

تدفقات رؤوس الأموال و ترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة و الاقتصاديات الانتقالية

- البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري -

أ. سماعلي فوزي

جامعة 08 ماي 1945 - قائمة

الملخص:

تخلق العولمة المالية تحديات كبرى فالنظام الدولي الراهن يكشف أوجه الضعف الاقتصادية للبلدان بسرعة، و يعاقبها عليها كما أنه ييسر نقل الاضطرابات المالية على الصعيد العالمي لذلك فمن الضروري أن تتمتع البلدان بسياسات اقتصادية مناسبة و متجانسة، و على الرغم من أن العديد من الاقتصاديات الناشئة عانت من صعوبات كبيرة من جراء التدفقات الرأسمالية، فمن المهم أن لا يؤدي ذلك إلى تقييد حركة التدفقات بين البلدان فالمطلوب هو انتهاج تدابير مناسبة، لتقليل المخاطر التي يمكن أن تخلقها تدفقات رؤوس الأموال و يجب أن تكون أساسيات الاقتصاد الكلي سليمة، مع وجود وضعية مالية سليمة للميزانية و توازن خارجي غير أن من المهم بخاصة، تحسين الإشراف على النظم المالية و لوائحها و شفافيتها.

و على ضوء ما حدث في البلدان الآسيوية في 1997-1998، في المكسيك 1994، في الأرجنتين 2001-2002 و نظام النقد الأوروبي 1992، ينبغي للبلدان أن تعمل كذلك على جعل ترتيباتها المتعلقة بسعر الصرف أكثر مرونة بالنظر إلى السياق الراهن للاقتصاديات المنفتحة أمام تدفق رؤوس الأموال التي تتحرك بسرعة مرتفعة من بلد لآخر.

كلمات مفتاحية:

تحرير مالي، تدفق رؤوس الأموال، أسعار صرف مثبتة و مربوطة، المناطق المستهدفة، الدولار.

Résumé:

La mondialisation des finances est à l'origine de sérieux défis, Le système financier international d'aujourd'hui montre du doigt et sanctionne rapidement, les faiblesses économiques des pays, tout en facilitant la propagations des secousses financières dans le monde entier, Il est donc essentiel pour les pays de maintenir des politiques économiques appropriées et cohérentes, Bien que plusieurs économies émergents aient connu récemment de graves difficultés liées aux flux de capitaux, il importe de ne pas entraver la mobilité international des fonds, Il convient plutôt de prendre les mesures nécessaires pour réduire les risques qu'il peuvent présenter, Les données macroéconomiques fondamentales doivent être solides, la situation budgétaire saine, et la position extérieure équilibrée, Surtout, La surveillance, la régulation et la transparence des systèmes financiers doivent être améliorées.

S'inspirant de ce qu'ont fait les pays asiatiques en 1997-1998, le Mexique 1994, l'Argentine 2001-2002 et le système monétaire européen en 1992, les pays devrait envisager aussi d'assouplir davantage leur régimes de change, car les économies n'opposent plus d'obstacles aux flux de capitaux passant très rapidement d'un pays à l'autre.

Mots Clés:

Libéralisation Financière, Flux de Capitaux, Taux de Change Fixe et Arrimé, Zone-Objectif, Dollarisation.

تمهيد:

في مواجهة الأزمات الأكثر تواترا و الأشد قسوة بصورة متزايدة تبحث اقتصاديات السوق الناشئة الصيغ التي تجعلها أقل عرضة للتأثر بالتوقف المفاجئ لتدفقات رؤوس الأموال، وقد تمت مناقشة ضوابط رؤوس الأموال على نطاق واسع غير أن الدولة يمكن أن تقدم حلا أطول أجلا و أكثر تماثيا مع اقتصاد السوق، فكثير من أعراض أزمات أسواق رؤوس الأموال المحدقة مشتركة في كل من اقتصاد السوق المتقدمة و اقتصاد السوق الناشئة، غير أن أوجه الشبه تنتهي عند ذلك فالبلدان المتقدمة خرجت سالمة نسبيا من أزمات العملة الأخيرة مثل، أزمة آلية سعر الصرف الأوروبي في 1992 - 1993، غير أن اقتصاديات السوق الناشئة ظلت تعاني من أزمات عميقة و ممتدة تميزت بتراجع حاد في تدفقات رؤوس الأموال و انهيار في الناتج و تفاقت بتأثير مشكلات مصرفية خطيرة.

و نظرا لتزايد شدة هذه الأزمات و تكرارها يجدر بنا التساؤل عن أنواع السياسات و ترتيبات أسعار الصرف التي يمكن أن تجعل الأسواق الناشئة أقل عرضة للتأثر بالتوقف المفاجئ في تدفقات رؤوس الأموال، و الواقع أن ضخامة تراجع تدفقات رؤوس الأموال و هي الدليل الأساسي على أن مشكلات القطاع المالي قد عمقت و أطالت أمد هذه الأزمات، و الفاعلية المحدودة لضوابط رؤوس الأموال توفران الأساس اللازم لإعادة تقييم المزايا النسبية لسياسات أسعار الصرف الثابتة و المرنة، و يمكن أن تقدم الدولة لاقتصاديات السوق الناشئة بديلا لضوابط رؤوس الأموال قابلا للبقاء و أكثر تماثيا مع اقتصاد السوق.

1 - الأسواق الناشئة و ترتيبات أسعار الصرف:

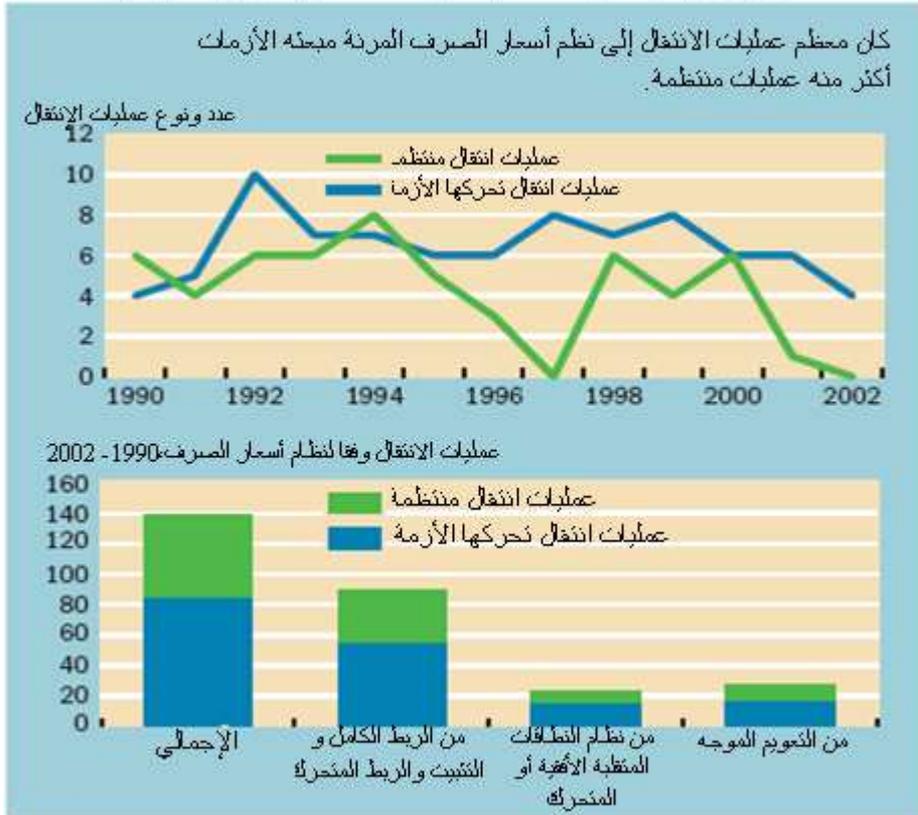
على الرغم من أن أغلب بلدان العالم تتبع نظم أسعار الصرف المرتبطة بعملات أخرى فإن عددا متناميا من الاقتصاديات مثل، البرازيل، شيلي، إسرائيل و بولونيا، أخذت بنظم مرنة في خلال العقد الماضي و من المرجح أن يستمر هذا الاتجاه نظرا لأن تعمق الروابط عبر الحدود زاد من تعرض بلدان نظم الربط لمخاطر التقلب في تدفقات رؤوس

الأموال، و توفر نظم أسعار الصرف المرنة عادة حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية و استقلالاً أكبر في السياسات النقدية.

و حتى مع ذلك فإن كثيرا من البلدان ترفض تعويم أسعار الصرف خوفا من الانقلاب المفرد – و هو أحد دواعي القلق الرئيسية للبلدان التي تتعرض ميزانيتها لمخاطر أسعار الصرف أو انتقال التضخم عبر أسعار الصرف بطريقة غير مباشرة – و التي تتناقص قدرتها على ضبط التوقعات التضخمية، كما ينتابها القلق من ناحية تحقيق خروج منظم من ربط العملة نظرا لما يتطلبه ذلك من إعداد مسبق و توقيت جيد و إطار قوي للسياسات الكلية، و بالفعل فالواقع هو أن أغلب حالات الخروج إلى النظم المرنة حركتها وضعيات تمثلت في الأزمات (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, P 26)

أنظر الشكل (01):

الشكل (01): الانتقال المنتظم مقابل ذلك الناجم عن وضعية أزمة



Source: FMI ,Finances et Développement, Décembre 2004 , P 21.

ما هي الخطوات التي يمكن للبلدان اتخاذها للتقليل لأدنى حد من المخاطر المصاحبة للانتقال من سعر صرف ثابت إلى سعر مرن؟ و ما هو مدى السرعة التي ينبغي أن تتحرك بها؟ هل ينبغي الخروج من الربط قبل تحرير حسابها الرأسمالي أم بعده؟ وهي قضايا رئيسية خاصة بالعمليات والسياسات بالنسبة للبلدان التي قررت أن تأخذ بسعر للصرف تقررهِ السوق، وهدفنا هنا تقديم يد العون في مجال الإرشاد للبلدان التي تمر بعملية الانتقال، ولا شك في أن تكون السياسات الاقتصادية الكلية والهيكلية السليمة شرطا مسبقا حيويا لانتقال البلدان إلى مرونة أسعار الصرف، تماما مثل ما هو عليه بالنسبة للمحافظة

على نظام موثوق به لسعر الصرف المرتبط بعملة أخرى ولكننا نؤكد أيضا على أهمية المؤسسات والأسواق (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, P 27).

I - 1 - العمل على تطوير سوق للمصرف الأجنبي:

من الأمور الأساسية أن تنمي البلدان سوقا للمصرف الأجنبي عميقة ومتسمة بالسيولة لاكتشاف وتحديد سعر الصرف، وتتسم أسواق الصرف الأجنبي في معظم البلدان النامية وأسواق اقتصاديات السوق الصاعدة بالضييق وعدم الكفاءة ويرجع ذلك جزئيا إلى اعتمادها بدرجة كبيرة على اللوائح التنظيمية للمصرف الأجنبي، كما يعرقل جمود سعر الصرف تنمية سوق للمصرف الأجنبي لضعف الحافز لدى المشاركين في السوق لتشكيل آراء بشأن اتجاهات سعر الصرف أو اتخاذ مواقف أو إدارة المخاطر، و فضلا عن ذلك فإن البنك المركزي الذي يدير نظاما للسعر الثابت عادة ما ينشط للعمل في السوق بحكم الضرورة وهو ما يقيد النشاط فيما بين البنوك.

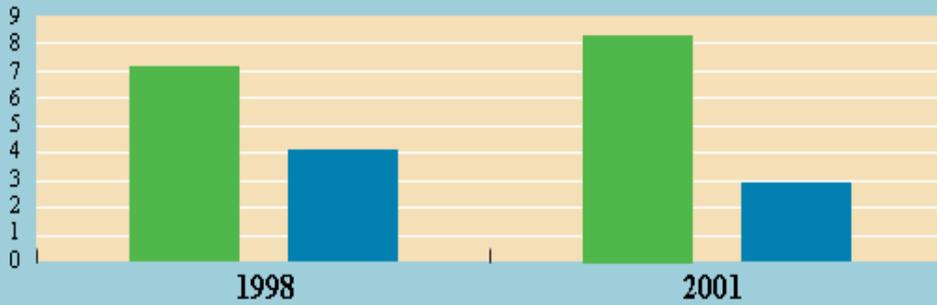
فما هي الخطوات التي يمكن للبلدان اتخاذها لتحسين عمق و كفاءة أسواق الصرف الأجنبي بها؟ يعتبر السماح بقدر ما من مرونة أسعار الصرف أهم خطوة في هذا الصدد، إذ أن تقلبات سعر الصرف مهما تكن صغيرة سرعان ما تخلق الحوافز لدى المشاركين في السوق لجمع المعلومات، وتكوين آراء وتحديد سعر صرف العملات الأجنبية وإدارة مخاطر سعر الصرف انظر الشكل (02).

و من الأمور الأساسية أن تكون الخطوة الأولى في اتجاه المرونة — بغض النظر عن سرعة خطى الخروج من التثبيت — كبيرة بدرجة تكفي لخلق إحساس بمخاطر الاتجاهين في سعر الصرف، إذ تحت مخاطر الاتجاهين المشاركين في الأسواق على اتخاذ مواقف طويلة و قصيرة المدى على حد السواء، و تتضمن الخطوات الأخرى التي يمكن للبلدان اتخاذها ما يلي (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, P 28):

الشكل (02): الأداء الجيد للمرونة

بينما انخفض رفم الأعمال في سوق الصرف الأجنبي في بلدان النظم الأقل مرونة (أو التي لم تتخبر) فقد حقق نموًا في الأسواق الصاعدة ذات المرونة الأكبر في سعر الصرف

نسبة مئوية من التدفقات الجارية و تدفقات رأس المال



■ النظم الأكثر مرونة¹
■ النظم التي لم تتخبر أو الأقل مرونة²

¹ - البرازيل، شيلي، جمهورية التشيك، الفلبين، بولونيا، روسيا، جنوب إفريقيا، نابندا.
² - هنغاريا، الهند، ماليزيا، المكسيك.

Sources : Banque des Règlements Internationaux et FMI, Finances et Développement Décembre, 2004, P 21.

- تخفيض دور البنك المركزي في صناعة السوق - بما في ذلك عرض أسعار البيع و الشراء - و الذي يحد من دور صناعة السوق الآخرين، و بدلا من ذلك يمكن للبنك المركزي أن يعزز السوق عن طريق التقليل لأدنى حد من تداوله مع البنوك و الاقتصار على القيام بدور المشتري بالسعر المحدد ففي تركيا على سبيل المثال، انسحب البنك المركزي تدريجيا من السوق بعد تعويم الليرة التركية في عام 2001 مما أرغم المشاركين في السوق على التداول و الاتجار فيما بينهم.

- زيادة المعلومات في السوق عن مصادر و استخدامات النقد الأجنبي و عن اتجاهات ميزان المدفوعات، بحيث يمكن للمشاركين في السوق تكوين آراء موثوق بها عن سعر الصرف و عن السياسة النقدية و أسعار الصرف في المستقبل بطريقة تتسم بالكفاءة.

- التخلص تدريجيا من اللوائح التي تخنق نشاط السوق مثل، اشتراط تسليم حصيلة النقد الأجنبي إلى البنك المركزي و الضرائب و الرسوم الإضافية المفروضة على معاملات النقد الأجنبي، و القيود على عمليات التداول فيما بين البنوك و تتمثل الإجراءات التي ينبغي اتخاذها في توحيد أسواق النقد الأجنبي، و تخفيف القيود المفروضة على الحساب الجاري للصفقات و على حساب رأس المال.

- توحيد و تبسيط التشريعات الخاصة بالنقد الأجنبي و تجنب التغييرات المخصصة لحالات معينة و متكررة، إذ أن قوانين و لوائح النقد الأجنبي التي تتسم بالبساطة و يسهل فهمها يمكن أن تحسن شفافية السوق و تقلل تكاليف المعاملات.

- تسهيل و تطوير أدوات للاحتياط من المخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة بمجرد بلوغ المؤسسات المالية قدرة كافية لإدارة المخاطر.

1- 2 - التدخل الرسمي:

يقتضي الأمر (Bubula Andrea and Inci Otter-Robe , 2003 , P 23) أن تضع البلدان سياسات يهتدي بها في تحديد أهداف و توقيت و مقادير التدخل في سوق النقد الأجنبي، و في نظم التثبيت كثيرا ما يخرج توقيت التدخل و مقداره عن سيطرة البنك المركزي و في نظم أسعار الصرف المرن يكون التدخل بحذر، و مع ذلك تظل البنوك المركزية تتدخل لتصحيح سوء التعادل و تهدئة الأسواق المضطربة و تحقيق تراكم الاحتياطيات و توفير النقد الأجنبي، إلا أن التجارب القطرية تبين السبب في الحاجة إلى أن تكون عمليات التدخل انتقائية و مقتصرة.

- صعوبة اكتشاف و قياس اختلال التعادل في سعر الصرف نظرا لتنوع المنهجيات المستخدمة في تقدير سعر صرف التوازن.

- التذبذبات قصيرة الأجل في سعر الصرف قد لا تستدعي دائما القيام بالتدخل فقد ينشأ التذبذب في سعر الصرف من التغييرات في الأسس الاقتصادية الكلية، أو وصول معلومات جديدة تعكس عمليات السوق في اكتشاف الأسعار، و فضلا عن هذا و على الرغم من

الفكرة واسعة الانتشار بأن تذبذب أسعار الصرف يمكن أن تكون له تكلفة اقتصادية حقيقية فإن الدراسات التطبيقية فشلت في اكتشافها.

- قد لا يكون التدخل الرسمي دائما فعالا في التأثير على سعر الصرف أو تقليل التذبذب، كما لوحظ في شيلي و المكسيك و تركيا و الواقع أن التدخل غالبا ما يزيد من تذبذب أسعار الصرف.

- يكون التدخل أكثر فاعلية نسبيا عندما يكون نادرا نسبيا نظرا لأنه يعظم لأقصى حد عنصر المفاجئة و يبني ثقة الأسواق في الالتزامات الرسمية بمرونة سعر الصرف.

كذلك تساعد شفافية سياسات التدخل و قد أكد كثير من البلدان من بينها الفلبين و تركيا التزامها بسعر الصرف الذي تحدده السوق، و شددت على أن التدخل لن يستهدف سعر الصرف و فضلا عن هذا فإن الالتزام العام بأهداف التدخل، يمكن الأسواق من رقابة عمليات النقد الأجنبي التي يقوم بها البنك المركزي و خضوعه للمساءلة عنها و الأمثلة الجيدة للشفافية هي ما قامت به كل من أستراليا و السويد، من نشر لسياساتها بشأن التدخل و الذي يبين بوضوح أسباب التدخل.

I - 3 - تغيير أداة التثبيت و السياسة النقدية:

يقتضي الأمر (J. Williamson, 1996, P 09) أن تنشئ البلدان أداة تثبيت اسمية جديدة و أن تعيد تصميم إطار للسياسة النقدية يتواءم معها عندما تتحول عن سعر الصرف الثابت، و تتطلب هاتان المهمتان توافر قدرة كبيرة و بناء المصدقية و يعتبر التخطيط لعملية الانتقال أمرا حيويا لإجراء عملية تحول منتظمة، و قد تسببت صعوبة وضع أداة تثبيت اسمية بديلة — من أجل احتواء التوقعات التضخمية — في تخلي بلدان كثيرة عن الدور الذي تقوم به في تثبيت سعر الصرف بشكل تدريجي فقط، و استخدمت بلدان كثيرة نطاقا متحركا (يتوسع تدريجيا) باعتباره نظاما وسيطا للتحول إلى أداة تثبيت اسمية أخرى ربما في خلال فترة طويلة مثل، شيلي، هنغاريا، إسرائيل و بولونيا.

و بصفة عامة أخذت البلدان التي استطاعت تدبير خروج منتظم من عملية الربط بصفة عامة باستهداف التضخم - $L'option d'une Cible L'inflation$ ، باعتباره أداة تثبيت اسمية بديلة لأفق زمني طويل — و عكست فترات الانتقال المطولة جزئيا الوقت

المطلوب للوفاء بالمتطلبات المؤسسية الضرورية و الشروط الاقتصادية الكلية – و لكن بغض النظر عن مدى الوفاء بالشروط المسبقة لاستهداف التضخم على نحو كامل، فإن كثيرا من عناصر حاسمة لبناء إطار موثوق به للسياسة النقدية و بصفة خاصة ينبغي لنظام السياسة النقدية أن يعطي أولوية غير مشروطة لاستقرار الأسعار على باقي الأهداف، و أن يوفر استقلال العمليات للبنك المركزي و يحقق الشفافية و الخضوع للمساءلة عن إدارة السياسة النقدية، و أن يظهر قدرة كافية على التنبؤ بالتضخم و أن يتخذ إجراءات للسياسة تتفق مع المحافظة على استقرار الأسعار، و فضلا عن هذا فإن السياسة النقدية تحضى بمصداقية أكبر عندما يتم تثبيتها في قاعدة للاستهداف تعمل كوسيط و تستند إلى تنبؤات التضخم و تركز على عملية رسمية في وضع السياسات و القرارات مثل، لجنة للسياسات النقدية تجتمع بشكل منتظم و يليها عقد جلسات لإصدار بيانات صحفية بدلا من اتخاذ القرارات و القيام بعمليات إصدار لبيانات فجائية (J. Williamson, 1996, P 09).

1-4 - إدارة مخاطر سعر الصرف:

يقتضي الأمر أن تحتوي البلدان مخاطر سعر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد و لا يزال بناء قدرة المشاركين في السوق على إدارة هذه المخاطر، و كذلك قدرة سلطات الإشراف على وضع نظام يضمن الرقابة و التنظيم المناسبين تستغرق وقتا، و بدون شك فتحقيق ذلك مستحسن قبل الخروج من سعر الصرف الثابت.

و قد كشفت الأزمة المالية المكسيكية في عام 1994 عن كيف يمكن أن تثير الإدارة الحكومية الضعيفة لسيولة النقد الأجنبي أزمة عملة، و بالمثل فقد أظهرت أزمة شرق آسيا كيف يمكن لاقتراض النقد الأجنبي غير المغطى من جانب قطاع الشركات أن يتحول إلى خسائر هائلة بالنسبة للبنوك الدائنة و إلى اشتداد الطلب على العملة الصعبة، و حتى عندما تحقق البنوك التوازن بين الخصوم و الأصول بالعملات الأجنبية، فإن استخدام رؤوس الأموال الخارجية قصيرة الأجل لتمويل قروض طويلة الأجل بالعملة الأجنبية تقدم إلى مقترضين ليس لهم تغطية يثير مخاوف كبيرة في الائتمان و السيولة بالنسبة للبنوك (Bubula Andrea and Inci Otker-Robe , 2003 , PP 24-25).

إن إجراء تحليل شامل و إدارة شاملة لمخاطر سعر الصرف في كافة قطاعات الاقتصاد خطوة رئيسية في قيام البلدان بالتخطيط لتحول منتظم عن الربط، كما يتضمن

تقييم مخاطر سعر الصرف بدوره تحليلا تفصيليا للميزانية، لا يركز على مكونات العملات في بنود الميزانية فحسب و لكن يركز أيضا على تواريخ الاستحقاق و السيولة و نوعية الأصول و الخصوم تجاه الخارج.

كما أن مخاطر سعر الصرف موجودة أيضا في نظم ربط أسعار الصرف بعملة أخرى إلا أن تنظيم و إدارة المخاطر أكثر إلحاحا في النظم المرنة حيث تنقلب أسعار الصرف يوميا، و تنطوي إدارة المؤسسات المالية لمخاطر سعر الصرف على إنشاء نظم معلومات لرقابة مصادر المخاطر و تصميم معدلات تستند على أسس محاسبية، و أساليب تقنية تحليلية لقياس المخاطر مستقبلا و وضع سياسات و إجراءات داخلية لمواجهة المخاطر.

I- 5 - توقيت تحرير حساب رأس المال:

و إذا ما التفتنا إلى القضايا الحاسمة للسياسات فإن البلدان يتعين عليها أن توازن بين ما إذا كان ينبغي لها أن تحرر حساب رأس المال لديها قبل التحول إلى درجة أكبر من مرونة سعر الصرف أم بعده، و تلقي تجارب الأسواق الصاعدة خلال العقد الماضي الضوء على المخاطر المصاحبة لفتح حساب رأس المال قبل الأخذ بسعر صرف مرن، و قد اضطرت بلدان كثيرة للتخلي عن ربط العملة بعد الانقلاب المفاجئ في اتجاه تدفقات رأس المال في ظل حسابات رأس المال المفتوحة (المكسيك في نهاية عام 1994 و تايلاندا في جويلية 1997 و البرازيل في بداية عام 1999)، و كان على بلدان أخرى واجهت تدفقات ضخمة إلى الداخل و ضغوطا صعودية على أسعار الصرف المرتبطة بعمليات أخرى، السماح بمرونة سعر الصرف لتجنب زيادة التضخم في الاقتصاد مثل، حالة شيلي و بولونيا خلال التسعينيات و هكذا فإنه حتى في ظل الظروف الاقتصادية المواتية، قد يؤدي فتح حساب رأس المال قبل الأخذ بمرونة سعر الصرف إلى زعزعة أحوال السيولة المحلية (Bubula Andrea and Inci Otker-Robe , 2003 , P26) و يخلق إختلالات في توازن الاقتصاد الكلي و يعجل بهجوم المضاربة.

بيد أنه حتى عندما تتحقق مرونة سعر الصرف قبل فتح حساب رأس المال فتحرير تدفقات رؤوس الأموال في أي اتجاه تكون و أي تكوين لهذا التحرير، فبدون شك له

تداعيات اقتصادية كلية فعلى سبيل المثال، فإن البلدان التي تقوم بفتح حساب رأس المال بها أمام التدفقات إلى الداخل تخاطر بخلق سيولة مفرطة و زيادة نمو الائتمان، و بصفة أكثر عمومية فإن قدرا كبيرا من عدم التناسق في انفتاح حساب رأس المال قد يخلق تحيزا إلى أعلى (أو إلى الأسفل)، في قيمة سعر الصرف بالنسبة إلى قيمة التوازن الخاصة به في الأجل الطويل فعلى سبيل المثال، فإنه نظرا لأن الصين أكثر انفتاحا أمام تدفقات رأس المال إلى الداخل عما هو عليه الحال بالنسبة للتدفقات إلى الخارج، رهن بعض المراقبين بأن الضغوط إلى أعلى الحالية على عملة الريمينيبي - Le Renminbi قد لا تستمر إذا ما سمح بتدفقات رأس المال إلى الخارج، وهكذا فإن التحول نحو مرونة سعر الصرف ينبغي أن تحضى بالتدعيم من خلال الإلغاء التدريجي لنواحي عدم التناسق الموجودة في حراك رأس المال لتسهيل عملية تصحيح منتظمة لأي إختلالات في تعادل سعر الصرف (R. Guimaraes, 2004, P 12).

1- 6 - سرعة التحول نحو سعر الصرف المرن:

كذلك يتعين على البلدان أن تقرر مدى السرعة التي ينبغي لها أن تأخذ بها بمرونة سعر الصرف و يقتضي التدرج إتباع خطوات محسوبة نحو التعويم الحر على سبيل المثال، بالتحول من الربط الثابت في مقابل عملة واحدة إلى الربط الثابت أو المتحرك مقابل سلة من العملات و بعد ذلك إلى نطاق لتقلب أسعار الصرف مع زيادات متتابعة في مدى النطاق، و على النقيض من ذلك يتضمن النهج السريع خطوات وسيطة أقل إذا ما كانت هناك أي خطوات أصلا.

و درجة تطور المؤسسات و الأسواق محدد أساسي لسرعة الخطى المناسبة و في ظل عدم وجود المؤسسات و الأسواق الداعمة، فإن إستراتيجية التدرج في التحول قد تكون أكثر ملائمة نظرا لأنها تقلل مخاطر التذبذب المفرط في سعر الصرف و تعلق آثاره العكسية المحتملة على مصداقية السوق و التوقعات التضخمية و الميزانيات، كما أنها تسمح أيضا بتعميق سوق الصرف الأجنبي (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, P 29) من خلال علاقة التدعيم المتبادل بين مرونة سعر الصرف و نشاط الصرف الأجنبي.

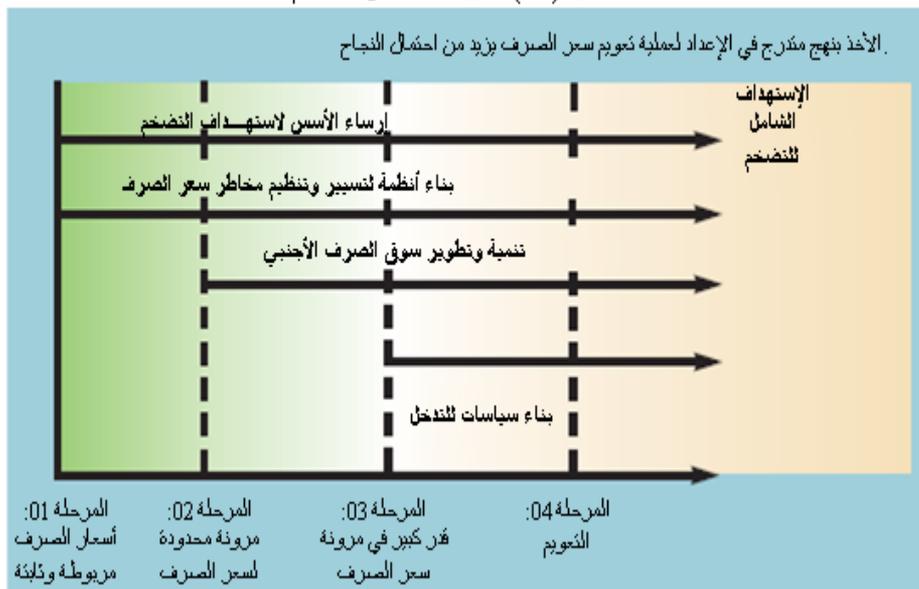
إن إستراتيجية التحول السريع توفر مزايا مهمة بشرط أن تتوفر الدعائم المؤسسية لإدارة سعر الصرف العائم، إن نهجا سريعا - إذا ما تم الاضطلاع به من وضع يتمتع فيه الاقتصاد الكلي بالقوة و مع وجود سياسة نقدية حكيمة - يمكن أن يكون مؤشرا على الالتزام بمرونة سعر الصرف فيحضى بمصداقية أكثر من النهج التدريجي، كما أنه يقدم أيضا قدرا كبيرا من حرية الاختيار بشأن التدخل في سوق الصرف الأجنبي، إذ أن الافتقار إلى الالتزام بمسار أو نطاق محدد سلفا لسعر الصرف يتيح للبنك المركزي أن يحد من تدخلاته و يحافظ على احتياطياته من النقد الأجنبي.

و أيا كانت إستراتيجية التحول فإن كل خطوة نحو الأمام ينبغي أن تهدف إلى خلق مخاطر ذات اتجاهين في تحركات سعر الصرف فعلى سبيل المثال، عندما يتم استخدام نطاق لتقلب سعر الصرف ينبغي أن يكون متسعا بدرجة تكفي لضمان تحرك سعر الصرف في كلا الاتجاهين حول سعر التعادل المركزي، و من الأمور الحاسمة أيضا تصحيح مستوى سعر الصرف لضمان عدم سرعة استنزاف المرونة التي يوفرها اتساع النطاق بسرعة من جراء عدم التعادل المحتمل، و قد يتسبب التحرك إلى نطاق ضيق لتقلب سعر الصرف في ظل ضغوط صعودية متواصلة في بلوغ سعر الصرف الحد الأعلى للنطاق، مما يرغم السلطات النقدية إما الدفاع عن النطاق أو توسيعه بدرجة أكبر وتكرار تعديل اتساع النطاق، قد يضر بدوره بمصداقية السوق ويؤدي إلى ضغوط المضاربات لاختيار الحدود القصوى للنطاق وتغدو مثل هذه الموضوعات أكثر إلحاحا مع ازدياد انفتاح حساب رأس المال (R. Guimaraes, 2004, P 17).

ويمكن أن يعزز الإعداد المبكر فرص نجاح إستراتيجية التحول - سواء التدريجية أو السريعة - ويتطلب تطوير كثير من الخطوات العملية قدرا كبيرا من الوقت، وينبغي على البلدان أن ترسي الإجراءات و الأسس قبل التحول عن الربط **أنظر الشكل (03)**، ويمكنها على سبيل المثال، أن تضطلع بنواح كثيرة من الشروط المسبقة العملية:

الشكل (03): من أجل تحول منظم

الأخذ بنهج متدرج في الإعداد لعملية تعويم سعر الصرف يزيد من احتمال النجاح.



Source: FMI, Finances et Développement, Décembre 2004, P 23.

- ضمان استقلالية البنك المركزي وتحسين القدرة على التنبؤ بالتضخم وشفافية السياسة النقدية وتطوير نظم للمعلومات عن مخاطر الصرف الأجنبي، وزيادة المعلومات عن تطورات ميزان المدفوعات وقد تتضمن المرحلة التالية (Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez, 2004, P 30):

- توفير بعض المرونة في سعر الصرف لحفز نشاط سوق النقد الأجنبي مع السماح بتمتية المجالات الأخرى للعمليات، ويمكن تناول سياسات التدخل وبحثها بمجرد الأخذ بقدر أكبر من مرونة سعر الصرف.

II - إمكانية الدويرة في مواجهة انعكاس تدفق رؤوس الأموال:

نظرا لأن كل أحداث الأزمات الأخيرة جرت على خلفية من أسعار الصرف المرهونة بشكل مرن (ربطاً ضعيفاً - D'Arrimage Élastique)، استنتج كثير من المحللين أن "الخطأ كان في الربط" و من الجلي أنه لو كان قد سمح لسعر الصرف بالتعويم بحرية لأمكن الحيلولة دون خسارة بعض الاحتياطي الدولي، غير أنه في كثير من أحداث الأزمات كان على الحكومة أو القطاع الخاص أو على كل منهما، التزامات ديون قصيرة

الأجل ضخمة نسبيا مسماة بالنقد الأجنبي تجاوزت بكثير رصيد الاحتياطيات الدولية، و في تلك الظروف كان من المرجح أن تحدث أزمات ميزان المدفوعات في ظل ترتيبات أسعار صرف أكثر مرونة و أيضا في ظل ترتيبات أسعار ثابتة.

غير انه يمكن على مستوى أعمق (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, PP 30-31) باستطاعتنا أن نؤكد بان دولة الخصوم(الالتزامات)- la

dollarisation des engagements كانت نتيجة في جزء منها لربط العملة، و ضخمتها الثقة الزائدة و مشكلات المخاطر المعنوية التي يمكن أن يجلبها ربط العملة ولو كان قد سمح بحرية تعويم سعر الصرف، فسيؤدي إلى عزوف المستثمرون المحليون وبصورة خاصة أولئك الذين في القطاع غير الداخل في التجارة الدولية، بالابتعاد عن القروض المسماة بالعملة الأجنبية لأنهم كانوا سيواجهون عندئذ مخاطر عملة أكبر مما سيواجهونه في ظل سعر صرف ثابت وقد يبدو هذا الموقف مقنعا غير أنه يهمل عاملان مهمان:

— معظم الاقتصاديات الناشئة تطبق في البداية دولة جزئية - une dollarisation partielle [على الأقل دولة الالتزامات (الخصوم)].

— ونادرا ما تتجاهل تقلبات أسعار الصرف.

وتعزز كل نقطة من هاتين النقطتين الأخرى إذ أن الدولار الجزئية تزيد تكلفة تقلب أسعار الصرف والتي تغري بدورها البنوك المركزية، بالتدخل في أسواق الصرف الأجنبي للحيلولة دون التقلبات في سعر الصرف الاسمي و الواقع كما تشهد حالات السلفادور و الفلبين و فنزويلا، أن هذا "الخوف من التعويم" يمكن أن يكون شديدا إلى حد أن يستغرق سعر الصرف مددا طويلة من الوقت على مستوى ثابت، مما يجعله مساويا — فيما تدل عليه الملاحظة — بعملية الربط الضعيفة و من ناحية أخرى يغري الخوف من التعويم بمزيد من دولة الخصوم، مما يخلق دائرة مفرغة يصعب جدا الخروج منها.

و بالإضافة إلى هذا يثور الخوف من التعويم كلما استخدمت المنشآت المحلية المواد الخام الأجنبية و في هذه الحالة يكون التعويم أقل تدميرا مما في الأمثلة السابقة، غير أنه يظل في مقدوره أن يسبب صعوبات مالية في الأجل المتوسط و الحقيقة أن الخوف من التعويم و غياب الانضباط الذي يشكل أساس أسعار الصرف الثابتة، يمكن أن يدفع

السلطات إلى تبني تدابير ضوابط إضافية, (Rupa Duttagupta , Gilda Fernandez, 2004, P 31) مثل، أسعار الصرف المزدوجة و الضوابط على حراك رؤوس الأموال .
و حتى عندما لا يؤدي الخوف من التعويم إلى وضع ضوابط على رؤوس الأموال و تتبنى البلدان وسائل متماشية مع اقتصاد السوق لتثبيت سعر الصرف، من خلال عمليات السوق المفتوحة تكون لمثل هذه السياسات تكلفة كبيرة سواء من حيث تقلب أسعار الفائدة المرتبطة بها أو أيضا من حيث طبيعتها الباعثة على التقلب الدوري، و هكذا على عكس الرأي القائل بأن التعويم يوفر للسلطات درجة إضافية من الحرية لضمان بيئة متماشية مع اقتصاد السوق يمكن أن يحدث العكس.

و لكي نكون منصفين فإن المدافعين عن تعويم أسعار الصرف يقدمون حججا أخرى و بصفة خاصة تلك الحجة القائلة بأن تعويم أسعار الصرف يجعل الاستجابة للصددمات التي تحدث انخفاضا في الأسعار المحلية المعنية أقل تكلفة، و في ظل الأسعار الثابتة يتطلب هذا انخفاضا في الأسعار الاسمية التي يمكن أن تكون مكلفة من حيث الإنتاج و التوظيف، غير أن سعر الصرف إنما يمثل وسيلة واحدة فحسب في حين يمثل هذا الارتباط الوثيق بين السعر و الأجر مسألة متعددة الأبعاد و الواقع أن خفض قيمة العملة ليس حلا شافيا ناجعا، إنه في الممارسة التطبيقية لا يعدو كونه تسوية سياسية و لن يجعل أية مجموعة داخل الاقتصاد راضية كليا، و يمكن استخدام سياسة مالية كبديل لخفض قيمة العملة فمثلا، إذا تم تقييم سعر الصرف الحقيقي بأعلى من قيمته يمكن تطبيق دعم العمل من أجل التعويض بطريقة تحقق نفس الآثار في حالة تخفيض حقيقي مرغوب فيه في قيمة العملة، فما هي إذاً الميزة الكبرى لسعر الصرف المعوم على سعر الصرف الثابت؟

وأخيرا تعلمنا النظرية التقليدية, (Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez,

2004, P 32) أن اختيار نظام لسعر الصرف ينبغي أن يكون دالة لطبيعة الصدمات و
الدرس الأساسي يمكن تلخيصه فيما يلي:

- إذا كانت الصدمات حقيقية في جانبها الأكبر لا يهم إذا كان النظام عائما أو ثابتا و مع ذلك فمن خلال الأزمات الأخيرة، جاءت الصدمات أساسا من خلال حساب رأس المال و تشتمل بالتالي على مكونات حقيقية و اسمية على السواء مما يجعل اختيار نظام سعر الصرف على ذلك الأساس أمرا أكثر صعوبة، و بالإضافة إلى هذا في حين تعتبر

النظرية الصدمات ذات منشأ خارجي تماما تشير كل الدلائل المتوفرة إلى أن المصدقية و السمعة حاسمان في تقرير مدى خطورة الاضطراب المالي على الاقتصاد الناشئ، و بالتالي مدى الضخامة التي ستكون عليها الصدمات و الواقع أن اقتراح الدولار في الأرجنتين هو محاولة لجعل صنع السياسات أكثر مصداقية، و بالتالي الحد من فروق مخاطر الدول.

و من منظور السوق الناشئ كان يتم تقليديا انتقاد الدولار لأن استخدام عملة أجنبية يمكن أن يستتبع فقدان رسم سك العملة و وضعاً يترك فيه البلد الآخذ بالدولرة بدون مقرض الملاذ الأخير، غير أن اقتصاد السوق الناشئ الذي يأخذ بالدولرة و البلد الذي يتم استخدام عملته يمكن أن يقتسم رسم سك العملة كما اقترحت الأرجنتين، و في ظل الدولار و مثل هذا الترتيب لاقتسام رسم سك العملة يمكن استخدام قسم ضخم من الاحتياطيات الدولية لتوفير خدمات مقرض الملاذ الأخير، و يتطلب هذا بطبيعة الحال الاحتفاظ برصيد ضخم بما فيه الكفاية من الاحتياطيات أو إنشاء المانحين الأجانب "لصندوق تثبيت العملة".

و باختصار يختفي الكثير من بريق أسعار الصرف المرنة عند البحث عن قرب و الحقيقة أن الهامش الإضافي من الحرية، الذي تمنحه و توفرها مرونة أسعار الصرف مراوغة - من وجهة نظر الدولار الكاملة - أو يمكن تحقيقها من خلال التدخل عبر الميزانية (سياسة مالية)، و يمكن أن يساعد الربط القوي بعملات مثل الدولار على تقليل حدوث أزمات خارجية و بصورة خاصة تلك التي تتسرب عبر حساب رأس المال، و رغم أن الدولار الكاملة لن تقضي على مشكلات القطاع المصرفي، إلا أنها يمكن أن تخففها إذا نجحت في الحد من المشكلات التي تتبع من عدم التوافق بين العملات و آجال الاستحقاق و سوف تلغي هجمات المضاربة على العملة.

III - تسلسل الإجراءات لتحرير حساب رأس المال:

تواجه البلدان النامية و منها الجزائر عندما تقوم بتحرير حساب رأس المال تحديات تتعلق بتقوية مؤسساتها المالية، لضمان قدرتها على العمل في ظل نظام أكثر توجها نحو السوق، و تقرير كيفية تحقيق الأهداف النقدية و المحافظة على استقرار الاقتصاد الكلي في ظروف أكثر حرية و انفتاحا.

رغم أن المخاوف من المخاطر المرتبطة بتحرير حساب رأس المال (R. Barry Johnstone, 1998, P 21) قد أيقظتها من جديد الأزمات المالية و طابعها التكراري فهو

ما زال خيارا أكثر جاذبية من تقييد رأس المال بالنسبة للعديد من البلدان النامية:

فأولاً:- هناك شواهد كثيرة على أن قيود رأس المال لم تمنع تدفقه للخارج.

وثانياً:- عندما يلغي أحد البلدان القيود تحدث لديه في العادة تدفقات أكبر للداخل

على الأقل في البداية، عندما يشعر المستثمرون الدوليون و المقيمون الذين وضعوا أموالهم في الخارج بالتحسن في بيئة الاستثمار.

و تدفق رؤوس الأموال للداخل يمكن أن يحسن نظام المدفوعات و يقلل من الصدمات المؤقتة في الدخل و الاستهلاك، و يقلل من تكلفة الاقتراض و يشجع النمو الاقتصادي.

إلا أن تحرير حساب رأس المال له مخاطره فإذا لم تستخدم تدفقات رؤوس الأموال للداخل بكفاءة فإن الأسواق قد تشكك في قابليتها للاستمرار و في قدرة البلد المتلقي على خدمة ديونه الخارجية، و فقدان الثقة يمكن أن يؤدي إلى انعكاس اتجاه تدفق رؤوس الأموال و ما يحدث في أعقاب ذلك من صعوبات في ميزان المدفوعات و أزمات في العملة و في البنوك.

كما أن تحرير حساب رأس المال ليس شأنًا يؤخذ كله أو يترك كله (R. Barry Johnstone, 1998, P 21) فهناك طرق عديدة للتعامل معه، بقدر ما يوجد من أدوات مالية و أنماط من التعامل في رأس المال أنظر الشكل (04).

فتدفقات رؤوس الأموال يمكن مثلا التعامل معها من خلال وساطة الأسواق الدولية (عندما يسمح للوكلاء المحليين غير الماليين بالاقتراض أو وضع أموال في الخارج)، أو من خلال الأسواق المحلية لرأس المال (عندما يستطيع غير المقيمين الوصول إلى الأسواق المالية المحلية أو عبر وسطاء يعملون على تنفيذ أوامرهم)، أو بالجمع بين هذين الإجراءين (عندما يقترض الوسطاء الماليون المحليون من الخارج أو يضعون أموالا في الخارج)، و يمكن أن تتخذ القيود على رأس المال أشكالا مختلفة – منها المنع الصريح و إجراءات الترخيص و الموافقة و الضرائب على المعاملات – و كل منها له تأثيره المختلف

على التدفقات، و يستطيع بلد ما أن يحرر بعض مكونات حساب رأس ماله بينما يحتفظ بقيود على بعضها الآخر.

و رغم أن العديد من التحديات التي يتطلبها تحرير حساب رأس المال لا تختلف عن تلك التي يتطلبها تحرير الأنظمة المالية المحلية، فإن تحرير حساب رأس المال يضيف بعدا خارجيا و ضرورة ملحة لإصلاح القطاع المالي، و سواء كانت تدفقات رأس المال تتم من خلال الوسطاء المحليين أو تتنافس معهم، فإن هؤلاء الوسطاء سيحتاجون للتدعيم إما لضمان الاستخدام الكفء لتدفقات رؤوس الأموال، أو لأن الضغوط التنافسية على المؤسسات المالية المحلية، ستزايد و كذا الحاجة لإعادة الهيكلة و علاوة على ذلك فإن تحرير حساب رأس المال قد يغري البنوك و الشركات على مزيد من المخاطرة بالعملة الأجنبية (R . Barry Johnstone, 1998, P 22).

الشكل (04): أنواع المعاملات الرأسمالية التي يمكن أن تخضع للضوابط

أسواق المال و رأس المال

أسهم أو غيرها من الأوراق المالية التي يمكن المشاركة فيها بطبيعتها.

السندات أو غيرها من أوراق المديونية.

أدوات السوق النقدي.

أوراق الاستثمار المشترك.

المشتقات وغيرها من الأدوات.

يمكن أن تنطبق الضوابط المفروضة علي عمليات سوق النقد و رأس المال

علي عمليات الشراء التي يتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع أو الإصدارات

تطبق الضوابط على الودائع أو القروض أو الهبات أو المنح أو الميراث أو

التركات أو تسوية الديون.

أحكام خاصة بالمستثمرين المؤسسيين

يجوز أن تتضمن الضوابط حدودا لشراء الأوراق المالية التي يصدرها غير

المقيمين

المصدر: ر. باري جونستون، "تسلسل الإجراءات لتجريب حساب رأس المال"، التمويل والتنمية، ديسمبر 1998،
الضمانات والكفالات وتسهيلات الدعم المالية.

يمكن أن تطبق الضوابط على التدفقات إلى الداخل (الائتمان الممنوح للمقيمين

من جانب غير المقيمين) أو على التدفقات إلى الخارج (الائتمان الممنوح من المقيمين إلى غير

المقيمين).

الاستثمار المباشر والمعاملات العقارية

يمكن أن تطبق الضوابط على الاستثمار المباشر الوارد إلى الداخل أو المتجه

إلى الخارج، أو على تصفية الإستثمار، أو على شراء أو بيع العقارات التي تتم محليا بواسطة

غير المقيمين، أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.

أحكام خاصة بالبنوك التجارية

يمكن تطبيق الضوابط على الودائع غير المقيمة وعلى اقتراض البنوك من

الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج).

تحركات رؤوس الأموال الشخصية

III - 1 - قواعد التنظيم التحوطية:

وهكذا يمكن النظر (K. Canales, 2003, P 16) إلى تحرير تدفق رؤوس الأموال على أنه أحد جوانب تحرير القطاع المالي، و الذي يكون فيه دور السلطات أولا و قبل كل شيء هو وضع إطار تنظيمي مناسب، فالتحرير الشامل لمعاملات و تحويلات رؤوس الأموال لا يعني التخلي على كل القواعد و النظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، و قد تحتاج القواعد التنظيمية إلى تقوية في عدد من المجالات، بما في ذلك القواعد التحوطية المتعلقة بمعاملات و تحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين.

و الإجراءات التحوطية تعرف بشكل عام بأنها الأعمال الرسمية (القوانين، القواعد التنظيمية، السياسات و الإجراءات المعتمدة رسميا) التي:

- (1)- تعزز سلامة المؤسسات المالية كل على حدى بضمان الإدارة المناسبة للمخاطر و التوجيه الداخلي الفعال و بتعزيز انضباط السوق.
- (2)- حماية المستثمرين من الغش و الممارسات الخداعة و ضمان قيام الوكلاء الماليين بالمسؤوليات التي تسند إليهم.

إلا أن الإجراءات التحوطية (Alexandre Lamfalussy, 2003, P 73) تطبق في العادة على الأنشطة المحلية و الأجنبية للمؤسسات المالية فقط، و فيما يتعلق بالاستثمارات التي لا تمر من خلال وساطة المؤسسات المالية، تميل الإجراءات التحوطية لأن تقتصر على السماح بدخول أدوات الاستثمار و الاتجار فيها و توفير الخدمات المتعلقة بها في السوق المحلية، و هي نادرا ما تستخدم لحماية المستثمرين الذين يشترون الأدوات في الأسواق الأجنبية.

و قد تتطوي المعاملات الدولية على أنواع معينة من المخاطر التي لا توجد في المعاملات المحلية، و منها مخاطر التحويل (فالمدين الأجنبي قد لا يستطيع الحصول على العملة الأجنبية اللازمة لخدمة دينه الخارجي في الوقت المناسب)، و المخاطر السيادية - Le Risque Souverain (فقد تفشل حكومة ما في خدمة دينها الخارجي)، و المخاطر القطرية- Le Risque Pays (فقد يجد عدد كبير من المدينين في بلد معين صعوبة في خدمة ديونهم الخارجية بسبب عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي أو في السياسة أو لأسباب

أخرى)، و اعترافا بالاختلاف بين البلدان في الممارسات الإشرافية و المحاسبية و في إمكانية الإلزام بتنفيذ قوانين الإفلاس و القوانين الأخرى الرامية لحماية المستثمرين، فإن الأمر قد يقتضي أن تختلف المعايير التي تطبق للسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بالعمل في السوق المحلية أو للتصريح بتسجيل الأوراق المالية الأجنبية و الاتجار فيها في الأسواق المحلية عن المعايير التي تطبق على الوكلاء المحليين.

و نطاق و مضمون الإجراءات و التدابير التحوطية يتغيران تغييرا كبيرا على نطاق العالم كله، مع تحديث تقنيات التعرف على المخاطر المالية و قياسها و إدارتها و مع نمو الحاجة لتنسيق أساليب الإشراف على المستوى العالمي، و تقوم جماعات دولية مختلفة من المشرفين بوضع مجموعة متزايدة من المبادئ و المعايير و أفضل الممارسات المقبولة بشكل عام لتقديم إرشادات حول التعامل السليم مع تدفقات رؤوس الأموال، و نظرا لأن التركيز في إدارة المخاطر يتحول بعيدا عن الاعتماد على القيود الكمية، و يتجه نحو المعرفة العميقة بقدرة المؤسسات على إدارة المخاطر وعلى المزيد من الكشف عن المعلومات للجمهور، فإن تطبيق أفضل الممارسات المقبولة بشكل عام (Alexandre Lamfalussy, 2003, PP 73-74) لن يتضمن سوى القليل إن وجد من التأثير المقيد لحركة رؤوس الأموال، و هذه الممارسات المقبولة بشكل عام تلقي الضوء أيضا على أهمية إدارة التعرض لمخاطر العملة الأجنبية و سيولتها.

و في البلدان ذات الأنظمة المالية الضعيفة و الجنينية تصبح كل من سرعة تحرير حساب رأس المال و تصميم التدابير التحوطية أكثر تعقيدا، فالمؤسسات المالية المحلية قد تكون قدرتها محدودة على تقييم و إدارة المخاطر المرتبطة بالتدفق الكبير لرؤوس الأموال و قد تكون القدرة الإشرافية للسلطات التنظيمية ضعيفة، و للأغراض التحوطية تحتاج هذه البلدان إلى إنشاء مؤسسات و أسواق و أدوات مالية قبل أن تستطيع أن تحرر حساب رأس مالها تحريرا قابلا للاستمرار، و قد تحتاج أيضا إلى إقرار المعايير المحاسبية الدولية للشركات و الكشف عن المعلومات في الوقت المناسب و قد تحتاج البلدان ذات الأنظمة المالية الضعيفة أو القدرة الإشرافية المحدودة، لتبني تدابير غير مدروسة (مستعجلة) لتحقيق الأهداف التحوطية المشروعة، و هذه التدابير قد يكون لها تأثير مقيد على تدفق رؤوس الأموال.

و قد يكون من الضروري إِبلاء عناية خاصة لتقوية القطاع المصرفي كما هو عليه الحال في الجزائر، فالبنوك في العديد من البلدان النامية هي الوسيط المالي الأساسي لتدفقات رأس المال (كان هذا هو الوضع في تايلاندا و كوريا و هما البلدان اللتان أصابتهما الأزمة الآسيوية بضرر شديد)، و يمكن أن يكون لسعر الفائدة البنكي و سياسات الائتمان تأثير قوي على تكوين تدفقات رأس المال على سبيل المثال، إن الهوامش العريضة بين الفوائد على الودائع و الفوائد على القروض قد تشجع الشركات على الاقتراض عبر الحدود في حين يؤدي خفض أسعار الائتمان و مخاطر تحويل الاستحقاقات إلى خلل في منحنى العائد، و هناك أدلة كثيرة على أن السماح للبنوك الضعيفة بتوسيع ميزانياتها يؤدي إلى نشوب أزمات مصرفية، و تشمل تدابير تقوية البنوك رفع نسبة كفاية رأس المال و متطلبات مخصصات القروض، تحسين تقييم الائتمان و إدارة السيولة و تسعير المخاطر و إدارة البنوك، و زيادة المشاركة الأجنبية في القطاع المصرفي و إجراء عمليات تفتيش دقيقة في الموقع.

و قد تكون هناك الحاجة لاتخاذ تدابير مباشرة للحد من نمو ميزانيات البنوك على سبيل المثال، وضع حدود للاقتراض الدولي بواسطة البنوك في البلدان التي تقلل فيها الأسواق المالية من تقدير ضعف قطاعها المصرفي، أو في البلدان التي تضمن صراحة أو ضمنا إقراض البنوك عبر الحدود، ففي هذه الحالات يكون من الخطر تحرير فرصة حصول البنوك على التمويل الخارجي، فقط حتى تتم معالجة ضعف النظام و إقرار المعايير الإشرافية المناسبة و حل المشاكل الخاصة بالمخاطر المعنوية (Alexandre Lamfalussy, 2003, P 74) (نفس هذه المخاوف تنطبق على الشركات المقترضة التي يعنقد المقرضون الأجانب أن الضمانات الحكومية تساندها).

III - 2 - السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف:

مع زيادة حرية حركة رؤوس الأموال ستصبح أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل مرتبطة بشكل متزايد بأسعار الفائدة الخارجية قصيرة الأجل، و بتوقعات الحركة قصيرة الأجل لسعر الصرف - أي الحالة التي يكون فيها سعر الفائدة مغطى على المدى المتوسط أو الطويل و محاولات بلد ما لوضع أسعار فائدة و أسعار صرف ثابتة لا تتفق مع حالة

تكافؤ تغطية سعر الفائدة – يمكن أن تؤدي إلى تدفقات كبيرة للدخل أو للخارج لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، و من ثم فإن قدرة البلد على استخدام السياسة النقدية و سياسة سعر الصرف لتحقيق أهداف متميزة للاقتصاد الكلي ستصبح مقيدة بزيادة حراك رأس المال، فإذا كانت السياسة النقدية تستهدف التضخم فإن سعر الصرف لا يمكن استخدامه مثلا لتحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري (و إن كان في الوسع استخدام السياسة المالية للتأثير على ميزان الادخار و الاستثمار لتحقيق مثل هذه الأهداف)، و بالعكس إذا كان سعر الصرف يستهدف تحقيق أهداف خاصة بالحساب الجاري أو إذا كان سعر الصرف ثابتا، فإن السياسة النقدية لن تكون مستقلة بما فيه الكفاية لتصلح كأداة لتحقيق الاستقرار الداخلي أو إدارة نتائج تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل(جويليرمو كالفو و كارمن م. رينهارت، 1999، ص13) .

و كانت الاستجابة الأولى للتدفقات الكبيرة من رؤوس الأموال إلى البلدان ذات سعر الصرف المرتبط بعملة أجنبية هي بشكل عام التدخل المعقم، إلا أن هذا التدخل يتضمن تكاليف شبه مالية و يكون عادة محدود التأثير لأنه يحافظ على ارتفاع أسعار الفائدة المحلية مما يجذب مزيدا من التدفقات، و في بعض الحالات جعلت أسعار الصرف مرتبطة بعملة أجنبية المقترضين يقللون أيضا من قدر المخاطر المرتبطة بالقروض المقومة بالعملة الأجنبية، لذلك فإنه مع تقدم تحرير حساب رأس المال اتجه عدد من الدول نحو مزيد من المرونة في سعر الصرف لتثبيت تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي ترجع فقط إلى الفروق في أسعار الفائدة.

و قد تبنت بعض البلدان ركيزة اسمية قوية لتثبيت سعر الصرف و أخضعت السياسة النقدية للمحافظة على ركيزة التثبيت، و سمحت لأسعار الفائدة أن تضبط نفسها تبعاً لحركة رؤوس الأموال و قد مكنها ذلك من تجنب انعكاس حركة رؤوس الأموال التي كان عدم اليقين بشأن تقلبات سعر الصرف سيؤدي إليها، و نظرا لأنها لا تستطيع استخدام سياسة سعر الصرف لتقليل تدفق رؤوس الأموال القصيرة الأجل، فقد أولت اهتماما أكبر للمعايير التحوطية لتقليل المخاطر المرتبطة باحتمال انعكاس حركة تدفق رؤوس الأموال (جويليرمو كالفو و كارمن م. رينهارت، 1999، ص 14).

و قد استهدفت بلدان أخرى سعر الصرف (و من ثم السياسة النقدية) للمحافظة على القدرة على المنافسة و اعتمدت على التدعيم المالي، لتحقيق الاستقرار المحلي و موازنة آثار التدفقات الكبيرة لرؤوس الأموال إلا أنه نظرا لأن السياسة المالية لا تكون مرنة على المدى القصير، كان على السلطات أن تلجأ إلى تدابير أخرى - خاصة الضوابط على رأس المال (R.Barry Johnstone, 1998, P 26) - للتعامل مع التدفقات غير المستقرة و هذه الضوابط تكون فعالة أساسا كتدابير مؤقتة.

III - 2 - 1 - الأهداف و الأدوات النقدية:

تترتب على زيادة حراك رؤوس الأموال نتائج بالنسبة لتصميم أطر السياسة النقدية و استخدام الأدوات النقدية المختلفة، ففي ظل أنظمة تثبيت سعر الصرف أو تعويمه الموجه قد يصبح النظير الخارجي لعرض النقود أكثر تقلبا، و يصبح الطلب على النقود الإجمالية المحددة محليا أكثر حساسية للفروق في سعر الفائدة الدولي، و نتيجة لذلك قد يكون من الصعب تحديد إجمالي نقدي يكون مستقرا بدرجة كافية لاستخدامه في التنبؤ بتطور المتغيرات الاقتصادية الاسمية الأخرى، و على ذلك فإن تحرير حساب رأس المال يقوي الاتجاه نحو تبني أطر نقدية أكثر انتقائية و يعطي وزنا أكبر لأسعار الصرف في التقييمات النقدية.

و عندما تكون رؤوس الأموال متحركة بدرجة كبيرة تتغير فاعلية الأدوات النقدية المختلفة و على سبيل المثال، فإن أدوات مثل الحد الأقصى للائتمان أو لسعر الفائدة أو متطلبات الاحتياطي العالية، تفرض تكاليف عالية أو قيود إدارية على البنوك يمكن الالتفاف حولها بالاستغناء على الوساطة من خلال حساب رأس المال مما يفقدها بعض فاعليتها، و على عكس ذلك فإن الأدوات النقدية التي تؤثر على تكلفة النقود أو الائتمان في الأسواق المالية يمكن أن تنتقل بسرعة أكبر لأسواق الائتمان و الصرف، مما يسمح للبنك المركزي بالتأثير على قرارات المؤسسات و الأسواق المالية التي تستخدم العملة الوطنية في كل من العمليات المحلية و الدولية.

و على الرغم من أن بعض البلدان قد خفضت - أو حتى ألغت - متطلبات الاحتياطي، فإن بلدانا أخرى ما زالت تعتمد عليها للتأثير على العرض و الطلب في السوق

على الاحتياطي المصرفي (الودائع المصرفية لدى البنك المركزي)، إلا أن متطلبات الاحتياطي بدون تعويض عنه تعمل كضريبة على البنوك التي تخضع لها و بذلك تشجع التخلي عن الوساطة لصالح المؤسسات و الأسواق المالية التي لا تخضع لهذه المتطلبات، و رغم أن بعض البلدان تتجنب المشكلة المحتملة إما بمكافأة متطلبات الاحتياطي بمعدلات تقترب من معدلات السوق أو بتخفيض أو إلغاء متطلبات الاحتياطي، و قد احتفظت بلدان أخرى بضوابط منقاة على رأس المال مثلا على إصدار شهادات إيداع محلية بواسطة بنوك غير مقيمة، لحماية فعالية متطلباتها من الاحتياطي و من المتوقع أن يؤدي تقييد فرصة البنوك الأجنبية في استخدام أداة معينة إلى تقييد الاستغناء عن الوساطة أيضا (R. Barry Johnstone, 1998, P 27).

و تلعب عمليات السوق المفتوحة دورا محوريا في توجيه أسعار الفائدة و في إدارة السيولة في السوق، و التعريف بحالة السياسة النقدية و في سياق حرية حركة رؤوس الأموال يستطيع البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوح، التأثير على الظروف في كل من الأسواق المحلية و الخارجية للعملة الوطنية فالتسهيلات الدائمة و حصص إعادة الخصم و ودائع القطاع العام، كثيرا ما تستخدم لمساندة عمليات السوق المفتوحة خاصة لتوجيه حركة سعر الفائدة و لنقل رسالة البنك المركزي و بوضوح للأسواق، و هكذا فإن تبني الضوابط النقدية غير المباشرة يدعم الاتجاه نحو قابلية حساب رأس المال للتحويل.

III - 2 - 2 - متطلبات الاحتياطي الإجمالي الخاص:

أحد التدابير التي تستخدم كثيرا لتقليل تدفق رؤوس الأموال للدخل أو لتغيير تكوينها هو فرض متطلبات خاصة و إجبارية للاحتياطي على الاقتراض قصير الأجل من غير المقيمين، و رغم أنه يشار إلى هذا الإجراء أحيانا بأنه تدبير على "النمط الشيلي- Chilienne" لأن السلطات الشيلية تبنته في سنة 1991 إلا أن له في الواقع تاريخا طويلا للاستخدام في بلدان أخرى (J. Williamson, 1996, P 03).

و قد انتهت دراسات تطبيقية مختلفة أجريت على هذه التدابير إلا أن لها تأثيرا مؤقتا يمكن أن ينمحي بسرعة تبعا لنطاق الضوابط ومرحلة تطور الأسواق و الأدوات المالية، ويمكن أن تستخدم المشتقات المالية إلى جانب الأدوات التقليدية غير المغطاة بالقواعد

الخاصة بالصراف الأجنبي للالتفاف حول الضوابط المتعلقة برؤوس الأموال قصيرة الأجل، وعلاوة على ذلك إذا لم تطبق متطلبات الاحتياطي الخاصة على كل التدفقات الخارجية الأجل فقد يشجع ذلك تدفقات أكبر من رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال أدوات لا تخضع للمتطلبات، و الخطورة هي أنه لتجنب الضوابط قد تلجأ تدفقات رؤوس الأموال إلى قنوات وساطة مالية مخاطرها أكبر و تنظيمها أقل، وقد تخلق أدوات و مؤسسات خصيصا للالتفاف حول هذه الضوابط و بمرور الزمن وجدت شبلي أنه من الضروري توسيع متطلباتها للاحتياطي، لتشمل كل تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل و منذ فترة قريبة ألغت شبلي (R. Barry Johnstone, 1998, PP 27-28) متطلبات الاحتياطي الخاصة عندما واجهتها تدفقات رؤوس الأموال للخارج.

III - 3 - ترتيب التسلسل في تحرير حساب رأس المال:

لزيادة فائدة تحرير حساب رأس المال إلى أقصى حد وفي نفس الوقت تقليل المخاطر إلى أدنى حد يجب التفكير جيدا في السرعة و التسلسل، و وجهة النظر التقليدية للتسلسل تؤكد على أهمية تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي وتطوير المؤسسات المالية المحلية و الأسواق و الأدوات قبل تحرير حساب رأس المال، وطبقا لهذا الرأي يجب أن يحدث تحرير حساب رأس المال في فترة متأخرة من برنامج البلد للإصلاح الاقتصادي، أما وجهة النظر البديلة فتبرز القيود التي تقف في وجه الإصلاح و القدرة المحدودة للبلد على إصلاح ذاتها في غياب الضغوط الخارجية للإصلاح، وتفضل وجهة النظر هذه تحرير حساب رأس المال المبكر الذي يمكن أن يكون عاملا مساعدا لإصلاحات اقتصادية أوسع ويتغلب على معارضة الإصلاح من جانب أصحاب المصالح المكتسبة، و ترى وجهة نظر متوسطة أن تحرير حساب رأس المال يجب أن يكون جزءا من أسلوب معالجة مترامن و متكامل وشامل للإصلاح الاقتصادي الكلي والهيكلية، و من وجهة النظر هذه يكون التنسيق بين الإصلاحات في القطاعات المحلية والخارجية هو المسألة الرئيسية.

و مزايا وتكلفة ومخاطر كل من هذه الإستراتيجيات الثلاث تختلف من بلد لآخر تبعا لظروف كل منها في البداية و لأهدافها الاقتصادية، ويمكن أن يكون أحد الأساليب هو التركيز على مساهمة كل إستراتيجية من هذه الإستراتيجيات في تحقيق الأهداف العريضة،

الخاصة بتحسين الكفاءة في حشد وتخصيص الموارد و تعزيز الاستقرار المالي و الاقتصادي الكلي و هكذا إذا كان أحد الإصلاحات المعينة يحسن تخصيص الموارد و يساعد على تحقيق — أو على الأقل لا يدمر — الاستقرار المالي و الاقتصادي الكلي فيجب القيام به (K. Canales, 2003, P 02).

و الإصلاحات التي تزيد من التنوع في النظام المالي مثل، تطبيق تكنولوجيات و أدوات جديدة إلى جانب مهارات، و قدرات جديدة على إدارة المخاطر و تدعيم هيكل رأس المال للمؤسسات المالية و تعزيز التنافس — ستزيد الكفاءة و تحرير فرصة الدخول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية — عندما يؤدي إلى إقرار متطلبات جديدة للمحاسبة و الإفصاح، و يزيد من الحوافز لمراجعة الهياكل التنظيمية القديمة و الترتيبات الإشرافية غير الفعالة — يمكن أن يحسن الانضباط المالي و استخدام أدوات جديدة للتغطية و إدارة المخاطر و تنويع مصادر التمويل و توزيع الأصول — ستقوي أيضا، الأنظمة المالية (و نظرا لأنه لا يوجد سبب لوجود أدوات التغطية في غياب تقلبات الأسعار فإن تطويرها لن يحدث إلا بعد تحرير أسعار الفائدة و الصرف)، و أخيرا فإنه يتعين على البلدان عند اختيار أي من الوسائل المالية التي يجب تحريرها — تحقيقا للكفاءة و الاستقرار — أن تدرس تلك التي تخضع للإطار التنظيمي الأكثر تقدما و التي لها أقوى تأثير في التوجيه و التي تسبب أقل المخاطر المعنوية.

و التغييرات التنظيمية التي قد لا تؤدي لزيادة الكفاءة تشمل تلك التي تساند الاحتكارات الموجودة و الهياكل المالية غير الكفأة و ذلك مثلا، بالسماح للمؤسسات المالية المحلية المسيطرة فقط بفرصة الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية أو بتشجيع التركيز بدلا من التنويع في الأصول و موارد التمويل و المخاطر.

و رغم أن بعض القواعد بشأن تسلسل تحرير حساب رأس المال (R. Barry Johnstone, 1998, P 28) — على سبيل المثال، تلك التي ترى أنه يجب على البلدان تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، و تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار محافظ الأوراق المالية — هي قواعد مغرية بسبب بساطتها، فإن قابلية رأس المال للانتقال تجعل تطبيقها عمليا أمرا صعبا و قد يفيد الإبقاء على القيود على بعض أنواع معاملات رأس المال، أساسا في كسب الوقت لإجراء إعادة هيكلة أكثر

تدفقات رؤوس الأموال و ترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة و الاقتصاديات الانتقالية
- البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري -

جذرية للأسواق المالية و لإقرار المعايير التحوطية و الترتيبات الإشرافية المناسبة و لتطوير الأدوات النقدية غير المباشرة اللازمة.

المراجع:

- 1 - كالفو جويليرمو و كارمن م. رينهارت، "تدفقات رؤوس الأموال و الجدول حول سعر الصرف و الدولار " التمويل و التنمية، سبتمبر 1999.
- 2 - Andrea Bubula and Inci Otker-Robe, 2003, "Are Paged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crises prone", IMF Working Paper 03/223. Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/bubula/223/2003.pdf
- 3 - Barry Johnstone. R, 1998, "Sequencing Capital account Liberalizations and Financial Sector reform", Document d'analyse et d'évaluation des politiques du FMI N° 98/08. Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/seq-cap/98/2008.pdf
- 4 - Canales Kriljenko, 2003, "Foreign Exchange Intervention In Developing and Transition Economies: Results of a Survey", IMF Working Paper 03/95. Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/kriljenko/03/95.pdf
- 5 - Dutttagupta Rupa, Gilda Fernandez, 2004, "From Fixed to float Operational aspects of moving Exchange Rate Flexibility", IMF Working Paper 04/126. Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/rupa&fernandez/126/2004.pdf
- 6 - Guimaraes Roberto, and Cem Caracadag, 2004, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Markets: The Cases Of Mexico and Turkey", IMF Working Paper 04/123. Available at: WWW.IMF.ORG/External/np/R.Guimaraes04/126/2004.pdf
- 7 - Lamfalussy Alexandre, 2002, "Financial Crises in Emerging Markets: An essay on Financial Globalization and Fragility" ترجمة د. خالد وهيب الراوي و د. أمينة العالي جرش، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان 2003.
- 8 - Williamson John, 1996, The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia and Israel, Washington Institute for international Economics.