

أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم في أدبيات الفكر الاقتصادي

عبد الحميد مرغيت

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة محمد الصديق بن يحيى ، جيجل ، الجزائر

المستخلص

ما يزال موضوع اختيار نظام سعر الصرف الملائم أحد مواضيع الاقتصاد الدولي المثيرة للجدل منذ زمن طويل. فقد عكف الاقتصاديون على تطوير عدة نظريات سعياً منهم للإجابة على التساؤل المحوري الآتي: ما هو نظام سعر الصرف الملائم لاقتصاد ما؟ وعموماً يمكن تصنيف الدراسات النظرية والتطبيقية حول هذا الموضوع إلى ثلاثة تيارات رئيسية. التيار الأول هو نظرية مناطق العملة المثلى التي ظهرت بداية سنوات 1960، واهتمت بدور الصدمات التي تواجه الاقتصاد وكذلك الخصائص الهيكلية لأسواق السع والعمل والأسواق المالية كاعتبارات مهمة في اختيار نظام الصرف. أما التيار الثاني (الاقتصاد السياسي) فقد ظهر خلال الفترة (1970-1980) التي تميزت بضغط تضخمية حادة في العديد من البلدان ، واهتم أنصاره بإبراز دور "المصدقية" والعوامل السياسية في تحديد نظام الصرف المناسب في ظل بيئة تضخمية. أما التيار الثالث فهو نظرية أزمات العملة التي ظهرت عقب الأزمات النقدية الحادة التي عصفت بالعديد من الاقتصاديات لثلاثين سنة خلال تسعينيات القرن العشرين، وأوضحت هشاشة أنظمة الصرف الوسيطة ودورها في حدوث مثل هذه الأزمات. تحاول هذه الورقة استعراض أهم ما جاءت به هذه التيارات الفكرية الثلاث كما تلخص أهم محددات اختيار نظام الصرف الملائم.

الكلمات الدالة: نظام الصرف الملائم-مناطق العملة المثلى- نظرية الاقتصاد السياسي-نظرية أزمات العملة.

Abstract

The choice of an appropriate exchange rate regime has been at the centre of the debate in international economics for a long time. Economists have developed various answers to this question: what is the appropriate exchange rate regime for an economy? Thus, the theoretical literature on exchange rate regime choice can typically be divided into three main theories. According to the optimal currency areas theory initiated in the early 1960's the nature and the magnitude of shocks the economy is likely to face, as well as the structural characteristics of its goods, labor, and financial markets, are important considerations in choosing an exchange rate regime. In an environment of high inflation, as was the case in most countries in the 1970's and the 1980's, the political economy theory emphasises the role of credibility and political factors in the choice of an exchange rate regime. However, in the aftermath of the currency crises in emerging markets economies in the 1990's, the currency crisis approach stressed that the intermediate exchange rate regimes are no longer feasible because of its vulnerability to currency crises. This paper reviews the three most important theories of exchange rate regime choice and summarizes the main criterion for exchange regime choice.

Key-words : Appropriate exchange rate regime- Optimal currency areas- Political economy theory - Currency crisis.

المقدمة

تعتبر مسألة اختيار نظام سعر الصرف الملائم للاقتصاد ما إشكالا مطروحا منذ أمد طويل في علم الاقتصاد الدولي، حيث ترجع بداية الأبحاث المتعلقة بهذا الموضوع إلى الخمسينيات من القرن الماضي وتحدد الدراسة التي أعدها الاقتصادي الأمريكي الشهير "ميلتون فريدمان" عام 1953 تحت عنوان "دفاعا عن أسعار الصرف المرنة" (Milton F, 1953)، حيث انتقد فيها النظام النقدي الدولي السائد آنذاك -أي نظام بريتتن وودز" (Bretton Woods) لأسعار الصرف الثابتة - نظرا للعيوب التي ينطوي عليها لاسيما أنه يشجع هجمات المضاربة على العملات، كما أنه مصدر لعدم الاستقرار الاقتصادي. وبالمقابل يعتقد "فريدمان" أنه في ظل التحول نحو تطبيق أسعار الصرف المرنة فإن التغييرات في سعر الصرف ستحدث على نحو سريع وتلقائي ومستمر مما يؤدي إلى تحركات تصحيحية قبل تراكم الاضطرابات وحدوث الأزمات.

وقد جاءت نظرية "فريدمان" في زمن تميز بضعف حركية رأس المال دوليا، وبالتالي لم يكن له أي تأثير على اختيار نظام الصرف. و عليه و منذ الستينيات، نشر الاقتصادي "Robert Mundel" أبحاث جديدة أبرز من خلالها الأهمية الكبيرة لحركية رأس المال في تحديد نظام الصرف الملائم، وبشكل خاص مزايا مرونة سعر الصرف وقدرتها على عزل الاقتصاد من تأثير الصدمات. كما قام "روبرت ماندل" بإرساء أسس نظرية "مناطق العملة المثلى" (Mundel, 1961) التي حاولت إبراز المعايير والخصائص اللازمة لقيام إتحاد نقدي أو تبني عملة موحدة بين مجموعة من البلدان .

وفي ظل بيئة تضخمية مثلما كان عليه الحال في العديد من البلدان خلال السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين، ظهر تيار فكري جديد أطلق عليه "الاقتصاد السياسي" يركز أنصاره على إبراز أهمية "المصدقية" في اختيار نظام الصرف الملائم وذلك بغية إنجاح سياسات مكافحة التضخم. ويعتقد أنصار هذا التيار أنه عندما يكون من الصعب على البنك المركزي في أي بلد اكتساب سمعة طيبة في مجال مكافحة التضخم، فإنه بإمكانه استيراد المصدقية من نظرائه الأكثر أهلية من خلال الربط الصارم لسعر الصرف، حتى يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره كمثبت اسمي لمستوى الأسعار والتوقعات التضخمية.

وخلال سنوات التسعينيات من القرن العشرين تعرضت العديد من الاقتصاديات الناشئة (المكسيك-جنوب شرق آسيا-روسيا-البرازيل-تركيا...) إلى أزمات نقدية مدمرة أجبرتها على التخلي عن أنظمة سعر الصرف الثابتة والتحول نحو ترتيبات أكثر مرونة. وتبعاً لذلك برز تيار فكري جديد تناول العلاقة بين أنظمة سعر الصرف والهشاشة المالية، حيث أكد على أن البلدان النامية الأكثر اندماجاً في الأنظمة التجارية والمالية الدولية، أمامها خيارين ممكنين لإدارة نظم الصرف فيها (النظرة ثنائية القطب) وهما: إما تبني التعويم أو الربط الصارم لعملاتها.

ونظراً لعدم توصل علماء الاقتصاد لنظرية ثابتة أو قاعدة عامة بشأن نظام سعر الصرف الملائم، فقد تبين أن الاختيار الملائم هو قضية تخص كل بلد لوحده دون غيره، وترتكز أساساً على تقييمه لمجموعة من المعايير والمحددات الاقتصادية والتي على أساسها يقرر ما إذا كان عليه أن يثبت سعر صرف عملته، أو يجعله معوماً، أو يختار نظاماً وسطاً بين الحلين المتطرفين السابقين.

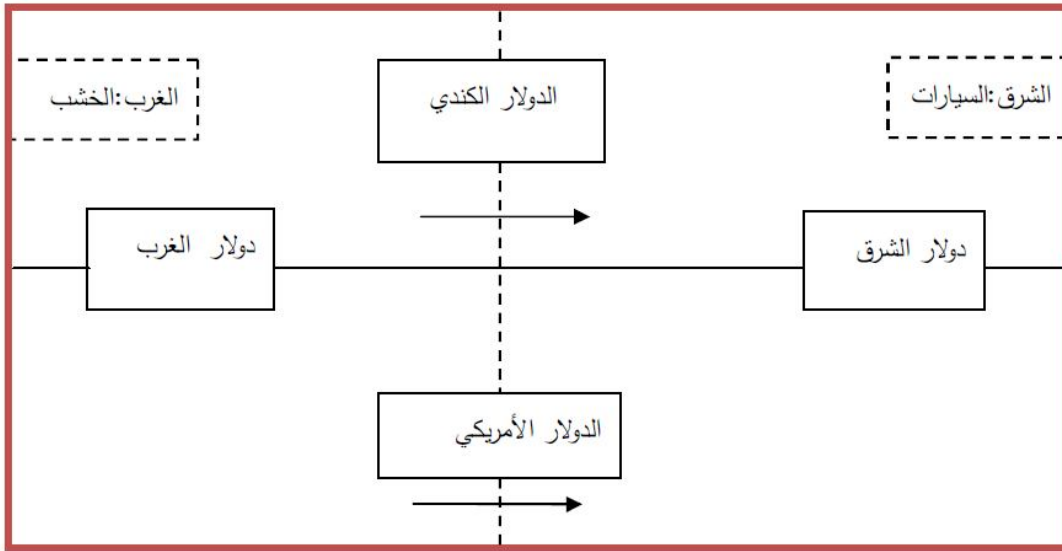
وبناءً على ما سبق تهدف هذه الدراسة إلى بيان أسس اختيار نظام سعر الصرف الملائم في أدبيات الفكر الاقتصادي من خلال استعراض الدراسات النظرية والتطبيقية حول هذا الموضوع. وسيتم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة مباحث يتناول المبحث الأول نظرية مناطق العملة سواء بأدبياتها المبكرة أو المعاصرة، أما المبحث الثاني فينتقل إلى نظريات الاقتصاد السياسي، بينما يستعرض المبحث الثالث نظرية أزمات العملة، في حين يلخص المبحث الرابع أهم المحددات الاقتصادية التي أشارت إليها مختلف الدراسات والأبحاث كمعايير معتمدة لا بد من اختبارها وتقييمها عند اختيار نظام الصرف الملائم لاقتصاد ما.

المبحث الأول: نظرية مناطق العملة المثلى (The Theory of Optimum currency areas)

يوصف إقليم ما بأنه "منطقة عملة مثلى" إذا كان بالإمكان تحقيق كفاءة اقتصادية أعلى من خلال تشارك كامل الإقليم في عملة واحدة. أو هو الإقليم الذي يكون فيه تكاليف التخلي عن أسعار الصرف كأداة للتكيف أقل بكثير من المنافع المحققة من تبني عملة واحدة. وتتبع تطور أدبيات نظرية "مناطق العملة المثلى" يلاحظ تطورها عبر مرحلتين: الأدبيات المبكرة التي ركزت على التمييز بين الصدمات المتماثلة وغير المتماثلة، والنظريات المعاصرة المرتكزة على تحليل طبيعة الصدمات (الحقيقية أو النقدية) التي يتعرض لها الاقتصاد لاختيار ترتيبات الصرف المناسبة.

المطلب الأول: الأدبيات المبكرة حول مناطق العملة المثلى

ترجع انطلاقة الأبحاث حول نظرية "مناطق العملة المثلى" إلى عام 1961 من خلال البحث الشهير الذي نشره الاقتصادي "روبرت ماندل" "Robert Mundel" في مجلة الاقتصاد الأمريكية بعنوان "نظرية مناطق العملة المثلى" (Mundell, 1961). حيث حاول "ماندل" إبراز المعايير الاقتصادية التي على أساسها يمكن لعدة مناطق من العالم أن تتخذ قرارا بتبني عملة مشتركة، من خلال صياغته لمثال عن أمريكا الشمالية. حيث افترض أن العالم يتكون من بلدين هما : كندا في الشمال والولايات المتحدة الأمريكية في الجنوب ، وكل منهما له دولار يختلف عن الآخر (عملة مستقلة) . و إلى جانب هاذين البلدين افترض أيضا وجود منطقتين هما: الشرق الذي يتخصص في إنتاج "السيارات" والغرب الذي ينتج "المنتجات الخشبية" كما يوضحه الشكل الموالي :



بعد ذلك حاول "ماندل" معرفة متى يكون من المفيد للمنطقة الغربية لكل من كندا والولايات المتحدة الأمريكية التحالف و إنشاء عملة خاصة بهما ، ونفس الشيء بالنسبة للمنطقة الشرقية للبلدين؟ وللإجابة على ذلك افترض "ماندل" حدوث تغير في أذواق المستهلكين حيث ارتفع طلبهم على السيارات وانخفض على المنتجات الخشبية، واعتبر هذا التغير بمثابة "صدمة غير متماثلة" نجم عنها طلب فائض على منتجات الشرق وعرض فائض لمنتجات الغرب. هذه الصدمة ستؤدي إلى زيادة أسعار السيارات و من ثم إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار (أي نشوء ضغوط تضخمية) في المنطقة الشرقية ، في حين يحدث العكس تماما في المنطقة الغربية حيث تتخفض أسعار المنتجات الخشبية و تتزايد مشكلة البطالة. وبالتالي تتدهور معدلات التبادل التجاري بين الشرق والغرب.

بعد ذلك يتساءل "ماندل" ماذا لو أن كلتا المنطقتين تستخدم نفس العملة و ليكن مثلا الدولار الكندي ، حيث يرى أن البنك المركزي الكندي سيكون أمام خيارين صعبين وهما :هل يحارب التضخم في الشرق عبر سياسة نقدية انكماشية أم يتصدى للبطالة في الغرب باستخدام سياسة نقدية توسعية ؟ويجيب "ماندل " بأن البنك المركزي الكندي لايمكنه صياغة سوى سياسة نقدية واحدة ،و أن هذه المفارقة يمكن إيجاد حل لها من خلال حركة عوامل الإنتاج ولاسيما عنصر العمل.فإذا انتقل كل من "رأس المال والعمل" من الصناعات التي تعاني تراجع في الطلب (المنتجات الخشبية في المثال) نحو تلك التي تشهد طلبا فائضا (صناعة السيارات) أي الانتقال من الغرب إلى الشرق فان ذلك سينعكس على استقرار الأسعار وزيادة العمالة وبالتالي عودة التوازن من جديد .

وبالمقابل لو تم افتراض غياب حركية عوامل الإنتاج فان صدمات عدم التماثل يمكن مواجهتها حسب "ماندل" من خلال مرونة سعر الصرف ،وذلك شريطة أن تتوافر المناطق المتأثرة على عملتها المستقلة الخاصة بها. ومن المثال السابق لو افترضنا أن لكل منطقة عملتها المستقلة ، فان البنك المركزي للغرب سيعمل على تخفيض أسعار الفائدة من أجل التصدي للبطالة ، في حين أن البنك المركزي للشرق سيرفعها بغرض محاربة للتضخم.وهذا سيؤدي إلى انخفاض قيمة عملة الغرب بالنسبة لعملة الشرق ، وبالتالي تتحسن التنافسية في الغرب وتندهور في الشرق ،ويؤدي ذلك إلى عودة التوازن في موازين مدفوعاتها من جديد ،و بتكلفة تعديل(انخفاض الناتج) أقل مقارنة بوجود عملة موحدة للمنطقتين .

وبشكل عام فقد أبرز "روبرت ماندل" من التحليل أعلاه المعايير التي لا بد أن تتوفر في الدول لإنجاح عملية الاتحاد النقدي ، حيث يوصف إقليم ما بأنه يمتلك الخصائص اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى إذا تميز بمرونة كبيرة في حركة عوامل الإنتاج بين أجزائه المختلفة ،مع قدرة أقل لتحرك هذه العوامل خارج الإقليم.فحركية عوامل الإنتاج داخل دول الاتحاد تضمن استعادة التوازن في الإنتاجية والعوائد على مستوى الإقليم دونما الحاجة لتغيير أسعار الصرف للتعامل مع الصدمات غير المتماثلة التي تصيب اقتصاديات دول الاتحاد.

ولقد نالت الأدبيات المبكرة لمنطقة العملة المثلى التي أرسى معالمها "روبرت ماندل" نصيبا وافرا من الاهتمام حيث عكف على تطويرها مجموعة من الاقتصاديين البارزين ، ولعل أشهر الإسهامات هي محاولات كل من (Ronald MacKinnon) عام 1963 و (Peter Kenen) عام 1969.

-إسهام "رونالد ماكينون"(MacKinnon,1963): حيث أضاف معيار "التبادل التجاري" كأحد المعايير اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى. حيث توصل "ماكينون" إلى أن الاتحاد النقدي يتطلب أن تكون درجة التبادل التجاري(التجارة البينية) بين الدول المشتركة فيه عالية،حيث أن التكاليف المرتبطة بالتخلي عن سعر الصرف كأداة للسياسة الاقتصادية تنخفض بدلالة درجة الانفتاح الاقتصادي لدول الاتحاد وأهمية المبادلات التجارية

بينها ،وبالمقابل فان أسعار الصرف المرنة ستكون مناسبة للاقتصاديات المنغلقة. و قد فسر "ماكينون" ذلك بأنه في حالة ارتفاع معدلات التبادل التجاري بين دول الاتحاد فان مرونة أسعار الصرف لن تكون مجدية لأن تغيرات أسعار الصرف ستعكس مباشرة على أسعار السلع محليا مؤدية بذلك لارتفاع معدلات التضخم. كما توصل أيضا إلى أن الدول الصغيرة بمقدورها أن تصبح أكثر انفتاحا و مرونة مما يحفز قابليتها للدخول في اتحاد نقدي، والاستفادة من ثبات الصرف لتفادي تذبذبات الأسعار النسبية بين السلع القابلة للمتاجرة وغير القابلة.

-إسهام " بيتر كينن" (Kenen, 1969) : أبرز "كينن" أهمية معيار "تنوع الإنتاج والصادرات" كأحد الشروط اللازمة لقيام منطقة عملة مثلى. حيث توصل إلى أن التنوع الكبير لاقتصاديات دول الإقليم يؤدي إلى التقليل من صدمات عدم التماثل التي تتعرض لها دول الاتحاد، و التي عادة ما تحتاج معالجتها لتغيرات في أسعار الصرف (نظام صرف مرن) ، و بعبارة أخرى فان تعرض الإقليم ذي الاقتصاد المتنوع لانخفاض الطلب على صادراته لن يؤدي إلى نشوء بطالة حادة كما هو الحال في حالة الإقليم غير المتنوع بشكل كاف أو أحادي الإنتاج.

المطلب الثاني: الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلى

اهتمت الأدبيات المعاصرة لمناطق العملة المثلى في مجال اختيار نظام الصرف بإدخال مفهوم الصدمات التي تواجه الاقتصاد و تحليل مصدرها عند اتخاذ القرار حول البدائل الممكنة لنظم إدارة سعر الصرف. حيث خلصت إلى أن الصدمات الحقيقية يتم مواجهتها بصورة أفضل من خلال أسعار صرف مرنة ، وأن الصدمات الاسمية يمكن مواجهتها من خلال أسعار صرف ثابتة (Agheveli, Khan, Montiel, 1991).

فإذا كانت الصدمات الحقيقية هي المسيطرة فمن الناحية النظرية فان تبني النظام المرن هو أفضل اختيار، لأنه يتمتع بأن له آلية ذاتية لتخفيض سعر الصرف عندما يحتاج الاقتصاد المحلي لذلك. فبافتراض حدوث صدمة سلبية لمعدلات التبادل التجاري لبلد ما متمثلة في انخفاض الطلب الخارجي على صادراته نجم عنها تدهور وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات ،وعليه ففي ظل تبني نظام الصرف المرن ،فان هذا العجز سيؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية ،والذي بدوره ينعكس على تخفيض أسعار السلع القابلة للتبادل التجاري وبالتالي تتحسن تنافسيتها السعرية مما يرفع من الطلب الخارجي عليها (Daly,2007). وبالتالي فان انخفاض سعر الصرف يعتبر عاملا مساعدا على امتصاص التأثير السلبي للصدمة الحقيقية.

أما عندما تكون الصدمات المسيطرة في الاقتصاد اسمية (نقدية) فان اختيار نظام الصرف المرن يكون غير ملائم، لأن صدمة زيادة الطلب على النقود مثلا سترفع من معدل الفائدة وهو ما يضر بالاقتصاد الحقيقي وخاصة إذا كان على حافة الانكماش ،وهذا ما يدعم فكرة اختيار نظام الصرف الثابت باعتباره يسمح بعزل الاقتصاد الحقيقي من تقلبات الطلب على النقود مع تأثير متدني على الناتج. ففي ظل نظام ثبات الصرف

يتدخل البنك المركزي لمواجهة الصدمة الاسمية من أجل الحفاظ على استقرار سعر الصرف، وعليه سيقوم بشراء النقد الأجنبي لمنع تحسن قيمة العملة المحلية ، وبالتالي سيزداد العرض النقدي، ويتم تلبية فائض الطلب على النقود وتنخفض تبعاً لذلك معدلات الفائدة إلى مستوياتها المبدئية (Daly,2007) .

المبحث الثاني:نظرية الاقتصاد السياسي Political economy theory

برز هذا التيار الفكري ،بعد أن واجهت العديد من البلدان النامية منذ سبعينيات القرن الماضي صعوبات اقتصادية كبيرة ناجمة أساساً عن عدم الاستقرار الدولي بسبب انهيار نظام "بروتن وودز" لأسعار الصرف الثابتة(1973)،والوضع المتدهور لموازن المدفوعات،إضافة إلى سوء الأوضاع الاقتصادية المحلية مثل:معدلات التضخم المرتفعة -العجز الكبير في الموازنة العامة-التوسع النقدي السريع.... في سياق معالجة الصعوبات الاقتصادية وخاصة موجة التضخم المرتفع قامت العديد من البلدان النامية في نهاية الثمانينات بتبني برامج "تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف" أو مايعرف أيضاً ببرامج "مكافحة التضخم" (Calvo&Vegh,1999).

وتفترض هذه البرامج أنه عندما يكون من الصعب على البنك المركزي في بلد ما اكتساب سمعة طيبة في مجال مكافحة التضخم نظراً لكونه أقل أهلية ومصداقية ،فإنه بإمكانه "استيراد" المصداقية من خلال الربط الصارم لسعر صرف عملته بعملة بلد آخر يكون أكثر أهلية ومصداقية .فهذا الربط يعتبر ركيزة اسمية لتثبيت التوقعات التضخمية (تثبيت يستند إلى سعر الصرف)،كما يفرض على الحكومات ترتيب بيتها أولاً من خلال القيود التي يفرضها على السياستين النقدية والمالية فيها(Nessel, 2007) .

المطلب الأول: ماهية برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

يمكن تعريف برامج الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف على أنها تلك المخططات التي تستخدم سعر الصرف كركيزة اسمية ،حيث يتطلب تنفيذها إما تثبيت قيمة العملة بالنسبة لبلد آخر يتميز بانخفاض معدل التضخم فيه (يسمى بلد التثبيت)،أو تبني سعر صرف زاحف معن سلفاً يتم خفضه بمعدلات بسيطة و بمعدل أقل من الفرق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم في بلد التثبيت و ترتكز هذه البرامج على قانون تكافؤ القوة الشرائية ،الذي يمكن التعبير عليه كمايلي (Banisadr,2009):

$$P^d = e P^a$$

حيث أن :

e هو سعر الصرف الإسمي.

P^d هي مستوى الأسعار المحلي.

P^a هو مستوى الأسعار في بلد عملة التثبيت.

ويتمثل التسويغ الرئيسي من وراء تبني هذه البرامج في أن ربط سعر الصرف بعملة ذات معدل تضخم منخفض، أو انتهاج سبيل الخفض المتكرر والمقرر سلفا لسعر الصرف بنسب بسيطة، بإمكانه تخفيض معدل التضخم وفرض الانضباط على السياسات النقدية والمالية نظرا لما ينتج عن ذلك من استقرار في مستوى أسعار السلع القابلة للتبادل التجاري، وما يصاحبه من فرض قيود على معدلات الأجور والأسعار، وكذلك بسبب ما يفرضه من قيود على الطلب الكلي، ولاسيما على الإنفاق الحكومي (قنديل، 2004).

المطلب الثاني: خيارات برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

إن سياسات مكافحة التضخم التي تعتمد على برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف تهدف إلى تحقيق سقوط سريع وكبير في التضخم من خلال التثبيت المستدام لسعر الصرف ومن بين الأدوات الشائعة الاستخدام في هذا المجال: نظام مجالس العملة أو المشاركة في اتحاد نقدي أو تبني أحد أشكال أنظمة الصرف الوسيطة .

فمجالس العملة هي أحد الخيارات المعتمدة في إدارة سعر الصرف لاسيما في البلدان التي تعاني من التضخم المفرط، حيث تعتبر وسيلة مهمة في استعادة الانضباط النقدي والمالي وإعادة الثقة إلى العملة الوطنية التي تضررت بفعل القوة التدميرية للتضخم. فهو عبارة عن نظام خاص لأسعار الصرف الثابتة يتطلب التفويض القانوني الذي بموجبه يلتزم البنك المركزي بالاحتفاظ بأصول أجنبية تعادل على أقل تقدير العملة المحلية المتداولة والاحتياطيات المصرفية .

أما الخيار الثاني لبرامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف فهو الاتحادات النقدية لمجموعة من البلدان، وذلك بعد أن تستوفي عدد معين من معايير التقارب ، من أجل تأمين تجانس السياسات الاقتصادية للدول الأعضاء، وذلك حتى يكون هذا الاتحاد فعالا من الناحية الاقتصادية.

أما الخيار الأخير لبرامج تحقيق الاستقرار المستندة لسعر الصرف فهو عبارة عن تبني نظام صرف وسيط يرتكز على الخفض الدوري والمقرر سلفا لسعر الصرف ولكن بنسب بسيطة و بمعدل أقل من الفرق بين معدل التضخم المحلي ومعدل التضخم في بلد التثبيت. وفي هذا السياق يمكن تبني نظم الربط الزاحف أو نطاقات التقلب المتحركة.

ومن النماذج الواقعية على تبني هذه البرامج يمكن الإشارة إلى تجربة كل من فرنسا والمملكة المتحدة خلال الفترة (1980-1990)، حيث قامتا بتثبيت عملاتهما الوطنية مقابل المارك الألماني لاستيراد المصدقية من البنك المركزي الألماني "بونديسبنك" في سعيهما لإنجاح سياسة مكافحة التضخم ، يضاف إلى ذلك تجربة

الأرجنتين كأحد الاقتصاديات الناشئة التي استعانت بترتيبات "مجلس العملة" باعتباره الفرصة الأخيرة لإنقاذ عملتها الوطنية التي تضررت بشكل كبير بفعل القوة التدميرية للتضخم المفرط الذي عرفته البلاد خلال الثمانينيات (Lahreche-revil,1999).

المطلب الثالث: منافع و تكاليف برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف

وفقا لدراسة (Mussa, et al.,2000) تتمثل أهم منافع برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف في إسهامها في خفض معدل التضخم وفرض الانضباط على السياسات النقدية والمالية. والجدول الموالي يوضح بعض التجارب العالمية المختارة في هذا المجال وأداء التضخم في ظلها.

الجدول (01): بعض التجارب العالمية لسياسة التثبيت القائمة على سعر الصرف (منذ نهاية 1980)

البلد	تاريخ بداية تطبيق البرنامج	ترتيبات سعر الصرف	معدل التضخم لاثني عشر شهر			هل انتهى البرنامج بأزمة عملة؟
			عند بداية البرنامج	السنة الثالثة لانطلاق البرنامج	خلال 1998	
المكسيك	ديسمبر 1987	الربط الزاحف	143.7	29.9	18.6	ديسمبر 1994
بولونيا	جانفي 1990	الربط الزاحف	639.6	39.8	8.6	لا
أوروغواي	ديسمبر 1990	نطاقات متحركة	129.8	52.9	8.6	لا
نيكاراغوا	مارس 1991	الربط الزاحف	20234.3	3.4	...	لا
الأرجنتين	أفريل 1991	مجلس العملة	267.0	4.3	0.7	لا
استونيا	جوان 1992	مجلس العملة	1085.7	29.2	4.4	لا
كرواتيا	أكتوبر 1993	التعويم الموجه	1869.5	4.0	5.3	لا
ليتوانيا	أفريل 1994	مجلس العملة	188.8	8.4	2.4	لا
البرازيل	جويلية 1994	الربط الزاحف	4922.6	6.1	0.4	جانفي 1999
روسيا	جويلية 1995	نطاقات متحركة	226.0	5.5	66.8	أوت 1998
بلغاريا	جويلية 1997	مجلس العملة	1471.9	...	3.2	لا

Source: Mussa Micheal ,et al., "Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy", IMF Occasional Paper, No. 193, 2000, p.45.

من خلال المعطيات الواردة في الجدول أعلاه يتضح أن معدلات التضخم لاثنا عشر شهرا وبعد أن كانت تتجاوز 100 بالمائة خلال بداية تطبيق برنامج الاستقرار ،قد عرفت منذ السنة الثالثة نجاحا كبيرا في تخفيض التضخم حيث وصلت معدلاته السنوية في بعض الحالات إلى المرتبة العشرية الواحدة. فمثلا في المكسيك تراجع التضخم من 143.7 إلى 29.9 بالمائة ،وفي نيكاراغوا من 20234.3 بالمائة إلى 3.4 بالمائة. مما يعني أن لهذه البرامج أثر تثبيتي يساعد على تخفيض التضخم سريعا.

وبالمقابل فان هذه البرامج كانت لها تداعيات سلبية على وضعية بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية، فقد أوضحت تجارب العديد من الدول السابقة (Mussa, et al.,2000) بأن سعر الصرف يمكن أن يتعرض لاختلالات خطيرة ويصبح غير قابل للاستمرار على المدى المتوسط. ففي خلال الأعوام الثلاثة الأولى لتطبيق هذه البرامج كان هناك اتجاه في أغلب الدول نحو تحسن في سعر الصرف الحقيقي للعملة على مدى عدة سنوات مما أثر سلبا على قدرتها التنافسية، وهو ما انعكس في تدهور وضع الحساب الجاري لميزان المدفوعات، و أدى في نهاية المطاف بعدد من البلدان إلى تخفيض قيمة العملة لمعالجة اختلالاتها الخارجية. من أشهر الأزمات النقدية التي حدثت في أعقاب تبني برامج تحقيق الاستقرار المستندة إلى سعر الصرف (أنظر الجدول أعلاه): الأزمة المكسيكية، الروسية، البرازيلية....

المبحث الثالث: نظرية أزمات العملة

عقب الأزمات النقدية الحادة التي عرفتها عدة اقتصاديات ناشئة مثل: المكسيك 1994-جنوب شرق آسيا 1997- روسيا 1998- البرازيل 1999-تركيا 2000 والأرجنتين 2001. فقد برز تيار فكري جديد اهتم بالعلاقة بين أنظمة سعر الصرف والهشاشة المالية، و أوضح صعوبة الحفاظ على ثبات سعر الصرف وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل التوجه نحو الاندماج في حركية الاقتصاد العالمي وتحرير حسابات رأس المال، وهو ما يجعل من الدفاع عن سعر الصرف أو نطاق تقلبه مكلفا جدا وضارا بالاقتصاد (Bénassy-Quéré, 2000). وترجع جذور نظرية أزمات العملة إلى مبدأ "الثلاثي المستحيل" الذي قام بصياغته الاقتصادي الشهير "روبرت ماندل".

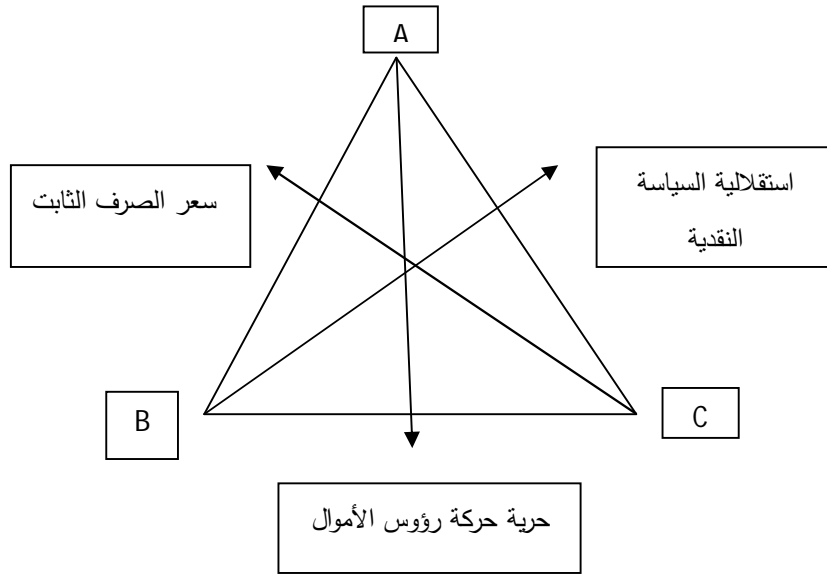
المطلب الأول: مبدأ الثلاثي المستحيل

يعتبر "روبرت ماندل" أول من أبرز الطابع المهم لحركية رأس المال في اختيار نظام الصرف الأمثل، وذلك من خلال نظرية "الثلاثي المستحيل" (Incompatible trinity) التي أرسى معالمها عام 1967، والتي إفترض بموجبها أن السياسة الاقتصادية لأي بلد تتكون من تصميم ثلاثي يشمل: السياسة النقدية -سياسة سعر الصرف-سياسة إدارة حساب رأس المال، وفي ضوءها تكون السلطات النقدية مجبرة على إختيار تحقيق هدفين اقتصاديين من بين الأهداف الاقتصادية الثلاثة الآتية (Ben Sliman, 2008):

- تبني نظام الصرف الثابت بهدف الحفاظ على التنافسية وعلى القيمة الخارجية والداخلية للعملة؛
- الاندماج في أسواق رؤوس الأموال الدولية كونه ضرورة ملحة لمرونة الاقتصاد؛
- صياغة سياسة نقدية مستقلة من أجل تحقيق هدف استقرار النمو الحقيقي.

وبناء على ماتقدم فان التركيبات الممكنة للسياسة الاقتصادية المقترحة من طرف هذه النظرية هي ثلاثة تركيبات كما يوضحها الشكل الموالي:

الشكل (01): مبدأ الثلاثي المستحيل " لروبرت ماندل "



Source: Amina lahreche-revil.(1999), "Les régimes de changes", in *L'économie mondiale 2000*, Paris: édition la découverte: collection reperes, p.98.

التركيبية الأولى (المنطقة A في الشكل أعلاه): نظام صرف ثابت، الرقابة على حركة رؤوس الأموال واستقلالية السياسة النقدية.

تتصرف هذه التركيبية إلى إمكانية الجمع بين ثبات سعر الصرف و استقلالية السياسة النقدية، مقرونة بالرقابة على حركة رؤوس الأموال . ومن الناحية التطبيقية فان هذا الاختيار قد لايلقى النجاح المطلوب لأن توازن الحساب الجاري يتطلب تحرير تدفقات رؤوس الأموال، كما أن ثبات سعر الصرف يجعل من تذبذبات سعر الصرف الحقيقي غير قابلة للتجنب.

التركيبية الثانية (المنطقة B في الشكل أعلاه): نظام صرف ثابت، تحرير تدفقات رؤوس الأموال وعدم استقلالية السياسة النقدية.

يعكس هذا الاختيار مواصفات منطقة العملة المثلى وهي: ثبات سعر الصرف -انفتاح مالي -سياسة نقدية غير مستقلة. فالسماح بحركية رأس المال في ظل نظام الربط الثابت لسعر الصرف تمنع أي استقلالية للسياسة النقدية، ومن ثم لا يمكن استخدامها في التأثير على المتغيرات الحقيقية (كالناتج الحقيقي والبطالة) أو استجابة للصدمات الخارجية التي قد يتعرض لها الاقتصاد لافتقاد أدوات الضبط الاقتصادي مثل: سعر الصرف أو سعر فائدة قابلين للتعديل*. ويتطلب المحافظة على هذا الاختيار وجود احتياطات كبيرة من النقد الأجنبي من أجل الدفاع عن الربط الثابت لسعر الصرف.

* يمكن الإشارة هنا إلى أنه من بين أسباب الأزمة النقدية في الأرجنتين عام 2001 هو افتقاد البلد لسعر صرف قابل للتعديل في ظل التدهور الكبير الذي عرفته القدرة التنافسية الخارجية للبلد وما نجم عنها من تنامي العجز في الحساب الجاري. فقد كانت

التركيبية الثالثة (المنطقة C في الشكل أعلاه): سعر صرف عائم، تحرير تدفقات رؤوس الأموال، استقلالية السياسة النقدية.

يعكس هذا الاختيار التحرير التام للاقتصاد (لاختيار الليبرالي) ، حيث تقوم السلطات بالتعويم الحر لسعر الصرف مع تحرير تدفقات رؤوس الأموال وذلك في ضوء استقلالية تامة للسياسة النقدية. ويتوافق هذا الاختيار في الواقع مع التوصيات الليبرالية لصندوق النقد الدولي للبلدان الأعضاء فيه بأهمية التحرك نحو مرونة سعر الصرف.

وبناء على ماسبق وفي ظل موجة العولمة التي تميز عالم اليوم و اندماج أسواق رؤوس الأموال الدولية، أصبحت البلدان تواجه إشكالية اختيار التركيبية المتلى من السياسات الثلاثة السابقة الذكر لاسيما بعد الأزمات النقدية والمالية التي عصفت بالكثير من الاقتصاديات. وعلى العموم فإنه إذا ما أريد المحافظة على الحركية التامة لرأس المال على المستوى الدولي ، فإن نظرية "مبدأ الثلاثي المستحيل" ترى أن هنالك خيارين وحيدين ممكنين لسياسة إدارة سعر الصرف أو ما أصطلح عليه "بالنظرة ثنائية القطب" (Bipolar View) وهما: "التعويم الحر" أو "أنظمة الربط الصارم".

المطلب الثاني: النماذج المفسرة لأزمات العملة

لقد بدأ الاهتمام بالدراسات النظرية والتجريبية المتعلقة بأزمات العملة منذ أواخر سبعينيات القرن العشرين، وذلك لمعالجة بعض المشاكل النقدية والاختلالات الخارجية التي برزت في أعقاب التخلي عن أسعار الصرف الثابتة بعد انهيار نظام "بروتن وودز" ، حيث ظهرت "نماذج الجيل الأول" عام 1979 على إثر بحث نشره الاقتصادي الأمريكي الشهير "بول كروغمان" (Paul Kraugman) حاول فيه تفسير علاقة التأثير بين السياسات غير السليمة للاقتصاد الكلي من جهة وأزمات العملة من جهة أخرى. ثم عاود هذا النوع من الأبحاث إكتساب الاهتمام من جديد خلال عقد التسعينات عقب الأزمات النقدية المدمرة التي عصفت بالعديد من الاقتصاديات الناشئة حيث ظهرت عدة محاولات لتفسير أسباب وقوعها، تراوحت في مضمونها بين يعزوها إلى "التوقعات ذاتية التحقق" التي ركزت عليها نماذج الجيل الثاني عام 1994 ، أو نماذج الجيل الثالث التي ظهرت عقب الأزمة الآسيوية 1997 واهتمت بدور العوامل المالية أو البنكية (الهشاشة المالية) في حدوث أزمات الصرف (Cartapanis, 2004).

أولاً: نماذج الجيل الأول

الأرجنتين تتبنى ترتيبات مجلس العملة التي تركز على ربط صارم لعملتها بالدولار الأمريكي. و عليه لمعالجة الوضع الاقتصادي المتردي أضحي التخلي عن مجلس العملة أمراً لا مفر منه.

يعتبر الاقتصادي الأمريكي "بول كروغمان" أول من قدم نظرية حول أزمات العملة في بحث نشره عام 1979 بعنوان "نموذج لأزمة ميزان المدفوعات" (Krugman, 1979)، تلتها بعد ذلك دراسة كل من (Flood & Garber, 1984)، و اللتان أصبحتا تعرفان لاحقاً بنماذج أزمات الصرف من الجيل الأول. حيث ركزت على عدم إتساق السياسات الاقتصادية الكلية النقدية والمالية مع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت ودورها في نشوب أزمة ميزان المدفوعات التي يعرفها "كروغمان" على أنها الوضع الذي في ظله يخسر البلد تدريجياً احتياطياته الدولية من النقد الأجنبي.

فقد أوضح "كروغمان" أن أزمة ميزان المدفوعات غالباً ما يكون سببها الضعف الذي يعتري الأساسيات الاقتصادية للبلد مثل: السياسة النقدية والمالية المفرطة في التوسع. فالبلد الذي يطبق نظام صرف ثابت ويتبع ذلك سياسة مالية توسعية (زيادة النفقات) يجد نفسه مجبراً على تبني سياسة نقدية توسعية لتمويل العجز في الموازنة العامة. وهذا التوسع في القرض المحلي بسبب الطلب المتزايد والمتنامي على النقد يؤدي إلى إحداث تضخم مرتفع وبالتالي تحسن سعر الصرف الحقيقي للعملة، وهو ما ينعكس في تدهور القدرة التنافسية وزيادة العجز في الحساب الجاري. وهذا الارتفاع في عجز الحساب الجاري غالباً ما يتم تمويله من خلال استقطاب التدفقات الرأسمالية الوافدة التي تزداد حجمها بعد عودة الثقة للمستثمرين للأجانب. غير أنه سرعان ما يدرك المستثمرون أن المشكلتين المتلازمتين وهما: العجز المستمر في الحساب الجاري وارتفاع سعر الصرف الحقيقي لا يمكن ترافقهما معاً وأن عملية تخفيض في قيمة العملة ستحدث لامحالة مستقبلاً، وهو ما يؤدي إلى نشوء توقعات سلبية ومتشائمة لدى المستثمرين سينتج عنها حدوث تغيير مفاجئ في اتجاه التدفقات الرأسمالية، وفي ظل هذه الظروف فإن السعي للحفاظ على سعر الصرف عند مستوى معين، بالموازاة مع هجمات المضاربة على العملة (ضغوط البيع الحادة) يدفع بالسلطات إلى استخدام الاحتياطيات الدولية التي ما تلبث أن تنخفض وقد تستنزف خلال أيام أو أسابيع، مما يعطي إشارة واضحة على أن عملية تخفيض ستمس قيمة العملة وهو ما سيحدث فعلاً مما يسفر عن وقوع أزمة في ميزان المدفوعات وتخفيض قيمة العملة، وبالتالي تحقق توقعات السوق.

وتجدر الإشارة إلى أن التخفيض في قيمة العملة أمر لا مفر منه وذلك لاستحالة مواصلة الدفاع عن سعر الصرف (استنزاف الاحتياطيات الدولية) من جهة ولتصحيح الاختلالات الخارجية ومعالجة ضعف أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي من جهة أخرى و عليه فالبلدان التي تعاني من التضخم المرتفع من الأفضل لها الربط الصارم لسعر صرفها، والذي من شأنه أن يدحض أي هجمات مضاربة محتملة على العملة (Markiewicz, 2005).

وتعتبر أزمة المكسيك من أشهر الأمثلة الواقعية على هذه النماذج . فبعد أزمة المديونية و آثارها على الاقتصاد المكسيكي ،اتبع البلد منذ العام 1985 مخططا واسعا من الإصلاحات الاقتصادية من أجل إعادة بناء فرص قوية للاستقرار وتنشيط النمو الاقتصادي وذلك في ظل تبني نظام صرف ثابت وقابل للتعديل (crawling peg) . و فعلا تمكن المكسيك من تحقيق معدلات نمو مرتفعة وأعطى الانطباع لدى المستثمرين الأجانب باستقراره، وفي هذا السياق توافدت عليه رؤوس أموال هائلة كان هدفها الاستفادة من فرض الربح العالية التي يوفرها البلد مقارنة بالاقتصاديات الناشئة الأخرى.

وكنتيجة لهذه التحويلات والتدفقات الضخمة لرؤوس الأموال ،فقد توسع الطلب الكلي بشكل كبير مما ساهم في زيادة أسعار الأسهم والعقارات ونمو متسارع للأصول والخصوم المصرفية وعجز كبير للحساب الخارجي ،هذا الأخير انتقل من -6.7 بالمائة عام 1992 ليلبغ -7 بالمائة عام 1994 وذلك بسبب ارتفاع سعر الصرف الحقيقي كما تزايدت ديون الحكومة قصيرة الأجل والمقومة بالنقد الأجنبي التي بلغت 60مليار دولار عام 1995. وكان من المفروض أن هذا التدهور في الحساب الجاري يتطلب التخفيض من قيمة البيزو منذ نهاية 1993، لولا أن السلطات التي كانت في فترة انتخابات قد استبعدت هذه الإستراتيجية من برنامجها .كما تمت حماية البيزو عندما هوجم في مارس 1994 بقيام السلطات برفع أسعار الفائدة وتدخلها في أسواق الصرف، غير أن عدم استمرار ثقة المستثمرين الأجانب اتجاه قيمة البيزو أصبح غير ممكن بسبب الصدمات السياسية في تلك الفترة وتشديد السياسة النقدية الأمريكية ،وهو ما نجم عنها تدفق مدهل وسريع لرؤوس الأموال إلى الخارج، واضطرت السلطات تبعا لذلك إلى تخفيض قيمة العملة ثم تعويمها بسبب استنزاف احتياطياتها الدولية(مارتينيز ،1998) .

ثانيا: نماذج الجيل الثاني

ظهرت نماذج الجيل الثاني في أوائل التسعينيات من القرن العشرين ، حيث يعتبر الاقتصادي الأمريكي "Mourice Obstfeld" من أهم روادها (Obstfeld, 1994)، وقد عرفت هذه النماذج بتسمية "التوقعات ذاتية الحدوث" Self-fulfilling وتحدث أزمة الصرف وفقا لهذه النماذج عندما يتمكن المضاربون من التوقع بأن هجومهم المضاربي سيؤدي إلى تغيير السياسة الاقتصادية للبلد إجراء تخفيض مستقبلي في قيمة عملته. وبعبارة أخرى فإنه وخلافا لنماذج الجيل الأول فإن أزمة العملة تحدث رغم سلامة الأساسيات الاقتصادية للبلد وكفاية احتياطياته الدولية ،وأن سبب حدوثها هو توقعات المضاربين الخاصة بالأداء الاقتصادي للدولة.

وحسب نموذج (Obstfeld) فإنه عادة ما تكون لدى البنوك المركزية أهداف أخرى إلى جانب الحفاظ على ثبات مستوى سعر الصرف، مثل الحفاظ على معدل منخفض للدين العام أو البطالة، أو حماية الجهاز المصرفي المحلي، وقد تتطلب هذه الأهداف الإبقاء على أسعار الفائدة المحلية عند مستويات منخفضة. ولكن إذا حدث ارتفاع في أسعار الفائدة العالمية، فإن رؤوس الأموال ستتجه إلى خارج الدولة، وفي حالة محاولة التصدي لهذا الخروج عن طريق الرفع من أسعار الفائدة المحلية، فإن ذلك يعجل بوقوع أزمة العملة بدلا من منعها. حيث أن إدراك السوق لهذا التضارب بين أهداف السياسات الاقتصادية، يمكن أن يشجع المضاربين على محاولة التربح من ذلك الوضع من خلال المبادرة في المضاربة على العملة مما يدفع بالحكومة إلى تطبيق خيار التخفيض وبالتالي تصبح الأزمة ذاتية الحدوث.

ومن أشهر الأزمات النقدية المعاصرة التي يمكن تفسيرها وفقا لمنطق نماذج الجيل الثاني أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993)، والتي يمكن إستعراض كيفية حدوثها في مايلي: (Capelle-Blancard,2011)

بعد إنشاء النظام النقدي الأوروبي في مارس 1972، تم اعتماد "آلية سعر الصرف الأوروبية" في 13 مارس 1979 التي بموجبها تم تحديد هامش التقلب بين عملات البلدان الأعضاء فيه بنسبة 2,25 بالمائة صعودا وهبوطا. و في أعقاب الوحدة بين شطري ألمانيا التي كانت مقسمة، شهد الاقتصاد الألماني فترة رواج اقتصادي كبير نجم عنها نشوء ضغوط تضخمية وصلت إلى 4% سنة 1992، وهو ما دفع بالبنك المركزي الألماني لرفع أسعار الفائدة بقوة بهدف التحكم في التضخم، وتبعاً لذلك اضطرت باقي الدول الأوروبية التي كانت تربط عملاتها بسعر ثابت مقابل المارك الألماني لإتباع نفس الإجراء للحفاظ على سعر التعادل رغم أن وضعها الاقتصادي كان يعرف ركودا اقتصاديا ويتعارض مع رفع معدلات الفائدة.

وفي ظل هذه الظروف وبداية من شهر أوت 1992، بدأت بعض العملات الأوروبية تتعرض لضغوط مختلفة، فقد حدثت هجمات مضاربة على كل من "البيزتا" الإسبانية والليرة الإيطالية والجنيه الإسترليني، هذا الأخير هاجمه رجل المال الأمريكي "جورج سوروس" بعدما كان يعتقد أنه مقيم بأعلى من قيمته. و قد نتج عن هجمات المضاربة هاذة تخفيض العملات الثلاثة ماعجل من خروجها من آلية سعر الصرف الأوروبية. وتبعاً لذلك اتفق وزراء مالية الدول الأعضاء في نظام آلية سعر الصرف في شهر أوت 1993 على توسيع هوامش تقلبات أسعار الصرف من 2,25% إلى 15% صعودا وهبوطا، باستثناء المارك الألماني والجيلدر الهولندي. ولعل أهم الدروس المستفادة من هذه الأزمة هو عدم صلاحية آلية سعر الصرف الأوروبية، في ظل موجة العولمة المالية، وأن الحلان الوحيدان الممكنان هما إما تعويم العملات الأوروبية أو التوجه نحو خيار عملة الموحدة، وكان الاتفاق بتبني الخيار الثاني التي ترتب عنه ميلاد عملة "اليورو" عام 1999.

ثالثا: نماذج الجيل الثالث

ظهرت نماذج الجيل الثالث (Pesenti & Tille, 2000 ; Krugman, 2001) غداة أزمات العملة التي ضربت دول جنوب شرق آسيا ، والتي انطلقت شرارتها عقب تخفيض "تايلاند" لعملتها "الباهت" في جويلية 1997 بعد استنزافها لاحتياطياتها الدولية في الدفاع عنه، ثم انتقال عدوى الأزمة إلى باقي البلدان الناشئة الآسيوية. وقد ركزت هذه النماذج على دور العوامل المالية أو البنكية أو ما اصطلح عليه "بالهشاشة المالية" في حدوث أزمات الصرف، عن طريق إبراز الآثار المحتملة للتدفقات الرأسمالية الوافدة إلى البلدان حديثة العهد بالتحريك المالي في ظل ضعف أداء الجهاز المصرفي فيها، وعدم كمال أسواقها المالية. وبعبارة أخرى حاولت هذه النماذج شرح أسباب وقوع أزمة العملة من خلال نظرية "الأزمات التوأم" * التي يقصد كيف أن حدوث أزمة بنكية ينجم عنها لاحقا نشوب أزمة العملة.

وبالعودة إلى الأزمة الآسيوية ، فقد شهدت الفترة (1992-1993) توافد هائلا لرؤوس الأموال إلى دول جنوب شرق آسيا (ماليزيا-اندونيسيا-الفلبين-كوريا الجنوبية-تايلاند)، والتي كانت تتركز بصورة استثمارات أجنبية غير مباشرة و لاسيما في المحافظ الاستثمارية كالسندات المالية والودائع ومختلف أدوات الدين العالية السيولة ، وهو ما ترتب عنه زيادة كبيرة جدا في حجم السيولة المتاحة في هذه البلدان. وقد انعكس هذا الوضع على التوسع في منح الائتمان وازدهار الاستثمار بشكل كبير، إضافة إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وأسعار الأصول، والتوسع في الاستثمار في قطاع السلع الغير قابلة للتجارة دوليا كالعقارات مثلا .

غير أن القيود التنظيمية و الإشرافية المفروضة على النظام المالي المحلي في هاته البلدان كانت متراخية لاسيما تلك المفروضة على الإقراض في ظل الوفرة الكبيرة في السيولة. مما أدى إلى زيادة في حصة الاستحقاقات المشكوك فيها (القروض المتعثرة) في ميزانيات البنوك. كما أن أنظمة الصرف السائدة في تلك البلدان آنذاك على شكل "أنظمة وسيطة" كانت حافزا للبنوك على الاقتراض بالعملة الأجنبية دونما الخوف من تقلبات عنيفة لسعر الصرف، وبالتالي لم تكن تهتم بالتحوط من مخاطر الصرف . وهو ما أدى بروز مشكلين هما :مشكل عدم توافق العملة (Currency Mismatches) بسبب اختلال توازن الميزانيات من حيث تركيبة أصولها وخصومها من العملات الأجنبية أو العملة المحلية. والمشكل الثاني هو عدم توافق الاستحقاقات (Maturity Mismatches) بسبب تمويل استثمارات طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل وتبعاً لذلك فقد أصبحت هذه الاقتصاديات أكثر تبعية لأسواق المال الدولية، ما جعلها جد حساسة لأي تغير مفاجئ في اتجاه التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها (Sudden reversals).

* الأزمات التوأم هي الترجمة المعتمدة للمصطلح الانجليزي The Twin Crises .

ومن جانب آخر فقد أدى الازدهار الاقتصادي في هذه البلدان إلى رفع مستويات الأجور فيها، وذلك بالموازاة مع تحسن قيمة عملاتها المحلية نظرا لارتباطها بعلاقة ثابتة بالدولار الأمريكي الذي شهد فترة من القوة منذ منتصف العام 1995. وقد أدى ارتفاع الأجور وتحسن عملاتها إلى جعل صادراتها أكثر تكلفة، مما خفض من قدرتها التنافسية و أدى إلى تراجع الطلب العالمي عليها و لاسيما الالكترونيات التي كان العمود الفقري للصادرات الآسيوية. وكانت النتيجة عجزا خطيرا في الميزان التجاري لهذه البلدان، بلغ عام 1996 ما مقداره 8 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي (Bénassy-Quéré & Cadiou, 1997)

وقد ظهرت بوادر أزمة بنكية في هذه البلدان بعد التراكم الكبير لحجم القروض المتعثرة في ميزانيات بعض البنوك ، وانهايار الثروة الصافية لعدد كبير من المقترضين وهو ما أدى إلى التشدد في منح القروض في ظل تآزم الوضع الاقتصادي العام المتميز بتزايد العجز في حساباتها الجارية، وبداية تلاشي ثقة المستثمرين الأجانب باقتصاديات هذه الدول ، وتخوفهم من حدوث أي انخفاض في أسعار صرف عملاتها لمعالجة الاختلالات الجارية وبالتالي سيزيد من الكلفة الحقيقية لمديونياتهم، وعليه بدأ الذعر ينتشر ، وتسارعت وتيرة هروب رؤوس الأموال الأجنبية التي كانت متوطنة على نحو واسع في تلك البلدان، مؤدية إلى أزمة مصرفية ثم إلى انهيار البورصة ، وفي هذا السياق فان رغبة هذه البلدان في دعم المؤسسات المالية والمصرفية في مواجهة التزاماتها بالعملة الأجنبية أدى إلى حدوث خسارة كبيرة في الاحتياطيات الدولية، نجم عنه القيام بخفض قيمة عملاتها ، هذا الإجراء الأخير ألحق بالبنوك المحلية خسائر فادحة في ظل اختلال توازن ميزانياتها من حيث تركيبة أصولها وخصومها من العملات الأجنبية أو العملة المحلية، وهو ما أدى إلى عدم قدرتها على السداد ومن ثم إفلاسها لتتشكل معالم الأزمة بمختلف أشكالها(التوقف المفاجئ للتدفقات الرأسمالية -الأزمات المصرفية- أزمات الدين).

وتتمثل أهم الدروس المستفادة من أزمة دول جنوب شرق آسيا في صعوبة الحفاظ على سعر صرف ثابت قابل للتعديل(نظام وسيط) وسياسة نقدية مستقلة تماما في ظل الاتجاه نحو الاندماج عالمياً وتحرير حسابات رأس المال. وفي هذا السياق فقد برز توافق في الرأي بين كبار خبراء الاقتصاد الدولي المعاصرين* عقب هذه الأزمة على أن المحافظة على حركية رؤوس الأموال دولياً ، تفرض على صناعات السياسة تبني ما أسموه "الحلول الركنية" (أو النظرة ثنائية القطب bipolar view) في مجال صياغة سياسة سعر الصرف التي تتراوح ما بين خيارين هما: الربط الصارم لسعر الصرف أو تعويمه.فأنظمة الربط الصارم التي بموجبها يتخلى البلد عن استقلالية سياسته النقدية (كمجالس العملة مثلا) تمنع حدوث هجمات مضاربة على العملة ، و لكن بالمقابل سيواجه الاقتصاد في الأجل القصير عدم القدرة على اهتلاك الصدمات التي تصيب النشاط الاقتصادي والعمالة بسبب على امتلاكه لأدوات الضبط الاقتصادي (سعر صرف وفائدة قابلين للتعديل) . أما الخيار الثاني فهو تبني أنظمة التعويم الحر التي تتحدد فيها قيمة العملة بكل حرية وفقا للعرض و الطلب ، وبالتالي يلغي الحاجة إلى

* يمكن ذكر على سبيل المثال كل من: Barry Eichengreen-Rudiger Dornbusch-Larry Summers.

الالتزام بمستوى معين لسعر الصرف. وهنا يتحمل البلد تقلبات كبيرة في سعر صرف عملته، قد تكون لها أثر سلبي على تجارته وعلى تخصيص الموارد الإنتاجية المتاحة (Bénassy-Quéré, 2000).

وبناء على ما سبق ذكره يتضح أنه لا توجد نظرية ثابتة أو قاعدة عامة بشأن اختيار نظام صرف معين يكون هو الاختيار الملائم لجميع البلدان. وهو مادفع علماء الاقتصاد للتأكيد على أن الاختيار الملائم هو قضية تخص كل بلد لوحده دون غيره، وترتكز أساسا على تقييمه لمجموعة من المعايير والمحددات الاقتصادية والتي على أساسها يقرر ما إذا كان عليه أن يثبت سعر صرف عملته، أو يجعله معوما، أو يختار نظاما وسطا بين الحلين المتطرفين السابقين، وهو ما يتناوله المبحث الموالي.

المبحث الرابع: محددات اختيار نظام الصرف الملائم

حاولت العديد من الأبحاث والدراسات سواء تلك التي أعدها صندوق النقد الدولي -الذي يتمتع بصلاحيته الرقابة على نظم سعر الصرف في الدول الأعضاء فيه- أو من خارج الصندوق، تقيّم أداء مختلف أنظمة إدارة سعر الصرف، أو بمعنى آخر تقدير كفاءتها النسبية من أجل تحديد كيفية تأثير اختيار نظام سعر الصرف على الأداء الاقتصادي الكلي للبلدان ولاسيما أداء النمو الاقتصادي والتضخم. و في ما يلي استعراض لأهم النتائج الرئيسية التي توصلت إليها:

الجدول (02): النتائج الرئيسية لأهم الدراسات التي تناولت موضوع تقييم أداء أنظمة إدارة سعر الصرف

الدراسة	النتائج الرئيسية
Ghosh A [et al.], 1995	الاختيار بين أنظمة الصرف يكون مابين سعر الصرف الثابت، والأنظمة الوسيطة. أما أنظمة الصرف المرنة فعليا فغير منسوح بها كون الأداء الاقتصادي الكلي في إطارها يكون ضعيفا حيث ترافقت مع تضخم مرتفع ونتائج متوسطة في ما يخص أداء النمو.
Michael M. [et al.], 1999	على البلدان في الأسواق الصاعدة والبلدان النامية أن تعتمد في اختيار نظام الصرف فيها على الوصفة ثنائية القطبية" (Bipolar view) إذا ما أرادت المحافظة على حركية رؤوس الأموال. بمعنى إما أن تتبنى الربط الصارم بعملة أخرى كمجالس العملة أو الاتحادات النقدية الذي يمنع حدوث أي هجمات مضاربة على العملة، أو تبني أنظمة التعويم الحر حيث تتحدد قيمة العملة في السوق ودون تدخل من السلطات في سوق الصرف للدفاع عنها.
Reinhart & Calvo, 2002	أشارت هذه الدراسة إلى ظاهرة "الخوف من التعويم" السائدة بشكل كبير بين بلدان الأسواق الصاعدة والنامية. فرغم تصريحها رسميا بتبني بنظام عائم إلا أنها في الواقع تطبق أسعار صرف أكثر استقرارا.
Levy-Yeyati & Sturzenegger, 2003	-بالنسبة للبلدان النامية فان مرونة نظام الصرف تخفض من تقلبات النمو الاقتصادي. -بالنسبة للبلدان الصناعية فان أنظمة سعر الصرف الثابتة والوسيطه تؤدي إلى نمو اقتصادي أقل تذبذبا مقارنة بالتعويم.
Kenneth R [et al.], 2003	التوصية الرئيسية التي خرجت بها هذه الدراسة هي ضرورة تبني التعويم الحر لعملات بلدان الأسواق الصاعدة التي أصبحت أكثر تكاملا ماليا

Edwards & Yeyati, 2003	سعر الصرف المرن يساعد حقا على تقليل أثر الصدمات التجارية على النمو لكلا الأسواق الناشئة والدول الصناعية .
Reinhart & Rogoff, 2004	أهم نتيجة توصل إليها البحث هي أن أنظمة أسعار الصرف الثابتة هي الأكثر استخداما-تاريخيا- من بين أنظمة أسعار الصرف في العالم.
Ghosh A [et al.], 2010	أنظمة الصرف الثابتة تترافق مع مستويات دنيا للتضخم، أما الأنظمة الوسيطة فتحقق أفضل أداء للنمو (نمو سريع)، في حين أن أنظمة التعويم تتوافق مع قابلية أقل للتعرض للأزمات المالية مع تصحيح خارجي أسرع .

المصدر: من إعداد الباحث بعد الاطلاع على الدراسات المذكورة أعلاه.

ما يلاحظ على نتائج هذه الدراسات أنها تبرز بوضوح عدم وجود توافق في الرأي بين الاقتصاديين حول أفضلية نظام صرف معين على حساب الآخر، فكل منها يتمتع بمزايا معينة لا تتوفر في غيره من الأنظمة، كما يختلف أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي في ظلها . وعلى العموم يمكن تلخيص أهم مزايا عيوب نظم سعر الصرف الثابتة والمرنة في الجدول الموالي :

الجدول (03): مقارنة بين نظام الصرف الثابت والمرن

المنافع	الكلف	
<p>-محدودية خطر الصرف للمعاملات الدولية والاستثمارات الأجنبية</p> <p>-يخفض تكلفة الدخول إلى الأسواق المالية الدولية من خلال خفض علاوة المخاطر.</p> <p>-يخفض من معدلات الفائدة المحلية مما يسمح بتقليل الفارق مع معدل الفائدة في الأسواق الدولية.</p> <p>-يسهل مكافحة التضخم ويعزل تأثير الصدمات النقدية.</p> <p>-يمنع التمويل النقدي لعجز الميزانية العامة.</p>	<p>-مصدقية ضعيفة في حالة الأزمات، وإجراءات التصحيح تكون مكلفة (اللجوء إلى التخفيض).</p> <p>-عدم استقلالية السياسة النقدية وتبعيتها لبلد عملة التثبيت.</p> <p>-حساسية قوية للصدمات الخارجية والصدمات الحقيقية المحلية.</p> <p>-خطر تحسن سعر الصرف الحقيقي مما ينتج عنه اختلالات كبيرة للحساب الجاري.</p>	نظام الصرف الثابت
<p>-يعزل الاقتصاد من تأثير الصدمات الخارجية</p> <p>-يعزل الاقتصاد من تأثير الصدمات الحقيقية</p> <p>-يعزل أثر التضخم على القدرة التنافسية للصادرات</p>	<p>-مصدر للتضخم المستورد</p> <p>-تأثير سلبي للتقلبات الحادة لسعر الصرف على التجارة والمعاملات المالية.</p> <p>-مصدر لعدم الاستقرار الإقليمي في حالة التخفيض التنافسي (حرب عملات)</p> <p>-يمكن أن يؤدي إلى تأجيل التصحيح الهيكلي المطلوب في الاقتصاد.</p>	نظام الصرف المرن

Source : H el ne Poirson, "How do countries choose their exchange rate regimes?" IMF working paper, No.01/46, 2001, p.26.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن صياغة أي إستراتيجية لإدارة سعر الصرف تقتضي المفاضلة ما بين مزايا تثبيت سعر الصرف أو تركه مرنا، وذلك وفقا للأهداف الاقتصادية التي يصبوا إليها للبلد من جهة و القيود التي لا بد من أن يتحملها من جهة أخرى. والسؤال المطروح هنا هو: هل هناك منظومة من المحددات أو المعايير الاقتصادية التي ترشد في اختيار نظام الملائم لاقتصاد ما؟ والجواب نعم فقد وضع الاقتصاديون مجموعة من المحددات الاقتصادية التي ترشد في اختيار نظام الصرف الملائم والتي لا بد من تقييمها بالنسبة للاقتصاد محل الدراسة. فبالإضافة إلى طبيعة الصدمات الاسمية والحقيقية التي يتعرض لها الاقتصاد كما نصت على ذلك نظرية "مناطق العملة المثلى"، فإن هناك اعتبارات أخرى مهمة تشمل حجم الاقتصاد، والانفتاح على التدفقات التجارية والرأسمالية ودرجة الدولة ومرونة أسواق السلع والعمل والسياسة التجارية وتنسيق السياسات النقدية والمالية (جبلي و كرامارنكو، 2003). والجدول الموالي يلخص أهم هذه المعايير .

الجدول(04):معايير اختيار نظام الصرف الملائم

الأثر على الدرجة المرغوبة بمرونة سعر الصرف	خصائص الاقتصاد
كلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحا ، قل التوجه نحو نظم الصرف المرنة.	الانفتاح الاقتصادي
كلما زاد حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه ، زاد التوجه نحو نظم الصرف المرنة	حجم الاقتصاد والتنوع السلعي فيه
كلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير ، ازداد التوجه نحو تثبيت العملة المحلية بعملة هذا البلد.	التركز الجغرافي للتجارة
كلما زادت درجة التطور الاقتصادي والمالي، أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظم الصرف المرنة.	درجة التطور المالي
كلما زادت حرية حركة رأس المال ، زادت صعوبة الاحتفاظ بنظم الصرف الثابتة.	حرية حركة رأس المال
كلما زاد مدى حرية حركة العمالة مع كون الأجور والأسعار ثابتة، انخفضت صعوبة وتكلفة التعديل في ظل نظم الصرف الثابتة لكن تبقى هذه الصعوبة غير موجودة في حالة نظم الصرف المرنة.	حرية حركة العمالة
عند كون معدل التضخم في بلد شديد الارتفاع فإن نظم الصرف الثابتة تزيد من القدرة على ضبط معدلات التضخم وتضفي المصدقية على برامج تحقيق الاستقرار الاقتصادي	اختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي
في حالة وجود أفكار تكاملية إقليمية تلجأ الدول إلى تثبيت أسعار صرف عملاتها البيئية وتعويمها كوحدة واحدة أمام باقي العملات أو تثبيتها بمثبت مشترك حسب طبيعة خصائصها الاقتصادية.	مشاريع التكامل البيئية

المصدر : صندوق النقد الدولي(تشرين أول ،1997)، ، آفاق الاقتصاد العالمي ، واشنطن ،ص.103 .

وتجدر الإشارة هنا إلى أن عدم اختيار نظام الصرف الملائم ستكون له آثار وخيمة على الاقتصاد لعل أهمها زيادة فروق أسعار الفائدة على المدى القصير بين العملة المحلية وعملات أهم الشركاء التجاريين للبلد، إضافة

إلى إمكانية استنزاف البنك المركزي لاحتياطياته من الصرف الأجنبي في إطار دفاعه عن العملة. كما يمكن أن تنشأ مشكلات أخرى على المدى المتوسط كتباطؤ نمو الناتج والصادرات و لاسيما في حالة حدوث تحسن كبير لسعر الصرف الحقيقي، مما يعطي إشارة واضحة على وجود مشكلة في نظام الصرف، ناتجة عن عدم التناسق بين سياسة سعر الصرف وغيرها من السياسات الاقتصادية الكلية المساندة وعدم قدرة الاقتصاد على التكيف مع مستوى معين من الصدمات الخارجية مما يستدعي في النهاية تعديل السلطات لسياساتها الاقتصادية أو تغيير نظام الصرف المتبع لمعالجة الاختلالات الاقتصادية الكلية المتفاقمة (جبيلي وكرامارنكو، 2003).

الخاتمة

وفي ختام هذا المقال الذي تناول "تطور نظرية اختيار نظام إدارة سعر الصرف"، يبرز بوضوح بأنه لا توجد نظرية ثابتة أو قاعدة عامة صالحة لكل مكان وزمان بشأن اختيار محدد لنظام صرف معين. فالاختيار الأمثل مرهون بدراسة وتحليل عدة معايير ومحددات اقتصادية على أساسها يمكن المفاضلة بين مختلف نظم إدارة سعر الصرف. وعليه يمكن استنتاج أن مسألة اختيار نظام الصرف الملائم هي مسألة تجريبية (empirical) بالأساس، وأن العناصر التجريبية هي وحدها الكفيلة بالإرشاد في هذا الاختيار، وهذا ما يؤكد صحة ودقة العبارة التي استخدمها الاقتصادي الأمريكي "جيفري فرانكل" (Frenkel, 1999) كعنوان لبحثه الموسوم "ليس هناك نظام نقدي معين يكون ملائما لكل البلدان أو في كل الأوقات" (*No single currency regime is right for all countries or at all times*)

المصادر والمراجع

أولا: باللغة العربية

-جبيلي عبد العلي ، كرامارنكو فيتالي . (2003م). اختيار نظم الصرف في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا . واشنطن :صندوق النقد الدولي .

Jbili Abdelali and Kramarenko Vitali, (2003). *Choosing Exchange Regimes in the Middle East and North Africa* (in Arabic), Washington: international monetary fund.

-صندوق النقد الدولي (تشرين أول، 1997م). آفاق الاقتصاد العالمي . واشنطن .

international monetary fund, (October, 1997). *World Economic Outlook*, (in Arabic), Washington

-قنديل، ماجدة . (2004م). تأثير سياسة سعر الصرف، واشنطن : معهد صندوق النقد الدولي .
Kandil, Magda. (2004). *The impact Of the exchange rate policy*, (in Arabic), Washington: international monetary fund Institut.

-مارتينيز ، غيليرمو أورتيز . (1998م). ماهي الدروس التي تطرحها أزمة المكسيك بالنسبة للانتعاش في آسيا؟ مجلة التمويل والتنمية، عدد يونيو ، 6-7.

Martinez ,G. Ortiz. (1998) , *What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?*, (in Arabic), June, ,6-7.

- Aghevli ,B. Khan, S. Montiel, P. (1991). La politique de taux de change dans les pays en développement-questions analytiques. *étude spéciale du Fonds Monétaire International* ,78, Washington DC.
- Banisadr, S. (2009). Exchange rate –based stabilization. Queens University,2009. Retrieved from: <http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/smithgw/econ826/exercises/SB-erbs.pdf>
- Ben Sliman, L.(2008).Chocs de change, *dynamique des prix et conduite de la politique monétaire: le cas de la Tunisie dans le cadre de l'accord d'Agadir*.Thèse de Doctorat ,université Paris1.
- Bénassy-Quéré,A, Cadiou,A.(1997). Le Dollar responsable mais pas coupable ., *le Monde*,30septembre.
- Bénassy-Quéré A.(2000). Régimes de change:avec ou sans sucre.*Lettre de Cepii*,N°.191.
- Calvo ,G., Végh, C.(1999). inflation stabilization and BOP crisis in developing countries”,*NBER WP*, 6925, pp.1-2.
- Calvo, G., Reinhart,C.(2002). Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379–408.
- Capelle-Blancard,G.(2011). La grande attaque contre les monnaies européennes. Retrieved from: [www.la-croix.com / Actualite /Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies -europeennes- _EP_-2011-09-15-711657](http://www.la-croix.com/Actualite/Economie-Entreprises/Economie/La-grande-attaque-contre-les-monnaies-europeennes-EP_-2011-09-15-711657).
- Cartapanis ,A.(2004). Trois generations de modèles de crises de change. *Rapport de conseil d'analyse économique sur les crises financières*, France.
- Daly , M.(2007). Le choix du régime de change pour les économies émergentes . Retrieved from. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4075/>.
- Edwards, S. ,Levy–Yeyati ,E.(2003). Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers,*NBER Working Paper* No. 9867 ,Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Flood ,R., Garber,P.(1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics*, n° 92.
- Frenkel, J.(1999). No single currency regime is right for all countries or at all times . *Princeton essays in international finance*, No.215.
- Ghosh A.,Gulde A.M.,Osrtly J.,Wolf H.(1995). Does the nominal exchange rate regimes matter?,*IMF working paper*,No.95/12.
- Ghosh, A. ,Jonathan O.,Charalambos t.(2010). Toward a stable system of exchange rates,*IMF Occasional paper*, Washington:international monetary fund.
- Kenen, P.(1969). The Theory of Optimum currency areas: an Electic View”,in Mundell and Swoboda;eds;*Monetary Problems of the international economy*, Chicago: university press .
- Krugman, P.(1979). A model of balance of payment crisis, *Journal of Money, Credit, and Banking*, N°.11.
- Krugman, P.(1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises, In: Isard, P., Razin, A., Rose, A., (Ed), *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert Flood*, Dordrecht, Kluwer
- Lahreche-revil ,A.(1999). Les regimes de changes. in *L'économie mondiale2000* .Paris: édition la découverte:collection reperes.
- Levy-Yeyati, E, Sturzenegger, F.(2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth.,*American Economic Review*, Vol. 93, No. 4, pp. 1173–93.
- MacKinnon ,R.(1963). Optimum currency areas. *American Economic Review* ,53.
- Markiewicz ,A.(2005). How central and eastern European countries choose exchange rate regimes. *Focus on European economic integration*, ONB,2/06.
- Milton, F. (1953). The case for flexible exchange rates. In Milton Friedman, (ed),*Essays in positive economics* , university of Chicago press.
- Mundell ,R.(1961). Theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51.
- Mussa Michael ,Paul Masson,Alexander Swoboda,Esteban Jadresic,Paolo Mauro,Andrew Berg.(2000). Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy.*IMF Occasional paper*, N o.193.
- Nessel ,K.(2007). *Choix de régime de change dans un pays en transition intégrant une union économique et monétaire : le cas de la Pologne*. Thèse de Doctorat, Université Paris1.
- Obstfeld, M.(1994). The Logic of currency crises. *Cahiers Économiques et Monétaires*, 43 ,Banque de France.
- Pesenti, P., Tille, C.(2000). The economics of currency crises and contagion: An introduction, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*.
- Poirson ,H.(2001). How do countries choose their exchange rate regimes?..*IMF working paper*,No.01/46.
- Reinhart, C. , Rogoff ,K. (2004). The Modern History of Exchange Rate Arrangements:A Reinterpretation, *Quarterly Journal of Economics*
- Rogoff ,K.,Aasim, H.,Ashoka, M,Robin, B,Nienke O.(2004). Evolution and performance of exchange rate regimes,*IMF occasional paper*,229.