

دور المحافظ الاستثمارية في تحديد سعر الصرف الأجنبي (نموذج برانسون)

عدنان عباس علي(*)

ملخص: يركز منهج المحافظ الاستثمارية عامة وما يسمى بنموذج برانسون خاصة على أهمية توازن المحافظ الاستثمارية بالنسبة لما يطرأ على أسعار الصرف من تغيرات، مفترضاً أن الأصول المالية الوطنية والأجنبية ليست بدائل تامة (imperfect substitutes). ويوصفها خطوة أولى يحل منظرو هذا المنهج القوى المحددة لأسعار الصرف في الأجل القصير مفترضين أن عرض الأصول المالية الوطنية والأجنبية قيمة معطاة من خارج النموذج. وملخص ما يراه هؤلاء في هذا السياق أن سعر الصرف، وكذا معدل الفائدة متغيران يتحددان في الأجل القصير من خلال القوى التي تقود أسواق المال إلى الحالة التوازنية. أما بشأن مسارات سعر الصرف في المدى المتوسط والطويل فإن النتيجة التي يتوصلون إليها أن سعر الصرف محدد أساسي لميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات. ويعرّف صافي ميزان الحساب الجاري المتحقق في ظل نظام أسعار الصرف المرنة بأنه صافي معدل التراكم في أوراق المال الأجنبية، أي أنه صافي الدائنية، التي يحدد تراكمها - بدوره - التقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف المرنة. وكان برانسون قد صاغ من هذه العلاقات نموذجاً ديناميكياً لتكيف سعر الصرف مع التحولات التي تطرأ على أسواق المال وميزان الحساب الجاري وتراكم الأصول الأجنبية مبيناً المسارات التي سيتخذها سعر الصرف في الأجل المختلفة، وهو يتكيف مع ما يطرأ على مستويات الأسعار النسبية من تغيرات. إن نموذج برانسون هذا هو الموضوع الذي تسعى هذه الدراسة إلى عرضه.

* أستاذ مشارك وخبير اقتصادي بمؤسسة التعاون الفني الدولي الألمانية (GTZ)، فرانكفورت.

المصطلحات الأساسية: منهج المحافظ الاستثمارية، نموذج

برانسون، سعر الصرف الأجنبي، أسعار الصرف المرنة، سعر الصرف الاسمي،
سعر الصرف في الأمد القصير والمتوسط والطويل، سعر الصرف الحقيقي،
القيمة الحقيقية للعملة الوطنية، إفراط سعر الصرف في الارتفاع وفي
الانخفاض، الأصول المالية الوطنية والأجنبية، الثروة، السياسة النقدية
التوسعية، عجز الموازنة الحكومية.

مقدمة:

فيما يخص القوى المتحركة في سعر الصرف من وجهة نظر المنهج النقدي،
كنا قد اخترنا من بين النماذج النقدية المتعددة نموذج روديجر دورن بوش
(Ruediger Dornbusch) بوصفه أول نموذج تناول العوامل المحددة لسعر الصرف
المرن في الآجال المختلفة.

ومع كل الإشادة التي حظي بها هذا النموذج، فإنه لم يشرح بالكامل ماهية
القوى المتحركة في سعر الصرف. فكما لاحظنا، كان هذا النموذج قد توصل إلى
نتيجة مفادها أن سعر الصرف يتحدد من خلال التوازن في السوق النقدية في
الأجل القصير. وكان افتراضه تجانس أوراق المال الوطنية والأجنبية من حيث العائد
والمخاطر قد حتم عليه أن يهمل ما لتوازن المحافظ الاستثمارية من دور في تحديد
سعر الصرف.

من ناحية أخرى أهمل نموذج دورن بوش التغيرات التي طرأت في الأجل
المتوسط على صافي الحساب الجاري في كلا البلدين المعنيين وما رافق ذلك من
تغيرات في صافي الدائنية والمديونية. فطوال الفترة التي تكيف فيها الاقتصاد المعني
مع السياسة النقدية التوسعية، أي طوال عملية الانتقال من توازن قصير الأجل إلى
توازن طويل الأجل، كان سعر الصرف الحقيقي أعلى من مستواه التوازني.

وبما أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي (real depreciation) يعني أن القوة
التنافسية للاقتصاد الوطني قد تحسنت، لذا اتصفت عملية الانتقال من توازن قصير
الأجل إلى توازن جديد طويل الأجل بفائض مستمر في الميزان التجاري وبارتفاع
دائنية الاقتصاد الوطني مقابل الاقتصاد الأجنبي. ولما كان ارتفاع الدائنية يعني
ارتفاع ما بحوزة الاقتصاد الوطني من أوراق مالية أجنبية، لذا يجب أن تكون الفوائد
التي يجنيها الاقتصاد الوطني مما بحوزته من أوراق مالية أجنبية قد ارتفعت. بهذا
اتصفت عملية الانتقال من توازن قصير الأجل إلى توازن طويل الأجل بتحقيق فائض

في ميزان الخدمات وميزان الحساب الجاري باستمرار وبتصدير لرؤوس الأموال بمقدار هذا الفائض، وذلك لأن هذا التصدير هو الأداة التي مولت عجز الحساب الجاري في الاقتصاد الأجنبي والوسيلة التي ضمنت توازن ميزان المدفوعات في كلا البلدين.

على ضوء هذه الحقيقة لا مناص للنموذج الرامي إلى دراسة القوى المتحركة في سعر الصرف والساعي إلى تتبع مسار هذا السعر في الآجال المختلفة من تحليل أثر ارتفاع صافي دائنية الاقتصاد الوطني في توازن المحافظ الاستثمارية الوطنية وانعكاسات ميل المستثمرين لتحقيق التوازن في محافظهم على سعر الصرف الاسمي والحقيقي. وكان قد تبلور في نهاية السبعينيات ومطلع الثمانينيات منهج جديد يسعى إلى تحليل دور المحافظ الاستثمارية في تحديد سعر الصرف انطلاقاً من دراسات L. A. Metzler (1951) في الادخار والثروة ودراسات H. M. Markowitz (1959) و J. Tobin (1969) في توازن المحافظ الاستثمارية⁽¹⁾.

وتهدف هذه الدراسة إلى عرض هذا المنهج الذي يسمى مرة منهج سوق الأصول المالية (Asset market approach to exchange rate determination)، ومرة أخرى منهج المحافظ الاستثمارية (portfolio balance approach). وكان في مقدمة الاقتصاديين الذين عكفوا على صياغة هذا المنهج الجديد كثير من الاقتصاديين، نذكر منهم على سبيل المثال لا الحصر W. Branson (1976، 1979) و Allen/Kenen (1980) و P. Masson (1980) و D. Henderson (1980) و M. Dooley/P. Isard (1982). وكان كل واحد من هؤلاء قد درس الموضوع انطلاقاً من فروض مختلفة، الأمر الذي أدى إلى تشعب نماذجهم واختلاف النتائج التي استخلصوها من هذه النماذج. وبسبب تعدد النماذج المعبرة عن هذا المنهج، لذا سيركز البحث على عرض النموذج الذي صاغه برانسون (W. Branson)⁽²⁾ بوصفه الأصل والنموذج العام الذي تفرعت منه جميع النماذج الرامية إلى دراسة دور المحافظ الاستثمارية في تحديد سعر الصرف الأجنبي.

(1) انظر: عدنان عباس علي: «المنهج النقدي في القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي»، «مجلة العلوم الاجتماعية»، المجلد 27، عدد 4، شتاء 1999، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت.

(2) وليم برانسون، اقتصادي سويدي، كان قد عمل - ولا يزال يعمل - أستاذاً للاقتصاد في جامعة ستوكهولم وجامعة Princeton في الولايات المتحدة الأمريكية.

هذا وسنستعرض بداية الفروض التي يقوم عليها منهج المحافظ الاستثمارية وهو يشتق منحنيات التوازن الجزئي في السوق النقدية وسوقي أوراق المال الوطنية والأجنبية بغية تعرّف شروط التوازن الآن في الأسواق الثلاث وانعكاسات هذا التوازن على مستوى سعر الصرف بوصفه متغيراً تابعاً يتحدد، مثله في ذلك مثل معدل الفائدة الوطني، من خلال القوى المتفاعلة في أسواق المال. من ثم سندرس المسارات التي سيتخذها سعر الصرف، في الأجل القصير، وهو يتكيف مع تغير طراً على قيم النموذج التلقائية. بعد ذلك سندرس أثر تغير السياسة النقدية التوسعية في ميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات وفي مسارات سعر الصرف في الأمد المتوسط والطويل.

أولاً : خصائص النموذج وفروضه

انسجماً مع التحليل النقدي يرى برانسون (Branson et al., 1977: 303)، أن سعر الصرف الأجنبي هو، من ناحية، السعر النسبي للسلع الوطنية والأجنبية (the relative price of national outputs)، ومن ناحية أخرى، السعر النسبي الذي يحقق التوازن بين الرصيد المعروض والرصيد المطلوب من العملات المختلفة (the relative price of national monies) ولكن، وبما أن سوقي النقد والمال تتسمان بالسرعة، وسوقي السلع والخدمات تتصفان بالتباطؤ في تحقيق التوازن، فإن برانسون يؤكد على أن سعر الصرف لا يعكس في الأمد القصير القوة الشرائية النسبية للعملات المختلفة؛ من هنا يتعين على من يرغب في دراسة القوى المتحركة في سعر الصرف في الأجل القصير أن يهمل السوق السلعية وأن ينطلق من قيم معطاة للدخل القومي والمستوى العام للأسعار. انطلاقاً من رصيد مالي (نقد وأوراق مالية) معطى ينعكس اختلال توازن المحافظ الاستثمارية، إن، على سعر الصرف وعلى عائد الرصيد المالي (معدل الفائدة) فقط. بهذا لا تؤدي نظرية تعادل القوة الشرائية (The Purchasing Power Parity) أي دور يذكر في شرح منهج المحافظ الاستثمارية للقوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي في الأجل القصير.

ولعله تجدر الإشارة هنا إلى أن برانسون لا يقطع الصلة بالمنهج النقدي كلية على الرغم من منظوره المختلف. فهو يأخذ بأصول المنهج النقدي أيضاً في نظرية ميزان المدفوعات⁽³⁾ ويحلل التوازن بين العرض والطلب على أنه توازن بين

(3) راجع في هذا الشأن: عدنان عباس علي: «موازن المدفوعات والتضخم النقدي العالمي - وجهة نظر نقدية في التضخم النقدي العالمي». «مجلة العلوم الاجتماعية»، المجلد الثالث عشر، خريف 1985، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت. فهذا البحث، وإن تقدم عهده، فإنه لا يزال يقدم عرضاً وافياً إلى حد ما، لوجهة النظر النقدية في توازن ميزان المدفوعات.

رصيد (نقد وأوراق مالية وطنية وأجنبية) معطى ورصيد يرغب القطاع الخاص في الاحتفاظ به (stock equilibrium). إن أوجه الاختلاف بين كلا المنهجين تكمن، بالدرجة الأولى، في تقويمهما لمدى تجانس الأوراق المالية المتاجر بها دولياً. فإذا كان دورن بوش قد افترض أن الأصول المالية بدائل تامة، وذلك لأنها متجانسة من حيث المخاطر والعائد (rate of return)، فإن برانسون يرى (Branson, 1979: 212) أن هذه الأصول (Bonds) لا تعد، في منظور المستثمرين، بدائل تامة، وذلك لاختلاف المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في هذه الأصول. فالاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية ينطوي، بسبب تغيرات سعر الصرف المحتملة على أدنى تقدير، على مخاطر تفوق مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية الوطنية. بهذا يسعى المستثمرون الراغبون في تفادي المخاطر (risk averse) إلى تنويع محافظهم، أي أنهم سيسعون إلى الاستثمار في أصول مالية وطنية لا تنطوي على مخاطر، وأصول أجنبية لا يخلو الاستثمار فيها من مخاطر. استناداً إلى هذا التقويم يكمن الشرط الرئيس للاستثمار في الأصول الأجنبية في تفوق عائد هذه الأصول على العائد الذي تدره الأصول الوطنية. وعلى الرغم من هذا الاختلاف تتشابه الأوراق المالية الوطنية والأجنبية مدار البحث في النموذج من حيث إنها أصول ذات معدل فائدة مرنة (variable or floating interest rate) وذات سعر مقوم بالعملة المصدرة بها هذه الأصول ثابتة (fixed-price assets)؛ ولعل سندات الدين الحكومي المصدرة لعام واحد خير مثال على هذه الأصول (Baltensperger & Boehm, 1982: 30). وتكمن أهمية هذا الفرض في أنه يجيز إهمال الأرباح والخسائر المتحققة بفعل ما يطرأ على أسعار الأوراق المالية من تغير (Branson, 1979: 212; Jarchow & Ruehmann, 1994: 274).

وكما هو الحال في معظم النماذج المحللة للعلاقات الاقتصادية الدولية، يتناول برانسون أيضاً، الموضوع من منظور بلد صغير نسبياً، أي بلد من الصغر في السوق العالمية بحيث لا تؤدي التغيرات المتحققة في اقتصاده إلى تغيرات تذكر في السوق العالمية. من ناحية أخرى ينطوي فرض البلد الصغير على أن مواطني هذا البلد يحتفظون بأوراق مالية أجنبية، إلا أن الأجانب لا يأبهون لاقتصاد البلد الصغير كثيراً، ومن ثم فإنهم لا يحتفظون بأي أوراق مالية صادرة عنه (Branson et al., 1977: 304).

بالإضافة إلى هذا يفترض برانسون، ضمناً، أن البلد مدار البحث يتوافر على رصيد معين من الأصول الأجنبية؛ أي أنه، في الصافي، دائن للاقتصاد الأجنبي (Martin & Masson, 1979: 13). هذا وبما أن برانسون يفترض، صراحة، أن

المحافظ الاستثمارية الأجنبية لا تشتمل على عملة البلد الصغير، أي أن الأجانب ليسوا على استعداد لاستبدال عملة البلد الصغير بما في حوزتهم من أصول، فإنه لا يمكن لهذا البلد الصغير أن يراكم دائنيته إلا إذا حقق فائضاً في ميزان حسابه الجاري (Branson, 1979: 212).

ثانياً: عناصر النموذج الأساسية

يشتمل نموذج المحافظ الاستثمارية في القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي الذي صاغه برانسون - مستغنياً عن الأخذ صراحة بالسوق السلعية - على المعادلات الخمس التالية (Branson, 1976, Appendix: 3):

- 1) $W = M + B + E.F$ (balance sheet constrain) قيد الموازنة
- 2) $M = m(\bar{i}, i^* \mp \beta) \cdot \bar{W}$ - معادلة التوازن في السوق النقدية الوطنية
- 3) $B = b(\bar{i}, i^* \mp \beta) \cdot \bar{W}$ - معادلة التوازن في سوق أوراق المال الوطنية
- 4) $E.F = f(\bar{i}, i^* \mp \beta) \cdot \bar{W}$ - معادلة التوازن في سوق أوراق المال الأجنبية
- 5) $\beta = \frac{E_t - E}{E}$ - المعدل المتوقع لتغير سعر الصرف الأجنبي

في المعادلة (1)، معادلة قيد الموازنة، يرمز (W) إلى ما يمتلك القطاع الخاص (القطاع العائلي وقطاع المشروعات) من ثروة (Wealth) موزعة على الأرصة الثلاثة التالية:

- نقد وطني (M).
- أوراق مالية وطنية (B).
- أوراق مالية أجنبية (F) مصدرة بعملة أو عملات أجنبية.

هذا وبما أن أوراق المال الأجنبية (F) مصدرة بعملة أو عملات أجنبية، فإنه يتعين علينا أن نضرب (F) في سعر الصرف السائد (E) للحصول على قيمة هذه الأصول بالعملة الوطنية (E.F) عند احتساب القيمة النقدية لمجموع الثروة. وسنحصل عند قسمة طرفي المعادلة (1) على (W) على:

$$6a) \frac{W}{W} = \frac{M}{W} + \frac{B}{W} + \frac{E.F}{W}$$

$$6b) 1 = \frac{M}{W} + \frac{B}{W} + \frac{E.F}{W} = m + b + f$$

حيث يرمز كل من (m) و (b) و (f) إلى $\left(\frac{M}{W}\right)$ و $\left(\frac{B}{W}\right)$ و $\left(\frac{E.F}{W}\right)$ على التوالي، أي أنها تجسد نسبة عناصر الثروة الثلاثة في مجموع الثروة، أو، بتعبير آخر، تجسد هيكل الثروة الذي يرغب المستثمرون في تحقيقه (Maennig & Wilfling, 1998: 342). بهذا يتبين لنا أن ارتفاع (W) بنسبة معينة يؤدي إلى ارتفاع الطلب على (M) و (B) و (F) بالنسبة نفسها (linear-homogen). من ناحية أخرى توضح لنا المعادلات (2) إلى (4) أن (m) و (b) و (f) دالة في كل من معدل الفائدة الوطني (i) ومعدل الفائدة الأجنبي (i^*) والمعدل المتوقع لتغير سعر الصرف الأجنبي (β)، وذلك لأن ارتفاع سعر الصرف الأجنبي (تدهور قيمة العملة الوطنية) سيترك الأثر نفسه الذي سيتركه ارتفاع معدل الفائدة الأجنبي. ويعرف معدل تغير سعر الصرف بأنه: $\beta = (E_t - E)/E$ أي أنه يتحدد من خلال سعر الصرف السائد (E) وسعر الصرف المتوقع (E_t). وتعطي إشارات الزائد والناقص الموجودة في أعلى الأقواس المشتقات الجزئية (partial derivative) لكل من (m) و (b) و (f). فعلامة الزائد الموجودة إلى أعلى من (i) في المعادلة (3)، مثلاً، تشير إلى أن $(\partial b / \partial i > 0)$. من هنا، وبما أن ارتفاع معدل الفائدة الوطني (i) يعني ارتفاع عائد أوراق المال الوطنية، فإنه سيؤدي، من ناحية، إلى ارتفاع النسبة المرغوب فيها لهذه الأصول (b)، ومن ناحية أخرى، إلى انخفاض (m) و (f)، وذلك بسبب ارتفاع كلفة الاحتفاظ بالأصول النقدية (opportunity costs of holding money) فيما يخص (m) وبسبب ارتفاع عائد الفرصة البديلة فيما يخص (f). وبالمقارنة يؤدي ارتفاع معدل الفائدة الأجنبية (i^*) والمعدل المتوقع لارتفاع قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية (β) إلى ارتفاع عائد أوراق المال الأجنبية، ومن ثم إلى ارتفاع (f) وانخفاض كل من (m) و (b). وملخص هذا أن الطلب على أوراق المال الوطنية (B) ذو علاقة طردية بمعدل الفائدة الوطني (i) وأن الطلب على أوراق المال الأجنبية (F) ذو علاقة طردية بمعدل الفائدة الأجنبي (i^*) وأن كل واحد من هذين الأصلين ذو علاقة عكسية بعائد الأصل الآخر، وأن الطلب النقدي ذو علاقة عكسية بالعائدين (i) و (i^*) (Tobin, 1969: 18; Branson, 1979: 192). (gross-substitutability)

ثالثاً: التوازن الآني في أسواق المال ومستوى سعر الصرف في الأجل القصير

انطلاقاً من قيد الموازنة (المعادلة 1)، التي تعني أن $(m + b + f = 1)$ ، يتوقف تحقق التوازن في سوق المال على تحقق التوازن الآني في أسواق الثروة

الثلاثة المبينة خصائصها في المعادلات (2) و(3) و(4) (Branson, 1979: 213; Dornbusch, 1978: 98).

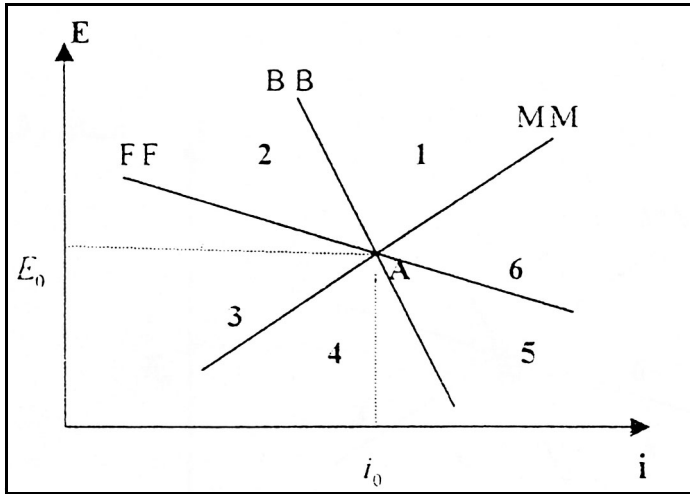
بناءً على هذا يشتمل النموذج على المتغيرات التالية: (M) ، (B) ، (F) ، (i) ، (i^*) ، (E) و (E_t) . بالنسبة للرصيد النقدي (M) ورصيد الأوراق المالية الوطنية (B) والأجنبية (F) ومعدل الفائدة الأجنبي (i^*) يفترض برانسون أنها قيم معطاة من خارج النموذج (exogenous variables). من ناحية أخرى يفترض برانسون أن توقعات القطاع الخاص بالنسبة لسعر الصرف المتوقع (E_t) ذات طبيعة ساكنة (static expectations)، أي أن المستثمرين لا يتوقعون حدوث تغير ملحوظ في سعر الصرف في المستقبل القريب، بهذا سيساوي سعر الصرف السائد سعر الصرف المتوقع، أي أن β سيساوي الصفر ضمناً (Reimers, 1986: 186).

انطلاقاً من هذه الفروض غدا النموذج يتكون من ثلاث معادلات (المعادلات من 2 إلى 4) وقيمتين مجهولتين، يتعين تحديدهما من داخل النموذج (endogenous variables)، هما: سعر الصرف الأجنبي (E) ومعدل الفائدة الوطني (i) . وكما هو بين من المعادلات من (2) إلى (4)، يحدد معدل الفائدة الوطني الطلب على عناصر الثروة الثلاثة على نحو مباشر، أما سعر الصرف فإن أثره يقتصر في البداية على القيمة الحقيقية لعرض أوراق المال الأجنبية $(E.F)$ ، إذ يعني ارتفاعه ارتفاع القيمة الحقيقية وانخفاضه انخفاض القيمة الحقيقية لهذه الأصول. وبما أن ارتفاع القيمة الحقيقية لأوراق المال الأجنبية يعني ارتفاع القيمة الحقيقية للثروة (W) ، ولما كانت الثروة أحد العوامل المحددة لدوال الطلب الثلاثة، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر الصرف بصورة غير مباشرة، أي عبر تغير القيمة الحقيقية للثروة، ستؤثر على الطلب النقدي (المعادلة 2) والطلب على الأوراق المالية الوطنية (المعادلة 3). ويمكن توضيح متطلبات التوازن «الجزئي» في كل من سوق النقد وسوق أوراق المال الوطنية وسوق الأصول الأجنبية وشرط التوازن الآني (الكلي) في الأسواق الثلاثة من خلال الشكل (1)، الذي عرضنا فيه منحنيات توازن الأسواق الثلاثة على شكل خطوط مستقيمة مفترضين، تبسيطاً للشرح، أن العلاقات السائدة ذات طبيعة خطية (Branson, 1979: 192).

وكما هو واضح فقد افترضنا في هذا النظام الإحداثي أن منحنى التوازن في سوق النقد (المنحنى MM) يرتفع من الأسفل شمالاً إلى الأعلى يميناً (نو ميل

موجب)، وأن منحنى التوازن في سوق الأوراق المالية الوطنية والأجنبية (المنحنيين BB و FF) ينحدران من أعلى شمالاً إلى أسفل يميناً (نو ميل سالب).

ويُبرر الميل الموجب لمنحنى التوازن في سوق النقد على النحو التالي: فلنفترض أن سوق النقد كانت في حالة توازنية وأن سعر الصرف الأجنبي قد ارتفع لسبب ما، فما الاتجاه الذي يتعين أن يتخذه معدل الفائدة الوطني لكي تبقى سوق النقد في حالة توازنية؟ إن ارتفاع سعر الصرف سيؤدي إلى ارتفاع قيمة أوراق المال الأجنبية بالعملة الوطنية (أي ارتفاع القيمة الحقيقية لهذه الأصول)، ومن ثم إلى ارتفاع رصيد الثروة الموجودة بحوزة الجمهور بمقدار يساوي (F.dE). من هنا وتأسيساً على المعادلة (2) سيرتفع الطلب على النقد. وبما أن الرصيد النقدي المعروض لم يطرأ عليه تغيير، فإن ارتفاع الطلب على النقد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة. للحفاظ على التوازن في السوق النقدية لن يتألف سعر الصرف الأعلى إذن إلا مع معدل فائدة أعلى.



الشكل (1)

التوليفة التوازنية لسعر الصرف ومعدل الفائدة وفق منهج المحافظ الاستثمارية

أما بالنسبة لمنحنى سوق أوراق المال الوطنية فإن تفسير ميله السالب يكمن أيضاً في الأثر الموجب الذي سيتركه ارتفاع سعر الصرف على الثروة الكلية. فبما

أن الثروة سترتفع هنا أيضاً بمقدار يساوي (F.dE)، فإنه سيرتفع، بناءً على منطق المعادلة (3)، الطلب على أوراق المال الوطنية. وبما أن الرصيد المعروض من هذه الأصول لم يرتفع، فإن استمرار توازن سوق أوراق المال الوطنية يحتم ارتفاع سعر الأوراق المالية (= انخفاض معدل الفائدة الوطني). بهذا يحتم سعر الصرف الأعلى تحقق معدل فائدة أدنى، إذا ما أريد لسوق الأصول الوطنية أن تحتفظ بتوازنها.

خلافًا لمنحنى توازن سوق أوراق المال الوطنية ينطوي تفسير الميل السالب للمنحنى (FF) على شيء من التعقيد. فارتفاع سعر الصرف يؤدي في سوق الأصول الأجنبية إلى تفوق الرصيد المعروض على الرصيد المطلوب. حقاً يحتم ارتفاع سعر الصرف - عبر ارتفاع القيمة الحقيقية للثروة - ارتفاع الرصيد المطلوب من هذه الأصول أيضاً، إلا أن الأمر الواضح هو أن الرصيد المعروض من هذه الأصول (E.F) سيرتفع بمقدار أعلى من مقدار ارتفاع الرصيد المطلوب منها: ففي حين يؤدي ارتفاع سعر الصرف بمقدار الضعف إلى مضاعفة قيمة الرصيد المعروض من الأصول الأجنبية (E.ΔF)، سيرتفع الرصيد المطلوب من هذه الأصول بمقدار أدنى من ارتفاع الرصيد المعروض، وذلك لأن النسبة المرغوب فيها لهذه الأصول أقل من الواحد الصحيح ($f < 1$). ومعنى هذا أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي، في الصافي، أي بعد إشباع الارتفاع الذي طرأ على الرصيد المطلوب، إلى تفوق الرصيد المعروض على الرصيد المطلوب من هذه الأصول. من هنا وفي حالة ارتفاع سعر الصرف يجب أن ينخفض معدل الفائدة الوطني، إذا ما أردنا لسوق الأصول الأجنبية البقاء في حالة توازن، فهذا الانخفاض هو الأمر الذي سيشجع المستثمرين على زيادة الاستثمار في الأصول الأجنبية. بهذا يتضح لنا أن سعر الصرف الأعلى لا يأتلف إلا مع معدل فائدة وطني أدنى في هذه السوق أيضاً.

انطلاقاً من ثروة نقدية ومالية معطاة، نستنتج من الشكل 1:

أولاً: أن كل نقطة على المنحنيات (MM) و (BB) و (FF) تمثل حالة توازن في السوق المعنية (توازن جزئي partial) وأن كل توليفات (i) و (E) غير الواقعة على هذه المنحنيات تتسبب في اندلاع حالة غير توازن في تلك السوق. فكل توليفة تقع إلى أعلى من منحنى MM (المساحات 1 و 2 و 3) تعني أن الرصيد المطلوب أعلى من الرصيد النقدي المعروض، وكل توليفة تقع إلى أسفل من هذا المنحنى (المساحات 4 و 5 و 6) تبين أن الرصيد المعروض يفوق الرصيد المطلوب من هذا

الأصل. أما بالنسبة لسوق أوراق المال الوطنية فإن كل توليفة تقع إلى الشمال من منحنى BB (المساحات 2 و 3 و 4) تحتم تفوق الرصيد المعروض على الرصيد المطلوب وأن كل توليفة تقع إلى اليمين منه (المساحات 1 و 5 و 6) تحتم تفوق الرصيد المطلوب على الرصيد المعروض من هذه الأوراق. أما بالنسبة لسوق الأصول الأجنبية فإن الأمر على العكس من هذا تماماً: فكل توليفة تقع إلى أسفل منحنى FF (المساحات 3 و 4 و 5) تتسبب في تفوق الرصيد المطلوب على الرصيد المعروض، وكل توليفة تقع إلى أعلى هذا المنحنى (المساحات 1 و 2 و 6) تتسبب في أن يكون الرصيد المعروض أكبر من الرصيد المطلوب (Claassen, 1997: 77).

ثانياً: إن ثمة توليفة واحدة تضمن التوازن الآني في الأسواق الثلاثة، إنها التوليفة المكونة من (i_0) و (E_0) والتي نحصل عليها من خلال تقاطع المنحنيات الثلاثة في (A). ولكن وبما أن لدينا ثلاث معادلات (المعادلات 1 و 2 و 3) ومجهولين (i, E) ، فإن تحقق التوازن الآني في سوقين فقط يحتم تحقق التوازن في السوق الثالثة أيضاً بناءً على قيد الموازنة وحسب قانون فالراس (Walras' law) القائل بأنه لا يمكن أن يكون هناك فائض في مجموع الطلب (والعرض)، عند أخذ مجمل الأسواق بنظر الاعتبار (Branson *et al.*, 1977: 305; Branson, 1979: 213). فإذا قلنا إن:

$$W = M^d + B^d + E.F^d$$

بالنسبة لأرصدة الثروة الثلاثة المطلوبة وأن:

$$W = M^s + B^s + E.F^s$$

بالنسبة لأرصدة الثروة الثلاثة المعروضة، لذا فإن:

$$M^d + B^d + E.F^d = M^s + B^s + E.F^s$$

أو أن:

$$(B^d - B^s) + (E.F^d - E.F^s) = (M^d - M^s)$$

وأن:

$$(B^d - B^s) + (E.F^d - E.F^s) = 0$$

في حالة التوازن الآني في سوق أوراق المال الوطنية وسوق الأصول الأجنبية، ستكون إذن السوق النقدية أيضاً في حالة توازن، أي سيكون: $(M^d - M^s) = 0$

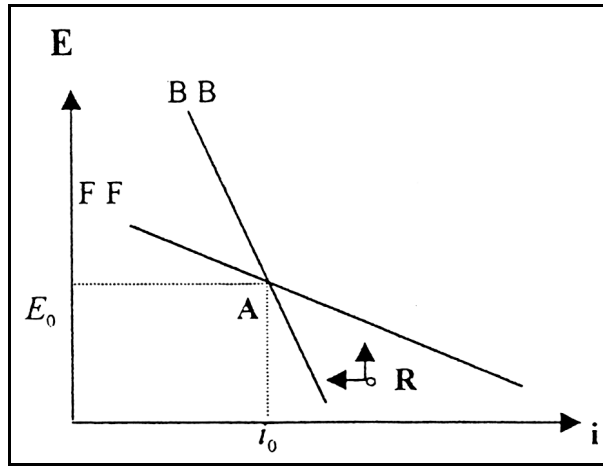
بالضرورة. من هنا فإن بوسع المرء أن يكتفي، عند اشتقاق التوازن الآني في الأسواق الثلاثة، بسوقين فقط، وذلك لأن أي توليفة تحقق التوازن الآني في هذين السوقين، ستضمن، تحقق التوازن في السوق الثالثة أيضاً (Lipsey, 1987:589; Dieckheuer, 1995: 348).

رابعاً: شرط التوازن المستقر

يقودنا الحديث عن شروط التوازن الآني قصير الأجل في الأسواق الثلاثة إلى دراسة مدى استقرار هذا التوازن (stability of the short-run equilibrium). فهل ثمة قوى داخلية تضمن عودة النموذج إلى الحالة التوازنية في حالة بلوغ معدل الفائدة الوطني أو سعر الصرف أو كليهما مستوى لا ينسجم مع متطلبات التوازن في الأسواق الثلاثة؟ يتوقف الشرط الأساسي لاستقرار التوازن على ميل منحنى أوراق المال الوطنية والأجنبية. فالنموذج سينطوي على توازن مستقر فقط حينما يكون منحنى أوراق المال الوطنية أشد ميلاً من منحنى الأصول الأجنبية، أي فقط في حالة اتخاذ المنحنيين الميل المفترض لهما في الشكل أعلاه (Brainard & Tobin, 1968: 99-122). من هنا وقبل الحديث عن مدى استقرار التوازن يتعين علينا أن نبرر أولاً سبب افتراض أن منحنى سوق أوراق المال الوطنية هو الأشد ميلاً نسبياً. للدلالة على ذلك دعنا نفترض أن معدل الفائدة الوطني السائد قد بلغ مستوى فاق المعدل التوازني (i_0)، في مثل هذه الحالة لا مرأى في أن المستثمرين سيعيدون النظر في هيكل محافظهم الاستثمارية وسيعملون على زيادة نسبة الأوراق المالية الوطنية (b) وخفض نسبة الأصول الأجنبية (f) في هذه المحافظ. بهذا سيرتفع الرصيد المطلوب من أوراق المال الوطنية وينخفض الرصيد المطلوب من الأصول الأجنبية. السؤال المهم في هذا السياق هو: عما إذا كان الطلب على أوراق المال الوطنية سيرتفع بمقدار أكبر من المقدار الذي سينخفض به الطلب على الأوراق الأجنبية، وبتعبير آخر عما إذا كان (b) سيرتفع بمقدار أكبر من المقدار الذي سينخفض به (f)، فمادام ارتفاع (b) أكبر من انخفاض (f) وبما أن معدل الفائدة الأعلى لا يئلف إلا مع سعر صرف أدنى في سوقي أوراق المال الوطنية والأجنبية، لذا يعني منحنى (BB) الأشد ميلاً أن عودة سوق أوراق المال إلى الحالة التوازنية تحتم أن ينخفض سعر الصرف بمقدار يفوق المقدار الذي تحتمه عودة سوق المال الأجنبية إلى حالتها التوازنية (Siebert, 1994: 299).

في الواقع هناك حجة بينة تبرر افتراض أن ارتفاع الطلب على أوراق المال

الوطنية سيكون نسبياً، أكبر من انخفاض الطلب على الأصول الأجنبية. فالطلب على أوراق المال الوطنية لن يرتفع بمقدار ما سيطراً على طلب الأصول الأجنبية من تراجع فقط، بل سيرتفع بالإضافة إلى هذا بمقدار الانخفاض الذي سيطراً على الطلب النقدي إثر ارتفاع معدل الفائدة الوطني. وبما أن سوق أوراق المال الوطنية ستمر بحالة لا توازن أشد عنفاً من تلك التي ستمر بها سوق الأصول الأجنبية، فإن توازن سوق أوراق المال الوطنية يحتم أن ينخفض سعر الصرف بمقدار يفوق الانخفاض الذي يحتمه تحقيق التوازن في سوق الأصول الأجنبية (Rose & Sauernheimer, 1999: 207).



الشكل (2): استقرار التوازن في أسواق المال

بعد هذا التوضيح أصبح بوسعنا الآن أن نعود إلى السؤال عن مدى استقرار التوازن. للإجابة عنه دعنا نفترض أن النقطة (R) في الشكل (2) تجسد معدل الفائدة (i) وسعر الصرف (E) المتحققين فعلاً. ولكن وبما أن النقطة (R) تقع في ناحية اليمين من منحنى (BB)، وبناءً على سعر الصرف المتحقق، فإن هذه التوليفة تعني أن معدل الفائدة السائد قد تفوق على مستواه التوازني؛ بهذا سيتفوق الرصيد المطلوب من أوراق المال (الوطنية) على الرصيد المعروض منها، الأمر الذي يؤدي إلى أن يأخذ سعرها في الارتفاع، أي أن يأخذ معدل الفائدة في التراجع عن مستواه المرتفع نسبياً (السهم المتجه نحو الشمال). في الوقت ذاته تقع النقطة (R) في أسفل المنحنى (FF). انطلاقاً من معدل الفائدة الوطني السائد، فإن هذا يعني أن

سعر الصرف السائد دون المستوى الذي يحقق التوازن في سوق الأصول الأجنبية. بناءً على هذا سيتفوق الرصيد المطلوب على الرصيد المعروض من الأرصدة الأجنبية. من هنا ستؤدي محاولات المستثمرين الماليين إلى زيادة رصيدهم من هذه الأصول إلى ارتفاع الطلب على العملة أو العملات الأجنبية (تصدير متزايد لرؤوس الأموال)، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي (السهم المتجه إلى أعلى). إن معنى هذا أن معدلات الفائدة الآخذة في التراجع عن مستواها المرتفع نسبياً وأسعار الصرف الآخذة في الارتفاع هي القوى الذاتية الكامنة في النموذج والقادرة على إعادته إلى حالة التوازن الآني أو «الكلي»، المعطى في نقطة التقاطع (A). وكما هو واضح لن يتصف التوازن بالاستقرار إلا إذا كان المنحنى (BB) أشد ميلاً من المنحنى (FF). وللدلالة على ذلك يكفي أن نتصور ماذا سيحدث لو عكسنا ارتفاع المنحنيين، أي إذا افترضنا أن منحنى (FF) أشد ميلاً من منحنى (BB)، فعندئذ ستحتم التوليفة المعطاة في (R) ارتفاع معدل الفائدة وانخفاض سعر الصرف الأجنبي. بهذا لن يتوافر النموذج على القوى الذاتية القادرة على إعادته إلى حالة التوازن «الكلي».

خامساً: القوى المحددة لسعر الصرف في الأجل القصير

بعد اشتقاقه للعلاقات المبينة أعلاه ينتقل برانسون إلى دراسة أثر التغيرات التي تطرأ على القيم التلقائية (exogenous or autonomous variable)، في كل من سعر الصرف الأجنبي ومعدل الفائدة الوطني، ويميز برانسون هنا بين نوعين من هذه التغيرات (Branson, 1976: 10):

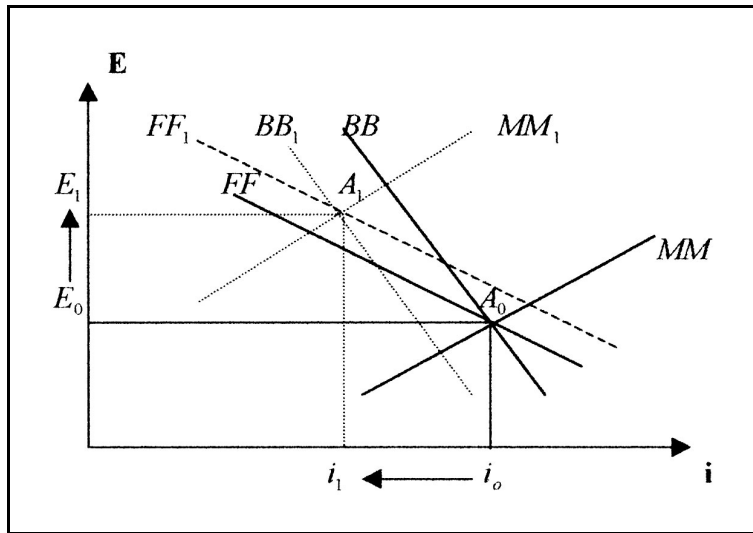
النوع الأول يكمن في تغير رصيد أحد عناصر الثروة مع بقاء أرصدة العناصر الأخرى للثروة ثابتة. فتغير من هذا القبيل يؤثر عبر ما يطرأ في سياقه من تغير في القيمة الكلية للثروة (W)، ومن عمليات إحلال بين عناصر الثروة المختلفة إلى تغير سعر الصرف ومعدل الفائدة. ويحلل برانسون في هذا السياق ارتفاع الكمية النقدية المتداولة بفعل تمويل المصرف المركزي لعجز في الموازنة الحكومية واقتراض الحكومة من سوق المال وتحقيق فائض في ميزان الحساب الجاري حيث إن هذه أهم التغيرات التلقائية التي تؤدي إلى تغير رصيد أحد عناصر الثروة.

النوع الثاني يكمن في تغير هيكل المحافظ الاستثمارية مع ثبات القيمة الكلية للثروة. إن أثر هذا التغير على سعر الصرف ومعدل الفائدة يكمن، في البداية، فقط

في عمليات الإحلال التي سيقوم بها المستثمرون لتفادي الخلل الذي سيطرأ على الهيكل الذي يرغبونه لمحافظهم، أي فيما سينجم عن هذه العمليات من رفع لحصة بعض العناصر وخفض لحصة العناصر الأخرى. ولعل عمليات المصرف المركزي في السوق المفتوحة وارتفاع معدل الفائدة الأجنبي أصدق أمثلة على العوامل الخارجية المؤثرة في هيكل الثروة.

ارتفاع الكمية النقدية بفعل تمويل المصرف المركزي لعجز الموازنة الحكومية

يؤدي تمويل المصرف المركزي لعجز الموازنة الحكومية إلى ارتفاع الرصيد النقدي (M) لدى القطاع الخاص بمقدار العجز في الموازنة الحكومية. بهذا سينتقل منحني (MM) إلى أعلى، كما هو موضح في الشكل (3).



الشكل (3): أثر عجز الموازنة الحكومية الممول
من قبل المصرف المركزي في التوليفة التوازنية

من ناحية أخرى وبما أن ارتفاع الرصيد النقدي يؤدي بناءً على المعادلة (1) إلى ارتفاع مجمل الثروة (W) بمقدار عجز الموازنة، ولما كان هذا الارتفاع سيؤدي، بدوره، إلى ارتفاع الطلب على أوراق المال الوطنية (B) والأجنبية (F)، فإن الرصيد المطلوب من هذه الأوراق سيتفوق على الرصيد المعروض منها، الأمر الذي يؤدي إلى انتقال منحنى (BB) إلى ناحية الشمال، وذلك لأن الطلب

المتزايد على أوراق المال الوطنية لن يكبح إلا من خلال انخفاض معدل الفائدة الوطني و/أو انخفاض سعر الصرف وما ينشأ عنه من انخفاض في قيمة الثروة، كما يتضح من المعادلة (3). أما منحني (FF) فإنه سينتقل إلى ناحية اليمين، وذلك لأن القضاء على فائض طلب الأصول الأجنبية يحتم، بناءً على المعادلة (4)، ارتفاع معدل الفائدة الوطني و/أو ارتفاع سعر الصرف، حيث إن لتغير سعر الصرف أثراً في جانب العرض (E.F) يفوق الأثر الذي يفرزه - عبر ارتفاع الثروة - في جانب الطلب (Rose, 1999: 209).

بهذا ستستمر منحنيات الطلب في الانتقال إلى الاتجاهات المبينة أعلاه إلى أن تسود حالة توازن جديدة تعبر عنها نقطة تقاطع المنحنيات الثلاثة في (A_1) ، التي تبين أن السياسة النقدية التوسعية قد أدت في نهاية المطاف إلى ارتفاع سعر الصرف وانخفاض معدل الفائدة الوطني. وتتضح التطورات التي حدثت في سياق انتقال سوق المال إلى الحالة التوازنية الجديدة على نحو أفضل متى تم التمييز بين الآثار المباشرة والآثار غير المباشرة الناجمة عن تغير الكمية النقدية المتداولة.

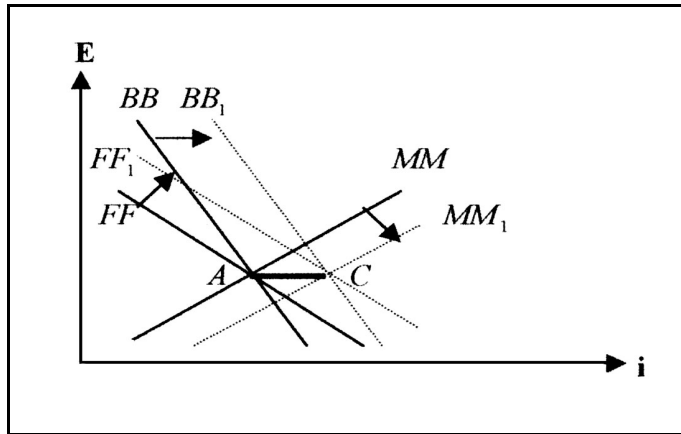
فارتفاع الثروة إثر ارتفاع الكمية النقدية المتداولة يؤدي على نحو مباشر، من ناحية، إلى ارتفاع الطلب على أوراق المال الوطنية، ومن ثم إلى انخفاض معدل الفائدة الوطني، ومن ناحية أخرى إلى تفوق طلب الأصول الأجنبية على الرصيد المعروض من هذه الأصول (E.F). بهذا سيرفع مواطنو البلد المعني طلبهم على العملة أو العملات المصدرة بها الأصول الأجنبية، وذلك بغية شرائها (تصدير لرؤوس الأموال). من هنا سيرتفع سعر الصرف الأجنبي. وارتفاع سعر الصرف يؤدي، بدوره، إلى ارتفاع قيمة الأصول الأجنبية بالعملة الوطنية (F.dE) وإن كانت قيمتها بالعملة أو العملات الأجنبية ما زالت ثابتة. من ثم، وفي سياق الأثر غير المباشر للتوسع النقدي، ستثور قوى تعزز فاعلية الأثر المباشر؛ فمع كل ارتفاع يطرأ على الثروة بفعل ارتفاع سعر الصرف، يزداد الطلب على الأصول الأجنبية ارتفاعاً ويزداد معدل الفائدة انخفاضاً. فالانخفاض المتزايد في معدل الفائدة يدفع المستثمرين إلى القيام بتفضيل الأصول الأجنبية على الأصول الوطنية على نحو متزايد، عمليات الإحلال المتزايدة هذه تؤدي بدورها إلى ارتفاع سعر الصرف أكثر فأكثر. وهكذا سيستمر معدل الفائدة في الانخفاض وسعر الصرف في الارتفاع إلى أن يصل إلى مستواه التوازني (المستقر) الجديد المعطى في التوليفة (A_1) (Branson, 1976: 11).

ولا مرأى في أن القارئ قد لاحظ الآن السبب الذي دفع برانسون لأن ينطلق من توقعات ساكنة. فلو توقع المستثمرون استمرار سعر الصرف في الارتفاع - أي لو

كان $\beta > 0$ - لاستمروا في زيادة طلبهم على الأصول الأجنبية أكثر فأكثر ولا ترتفع سعر الصرف إلى مستوى أعلى من المستوى المعطى في (A_1) ، أي أن النموذج ما كان سيصل إلى حالة التوازن المستقر هذه.

تمويل عجز الموازنة الحكومية من خلال الاقتراض في سوق المال الوطنية (أثر السياسة المالية التوسعية في سعر الصرف)

تنطوي عملية الاقتراض في سوق المال على قيام الحكومة ببيع سندات دين إلى القطاع الخاص. بهذا سيرتفع الرصيد المعروض من أوراق المال الوطنية مع بقاء رصيدي النقد والأصول الأجنبية، للوهلة الأولى، ثابتين. تفوق الرصيد المعروض على الرصيد المطلوب من هذه الأصول يجعل من ارتفاع معدل الفائدة الوطني و/أو ارتفاع سعر الصرف الأجنبي، ومن ثم الثروة أمراً لا مناص منه، وذلك لأن هذا الارتفاع هو الأمر الذي سيغري المستثمرين بطلب فائض الرصيد المعروض. من هنا تحتم عودة سوق أوراق المال الوطنية انتقال المنحنى (BB) إلى ناحية اليمين. من ناحية أخرى، وبما أن ارتفاع الثروة الناشئ عن ارتفاع رصيدي أوراق المال الوطنية سيؤدي بدوره إلى تفوق طلب أوراق المال الأجنبية على الرصيد المعروض منها، لذا تحتم عودة سوق أوراق المال الأجنبية إلى حالة التوازن ارتفاع سعر الصرف و/أو ارتفاع معدل الفائدة، أي إنها تحتم انتقال المنحنى (FF) إلى أعلى. إلا أن ارتفاع الثروة يؤدي في السوق النقدية أيضاً إلى ارتفاع الطلب النقدي. وبما أن المعروض النقدي قد ظل ثابتاً، فإن عودة هذه السوق إلى حالة التوازن ستحتّم ارتفاع معدل الفائدة الوطني و/أو انخفاض سعر الصرف. بهذا سينتقل منحنى توازن السوق النقدية (MM) إلى أسفل (الشكل 4).



الشكل (4): أثر تمويل عجز الموازنة الحكومية من الاقتراض من سوق المال الوطنية في التوليفة التوازنية

وفي الواقع يتعين هنا أيضاً التمييز بين الآثار المباشرة والآثار غير المباشرة لتمويل عجز الموازنة الحكومية في سوق المال الوطنية. يكمن الأثر المباشر لسياسة التمويل هذه في تفوق عرض أوراق المال الوطنية على طلبها. فائض العرض هذا يتسبب في ارتفاع معدل الفائدة الوطني إلى المستوى الذي يعيد هذه السوق إلى الحالة التوازنية، أي أنه يتسبب، كما هو مبين في الشكل (4) في ارتفاع معدل الفائدة الوطني بمقدار (AC) (Branson, 1979: 196). الأثر المباشر الآخر لسياسة التمويل بالعجز يكمن في ارتفاع الثروة بمقدار عجز الموازنة الحكومية. وفي حين كان من السهولة البت في الاتجاه الذي سيتخذه معدل الفائدة الوطني إثر ارتفاع عرض أوراق المال الوطنية، فإن التكهن بالمسار الذي سيتخذه سعر الصرف إثر ارتفاع الثروة أمر يتسم بشيء من التعقيد ولا يمكن البت فيه مسبقاً. فمن حيث المبدأ يحتم ارتفاع الثروة ارتفاع سعر الصرف. إلا أن هذا التطور لا يجوز أن يؤخذ بوصفه حسيلة نهائية، إذ من الممكن أن تندلع آثار غير مباشرة لا تخفف من وطأة هذا الارتفاع فحسب، بل تتسبب في انخفاض سعر الصرف. فارتفاع معدل الفائدة الوطني إثر ارتفاع عرض أوراق المال الوطنية يؤدي من ناحيته إلى خفض طلب الأصول الأجنبية وارتفاع طلب أوراق المال الوطنية، من هنا ستحتم عملية الإحلال هذه تراجع سعر الصرف. بهذا يتوقف المستوى النهائي لسعر الصرف على أي الآثار سيكون أكثر فاعلية على طلب الأصول الأجنبية: أثر ارتفاع الثروة أم أثر عمليات الإحلال بين أوراق المال الوطنية والأجنبية. فمن الواضح أن احتمال ارتفاع سعر الصرف سيكون أكثر تحققاً، كلما كان المستثمرون أقل ميلاً لإحلال (B) بدلاً من (F) في محافظهم إثر ارتفاع معدل الفائدة الوطني؛ ففي هذه الحالة سيخفض ارتفاع معدل الفائدة الوطني طلب الأصول الأجنبية وسعر الصرف بمقدار أقل من المقدار الذي كانا سينخفضان به فيما لو كان المستثمرون أكثر ميلاً لزيادة رصيدهم من أوراق المال الوطنية وأكثر استعداداً لخفض رصيدهم من الأصول الأجنبية إثر ارتفاع معدل الفائدة الوطني.

هذا يعني أن احتمال ارتفاع سعر الصرف سيكون أكثر تحققاً، كلما كانت الآثار الناجمة عن ارتفاع الثروة أشد فاعلية من الآثار الناجمة عن عمليات الإحلال. إلا أنه يجدر بنا أن نلاحظ أن ارتفاع معدل الفائدة الوطني بمقدار (AC)، هو الآخر،

ليس أمراً نهائياً. فإذا ارتفع سعر الصرف فعلاً، فلا مراء في أن هذا الارتفاع سيترك أثره في معدل الفائدة الوطني؛ فمع ارتفاع سعر الصرف سترتفع الثروة بمقدار (F.dE) وسيرتفع من ثم الطلب على أوراق المال الوطنية أيضاً، الأمر الذي يحتم انخفاض معدل الفائدة. بهذا ستؤدي التطورات الناجمة عن ارتفاع سعر الصرف إلى خفض الارتفاع الذي طرأ على معدل الفائدة الوطني (AC) إثر ارتفاع الرصيد المعروض من أوراق المال الوطنية (الأثر المباشر).

ونتيجة لعدم معرفتنا بمتانة علاقات الإحلال السائدة بين أوراق المال الوطنية والأجنبية، فليس بوسعنا التكهن مسبقاً فيما إذا كان تمويل عجز الموازنة الحكومية سيؤدي من خلال سوق المال إلى تدهور قيمة العملة الوطنية أو ارتفاعها. إن كل ما نستطيع استخلاصه أن نقطة تقاطع المنحنيات الثلاثة (الحالة التوازنية الجديدة) ستكون إلى اليمين من نقطة التقاطع السابقة على تمويل عجز الموازنة من خلال إصدار سندات حكومية جديدة؛ أي أن معدل الفائدة الوطني سيرتفع في كل الأحوال (Konrad & Schlick, 1990: 655; Moritz, 1999: 155; Rose & Sauernheimer, 1999: 211).

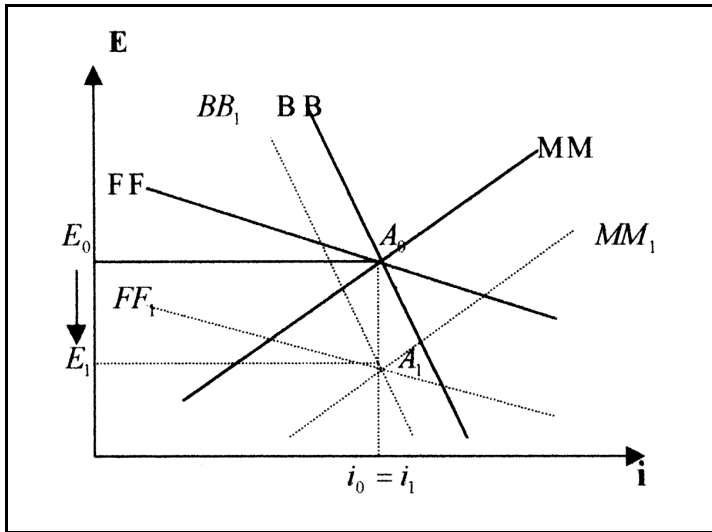
ارتفاع رصيد الأصول الأجنبية

تؤدي أسعار الصرف المتغيرة، إذا ما لم يتدخل المصرف المركزي في التأثير فيها، إلى توازن ميزان المدفوعات، أي أنها تضمن أن تصدر رؤوس أموال بمقدار الفائض المتحقق في الحساب الجاري. وبما أن تصدير رؤوس الأموال يعني ارتفاع دين البلد المعني مقابل الاقتصاد الأجنبي، لذا فإن تحقيق الاقتصاد الوطني لفائض في الحساب الجاري يعني، للوهلة الأولى، أي انطلاقاً من سعر الصرف السائد حتى الآن، ارتفاع عرض الأصول الأجنبية (F)، ومن ثم ارتفاع الثروة الوطنية (W) أيضاً.

انطلاقاً من الحالة التوازنية (A_0) في الشكل (5) يؤدي ارتفاع صافي الدين أو بالأحرى ما ينجم عنه من ارتفاع في رصيد الأصول الأجنبية والثروة إلى ما يلي: أولاً: تفوق عرض الأصول الأجنبية على طلبها كما يتضح من المعادلة (4). بهذا سينتقل منحني توازن سوق الأصول الأجنبية (FF) إلى ناحية الشمال، وذلك لأن

عودتها إلى الحالة التوازنية تحتم انخفاض سعر الصرف و/أو معدل الفائدة الوطني. ويؤدي ثانياً إلى تفوق طلب الأصول الوطنية (الطلب النقدي وطلب أوراق المال الوطنية) على عرض هذه الأصول كما يتضح من المعادلتين (2) و(3). انطلاقاً من سعر الصرف السائد (أي الثابت حتى هذه الوهلة)، تحتم عودة السوق النقدية إلى الحالة التوازنية ارتفاع معدل الفائدة الوطني، في حين تحتم عودة سوق أوراق المال الوطنية انخفاض هذا المعدل. بهذا سينتقل منحنى توازن السوق النقدية (MM) إلى ناحية اليمين، في حين سيتحرك منحنى توازن سوق أوراق المال الوطنية إلى ناحية الشمال (الشكل 5) (Jarchow & Ruehmann, 1994: 286).

السؤال هنا هو: أين ستتقاطع منحنيات التوازن هذه؟ أي ما المستوى الذي سيكون عليه معدل الفائدة وسعر الصرف التوازيين؟ كما هو واضح من الشكل (5) اتسمت التوليفة الجديدة (A_1)، في نهاية المطاف، بانخفاض سعر الصرف الأجنبي وبقاء معدل الفائدة الوطني عند مستواه القديم (i_0).



الشكل (5)

أثر فائض ميزان الحساب الجاري في ميزان المدفوعات

ولكن ما التفسير الاقتصادي لبقاء معدل الفائدة عند مستواه القديم وتغير سعر الصرف فقط؟ للإجابة عن هذا السؤال يجب علينا الأخذ بعين الاعتبار أنه ما

كان من الممكن لمعدل الفائدة الوطني أن يتغير على نحو يضمن تحقق التوازن في سوق النقد وسوق أوراق المال الوطنية في آن واحد، فعودة السوق النقدية إلى التوازن تتطلب ارتفاعه، في حين أن عودة سوق أوراق المال الوطنية إلى التوازن تحتم انخفاضه كما سبق أن قلنا. من هنا وبما أن ثمة فائضاً في الرصيد المعروض من الأصول الأجنبية وفائضاً في الرصيد المطلوب من النقد وأوراق المال الوطنية، فإن الحالة اللاتوازنية السائدة أخذت تضغط على سعر الصرف فقط، الأمر الذي سبب انخفاضه في نهاية المطاف. بناءً على هذا فإن انخفاض سعر الصرف هو التطور الذي سيضمن انخفاض الرصيد المعروض من الأصول الأجنبية (مقوماً بالعملة الوطنية). وبما أن هذا الانخفاض يعني أن القيمة الكلية للثروة ستتناقص أيضاً، لذا سينخفض الطلب على عناصر الثروة الثلاثة بدوره.

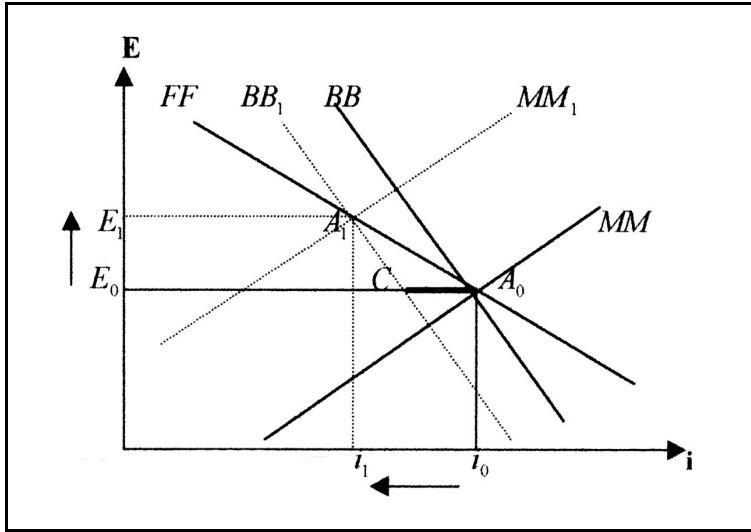
إلا أن الأمر الذي يجدر بنا ملاحظته هو أن تراجع الطلب على أوراق المال الأجنبية إثر انخفاض قيمة الثروة، لا يعني استمرار اللاتوازن في هذه السوق، إذ إن عرض هذه الأصول بالعملة الوطنية سينخفض بمقدار الانخفاض الحاصل في سعر الصرف، في حين أن الرصيد المطلوب منها سينخفض بمقدار أقل، وذلك لأن انخفاض الثروة إثر انخفاض قيمة رصيد الأصول الأجنبية لن يقتصر على انخفاض طلب الأصول الأجنبية فقط، بل سيتوزع على عناصر الثروة الثلاثة. بهذا ستعود الأسواق الثلاثة إلى الحالة التوازنية عبر ارتفاع قيمة العملة الوطنية.

ومعنى هذا أن سعر الصرف سيستمر في الانخفاض إلى أن يصل إلى المستوى الذي يتقاطع عنده منحني توازن سوق أوراق المال الوطنية الجديد (BB_1) مع منحني توازن السوق النقدية الجديد (MM_1) في (A_1). وكما يتضح من الشكل (5) فقد ظل معدل الفائدة الوطني عند المستوى نفسه الذي كان عليه سابقاً (i_0)، إذ لو كانت نقطة تقاطع المنحنيات تقع إلى اليمين من (i_0)، أي لو كان معدل الفائدة المتحقق أعلى من (i_0)، لتعين أن تكون الثروة، من ناحية، أعلى من قيمتها المعطاة في (A_0)، وذلك لإعادة سوق النقد إلى التوازن، ومن ناحية أخرى أدنى من هذه القيمة، وذلك لكي تضمن توازن سوق أوراق المال الوطنية. ولما كان حدوث الأمرين في آن واحد غير ممكن، لذا تعين أن يتقاطع منحني (BB_1) مع منحني (MM_1) عند المستوى القديم لمعدل الفائدة (i_0). ويعني هذا أن معدل الفائدة الثابت انطلاقاً من (A_0) سيضمن تحقق التوازن في الأسواق الثلاثة فقط في حال ثبات قيمة الثروة. ويتحقق هذا الشرط عندما يبدد

انخفاض سعر الصرف الارتفاع الحاصل في قيمة رصيد الأصول الأجنبية إثر تحقق فائض في ميزان الحساب الجاري. من هنا، وفي الحالة الاعتيادية، أي في حالة تحقق شرط مارشال/ليرنر (1932: 171) Marshall (1932: 171); Lerner (1944: 378)، فإن أي فائض أو عجز يتحقق في الحساب الجاري، لن يؤثر في نهاية المطاف في معدل الفائدة الوطني ومستوى الثروة الوطنية، بل سيؤدي إلى تغير سعر الصرف على نحو يضمن تحقق توازن في الحساب الجاري (Gaertner, 1997: 156). الحالة التوازنية الجديدة ستتسم إذن ببقاء كل من (m) و (b) عند مستواهما القديم وباحتفاظ الثروة بالقيمة التي كانت عليها قبل ارتفاع رصيد الأصول الأجنبية، وذلك بسبب انخفاض سعر الصرف، في نهاية المطاف، بالمعدل نفسه الذي ارتفع به رصيد الأصول الأجنبية (Rose & Sauernheimer, 1999: 212).

أثر السياسة النقدية التوسعية

لدراسة أثر السياسة النقدية التوسعية في سعر الصرف ومعدل الفائدة الوطني سنفترض، انطلاقاً من الحالة التوازنية (A_0) المعطاة في الشكل (6)، أن المصرف المركزي قد قام، في إطار عمليات السوق المفتوحة، بشراء أوراق مالية وطنية من القطاع الخاص. بهذا سترتفع الكمية النقدية المتداولة بمقدار الانخفاض الذي يطرأ على ما في حوزة القطاع الخاص من أوراق مالية وطنية، أي أن: $\Delta M = -\Delta B$. خلافاً للتغيرات التلقائية التي تحدثنا عنها سابقاً، تؤدي عمليات المصرف المركزي هذه إذن إلى تغيير هيكل الثروة فقط، وذلك لأنها ستحفز القطاع الخاص على القيام بعمليات إحلال بين عناصر الثروة الثلاثة. أما مستوى الثروة (W) فإنه سيبقى، في الوهلة الأولى، ثابتاً (Branson, 1979: 198; Willms, 1995: 127). وكما يتضح من الشكل (6) فقد حتم ارتفاع الكمية النقدية المتداولة انتقال منحني توازن السوق النقدية إلى أعلى (MM_1)، في حين حتم انخفاض الرصيد المعروض من أوراق المال الوطنية انتقال منحني توازن هذه الأصول إلى ناحية الشمال (BB_1). وبما أن مستوى الثروة (W) لا يزال ثابتاً، فإن ارتفاع الكمية النقدية وانخفاض رصيد أوراق المال الوطنية لم ينعكس على سوق الأصول الأجنبية حتى هذا الحين، ومن ثم فقد ظل منحني توازن هذه السوق في موقعه القديم (FF). من هنا فقد تقاطع منحني (BB_1) مع منحني (MM_1) على منحني (FF)، أي في (A_1).



الشكل (6)
أثر السياسة النقدية التوسعية

ويمكن شرح التطورات التي أنتجت هذه التوليفة التوازنية الجديدة على النحو التالي: للوهلة الأولى انخفض معدل الفائدة الوطني بمقدار يساوي المسافة الواقعة بين (A_0) و (C) ، وذلك لأن السياسة النقدية التوسعية قد أدت إلى تفوق الرصيد النقدي المعروض (أي الرصيد الذي يحتفظ به القطاع الخاص) على الرصيد المرغوب فيه. انطلاقاً من معدل الفائدة الأجنبي (i^*) المعطى من خارج النموذج، سيغري انخفاض معدل الفائدة الوطني (= انخفاض عائد أوراق المال الوطنية) المستثمرين بزيادة ما في حوزتهم من أصول أجنبية وخفض ما يتوافرون عليه من أوراق مالية وطنية. من هنا سيرتفع سعر الصرف، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة الثروة بالعملة الوطنية. وبما أن ارتفاع قيمة الثروة سيؤدي بناءً على المعادلة (3) إلى ارتفاع الطلب على أوراق المال الوطنية، لذا سينخفض معدل الفائدة ثانية، أي أنه سيكون أدنى من المعدل المعطى في (C) . بهذا سيتسم التوازن الجديد بسعر صرف أعلى (E_1) ومعدل فائدة أدنى (i_1) . ومعنى هذا أن السياسة النقدية التوسعية لم تؤد في نهاية المطاف إلى تغير كمي في رصيد الأصول الأجنبية، بل أدت، عبر تغير سعر الصرف، إلى تغير قيمة هذه الأصول بالعملة الوطنية (Bergstrand, 1983: 26; Baltensperger & Boehm, 1982: 127).

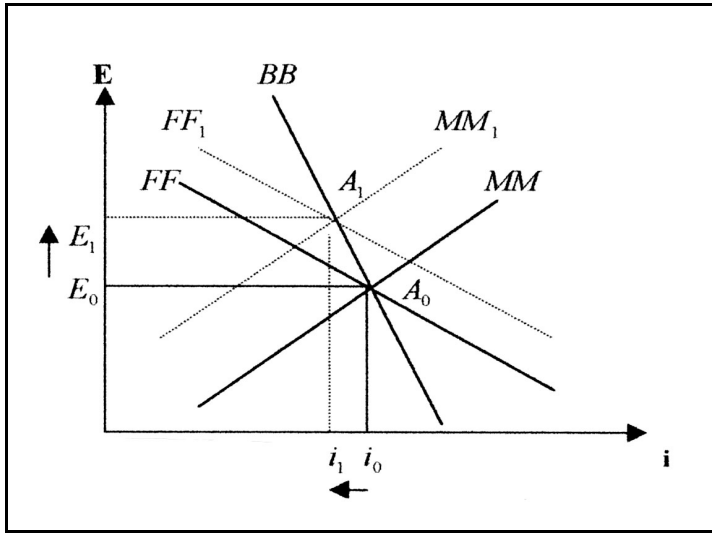
إن النتيجة المهمة الممكن استخلاصها من هذا التحليل أن السياسة النقدية التوسعية ستؤدي، سواء ارتفعت الكمية النقدية في سياق عمليات السوق المفتوحة أو عبر تمويل المصرف المركزي لعجز الموازنة الحكومية، إلى تدهور قيمة العملة الوطنية. ويتحقق هذا الأثر السلبي لارتفاع الكمية النقدية حتى وإن أهملنا كلية ما تقوله نظرية تعادل القوة الشرائية (The Purchasing Power Parity doctrine) بشأن أثر الكمية النقدية في الأسعار وأثر الأسعار في ميزان الحساب الجاري وأثر ميزان الحساب الجاري في سعر الصرف. فسعر الصرف سيتغير حتى وإن لم يؤد ارتفاع الكمية النقدية بعد إلى أي تغير في أسعار السلع. إن هذا هو في الواقع فحوى مقولة برانسون بأن سعر الصرف لا يتحدد، في الأجل القصير، من خلال معدلات التضخم النسبية، بل يتحدد من خلال تفاعل القوى المتحركة في أسواق المال (Rose & Sauernheimer, 1999: 213). وتتوقف مصداقية هذه المقولة أساساً على افتراضه أن أسواق المال أسرع تكيفاً من الأسواق السلعية عند حدوث تغير في المعطيات التلقائية. ولا ريب في أننا لن نجافي الحقيقة كثيراً، إذا قلنا بأن الواقع المعاش في الدول «الرأسمالية» المتقدمة يدعم مصداقية هذا الفرض بكل تأكيد.

عمليات المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي

سنحاول في إطار هذه الفقرة تعرّف الأثر الذي سيتركه تدخل المصرف المركزي الوطني في سوق الصرف الأجنبي على معدل الفائدة الوطني وسعر الصرف مفترضين أن المصرف المركزي قد قرر دعم قيمة العملة الأجنبية فقام بشراء أصول أجنبية بالعملة الوطنية. وقد يسبب إدراج هذه السياسة ضمن عمليات المصارف المركزية في سوق الصرف الأجنبي شيئاً من الالتباس، وذلك لأن العادة جرت على حسابان بيع العملات الأجنبية وشرائها جوهر هذه العمليات. إن تفسير هذا يكمن في أن مصطلح الاحتياطي الأجنبي لا يشتمل على العملات الأجنبية والودائع في المصارف الأجنبية فقط، بل يشتمل أيضاً على هذه أيضاً التي نعرض لها، أعني السندات الحكومية وما سواها من أوراق مالية ذات سعر ثابت ومعدل فائدة متغير.

ولأن شراء المصرف المركزي للأصول الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع الكمية النقدية المتداولة، لذا درج الاقتصاديون على تسمية هذه السياسة النقدية بعمليات سوق الصرف غير المعقمة، أي التي لم تتخذ سلطة الإصدار النقدي في سياقها التدابير الضرورية لتطهير الاقتصاد الوطني من الآثار التضخمية الممكن أن تترتب عليها (Dornbusch & Fischer, 1994: 613).

ومن الواضح أن شراء المصرف المركزي للأصول الأجنبية لا يؤثر مبدئياً، أي قبل تغير سعر الصرف، في مستوى الثروة لدى القطاع الخاص، بل يغير هيكل ثروة هذا القطاع فقط، وذلك لأن رصيده من الأصول الأجنبية سينخفض بمقدار الارتفاع الحاصل في رصيده النقدي تماماً: $\Delta M = -\Delta E.F$. وبما أن أثر هذه العمليات، سينعكس على سوقي النقد والأصول الأجنبية، وليس على سوق أوراق المال الوطنية، لذا لن يطرأ تغير على منحنى توازن هذه السوق في النظام الإحداثي (7).



الشكل (7)

أثر عمليات المصرف المركزي غير المعقمة في سوق الصرف الأجنبي

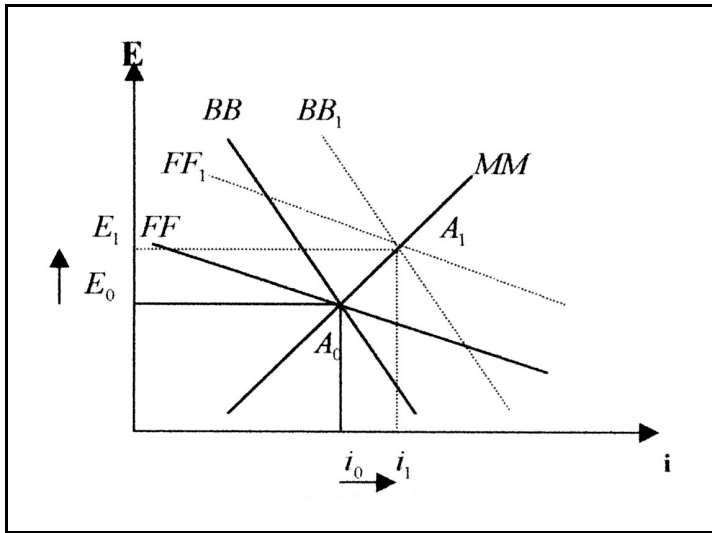
وبما أن الرصيد النقدي الذي يحتفظ به القطاع الخاص قد تفوق على الرصيد الذي يرغب هذا القطاع في الاحتفاظ به، فإنه تحتّم أن ينخفض معدل الفائدة لإعادة هذه السوق إلى الحالة التوازنية، أي تحتّم أن ينتقل منحنى توازن السوق النقدية إلى ناحية الشمال (MM_1 في الشكل 7). من ناحية أخرى، ولأن شراء المصرف المركزي للأصول الأجنبية قد تسبب في خفض الرصيد الذي يحتفظ به القطاع الخاص من الأصول الأجنبية إلى ما دون الرصيد الذي يرغب هذا القطاع في الاحتفاظ به، فإنه تحتّم أن يرتفع معدل الفائدة الوطني، الأمر الذي تسبب في انتقال منحنى توازن سوق الأصول الأجنبية إلى أعلى (منحنى FF_1 في الشكل 7).

وكما يتضح من الشكل (7) فقد أدت عمليات المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي وما نجم عنها من اختلال في توازن سوقي النقد والأصول الأجنبية إلى انخفاض معدل الفائدة الوطني إلى (i_1) ، وارتفاع سعر الصرف إلى (E_1) . ويمكن التفسير الاقتصادي للتطورات التي نجمت عن التوليفة التوازنية الجديدة المعطاة في (A_1) على النحو التالي: لقد أدت عمليات سلطة الإصدار النقدي من ناحية إلى تفوق الرصيد النقدي المعروض على الرصيد المرغوب فيه، الأمر الذي تسبب في خفض معدل الفائدة الوطني، من ناحية أخرى أدت هذه العمليات إلى تفوق الطلب على الأصول الأجنبية على الرصيد المعروض منها $(E.F > F)$ ، أي أنه أدى إلى تفوق الطلب على العرض في سوق الصرف الأجنبي، الأمر الذي تسبب في خفض قيمة العملة الوطنية. إن هذه التطورات تعكس مباشرة الأثر الناجم عن التدخل في سوق الصرف الأجنبي. أما الأثر غير المباشر فإنه يكمن في أن تدهور قيمة العملة الوطنية قد أنتج ارتفاعاً في قيمة الثروة بالعملة الوطنية. ارتفاع قيمة الثروة حتم من ناحيته ارتفاع الطلب على أوراق المال الوطنية. فائض الطلب على أوراق المال الوطنية أدى بدوره إلى خفض معدل الفائدة الوطني، أي أنه عزز الانخفاض الذي طرأ على معدل الفائدة الوطني إثر ارتفاع الكمية النقدية المتداولة.

وكما هو واضح فقد دعمت عمليات المصرف المركزي في سوق الصرف الأجنبي قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة الوطنية، لكنها تسببت في ارتفاع الكمية النقدية المتداولة وفي خفض معدل الفائدة الوطني. ولا ريب في أن هذه النتائج لا تنسجم دائماً مع الهدف الرئيس للمصارف المركزية: عدم تآكل القوة الشرائية للعملة الوطنية من خلال ارتفاع المستوى العام للأسعار. بهذا فإنه من الممكن جداً أن تقوم سلطة الإصدار النقدي بانتهاج سياسة تسعى إلى دعم قيمة العملة الأجنبية مع الإبقاء على الكمية النقدية ثابتة. إن هذا هو مغزى ما يسمى بعمليات سوق الصرف المعقمة، أي المطهرة للاقتصاد الوطني من الآثار السلبية التي يمكن أن يحدثها ارتفاع الكمية النقدية المتداولة وخفض معدل الفائدة الوطني. ويمكن جوهر هذه السياسة في أن يقوم المصرف المركزي، من ناحية، بشراء أصول أجنبية، ومن ناحية أخرى، ببيع أوراق مالية وطنية إلى القطاع الخاص بمقدار يضمن بقاء الكمية النقدية المتداولة ثابتة $(\Delta M = 0)$.

إن سياسة نقدية من هذا القبيل تعني، كما هو موضح في الشكل (8)، أن منحني التوازن النقدي قد احتفظ بموقعه في النظام الإحداثي. وبما أن عرض أوراق المال الوطنية قد ارتفع، وانطلاقاً من سعر الصرف المعطى فإنه تحتّم أن يرتفع

معدل الفائدة الوطني لكي يرتفع الطلب على هذه الأوراق بمقدار الارتفاع الحاصل في عرضها؛ بهذا فقد تحرك منحني توازن هذه السوق إلى اليمين (BB_1). أما بالنسبة لسوق الأصول الأجنبية فقد نتج عن شراء المصرف المركزي لهذه الأصول، ولأسباب التي ذكرناها آنفاً، انتقال المنحنى إلى أعلى (FF_1). وكما هو واضح من الشكل أعلاه فقد أفلحت عمليات سوق الصرف المعقمة في تحقيق الدعم المتوخى لقيمة العملة الأجنبية، أي ارتفاع سعر صرفها من (E_0) إلى (E_1) مع وقاية الاقتصاد الوطني من الآثار التضخمية التي كان يمكن أن تنشأ في سياق عملية الدعم.

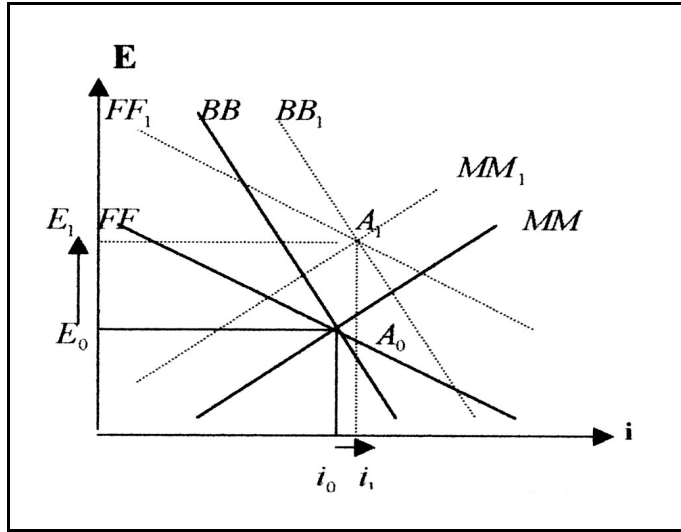


الشكل (8)

أثر عمليات المصرف المركزي المعقمة في سوق الصرف الأجنبي

أثر ارتفاع معدل الفائدة الأجنبي

إن ارتفاع معدل الفائدة الأجنبي يعني أن عائد الأصول الأجنبية قد ارتفع؛ فارتفاع العائد يشجع المستثمرين على رفع حصة الأصول الأجنبية في محافظهم والتخلي عن الأصول الوطنية بما يعادل الارتفاع المطلوب في الأصول الأجنبية. انطلاقاً من الحالة التوازنية المعطاة في (A_0) في الشكل (9) ستتنصف سوق الأصول الأجنبية بتفوق الرصيد المطلوب على الرصيد المعروض فيها، في حين ستتنصف السوق النقدية وسوق أوراق المال الوطنية بتفوق الرصيد المعروض على الرصيد المطلوب فيهما.



الشكل (9)
أثر ارتفاع معدل الفائدة الأجنبي

بسبب اختلال التوازن تحرك منحني توازن سوقي أوراق النقد الأجنبية والوطنية إلى اليمين، في حين تحرك منحنى توازن السوق النقدية شمالاً ليتخذا المواقع المحددة من خلال (FF_1) و (BB_1) و (MM_1) في الشكل (9). الحالة التوازنية الجديدة في (A_1) تتسم كما هو موضح في الشكل عاليه، بتدهور قيمة العملة الوطنية وبارتفاع معدل الفائدة الوطني (Claassen, 1997: 80).

ولا ريب في القول بأن ارتفاع معدل الفائدة الأجنبي سيؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية لا ينطوي على اكتشاف جديد، بل هو أمر متوقع أصلاً. إن الأمر الجديد الذي كان برانسون أول من أشار إليه يكمن في أن التشابك بين معدلي الفائدة الوطني والأجنبي ليس من خصوصيات نظام أسعار الصرف الثابتة فقط، بل هو أمر متحقق في ظل نظام أسعار الصرف المرنة أيضاً. فارتفاع معدل الفائدة الأجنبي أدى، كما اتضح لنا، إلى ارتفاع معدل الفائدة الوطني. ولا مراء في أن بمستطاع المصرف المركزي هنا أيضاً استخدام عمليات السوق المفتوحة (المعقمة أو غير المعقمة) بغية تفادي انعكاس ارتفاعهما على النشاط الاستثماري وعلى مستوى الدخل ودرجة الاستخدام (Behnke, 1994: 276-279; Claassen, 1997: 80).

سادساً: ميزان الحساب الجاري وتطور سعر الصرف في الأمد المتوسط والطويل

بعد دراسته لشروط التوازن الآني في الأسواق الثلاثة وتحليله للكيفية التي تحدد بها القوى المتفاعلة في سوق المال سعر الصرف الأجنبي في الأجل القصير، راح برانسون يحلل القوى المتحركة في سعر الصرف في الأجل المتوسط والطويل انطلاقاً مما كان قد استخلصه من تحليله لأثر السياسة النقدية التوسعية في سعر الصرف. فمن ذلك التحليل تبين أن ارتفاع الكمية النقدية المتداولة سيؤدي في الأجل القصير - أي عبر توازن السوق المالية - إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي وإلى انخفاض معدل الفائدة الوطني. ولا مراء في أن ما سيطراً على سعر الصرف ومعدل الفائدة من تغير سينعكس - إن عاجلاً أو آجلاً - على السوق السلعية للأسباب الثلاثة التالية: أولاً لأن تدهور قيمة العملة الوطنية يؤدي إلى ارتفاع الطلب الأجنبي على السلع الوطنية. ثانياً لأن تدهور قيمة العملة الوطنية ينطوي على ارتفاع في قيمة الثروة، الأمر الذي يشجع القطاع الخاص على زيادة الإنفاق الاستهلاكي. ثالثاً لأن انخفاض معدل الفائدة الوطني يشجع الإنفاق الاستثماري. من هذا كله يتبين أن السوق السلعية ستتصف - بعد حين من الزمن - بتفوق الطلب على العرض. بهذا لن يستمر توازن السوق المالية طويلاً (temporary)، وذلك لأن اختلال التوازن في السوق السلعية سينعكس - بدوره - على السوق المالية. من هنا لن يتحقق التوازن طويل الأجل إلا بعد أن تتكيف السوق السلعية أيضاً مع التطورات التي نجمت عن السياسة النقدية التوسعية. ويعتقد برانسون، بشأن السرعة التي ستتكيف بها السوق السلعية مع الحالة اللاتوازنية، أن أسعار السلع تتصف - انسجاماً مع التحليل الكينزي عموماً ونموذج موندل، فليمينغ (Mundell, 1961) (Fleming, 1962, 1963) على وجه الخصوص - بعدم المرونة في الأمد القصير وأنها تبدأ - انسجاماً مع التحليل النقدي - بالارتفاع تدريجياً في الأمد المتوسط إلى أن ترتفع في الأمد الطويل بمعدل يتناسب مع معدل ارتفاع الكمية النقدية المتداولة⁽⁴⁾. الاقتصاد الوطني سيتمتع - إذن - بقوة تنافسية أفضل في الأمد المتوسط، أي أنه سيحقق فائضاً في التصدير طوال هذه المرحلة. انطلاقاً من دائنية

(4) علماً بأن برانسون يرى أن المستوى العام للأسعار لا يرتفع بالضرورة بالمعدل نفسه الذي ترتفع به الكمية النقدية المتداولة.

معطاة (F)، ينطوي فائض التصدير على ارتفاع صافي ميزان الحساب الجاري (= ارتفاع صافي الدائنية (F)). ويمكن توضيح تغير رصيد صافي الدائنية من خلال المعادلة التالية:

$$7) \frac{dF}{dt} \equiv \Delta F = NX \left(\frac{E}{P} \right) + i^* \cdot F - Tr$$

حيث يرمز (NX) إلى صافي الميزان التجاري بوصفه دالة في سعر الصرف الحقيقي (E/P). ولعل الإشارة تجدر إلى أن هذا التعريف لسعر الصرف الحقيقي لا يتصف بالدقة، وذلك لأنه يهمل المستوى العام للأسعار الأجنبية (P*)، فالتعريف الدقيق لسعر الصرف الحقيقي هو: (E.P*/P). ولكن بما أن برانسون يفترض أن مستوى الأسعار الأجنبية قيمة ثابتة معطاة من خارج النموذج، وتبسيطاً للشرح، فقد جاز إهماله باعتبار أنه يساوي الواحد الصحيح. أما (i*.F) و (Tr) فإنهما يرمزان على التوالي إلى صافي ميزان الخدمات وإلى الصافي التلقائي لميزان التحويلات (transfers account). وللوقوف على تطور سعر الصرف في الأجل المتوسط والطويل يفترض برانسون: أولاً أن هذه القيم جميعاً مقومة بالعملة الأجنبية، وثانياً أن صافي الفوائد التي يجنيها الاقتصاد الوطني في العالم الخارجي يساوي صافي المدفوعات التحويلية التي يمنحها الاقتصاد الوطني: (i*.F = Tr)، وثالثاً أن صافي مجموع الصادرات يساوي مجموع الواردات: (NX = 0).

في سياق سعيه لتعرّف شرط التوازن في الأجل الطويل وعلى المسارات التي سيتخذها سعر الصرف الأجنبي في الآجال المختلفة، ينطلق برانسون من هذه الحالة التوازنية في ميزان الحساب الجاري مفترضاً أن سلطة الإصدار النقدي قد انتهجت الآن سياسة نقدية توسعية أخلت بالتوازن القائم. للوهلة الأولى، أي في الأجل القصير، ستؤدي هذه السياسة النقدية إلى ارتفاع سعر الصرف (= انخفاض القيمة الاسمية للعملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية). في الأجل المتوسط، حيث لم ترتفع الأسعار بعد بالمعدل نفسه الذي ارتفعت به الكمية النقدية المتداولة، يؤدي تدهور قيمة العملة الوطنية، إن عاجلاً أو آجلاً، إلى تحقق فائض في ميزان الحساب التجاري، أي يؤدي إلى ارتفاع صافي الدائنية مقابل العالم الخارجي. وكما يتضح من العرض أعلاه، ينجم عن ارتفاع صافي الدائنية انخفاض سعر الصرف الأجنبي على نحو متناسب، أي أنه يحتم ارتفاعاً مماثلاً في القيمة الاسمية للعملة الوطنية. وبما أن ارتفاع القيمة الاسمية للعملة الوطنية سيتزامن - في الأمد المتوسط وبفعل فائض

الطلب في السوق السلعية - مع تحرك المستوى العام للأسعار نحو الأعلى بالتدريج، فإن سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية سيأخذ بالانخفاض تدريجياً (ارتفاع حقيقي في قيمة العملة الوطنية، *real appreciation*). وفي الحالة الاعتيادية، أي حينما يكون إجمالي مرونات الطلب الوطني على السلع الأجنبية والطلب الأجنبي على السلع الوطنية يساوي الواحد أو أكثر (شرط مارشال - ليرنر)، سيحتم الارتفاع الحقيقي في قيمة العملة الوطنية - إن آجلاً أو عاجلاً - استعادة الميزان التجاري لتوازنه وكفه عن توليد دائنية متزايدة مقابل العالم الخارجي. إلا أن الأمر الذي تتعين ملاحظته أن عودة الميزان التجاري إلى التوازن يعني أن آلية واحدة فقط قد كفت عن توليد دائنية متزايدة. ففي حالة ثبات معدل الفائدة الأجنبي، ستستمر الفوائد المتأتية من الدائنية التي حققها الاقتصاد الوطني في السابق بالتدفق، أي أن ميزان الخدمات - وكذا ميزان الحساب الجاري - سيستمران في تسجيل فائض متزايد، الأمر الذي يحتم تحقق عجز متزايد في ميزان رأس المال وارتفاع مماثل في الدائنية. من هنا، لن يعود الاقتصاد الوطني إلى حالته التوازنية طويلة الأجل إلا إذا سجل ميزان الحساب التجاري عجزاً يساوي الفائض المتحقق في ميزان الخدمات (Branson, 1979: 201).
(Claassen, 1997: 202; Rose & Sauernheimer, 1999: 225)

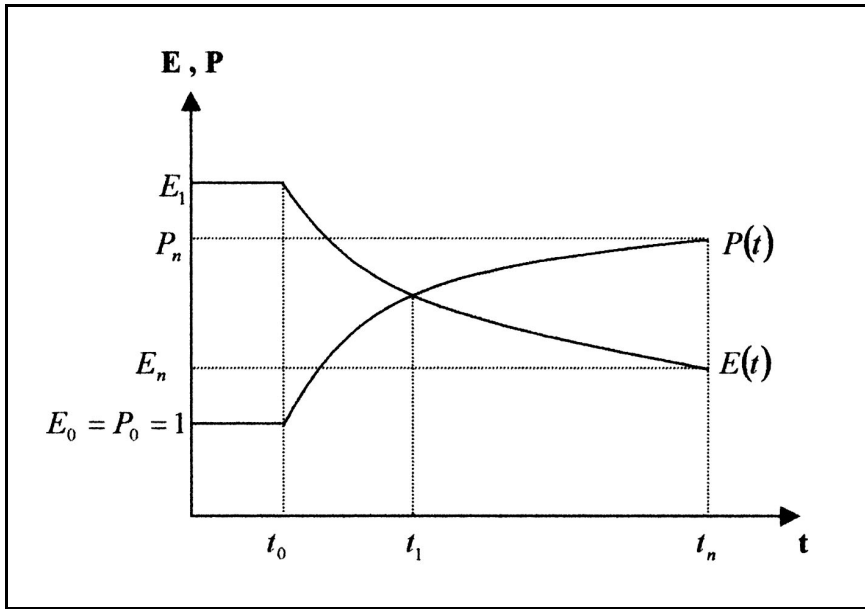
من هذا التحليل يستنتج برانسون أن تحقق شرط مارشال - ليرنر فرض ضروري لتحقيق التوازن في الميزان التجاري، إلا أنه ليس كافياً لتحقيق التوازن في ميزان الحساب الجاري. فللتعويض عن فائض ميزان الخدمات يجب أن يتفوق صافي الميزان التجاري على الصافي الذي يضمن شرط مارشال - ليرنر تحققه (Branson, 1979: 202, 215).

ولعل الإشارة تجدر إلى أن ما استنتجناه هنا بشأن عدم كفاية شرط مارشال - ليرنر لتحقيق التوازن طويل الأجل يصدق فقط في حالة احتساب فائض الحساب الجاري بالعملة الوطنية وليس بالعملة الأجنبية. ففي هذه الحالة لا يؤدي ارتفاع قيمة العملة الوطنية إلى خفض قيمة الأصول الأجنبية بالعملة الوطنية فحسب، بل سيؤدي إلى خفض قيمة الفوائد المتأتية من هذه الأصول أيضاً (Reimers, 1989: 202).

ومهما كان الحال فإن السؤال المهم هنا هو: هل سيكون سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية أدنى من المستوى الذي كان عليه قبل انتهاج المصرف المركزي سياسة نقدية توسعية؟ وتكمن أهمية هذا السؤال في أن هذا التطور -

فقط - هو الذي سيضمن تحقق عجز في الميزان التجاري يساوي فائض ميزان الخدمات.

للإجابة عن هذا السؤال كان برانسون قد استعان بالشكل (10)، لتبيان المسارات التي سيتخذها سعر الصرف والمستوى العام للأسعار عبر الزمن، وذلك بافتراض أن الاقتصاد الوطني قد اتصف حتى اللحظة الزمنية (t_0) بتحقيق التوازن الكلي، أي أن سعر الصرف قد ائتلف مع معدل الفائدة والمستوى العام للأسعار، الأمر الذي أنتج توازناً آنياً في أسواق المال والسلع وضمن ثبات مستوى الثروة.



الشكل (10): عمليات التكيف التوازنية

وتعني هذه الحالة التوازنية - ضمناً - أن سعر الصرف الحقيقي (E_0/P_0) كان قد ولد، طوال الفترة الزمنية السابقة على (t_0)، عجزاً في الميزان التجاري يساوي صافي الفوائد التي بات الاقتصاد الوطني يجنيها مما في حوزته من أصول أجنبية، أي أن سعر الصرف هذا كان قد أنتج توازناً في ميزان الحساب الجاري. وتبسيطاً للشرح كان برانسون قد افترض أن سعر الصرف والمستوى العام للأسعار يساويان الواحد الصحيح ($E_0 = P_0 = 1$) (Branson, 1979: 207).

انطلاقاً من هذه المعطيات والفروض تؤدي السياسة النقدية التوسعية في الحال إلى خفض قيمة العملة الوطنية، أي إلى ارتفاع سعر الصرف الأجنبي إلى (E_1) . وبما أن أسعار السلع غير مرنة في الأمد القصير، لذا ينطوي تدهور القيمة الاسمية للعملة الوطنية على ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية بمقدار التدهور الذي طرأ على القيمة الاسمية، إلا أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية لن يستمر طويلاً، فمن ناحية سيبدأ سعر الصرف الأجنبي - بفعل ارتفاع فائض ميزان الحساب التجاري وما نجم عنه من ارتفاع في رصيد الأصول الأجنبية - بالتراجع تدريجياً عن المستوى الذي كان قد بلغه إثر ارتفاع الكمية النقدية. ومن ناحية أخرى سيؤدي فائض الطلب في السوق السلعية إلى ارتفاع تدريجي في المستوى العام للأسعار في الحقبة (t_1) ، أي في نقطة تقاطع منحنى (E_1) مع منحنى (P_1) ، تساوى المستوى العام للأسعار مع سعر الصرف الأجنبي ثانية، أي أن سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية قد بلغ المستوى الذي كان عليه قبل (t_0) . بهذا سيستعيد ميزان الحساب الجاري توازنه من جديد. بيد أن سعر الصرف الحقيقي هذا لا يحقق توازناً طويلاً الأجل، وذلك لأن ميزان الخدمات - وكذا ميزان الحساب الجاري - سيستمران في تحقيق فائض متزايد ناجم عن الفوائد على الدائنية التي تراكمت إبان تحقيق الاقتصاد الوطني فائضاً في الميزان التجاري. من هنا ستستمر الأسعار في الارتفاع وسيواصل سعر الصرف الأجنبي انخفاضه إلى أن يتحقق في الحقبة (t_n) توازن طويلاً الأجل يسود فيه - من جديد - سعر صرف حقيقي يضمن تساوي عجز الميزان التجاري مع فائض ميزان الخدمات.

وبهذا نكون قد انتهينا من عرض نموذج برانسون في تحديد القوى المتحركة في سعر الصرف الأجنبي في الأمد القصير والمتوسط والطويل. وكما هو واضح ثمة أوجه تشابه واختلاف بين هذا النموذج ونموذج دورن بوش. وتكمن أهم أوجه التشابه في أن نموذج برانسون يؤكد أيضاً على أن سعر الصرف الأجنبي سيفرط في الارتفاع (overshooting) في الأجل القصير، أي إنه سيرتفع إلى مستوى أعلى من المستوى الذي سيصل إليه سعر الصرف طويل الأجل إثر ارتفاع الكمية النقدية المتداولة. وانسجاماً مع نموذج دورن بوش يؤدي إفراط سعر الصرف في نموذج برانسون، أيضاً، الدور الأساسي الكفيل بعودة الاقتصاد إلى توازن مستقر طويل الأجل، فلولا تفوق سعر الصرف الحاضر على مستواه التوازني طويل الأجل لما تحقق ذلك الفائض في ميزان الحساب الجاري الذي قاد الاقتصاد، عبر خفضه لسعر الصرف الأجنبي، إلى توازن مستقر طويل الأجل ثانية.

وإذا ما تجاهلنا الاختلاف المنهجي، فإن بالإمكان إيجاز الاختلافات الأساسية في النتائج المستخلصة من النموذجين على النحو التالي: أولاً استنتج برانسون حتمية إفراط سعر الصرف الحاضر في الارتفاع من نموذج يفترض أن المتعاملين في أسواق المال ينطلقون في تقويمهم لتطور الأسعار وسعر الصرف في الأجل الطويل، من توقعات ساكنة وليس من توقعات رشيدة (rational expectations) كما هو الحال في نموذج دورن بوش. ثانياً خلافاً لتأكيد دورن بوش على حيادية السياسة النقدية وعدم تأثيرها - في الأمد الطويل - في المتغيرات الحقيقية، أعني معدل الفائدة الوطني وسعر الصرف الحقيقي، يستنتج برانسون من نموذجه أن السياسة النقدية التوسعية تفضي، لا في الأجل القصير فحسب، بل في الأمد الطويل أيضاً، إلى خفض معدل الفائدة الوطني دون المستوى الذي كان عليه قبل ارتفاع الكمية النقدية المتداولة. ثالثاً إذا كان دورن بوش قد توصل إلى أن سعر الصرف الحقيقي سيعود - في الأمد الطويل - إلى المستوى الذي كان عليه في السابق، أي الذي كان عليه في الفترة السابقة على ارتفاع الكمية النقدية المتداولة، يستنتج برانسون من نموذجه أن سعر الصرف الحقيقي سيكون - في الأجل الطويل - أدنى من ذلك المستوى، أي أن سعر الصرف سيفرط في الانخفاض (undershooting) في المنظور طويل الأجل. ومعنى هذا أن سعر الصرف التوازني لن يعكس - في الأجل الطويل - تعادل القوة الشرائية لعمليتي البلدين المعنيين (The Purchasing Power Parity).

خاتمة

لقد أفلح برانسون في تفادي كثير من مناحي القصور التي شابت النموذج النقدي عموماً ونموذج دورن بوش على وجه الخصوص. من هنا، لا عجب في أن يصبح نموذج ركناً أساسياً في النماذج الاقتصادية الساعية إلى تعرف شروط التوازن الكلي في اقتصاد منفتح على العالم الخارجي. فقد تمكن فعلاً من إزاحة الستار عن الدور الرئيس الذي تؤديه أسواق المال في تحديد سعر الصرف في الأجل القصير من دون التقيد بفرض تجانس الأصول المالية الوطنية والأجنبية. من ناحية أخرى وضع النموذج في متناول الاقتصاديين إطاراً نظرياً مكنهم - من دون تعقيد إلى حد ما - من تحليل أثر الدين الحكومي وأثر تغير هيكل المحافظ الاستثمارية دولياً، وكذلك أثر عمليات المصارف المركزية المعقمة وغير المعقمة في سوق الصرف الأجنبي في سعر الصرف.

بيد أن هذه الجوانب الإيجابية لا يجوز أن تحجب عنا بعض نواحي القصور في نموذج برانسون. وفي مقدمة مناحي القصور هذه نذكر إهماله إعطاء تفسير لاحتواء النموذج على دالة الطلب النقدي، وإن كان هذا النموذج يهمل كلية الدخل القومي. فانطلاقاً من التوقعات الساكنة ومن الرغبة في زيادة عائد المحفظة الاستثمارية، سيفضل القطاع الخاص السندات الحكومية على السيولة النقدية بكل تأكيد، لا لأن السندات الحكومية لا تنطوي على أي مخاطر فحسب، بل لأنها تحقق عائداً لا تدره السيولة النقدية أصلاً.

أضف إلى هذا أن النموذج لا يبرز دور السوق السلعية صراحة، بل يتناول هذا الدور ضمنياً، وذلك عبر التغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار وانعكاسات هذه التغيرات على سعر الصرف الحقيقي. ولا مرأ في أن هذا النهج يصور الواقع السائد في الأمد القصير على نحو جيد، ففي هذا الأمد يتحدد معدل الفائدة وسعر الصرف فعلاً من خلال القوى المتفاعلة في أسواق المال فقط. أما في المنظور طويل الأجل فإنه ينطوي على إشكاليات بيّنة، إذ إنه يحتم عندئذ تجاهل أثر تغيرات معدل الفائدة في الاستثمار وتكوين رأس المال العيني وأثر ما يطرأ على الثروة من تغيرات في الطلب الاستهلاكي. وملخص هذا أن الإطار العام للنموذج يفي، على نحو جيد، بمتطلبات التحليل قصير الأجل، إلا أنه لا يتسم بالكمال عند تحليل تطور سعر الصرف في الأجل الطويل.

ولربما كان الأهم من هذا النقد كله تأكيد النموذج على أن فائض ميزان الحساب الجاري يؤدي دائماً إلى ارتفاع قيمة العملة الوطنية، وأن عجزه يحتم انخفاض هذه القيمة. ولعل تطور قيمة اليورو - العملة الأوروبية الموحدة - مثال حي على مناحي القصور في نموذج برانسون. فمع أن ميزان الحساب الجاري للولايات المتحدة الأمريكية قد دأب إلى يومنا هذا (صيف عام 2000)، على تسجيل عجز بلغ في الربع الأول من العام الحالي - حسب ما نقلته صحيفة (The Wall Street Journal Europe) الصادرة في 3 تموز/يوليو من هذا العام - 102 مليار دولار، أي ما يعادل 4,3% من الناتج المحلي الإجمالي، نعم مع هذا نلاحظ أن اليورو قد فقد نحو 25% من قيمته مقابل الدولار الأمريكي. وإذا ما غض المرء الطرف عما يقال عن اللاعقلانية المخيمة على المتعاملين في سوق العملات، فإنه لأمر واضح أن تركيز النموذج على أرصدة الثروة وإهماله دور تدفقات رأس المال قد أفقده القدرة على تفسير الارتفاع المذهل الذي أحرزه الدولار الأمريكي مقابل اليورو الأوروبي.

فالأمر البين هو أن الركود الذي خيم على اقتصادات منطقة اليورو قد أدى إلى تفوق المدخرات على الاستثمارات، الأمر الذي شجع على تصدير رؤوس الأموال الفائضة إلى الولايات المتحدة الأمريكية للمشاركة في جني الأرباح العالية التي تحققها المؤسسات الأمريكية بفعل حالة الازدهار التي يمر بها الاقتصاد الأمريكي منذ عشر سنوات. من هنا، فنمة احتمال أن يكون هذا الطلب المتزايد على الدولار الأمريكي هو السبب في ارتفاع قيمته مقابل اليورو. وإذا ما صدق هذا التكهّن، فسيكون فائض ميزان رأس المال هو العامل الذي تسبب في ارتفاع سعر صرف الدولار، وأن هذا الارتفاع قد أنتج في نهاية المطاف عجزاً في ميزان الحساب الجاري يساوي فائض ميزان رأس المال. إننا لا نريد - بهذا النقد - التقليل من أهمية نموذج برانسون في شرح القوى المتحركة في سعر الصرف، بل نريد أن نبين فقط أن هذا النموذج لا يصلح دائماً لشرح هذه القوى، إذ من الممكن أن يتألف عجز ميزان الحساب الجاري مع ارتفاع قيمة عملة البلد المعني.

وبغض النظر عن أوجه القصور هذه، فنمة نقد شديد يوجهه بعض الاقتصاديين إلى نموذج برانسون وكافة النماذج الساعية للتدليل على أن أسواق النقد والمال والصرف الأجنبي تميل إلى التوازن، ومن ثم فإنها ليست في حاجة إلى تدخل الدولة. السؤال المهم هنا هو: أي هاتين المدرستين على حق؟ المدرسة الداعية إلى التحرير الكامل لأسواق الصرف الأجنبي أم المدرسة المنادية بضرورة تدخل الدولة للحد مما يحف بأسواق المال عموماً وبأسواق الصرف الأجنبي على وجه الخصوص من مخاطر لن يقتصر أثرها، إذا ما اندلعت، على هذه الأسواق فحسب، بل سينعكس على القطاع الحقيقي أيضاً، أي على الإنتاج ودرجة استخدام عناصر الإنتاج والدخل القومي؟

في دراسة نشرها John H. Cochrane في عام 1999 تناول فيها تطور سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل المارك الألماني، والجنيه الإسترليني، والين الياباني والفرنك السويسري تبين أن ما طرأ على أسعار الصرف من تغيرات خلال عشر السنوات المنصرمة قد عكس إلى حد بعيد اختلاف معدلات الفائدة بين هذه البلدان.

للهولة الأولى تبدو هذه النتيجة وكأنها تدعم نموذج برانسون، أي أنها تبدو وكأنها تدعم النظريات الرامية إلى التدليل على أن سعر الصرف الأجنبي يتحدد من خلال المتغيرات الاقتصادية الأساسية، (macroeconomic fundamentals) وأن أسواق الصرف الأجنبي تتسم، من ثم بالجدارة (efficient markets).

ولكن هل تنسف هذه النتيجة التي استقها J. Cochrane من البيانات الإحصائية، حقاً، النقد الذي يوجهه (1999) Wolfgang و L. Menkhoff/N. Tolksdorf و (2000) Filc و (2000) John Eatwell/Lance Taylor وغيرهم من الاقتصاديين إلى النموذج الذي نحن بصدد الحديث عنه؟ وهل تتسم أسواق الصرف الأجنبي بالجدارية فعلاً؟ أو أنها تُسفر عن أرباح لا تتحقق، عادة، في أسواق تتصف بالجدارية؟ وهل يعكس سعر الصرف السائد سعر الصرف الذي توقعه المتعاملون في أسواق الصرف الأجنبي فيما مضى من الزمن (t-1) بناءً على المعلومات التي كانت متاحة لهم آنذاك؟ (Frenkel, 1995: 9).

يرى هؤلاء النقاد أن النتائج المستخلصة من الدراسة المذكورة أعلاه ومن الأزمات المالية في المكسيك (1994/1995)، وفي جنوب شرق آسيا (1997/1998)، وفي روسيا (1998)، وفي السويد (1992)، وفي بلدان الاتحاد الأوروبي (1992) تدعم دعواهم بأن أسواق الصرف الأجنبي لا تتسم بالجدارية وأن من الضروري الحد من نطاق التحرير الذي طرأ على أسواق المال عموماً وأسواق الصرف الأجنبي على وجه الخصوص في العقدين الماضيين (Eatwell & Taylor, 2000: 5). فالنتائج المستخلصة مما طرأ على متوسط أسعار الصرف ومتوسط معدلات الفائدة المتحققة في عشر سنوات لا قيمة لها، حسب رأيهم، بالنسبة لتقويم جدارة أسواق الصرف الأجنبي؛ العبرة تكمن فيما يطرأ على أسعار العملات في الأجل القصير. ولتوضيح رأيهم هذا دعنا ننطلق من فترتين زمنيتين أمد كل واحدة منهما ثلاث سنوات، مفترضين، على سبيل المثال، أن معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، مثلاً، قد تفوقت، على مدى ثلاث السنوات الأولى، على معدلات الفائدة في ألمانيا بثلاث نقاط مئوية فقط، وأن قيمة الدولار مقابل المارك قد ارتفعت بمقدار خمس نقاط مئوية في هذه الفترة ولنفترض أن معدلات الفائدة في ألمانيا قد تفوقت في السنوات الثلاث التالية على معدلات الفائدة الأمريكية بمقدار ثلاث نقاط مئوية، وأن قيمة المارك الألماني مقابل الدولار قد ارتفعت طوال هذه السنوات الثلاث، بمقدار خمس نقاط مئوية. فلو درسنا ما تحقق في السنوات الست هذه، لكانت النتيجة، بلا مرء، برهاناً أكيداً على صحة نموذج برانسون: ففي المتوسط كان فارق معدلات الفائدة وقيمة ما طرأ على أسعار الصرف من تغيرات صفراً. ولكن هل يمكن اعتماد هذه النتيجة بوصفها دليلاً على جدارة سوق الصرف الأجنبي؟ الجواب سيكون بالنفي بكل تأكيد. فطوال الفترتين الزمنيتين تحققت أرباح ما كانت لتتحقق لو كان سعر الصرف الأجنبي قد عكس، في الأجل القصير

أيضاً، فعلاً، ما ساد بين الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا من فارق في معدلات الفائدة (Filc, 2000: 305-306).

من ناحية أخرى يرى هؤلاء النقاد أن لتوقعات (expectations) المستثمرين دوراً كبيراً في تحديد سعر الصرف الأجنبي، ومن ثم فإن أسعار الصرف المتحققة في هذه الأسواق لا تنسجم دائماً وأبداً مع متطلبات التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية. ومعنى هذا أنه لا غنى لهذه الأسواق عن تدخل الدولة ووضع القيود للحد مما يسودها من عمليات مضاربة تهدد اقتصادات العالم من حين إلى آخر (Eatwell & Taylor, 2000: 54-55).

ولأننا سنخصص، مستقبلاً، بحثاً نتناول فيه آراء هؤلاء الاقتصاديين بالتفصيل، لذا نكتفي الآن بالإشارة إلى الخطوط العريضة التي ينطلق منها نقاد نموذج برانسون في رفضهم لأسواق الصرف الأجنبي.

المصادر

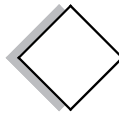
- Allen, P. R., & Kenen P. B. (1980). *Asset markets, exchange rates and economic integration*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Baltesperger, E., & Boehm, P. (1982). Stand and Entwicklungstendenzen der Wechselkursstheorie - Ein Ueberblick, in: *Aussenwirtschaft*, 37: 103 - 157, St. Gallen,
- Behnke., E.-A. (1994). *Monetaere Aussenwirtschaft*. Muenchen: R. Oldenbourg Velag.
- Bergstrand, J. H. (1983). Selected views of exchange rate determination after a decade of "floating". *New England Economic Review*, 1983: 4 - 33.
- Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *American Economic review*, Papers and Proceedings, 58: 99 - 122.
- Branson, William, (1976). Asset markets and relative prices in exchange rate determination. Stockholm: Institute for International Economic Studies, Seminar Paper, No, 66. 1976.
- Branson, William, (1979). Exchange rate dynamics and monetary policy. In: Lindbeck, A. (Ed.), *Inflation and employment in open economies*, Amsterdam: 189 - 224.
- Branson, W., Halttunen, H., & Masson, P. (1979). Exchange rate in the short run: Some further results. *European Economic Review*, 12: 395 - 402.
- Branson, W. Henderson, D. W. (1985). The specification and influence of asset markets. In: R. W. Jones and P. B. Kenen (Ed.), *Handbook of International Economics*, Elsevier Science Publishers B. V: 749 - 805.
- Claassen, E.-M. (1997). *Global monetary economics*, Oxford: Oxford University Press.

- Cochrane, J. H. (1999). New facts in finance. In: *Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspectives*, 23, March 1999.
- Dieckheuer, G. (1995). *Internationale wirtschaftsbeziehungen*. Muenchen: R. Oldenbourg Verlag.
- Dooley, M., & Isard, P. (1982). A Portfolio-balance rational expectations model of the Dollar-Mark exchange rate. *Journal of International Economics*, 12: 257 - 276.
- Dornbusch, R. (1978). Monetary policy under exchange-rate flexibility, in: Federal Reserve Bank of Boston, (ed.), *Managed exchange rate flexibility, The recent experience*. Proceedings of a Conference held at Melvin Village, New Hampshire, Oct, 1978.
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1994). *Macroeconomics*. New York: McCraw-Hill.
- Eatwell, J., & Taylor, L. (2000). *Global finance at risk: The case for international regulation*. New York: The New Press.
- Filc, W. (2000). Stabilität von Finanzmärkten und internationales Währungssystem, In: H.H Francke, E. Ketzel and H.H Kotz (Ed.), *Finanzmärkte im Umbruch*, Supplement to Kredit und Kapital, 15: 292-316.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under floating exchange rates. In: *International Monetary Fund Staff Papers*, 9: 369-379.
- Frenkel, M. (1995). Neuere entwicklungen in der Wechselkurs-theorie. In: *Wirtschaftsstudium*, Heft 1: 8 - 15.
- Gaertner, Manfred, (1999). *Makroökonomik flexibler und fester Wechselkurse*. Berlin: Springer Verlag.
- Henderson, D. W. (1980). The dynamic effects of exchange market intervention policy: Two extreme views and a synthesis, In: Iv. Frisch and Schwodiauer (Ed.), *The economics of flexible exchange rates*. Supplement to Kredit und Kapital, Vol. 6: 156 - 209.
- Jarchow, H-J., & Ruehmann, P. (1994). *Monetäre ausenwirtschaftstheorie*. Goettingen: Vandenhoeck Verlag.
- Konrad, A., & Schlick, O. (1990). Der portfolioansatz der Wechselkursbestimmung. In: *Wirtschaftsstudium*, Heft 11: 653 - 657.
- Lerner, A. P. (1944). *The economics of control*. New York: Macmillan.
- Lipsey, G., Richard (1987). *An introduction to positive economics*. London: Weidenfeld and Nicolson.
- Maennig, W., & Wilfling, B. (1998). *Außenwirtschaft*. Muenchen: Verlag Franz Vahlen.
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. New York: John Wiley and Sons.
- Marshall, A. (1932). *Money, credit and commerce*. London & New York: Macmillan.

- Martin, J. P., & Masson, P. (1979). *Exchange rates and portfolio balance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, August 1979.
- Masson, P. (1980). Portfolio balance and exchange rate stability. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11: 228-230.
- Menkhoff, L., & Tolksdorf, N. (1999). *Finanzmaerkte in der krise? zur abkoppelung des finanzsektors von der realwirtschaft*. Stuttgart: UTB Gustav Fischer Verlag 1999.
- Metzler, L. A. (1951). Wealth, saving and the rate of interest. *Journal of Political Economy*, 59: 93-116.
- Moritz, K.-H. & Stadtmann, G. (1999). *Monetaere aussenwirtschaft*. Muenchen: Verlag Franz Vahlen.
- Mundell, R. A. (1961). Flexible exchange rates and employment policy. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, (Toronto), 27: 509-517.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, (Toronto), 29: 475-485.
- Reimers, D.-H. (1986). *Zur bedeutung von wechsellkurserwartungen fuer die stabilitaet offener volkswirtschaften*. Krefeld: Wissenschaftsverlag.
- Rose, K., & Sauernheimer, K. (1999). *Theorie der aussenwirtschaft*. Muenchen: Vahlen Verlag.
- Siebert, H. (1994). *Aussenwirtschaft*. Stuttgart: UTB Gustav Fisher Verlag.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Columbus, Ohio, 1: 15 - 29.
- Wall Street Journal, Europe, 2000/7/3.
- Willms, M. (1995). *Internationale waehrungspolitik*. Muenchen: Verlag Franz Vahlen.

مقدم في: أغسطس 2000.

أجيز في: يوليو 2001.



Economics

The Portfolio Balance Approach to Flexible Exchange Rate Determination (Branson's Model)

*Adnan Abbas Ali**

This paper stresses the importance of the portfolio approach to exchange-rate determination. According to this approach, the exchange rate is determined, along with interest rates, in the short-run equilibrium process of financial markets, given supplies of domestic and foreign assets. The exchange rate in turn is a principal determinant of the current account in the balance of payments. The current account, with flexible exchange rates, is the net rate of accumulation of foreign assets, whose accumulation moves the exchange rate. This gives us, according to Branson, a dynamic system of exchange rate adjustment which includes assets markets, the current account, and foreign asset accumulation. It describes the pattern of short-run exchange rate adjustment around the long-run path given by relative price movements.

Keywords: Portfolio Balance Approach, Exchange Rate, Nominal Exchange Rate, Real Exchange Rate, Equilibrium in Asset Market, Stock Equilibrium, Branson's Model, Wealth, Portfolio Equilibrium, Portfolio Investment.

* Assistant Professor and Expert in GTZ, Frankfurt/Main, Germany.