

المنهج النقدي في القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي

عدنان عباس علي*

ملخص: يهدف هذا البحث إلى استعراض المنهج النقدي في تحليل القوى المتحركة في أسعار الصرف المتغيرة، هذا المنهج الذي يعد في الواقع امتداداً لأراء هاري جونسون وزملائه أقطاب المنهج النقدي في تعريف ميزان المدفوعات.

وفي بادئ الأمر سلط المنهج النقدي الضوء على القوى المتحركة في سعر الصرف المتغير في الأمد الطويل وانطلاقاً من نموذج كلي يحدد القيم التوازنية لسعر الصرف الأجنبي والمستوى العام للأسعار في الاقتصاد المعنى وفي الاقتصاد الأجنبي في آن واحد simultaneous، مفترضاً وحدة السعر في السوق العالمية بالنسبة للسلع المتاجر بها دولياً. ويمكن تلخيص النتيجة التي توصل إليها النقديون على النحو التالي: يتحدد سعر الصرف الأجنبي من خلال حصة كل بلد من مجمل العرض والطلب النقديين في كلا الاقتصادين المعنيين، إنه السعر النسبي الذي يحقق التوازن بين الرصيد المعروض والرصيد المطلوب من العملاتين، أي أنه السعر النسبي للعملتين (Price of National monies).

وبما أن هذا المنهج النقدي قد ركز على تحليل التوازن الآني في سوقي السلع والنقد مهملاً أسواق المال، لذا انبرى روديغر دورن بوش إلى إصلاح هذه الثغرة من خلال صياغة نموذج يأخذ في الاعتبار الأسواق الثلاثة: أسواق السلع والنقد ورأس المال. وملخص النتيجة التي توصل إليها دورن بوش أن زيادة المعروض النقدي ستؤدي إلى إفراط سعر الصرف في التكيف مع زيادة المعروض النقدي (overshooting)، أي أنه سيرتفع في

* أستاذ مشارك (Associate Prof.) وخبير اقتصادي بمؤسسة التعاون الفني الألمانية (GTZ)، فرانكفورت، ألمانيا.
يتقدم الباحث بالشكر إلى أ.د. عبد المنعم السيد علي من جامعة آل البيت في الأردن على مراجعته للبحث.

الأمد القصير إلى مستوى أعلى من المستوى الذي يتحتم أن يصل إليه في الأجل الطويل، فارتفاعه المفرط هو الذي يضمن عودة سوق رأس المال إلى التوازن من جديد. وبما أن درجة إفراط سعر الصرف الحاضر ستكون أكبر، كلما انخفض سعر الفائدة بمعدل أعلى، لذا يمكن القول أيضاً بأن درجة الإفراط هذه ستكون أكبر، كلما كانت مرونة الطلب النقدي بالنسبة لتغير سعر الفائدة أدنى. إذ سيحتم توازن السوق النقدية انخفاضاً أكبر نسبياً في معدل الفائدة عند زيادة المعروض النقدي بمقدار معين.

مصطلحات أساسية: المنهج النقدي، سعر الصرف الأجنبي، سعر الصرف المرن، سعر الصرف الحقيقي، سعر الصرف الاسمي، توازن سوق النقد، توازن سوق الأصول المالية، نموذج موندل فليمنج، نموذج دورن بوش، إفراط سعر الصرف، نظرية تعادل القوة الشرائية، سعر الفائدة الاسمي، نظرية المرونات، النظرية الكمية في النقود، التضخم الجامح، توازن الأرضة، توازن التدفقات المالية.

مقدمة

حينما اتخذت - في آذار/ مارس من عام 1973 - غالبية البلدان المشاركة في منظمة التنمية والتعاون الدولي قرارها بالتحول إلى نظام أسعار الصرف المرنة، رأى كثير من الاقتصاديين - في هذا التحول - قراراً صائباً وبديلاً أفضل من نظام أسعار الصرف الثابتة.

وكانت التجارب السلبية التي نجمت عن نظام أسعار الصرف الثابتة قد أبانت أن هذا النظام يحتم أن تنسق الدول المشاركة في النظام النقدي الدولي المسمى بنظام «برتن وودز» سياساتها الاقتصادية. وبما أن هذا التنسيق لم يتحقق إلا بصعوبة بالغة، لذا رحب الاقتصاديون بنظام أسعار الصرف المرنة، وأشادوا به معتقدين بأن هذا النظام سيحقق الاستقرار في أسواق العملات الأجنبية، وسيعزز دور السياسة الاقتصادية الوطنية في تحقيق التوازن الداخلي وفي التخلص من مغبة عدوى السياسات الاقتصادية اللاتوازنية في العالم الخارجي.

إلا أن تجارب ربع القرن الماضية أبانت بما فيه الكفاية أن هذه النظام لا يخلو من العيوب أيضاً، فمنذ بدء العمل به وحتى الآن مرت أسعار صرف العملات الرئيسية بتقلبات عظيمة لم تؤخذ في الحسبان من قبل النظريات التي

كانت تشرح - حتى أوائل السبعينيات - جدارة هذا النظام، وتحلل القوى المتحركة فيه. فهذه النظريات التقليدية - أعني نظرية تعادل القوة الشرائية (The Purchasing Power Parity) (Cassel, 1922) ونظرية المرونات (Meade, elasticity model) (1951 - كانت جزئية النظرة (partial)، وذلك لأنها ركزت على دراسة ميزان الحساب الجاري باعتباره الحساب الذي يرصد - عند إهمال الهبات - الصادرات والواردات السلعية، متجاهلة أن سعر الصرف. شأنه في ذلك شأن الدخل القومي الحقيقي، والمستوى العام للأسعار، ومعدلي الفائدة والأجر «متغير اقتصادي كلي» لا يمكن تحديده إلا بمعية متغيرات اقتصادية أخرى، وفي إطار نموذج اقتصادي شامل (Total Model)، أي أن النموذج الأمثل لا يجوز أن يكتفي بالسوق السلعية فقط، بل يتعين عليه أن يأخذ الأسواق الكلية الأخرى - ذات الشأن - في الاعتبار، ويحلل دورها في تحديد سعر الصرف الأجنبي انطلاقاً من العلاقات الاقتصادية السائدة بين قطرين، وليس انطلاقاً من الأسواق الكلية في قطر واحد فقط.

وكان Mundell (1961, 1963) و Fleming (1962) أول من قدما - في مطلع الستينيات - نموذجاً يفي بهذه المتطلبات إلى حد كبير، وذلك حيث قاما بتحليل مستوى سعر الصرف الأجنبي، انطلاقاً من شروط التوازن الآني في السوق السلعية (IS) والسوق النقدية (LM).

ومع أن هذا النموذج قد حظي باهتمام كبير، وأمسى مادة لا غنى عنها لأي كتاب يتناول الجوانب النقدية في العلاقات الاقتصادية الدولية، فإن تركيزه على تحليل سعر الصرف في الأمد القصير، وإهماله تحليل العلاقة القائمة بين سعر الصرف وعناصر المحافظ الاستثمارية، وافترضه عدم مرونة الأسعار، انسجماً مع التحليل الكينزي، إن تركيزه على كل ذلك، لم يرق لكثير من الاقتصاديين.

من هنا، ولهذه الأسباب جميعاً ازداد الاهتمام بنظرية أسعار الصرف المرنة ازدياداً ملحوظاً منذ منتصف السبعينيات، فتعددت الآراء، وكثرت النماذج الساعية إلى تحديد القوى المتحركة في أسواق الصرف الأجنبي، بغية تفسير ما يطرأ على أسعار العملات من تقلبات شديدة. وكان Rudiger Dornbusch (1976a) و (1976) و Michael Mussa (1976) أول من صاغ نموذجاً نقدياً عاماً مستقى من نظرية Harry Johnson (1973) النقدية في توازن ميزان المدفوعات، وذلك في بحوث منفصلة كانوا قد قدموها إلى الندوة التي دعا إليها معهد دراسات الاقتصاد الدولي في جامعة ستوكهولم في آب/ أغسطس من عام 1975،

خصصها للبحث في محددات أسعار الصرف المرنة، وشاركت فيها جمهرة من أعلام الاقتصاديين، نذكر منهم على سبيل المثال لا الحصر: Franco Modigliani, M. Fleming, R. Mundell, P. Kouri, E-M. Claassen, J. Myhrman, Alexander Swoboda, Stanley Fischer, W. Branson.

وانسجاماً مع التحليل «الكلاسيكي» المحدث لم يعر هذا النموذج النقدي أهمية لمحددات سعر الصرف التوازني في الأمد القصير، بل ركز تحليله على الكشف عن العوامل المتحركة في سوق العملات الأجنبية في الأمد الطويل فقط. ومن هنا، فما كان لهذا النموذج أن يكون بديلاً تاماً لنموذج Mundell-Fleming الساعي إلى تحديد سعر الصرف التوازني في الأجل القصير.

إن Dornbusch هو الذي أخذ على عاتقه تطوير النموذج النقدي العام، لأنه كان قد نشر في عام 1976 بحثاً في مجلة Journal of Political Economy صاغ في سياقه نموذج النقدية، يحدد سعر الصرف التوازني في الأجل الطويل والمتوسط والقصير، وذلك من خلال الأخذ بفرضية تجانس الأصول المالية- في السوق الدولية - بباقي فرضيات النموذج النقدي العام.

ولا مرأ في أن نموذج Dornbusch هذا قد شكل فتحاً كبيراً في نظرية أسعار الصرف، إذ إنه أتاح للآخرين إمكانية تطوير نماذج أخرى صارت لا تعد ولا تحصى. ولربما كان نموذج Branson ونموذج Rodriguez من أشهر هذه النماذج اللاحقة، فقد صاغ Branson في عام 1979 نموذجاً يتفق مع فرضية نموذج Dornbusch في أنَّ أسواق الأصول المالية الدولية تتكيف بأسرع من السوق السلعية في حالة تغير المعروض النقدي، إلا أنه اختلف معه من حيث إنه افترض عدم تجانس الأصول المالية وعدم مرونة الأسعار انسجاماً مع التحليل الكينزي. أما نموذج Rodriguez فإنه يطور نموذجي Dornbusch و Branson، إذ يفترض أن المستثمرين في الأصول المالية يرون في العملات الوطنية والأجنبية بدائل تامة، مثلها في ذلك مثل الأوراق المالية.

وبما أن كل هذه النماذج لم تعر أهمية تذكر للتوقعات، لذا تبلورت في السنوات الأخيرة نماذج تسد هذه الثغرة.

إن هدف هذا البحث هو استعراض النموذج النقدي العام ونموذج Dornbusch وذلك لأهمية هذين النموذجين. أما النماذج الأخرى المطورة لهما فإننا نترك التعريف بها إلى بحث آخر نستكمل به هذا البحث.

ويسعى النموذج النقدي العام - بالصيغة التي قدمها Dornbusch وFrenkel وMussa - إلى تحديد سعر الصرف التوازني في الأمد الطويل، انطلاقاً من افتراض أن السلع المتجانسة لن يكون لها إلا سعر واحد في السوق العالمية (Law of one price).

وما أخذ هذا القانون بنظر الاعتبار - عند الحديث عن القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي، أي (سعر العملة الأجنبية مقيماً بالعملة الوطنية) إلا تعبيراً آخر، في الواقع عن نظرية تعادل القوة الشرائية (The Purchasing Power Parity Doctrine)، إذ يفترض هذا القانون أن المراجعة السلعية ستؤدي إلى القضاء على الفروقات السعرية بين الدول المتاجرة في السلع المتجانسة، بحيث يتساوى سعر «البضاعة الأجنبية مقيماً بالعملة الوطنية» مع سعر البضاعة الوطنية المماثلة. من هنا، وبالنظر إلى ارتكاز النموذج النقدي العام على نظرية تعادل القوة الشرائية يجدر بنا أن نتناول باختصار هذه النظرية قبل الحديث عن النموذج ذاته.

النقدون ونظرية تعادل القوة الشرائية

ترتبط نظرية تعادل القوة الشرائية ارتباطاً وثيقاً باسم الاقتصادي السويدي «جوستاف كاسل» (1866-1945)، وإن كانت جذورها الأولى تعود إلى منتصف القرن السادس عشر حسب ما يقوله Niehans (151 و1995) وكان «كاسل» قد قدم صيغتين لنظريته هذه. ترى الصيغة الأولى، التي يسميها (1964) Balassa بالنظرية المطلقة (Absolute Hypothesis)، أن سعر الصرف الأجنبي هو السعر الذي يساوي بين القوة الشرائية لعمليتين مختلفتين. وإذا ما افترضنا أن E هو سعر الصرف وأن P و P^* ترمزان - على التوالي - إلى مستويات الأسعار الوطنية والأجنبية، فإنه يمكننا التعبير عن فحوى هذه النظرية من خلال المعادلة التالية:

$$P = E \cdot P^* \quad (1)$$

أو بصورة أخرى من خلال المعادلة:

$$E = \frac{P}{P^*} \quad (2)$$

بهذا المعنى يتحدد سعر الصرف من خلال النسبة بين مستوى الأسعار

الوطنية ومستوى الأسعار الأجنبية، فإذا كان مستوى الأسعار الوطنية يساوي ضعف مستوى الأسعار الأجنبية، فإن هذا يحتم، حسب منطق المعادلة (2)، أن تستبدل وحدة واحدة من العملة الأجنبية بوحدين من العملة الوطنية، وذلك لأن القوة الشرائية للوحدة الواحدة من العملة الأجنبية تبلغ ضعف القوة الشرائية للوحدة الواحدة من العملة الوطنية.

أما الصيغة الثانية، وهي الصيغة التي سماها Balassa بالتفسير النسبي (The Relative Interpretation)، فإنها طرحت السؤال عن مستوى سعر الصرف التوازني بعد تعرض الاقتصاد الوطني إلى تضخم اقتصادي مفرط إلى حد ما، ويمكن اختصار جواب «كاسل» بالعبارات الثلاث التالية (Cassel, 1922: 138-140):

- (1) على المرء أن يختار فترة زمنية سادها التوازن والاستقرار ليحصل منها على مستوى الأسعار وسعر الصرف الأجنبي اللذين سادا آنذاك.
- (2) يتعين، من ثم، احتساب المستوى العام للأسعار السائد في الحاضر.
- (3) لتحديد سعر الصرف التوازني الجديد، على المرء أن يغير سعر الصرف الذي ساد في الفترة الزمنية التوازنية بمعدل التغير نفسه الذي طرأ على المستوى العام للأسعار.

وكانت هذه النظرية قد نالت الاهتمام على نحو واسع في عام 1964، وذلك حينما انطلق منها بعض الاقتصاديين للتدليل على أن سعر صرف الدولار الأمريكي الثابت (في نظام برتن وودز) لم يعد يتناسب مع قوته الشرائية، أي أنه يُقَوِّم بأعلى من قيمته الحقيقية، وفي سياق المناقشات التي دارت آنذاك استعرض Balassa (1964) و Paul Samuelson (1964) هذه النظرية في بحثين منفصلين أبانا عما يسودها من قصور وإشكاليات. فَحَسَبَ رأيهما: تُهْمَلُ هذه النظرية تكاليف النقل، والعوائق الجمركية وغير الجمركية التي تحد من تنقل السلع وتُعَيِّقُ تحقق قانون وحدة السعر. ولربما كان الأهم من هذا أن هذه النظرية تتجاهل كلية أن مستويات الأسعار تشتمل على سلع يتاجر بها دولياً، و سلع أخرى لا يتاجر بها دولياً كالخدمات والعقارات وما سوى ذلك، فهذه السلع التي تختلف أهميتها النسبية في مستويات أسعار البلدان المتاجرة في السوق العالمية لا يسري عليها قانون وحدة السعر، وبالتالي فإنها ليست بالأمر المهم بالنسبة لسعر الصرف.

يعترف النقديون بهذا النقد وبهذه الإشكاليات، ولذا فإنهم يقصرون قانون وحدة السعر وتعادل القوة الشرائية على السلع المتاجر بها دولياً فقط، أي أنهم يرون أن سعر الصرف لا يتحدد بالضرورة من خلال مستوى الأسعار الوطنية (P) ومستوى الأسعار الأجنبية (P*)، إنما يتحدد إذا ما أهملنا تكاليف النقل، وافترضنا عدم وجود عوائق جمركية من خلال أسعار السلع الوطنية (P_T) والأجنبية (P*_T) المتاجر بها دولياً:

$$E = \frac{P_T}{P_T^*} \quad (3)$$

من هنا، وبما أن المستوى العام للأسعار (P) في البلد الذي نحن بصدد الحديث عنه يشتمل على أسعار السلع المتاجر بها دولياً (P_T) وأسعار السلع غير المتاجر بها دولياً (P_N)، ولذا، يمكننا القول بأن:

$$P = \alpha \cdot P_T + (1 - \alpha) P_N \quad (4)$$

علماً بأن (α) يرمز هنا إلى حصة السلع المتاجر بها دولياً من مجموع السلع المنتجة في اقتصاد ذلك البلد.

وينطبق الأمر ذاته على مستوى الأسعار في البلد الأجنبي (P*) أيضاً، إذ يمكن القول بأن:

$$P^* = \alpha^* \cdot P_T^* + (1 - \alpha^*) P_N^* \quad (5)$$

وإذا عرفنا (β) بأنه السعر النسبي التوازني بين السلع الوطنية غير المتاجر بها دولياً والسلع الوطنية المتاجر بها دولياً، أي أن:

$$\beta = \frac{P_N}{P_T} \quad (6)$$

وبالنسبة للبلد الأجنبي:

$$\beta^* = \frac{P_N^*}{P_T^*} \quad (7)$$

فسيكون عندئذ بالإمكان القول أيضاً إن:

$$P_N = \beta \cdot P_T \quad (8)$$

وإن:

$$P_N^* = \beta^* \cdot P_T^* \quad (9)$$

وبالتالي فإنه بالإمكان تعريف مستوى الأسعار من خلال مستوى أسعار السلع المتاجر بها دولياً فقط، أي أنه بالإمكان القول بأن:

$$\begin{aligned} P &= \alpha \cdot P_T + (1 - \alpha) \cdot \beta \cdot P_T \\ &= [\alpha + (1 - \alpha) \beta] P_T \end{aligned}$$

وإن:

$$\begin{aligned} P^* &= \alpha^* \cdot P_T^* + (1 - \alpha^*) \cdot \beta^* \cdot P_T^* \\ &= [\alpha^* + (1 - \alpha^*) \beta^*] P_T^* \end{aligned}$$

وإذا ما عوضنا عن $[\alpha + (1 - \alpha) \beta]$ بـ (φ) وعن $[\alpha^* + (1 - \alpha^*) \beta^*]$ بـ (φ^*) ، فسيكون بإمكاننا تعريف مستوى الأسعار الوطني على النحو التالي:

$$P = \varphi \cdot P_T$$

وبالنسبة لمستوى أسعار البلد الأجنبي على أنه:

$$P^* = \varphi^* \cdot P_T^*$$

وعند أخذ المعادلة رقم (3) $(E = P_T / P_T^*)$ ، في الاعتبار، فسيكون بالإمكان القول أيضاً (Dornbusch, 1976a: 257):

$$E = \frac{P}{P^*} \cdot \frac{\varphi^*}{\varphi} \quad (10)$$

توضح لنا هذه المعادلة أن سعر الصرف الأجنبي يتحدد من خلال نسبة مستوى الأسعار - في البلد المعني - إلى مستوى الأسعار في البلد الأجنبي، ومن خلال حصة السلع المتاجر بها دولياً (α) و (α^*) في سلة البضائع المنتجة في الاقتصادين، ومن خلال الأهمية النسبية لأسعار السلع المتاجر بها دولياً (β) و (β^*) في الرقم القياسي لمستوى الأسعار السائد في القطرين.

وكما هو بيّن، تختلف المعادلة (10) اختلافاً جوهرياً عن مقولة «كاسل» في أن سعر الصرف يساوي نسبة مستوى الأسعار الوطنية إلى مستوى الأسعار الأجنبية، أي أن $E = P/P^*$. فإذا افترضنا أن مستوى الأسعار الأجنبية

قيمة معطاة، فإن المعادلة (10) تؤكد أن سعر الصرف الأجنبي لا يتحدد من خلال مستويات الأسعار فقط، بل تحده عوامل أخرى ذات طابع حقيقي (real)، أي عوامل أفرزها «هي ذاتها» التوازن في السوق السلعية. بهذا المعنى لن يكون سعر الصرف مساوياً لقيمة (P/P^*) ، أي أنه لن يتطابق منظور النقديين مع منظور «كاسل» إلا إذا كان (ρ) و (ρ^*) يساويان الواحد الصحيح، أي إلا إذا تماثل (ρ) مع (ρ^*) تماماً، أما إذا كانا لا يساويان الواحد الصحيح، فإن (E) لن يساوي (P/P^*) .

ومع هذا، فلا توضح المعادلة (10) الشيء الكثير في الواقع، فهي متحققة دائماً وأبداً، مثلها في ذلك مثل المعادلة الكمية في النقود المسماة بمعادلة Fischer والقائلة بأن $(M.V = P.Y_r)$. فكما أن هذه المعادلة المتحققة دائماً لم تعن الكثير إلا بعد أن تحولت إلى نظرية تفترض ثبات سرعة التداول النقدي (V) ، كذلك الحال بالنسبة للمعادلة (10). فهي تتحول إلى نظرية تقيم علاقة دالية واضحة، متى ما قلنا شيئاً عن قيمة (ρ) و (ρ^*) أو عن تطورهما عبر الزمن.

يحول النقديون المعادلة (10) إلى نظرية من خلال دعواهم بأن (ρ) و (ρ^*) قيمتان لا تتغيران (على نحو جوهري) في الأمد القصير. وتبرر هذه الفرضية من خلال تشابك مستويات الأسعار بين الدول (الرأسمالية المتقدمة). فحسب رأيهم لن تبقى أسعار السلع غير المتاجر بها دولياً بمنأى عن التغيرات الطارئة على أسعار السلع المتاجر بها دولياً. فلو ارتفعت أسعار السلع الأخيرة (وظلت أسعار السلع غير المتاجر بها دولياً ثابتة في البداية)، فإن هذا سيؤدي إلى أن يتوسع المنتجون في إنتاج هذه السلع، الأمر الذي يعني أن طلبهم على السلع الوسيطة وعلى خدمات عناصر الإنتاج سيرتفع هو الآخر أيضاً، ولا مراء في أن هذا الطلب المتزايد سيؤدي - حينما تسود الاقتصاد حالة الاستخدام الشامل - إلى ارتفاع الأسعار في هذه الأسواق أيضاً. من هنا، سينعكس ارتفاع أسعار السلع المتاجر بها دولياً على أسعار السلع غير المتاجر بها دولياً في نهاية المطاف.

وبما أن الاقتصاد الأجنبي سيمر بتطور مشابه، لذا يفترض النقديون أن هيكل مستويات الأسعار في الدول المتقدمة يتطور على نحو متوازن تقريباً، وإن كانت أسعار السلع المتاجر بها دولياً فقط تتصف بالتشابك (Jarchow & Ruehmann, 1994: 215).

من هنا، ولما كان النقديون يفترضون - في تحليلهم للقوى المتحركة في مستوى سعر الصرف - ثبات كل من (ρ) و (ρ^*) ، في الأمد القصير على أدنى تقدير، لذا فإنهم يهملون البحث في هذه العوامل الحقيقية، ويركزون اهتمامهم على العلاقة السائدة بين سعر الصرف ومستويات الأسعار.

ولتعرف أثر تغيرات مستويات الأسعار في سعر الصرف ينطلق النقديون من المعادلة (10)، مشتقين منها معدل تغير سعر الصرف الأجنبي (Baltensperger & Boehm, 1982: 117):

$$\frac{dE}{E} = \frac{dP}{P} - \frac{dP^*}{P^*} \quad \frac{\rho^*}{\rho} = \text{const.} \quad (11)$$

ولا مراء في أن هذه المعادلة على جانب كبير من الأهمية في المنهج النقدي، فهي تتفادى كلية ما ادعته نظرية تعادل القوة الشرائية بصيغتها المطلقة، من أن سعر الصرف يجسد القوة الشرائية للعملة أو العملات المعنية. فالمعادلة (11) لا تقول إن سعر الصرف التوازني كان أو أصبح يجسد القوة الشرائية للعملات المعنية، بل هي تقول فقط إن سعر الصرف الأجنبي سيرتفع بمقدار تفوق معدل التضخم الوطني على مثيله الأجنبي، وإنه سينخفض في حالة بقاء معدل التضخم الوطني دون معدل التضخم الأجنبي (Dornbusch & Fischer, 1992: 809).

ويمكن شرح الأسباب التي ستؤدي إلى خفض قيمة العملة الوطنية من خلال العجز الذي سينجم في ميزان الحساب الجاري، فإذا كان شرط Marshall (1932: 171) - Lerner (1944: 378) متحققاً فعلاً، فسيؤدي ارتفاع معدل التضخم في الاقتصاد الوطني إلى عجز في ميزان الحساب الجاري، الأمر الذي سيحتم انخفاض قيمة العملة الوطنية إذا ما أهملنا ميزان رأس المال (Dornbusch, 1978: 83). ومعنى هذا أن النقديين يوعزون تقلبات سعر الصرف - في الأمد الطويل على أدنى تقدير - إلى اختلاف معدلات التضخم الاقتصادي بين البلدان، ولا يتعارض هذا المنظور مع مضمون المعادلة (10) التي تبرز - إلى جانب مستويات الأسعار - أثر العوامل الحقيقية في سعر الصرف؛ فالقول بأن تفوق معدل التضخم الوطني على معدل التضخم الأجنبي سيتسبب - إن آجلاً أو عاجلاً - في رفع سعر الصرف الأجنبي، أي سيتسبب في خفض قيمة العملة الوطنية. ولا يعني إنكار أثر العوامل الحقيقية التي يعكسها المعاملان (ρ) و (ρ^*) ، بل يفترض أن هذين المعاملين

سابقين على ما هما عليه من قيمة، أو بالأحرى فإن معدلات تغيرهما ستتطابق من حيث القيمة ومن حيث الاتجاه، الأمر الذي يحتم ألا يكون لهما أثر كبير في تطور سعر الصرف التوازني في الأمد الطويل.

ويمكن التعبير عن العلاقة بين معدل التضخم وتغير سعر الصرف باستخدام مصطلح سعر الصرف الحقيقي (E_r) (Real Exchange Rate)، الذي نحصل عليه من خلال إعادة صياغة المعادلة رقم (3) على النحو التالي (Sachs & Larrain, 1995: 387):

$$E_r = \frac{E \cdot P_T^*}{P_T} \quad (12)$$

فمن هذه المعادلة يتبين لنا أن سعر الصرف الحقيقي يقيس لنا مقدار السلع الأجنبية التي يحصل عليها الاقتصاد المعني، لقاء تصديره كمية معينة من السلع الوطنية، أي أنه يقيس القوة الشرائية للسلعة الوطنية (Siebert, 1994: 305) بهذا المعنى فهو قيمة معكوسة لمعدلات التبادل التجاري الوطنية التي تعرف بأنها $[P_T / (E \cdot P_T^*)]$ ، أو أنه - وبمعنى آخر - يجسد معدلات التبادل التجاري للبلد الأجنبي (Claassen, 1996: 123). وعلى هذا، يمكننا وصف العلاقة السائدة بين التضخم الاقتصادي من ناحية، وسعر الصرف الحقيقي (E_r) وسعر الصرف السائد في سوق العملات الأجنبية (E) والذي يسمى عادة بسعر الصرف الاسمي (nominal exchange rate) من ناحية أخرى - على النحو التالي: عندما يكون معدل التضخم الوطني أعلى من معدل التضخم في البلد الآخر، فستتخفص عندئذ نسبة أسعار السلع الأجنبية إلى أسعار السلع الوطنية (P^*/P). من هنا، وبناء على منطوق المعادلة (12) فلن يبقى سعر الصرف الحقيقي (E_r) ثابتاً إلا إذا ارتفع سعر الصرف الاسمي (E) بالمقدار نفسه الذي انخفض به (P^*/P).

على ضوء هذا يمكن القول بأن ثبات سعر الصرف الحقيقي - عبر الزمن - هو المعيار الأكيد لمصادقية النظرية النقدية في سعر الصرف. ففي ثباته فقط تتحقق نظرية النقديين الممثلة بالمعادلة (11) والتي فحواها أن معدل تغير سعر الصرف الأجنبي يتحدد - في الأمد الطويل - من خلال مستويات التضخم في البلدان المعنية، أي أنه يتغير على نحو يضمن بقاء سعر الصرف الحقيقي $(P_T) / (E \cdot P_T^*)$ ثابتاً (Dornbusch & Fischer, 1992: 808).

وبالنظر إلى الأهمية الكبيرة التي يجسدها ثبات سعر الصرف الحقيقي بالنسبة

لمصادقية النظرية النقدية، قدم كثير من الاقتصاديين بحثاً تطبيقية، تتناول تطور أسعار الصرف الحقيقية عبر الزمن. فعلى سبيل المثال دَرَسَ Paul Krugman (1989) تطور أسعار الصرف الحقيقية لأهم البلدان الصناعية المتقدمة، ووجد أن النظرة طويلة الأجل تدعم النظرية النقدية. ومن ناحية أخرى اختار Felipe Larrain و (1995) Jeffrey Sachs (388) أسعار الصرف الحقيقية والاسمية السائدة بين الولايات المتحدة الأمريكية وكندا، اعتقاداً منهما بأن متانة الروابط الاقتصادية السائدة بين الاقتصاديين تشكل محكاً جيداً لاختبار النظرية النقدية، فوجدوا أن سعر الصرف الحقيقي قد تعرض في الفترة الواقعة بين عامي 1976، 1978 والفترة الواقعة بين عامي 1985، 1988 إلى تقلبات شديدة، إلا أنه لم يتغير إلا بمعدل يبلغ (4) بالمائة فقط في خلال عشرين عاماً، الأمر الذي دعاها إلى الاعتراف بأن النظرية النقدية تفسر على نحو جيد تطور سعر الصرف بين الدولتين.

النموذج النقدي العام

إن تأكيد النقديين على أن سعر الصرف الاسمي (E) يتغير تبعاً لتغيرات مستويات الأسعار لا يمكن أن يعتبر خصوصية أساسية تميز المنهج النقدي عن المناهج الأخرى، فليس هناك اقتصادي ينفي أن لتغيرات مستويات الأسعار دوراً ما في تحديد معدل تغير سعر الصرف.

إن ما يميز المنهج النقدي هو - في الواقع - نظريته في العوامل المحددة للمستوى العام للأسعار ذاتها. فالشرح الذي قدمناه حتى الآن كان يربط بين سعر الصرف الأجنبي ومستويات الأسعار على أساس أن الأخيرة معطاة من خارج النموذج (exogen)، أي أنه كان يتجاهل أن مستويات الأسعار ذاتها متغير تابع. ولتلافي هذا القصور صاغ النقديون نموذجاً كلياً يحدد القيم التوازنية لسعر الصرف الأجنبي ومستوى الأسعار في الاقتصاد الوطني وفي الاقتصاد الأجنبي في آن واحد (simultan)، أي أنهم صاغوا نموذجاً كلياً يحدد كلا المتغيرين من داخل النموذج (Endogen). فهذا النموذج وما استقوا منه من نتائج هو الأمر الذي يضيف عليهم في الواقع خصوصيتهم المميزة.

يتكون النموذج النقدي العام من المعادلات التالية (Dornbusch, 1976a):

(256):

$$E = P / P^* \quad \frac{\dot{E}}{E} = \text{const.} \quad (13)$$

$$Y = Y_f \quad (14)$$

$$Y^* = Y_f^* \quad (15)$$

$$M = P.L(Y_f, \bar{i}) \quad (16)$$

$$M^* = P^*.L^*(Y_f^*, \bar{i}^*) \quad (17)$$

$$i = i^* \quad (18)$$

في هذا النموذج تجسد المعادلة (13) سريان قانون وحدة السعر في السوق العالمية في حالة ثبات المعاملين (ρ) و (ρ^*) أو بالأحرى في حالة تطورها على نحو متماثل. أما المعادلتان (14) و (15) فإنهما يوضحان أن الاقتصاديين تسودهما حالة الاستخدام الشامل، إذ يساوي الدخل القومي المتحقق في الاقتصاد الوطني (Y) وفي الاقتصاد الأجنبي (Y^*) الدخل القومي الوطني (Y_f) والدخل القومي الأجنبي (Y_f^*) اللذين يفترض تحققهما في حالة بلوغ الاقتصاديين درجة الاستخدام الشامل لعناصر الإنتاج. هذا وتمثل المعادلتان (16) و (17) شرط التوازن في سوق النقد في كلا البلدين. فتبعاً لهاتين المعادلتين الدارجتين الاستخدام يتحدد التوازن النقدي من خلال العرض النقدي (M) والطلب النقدي (L) بالنسبة للسوق الوطنية، ومن خلال العرض النقدي (M^*) والطلب النقدي (L^*) بالنسبة للسوق الأجنبية. هذا وتوضح المعادلتان أن (L) دالة في معدل سعر الفائدة (i) والدخل القومي الحقيقي (Y_f) الوطنيين وأن (L^*) دالة في معدل سعر الفائدة (i^*) والدخل القومي الحقيقي (Y_f) الأجبيين.

من ناحية أخرى تشير علامة الزائد الموجودة إلى الأعلى من (Y_f) و (Y_f^*) وعلامة الناقص الموجودة إلى الأعلى من (i) و (i^*) إلى أن العلاقة السائدة بينهما وبين الطلب النقدي ذات طبيعة طردية بالنسبة لإشارة الزائد وعكسية بالنسبة لإشارة الناقص.

المعادلة (18) تفترض أن رأس المال يتمتع بالحرية التامة في التنقل عبر الحدود الدولية، وأن الاستثمار المالي مرّن إلى ما لا نهاية إزاء تباين أسعار الفائدة، أي أن المراجعة في أسعار الفائدة ستضمن تعادل عائد رأس المال في الأمد الطويل.

وعند حل المعادلتين (16)، (17) انطلاقاً من P ، P^* ، سنحصل بالنسبة للاقتصاد الوطني علي:

$$P = \frac{M}{L(Y_r, i)} \quad (19)$$

وبالنسبة للاقتصاد الأجنبي على:

$$P^* = \frac{M^*}{L^*(Y_r^*, i^*)} \quad (20)$$

من المعادلتين - أعلاه - يتبين لنا أن مستوى الأسعار يتحدد من خلال (M) و (L) بالنسبة للاقتصاد الوطني (المعادلة 19) ومن خلال (M*) و (L*) بالنسبة للاقتصاد الأجنبي (المعادلة 20).

وعند أخذ المعادلة (13) بنظر الاعتبار والتعويض عن (P) و (P*) بقيمهما التوازنية التي حصلنا عليها من المعادلتين (19) و (20)، فسنحصل على (Dornbusch, 1976a: 257):

$$E = \frac{M \cdot L^*(Y_r^*, i^*)}{M^* \cdot L(Y_r, i)} \quad \frac{\phi^*}{\phi} = \text{const.} \quad (21)$$

بناء على هذه المعادلة يتحدد سعر الصرف الأجنبي من خلال حصة كل بلد من مجمل العرض والطلب النقديين في كلا الاقتصادين، إنه السعر النسبي الذي يحقق التوازن بين الرصيد المعروض والرصيد المطلوب من العملاتين (price of national monies).

بهذا المعنى تجسد المعادلة (21) الخصوصية المميزة للنموذج النقدي العام؛ إنها بمثابة جوهره الأساسي، فمنها يتبين أن سعر الصرف يتحدد، عند ثبات المعاملين الحقيقيين (ϕ) و (ϕ^*)، من خلال ظروف العرض النقدي والطلب الحقيقي على النقد في كلا الاقتصادين وأنه سيتغير، عند أخذ المعادلة (11):

$$\frac{dE}{E} = \frac{dP}{P} - \frac{dP^*}{P^*} \quad \frac{\phi^*}{\phi} = \text{const.}$$

بنظر الاعتبار، تبعا لتغير هذه الظروف (Dornbusch, 1976 a: 257)

$$\frac{dE}{E} = \left(\frac{dM}{M} - \frac{dM^*}{M^*} \right) + \left(\frac{dL^*}{L^*} - \frac{dL}{L} \right) \quad (22)$$

فمن هذه المعادلة يتبين أن نمو الكمية النقدية الوطنية بمقدار (7) بالمائة

مثلا سيؤدي - في حالة نمو المعروض النقدي الأجنبي بمعدل يبلغ (2) بالمائة فقط - إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، أي سيؤدي إلى خفض قيمة العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية بمقدار (5) بالمائة أيضا، وذلك لأن معدل التضخم الوطني قد تفوق على معدل التضخم الأجنبي بخمس نقاط.

ومن ناحية أخرى فإننا إذا انطلقنا من دخل قومي حقيقي معطى، فسيكون سعر الصرف - حسب هذه المعادلة - أدنى كلما ارتفع المعروض النقدي الوطني بمعدل أدنى من معدل ارتفاع المعروض النقدي في البلد الآخر، إذ سيرتفع عندئذ مستوى أسعار السلع الوطنية بمعدل أدنى من معدل ارتفاع أسعار السلع الأجنبية، الأمر الذي سيؤدي إلى خفض سعر الصرف الأجنبي، أي سيؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية بمقدار الفارق بين المعدلين.

ولا ريب في أن هذه النتائج - المستخلصة من النموذج النقدي الممثل جوهره في المعادلتين (21) و(22) - لم تعد لها علاقة تذكر بقانون وحدة السعر الذي تحتمه المراجعة بين السلع. فأخذ هاتين المعادلتين - خاصة - بنظر الاعتبار، واستخلاص القول منهما بأن سعر الصرف دالة في ظروف العرض والطلب النقديين، كل ذلك لم تعد له - في الواقع - علاقة تذكر بتعادل القوة الشرائية؛ فالنتائج المستخلصة من المعادلتين ستظل صحيحة حتى إذا افترضنا عدم وجود أي تبادل تجاري بين الدولتين بالمرّة، وأن حركة رؤوس الأموال فقط هي التي تجسد علاقاتهما الاقتصادية، أي حتى وإن تحدد سعر الصرف من خلال قوى سوق الأوراق المالية فقط، وبناء على هذا المنظور يمكن القول - فعلاً - بأن النظرية النقدية في أسعار الصرف المرنة ليست إلا النتيجة الحتمية للنظرية الكمية في النقود (quantity theory of money)، هذه النظرية التي تدعى بأن أسعار السلع الوطنية والعملات الأجنبية ترتفع - في الأمد الطويل - بارتفاع الكمية النقدية وتنخفض بانخفاضها (Niehans, 1995: 155). ومن هنا فلا شك في أن صواب النموذج النقدي في تفسير العلاقة الدالية القائمة بين تغير المعروض النقدي ومعدل تغير سعر الصرف يتوقف أولاً وأخيراً على الشروط التي تضمن تحقق العلاقات الدالية التي تفترضها النظرية الكمية في النقود.

وعلى الرغم من صواب هذا النقد، فلا يجوز لنا أن نتجاهل أن تأكيد النموذج

النقدي على دور السوق النقدية في تحديد سعر الصرف، لا يعني أبداً أن هذا النموذج ينفي دور السوق السلعية في التأثير في سعر الصرف الأجنبي. إن كل ما في الأمر هو أن هذا النموذج لا يبرز هذا الأثر صراحة (exogen)، بل هو يعترف به ضمناً (endogen)، أي أنه يحلل أثر هذه السوق في سعر الصرف عبر الطلب النقدي؛ فارتفاع الطلب الأجنبي على السلع الوطنية - على سبيل المثال - سيؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملة الوطنية، وسيتسبب - بالتالي - في خفض سعر الصرف الأجنبي. ويمكن التعميم هنا والقول بأن النموذج النقدي ينطلق من عرض نقدي معطى، أي عرض نقدي حدده المصرف المركزي الوطني على ضوء سياسة نقدية معينة، ويحلل من ثم، تأثير المتغيرات الحقيقية في الطلب النقدي المواجه لهذا المعروض النقدي. فمن المعادلة (21) يتبين لنا بجلاء أن تغيرات معدل سعر الفائدة والدخل القومي الحقيقي يؤثران - عبر ما يصاحبهما من تغير في الطلب النقدي - في سعر الصرف الأجنبي؛ فارتفاع معدل الفائدة في الاقتصاد الوطني يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي. والعكس بالعكس طبعاً في حالة ارتفاع معدل سعر الفائدة في الاقتصاد الأجنبي. أما ارتفاع الدخل القومي فإنه يؤدي - في حالة ثبات المعروض النقدي والعلاقات الدالية المحددة للطلب النقدي - إلى تنامي الطلب النقدي الحقيقي، الأمر الذي يحتم انخفاض مستوى الأسعار الوطنية، وتراجع سعر الصرف الأجنبي. وبالعكس سيؤدي ارتفاع الدخل الحقيقي في الخارج إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي؛ أي سيؤدي إلى رفع قيمة العملة الأجنبية مقومة بالعملة الوطنية. أما في حالة ارتفاع الدخل الحقيقي في كلا البلدين، فإن عملة البلد - الذي يتفوق في نمو دخله الحقيقي - هي التي ستكسب الجولة، أي هي التي سيرتفع سعر صرفها مقارنة بعملة البلد الآخر، إذا ما افترضنا ثبات المعروض النقدي والعلاقات الدالية المحددة للطلب النقدي في كلا الاقتصادين طبعاً (Jarchow & Ruehmann, 1994: 238).

ولا مرأى في تدافع كلتا النتيجتين، أعني القول بأن ارتفاع معدل الفائدة في الاقتصاد الوطني يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، وأن ارتفاع الدخل الوطني يحتم خفض سعر الصرف الأجنبي، إنما هو على النقيض تماماً لما توصل إليه نموذج Mundell-Fleming. فحسب منطوق هذا النموذج يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى خفض سعر الصرف الأجنبي، في حين يتسبب ارتفاع الدخل القومي الوطني في ارتفاع سعر الصرف الأجنبي. ويمكن سبب هذا الاختلاف في

الطريقة التي يتعامل بها النموذجان في تحليل التوازن. فنموذج Mundell-Fleming يحلل العوامل المحددة لسعر الصرف التوازني، انطلاقاً من ميزان المدفوعات باعتباره الحساب الذي يرصد التدفقات السلعية والرأسمالية، فارتفاع سعر الفائدة يحفز رأس المال الأجنبي على الانتقال إلى الاقتصاد الوطني، قصد اغتنام معدلات الفائدة المتزايدة، وبهذا فسوف يحقق حساب رأس المال فائضاً. ويؤدي هذا الفائض في حساب رأس المال إلى رفع قيمة العملة الوطنية، أي يؤدي إلى تدهور سعر الصرف الأجنبي. من ناحية أخرى سيثبط ارتفاع قيمة العملة الوطنية مقابل العملة أو العملات الأجنبية التصدير، ويحفز الاستيراد، الأمر الذي سيتسبب في تحقيق عجز في الميزان التجاري، أي أن توازن ميزان المدفوعات يحتم أن يستمر سعر الصرف الأجنبي في الانخفاض إلى أن يحقق الميزان التجاري عجزاً مساوياً لفائض ميزان رأس المال. والعكس بالعكس طبعاً في حالة انخفاض سعر الفائدة، إذ سيؤدي هذا الانخفاض إلى تدفق رأس المال إلى الخارج، الأمر الذي يخلق عجزاً في حساب رأس المال. ويؤدي هذا العجز في حساب رأس المال إلى تدهور قيمة العملة الوطنية في أسواق الصرف الأجنبي. من ناحية أخرى، يحفز تدهور قيمة العملة الوطنية التصدير ويثبط الاستيراد، محققاً بذلك فائضاً في الميزان التجاري، ومن هنا، سيستمر سعر الصرف في الارتفاع، أي أن قيمة العملة الوطنية ستستمر في التدهور إلى أن يحقق الميزان التجاري فائضاً مساوياً لعجز ميزان رأس المال، بهذا المعنى فإن نموذج Mundell-Fleming لا يحلل التوازن المتحقق في لحظة زمنية معينة، بل هو يركز على تحليل التوازن الذي سيتحقق خلال الفترة الزمنية التي سيتكيف فيها الميزان التجاري (عبر التدفقات السلعية) وميزان رأس المال (عبر التدفقات الرأسمالية) مع زيادة المعروض النقدي (flow equilibrium).

ولا مرأ في أن نموذج Mundell-Fleming أكثر منطقية - في هذا الشأن على وجه الخصوص - من النموذج النقدي العام، فالنتيجة التي يتوصل إليها النقديون - بشأن تأثير تغيرات معدل الفائدة والدخل القومي في سعر الصرف - تفتح ثغرة في تماسك نموذجهم بكل تأكيد، ولا سيما أنهم يفترضون تمتع رأس المال بالحرية التامة في التنقل عبر الحدود الدولية، ومع هذا لا يجوز استخدام هذه الثغرة دليلاً على عدم واقعية النموذج النقدي؛ فالنتائج التي توصلوا إليها في هذا السياق تنسجم كلية مع تعريفهم للتوازن في السوق النقدية؛ فحسب هذا التعريف

المستقى من Harry Johnson (1973)، يرغب الأفراد عادة في الاحتفاظ برصيد حقيقي (Stock) أمثل، وبالتالي فإذا ارتفع سعر الفائدة الوطني وتبين للأفراد أن الرصيد النقدي الموجود بحوزتهم يفوق الرصيد النقدي الذي يرغبون في الاحتفاظ به، فإن هذا سيدفعهم إلى التخلص من هذا الفائض وذلك باستيراد سلع وأوراق مالية على نحو متزايد، وبناء على هذا فإن ارتفاع سعر الفائدة الوطني سيحفز الأفراد على تخفيض ما في حوزتهم من نقد، وذلك لأن ارتفاعه يعني ارتفاع كلفة الكمية النقدية التي يحتفظون بها.

من هنا فلن تعود السوق النقدية إلى التوازن إلا إذا انتقلت الكمية النقدية الفائضة إلى الخارج، ومعنى هذا أن النقديين يحللون التوازن انطلاقاً من رصيد نقدي معطى، ورصيد نقدي يرغب الأفراد في الاحتفاظ به، أي أنهم لا يحللون التوازن الذي سيتحقق في أعقاب اندلاع التدفقات السلعية والرأسمالية، بل يحللون التوازن الذي سيتحقق إثر اختلال توازن قائم بين رصيد معطى ورصيد مطلوب (stock equilibrium).

ومهما كان الحال، فلا شك في أن النظرية النقدية تشرح على نحو جيد العوامل المتحركة في مستوى سعر الصرف في حالات التضخم الجامع (hyperinflation) على وجه الخصوص. فقد أثبتت الدراسة التي قام بها Frenkel لتطور سعر صرف المارك الألماني إبان التضخم الجامع الذي عم ألمانيا في الفترة الواقعة بين شباط/فبراير من عام 1920 وتشرين ثانٍ/نوفمبر من عام 1923 أن ثمة علاقة متينة بين ارتفاع المعروض النقدي وتدهور سعر صرف العملة الألمانية (Frenkel, 1976: 206). من هنا يصلح النموذج النقدي لتحليل تطور أسعار الصرف في الأمد الطويل فقط، وفي الحالات التي تتسم بالتضخم السافر أو الجامع؛ ففي مثل هذه الحالات يكون مستوى الأسعار شديد المرونة فعلاً، ولكنه يفشل بكل تأكيد في شرح العوامل المتحركة في أسعار الصرف في الأمد القصير؛ فمن الملاحظ أن هذه الأسعار تتقلب على نحو شديد في الأمد القصير، أي حينما ندرس تطور سعر الصرف يومياً أو أسبوعياً أو شهرياً، فهذه التقلبات لا يمكن أن توعز إلى تغيرات مستويات الأسعار، أو إلى تغيرات الكميات النقدية المعروضة، لأنه لا هذه ولا تلك تتغير بهذه السرعة أصلاً (Dornbusch & Fischer, 1992: 811).

نموذج Dornbusch: سعر الصرف الأجنبي في الأجل الطويل والمتوسط والقصير

يرى النموذج النقدي العام - في سعر الصرف الأجنبي - سعراً توازانياً نسبياً للسلع الوطنية والأجنبية كما لاحظنا، وبالتالي - وانطلاقاً من منظوره هذا - فقد ركز على تحليل التوازن الآلي في سوقَي السلع والنقد معتبراً أن تطور سعر الصرف التوازني يتحدد في الأجل الطويل، من خلال تطور العرض والطلب النقديين، ولا مرء في أن هذا المنظور لا يتمشى مع الواقع السائد في الدول الصناعية (الرأسمالية) على وجه الخصوص؛ ففي هذه الدول تتسم أسواق المال بحرية رؤوس الأموال في التنقل عبر الحدود الدولية بصورة تكاد تكون كاملة. من هنا فلا مناص من دراسة أثر حرية تنقل رؤوس الأموال في سعر الصرف الأجنبي. وانطلاقاً من هذا المنظور، فلا يقوم سعر الصرف بتحقيق التوازن في السوق السلعية فقط، بل يأخذ على عاتقه تحقيق التوازن في سوق الأصول المالية (asset market) الوطنية والأجنبية أيضاً.

وتكتسب هذه الحقيقة أهمية خاصة متى ألقينا نظرة سريعة على الأهمية النسبية للتجارة الدولية من ناحية، وحجم المعاملات المالية اليومية من ناحية أخرى، فإذا كان Frankel و Froot قد توصلوا إلى نتيجة مفادها أن حجم المعاملات اليومية في أسواق العملات قد بلغ (430) مليار دولار في نيسان/ أبريل من عام 1989، وأن خمسة بالمائة فقط من هذه المعاملات كانت حصيلة المتاجرة السلعية، وأن (95) بالمائة منها كانت انعكاساً للمتاجرة بالأصول المالية الصرفة، فإن بنك التسوية الدولي أعلن في تقريره المنشور في نيسان/ أبريل من عام 1992 أن حجم هذه المعاملات المالية قد ارتفع بعد ثلاثة أعوام فقط إلى (916) مليار دولار، أي أنه بلغ ما يساوي (80) بالمائة من مجموع ما تحتفظ به المصارف المركزية في الدول المشاركة في منظمة التنمية والتعاون الدولي من احتياطي أجنبي (Frankel & Froot, 1990: 182). وبناء على ما نقلته صحيفة Frankfurter Allgemeine Zeitung فقد أعلن بنك التسوية الدولية في تقريره الصادر عام 1998 بأنه: في خلال يوم واحد تجري الآن عمليات بيع للعملات الأجنبية بقيمة تبلغ - في المتوسط - 1971 مليار دولار.

من هنا فلا عجب أن يزداد الاهتمام - في توضيح أثر الاستثمار المالي - في تقلبات أسعار الصرف، وتجدر الإشارة هنا إلى أن النظرية الاقتصادية لم تتوافر -

إبان تطبيق نظام أسعار الصرف المرنة - على نماذج اقتصادية متطورة تفي بمتطلبات النظام الجديد. ولعل المشكلة التي عانى منها الدولار الأمريكي في صيف عام 1974 خير دليل على ما ساد النظرية الاقتصادية من قصور في هذا الشأن. فبناء على النماذج المتاحة استعصى - على كثير من المهتمين - إعطاء تفسير مقنع للقيمة التي كان عليها الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى آنذاك؛ فالدولار الأمريكي كان في اعتقاد جميع المهتمين - مقوماً بأدنى من قيمته الحقيقية، أي أن سعر صرفه كان أدنى من قوته الشرائية النسبية، وعلى الرغم من ذلك لم يكن المضاربون على استعداد لشراؤه. ولأن النظرية الاقتصادية لم تتوافر - آنذاك - على النماذج المناسبة، لذا عزا كثير من الاقتصاديين تدهور قيمة الدولار إلى اللاعقلانية المخيمة على المضاربين بالعملات (Niehans, 1995: 160). إلا أن بعض الاقتصاديين لم يقتنعوا بهذا التفسير، فراحوا يطرحون السؤال عما إذا كان سبب هذا التدهور يعود إلى سلوك عقلاني وتوقعات صائبة.

وعلى ما يبدو فقد توصل كثير من الاقتصاديين المهتمين بنظرية أسعار الصرف في وقت واحد تقريباً، إلى نتائج مشابهة بشأن هذا الموضوع. إلا أن Rudiger Dornbusch⁽¹⁾ كان أول من حلل هذه الظاهرة في بحث نشره عام 1976 في Journal of Political Economy تناول فيه دور التوقعات في أسواق المال الدولية - في تحديد أسعار الصرف، انطلاقاً من نموذج كلي يأخذ السوق السلعية والسوق النقدية وسوق الأوراق المالية الدولي بنظر الاعتبار، قصدت تتبع الطريقة التي ستتكيف بها الأسواق الثلاثة عبر الزمن، أي في الأمد الطويل والمتوسط والقصير وهي تنتقل من توازن قائم إلى توازن جديد طويل الأجل إثر زيادة المعروض النقدي. وما من شك في أن هذا المنظور قد أضفى خصوصية مهمة على نموذج Dornbusch مقارنة بالنماذج الأخرى السابقة عليه؛ فقد استطاع Dornbusch أن يقدم نموذجاً كلياً ديناميكياً، أكسبه صيتاً ذائعاً باعتباره أحد أشهر الاقتصاديين النقديين الأخذين بنهج Harry Johnson، وباعتباره أول من قدم نموذجاً يوائم بين النموذج النقدي العام القائم على فرضية مرونة الأسعار في الأمد الطويل ونموذج Mundell- Fleming القائم على عدم مرونة الأسعار (في الأجل القصير).

وعموماً يمكن القول بأن Dornbusch على اتفاق تام مع النموذج النقدي العام من حيث إن أسعار الصرف التوازنية طويلة الأجل تعكس القوة الشرائية النسبية للعملات المختلفة، إلا أنه يطور هذه الفكرة بتأكيد على أن أسعار

الصرف التوازنية قصيرة الأجل تعكس تعادل عوائد رأس المال في البلدان المختلفة، أي أن سعر الصرف ليس سعراً نسبياً للسلع الوطنية والأجنبية فقط، بل هو سعر نسبي للأصول المالية الوطنية والأجنبية أيضاً، بهذا المعنى يقوم نموذج على نظرية تعادل القوة الشرائية (بالنسبة للسوق السلعية) وعلى نظرية تعادل عائد رأس المال (بالنسبة للسوق الدولية للأصول المالية)، أي أنه نموذج نقدي صرف، وذلك لأن كلتا النظريتين توصلان إلى نتيجة واحدة مفادها أن أسعار الصرف تتحدد في نهاية المطاف من خلال السوق النقدية كما سنرى من العرض التالي:

فرضيات النموذج وعناصره:

عموماً يمكن القول بأن نموذج Dornbusch يقوم على فرضيات النموذج النقدي العام نفسها، فهو أيضاً يفترض أولاً: سريان قانون وحدة السعر في السوق العالمية بالنسبة للسلع المتجانسة، ثانياً: ثبات العلاقات الدالية المحددة للطلب النقدي، ثالثاً: تمتع رأس المال بالحرية التامة في التنقل عبر الحدود الدولية (perfect capital mobility)، رابعاً: تجانس الأوراق المالية المتاجر بها دولياً من حيث المخاطر والآجال، خامساً: تحقق حالة الاستخدام الشامل في الاقتصاد المعني، إلا أنه يدخل بعض التعديل على فرضيات النموذج النقدي العام، وذلك من حيث إنه يقوم أولاً بدراسة أسعار الصرف من واقع بلد صغير نسبياً، «أي بلد من الصغر في السوق العالمية بحيث لا تؤدي التغيرات المتحققة في اقتصاده إلى تغيرات تذكر في مستوى الأسعار وفي معدل الفائدة السائدين في السوق العالمية»، وثانياً: يفترض تحكم التوقعات الرشيدة (rational expectations) في سلوك المتعاملين في أسواق المال الدولية، وثالثاً: يعتقد، انسجاماً مع التحليل الكينزي عموماً، ونموذج Mundell-Fleming على وجه الخصوص، أن أسعار السلع غير مرنة في الأمد القصير، وأنها - انسجاماً مع التحليل النقدي - مرنة في الأمد الطويل. ومعنى هذه الفرضية - الأخيرة - أن الأسعار تتباطأ في التكيف مع ظروف العرض والطلب في السوق السلعية.

انطلاقاً من هذه الفرضيات يمكن القول بأن النموذج يتكون من الأسواق والمعادلات التالية (38: Gaertner, 1997):

1 - السوق السلعية:

$$(23) \quad \frac{dp}{dt} = \pi (y^d - y) \quad \text{منحنى فيليبس}$$

$$(24) \quad y^d = (e - p) + \phi y + g \quad \text{الطلب السلعي الكلي}$$

2 - السوق النقدية:

$$(25) \quad m^d = p + \Phi - \lambda i \quad \text{الطلب النقدي}$$

$$(26) \quad m = m^d \quad \text{شرط التوازن النقدي}$$

3 - سوق المال الدولية:

$$(27) \quad i = i^* + \frac{E_t - E_0}{E_0} \quad \text{توازن سوق المال}$$

وما خلا معادلات سوق المال الدولية فقد استخدمنا الأسلوب اللوغاريتمي في توصيف معادلات السوق السلعية والسوق النقدية انسجماً مع الأسلوب الذي انتهجه Dornbusch نفسه. لكننا - وخلافاً لنموذجه الأصلي - أغفلنا في المعادلة (24) الطلب السلعي التابع لسعر الفائدة (= الاستثمار) وذلك تبسيط للشرح. ونود أن ننبه إلى أن عدم أخذ الطلب الاستثماري التابع لسعر الفائدة بنظر الاعتبار لا يغير شيئاً من الجوهر الأساسي للنموذج أبداً، بل يزيده تبسيطاً ووضوحاً في الكشف عن العوامل الرئيسية المحددة لسعر الصرف في الآجال القصيرة والمتوسطة والطويلة (Dornbusch, 1978: 41).

1 - السوق السلعية: يتحدد التوازن في هذه السوق من خلال الطلب السلعي (y^d) والعرض الكلي المتاح في حالة تحقق حالة الاستخدام الشامل (y). بهذا تبين المعادلة (23) أن معدل التضخم سيكون أعلى كلما كان الطلب السلعي أكثر تفوقاً على المعروض السلعي. أما (π) فإنها قيمة تجسد سرعة تكيف الأسعار في حالة اختلال التوازن في السوق السلعية. وتؤدي (π) دوراً مهماً في النموذج، فهي تعكس فرضية Dornbusch بأن الأسعار تامة المرونة في الأمد الطويل ($\pi = \infty$) انسجماً مع النظرية الكلاسيكية المحدثه، وعديمة المرونة في الأمد القصير ($\pi = 0$)، انسجماً مع النموذج الكينزي التقليدي.

أما المعادلة (24) فإنها تشتمل على مكونات الطلب الكلي (y^d): صافي

الصادرات باعتباره دالة في سعر الصرف الحقيقي $(e-p)^{(2)}$ والطلب السلعي التابع للدخل القومي (py) والإنفاق الحكومي التلقائي (g) .

2- السوق النقدية: بناء على المعادلة (26) يسود التوازن السوق النقدية دائماً وأبداً، ففي هذه السوق يتصف معدل الفائدة بالمرونة التامة، الأمر الذي يعني أن معدل الفائدة يقضي في الحال - على أية حالة لا توازن قد تتعرض لها السوق النقدية.

أما المعادلة (25) فهي ليست إلا تعبيراً آخر عن دالة الطلب النقدي المتعارف عليها والتي كنا قد تحدثنا عنها في سياق عرضنا للنموذج النقدي العام.

3- سوق المال الدولية: المعادلة (27) تجسد شرط التوازن في سوق المال «في حالة تجانس الأصول المالية الوطنية والأجنبية من حيث المخاطر والآجال» من ناحية، وفي حالة «تمتع رأس المال بالحرية التامة في التنقل عبر الحدود الدولية» من ناحية أخرى. ففي ظل هذه الفرضيات ستعمل المراجعة بالفائدة على تعادل عائد رأس المال في الاقتصاد المعني مع عائد رأس المال في العالم الخارجي، إذ يعبر (i) عن معدل الفائدة الوطني، و (i^*) عن معدل الفائدة الأجنبي، و (E_0) عن سعر الصرف الأجنبي السائد حالياً، و (E_t) عن سعر الصرف الأجنبي المتوقع بعد عام على سبيل المثال، وذلك بافتراض أن الأصول المالية هي سندات حكومية تستحق بعد هذا الأجل (3) .

بهذا فإن $(E_t - E)/E$ يعطينا - إذا كان قيمة موجبة - المعدل المتوقع لارتفاع سعر الصرف الأجنبي، أما إذا كان قيمة سالبة، فإنه سيمثل المعدل المتوقع لانخفاض سعر الصرف الأجنبي، ومن هنا فإن تعادل عائد رأس المال في كلا الاقتصادين (أي كف رؤوس الأموال عن الانتقال إلى الاقتصاد الوطني قصد اغتنام الفائدة الأعلى) لن يتحقق في حالة تفوق سعر الفائدة الوطني (i) على سعر الفائدة الأجنبي (i^*) إلا إذا اعتقد المستثمرون في الأوراق المالية أن سعر الصرف الأجنبي سيرتفع في المستقبل (أي عند استحقاق سداد قيمة السندات الحكومية أو ما سواها من الأصول المالية) إلى معدل لن يستطيعوا في ظله تحقيق أرباح تزيد على الأرباح التي يحققونها من معدل الفائدة السائد في الاقتصاد الأجنبي. وبالعكس طبعاً في حالة كون سعر الفائدة الوطني أدنى من سعر الفائدة الأجنبي، إذ لا يتحقق تعادل عائد رأس المال وكف رؤوس الأموال الوطنية عن الانتقال إلى

الخارج إلا إذا تعزز الاعتقاد لدى المستثمرين بأن سعر الصرف المتوقع سينخفض في المستقبل إلى القدر الذي لن يجنوا في ظله ما هو أكثر مما يحصلون عليه في الاقتصاد الوطني. فقط في حالة تطابق سعر الصرف المتوقع مع سعر الصرف السائد فعلاً (سيعني تساوي معدل الفائدة الوطني مع معدل الفائدة الأجنبي تعادل عائد رأس المال) (Rose & Sauernheimer, 1992: 215).

إن المراجعة في الفوائد تضمن - بناءً على افتراض حرية تنقل رؤوس الأموال وتجانس الأصول المالية - تحقق تعادل عوائد رأس المال في الأمد القصير، أي تحقق المعادلة (27) كشرط للتوازن في سوق المال الدولية، فإذا انخفض سعر الفائدة الوطني، فسيكون الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية أعلى عائداً؛ الأمر الذي يتسبب في تصدير رؤوس الأموال. وبما أن تصدير رؤوس الأموال سيزيد الطلب على العملة أو العملات الأجنبية. ولذا سيرتفع سعر الصرف الأجنبي إلى أن يتحقق تعادل عوائد رأس المال مجدداً، أي إلى أن يتحقق شرط التوازن الممثل بالمعادلة (27). بهذا يفترض نموذج Dornbusch أن سوق المال الدولية في حالة توازن دائماً وأبداً، مثلها في ذلك مثل السوق النقدية؛ فإذا كان سعر الفائدة هو الذي يحقق التوازن الفوري في السوق الأخيرة، فإن سعر الصرف السائد هو الذي يحقق التوازن في سوق المال الدولية في خلال ساعات وجيزة، وليس في خلال بضعة أسابيع كما يؤكد (Dornbusch (1978: 48).

ولا مراء في أن التوقعات بشأن سعر الصرف المستقبلي تقوم بدور مهم في الطريقة التي يتحقق بها تكيف سعر الصرف الحاضر، وهو يحقق التوازن في سوق الأصول المالية، فالمعادلة (27) لا توضح - لا من قريب ولا من بعيد - المستوى المطلق (absolute niveau) لسعر الصرف الحاضر. إنها تنطلق من مستوى معطى لسعر الصرف المتوقع (E_t) مفترضة أن هذا السعر هو الذي سيحدد المستوى المطلق لسعر الصرف الحاضر، وبهذا فإن هذه المعادلة تبين فقط القيمة التي سيتفاوت بها سعر الصرف الحاضر عن سعر الصرف المتوقع، في حالة تفاوت سعر الفائدة الوطني عن سعر الفائدة الأجنبي.

ومعنى ذلك أن سعر الصرف المتوقع هو الأساس (anchor) الذي يرتكز عليه سعر الصرف الحاضر. ولكن ما العوامل المحددة لسعر الصرف المتوقع؟ يفترض Dornbusch (1976b: 1167) أن الأفراد يبنون توقعاتهم بشأن سعر

الصرف المستقبلي على نحو رشيد (rational): إنهم يصوغون توقعاتهم من خلال الإفادة من كل ما متاح لهم من اطلاع ومعرفة بشأن العوامل المتحركة في سعر الصرف الطويل الأجل (perfect foresight) أي من خلال معرفتهم الدقيقة بتطور المعروض النقدي المحدد للقوة الشرائية ولسعر الصرف الطويل الأجل، أو بتعبير آخر يفترض النموذج معرفة الأفراد بفحوى المعادلة (22).

بناء على هذه الفرضية يمكننا القول أيضاً إن سعر الصرف المتوقع (E_t) ليس إلا سعر الصرف الطويل الأجل (E_L):

$$E_t = E_L$$

أي أنه يتطابق مع سعر الصرف المحدد بتعادل القوة الشرائية للعملة المختلفة. وبالتالي فلا مراء في أن بوسعنا عندئذ صياغة المعادلة (27) على النحو التالي أيضاً:

$$i = i^* + \frac{E_L - E_0}{E_0} \quad (28)$$

السياسة النقدية والتوازن الآني في الأسواق الثلاثة: تعميقاً للشرح وزيادة في التوضيح نود الآن استعراض التوازن الآني في الأسواق الثلاثة، ودور السياسة النقدية في تحديد سعر الصرف من خلال الأسلوب الوصفي أولاً، ومن خلال النظام الإحداثي ثانياً.

1- العرض الوصفي للنموذج: لنفترض بادئ ذي بدء أن السياسة النقدية اتصفت في الفترات الزمنية السابقة بالثبات والاستقرار بناء على نموذج Dornbusch، وهذا يعني أن التوقعات المتحركة في سلوك المتعاملين في سوق المال ستكون ذات طبيعة ساكنة (Static expectations)؛ أي أنهم لن يتوقعوا تغييراً ملحوظاً في سعر الصرف في المستقبل القريب، وبما أن هذا يعني ضمناً أن $(E_L - E_0)/E_0$ سيساوي الصفر، أي أن سعر الصرف الحاضر (spot exchange rate) سيتطابق مع سعر الصرف المتوقع (E_t)، ولذا سيساوي سعر الفائدة الوطني (i) سعر الفائدة الأجنبي (i^*) في حالة سيادة التوازن الآني في الأسواق الثلاثة.

لنفترض الآن - وانطلاقاً من هذه الحالة التوازنية- أن سلطة الإصدار

النقدي قد انتهجت سياسة نقدية توسعية، أي أنها زادت المعروض النقدي بمقدار معين ولمرة واحدة.

فإن زيادة المعروض النقدي ستؤدي - في الحال - إلى تخفيض سعر الفائدة الوطني، وذلك لأن هذا التخفيض - فقط - هو الذي يضمن تحقيق التوازن في السوق النقدية (المعادلة 25).

ومن ناحية أخرى فستترك زيادة المعروض النقدي آثارها على التوازن في سوق الأصول المالية وسعر الصرف الحاضر؛ فزيادة المعروض النقدي تؤدي إلى خفض عائد رأس المال في الاقتصاد الوطني على نحو مضاعف، وذلك لأن هذه الزيادة سترفع - من ناحية - مستوى الأسعار الوطنية في الأمد الطويل، الأمر الذي يحتم ارتفاع سعر الصرف طويل الأجل (= سعر الصرف المتوقع) وستخفض - من ناحية ثانية - سعر الفائدة الوطني، وفي هذه الحالة سيحفز انخفاض عائد - رأس المال - في الاقتصاد الوطني - تصدير رأس المال إلى الخارج، الأمر الذي يزيد الطلب على العملات الأجنبية. وسيؤدي هذا الطلب المتزايد على العملات الأجنبية إلى ارتفاع سعر الصرف الحاضر إلى مستوى يتفوق فيه على سعر الصرف طويل الأجل (المتوقع حديثاً) بمقدار الفارق (السالب) السائد بين سعر الفائدة الوطني، وسعر الفائدة الأجنبي (المعادلتان 27، 28). فهذا المستوى فقط هو الذي يضمن عودة سوق المال إلى الحالة التوازنية.

وإذا ما عرفنا الأمد القصير بأنه يتصف بعدم مرونة الأسعار إزاء ارتفاع المعروض النقدي، والأمد المتوسط بتكيف الأسعار تدريجياً مع هذا الارتفاع، والأمد الطويل بارتفاع الأسعار بمعدل مساو لمعدل ارتفاع المعروض النقدي، فعندئذ سيكون بإمكاننا القول - أيضاً - بأن سعر الصرف الحاضر يجب أن يفرط في التكيف (overshooting) مع زيادة المعروض النقدي، أي أنه يجب أن يرتفع، في الأمد القصير، إلى مستوى أعلى من المستوى الذي يتحتم أن يصل إليه سعر الصرف طويل الأجل؛ فالأخير يرتفع بمقدار معدل التضخم لا غير، أما سعر الصرف الحاضر فإنه سيتفوق عليه بمقدار انخفاض سعر الفائدة الوطني تماماً؛ فارتفاعه بهذا المقدار هو الذي يضمن عودة سوق المال إلى التوازن من جديد، وذلك لأن هذا الارتفاع هو الذي سيولد لدى المستثمرين في الأوراق المالية الوطنية توقع انخفاض سعر الصرف المستقبلي بالقدر الذي يضمن تحقق تعادل عائد رأس المال.

والتفسير الاقتصادي لهذا الإفراط (overshooting) هو أن تدهور قيمة العملة الوطنية على نحو غير متناسب مع قوتها الشرائية سيُعوّض في المستقبل (أي عندما يتحقق سعر الصرف طويل الأجل) أولئك الأفراد الذين استثمروا رؤوس أموالهم في الأوراق المالية الوطنية عن الخسارة التي تحملوها بسبب انخفاض سعر الفائدة الوطني؛ فتتحقق سعر الصرف طويل الأجل سيعني - مقارنة بسعر الصرف الحاضر - ارتفاع قيمة العملة الوطنية، أي أن المستثمرين الذين كانوا قد حولوا عملتهم الأجنبية إلى العملة الوطنية، إبان التدهور المفرط في قيمة العملة الوطنية سيحصلون - عند تحويلهم العملة الوطنية إلى عملاتهم الأجنبية، علاوة على الفوائد الوطنية - على ربح إضافي ناجم عن ارتفاع قيمة العملة الوطنية.

وبما أن درجة إفراط سعر الصرف الحاضر ستكون أكبر «كلما انخفض سعر الفائدة بمعدل أعلى»، فلذا يمكن القول - أيضا - بأن درجة الإفراط هذه ستكون أكبر «كلما كانت مرونة الطلب النقدي بالنسبة لتغير سعر الفائدة أدنى». إذ سيحتّم توازن السوق النقدية انخفاضاً أكبر نسبياً في معدل الفائدة عند زيادة المعروض النقدي بمقدار معين.

وإذا كان هذا هو المستوى الذي سيصل إليه سعر الصرف في الأجل القصير والطويل، فما هو إذن المسار الذي سيتخذه هذا السعر في الأجل المتوسط؟ أي «بعد أن تأخذ السوق السلعية في التكيف مع زيادة المعروض النقدي وما نجم عنها من ارتفاع في سعر الصرف الحاضر».

إن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي سيؤدي إلى زيادة الصادرات وتراجع الواردات. بهذا وكما هو بين من المعادلة (23) - ستبدأ الأسعار في الارتفاع تدريجياً، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الطلب النقدي - فمن هنا، إذا افترضنا أن سلطة الإصدار النقدي لم تعد عازمة على زيادة المعروض النقدي مجدداً، فعندئذٍ سيأخذ سعر الفائدة الوطني في الارتفاع تدريجياً، أي بسرعة متناغمة مع ارتفاع الأسعار، وسيستمر في الارتفاع إلى أن يتلاشى الفارق السائد بين معدل الفائدة الوطني، ومعدل الفائدة الأجنبي، أي إلى أن يتلاشى الفارق السائد بين سعر الصرف الحاضر، وسعر الصرف (المتوقع) في الأمد الطويل. ومعنى هذا أن معدل الفائدة سيأخذ في الارتفاع، وسعر الصرف الحاضر سيأخذ في التراجع

عن مستواه المفرط إلى أن تحقق السوق السلعية توازنها من جديد، أي إلى أن يرتفع مستوى الأسعار الوطنية بمعدل ارتفاع المعروض النقدي نفسه (Dornbusch, 1978: 45)، وعندئذ ستكون الأسواق الثلاثة، أعني السوق النقدية وسوق المال والسوق السلعية في حال «توازنية» جديدة تتسم - من ناحية - ببلوغ معدل الفائدة الوطني المستوى الذي كان عليه قبل زيادة المعروض النقدي، أي بلوغه مستوى يتساوى فيه مع سعر الفائدة الأجنبي (الثابت)، وتتسم من ناحية أخرى بتطابق سعر الصرف الحاضر ومستوى الأسعار الوطنية مع قيمهما التوازنية الجديدة طويلة الأجل.

ولربما يثير اقتران ارتفاع المستوى العام للأسعار بارتفاع قيمة العملة الوطنية في الأمد المتوسط بعض الإشكاليات، وذلك لأنه يخالف مخالفة تامة منطوق نظرية تعادل القوة الشرائية التي ينطلق منها النقديون عامة ونموذج Dornbusch خاصة. إن تفسير الأمر يكمن في أن قيمة العملة الوطنية قد تدهورت في بادئ الأمر على نحو أشد من التدهور الذي يحتمه تعادل القوة الشرائية.

2- عرض النموذج من خلال النظام الإحداثي: النظام الإحداثي - أدناه - يوضح القيم التي سيتخذها سعر الصرف، ومعدل الفائدة، والمستوى العام للأسعار في الآجال الطويلة والمتوسطة والقصيرة.

وقد سمينا منحنى توازن السوق السلعية بمنحنى (IS) ومنحنى توازن السوق النقدية بمنحنى (LM) انسجاماً مع التقليد المتبع في عرض شروط توازن السوقين في اقتصاد مغلق، أما منحنى (FE) فإنه منحنى توازن سوق المال.

ونحصل على منحنى (IS) من خلال التعويض عن (y^d) في المعادلة (23) بقيمته المحددة في المعادلة (24).

$$\frac{dp}{dt} = \pi [\delta (e - p) + \phi y + g - y] \quad (29)$$

وبما أن dp/dt يساوي صفراً في الحالة التوازنية، أي أن $(y^d = y)$ ضمناً، لذا يمكن القول أيضاً إن:

$$0 = \delta (e - p) + y (\phi - 1) + g$$

وعند نقل $[y(\phi - 1) + g]$ إلى الطرف الآخر من المعادلة، فسنحصل على:

$$-g - y(\phi - 1) = \delta(e - p)$$

وعند قسمة طرفي المعادلة على (δ) ، فسيكون:

$$\frac{-g - y(\phi - 1)}{\delta} = (e - p)$$

وعند نقل (e) إلى الطرف الآخر، فسنحصل على:

$$-e \frac{-g - y(\phi - 1)}{\delta} = -p$$

وإذا ما ضربنا طرفي المعادلة بـ (-1) فسنحصل على:

$$e + \frac{g + y(\phi - 1)}{\delta} = p$$

أو أن:

$$e + \frac{g}{\delta} + y \frac{(\phi - 1)}{\delta} = p$$

وبالتالي فإن:

$$e + \frac{g}{\delta} - y \frac{(1 - \phi)}{\delta} = p \quad (30)$$

إن هذه هي معادلة منحنى توازن السوق السلعية (IS) في اقتصاد مفتوح على العالم الخارجي، وكما هو بين يحتم استمرار توازن السوق السلعية أن يتطور سعر الصرف والمستوى العام للأسعار على نحو متناسب (proportional)، وفي الاتجاه نفسه - وانطلاقاً من طلب حكومي معطى - هناك سعر صرف حقيقي واحد فقط، يضمن تساوي الطلب السلعي مع الناتج المتحقق في ظل فرضية الاستخدام الشامل (y) . ومعنى هذا أن منحنى (IS) يبين لنا إذا ما كان سعر الصرف يأتلف مع مستوى الأسعار السائد أم لا؛ فكل نقطة عليه تعطينا توليفة توازنية. أما إذا كانت التوليفة السائدة تقع في الشمال من المنحنى، فإن معنى هذا أن $(y^d < y)$ ، أما إذا كانت التوليفة تقع إلى اليمين من المنحنى، فإن هذا يعني أن $(Y^d > Y)$.

أما منحنى (LM) فإننا نحصل عليه عند التعويض عن (m^d) في المعادلة (26) بقيمته المعروفة في المعادلة (25):

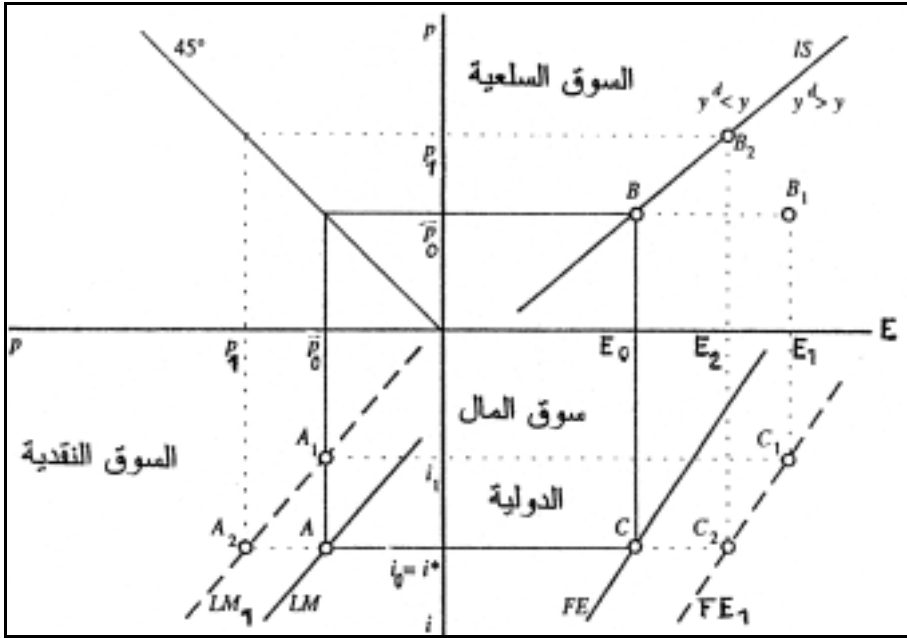
$$m = p + \phi y - \lambda i$$

وعند حل هذه المعادلة انطلاقاً من (i) فسنحصل على:

$$i = \frac{1}{\lambda} (p - m + \Phi y) \quad (31)$$

هذه المعادلة تعطينا التوليفات العديدة التي تتساوى فيها الكمية النقدية، التي يرغب الأفراد في الاحتفاظ بها مع المعروض النقدي المعطى من خارج النموذج. إنَّ ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني خفض المعروض النقدي الحقيقي، وبالتالي فلكي يتراجع الطلب النقدي - على نحو متناسب - يجب أن ترتفع كلفة الكمية النقدية التي يحتفظ بها الأفراد، أي يجب أن يرتفع معدل الفائدة. وبما أن معدل الفائدة مرّن إلى ما لا نهاية، لذا فستكون السوق النقدية في حالة توازن دائماً وأبداً، أي أننا نتحرك دائماً وأبداً على المنحنى نفسه (LM) وأن مستوى الأسعار الأعلى لا يأتلف إلا مع معدل فائدة أعلى أيضاً، ولا مرء في أن منحنى التوازن النقدي هذا لا يجسد التوازن النقدي إلا انطلاقاً من قيم معطاة؛ فارتفاع الكمية النقدية يؤدي - كما هو بين من المعادلة (31) - إلى تحرك منحنى (LM) إلى الأعلى أو بالأحرى إلى ناحية الشمال، وسبب ذلك يكمن في أن المعروض النقدي المتزايد - اسمياً - لن يرغب الأفراد في الاحتفاظ به، انطلاقاً من معدل الفائدة السائد، إلا إذا ارتفع المستوى العام للأسعار بمعدل يضمن عودة العرض النقدي إلى القيمة الحقيقية نفسها (real) التي كان عليها قبل التوسع النقدي.

أما توازن سوق المال الدولية - وكذا ميزان رأس المال أيضاً - فإنه يتحدد من خلال المعادلة (27) أو بالأحرى المعادلة (28). وكما يتضح من هاتين المعادلتين إذا ما افترضنا ثبات (i^*) و (E_t) أو بالأحرى (E_L) ، فإن انخفاض سعر الفائدة الوطني يحتم ارتفاع سعر الصرف السائد حالياً، وذلك لأن هذا الارتفاع هو الذي سيولد لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية توقع انخفاض سعر الصرف في المستقبل، من هنا فإن منحنى FE يمثل هذه العلاقة العكسية؛ فسوق المال لن تكون في حالة توازنية إلا إذا صاحب ارتفاع سعر الفائدة انخفاض مناسب في سعر الصرف، والعكس بالعكس طبعاً. وبما أن سعر الصرف متغير مرّن إلى ما لا نهاية، لذا فإنه يحيد في الحال البوادر اللاتوازنية، أي أن سوق المال ستكون دائماً وأبداً في حالة توازنية.



أما سعر الفائدة الأجنبي (i^*) وسعر الصرف المتوقع (E_t) (في المعادلة 27) أو بالأحرى سعر الصرف طويل الأجل (E_L) (في المعادلة 28)، فإنهما معاملا (parameters) يحددان موقع المنحنى في النظام الإحداثي، أي أن تغيرهما يسبب انتقال المنحنى برمته.

في النظام الإحداثي في الصفحة السابقة، يمثل المربع المتصل الأضلاع حالة التوازن الآني في الأسواق الثلاثة: فيما أن السياسة النقدية اتصفت بالثبات في الفترات السابقة، لذا لم يكن هناك سبب لتوقع ارتفاع الأسعار في المستقبل، ومن هنا فإن سعر الصرف الحاضر (E_0) يساوي سعر الصرف المتوقع (E_t) أو بالأحرى سعر الصرف طويل الأجل (E_L). وبما أن $E_0 = E_t = E_L$ ، لذا تساوي سعر الفائدة المحقق للتوازن في السوق النقدية الوطنية (i) مع معدل الفائدة الأجنبي (i^*)، أي أن عائد رأس المال في سوق المال الوطنية قد تعادل مع عائد رأس المال في سوق المال الدولية.

وانطلاقاً من القيم التوازنية لكل من (i_0) و (p_0) و (E_0)، لنفترض الآن أن المصرف المركزي - انتهج سياسة نقدية توسعية - كما سبق أن قلنا، فسيؤدي ارتفاع المعروض النقدي إلى انتقال منحنى التوازن النقدي من (LM) إلى (LM_1). والسؤال الآن هو: ما ردود أفعال كل من (i) و (p) و (E) في الأمد القصير والمتوسط والطويل؟

بما أن المستوى العام للأسعار يتصف بعدم المرونة في الأمد القصير، لذا فلن يكون في الإمكان إرجاع الكمية النقدية المتزايدة اسماً إلى القيمة الحقيقية التي كانت عليها قبل انتهاج السياسة النقدية التوسعية، ومن هنا - وطالما ظل (p_0) عند المستوى نفسه - فيستولى معدل الفائدة تحقيق التوازن في السوق النقدية، أي أنه سينخفض إلى (i_1) ؛ وذلك لأن سعر الفائدة هذا هو المعدل الذي يأتلف مع (p_0) .

من ناحية أخرى، وبما أن المتعاملين في سوق المال يتوافرون على معرفة دقيقة بالعلاقات الدالية السائدة بين المعروض النقدي والمستوى العام للأسعار، وسعر الصرف، لذا فستدفعهم زيادة الكمية النقدية إلى توقع ارتفاع مستوى الأسعار وسعر الصرف الأجنبي في المستقبل. وبما أن توقعاتهم تحدد موقع منحنى توازن سوق المال (FE) في النظام الإحداثي، لذا فسينتقل هذا المنحنى إلى (FE_1) . وكما هو بين يحتّم منحنى توازن سوق المال الجديد أن يرتفع سعر الصرف إلى (E_1) ، وذلك لأن معدل الفائدة الجديد (i_1) لا يأتلف إلا مع (E_1) . بهذا فقد أدى انخفاض معدل الفائدة الوطني من ناحية، وتوقع ارتفاع سعر الصرف في المستقبل من ناحية أخرى، إلى تدهور قيمة العملة الوطنية على نحو مضاعف، ومن هنا فسينخفض - في الأمد القصير - عائد رأس المال في الاقتصاد الوطني، أي أنه سيكون أدنى من العائد السائد في الخارج. وبالتالي فسيرتفع صافي تصدير رأس المال.

وانطلاقاً من مستوى الأسعار (p_0) (الثابت في الأمد القصير) ومن سعر الصرف الجديد (E_1) فلن تكون السوق السلعية في حالة توازن. ففي (B_1) سيكون الطلب السلعي أعلى من المعروض السلعي بكل تأكيد، ومن هنا يمكننا تعريف الأمد القصير بأنه الأمد الذي يتصف بتوازن سوقي المال والنقد وبعدم توازن السوق السلعية.

وفي الأمد المتوسط تشكل الحالة اللاتوازنية في السوق السلعية قوة الدفع المحركة في اتجاه التوازن الآني في الأسواق الثلاثة، فنقوم الطلب على العرض في السوق السلعية سيؤدي إلى أن يأخذ المستوى العام للأسعار في الارتفاع، والاتجاه - تدريجياً - صوب مستواه التوازني الجديد (p_1) . وفي النظام الإحداثي

أعلاه يتجسد هذا الارتفاع من خلال الانتقال من (B_1) إلى (B_2) في السوق السلعية ومن (A) إلى (A_2) في السوق النقدية. وكما هو واضح يعني التحرك من (A_1) إلى (A_2) أن سعر الفائدة قد أخذ يرتفع من مستواه المنخفض نسبياً (i_1) إلى مستواه التوازني القديم (i_0) . وسيترك هذا الارتفاع آثاره في سوق المال طبعاً. إذ سيأخذ تصدير رأس المال في التراجع وسعر الصرف في الانخفاض تدريجياً. وتتجسد هذه التحولات من خلال انتقال التوليفة التوازنية في سوق المال من (C_1) إلى (C_2) .

وستستمر هذه التحولات في الأسواق الثلاثة إلى أن يتحقق توازن آني طويل الأجل من جديد، أي إلى أن يتطابق - من جديد - سعر الصرف السائد (E) مع سعر الصرف طويل الأجل (E_L) (= سعر الصرف المتوقع E_t)، إذ سيتساوى عندئذ معدل الفائدة الوطني (i) مع معدل الفائدة الأجنبي (المعطى من خارج النموذج) (i^*) . في نظامنا الإحداثي أعلاه يتجسد هذا التوازن الجديد في التوليفات (A_2) في السوق النقدية و (B_2) في السوق السلعية و (C_2) في سوق المال.

وكما يتضح من العرض أعلاه فقد أفرط سعر الصرف في الارتفاع في الأجل القصير، إلا أنه عاد وانخفض من جديد بحيث صار يعكس القوة الشرائية النسبية للعملة الوطنية. إن هذا الإفراط هو جوهر نموذج Dornbusch.

خاتمة

لا مراء في أن القارئ قد وقف الآن على السمة النقدية لهذا النموذج، فكما يتضح من العرض أعلاه لم تستطع السياسة النقدية - في الأمد الطويل - التأثير في قيم المتغيرات الحقيقية، أعني الناتج القومي الحقيقي ومعدل الفائدة الوطني. من هنا - وانسجماً مع المنظور النقدي - ظلت زيادة المعروض النقدي حيادية في نهاية المطاف؛ فهي وإن أثرت - في الأمد القصير - في معدل الفائدة الوطني، إلا أنها لم تؤثر - في الأمد الطويل - إلا في المتغيرات النقدية فقط، أعني مستوى الأسعار، وسعر الصرف طويل الأجل، اللذين كان النموذج النقدي العام قد حدد معدلات تغيرهما انطلاقاً من ظروف العرض والطلب النقديين.

وعلى الرغم من تطابق النتيجة النهائية - التي توصل إليها Dornbusch مع

مضمون النموذج النقدي العام - فهناك خاصية مميزة لنموذجه بكل تأكيد، ففرضية أن معدلات الفائدة وأسعار الصرف - من ناحية - وأسعار السلع - من ناحية أخرى - تتكيف بسرعة متفاوتة مع زيادة المعروض النقدي، مكنته من التمييز بين العوامل المتحركة في سعر الصرف تمييزاً واضحاً؛ ففي الأمد القصير كيف سعر الصرف نفسه (ومعدل الفائدة) على نحو يضمن تساوي الرصيد النقدي، ورصيد الأوراق المالية المعروضين مع ما يرغب الأفراد في الاحتفاظ به من هذين الرصيدين.

أما في الأمد المتوسط والطويل فإن أسعار السلع هي التي تأخذ على عاتقها مهمة تثبيت الطلب السلعي المتزايد بفعل ارتفاع سعر الصرف الأجنبي. ومن هنا فإذا كانت متطلبات التوازن في سوق المال قد حتمت أن يفرط سعر الصرف في الارتفاع في الأجل القصير، فإن متطلبات التوازن في السوق السلعية قد أجبرت سعر الصرف على التراجع، من مستواه المفرط إلى مستواه الطويل الأجل، المحدد بظروف العرض والطلب في السوق النقدية، وبشرط تعادل عائد رأس المال في سوق المال الدولية.

وعلى الرغم من التقدم الكبير الذي أحرزه Dornbusch في الكشف عن المستويات التي سيتخذها سعر الصرف الأجنبي في الآجال المختلفة، فإن نموذجه لم يقدم تحليلاً وافياً لعملية الانتقال من التوازن القصير الأجل إلى التوازن الطويل الأجل؛ ففي عملية الانتقال هذه كان سعر الصرف الحقيقي أعلى من مستواه التوازني، الأمر الذي يعني أن الاقتصاد المعني قد حقق - طوال هذه الفترة - فائضاً في ميزان الحساب الجاري. وأنه كان قد صدر إلى العالم الخارجي رؤوس أموال بمقدار هذا الفائض، ومن هنا فلا بد أن تكون دائنية البلد - في الصافي - قد ارتفعت، في سياق عملية الانتقال إلى التوازن الجديد. إن ارتفاع صافي الدائنية يعني في الواقع أن الاقتصاد المعني بات يجني فوائد متزايدة من رؤوس الأموال المصدرة على نحو موسع، وأن تحسناً ملحوظاً قد طرأ على ميزان الخدمات باعتباره الميزان الذي يرصد هذه التدفقات. وإذا كان الأمر على هذا النحو، فمن الجلي أن سعر الصرف الحقيقي لن يكون - في التوازن الجديد - على المستوى نفسه الذي كان عليه قبل انتهاز المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية.

الهوامش

- (1) Rudiger Dornbusch اقتصادي ألماني ولد في مدينة Krefeld عام 1942. وكان قد انتقل بعد حصوله على الماجستير من جامعة جنيف السويسرية إلى الولايات المتحدة الأمريكية ليقيم أطروحة الدكتوراه في جامعة شيكاغو تحت إشراف H. Johnson. بعد تخرجه عين أستاذاً للاقتصاد في جامعة Rochester ثم في جامعة شيكاغو. في عام 1978 تحول للتدريس في Massachusetts Institute of Technology الأمريكي الشهير.
- (2) نود أن ننبه ههنا إلى أننا كنا قد عرفنا سعر الصرف الحقيقي علي أنه يساوي EP^*/P . وبالتالي وإذا ما استخدمنا الأسلوب اللوغاريتمي، فإنه سيساوي في الواقع: $(e + p - p^*)$. ولكن وبما أن (p^*) قيمة ثابتة معطاة من خارج النموذج، لذا اعتبرنا $(p^* = 1)$ ، الأمر الذي يمكننا من تجاهله في المعادلة (24).
- (3) لعله تجدر الإشارة إلى أن المعادلة (27) لا تعبر - على نحو دقيق - عن شرط التوازن في سوق المال، فلو توخينا الدقة لتعين علينا صياغة المعادلة على النحو التالي:

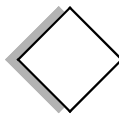
$$1 + i = 1 + i^* + [(E_t - E_0)/E_0] + i^* [E_t - E]/E$$

حيث يعطينا $1 + i^*$ العائد الذي سيديره علينا سعر الفائدة (i^*) في حالة الاستثمار في الأصول المالية الأجنبية. أما $(E_t - E)/E$ فإنه يعطينا الأرباح التي سنجنيها عند تحويل المبلغ الأصلي من العملة الأجنبية إلى العملة الوطنية في حالة ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية التي تم الاستثمار المالي فيها. ويجسد $i^* [(E_t - E_0)/E_0]$ ارتفاع قيمة الفوائد بفعل ارتفاع سعر الصرف الأجنبي. وبما أن معدل الفائدة نسبة مئوية متواضعة القيمة عادة، ولما كانت أسعار الصرف لا تتقلب على نحو كبير في الحالات الاعتيادية. فلذا تجاهلنا في المعادلة (27) ارتفاع قيمة الفوائد بسبب ارتفاع سعر الصرف وركزنا فقط على الأرباح الإضافية التي سيجنيها المستثمر من رأسماله الأصلي عند ارتفاع سعر الصرف الأجنبي تسهيلاً للشرح.

المصادر

- Balassa, B. (1964). The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72 (6), 584 - 596.
- Baltensperger, E., & Boehm, P. (1982). *Stand und entwicklungstendenzen der wechsellkursstheorie - Ein Ueberblick* pp. 103 - 157 in: *Aussenwirtschaft*, St Gallen 37.
- Cassel, G. (1922). *Money and foreign exchange after 1914*. London: Macmillan.
- Claassen, E.-M. (1996). *Monetaere aussenwirtschaft*. Muenchen: Vahlen Verlag.
- Dornbusch, R. (1976). The theory of flexible exchange rate regimes and macroeconomic policy. *Scandinavian Journal of Economics*, 255 - 276.
- Dornbusch R. (1976b). Expectation and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84, 1161 - 1176.
- Dornbusch R. (1978). *Managed floating: eine wuerdigung des internationalen finazsystems nach Bretton Woods*, in: *Zeitschrift fuer die gesamte Staatswissenschaft*, 134, 37 - 56.
- Dornbusch, R. & Fischer, S. (1992). *Makroekonomik*. Muenchen: Oldenbourg Verlag.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under floating exchange rates. *International Monetary Fund Staff Papers*, 9, 369 - 379.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung 1998/10/19.
- Frankel, J. A., & Froot, K. A. (1990). *Chartists, fundamentalists and trading in the foreign exchange market*. pp 181 - 185 in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Mai.

- Frenkel, J. A. (1976). A monetary approach to the exchange rate: Doctrinal aspects and empirical evidence. *Scandinavian Journal of Economics*, 178, 200 - 224.
- Gaertner, M. (1996). *Makroekonomik flexibler und fester Wechselkurse*. Berlin: Springer Verlag.
- Jarchow, H-J., & Ruehmann, P. (1994). *Monetaere aussenwirtschaftstheorie*. Goettingen: Vandenhoech Verlag.
- Johnson, H. G. (1973). The monetary approach to balance-of-payments theory. pp 206-284 in: M. Conolly and A. Swoboda (Ed.) *International Trade and Money*, London: Allen & Unwin.
- Krugman, P., (1989). Differences in income elasticities and trends in real exchange rates. p1031 - 1054 in: *European Economic Review*, Mai, Amsterdam.
- Lerner, A. P. (1944). *The economics of control*. New York: Macmillan.
- Marshall, A. (1932). *Money, credit and commerce*. London & New York: Macmillan.
- Meade, J.E. (1952). *The balance of payments*. London: Oxford University Press.
- Mundell, R. A. (1961). Flexible exchange rates and employment policy. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 27, 509 - 517.
- Mundell R.A. (1963). Capital mobility and stabilization under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of economics and Political Science*, 29, 475 - 485.
- Mussa, M. (1976). The Exchange rate, the balance of payments and monetary fiscal policy under a regime of controlled floating. *Scandinavian Journal of economics*. 229 - 248.
- Niehans, Juerg (1995). *Geschichte der aussenwirtschaftstheorie im ueberblick*. Tuebingen: J.C.B. Mohr Verlag.
- Rose, K., & Sauernheimer, K. (1992). *Theorie der aussenwirtschaft*. Muenchen: Vahlen Verlag.
- Sachs. J. D., & Larrain, F. (1993). *Makroekonomik in globaler Sicht*. Muenchen: Oldenbourg Verlag.
- Samuelson, P. A. (1964). Theoretical Notes on trade problems. *Review of Economics and Statistics*, 46, (2), 145 - 154.
- Siebert, H. (1994). *Aussenwirtschaft*. Stuttgart: UTB Gustav Fischer Verlag.



Economics

The Monetary Approach to Flexible Exchange Rates

*Adnan Abbas Ali**

Two models of the the monetary approach, which emphasize the rule of money in determining flexible exchange rates, are presented. Equilibrium for the first model involves clear money markets and parity of purchasing power. The effect of monetary expansion forms when a rise in the money supply results in a long term price increase of the same proportion. A change of this sort affects the equilibrium exchange rate which, because of flexible prices, always is the current exchange rate. The short run response to Dornbusch's model to a monetary shock results in an overshooting of the long run equilibrium exchange rate. For example, if domestic authorities increase the money supply, purchasing power parity requires that in the long run the domestic price level must rise and the exchange rate must depreciate in the same proportion as the money supply increases. Prices, however, are fixed in the short run, allowing the real money supply to increase so that the domestic nominal interest rate must fall to restore money market equilibrium. For open interest rate parity to hold, a fall in the domestic interest rate, given the foreign interest rate, requires an overshooting of the new (higher) long run equilibrium exchange rate such that subsequent expected appreciation just matches the nominal interest rate differential.

Key words: Monetay approach, Exchange rate, Nominal exchange rate, Equilibrium in money market, Equilibrium in asset market. Mundell-Fleming-model, Over shooting- model, Purchasing Power Parity, Nominal interest rate, Elasticity Model, Quantity theory model, Quantity theory of money, Hyperinflation, Stock equilibrium, Flow equilibrium.

* Associate Professor and Expert in GTZ, Frankfurt, Germany.