exchange Rate. هذه الأنظمة تعني الابتعاد عن نظام سعر الصرف الثابت الذي تعتمد عليه كل دول مجلس التعاون إلى نظام أكثر مرونة، ولكنها أيضاً "مقيده" من الأعلى ومن الأسفل. إن الرغبة في عدم السماح لسعر الصرف بأن يكون مرناً كلياً أو عائماً كلياً له علاقة برغبة الحكومات بالحفاظ على حد أدنى من التقلبات في سعر الصرف.

بالرغم من إن التقلبات في سعر الصرف غير مرغوبة أو غير محبذة بشكل عام، إلا إنها لا تخلو من فوائد، حيث يعتقد أن لها تأثير مباشر على خفض التقلبات في المتغيرات الحقيقية كالدخل المحلي. إن سعر الصرف المتغير الحر يمتاز بكونه ممتص للصدمات الخارجية التي تعصف باقتصاديات الدول المنتجة للنفط. وبالتالي ما هو تأثير هذه الأنظمة على العجز في الحساب الجاري؟ وهل هناك ميزات جذابة أخرى لأنظمة سعر الصرف المرن قد تلائم الدول النامية المصدرة للنفط؟

### 5. علاقة سعر الصرف بالإقراض

يلاحظ بأن نظام سعر الصرف الثابت مرتبط مع زيادة في منح القروض الائتمانية. يؤدي التوسع في منح القروض إلى زيادة في الاستهلاك وليس الاستثمار (ساكس وآخرون 1996) (1). إن نظام سعر الصرف الثابت يسمى بالمتثبت الاسمي أو Anchor Nominal ومعناه إن تثبيت سعر الصرف يجعل البنك المركزي أو السياسة النقدية قادرة على "تثبيت توقعات المستهلكين والمنتجين بخصوص مستقبل الأسعار والأجور" أي يمكن الحفاظ على تغير الأسعار والأجور ويضعها تحت السيطرة – إلا في حالة ارتفاع أسعار السلع المستوردة من الخارج ومنها يمر التأثير Pass-through على كلف الإنتاج والأسعار المحلية. كلما انخفضت مستويات الأسعار بالعملة المحلية، ارتفعت قيمة النقد بالأسعار الثابتة مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على النقود. هذا الحال يسري على كل دول الخليج. إن نظم سعر الصرف المتبعة في الخليج تشبه إلى حد بعيد

تمتاز اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، عند انخفاض سعر النفط، بارتفاع الديون الخارجية وزيادة نسبة الدين العام / الناتج المحلي وعجز في الحساب الجاري وعجز في الميزانية. تُشير التوقعات (انظر مثلاً صندوق النقد الدولي – آفاق الاقتصاد العالمي أكتوبر 2023) إلى استمرار العجزات لعدة سنوات قادمة. وواحد من الأسئلة التي تثار بين الفينة والأخرى هو كيف يُؤثر نظام سعر الصرف على الاقتصاد في ظل هذه الظروف؟ وهل هناك فائدة في تغييره إن أمكن ذلك؟

### 3. سعر الصرف والدين الخارجي

يُؤثر سعر الصرف في ظل هذه الظروف من خلال ديناميكية الدين الخارجي والتي تُشتق من معادلة قيد الميزانية الحكومية government budget constraint. في حقيقة الامر، تحتاج عملية إدارة الدين العام إلى تحقيق فائض في الميزانية الحكومية مع أخذ الفوائد المدفوعة بنظر الاعتبار (العجز الأولي)، وزيادة ما يسمى بالأرباح المتحققة من إصدار وبيع العملة المحلية Seigniorage، أو إضافة ديون جديدة، وبخلاف ذلك فإن الدين سيستمر بالنمو إذا ما تخطى معدل النمو الاقتصادي. أيضاً، سيرتفع الدين إذا ما انخفضت قيمة العملة. بطبيعة الحال لا يُمكن دفع الدين الخارجي إلا إذا تم تحقيق فائض في صافي الميزانية الحكومية (بعد دفع الفوائد)<sup>2</sup>.

### 4. أنظمة سعر الصرف البديلة

بشكل عام، يُمكن لسعر الصرف أن يكون عائماً كلياً Free Float، أو ثابتاً كلياً Fixed، أو أن يكون نظام آخر "وسطي" يقع بين الاثنين تكون فيه قيمة العملة قابلة للتعديل من قبل السلطة النقدية. ومن هذه الأنظمة نظام سعر الصرف الثابت الرخو Soft Peg أو سعر الصرف الثابت الزاحف Crawling Peg. عادةً، تسمح هذه الأنظمة لسعر الصرف بأن يتغير داخل نطاق محدد، أي بين قيمتين عليا ودنيا. ويُمكن أن يكون النطاق بين هاتين القيمتين ثابت، أو مرن، أو متغير، ضيق، أو عريض،

<sup>2</sup> يبدو الفرق بين سعر الفائدة على القروض وسعر الفائدة الفيدرالي ثابتاً تقريباً.



أصابت الاقتصاد، فنراه يتغير بسرعة أكبر وبذلك يمتص الصدمات فيمنعها من التأثير المباشر على الاقتصاد (التأثير على الناتج المحلي). أو بعبارة أخرى، عندما يتعرض الاقتصاد إلى صدمة يتأثر سعر الصرف العائم أولاً وقبل أن تؤثر الصدمة على المتغيرات الأخرى المهمة كالناتج المحلي. إذاً، هناك Trade-Off أي مقايضة، إذ يزداد تقلب سعر الصرف مُقابل انخفاض الانحراف المعياري لبقية المتغيرات. وهذه في حد ذاتها فائدة كبيرة.

## 7. سعر الصرف والحساب الجاري

### والتجارة الدولية

إن أنظمة سعر الصرف محدودة المرونة والتي تقع بين سعر الصرف الثابت وسعر الصرف العائم يُمكنها أن تخفف من الضغط على الحساب الجاري وبذلك تصبح مسألة الاحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملة الأجنبية أقل أهمية. بمعنى آخر، تقل الحاجة إلى الاحتفاظ بها. تبدو هذه الأنظمة ملائمة - نظرياً - في ظروف مماثلة لانخفاض سعر النفط الذي حدث في 2014. ولكن تغيير نظام سعر الصرف من الثابت إلى العائم أو إلى أي نظام آخر أقل ثباتاً أو أكثر مرونة قد يؤدي إلى انخفاض مفاجئ في قيمة العملة في الدول الخليجية، ربما لأن قيمة العملة كانت عالية أساساً ولا تعكس القدرة الأساسية للاقتصاد. في هذه الحالة، أي في حالة انخفاض قيمة العملة مقابل الدولار مثلاً، سترتفع القيمة الحقيقية للدول الخليجية. وعند تقديرنا مرونة التجارة الخارجية (الاستيراد والتصدير) لدول الخليج وجدنا أن مجموعها (مجموع القيمة المطلقة) أقل من واحد. وهناك دراسات أخرى لصندوق النقد الدولي وجدت نفس النتائج. إن هذا يعني أن انخفاض قيمة العملة - أي اتباع نظام صرف أكثر مرونة - لن يساعد على تنشيط الصادرات ومن ثم تنشيط الاقتصاد والنمو الاقتصادي وذلك بسبب مخالفة قاعدة "مارشال-ليرنر" التي تنص على أن القيمة المطلقة لمجموع معاملي المرونة للتصدير والاستيراد يجب أن يكون أكبر من واحد. خلاصة الأمر أن تغيير نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام آخر غير مجدي للدول النفطية الخليجية من هذه الناحية.

من حيث ميكانيكية عملها نظام مجلس العملة Currency Board كما هو متبع في هونغ كونغ، حيث يتم تثبيت كمية النقد نسبةً إلى التغير في الاحتياطي من الدولار لدى البنك المركزي. أي بعبارة أخرى تُحدد نسبة من احتياطي الدولار للحفاظ على سعر الصرف ثابتاً لأن سعر الصرف ليس إلا كمية النقد المحلي كنسبة من الاحتياطي الأجنبي. يعتبر هذا نوع من التدخل غير المعقم unsterilized intervention في سوق العملات الأجنبية والتي تؤدي إلى زيادة في التوسع في الإقراض وزيادة في الاستهلاك.

في حال أنظمة سعر الصرف العائم، لا يعد سعر الصرف الاسمي "مُثبت اسمي" للاقتصاد وإنما يقوم البنك المركزي باستخدام إما الأسعار المحلية، أو التضخم النقدي، أو الناتج المحلي بالأسعار الجارية، أو كمية النقد "مُثبت اسمي" للاقتصاد. خلافاً لهذا، تتميز أنظمة سعر الصرف الثابت الرخو، والزاحف، بكونهما عملياً نوع آخر يسمى sterilized intervention يؤدي إلى خفض معدلات الانتماء (الإقراض) كرد فعل للزيادة في الاحتياطي من العملة الأجنبية.

## 6. العلاقة مع النمو الاقتصادي

إن العلاقة بين نظام سعر الصرف والنمو الاقتصادي غير واضحة كلياً في الأدبيات الاقتصادية. لكن نظام سعر الصرف "غير حيادي" أي بمعنى إنه يؤثر على كثير من المتغيرات الاقتصادية بالأسعار الحقيقية. فقد وَضَحَ ذلك مايكل موسى (2) منذ زمن بعيد وأيدت كثير من الدراسات ذلك من بعد. في واقع الأمر تختلف عزوم (المتوسط والانحراف المعياري) المتغيرات الاقتصادية كالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تحت أنظمة سعر الصرف المختلفة. لذا يُتوقع أن يكون الانحراف المعياري للمجاميع الاقتصادية أقل تحت نظام سعر الصرف الحر مما هو عليه تحت نظام سعر الصرف الثابت. ومهما اختلفت الأسباب، فإن انخفاض تقلبات معدلات نمو الناتج المحلي في الدول المتقدمة منذ نهاية التسعينات ولغاية الأزمة المالية في 2007 ربما يعود إلى إن سعر الصرف العائم يعمل كمتص للصدمات الخارجية التي

## 8. عدم قدرة سعر الصرف الثابت على حماية الاقتصاد من الصدمات الخارجية

لا يُمكن لنظام سعر الصرف الثابت أن يمتص الصدمات الخارجية (لأنه ثابت). في أغلب الدول التي تعاني من جمود في الأجور والأسعار *nominal rigidities* أي أن الأجور والأسعار لا تتغير بسرعة كافية لتعكس التغيرات في العرض والطلب وكما هو متوقع، يستطيع نظام سعر الصرف العائم أن يعمل بحرية ويمتص الصدمات. وتكون السياسة النقدية في ظل نظام سعر الصرف الأكثر مرونة أكثر استقلالية مما هي عليه اليوم في دول الخليج. هذه الاستقلالية، رغم أنها ليست مطلقة، تعني أن البنك المركزي يستطيع أن يتدخل لتنشيط الاقتصاد في فترات ركود دورة الاعمال، وبدون التقيد كلياً بما سيؤول إليه الحال لسعر الصرف ولحد معين - أي قرب الحدود العليا والدنيا للنطاق المحدد لسعر الصرف. في ظل نظام صرف عائم أو مرن يُمكن للبنك المركزي أن يتخذ سياسة نقدية توسعية لتنشيط الاقتصاد الذي يعاني من بطء في النمو وانخفاض في الاستثمارات وهو شيء لا يُمكن القيام به تحت النظام الحالي لأن سعر الفائدة مرتبط بسعر الفائدة الفيدرالي الأمريكي بسبب ارتباط العملة بالدولار بشكل ثابت.

## 10. سعر الصرف والنظام المالي

خلافًا لما تقدم، هناك بعض الأدلة بأن اختيار نظام سعر الصرف مرتبط كثيراً بالنظام المالي من حيث الاعتماد الكبير على رؤوس الأموال لتمويل عوامل الإنتاج. فكلما كان سوق رأس المال المحلي مجزأً كلما كثرت الرغبة في استقرار سعر الصرف، (أيزمان وهاوسمان، 2000) (3). وهذه النتيجة تنبع من ملاحظة أن استقرار سعر الصرف قد يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة الحقيقي - أي خفض كلفة رأس المال - التي يواجهها المنتج المحلي مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات ثم الإنتاج. إذاً كلما كثر الاعتماد على رأس المال العامل كلما ازداد الرفاه الاقتصادي بسبب سعر الفائدة المنخفض والمرتبطة بقلّة مرونة سعر الصرف. كلما ازدادت الحاجة إلى نظام سعر صرف ثابت. وكلما

ازداد التقارب مع أسواق رأس المال العالمية (كما يجري في دول الخليج وخصوصاً بعد انخفاض أسعار النفط) كلما قلت الحاجة إلى الفوائد المتوخاة من أسعار الفائدة الحقيقية تحت نظام سعر الصرف المستقر، مما يؤدي إلى زيادة مرونة سعر الصرف، وتخفيض الطلب على الاحتياطات العالمية. لا توجد أدلة كافية بأن سعر الفائدة يلعب دوراً مهماً في عمليات تمويل عوامل الإنتاج في دول الخليج، ولكن من المؤكد أن نسبة القروض الشخصية الاستهلاكية أكبر كثيراً من القروض الاستثمارية في دول الخليج.

## 9. صعوبة الحفاظ على أنظمة سعر الصرف

### الثابت الرخو والزاحف

من ناحية أخرى تثبت التجارب العالمية بأن المحافظة على أنظمة سعر الصرف الرخو أو الزاحف صعبة جداً. كانت تركيا خلال الفترة من 1994 إلى 1996 من بين الدول التي تتبع نظام سعر صرف يسمح بتغير سعر العملة ضمن نطاق محدد مسبقاً مما يتطلب الكثير من التدخل اليومي من قبل البنك المركزي لبقاء قيمة العملة ضمن النطاق. أدى هذا النظام إلى ارتفاع كبير في كل مؤشرات عدم الاستقرار الاقتصادي وعجز كبير في الحساب الجاري وعدم تمكن الحكومة من ضبط السياسة المالية، مما أدى إلى تخلي تركيا عنه في آخر المطاف. ولكن خلافاً لحالة تركيا، اتبعت المكسيك نفس النظام ويبدو أنها استفادت منه. ربما يرجع ذلك إلى استفادة المكسيك من معاهدة "نافتا" التجارية مع الولايات المتحدة وكندا. أما سنغافورة فلا تزال تتبع هذا النظام بنجاح كما يبدو ويتدخل يومي مستمر من قبل السلطة النقدية، ومايزيا تتبع نظام سعر الصرف الثابت الرخو. إذاً، نتائج التجارب العالمية تبدو مختلفة من بلد إلى آخر، ولكن في النهاية تبقى هذه الأنظمة خاضعة إلى تدخلات مباشرة من البنك المركزي كلما أرتئي ذلك وربما خلافاً لمعطيات السوق.

المحلية لتقليل عرض النقد عن طريق بيع السندات الحكومية مثلاً. هناك كثير من المضاربين في سوق العملات الذين يراقبون وينتظرون فرص الربح والذين يرون في التزام البنك المركزي للحفاظ على قيمة العملة فرصة لمهاجمة العملة، لأن استمرار البنك المركزي في سياسته بالدفاع عن سعر الصرف تؤدي إلى مهاجمة العملة بقوة. مرت دول كثيرة بهذه التجارب أغلبها لم تكن لديها الاحتياطات الكافية للحفاظ على قيمة العملة مما أدى إلى الخروج من هذا النظام، مثل بريطانيا وألمانيا وكل الدول التي كانت منخرطة في نظام سعر الصرف الأوروبي في 1992 .

لا يتوانى المضاربون في سوق العملات من مهاجمة أي عملة يرون فيها فرصة للربح. فهم يفعلون ذلك من خلال استغلال التزام البنك المركزي بسياسة الدفاع عند سعر صرف معين. وقد فسّر كل من (فيشر 2001) و (وليمسون 2000) بأن سياسة "عدم الالتزام" بالدفاع عن سعر صرف معين تجعل مهمة المضاربين في التكهن أو التنبؤ بسياسة البنك المركزي من حيث توقيت التدخل في سوق النقد صعبة للغاية (4).

في حال حصول عجز في الحساب الجاري وعدم ارتفاع أسعار النفط، لا بد من الاقتراض بالعملة الأجنبية لغرض الحفاظ على حدود النطاق المحدد لسعر الصرف وهذا يعني زيادة العجز. إن التدهور في الحساب الجاري المتوقع يكون حقيقياً في حال تأخر تفعيل السياسة المالية من حيث توقيت التدخل. في هذه الحالات ستكون أنظمة سعر الصرف البديلة أكثر خطورة على دول الخليج من النظام الحالي رغم محدودية كفاءته وفعاليتها في تنشيط الاقتصاد.

يؤدي توقع انخفاض قيمة العملة إلى خروج رأس المال إلى الخارج لذا فإن تغيير نظام سعر الصرف يحتاج إلى توقيت دقيق بحيث لا يكون الحساب الجاري في حالة عجز كبير بسبب الاحتياج للعملة الصعبة. هذا عموماً يؤدي إلى مفاقمة العجز في ميزان المدفوعات. حقاً ثمة أمور كارثية قد تنجم من تغيير نظام سعر الصرف في الوقت الراهن.

إن نظام سعر الصرف الثابت الرخو يعني ان

سعر الصرف لا يعتبر كمثبت Nominal Anchor للاقتصاد. لذا فإن هذا النوع من أنظمة سعر الصرف يتطلب الكثير من الخبرة والكفاءة لاستخدام متغير آخر كمثبت للاقتصاد، كاستهداف معدل التضخم النقدي أو معدل نمو الناتج المحلي الاسمي... الخ. أغلب البنوك المركزية الخليجية تعاني من نقص في القدرة على اتباع سياسة نقدية مستقلة لأن هذا يتطلب جهود تقنية كبيرة للتنبؤ بتوقعات المنتجين والمستهلكين لغرض استهدافها وتثبيتها. بطبيعة الحال هذه المسألة ليست سهلة للبنوك المركزية في الدول المتقدمة أيضاً.

بالإضافة، تحتاج أنظمة سعر الصرف غير الثابت إلى سياسة مالية مكمله Complementary والتي يصعب تحقيقها وذلك لأسباب سياسية. فعلى سبيل المثال ربما يحتاج نظام سعر الصرف إلى سياسة ضريبية للسيطرة على رؤوس الاموال التي تدخل وتخرج من البلد أو تخفيض المصاريف الحكومية... الخ.

## 11. تصميم نطاق سعر الصرف

أما بخصوص الحدود العليا والسفلى التي تحدد النطاق الذي يُراد من سعر الصرف ان يتحرك بداخله، فإنها اعتبارية في اغلب الاحوال. فإذا كان النطاق ضيقاً فربما يصعب الحفاظ على سعر الصرف ليتحرك بداخله. وإذا كان عريضاً فهذا يجعل سعر الصرف وكأنه عائم كلياً.

في الوقت الذي يتم فيه الانتقال من نظام سعر الصرف الثابت إلى نظام آخر أكثر مرونة، تنخفض قيمة العملة إذا كانت قيمتها عالية قبل الانتقال إلى النظام الجديد، وبسرعة. إذاً يتوقع أن تنخفض قيمة اغلب العملات الخليجية في حالة تغيير نظام سعر الصرف الثابت الحالي. بعبارة أخرى، تتجه قيمة العملة باتجاه الحد الاسفل للنطاق الذي يحد قيمة العملة في نظام سعر الصرف الجديد الذي يتطلب السيطرة على حركة العملة ضمن الحدود المطلوبة. في هذه الحالة يتدخل البنك المركزي إذا كان ملتزماً بعدم السماح للعمالة بالخروج خارج الحد الأسفل للنطاق. ويحتمل أن يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، أو ربما يقوم بشراء العملة



في النظام الاقتصادي Endogenously Determined. لذا فإن الحدود الدنيا والعليا لسعر الصرف ضمن نظام من هذه النوع يجب أن تكون "دالة" للتباين الطبيعي لسعر الصرف وليست اعتباطية. لذا فإن نظام سعر الصرف مثل Target Zone Exchange Rate صعب التنفيذ.

## 12. استهداف سعر النفط بالعملة المحلية

### كبديل للسياسة النقدية الحالية

قدم فرنكل (2005) أدلة عن نظام سعر الصرف الأمثل للدول الصغيرة المصدرة للسلع مثل النفط والغاز والموارد الطبيعية الأخرى (6). زار فرانكل الكويت بدعوة من جمعية الاقتصاديين الكويتية في 2017 وقدم ورقته. تكمن فكرته في تحديد سعر النفط أو الغاز بالعملة المحلية. بمعنى ترك سعر الصرف بالنسبة للدولار أن يكون حراً تماماً، ولكن سعر برميل النفط مثلاً يكون ثابتاً بالعملة المحلية. لنفترض أن سعر النفط بالدولار الأمريكي 45 دولاراً وأن سعر الصرف للعملة المحلية مقابل الدولار، على سبيل المثال، 0.3845. إذا سعر البرميل بالعملة المحلية يكون 17.3025. افترض بأن سعر النفط انخفض إلى 40 دولار أمريكي. مقترح فرانكل يقضي بأنه يُمكن إبقاء سعر البرميل 17.3025 بالعملة المحلية، ولكن هذا يتطلب تغيير سعر الصرف إلى 0.4325 بدلاً من 0.3845 وبذلك إذا ما تم إعلان سياسة نظام سعر الصرف هذا سيفهم كل المهتمين في سوق العملات والمستهلكين والمنتجين والتجار ذلك ويتم بموجبه التعامل بسعر صرف مختلف باختلاف سعر النفط بالعملة المحلية. كل ما يتطلب عمله هو التأكد من هذا السعر بالعملة المحلية معلن بشفافية تامة. تكمن فائدة هذا النظام أنه بديل لنظام استهداف التضخم النقدي أو الأسعار بشكل عام وخاص بالدول المصدرة للسلع مثل دول الخليج. ويحفظ هذا النظام سعر ثابت للنفط بالعملة المحلية مهما حصل لقيمة الدولار. ولكن من المحتمل جداً أن ينتج تضخم نقدي فمن

لغرض الدفاع عن حدود نطاق سعر الصرف الرخو أو الزاحف قد تقوم الحكومة والبنك المركزي بالتدخل إما معاً وإما على انفراد. وإن واحدة من سياسات التدخل المالية التي اتبعت في تلك الحالات هي إقرار "ضريبة توبن" التي اقترحها الاقتصادي الأمريكي جايمس توبن الحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد. تفرض هذه الضريبة على رؤوس الأموال الأجنبية عند الإعلان عند الانتقال إلى نظام سعر الصرف الجديد وليس بعد ذلك. والفكرة في فرض ضريبة على رؤوس الأموال التي تريد مغادرة البلاد هي كبح تلك الرغبة وإبقاء العملة الصعبة في الداخل. ولكن هذه السياسة قد تكبح رغبة رؤوس الأموال الأجنبية التي ترغب في الدخول أيضاً. والسبب واضح، لأن المستثمرين الذين يعرفون بأن كلفة تحويل رؤوس الأموال إلى الخارج عالية بسبب هذه الضريبة وسوف لن يكن لديهم الحافز لإدخال رؤوس أموال إلى هذه البلدان أساساً. وتسبب هذه السياسة مشاكل أكبر في ميزان المدفوعات. اتبعت شيلي هذه السياسة في منتصف وأواخر التسعينات من القرن الماضي لغرض معالجة العجز في الميزان الجاري وكانت في حينها تتبع نظام سعر الصرف العائم مع حرية كبيرة لحركة رؤوس الأموال. فرضت ضريبة على رؤوس الأموال التي تدخل إلى شيلي. ثم ألغت الحكومة هذه السياسة لأنها لم تحل مشاكل حركة رؤوس الأموال.

لا توجد أدلة ميدانية واضحة تؤيد وجود فوائد لأنظمة سعر الصرف ذات الحدود العليا والسفلى المتحركة لأن هذه الأنظمة لا تعمل "كمثبت اسمي" قوي للاقتصاد. تعتبر هذه الأنظمة كبديل لنظام استهداف التضخم النقدي.

أوضح رزاق (1991) بأن سعر الصرف كأى متغير اقتصادي كلي، له درجة محددة من التباين الطبيعي الموروث، أي أن فيه تقلبات طبيعية لا يُمكن تخفيضها (5). لذا، فإن محاولة فرض حد على تباين سعر الصرف أقل من الحد الأدنى الطبيعي ضمن حدود عشوائية يعتبر عمل غير مجدي. في هذه الحالة فإن التباين الذي يتم تخفيضه في سعر الصرف سيظهر في متغير آخر مثل الناتج المحلي أو سعر الفائدة الحقيقي لأن هذه المتغيرات الاقتصادية مترابطة وليست مستقلة عن بعضها البعض

فربما سينخفض سعر النفط كثيراً في المستقبل بسبب البدائل التي بدأت تظهر واتفاقية باريس الخاصة بتخفيض الكربون مما سيؤدي إلى تفاقم العجز في ميزان المدفوعات للدول النفطية والذي، بلا أدنى شك، سيجعل نظام سعر الصرف الثابت أمراً صعباً ومكلفاً للغاية وربما يكون الحفاظ عليه مستحيلاً.

الضروري تقييم هذا النظام بشكل دقيق. لم يستخدم هذا النظام من قبل أي دولة لحد الآن، ولكن هذا لا يعني شيء لأن الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت لديها مخاوف من التحول إلى أنظمة سعر الصرف المرنة.

### 13. خلاصة

نستنتج مما تقدم بأن البنوك المركزية الخليجية غير مؤهلة اليوم لتغيير نظام سعر الصرف الثابت مقابل الدولار، حتى لو ارتأت الحكومات ذلك لأن عليها أن تبني قدرات كوادرها الفنية أولاً. يستوجب الأمر البدء بتدريب الاقتصاديين من الآن على أحدث التقنيات. إن هذا الأمر يتطلب سنوات من التدريب والدراسة. ولكن التهيؤ من الآن أفضل من الانتظار إلى حين حدوث تغير اقتصادي عالمي كبير يغير كل معايير السياسة النقدية. إن انفصال الكثير من دول العالم عن ربط عملتها بالدولار الأمريكي المهيمن على كل المعاملات التجارية والمالية ليس أمراً مستحيلاً. فقد فعلت فرنسا ذلك بفك ارتباط عملتها بالإسترليني الذي كان عملةً مهيمنة في 1920 مما أدى إلى انهيار نظام سعر الصرف العالمي المرتبط بالذهب... The Gold Standard . إذا ما حدث شيء من هذا القبيل مع الدولار سيصبح ربط العملة الخليجية به أمراً غير منطقي. وحتى ان لم يحدث شيء من هذا للدولار



- Aizenman, J. and R. Hausmann, 2000, The Impact of Inflation on Budgetary Discipline, *Journal of Development Economics*, 63 (2).
- Fischer, Stanley, 2001, The Distinguished Lecture on Economics in Government: exchange rate regimes: is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives* Vol. 15, No.2 Spring 2001, 3-24 provides answers to most of the above questions.
- Fleming, J. Marcus, 1962, Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, *IMF Staff Papers*. 9: 369–379.
- Frankel, J., 2005, Peg the export price index: A proposed monetary regime for small countries, *Journal of Policy Modeling*, Volume 27, Issue 4, June, Pages 495-508.
- Mundel, Robert A., 1963, Capital Mobility and Stabilization policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economic and Political Science*, 29 (4), 475-485.
- Mussa, Michael, 1986, Nominal exchange rate regimes and the behavior of real exchange rates: Evidence and implications, *Carnegie – Rochester Conference on Public Policy*, Vol. 25, 117-214.
- Razzak, W A., 1991, Target Zone Exchange Rate, *Economics Letters*, Volume 35, Issue 1, January 1991, Pages 63-70
- Reisen, H., 1989, Public Debt, North and South, in *Dealing with the Debt Crisis*, Eds. Husain I and I Diwan, The World Bank.
- Sachs, J., A. Tornell, and A. Velasco, 1996, *Financial Crisis in Emerging Markets: Lessons from 1995*, NBER Working paper 5576.
- Williamson, J., 2000, *Exchange Rate Regimes for Emerging markets: Reviving the International Option*, Washington D.C. Institute for International Economics.
- [1] Sacks et. al 1996.
- [2] Michael Mussa, 1986.
- [3] See e.g., Aizenman and Hausmann, 2000
- [4] See Fischer (2001) and Williamson (2000).
- [5] See Razzak (1991).
- [6] See Frankel (2005) among many papers about this system.

**The Arab Planning Institute** is a regional independent non-profit organization, headquartered in Kuwait. The Institute was founded in 1980 and aims to support economic and social development in Arab countries through building national capacities, conducting research, providing advisory services, institutional support, holding developmental meetings, and publishing.

**المعهد العربي للتخطيط** مؤسسة عربية إقليمية مُستقلة غير ربحية، مقرها دولة الكويت، تأسست عام 1980، وتهدف إلى دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول العربية من خلال بناء القدرات الوطنية وإعداد البحوث وتقديم الخدمات الاستشارية والدعم المؤسسي وعقد اللقاءات التنموية والنشر.



تليفون: 24844061 - 24843130 - 24848754

فاكس: 24842935

صندوق بريد: 5834 صفاة 13059 دولة الكويت

بريد الكتروني: api@api.org.kw

[www.arab-api.org](http://www.arab-api.org)



/APIKW



@Arab\_API



@Arab\_API



Arab Planning Institute



Arab Planning Institute