

منهجية لتقييم معدل سعر الصرف (تطبيقاً لمدخل التوازن الاقتصادي الكلى)*

ترجمة: أميمة عبد العزيز**

مريم رؤوف فرح***

لم يكن الاقتصاديون موفقين تماماً في محاولتهم لشرح سلسلة أسعار الصرف، في الأجل القصير، بأسلوب قياسي على أساس مبادئ الاقتصاد الكلى^(١). وقد اتفقت تفسيرات جزئية حول بعض التقلبات الواسعة في أسعار الصرف لعملات رئيسية مثل تأثير التغيير في خليط سياسات الولايات المتحدة نحو رفع سعر الدولار خلال ١٩٨٠ - ١٩٨٢، ومع ذلك فلأجزاء جوهرية من معظم التقلبات الواسعة في أسعار صرف العملات الرئيسية، لا توجد تفسيرات مقنعة أو متفق عليها بالإجماع فيما يتعلق بحركة المبادئ الاقتصادية^(٢).

وفي هذه الحالة، ليس من المستغرب أن صانعي السياسة والنقاد الآخرين يقومون من حين لآخر بالاتفاق بإجماع واسع على أن بعض أسعار الصرف أصبحت غير متفقتة على الإطلاق مع القواعد. مثل هذه الآراء تأسست بالفعل على إدراك أن أسعار الصرف قد تحركت إلى مستويات لا تستطيع الدول أن تحافظ فيها على منافستها الدولية على المدى الأبعد، أو أن الدول ستصوّر من جرائها اختلالات اقتصادية كلية. وفي هذا الصدد، فإن الإطار الذي نوضحه هنا يمكن اعتباره يوفّر أساساً تحليلياً أقوى لهذه التقييمات.

* "A Methodology for Exchange Rate Assessment" (Extensions of the Macroeconomic Balana Approach)

** أ. أميمة عبد العزيز وكيل أول وزارة التعاون الدولي سابقاً.

*** أ. مريم رؤوف فرح باحث مساعد بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية بمعهد التخطيط القومي.

ان المقدمة المنطقية للتحليل هي ان تقديرات مستويات توازن أسعار الصرف التى ستصبح متسقة مع المحافظة على توازن اقتصادى كلى ومنافسة دولية على المدى المتوسط، يمكن ان تكون مفيدة فى المساعدة على الحكم - الى جانب براهين واعتبارات اخرى - ما اذا كانت أسعار صرف السوق اصبحت غير ملائمة تماماً فى المدى القصير. ومع ذلك من المهم إدراك ان انحرافات أسعار الصرف عن مستويات توازنها فى المدى المتوسط يمكن ان تعكس عوامل دورية أو سياسات غير مناسبة ولا تشير دائماً الى أن أسعار الصرف غير ملائمة .

وكما اسلفنا هناك عدة اتجاهات لتقييم ما اذا كانت أسعار الصرف تبدو ملائمة بشكل كبير من منظور متوسط المدى. وربما تتضمن اكثر المناهج استخداما لتعريف أسعار الصرف التوازنية حساب مكافىء القوة الشرائية أو نسب التنافسية الدولية . فعادة ماتستخدم مثل هذه الحسابات أرقاماً قياسية للأسعار أو التكاليف الكلية (مثل مؤشرات اسعار المستهلك ، أو مكمشات الناتج المحلى الاجمالى أو اسعار الصادرات أو تكلفة وحدة العمل) : وتأتى الإغراءات المفاهيمية فى المقام الأول من فكرة ان اسعار السلع المتشابهة (أو تكلفة الانتاج) ، حينما تترجم الى وحدة عملة عامة ينبغى ان تكون ماثلة عبر الدول ، أى أنها ينبغى أن تتوافق مع مانسميه "قانون السعر الواحد" ، على الأقل بالنسبة للسلع القابلة للتجارة .

وكمقترحات بشأن السلوك قصير الأجل، فإن قانون السعر الواحد للشخص (على أساس أنواع من السلع القابلة للتجارة لمعرفة تعريفاً ضيقاً) ومكافىء القوة الشرائية للناتج الاجمالى للدول، كلاهما مرفوض بقوة من قبل المعطيات والبيانات ^(٣). ومع ذلك فمن منطلق المنظور الأطول مدى، تبدو هذه المقترحات اكثر تأييداً فى التجربة ، خاصة حينما تعدل فرضية مكافىء القوة الشرائية للسماح لاتجاهات مختلفة فى اسعار السلع والخدمات القابلة للتجارة وغير القابلة للتجارة^(٤). كما مر الاختبار التجريبي لفرضية مكافىء القوة الشرائية على المدى البعيد بتجديدات جوهرية فى السنوات الأخيرة ^(٥) .

إن مدخل استخدام مؤشرات الاسعار العالمية وتنافسية التكلفة لقياس مستويات توازن أسعار الصرف على المدى المتوسط اتسم بقصور معروف ^(٦) أولاً لأن حسابات نسب التنافسية الدولية مبنية كلية على مؤشرات السعر أو التكلفة أكثر من البيانات الخاصة بالمستويات المطلقة للأسعار أو التكلفة ، والتنافسية العالمية للدولة عند معدلات الصرف السائدة يمكن إلى حد كبير أن

يتم تقييمها فقط بالمقارنة بمتوسط نسبة التنافسية الدولية خلال فترة أساس عادية أو منتقاة، وبالتالي فمن المحتمل أن تكون مثل هذه المقارنات ذات حساسية لاختيار فترة الأساس. ثانياً، إن تقييمات التنافسية الدولية يمكن أن تكون حساسة لنوع السعر أو مؤشرات التكلفة التي تبني عليها، على سبيل المثال، ففي بعض الأحيان يمكن أن تكون التقديرات المبنية على مكشحات الناتج المحلي الإجمالي مختلفة تماماً عن تلك المبنية على أسعار المستهلك أو أسعار الجملة أو أسعار التصدير أو تكلفة وحدة العمل^(٧). ثالثاً: إن الفرضيات النظرية التي تشكل مفهوم مستوى توازن ثابت لسعر عالمي أو تكلفة تنافسية يمكن الاعتراض عليها. وبصفة خاصة، فإن افتراض ان مستويات الأسعار أو التكلفة القومية النسبية (مقاسة بالسعر الكلي أو مؤشرات التكلفة) ينبغي أن تظل ثابتة عبر الزمن، على الأقل بالنسبة للسلع القابلة للتجارة، قد أصبح موضع جدل لعدة إعتبارات: (١) أن تكوين السلع القابلة للتجارة عبر الدول يمكن أن يتغير على مدار الزمن (٢) ان التغيرات على مدار الزمن في الأسعار النسبية لمختلف السلع القابلة للتجارة يمكن أن تساهم في انحرافات عن مكافئ القوة الشرائية بقدر ما يختلف فيه وزن الأصناف المختلفة للسلع القابلة للتجارة في أسعار قومية أو مؤشرات تكلفة عبر الدول (٣) إن مدى موازنة تباينات الأسعار أو التكلفة عبر الدول ويمكن أن يتأثر بتحرير التجارة أو قيود أسعار الصرف والتخفيضات في تكلفة النقل أو التغيرات في المكونات الأخرى لتكلفة اختراق السوق^(٨).

هذه القيود، بالرغم من حسابات مختلف الإجراءات الخاصة بالسعر العالمي وتكلفة المنافسة ربما تكون ذات فائدة عند الحكم على ما إذا كانت أسعار الصرف قريبة من مستويات التوازن متوسط المدى. ومع ذلك فإن التركيز هنا يكون على إطار التوازن الاقتصادي الكلي.

لقد بدأ الاتجاه للتوازن الاقتصادي الكلي الذي يهتم بمتطلبات إنجاز التوازن الداخلي والخارجي في نفس الوقت، بدأ هذا الاتجاه على الأقل مع (Nurkse عام ١٩٤٥)، (Metzler ١٩٥١) مع مساهمات جانبية من (Meade ١٩٥١)، (Swan ١٩٦٣). وقامت مجموعة من موظفي صندوق النقد الدولي خلال السبعينات والثمانينات (٩) بتنقية هذا المدخل وكذلك استخدمه Williamson وآخرون في أعمالهم الأخيرة حول "معدلات توازن أسعار الصرف الأساسية^(١٠)" وهذا المدخل تأسس على تطابق ميزان المدفوعات أي المساواة بين ميزان الحساب الجاري (CUR) والتدفق الصافي لرأس المال الخاص والرسمى (CAP).

ميزان الحساب الجارى $CUR =$ التدفق الصافى لرأس المال الخاص والرسمى CAP (١-٢)

إن ميزان الحساب الجارى معروف بشكل واضح انه يعتمد على سعر الصرف الحقيقي، والذي يؤثر فى حجم وقيم الواردات والصادرات - مع ما يبدو من تعقيدات بأن آثار المتغيرات فى سعر الصرف على ميزان الحساب الجارى عادة ما تأخذ بعض الوقت لتتجسد تماماً. كذلك فإن ميزان الحساب الجارى يعتمد على مستويات دخول محلية وأجنبية (أو فى بعض صيغ على فجوات محلية وأجنبية من الناتج) إلى جانب اعتماده على مجموعة متنوعة من عوامل اخرى يمكن أن تغير ميزان الحساب الجارى عبر الزمن.

وقد اتجهت استخدامات مبكرة لمدخل التوازن الاقتصادى الكلى إلى معاملة التدفق الصافى لرأس المال الخاص والرسمى كمستوى "طبيعى" أو "مستهدف" أو أساسى " لتدفقات رأس المال الصافية". وكان مستوى التوازن لأسعار الصرف فى هذا المدخل هو المستوى الثابت لسعر الصرف الذى يمكن أن يعدل ميزان الحساب الجارى ليصل للمستوى الطبيعى للتدفق الصافى لرأس المال الخاص والرسمى مع عوامل اخرى تؤثر فى ميزان الحساب الجارى والتي غالباً ماتعتبر فى مستوياتها الطبيعية النسبية (على سبيل المثال كانت الدخول المحلية والأجنبية عادة ما تفترض عند مستوى التشغيل الكامل).

وهناك استخدامات أحدث لإطار التوازن الاقتصادى الكلى أعطت اهتماماً أكبر لتطابق حسابات الدخل القومى التى تربط وضع الحساب الجارى للإقراط فى الادخار المحلى S عن الاستثمار المحلى^(١١).

ميزان الحساب الجارى $CUR =$ الادخار المحلى S - الاستثمار المحلى I (٢-٢)

وبينما المعادلتان متصلتان بشدة، كان التغير فى التركيز نحو إتجاه الاعتماد الأقل على أحكام خاصة بشأن توازن تدفقات رأس المال وبصورة أكبر على نماذج توازن ميزان الادخار والاستثمار^(١٢)، مع اهتمام خاص بنمذجة ميزان الادخار والاستثمار من منطلق محددهاته على المدى المتوسط أو المدى الطويل. وسيتم توضيح ذلك فيما بعد. وفى الحقيقة، طالما أن الادخار - الاستثمار (S-I) يعد مقياساً للتدفق الخارجى الصافى للادخار، فإن نموذج الادخار - الاستثمار يمكن اعتباره كنموذج لحساب ميزان رأس المال، ولكن للانتقال من المنظور متوسط المدى

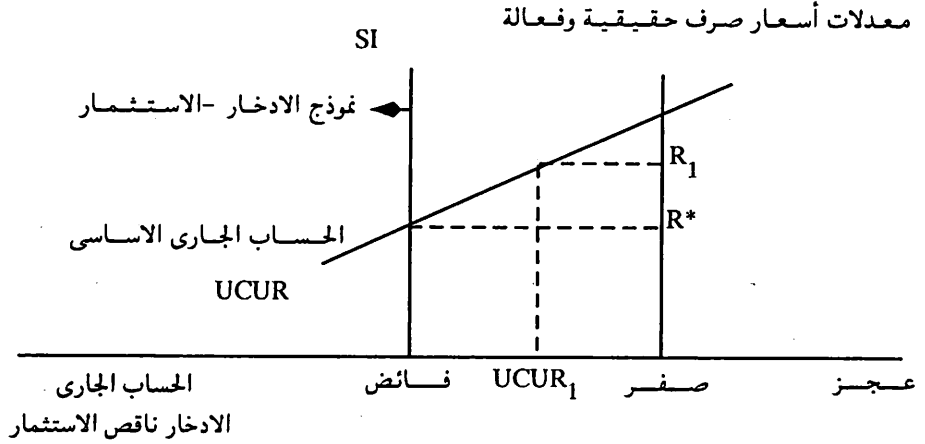
للمنتظر طويل المدى . وفى الإطار الذى تم تكوينه فيما سبق، فإن تحركات قصيرة الأجل فى محافظ رأس المال العالمية ، والتي يمكن أن تكون متصلة بضغوط شديدة على أسعار الصرف فى السوق فى المدى القصير، هذه التحركات لا تؤثر فى مستويات التوازن فى المدى المتوسط لأسعار الصرف الحقيقية إلا إذا كانت متصلة كذلك بعوامل قادرة على تغيير موازين الادخار - الاستثمار فى المدى المتوسط .

وثمة فارق جوهري بين إطار التوازن الاقتصادى الكلى والمداخل الاخرى لتقييم معدلات اسعار الصرف وهو أن الأول يركز كلية على الحساب الجارى - أو بدقة اكثر على ما اذا كانت النظره لأوضاع الحساب الجارى ، بأسعار الصرف السائدة ، تبدو متسقة مع مفاهيم موازين الادخار والاستثمار المتوازنة أو العادية أو مع تدفقات رأس المال. وحينما يناقش المسئولون ملائمة أسعار الصرف ، فإنهم غالباً ما يعبرون عن آراء حول ما إذا كانت الإختلالات فى الحساب الجارى تبدو غير مناسبة بصورة كبيرة، وفى هذا الصدد، فإن إطار توازن الاقتصاد الكلى يتيح أسلوباً مناسباً لتقييم خطورة الأوضاع الخارجية . وقد ألفت المداخل التى تعتمد على قياسات مكافئ القوة الشرائية ومؤشرات التنافسية الدولية ، ألفت الضوء بصورة غير مباشرة على ملائمة الأوضاع الخارجية ولكن من المفيد استكمالها بالتركيز المباشر الذى يتيح مدخل توازن الاقتصاد الكلى. (١٣)

عملية التقييم

إن المنهجية التى صورناها هنا يمكن اعتبارها محاولة لتقوية إطار التوازن الاقتصادى الكلى من خلال بناء معادلة (٢-٢) تطابق حساب الدخل القومى الذى يربط الحساب الجارى (صافى الصادرات) بميزان الادخار - الاستثمار. وتشمل عملية التقييم اربع خطوات مبينة فى شكل (٢-٢) . تتضمن الخطوة الأولى استخدام نموذج معادلة التجارة لحساب أوضاع الحساب الجارى الأساسية التى من المحتمل ان تظهر فى أسعار الصرف السائدة فى السوق اذا كانت كل الدول تنتج عند مستويات قدراتها الممكنة، وهذا يتركز فى الجزء الأيسر من المعادلة (٢-٢) وكما سيتم توضيحه فيما بعد ، يمكن تصوير العلاقة بين الحساب الجارى الأساسى للدولة والمعدل الحقيقى لسعر الصرف بها من خلال الخط المميز بـ UCUR فى الشكل رقم (٢-٢) ، وبدل الميل السالب لهذا الخط على أن الإنكماش أو (الإنحدار) فى سعر الصرف الحقيقى يحسن الحساب الجارى الأساسى . فإذا كان سعر الصرف R1 فإن الخطوة الأولى فى التقييم تطابق الحساب الجارى الأساسى عند الموقع UCUR.

الشكل ٢.٢ : قواعد متوسطة المدى



وتستخدم الخطوة الثانية نموذجاً منفصلاً لتقييم وضع طبيعى أو توازنى لموازن الادخار - الاستثمار المبنية على المحددات متوسطة المدى للادخار والاستثمار، وأيضاً مع افتراض أن الدول تعمل بأقصى إنتاجها، وهذه الخطوة تركز على الجانب الأيمن من المعادلة (٢-٢). وفى الشكل (٢-٢) يعتبر ميزان الادخار - الاستثمار الطبيعى مستقلاً عن مستوى أسعار الصرف الحقيقية، كما رسمت فى خط SI.

أما الخطوة الثالثة فهى حساب ما ينبغى أن يتغير من سعر الصرف، مع بقاء باقى الأشياء الأخرى على حالها، حتى نكون متسقين مع المبادئ متوسطة المدى - أى توازن أوضاع الحساب الجارى الأساسى مع مفاهيم الادخار - الاستثمار متوسط المدى لكل دولة فى نفس الوقت. ومع أن هذا الحساب يتم فى إطار متعدد الجوانب، فهو متشابه تماماً مع تقييم الفرق بين R_1 & R^* حيث تعنى R^* سعر الصرف المتوازن على المدى المتوسط حين تقاطع خطوط UCUR مع SI.

وتتضمن الخطوة الأخيرة أحكاماً تقييمية حول ما إذا كانت الحسابات فى الخطوة الثالثة توحى بأن أى من العملات خارج سياق التحليل. وكما سبق القول فإن الإنحرافات الضخمة بين أسعار الصرف السائدة وتقديرات المستويات التوازنية المتسقة مع المبادئ متوسطة المدى، ليس من الضروري أن تدل على عدم تقارب ضخيم.

وقبل الاستطراد فى وصف الخطوات التالية فى عملية التقييم، من المهم التركيز على بضع

نقاط. أولاً: أن الدافع الأساسي للتحليل هو البحث عن حالات من أسعار الصرف غير المتقاربة (معدلات خاطئة) وليس تحديد أهداف لأسعار صرف (أسعار صحيحة) ثانياً، مع التركيز على الحساب الجارى وأوضاع الادخار - الاستثمار التى يمكن أن تظهر اذا كانت الدول تنتج بكامل مستويات إمكانياتها (أى فى أوضاع توازن داخلى). ويقدم المدخل إطاراً لتقييم ما اذا كانت الحسابات الجارية وأسعار الصرف مرتبطة بصورة ملائمة بالمبادىء الاخرى من منظور متوسط المدى. ثالثاً، كما يملك هذا المدخل كذلك صفات جذابة لتقييم الأوضاع الخارجية وأسعار الصرف من خلال إطار متعدد الجوانب ومن المحتمل بأسلوب متنسق دولياً. رابعاً، ان التركيز المباشر للإطار التحليلى يكون على أسعار الصرف الحقيقية متعددة الجوانب، أى على المتوسطات المرجحة للتجارة لأسعار الصرف الاسمية مع تعديلها فى ضوء مستويات السعر القومى النسبى، وعند الحكم على ملائمة معدلات أسعار الصرف الجارية، يكون التمييز بين الأسعار الحقيقية والاسمية غير مناسب على الاطلاق، ولكن عند التركيز على أسعار الصرف فى نقطة معينة فى المستقبل، فإن النظرة إلى فروق التضخم الدولى يمكن أن تجعل التمييز هاماً للغاية. خامساً، أن الإطار التحليلى انشئ لى يولد مدخلات لاستخدامها كنقطة بداية عند تقييم ملائمة أسعار الصرف السائدة فى نطاق تسلسل أوسع مدى من الاعتبارات بما فى ذلك الأوضاع الدورية للاقتصادات القومية وتنبؤات المشاركين فى السوق لحركة أسعار الصرف على المدى المتوسط. سادساً، وعند هذه النقطة، كانت استخدامات النظرية الكمية محصورة إلى حد كبير داخل الدول الصناعية، جزئياً فى ضوء قيود البيانات، ولكن أيضاً بسبب أن النموذج المستخدم لتقييم موازين الادخار - الاستثمار المتوازنة يفترض ضمناً وجود درجة كبيرة من النفاذ لأسواق رأس المال العالمى^(١٤).

الأوضاع الأساسية للحساب الجارى

إن الخطوة الأولى فى عملية التقييم هى تقدير الوضع الأساسى للحساب الجارى للدولة، موضحاً فى الميزان الخارجى الذى يظهر عند أسعار الصرف السائدة فى السوق، اذا كانت كل الدول تنتج بكامل طاقتها. ومن أجل ذلك فإن موظفى صندوق النقد الدولى ركزوا على مجموعتين من بدائل التقييم. إحدهما تأتى من تصورات الحساب الجارى التى تنشأ مع الارتباط بتمارين " التوقعات الاقتصادية العالمية " WEO نصف السنوية^(١٥) وميزتها هى دمج معلومات الدول الخاصة واجتهادات خبراء الصندوق فى الدول - والثانية تنشأ من نموذج تجارى قياسى له

بناء بسيط نسبياً ويستخدم مواصفات معادلة عامة وقيم معلمات عبر الدول . وهنا يشار إلى كلاً المجموعتين من بدائل التقديرات بأنهما إسقاطات " التوقعات الاقتصادية العالمية " والتقديرات المبنية على النموذج^(١٦) . وبينما التبسيط النسبى وافتقاد التفاصيل الخاصة بالدولة يعتبر أمراً سلبياً، فإن التقديرات المبنية على النموذج هي صفات مميزة إيجابية للاتساق والشفافية. ويعتبر نموذج التجارة كذلك هاماً فى الخطوة الثالثة لعملية التقييم لحساب التغييرات فى أسعار الصرف التى ستكون مطلوبة لجعل موازين الحساب الجارى متسقة مع مستويات التوازن على المدى المتوسط لموازين الادخار - الاستثمار .

وتدخل الكثير من العوامل فى حسابات الأوضاع الأساسية للحساب الجارى المبنى على نموذج التجارة. ولدى النموذج بناء قياسى : تعتمد احجام الصادرات على القيم الجارية والمحددة من فترة زمنية سابقة لسعر الصرف الحقيقى الفعال وعلى مستوى المتوسط المرجح للنشاط الخارجى (أو الطلب الكلى)، وتعتمد أحجام الواردات على نفس قيم سعر الصرف الحقيقى ومستوى النشاط المحلى. وثمة عوامل اخرى اساسية يمكن ان تؤثر على الحساب الجارى ، ولكن بدلاً من نمذجتها بوضوح يقوم الإطار التحليلى بدمجها ضمناً من خلال السماح للجزء المحصور بين الخطين الرئيسيين (أو الخط الأساسى) للحساب الجارى للقفز عبر الزمن وفقاً لتجربة فعلية وبالتالي، فإن الأساسيات التى لم يتم نمذجتها بوضوح تشخص على أنها تغيرت متى اختلف المستوى المشاهد (أو المقيم) من الفترة الأساسية للحساب الجارى عن قيمته السابقة بقدر لا يتم شرحه كلية بواسطة تحركات أسعار الصرف ومستويات النشاط .

ويحسب التقدير المبنى على النموذج للحساب الجارى الأساسى بواسطة تعديل اخر تقدير من "التوقعات الاقتصادية العالمية" للحساب الجارى للسنة الحالية (الخط الأساسى) للتأثيرات الخاصة بإغلاق فجوات الناتج المحلية والاجنبية (أى وضع مستويات النشاط المحلى والاجنبى عند الناتج المحتمل)، إلى جانب أى تأثيرات لتغيرات سعر الصرف السابقة التى يقدر أنها ما زالت فى الرصيد . وبالاتساق مع الحقائق المنطبقة على اسلوب معين والتى ذكرت فى مسوح معادلات التجارة القياسية^(١٧)، يفترض نموذج التجارة أن الأمر يستغرق ثلاث سنوات كى تستجيب أحجام التجارة تماماً للتغيرات التى تطرأ على أسعار الصرف . كما يفترض كذلك أن أسعار الواردات تستجيب كلية وبدون تأخير لتغيرات سعر الصرف ، وأن أسعار الصادرات (مقاسة بعملة

جدول رقم ١٠٢ حسابات الحساب الجارى الاساسى

الدولة	سنة الاساس							التغير المخطط فى الحساب الجارى			
	الحساب الجارى	نسبة التجارة للناتج المحلى الاجمالي	فجوة الناتج الخارجى	فجوة الناتج الخارجى	نسبة التغير فى معدل سعر الصرف الحقيقى الفعال	اغلاق فجوة الناتج المحلى	اغلاق فجوة الناتج الخارجى	تأثير التغير فى معدل سعر الصرف	الحساب الجارى الاساسى		
	نسبة من الناتج المحلى الاجمالي	نسبة من الناتج المحلى الاجمالي	نسبة من الناتج المحلى الاجمالي	السنة الحالية	السنة السابقة	قبل سنتين	كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي	كنسبة من الناتج المحلى الاجمالي			
	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)
١	٢-	١٠	١	٣-	١٠	صفر	صفر	٠.١٥	٠.٤٥	٠.٦٥	٢-
٢	٢	٢٥	٣-	٢-	١٠-	صفر	صفر	١.١٥-	٠.٧٥	١.٦٠	٣.٢
٣	صفر	٢٥	٣-	٢-	صفر	١٠-	صفر	١.١٥-	٠.٧٥	٠.٦٠	٠.٢

١- الرقم لموجب يعنى الارتفاع.

المصدرين) لاتتأثر مباشرة بأسعار الصرف. بالإضافة لذلك يفترض النموذج أن الاستجابات النسبية (المرونات) لأحجام الصادرات والواردات لنسبة تغير معينة فى سعر الصرف الحقيقى متطابقة عبر الدول، وبالتالي، فقياسا على الاحجام المطلقة سيتعرض اقتصاد ذو نسب عالية نسبيا من الصادرات والواردات إلى الناتج المحلى الإجمالى لتغييرات ضخمة إلى حد ما فى احجام التجارة بالمقاييس المطلقة (وكنصيب من الناتج المحلى الإجمالى) استجابة لنسبة من التغير المعين فى أسعار الصرف الحقيقية.

ويقدم جدول (١/٢) عدة أمثلة افتراضية، تعكس الاعتبارات التى سبق مناقشتها، فتبدأ الحسابات من أوضاع الحساب الجارى أثناء سنة أساس عمود رقم (١) وتعتمد على نسب التجارة إلى الناتج المحلى الإجمالى عمود رقم (٢) مع قيم سنه الأساس لفجوات الناتج المحلى الأجنبى (عامودا) (٣)، (٤) مبنيان كناتج فعلى ناقص الناتج المحتمل) وكذلك الكميات التى غيرتها أسعار الصرف الحقيقية الفعالة أثناء السنة الحالية والسنتين السابقتين كما فى الأعمدة (٥)، (٦)، (٧).

إن الحالات الفرضية للدول الثلاث والتي لا تعتبر شاملة للعالم بأسره كانت مختلفة في عدة نواح - الدولة الأولى كانت نسبة التجارة بها منخفضة بالقياس بالنتائج المحلى الإجمالى عن الدولتين الأخريين - الدولة الأولى كان انتاجها فوق الممكن بينما الأخريان كانت ممارساتهما بطيئة إلى حد ما . أما فجوات الناتج الخارجى للمتوسط المرجح للتجارة ، فكانت أقل قليلا فى الدولتين الثانية والثالثة عن الأولى . وكل الدول الثلاث مرت بتغيرات فى أسعار الصرف من أحجام متساوية حاليا وخلال السنتين السابقتين، ولكن الدولتين الأولى والثانية مرتا بذلك قبل الدولة الثالثة وتظهر الأعمدة الاربعة الأخيرة من الجدول تعقيدات هذه الحالات المتناقضة لتقديرات الحساب الجارى الأساسى ، مبنية على نفس معلمات المرونة تقريبا التى استخدمت فى نموذج التجارة . وتبين أن الإغلاق المفترض لفجوات الناتج المحلى على المدى المتوسط له تأثير ايجابى ضئيل على الحساب الجارى الأساسى للدولة رقم (١) وتأثيرات سلبية ضخمة على أوضاع الحساب الجارى للدولتين رقمى (٢)، (٣) {عمود ٨} وهذا يعكس كلا من فجوات الأحجام النسبية للناتج المحلى وحقيقة أن الدولتين رقمى (٢)، (٣) لديهما نسب مرتفعة أكثر من التجارة إلى الناتج المحلى الإجمالى عن الدولة رقم (١) . وإغلاق فجوات الناتج الخارجى له تأثيرات اكبر فى الدولتين رقمى (٢)، (٣) عنه فى الدولة رقم (١) {عمود ٩} ، على الرغم من الحجم الأصغر من الفجوات فى الحالتين السابقتين وهذا ينتج من نسبة الانفتاح الأصغر (أى التجارة إلى الناتج المحلى الإجمالى) فى الدولة رقم (١) . وتعكس الآثار النسبية لتغيرات سعر الصرف فى الحالات الثلاث ، {عمود ١٠} أولا ، أن الدولة رقم (٢) أكثر انفتاحا عن الدولة رقم (١) وبالتالي فإن نسبة معينه من التغيير فى سعر الصرف تؤدي إلى تغير مطلق أكبر فى نسبة الحساب الجارى إلى الناتج المحلى الإجمالى للدولة رقم (٢) ، ثانيا ، أن أوضاع الحساب الجارى لسنة الأساس تتضمن بالفعل معظم التأثيرات على الدولة رقم (٣) والتي عانت من كساد قبل الدولة رقم (٢) .

وينبغى أن يكون جليا أن الحسابات التوضيحية مبنية على نموذج تجارة محدد ولم يأخذ فى اعتباره أى تغيرات تقديرية مستقبلية فى معامل صافى دخل المدفوعات أو التحويلات على المدى المتوسط^(١٨) . وكما سبقت الإشارة ، يمكن اعتبار تنبؤات التوقعات الاقتصادية العالمية "WEO" لأوضاع الحساب الجارى فى نهاية افق السنوات الخمس لهذه التوقعات (مع افتراض معدلات ثابتة لسعر الصرف الحقيقى) يمكن اعتبار هذه التنبؤات كمجموعة من القياسات البديلة للحسابات الجارية الأساسية . ووجود تقديرين بديلين يتيح التحقق الجيد من التعرف على أى شئ خارج عن

القياس فى كل من طريقتى التقدير . وثمة فارق مفهوى هام بين التقديرين وهو أن تنبؤات WE تمثل السنة النهائية فى افق السنوات الخمس لها بينما التقديرات الخاصة بالحساب الجارى الاساسى المبنية على نموذج التجارة ما هى إلا قياسات للأوضاع التى سيكون عليها الحساب الجارى فى السنة الحالية إذا كانت الدول تنتج بكل طاقتها وتكون آثار تغيرات سعر الصرف السابق قد تحققت تماما^(١٩) .

وحتى بدون التقدم بعد الخطوة الأولى ، فإن تقديرات اختلالات الحساب الجارى الأساسية يمكن أن تكون مفيدة فى تكوين حكم مبدئى بشأن عدم التوافق فى سعر الصرف المحتمل - وبصفة خاصة ، إذا كان ميزان الحساب الجارى الأساسى خارج نطاق موازين الحساب الجارى المعتاد للدولة ، بصورة كبيرة ، فإن ذلك يكون مؤشرا لعدم التوافق الممكن . ويعتبر التركيز على الحساب الجارى الأساسى أكثر أهمية من ميزان الحساب الجارى الحالى . فإذا كان لدى الدولة اختلال جوهرى فى الحساب الجارى الحالى ولكن الاختلال ربما ينكمش بصورة معقولة (إلى وضع أساسى أقل) بسبب تأثير تغيرات سعر الصرف السابق والتطورات الدورية المستقبلية إذن فإن الصورة الحالية لأسعار الصرف من الممكن ألا تبدو صعبة^(٢٠) . وعلى الجانب الآخر إذا كان الاختلال السائد أقل نوعا ما ولكنه من المتوقع أن ينمو بصورة ضخمة عند أسعار الصرف الحقيقية السائدة فإن ذلك يمكن أن يكون أكثر صعوبة .

معايير الادخار الاستثمار

تركز الخطوة الأولى فى عملية التقييم على محددات ميزان الحساب الجارى فى الجزء الأيسر من المعادلة (٢٠٢) وتحاول الخطوة الثانية تكوين معيار لمستوى التوازن للحساب الجارى من خلال تقييم المستوى الطبيعى لميزان الادخار - الاستثمار فى الجزء الأيمن من المعادلة . وهناك عدة اساليب يمكن من خلالها استخراج تقديرات لميزان الادخار - الاستثمار الطبيعى .

ونقطة البدء هنا لتحديد معايير الادخار الاستثمار هى التركيز على القيم المناسبة لمجموعة من المعادلات - ويشار إليها هنا بنموذج الادخار - الاستثمار S-I الذى يربط ميزان الادخار - الاستثمار بعدة محددات متوسطة المدى . وطالما أن المدخل يتضمن تقييما لمجموعة من قيم المعلمات بمواصفات متسقة وقيم للمعلمات عبر الدول ، فيمكن تصور المنهج كخطوة للإمام - من

منطلق الاتساق والشفافية العالمية - على طريق المداخل الخاصة نسبيا التي استخدمها الآخرون في توصيف مستويات التوازن لأوضاع الحساب الجارى^(٢١) .

وفى وصف نموذج الادخار - الاستثمار s-I نجد المتغيرات التي من المفروض أنها المحددات المباشرة الرئيسية للادخار والاستثمار على المدى المتوسط مختلفة عن التغيرات التي تدخل نموذج الحساب الجارى . وبصفة خاصة ، يفترض أن ميزان الادخار الاستثمار لكل دولة يعتمد على متغيرات خمسة : مرحلة التنمية ، كما تظهر فى أوضاع نصيب الفرد من الدخل والبناء الديموجرافى وبلخص فى نسبة الإعالة^(٢٢) ، والوضع النقدى ، والفجوة بين مستويات الناتج الحقيقى والممكن ، ومستوى معدلات الفائدة العالمية .

وكما سيتضح فيما بعد يركز الإطار التحليلى على ما إذا كانت الخطط المسبقة لموازن الاستثمار - الادخار متوسطة المدى تبدو غير متناسقة مع التقديرات التالية لأوضاع الحساب الجارى الأساسى، مع سياسات وأسعار صرف معينة سائدة . ويهدف مثل هذا التركيز إلى تحديد مواقف تكون فيها أسعار الصرف أو بعض عوامل اقتصادية أخرى من المفروض أن تتعدل، مع افتراض أن ميزان الادخار - الاستثمار والحساب الجارى يجب أن يكونا متطابقين فى الحساب اللاحق.

وحقيقة أن الادخار الكلى لكى يتساوى مع الاستثمار الكلى للعالم ككل يقدم شرطا يربط بين مستوى أسعار الفائدة فى العالم والمتغيرات الأخرى فى نموذج الادخار - الاستثمار. وهذا يعنى أن سعر الفائدة فى العالم يمكن استخراج بديل له من الصورة المختصرة لمعادلات توازن الادخار - الاستثمار لكل دولة ، حتى لو كان سعر الفائدة هذا محددًا هاما لكل من الادخار والاستثمار على حدة. ويؤدى هذا كذلك لمعادلات ذات نمط مختصر يعتمد فيها ميزان الادخار - الاستثمار فى كل دولة على مستوى دخل الفرد النسبى للمتوسط المرجح للناتج المحلى الإجمالى فى دخل الفرد فى العالم ككل ، إلى جانب المستويات النسبية (مقارنة بالمتوسطات المرجحة للناتج المحلى الإجمالى) لنسب الإعالة والأوضاع النقدية وتفاوت الناتج^(٢٣) . والهدف من تقدير معادلات الادخار - الاستثمار هو التوصل لأساس يحدد مستويات لموازن الادخار - الاستثمار يمكن اعتبارها تاريخيا "طبيعية" مع افتراض مستويات متغيرات توضيحية رئيسية للادخار والاستثمار فى المدى المتوسط. ولموائمة البيانات التاريخية ، أدخلت فجوة الناتج كمتغير دورى فى معادلات التقييم ،

إلى جانب محددات الادخار - الاستثمار فى المدى المتوسط . وثمة متغيرات أخرى يمكن أن تساعد فى جذب عوامل مؤثرة دورية على الادخار - الاستثمار مثل الفروق المفيدة الخاصة بكل دولة ، ولم يتم إدراجها فى الشكل المختصر.

لقد تم تقييم معادلات الادخار - الاستثمار بمصطلحات ثابتة خاصة بكل دولة للاحاطة بتأثيرات "المتغيرات الملقاة" والتي ربما تؤثر على المعدلات النسبية للادخار - الاستثمار لمختلف الدول . هذه المصطلحات الثابتة تستأثر، على سبيل المثال ، بحقيقة أن ميزان ادخار - استثمار منخفض نسبيا كان لفترة طويلة طبيعيا للولايات المتحدة، مع تساوى باقى العوامل ، ومتسقا مع معدل ادخار واضح الانخفاض نسبيا للولايات المتحدة ، وربما يعكس كذلك رغبة قوية لدى غير المقيمين فى تجميع المطالب على الولايات المتحدة . ويمكن أيضا ملاحظة أن المعادلات المصغرة لاتتضمن سعر الصرف من بين المحددات المباشرة الرئيسية للادخار أو الاستثمار^(٢٤) .

ويقدم تقدير نموذج الادخار - الاستثمار النتائج التالية حينما تكون الاشياء الأخرى ثابتة. وزيادة فجوة الناتج المحلى (الناتج الفعلى الزائد عن الناتج الممكن) له تأثير سلبي على ميزان الادخار - الاستثمار. وتتجه الدول ذات دخل الفرد الأعلى نسبيا إلى موازين أعلى نسبيا من الادخار - الاستثمار. أما التغيرات فى الأوضاع النقدية فتقضى إلى وجود آثار غير ريكاردية، وبصفة خاصة فإن الزيادة فى الفائض النقدى لايقابلة كلية انخفاض فى الادخار الخاص وبالتالي فله آثار ايجابية على ميزان الادخار - الاستثمار^(٢٥) .

ولحساب معايير لميزان الادخار - الاستثمار، فإن المعادلات المقدرة يتم تقييمها بواسطة مجموعة فجوات الناتج حتى الصفر مع نصيب للفرد من الناتج يتطابق مع المستويات التى يمكن أن تسود إذا كان الناتج فى أعلى امكانياته ، ومع موازين نقدية (بقيم معتدله) فى أوضاع الموازنة الهيكلية التى صدرت عن بيانات WEO^(٢٦) . وينبغى ملاحظة أن اوضاع الميزانية الهيكلية المتصورة من قبل WEO لاتكون بالضرورة متطابقة مع الموازين النقدية "المرغوب فيها" . وبالتالي فإن معايير الادخار - الاستثمار يمكن ترجمتها كموازين ادخار - استثمار طبيعية أو متوازنة، مع افتراض الأوضاع النقدية المخططة ، ولكن ليس بالضرورة كموازين ادخار - استثمار مرغوب فيها.

إن التقديرات المبنية على نموذج المستويات الطبيعية لموازين الادخار - الاستثمار للدول

الصناعية الرئيسية، المتطابقة مع الأوضاع النقدية الهيكلية الفعلية والمخططة، ونسب الإعالة، ونصيب الفرد من الدخل، موجودة في شكل (٢-٣) خلال الفترة ١٩٨٢-٢٠٠٢ وهي السنة النهائية في هيكل الخطة الخمسية لـ WEO^(٢٧).

بالنسبة للولايات المتحدة كان نموذج الادخار - الاستثمار دائماً في حالة عجز خلال تلك الفترة، أى أن المستوى الطبيعي للادخار المحلى كان أقل من المستوى الطبيعي للاستثمار المحلى ، مما يعكس جزئياً الميل المنخفض نسبياً للادخار في الولايات المتحدة مع بقاء باقى الأشياء على حالها.

ويعكس الارتفاع المتواضع فى نموذج الادخار - الاستثمار فى الولايات المتحدة بدءاً من عام ١٩٩٥ التحسن الفعلى والمخطط فى اوضاع الموازنة الهيكلية للقطاع العام . وبالنسبة لليابان، نجد نموذج الادخار - الاستثمار يحقق باستمرار فائضاً، مما يعكس جزئياً ميلاً مرتفعاً نسبياً للادخار القومى مرتبطاً بنسبة منخفضة نسبياً من الاعالة . ويعكس القصور الزمنى لوضع النموذج الطبيعى للادخار - الاستثمار اليابانى جزئياً تحركات "طفيفة" فى عجز الموازنة الهيكلية للقطاع العام. وبالإضافة لذلك فإن توقع متوسط أعمار اليابانيين له آثاره المباشرة على ميزان الادخار - الاستثمار (فى أوضاع نقدية معينة) إلى جانب آثار غير مباشرة من خلال تأثيره (عن طريق نظام التأمين الاجتماعى) على الموازنة النقدية المخططة . وبالنسبة لمانيا يعكس التحول الواضح فى نموذج الادخار - الاستثمار من فائض جوهري إلى عجز ، التأثير المباشر لتوحيد المانيا وما ارتبط بذلك من طفرة فى السياسة النقدية الألمانية - وتتضمن التقديرات بالنسبة لألمانيا (بالإضافة للمتغيرات سابقة الذكر) مجموعة من المتغيرات العشوائية لنأخذ فى الاعتبار تأثير التآكل التدريجى عبر الزمن لمفعول التوحيد ، وكذلك يتم عمل تعديلات مقابلة للنماذج لدول أخرى بنسبة نصيب كل دولة فى واردات المانيا .

ويعكس الارتفاع الذى حدث فى نموذج الادخار - الاستثمار الألمانى بعد عام ١٩٩١ كذلك التصحيح التدريجى للوضع النقدى الهيكلى . وبالنسبة لكل من المملكة المتحدة وفرنسا فإن نموذج الادخار - الاستثمار يقترب من الصفر، ولكنه زاد قليلاً فى عام ١٩٩١ كشيء متمم لتأثير وحدة الألمانيتين . وبالنسبة للمملكة المتحدة يعكس الاتجاه المتواضع عبر الزمن بصفة أساسية تحركات طفيفة فى أوضاع النقد الهيكلية للقطاع العام . وبالمثل ، وفيما يتعلق بكندا ، يعكس الجوهري

لنموذج الادخار - الاستثمار خلال فترة عقدي الزمن الموضحان في (شكل ٢-٣) التحول التراكمي في الوضع الهيكلي الحالي . وبالنسبة لاييطاليا ، يعكس نحو نصف الارتفاع في نموذج الادخار الاستثمار انخفاضا كبيرا نسبيا في نسبة الإعالة خلال فترة ١٩٨٢ - ١٩٩٥ (٢٨) .

ومثل التقديرات الأساسية للحساب الجارى المنبثقة من نموذج التجارة، فإن النماذج المستخرجة من نموذج الادخار - الاستثمار لها صفات (تقريبية) من الاتساق والشفافية العالمية. ومن هذا المنظور ، فإنها تمثل نقطة بداية جذابة لتقييمات سعر الصرف . ولكن نموذج الادخار - الاستثمار الحالي له أيضا محدداته - على سبيل المثال - في معرفة كيف تتغير العلاقة بين موازين الادخار - الاستثمار والأوضاع الهيكلية المالية حين يصبح العجز النقدي ضخما .

وتركز المناقشات الخاصة بأوضاع الحساب الجارى أحيانا على قضية "الاستمرارية" وعند تطبيق الإطار المشار إليه هنا على الدول الصناعية ، من المفترض أن تكون هذه علاقات متواصلة محتملة في المدى المتوسط بين كل من الناحية المالية والادخار - الاستثمار لتلك الاقتصادات في حدود معتدلة الاتساع، ولكن لم تتم أيه مبادرة لتطوير وجهات نظر دقيقة حول حدود التواصل^(٢٩) . وسيصبح من المهم إعطاء أهمية أكبر للقضايا الاستمرارية في المزيد من تحليل الدول التي تواجه متغير النفاذ المحدود أو المرتفع لسوق رأس المال العالمي أو ذات النسب المرتفعة نسبيا من المطلوبات الأجنبية الصافية مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي . لمثل هذه الحالات ، فإن تكوين تدفقات رأس المال والاتجاهات المخططة في نسب المطلوبات الأجنبية الصافية مقارنة بالنتائج المحلي الإجمالي ستظهر مناسبة تماما عند تحديد موازين الادخار - الاستثمار الصحيحة والمتواصلة .

أسعار صرف متسقة مع قواعد على المدى المتوسط

حينما تختلف موازين الحساب الجارى الاساسى التي تحددت في الخطوة الأولى في عملية التقييم مع معايير موازين الادخار - الاستثمار التي تحددت في الخطوة الثانية ، فإن المشكلة تكون أن أسعار الصرف أو متغيرات أخرى (بما في ذلك السياسات) ستحتاج إلى تغيير المستويات الحالية في المدى المتوسط لكي تصبح متسقة مع المبادئ المخططة على المدى المتوسط . وتفترض الخطوة الثالثة أن باقى الأشياء تظل على حالها وتحدد اتجاه وحجم تغيرات سعر الصرف الأساسى .

ولتفسير المنطق فيما حدث فى الخطوة الثالثة ، التى طبقت على سعر الصرف الحقيقى الفعال لدولة واحدة على حدة ، من المفيد ، التركيز مرة أخرى على الشكل رقم (٢-٢) ولنتذكر أن خط UCUR المنحدر يعين موقع الحساب الجارى الاساسى للدولة المعنية كدالة فى معدل سعر الصرف الحقيقى الفعال لهذه الدولة . وخط UCUR مبنى على فرض أن سعر الصرف يكون ثابتا فى مستوى يظهر على المحور الرأسى وأن كل التأثيرات المتخلفة عن تغيرات سعر الصرف السابقة أخذت فى الحسبان . وكذلك فهو مبنى على افتراض أن الناتج مساوى للممكن فى الدولة المعنية وفى كل شركائها فى التجارة . وليس من المنطقى أننعكس الانطباع بأن سعر صرف حقيقى وفعال أقل (مما يقوى قدره الدول التنافسية عالميا) مرتبط بتحسين فى الحساب الجارى على المدى المتوسط) إذا ظلت باقى الاشياء على حالها . إن التغييرات فى المبادئ الاقتصادية التى تؤثر بصورة مختلفة على الحساب الجارى الأساسى فى مستوى معين من سعر الصرف - مثل التغييرات فى الإنتاجية النسبية التى تعدل المنافسة - تنعكس فى طفرات داخل وضع خط UCUR .

ويوضح خط الادخار - الاستثمار الرأسى فى شكل (٢-٢) المستوى الطبيعى لميزان الادخار - الاستثمار لمستويات معينة من الناتج المحتمل ، ونسب الاعالة ، والأوضاع المالية الهيكلية كما تحددت فى الخطوة رقم (٢) من عملية التقييم . إن الخط رأسى لان المستوى الطبيعى لميزان الادخار - الاستثمار من المفترض ألا يعتمد على سعر الصرف^(٣٠) . والنقطة التى يقطع عندها خط الادخار - الاستثمار خط UCUR تحدد مستوى التوازن لسعر الصرف الحقيقى الفعال (R^*) والذى يتم تقييمه بأن يكون متسقا مع قواعد المدى المتوسط .

ويظهر من شكل (٢-٢) أن التغييرات فى المبادئ الاقتصادية التى تعدل إما موقع خط الادخار - الاستثمار الرأسى أو خط المنحدر السلبى UCUR ستغير سعر الصرف الحقيقى الفعال المتسق مع المبادئ متوسطة المدى . وبصفة خاصة ، ومن التحليل فى الخطوة الثانية فإنه يتبع ذلك ، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، مستوى أرفع نسبيا من متوسط دخل الفرد الحقيقى ، أو انخفاض نسبي فى نسبة الإعالة ، أو ارتفاع فى الفائض النسبى للهيكل النقدى مما سيحرك خط الادخار - الاستثمار فى شكل (٢-٢) للجهة اليمنى وسيشمل مستوى توازنى أقل على المدى المتوسط لسعر الصرف الحقيقى الفعال^(٣١) . وسيعتمد حجم هذا التغير الاساسى فى سعر الصرف التوازنى على مدى التحرك فى خط الادخار - الاستثمار الرأسى وعلى المنحدر لخط UCUR

نتيجة للتغيرات فى القواعد متوسطة المدى التى تؤثر على الحساب الجارى من خلال قنوات أخرى غير أسعار الصرف الحقيقية ، وتغير كذلك مستوى التوازن لسعر الصرف الحقيقى الفعال ثم تقييمه على أن يكون متسقا مع المبادئ متوسطة المدى، ولكن لا يغير مستويات المدى المتوسط لكل من ميزان الادخار - الاستثمار أو (بالمثل) ميزان الحساب الجارى .

الجدول ٣٠٢: تقييم لأسعار الصرف السائدة فى يونيو - يوليو ١٩٩٢

انحراف سعر الصرف الحقيقى والمتعدد الأطراف عن مستوى توازن الاجل المتوسط (نسبة مئوية)	الحسابات الجارية			
	معايير الادخار-الاستثمار	الاساسية (نسبة من الناتج المحلى الاجمالى)	١٩٩٢ الحالية	
١٠	١,٨-	٠,٤-	١-	المانيا
١	٠,٤	٠,٣	٠,٣	فرنسا
٢٩-	١,٣	٢,٥-	٢,٤-	ايطاليا
٢١-	٠,٣-	٣,٧-	١,٧-	المملكة المتحدة

تشير الارقام الموجبة الى ان اسعار الصرف السائدة شهدت تقديرا بأقل من قيمتها وذلك بالنسبة لتقدير مستويات التوازن فى الاجل المتوسط.

وبصورة عامة أكثر ، ربما تؤثر التغيرات فى القواعد الاقتصادية فى كل من نموذج الادخار - الاستثمار على المدى المتوسط وفى أوضاع خط - UCUR وعلى سبيل المثال، فإن تحسنا نسبيا فى انتاجية الدولة فى صناعاتها القابلة للتجارة يمكن أن تحسن التنافسية الدولية (على شرط أن يكون ارتفاع الأجور الحقيقية النسبية وتكلفة العوامل الأخرى أقل تناسباً فى القطاع القابل للتجارة) ، وسينعكس هذا فى ارتفاع (نحو اليمين) لخط UCUR وسيتمجه مثل هذا التحسن فى الإنتاجية النسبية نحو زيادة نموذج الادخار - الاستثمار من خلال زيادة متوسط دخل الفرد النسبى وربما كذلك تحسين الأوضاع المالية للحكومة . وبشرط أن الارتفاع نحو اليمين لخط UCUR يتخطى خط الادخار والاستثمار ، فإن مستوى التوازن متوسط المدى لمعدل الفائدة الحقيقية سيرتفع كما سيزداد فائض الحساب الجارى كنتيجة لذلك التغير فى القواعد الاقتصادية .

وينبغي الإشارة إلى أن التغييرات في القواعد الاقتصادية التي تؤثر في أوضاع خط UCUR تبدو هامة جدا عند التطبيق . وبصفة خاصة ، فيما يتعلق بالإطار التحليلي الملخص في شكل (٢-٢) ، فإن كثيرا من التحركات الملحوظة على المدى المتوسط في أسعار الصرف الحقيقية وموازن الحساب الجارى لا يمكن تفسيرها بتحويلات خط الادخار - الاستثمار مقابل خط UCUR المثبت نسبيا . فمثلا ، إن الاتجاه لاعلى خلال بداية التسعينات في نموذج الادخار - الاستثمار لليابان (انظر شكل ٢-٣) والذي يتطابق مع تحول مباشر في خط الادخار - الاستثمار ، لا يمكن أن يتوافق مع اتجاه الارتفاع الحقيقى إلا إذا اخذ حساب تحول معاصر نحو اليمين في خط UCUR في ترابط مع اتجاهات تدفقات التجارة . وللأسف ، بينما يكون من الممكن أن نصل إلى ختام هذا الجزء بعد حقيقة أن المبادئ الاساسية ينبغي أن تكون قد تغيرت بأساليب تغير أوضاع UCUR بصورة جوهرية (إلى جانب خط الادخار - الاستثمار) نكتشف أنه غالبا يكون من المستحيل تحليل مثل هذه التغييرات في مبادئ كما هي حادثة بالفعل ناهيك عن التنبؤ بها سلفا .

وللانتقال من تحليل مستوى التوازن لسعر الصرف الحقيقى الفعال لدولة معينة والذي تم ايجازه في شكل (٢-٢) نحو استنتاجات عن التجسيد المتوازن لمعدلات الفائدة في عدة دول في العالم ، ستواجهنا العديد من الصعوبات . ولأن في دولة n يوجد فقط $(n-I)$ أسعار صرف مستقلة ، فليس من الملائم أن نطبق (شكل ٢-٢) بمفرده لكل الدول (أو لمجموعة من الدول) دون فرض متطلبات رياضية للاتساق العالمى . ومن المهم كذلك ، التأكيد على أن مجموعة اوضاع الحساب الجارى المتضمنة من خلال تجسيد أسعار الصرف التوازنية المتسقة عالميا ، أو من الناحية العملية .

الأحكام والتقييمات (التقييم بالرأى)

ان الخطوة الأخيرة في عملية التقييم هي رؤية مدى الاتساق بين أسعار الصرف وبين ماتوحى به مبادئ الاجل المتوسط من أن العملات دائما غير متوافقة .

وبصفة عامة ، اذا كانت الفروق بين اسعار الصرف فى السوق الحالى وبين تقديرات مستويات توازن اسعار الصرف فى الاجل المتوسط فروق صغيرة (أقل من ٥٠٪) كان هناك

افتراضا قويا يقضى بعدم وجود أى نوع جاد من عدم التوافق .

ويحتوى الاطار المستخدم لتحديد تقديرات مستويات توازن اسعار الصرف على مجموعة من القيود ، كما أنه يتم الإذعان إلى السوق قبل التوصل إلى استنتاج يخص عدم التوافق .

كما أنه ولنفس الاسباب، فان وجود فروق بسيطة بين أسعار الصرف السوقية وتقديرات مستويات توازن اسعار الصرف فى الاجل المتوسط (فروق بحوالى ١٠٪) لايجب أن تؤدى إلى استنتاج تلقائى يقضى بعدم التوافق ، وذلك بالرغم مما تشير بعض الاعتبارات والأحكام من تساؤلات حول هذه الفروق .

وتشير الانحرافات المعنوية عن تقديرات مستويات توازن اسعار الصرف فى الأجل المتوسط (انحرافات بحوالى ١٥٪ أو أكثر) علامات التحذير لامكانية عدم التوافق فى اسعار الصرف ، يدفع ذلك لأخذ عوامل أخرى فى الاعتبار قبل التوصل لاستنتاج يقضى بعدم التوافق فى أسعار الصرف .

وفى الاسطر المقبلة ، سيتم مناقشة الأساس الذى يتم بناء عليه اعتبار أن ال (١٠٪) - (١٥٪) هى نسبة مناسبة لبداية التفكير فى امكانية عدم التوافق فى اسعار الصرف .

ومن المهم الإشارة هنا ، إلى أن معنوية الانحرافات عن تقديرات مستويات توازن أسعار الصرف تعتمد وبدرجة كبيرة على الدول المتضمنة بصفة خاصة .

وبالنسبة لعملات الدول التى تتميز بوجود علاقات اقتصادية وثيقة تربط بينها ، فإن المدى الذى تتحرك فيه اسعار الصرف الحقيقية الثنائية يعتبر متسقا مع مبادئ الأجل المتوسط ، وذلك مع الأخذ فى الاعتبار الاستجابة العالية نسبيا لتدفقات التجارة الثنائية كنتيجة للتحركات التى تحدث لأسعار الصرف الحقيقية الثنائية ويتحرك هذا المدى المشار اليه فى حيز أضيق من ذلك الذى يحدث بين عملات دول مثل ألمانيا واليابان والولايات المتحدة الأمريكية .

وقبل التوصل الى استنتاجات حول ما إذا كان هناك عدم توافق فى اسعار الصرف ، من المهم إجراء تعديل لكثير من العوامل الغير مدرجة فى الاطار التحليلى الرسمى .

ومع أخذ القيود الخاصة بنماذج التجارة والادخار والاستثمار فى الاعتبار، سوف يتم عرض

الاعتبارات والأحكام التالية :

أولا : من المهم أن تؤخذ الظروف النقدية والمالية للدول المختلفة فى الاعتبار .

فإذا كانت دولة ما تتمتع بظروف دورية قوية وثبات فى الظروف النقدية ودولة أخرى تتميز ظروفها الدورية بضعف نسبي وبعدم ثبات فى الظروف النقدية ، فلذلك من المنطقي أن نتوقع أن سعر الصرف للدولة الأولى سيكون قويا مقابل سعر الصرف الخاص بالدولة الثانية وذلك بالنسبة للقيمة التوازنية فى الأجل المتوسط فى الاطار التحليلي.

وفى هذه الحالة الدورية النسبية ، إذا حدث تقدير لعملة الدولة الأولى بأكثر من قيمها (بحوالى ١٠٪ أو ١٥٪ بالنسبة لتقديرات توازنات الأجل المتوسط) فإن ذلك يمثل انعكاسا طبيعيا ومرغوبا فيه للأوضاع الدورية الخاصة بهذه الدولة عن كونه عدم توافق فى أسعار الصرف . ومن الناحية الأخرى، إذا حدث تقدير لعملة الدولة الأولى بأقل من قيمتها بحوالى ١٠٪ أو ١٥٪ فإن ذلك سيثير مخاوف جادة حول امكانية عدم التوافق فى أسعار الصرف .

ثانيا : - للحصول على مفهوم كمى حول كيفية تأثير سلوك سعر الصرف فى الأجل القصير بالاضاع الدورية النسبية وبالعوامل المتصلة بالسياسات النقدية الجارية والمتوقعة : من المفيد اختبار تباينات أسعار الفائدة فى الاجل القصير والمتوسط والتي تم اجراء تعديل لها لتتوافق مع الفروق فى معدلات التضخم المتوقعة .

وفى إطار المثال الذى تمت مناقشته ، إذا كان سعر الفائدة الحقيقي فى الدولة الأولى أعلى من مثيلة فى الدولة الثانية بحوالى ٢٪ ، وفى خلال افق ٥ سنوات ، فإن ذلك ينعكس على الاسواق المالية عن طريق حدوث انحدار فى قيمة عملة الدولة الأولى بحوالى ١٠٪ مقارنة بالدولة الثانية .

وبالطبع فى هذا المثال ، فإن التباين فى سعر الفائدة الحقيقي يشير إلى الاتجاه الآخر - أى نحو رفع حقيقى فى قيم سعر الصرف والذى كان يبدو انه كان مقدرًا بأكثر من قيمته - وهذا ما يستدعى اثاره الانتباه .

ثالثا : ان آثار الوضع المالى على سعر الصرف تستدعى الانتباه الحذر فى حالة مواجهة

القطاع العام لاختلالات كبيرة .

وكما سبق الإشارة فإن تقديرات مستويات توازن أسعار الصرف فى الاجل المتوسط تعكس معايير توازن ميزان الادخار والاستثمار التى تتضمن آثار الأوضاع المالية الهيكلية .

فإذا كانت دولة ما لديها عجزا ماليا هيكليا كبيرا فإنها تميل الى أن يكون لديها توازن منخفض نسبيا فى ميزان الادخار - الاستثمار وتوازن قوى نسبيا فى سعر الصرف الحقيقى (وذلك كما هو موضح فى الشكل (٢٠٢) ، مع بقاء الاشياء الاخرى على حالها .

وهناك أمثلة عديدة لهذه الظاهرة ، حتى بالنسبة للدولار الأمريكى القوي فى بداية الثمانينات ، وايضاً بالنسبة للمارك الالمانى القوي بعد عملية توحيد الألمانية .

ولكن فى حالات أخرى ، قد لا يستمر العجز المالى الهيكلى لدولة ما فى الاجل المتوسط أو الطويل ويتمثل رد فعل الاسواق المالية فى ظهور عملة ضعيفة نسبيا .

ولذلك لا يمكن أن يكون التقييم الخاص بتوازن سعر الصرف فى الأجل المتوسط مبنياً على اساس تقدير يفترض ظاهرياً وجود وضع مالى غير مستقر .

وانه من المناسب التوصل الى حكم يوضح ما المدى الذى يجب ان يعدل به تقدير سعر الصرف فى الأجل المتوسط ليكون متسقاً مع عجز مالى اكثر إستقراراً .

واكثر من ذلك ، اذا تمت ملاحظة ان سعر الصرف فى السوق أقل من تقدير توازن الأجل المتوسط فإنه يجب اللجوء الى حكم آخر لرؤية ما إذا كان هناك مبالغة فى رد فعل السوق بإحداث حركات مالية تصحيحية ام ان تقدير العملة بأقل من قيمتها يرجع الى فشل السلطات فى اتخاذ قرارات مقنعة تعمل على تصحيح الإختلالات المالية .

رابعاً : انه لمن الواضح ان الظروف الهيكلية التى تؤثر على توازن الأجل المتوسط لسعر الصرف من الممكن ان تتغير عبر الزمن وبصفة خاصة هناك اتجاه طويل الأجل نحو رفع حقيقى وفعال لقيمة الين اليابانى (وخصوصاً اذا كانت اسعار الصرف تقاس حسب الاسعار القياسية للمستهلكين) .

وكان هناك تحول ظاهرى لاسفل فى سعر الصرف الحقيقى للدولار الأمريكى فى مقابل

العملات الأوروبية والين الياباني في أوائل السبعينات . وبالمثل أدت الوحدة الألمانية الى تحول دائم في توازن اسعار الصرف . والقائمة لاتنتهى بهذه الأمثلة .

وتكمن الصعوبة في معرفة توقيت حدوث هذه التغييرات الهيكلية ومدى استمرارها في المستقبل .

ونستخلص من ذلك، ان عملية التقييم ذات الخطوات الأربع والتي تستهدف تشخيص حالة عدم توافق اسعار الصرف ، هي توليفة من تحليل ذو إطار واضح متعدد الدول ومن تفاصيل تخص الاحوال الاقتصادية لمجموعة من الدول .

ويفرض التحليل السابق درجة هامة في الإتساق والدقة .

القيود والتقييم :

مثل كل الاستخدامات الاخرى الخاصة بمبادئ التوازن في الاقتصاد الكلي ، فإنه من الممكن انتقاد الإطار العام السابق لعدم استخدامه نموذج ديناميكي قياسي متعدد الدول. لان مثل هذه النماذج الديناميكية تقوم بتوليد مسارات زمنية مستقبلية لتوازن اسعار الصرف .

وعلى النقيض من ذلك ، يولد المقترب التوازني للاقتصاد الكلي تقدير نقطة لتوازن سعر الصرف في الأجل المتوسط وليس تقدير لمسار زمني ، ورغم ان ماتم عرضه هنا كان عرضاً متقدماً اذا ما قورن بالأطر الاخرى الخاصة بتوازن الاقتصاد الكلي - إذ انه يتحرك في إطار فئة متسقة دولياً ومتعددة الجوانب لمجموعة من معادلات التجارة ولقنة من معايير الادخار - الاستثمار .

إلا انه من الضروري إدراك ان تقييماته الرقمية مشتقة من إطار تحليلي مبسط .

ولكن في ظل غياب إطار تحليلي ديناميكي كامل ، فإن الاحكام الخاصة العوامل الدورية وباعتبارات اخرى تتطلب وضعها في التقديرات المبنية على النموذج الخاص بتقديرات توازن اسعار الصرف في الأجل المتوسط .

ومن المقترح إضافة النموذج القياسي المتعدد الدول والخاص بالتمويل (Multimod) داخل الإطار العام لتقييم سعر الصرف. ولكن هذه الخطوة قد سبب بعض المشاكل ، إذ ان نموذج (Multimod) كان مصمماً لتحليل عدة صدمات في إطار التوقعات الاقتصادية العالمية وليس

لتوليد قاعدة تنبؤ .

ويمكن استخدام الـ (Multimod) لاكتشاف التفاعلات بين التعديلات الخاصة بالسياسة وبين التعديلات فى اسعار الصرف فى اطار الاستجابة للصددمات فى تحليل سلوك اسعار الصرف فى دورات الاقتصاد الكلى المتولدة من الصدمات المختلفة .

ويقدم الجزء الثامن من هذه الدراسة تطبيقاً ديناميكياً للإطار العام لمبادئ الاقتصاد الكلى والتي تستخدم نموذج (Multimod) بالنسبة لليابان وذلك لتوليد قاعدة معقولة للتنبؤ بحالة اليابان ولحاكاة مسار ديناميكى لتوازن اسعار صرف الين .

أما القيد الثانى للإطار التحليلى فهو حالة عدم التؤكد التى تحيط بتقديرات توازن اسعار الصرف فى الأجل المتوسط .

كما ان حالة عدم التؤكد تحيط ايضاً بمعادلات التجارة وبالقيم التقديرية لمعاملات المرونة فمثلاً تعتبر معادلات التجارة والتقديرات الخاصة بمرونة المعلمات غير محددة ، أى ينقصها بعض التحديد ، ويؤدى ذلك الى عدم الدقة فى كلاً من تقديرات الحساب الجارى الأساسى وفى طريقة حساب مدى التغير فى سعر الصرف مع الأخذ فى الاعتبار الحساب الجارى الأسمى ومعايير الادخار - الاستثمار .

بل إن مزيد من عدم التأكد يحيط بالمعادلات وبالمعاملات المقدرة التى تخص معايير الادخار - الاستثمار .

ويتطبيق الإطار ومع غياب أى أسقف للثقة المحسوبة ، يعتبر صندوق النقد الدولى ان الإنحراف عن سعر الصرف التوازنى المقدر بـ ١٠٪ أو ١٥٪ هو إنحرافاً غير معنوى .

وهناك سبب قوى للتخمين بأنه وبدرجة ثقة ٥٠٪ حول اسعار الصرف المتوازنة المحسوبة فى كل من نموذج التجارة ونموذج الادخار - الاستثمار ، فإن المدى قد يكون اكثر مرة ١٥٪ أو أقل من - ١٥٪ ، وإذا بلغ هذا الإنحراف حوالى ٢٠٪ يكون الصرف قد وصل الى مرحلة عدم التوافق.

ومن المهم الاشارة الى أن المدى الذى يتراوح فيه سعر الصرف (١٠٪ أو ٥٪) لايمثل

قاعدة نرسم إستنتاجاً إحصائياً ، إلا انه قد يشير الى امكانية عدم توافق سعر الصرف بطريقة جدية ويفسح المجال لإطلاق المزيد من التقييمات والاحكام التى تدخل الكثير من الاعتبارات منها ما يخص الاوضاع الدورية للاقتصادات القومية والسياسات النقدية والمالية .

و يأخذ التقييم الخاص بصندوق النقد الدولى فى إعتباره التوقعات الاقتصادية العالمية والتقديرات الخاصة بالحسابات الجارية ومعايير الادخار والاستثمار .

أما القيد الثالث لمنهجية التقييم هو ان تلك المنهجية لاتلائم أوضاع اقتصادات الدول النامية والدول التى تكون فى المراحل الانتقالية .

ومن الممكن تطبيق خطوات تقدير اوضاع الحساب الجارى والميزان التوازنى للادخار والاستثمار على أى بلد من البلاد .

ولكن تطبيق هذا الإطار العام يلائم فقط الدول الصناعية ويتم تطبيقه عليها ، إذ أنه لم يتم تصميم أو تقدير نموذج الادخار والاستثمار ليلائم اوضاع البلاد النامية أو الدول فى المراحل الانتقالية وذلك بسبب النقص فى البيانات . كما أن النموذج لا يلائم الدول التى ليس لديها النفاذ الكافى لاسواق المال الدولية .

كيف يقوم هذا الإطار بدوره ؟

لقد بدأ تطبيق هذا الإطار منذ فترة طويلة ، إلا اننا نلاحظ تطوراً فى المنهجية التى يستخدمها صندوق النقد الدولى فى توليد معايير الادخار - الاستثمار وفى امكاننا الآن ان نحسب تقديرات تقريبية وفقاً لما تقترحه المنهجية فى الحالات التى يعتقد فيها بوجود عدم توافق فى سعر الصرف .

ولهذا سنقوم بعرض لتقييم أسعار الصرف الخاصة بالولايات المتحدة واليابان وألمانيا فى فبراير ١٩٨٥ وأبريل ١٩٩٥ والخاصة أيضا بالدول الأوروبية فى الفترة من يونيو - يوليو ١٩٩٢ وتنطلق عملية التقييم من اعتبارين أساسين :

أولا : تمثل البيانات التاريخية المستخدمة فى حساب كلا من أوضاع الحساب الجارى ومعايير الادخار والاستثمار تعديلا معنويا للتقديرات التى استخدمت فى الأشهر التى يتم فيها

تقييم أسعار الصرف .

ثانيا : ان التقييم مبنى أساسا على كل من نموذج التجارة ونموذج الادخار والاستثمار دون الاستفادة من التعديلات التي اقترحها خبراء صندوق النقد الدولي .

ويعرض الجدول ٢٠٢ لعملية تقييم أسعار الصرف وفقا لما اقترحه المنهجية فيما يخص أسعار الصرف السائدة فى السوق والخاصة بالدول الآتية : الولايات المتحدة ,اليابان ,ألمانيا فى فبراير ١٩٨٥ وهو الشهر الذى وصل فيه سعر الصرف الفعلى فى الولايات المتحدة الأمريكية الى أعلى نقطة له . وقد استخدمت البيانات عام ١٩٨٥ كسنة أساس لأوضاع الجهاز الجارى والفجوات الخاصة بالنتائج وهكذا

ووفقا للجدول ٢٠٢ ، شهد الدولار الأمريكى ، على أساس حقيقى ومتعدد الأطراف ، تقديرا بأكثر من قيمته (بحوالى ٤٦٪) ، فيما شهد كلا من الين اليابانى والمارك الألمانى تقديرا بأقل من قيمتهما وذلك بحوالى ٣٦٪ و ٦٪ على التوالى .

وتشير تقديرات أسعار الصرف الثنائية عند مستوى التوازن فى مقابل الدولار الأمريكى تقديرا بأكثر من قيمته بالنسبة للمارك الألمانى (بحوالى ٤٦٪) ، فى حين يعكس سعر الصرف متعدد الأطراف بالنسبة للمارك صورة ضعيفة لهذه الحالة .

وانخفضت بوضوح قيمة كلا من الدولار الأمريكى والين اليابانى ثم عاودت الارتفاع وذلك فى خلال فترة العامين . وشهد المارك الألمانى ارتفاعا بسيطا فى قيمته على أساس حقيقى ومتعدد الأطراف ، بينما لوحظ ارتفاعا " جوهريا " فى قيمته فى مقابل الدولار .

ويلقى التقييم التالى الضوء على ما تتقدم به المنهجية حول توافق المارك الألمانى ، والفرنك الفرنسى ، الليرة والجنيه الاسترلينى وذلك فى اطار أزمة صيف ١٩٩٢ المتعلقة بأسواق الصرف الأوربية فقد أدت الضغوط الكبيرة التى واجهتها أسواق الصرف فى هذه الفترة الى انسحاب كل من الجنيه الاسترلينى والليرة من النظام النقدى الأوربى وبالتالي أدى ذلك الى انخفاض شديد فى قيمة كليهما . كما أن الفرنك الفرنسى نعرض هو الآخر الى ضغوط كثيرة أدت الى حدوث انخفاض فى قيمته .

الجدول ٢٠٢: تقييم لأسعار الصرف السائدة فى فبراير ١٩٨٥

انحراف سعر الصرف الحقيقى والمتعدد الأطراف عن مستوى توازن الاجل المتوسط (نسبة مئوية)	الحسابات الجارية			الولايات المتحدة اليابان المانيا
	معايير الادخار-الاستثمار	الاساسية (نسبة فى الناتج المحلى الاجمالى)	١٩٨٥ الحالية	
٤٦-	١,٣-	٣,٤-	٣-	
٣٥	١,٤	٤,٥	٣,٧	
٦	٢,٥	٣,٣	٢,٥	

تشير الأرقام المرجحة الى ان أسعار الصرف السائدة شهدت تقديرا بأقل من قيمتها وذلك بالنسبة لتقدير مستويات التوازن فى الاجل المتوسط.

ويقدم الجدول رقم ٣٠٢ تقييما " افتراضيا " حول متوسط أسعار الصرف السائدة فى يونيو - يوليو ١٩٩٢ بثبوت سنة ١٩٩٢ كسنة أساس.

ووفقا للمنهجية الجديدة ، يركز التحليل على حجم الخلل فى الحساب الجارى (العمود الثانى) ، مع ملاحظة أن كلا من ايطاليا والمملكة المتحدة قد سجلا عجزا يقدر بحوالى ٢,٥٠٪ و٣٪ من الناتج المحلى الاجمالى على التوالى وكان حجم الخلل أقل بالنسبة لألمانيا وفرنسا .

وأتاح الإطار العام للتحليل المطبق فى الفترة : يونيو - يوليو ١٩٩٢ ظهور مجموعة من الاحكام على معايير الادخار والاستثمار ، ومن الممكن تجميعها ثم مقارنتها بالتقديرات البديلة لإختلالات الحساب الجارى الاساسى ، إلا ان الجدول ٢ - ٣ يقتصر على المعايير المحسوبة فى نموذج الادخار - الاستثمار (العمود ٣) .

وعلى اساس هذه المعايير ، يقترح التحليل ان كلا من الليرة والجنية الاسترلينى قد شهدا تقديراً بأعلى من قيمتهما بحوالى ٣٠٪ و ٢٠٪ على التوالى ، بينما تم تقييم الفرنك على اساس متعدد الأطراف، وبالنسبة للمارك فقد سجل تقديراً بأقل من قيمته بحوالى ١٥٪ (٤١) .

وثالث جزء فى عملية التقييم هو تطبيق هذه المنهجية على أسعار الصرف الخاصة بالولايات

المتحدة الأمريكية واليابان ، والمانيا وذلك أثناء ابريل عام ١٩٩٥ . وكما هو مبين فى الجدول ٢ ، ٤، تقترح عملية التقييم (باستخدام بيانات عام ١٩٩٥ كسنة اساس) بأن الين كان مقدراً بأكثر من قيمته بحوالى ٣٠٪ على اساس متعدد الجوانب بينما كان الدولار مقدراً بأقل من قيمته بحوالى ٢٠٪ .

وبالنسبة للمارك الألماني ، فقد كان مقدراً بأكثر من قيمته بحوالى ٨٪ وذلك طبقاً لأساس حقيقى ومتعدد الأطراف ، إلا انه بمقارنة ذلك بأسعار الصرف الثنائية وباستخدام تقديرات مستويات توازن اسعار الصرف يتضح أن المارك الألماني كان مقدراً بأكثر من قيمته بحوالى ٢٠٪ فى مقابل الدولار الأمريكى .

وتقوم الأحكام الناتجة عن تطبيق فكرة الفروق فى اسعار الفائدة بتدعيم الاستنتاج القائل بعدم توافق اسعار صرف العملات الرئيسية .

وينظرة مستقبلية تمتد الى ٥ سنوات (مابعد ابريل ١٩٩٥) ، فإن اسعار الفائدة الحقيقية فى الولايات المتحدة الأمريكية تزيد عن مثيلتها اليابانية بحوالى ٢ ٪ سنوياً على الأقل .

وينعكس ذلك ضمناً على الاسواق المالية فى ارتفاع سعر صرف الين فى مقابل الدولار بحوالى ١٠٪ على الأقل .

وعلى أساس مايلخصه الجدول رقم ٤٠٢ من تطبيقات، فإننا نستنتج ان الإطار التقييمى قد قام بإرسال " اشارات صحيحة " فى تلك الحالات التى ينظر لها على انها الأكثر حدة فى التعبير عن عدم توافق اسعار صرف العملات الرئيسية فى فترتى الثمانينات والتسعينات .

ويمثل ذلك اختباراً ضعيفاً للإطار العام ، إذ انه لايجب الاعتقاد بأن المنهجية الجديدة لن تقوم بإرسال " إشارات خاطئة " عند حدوث حالات حادة من عدم التوافق .

والإجراء الوقائى الواجب اتخاذه لتفادى " الإشارات الخاطئة " هو التركيز على فئتين بديلتين لتقديرات الحساب الجارى الأساسى ، بجانب تحليل الاختلاف بين التقديرات المبنية على النموذج والتوقعات الاقتصادية العالمية .

قدم الجزء السابق وصفاً عاماً للإطار العام للتوازن الكلى الذى وضعه صندوق النقد الدولى

الجدول ٤٠٢: تقييم لأسعار الصرف السائدة فى ابريل ١٩٩٥

انحراف سعر الصرف الحقيقى والمتعدد الأطراف عن مستوى توازن الاجل المتوسط (نسبة مئوية)	الحسابات الجارية			الولايات المتحدة
	معايير الادخار-الاستثمار	الاساسية (نسبة فى الناتج المحلى الاجمالى)	١٩٩٥ الحالية	
١٩	٢,١-	٠,٧-	١,٨-	اليابان
٣١-	٢,٦	٠,٩	٠,٢	المانيا
٨-	١-	١,٩-	٠,٩-	

تشير الارقام الموجبة الى ان اسعار الصرف السائدة شهدت تقديرا بأقل من قيمتها وذلك بالنسبة لتقدير مستويات التوازن فى الاجل المتوسط.

فى السوات الأخيرة وكان ذا فائدة كبيرة فى تقييم أوضاع الحساب الجارى الأساسى واسعار الصرف . وما سبق عرضه ، نستخلص النقاط التالية :

- يعتبر تقييم سعر الصرف جزءاً أساسياً من المسئوليات الرقابية لصندوق النقد الدولى - وبالرغم من أن هذا التقييم يعتمد على معلومات وأحكام غير مدرجة فى إطار عام تحليلى رسمى إلا أن وجود إطار عام يتميز بالشفافية والمنهجية من الممكن أن يحقق درجة عالية من الإتساق المتعدد الأطراف .

- إن الإطار العام للتوازن الكلى الذى تم وصفه هنا قد تمت إعادة صياغته وتوسيعه بطرق متعددة وكثيرة، إلا أنه يعكس المنهج الذى يعتمد عليه صندوق النقد الدولى فى العقود الثلاثة الأخيرة .

- وعند تطبيق التقييم الخاص بالإطار العام ، نجد أن ما يعطيه صندوق النقد أولوية هو البحث عن " الحالات التى تعبر عن عدم توافق سعر الصرف بطريقة كبيرة " اسعار خاطئة " وليس تحديد اسعار الصرف المستهدفة ، إذ ان تقديرات مستويات توازن اسعار الصرف لا يمكن أن يتم وضعها فى إطار حدود ثقة ضيقة .

وتتجه المنهجية - كإطار يساعد فى تحديد حالات عدم التوافق الشديد فى اسعار الصرف - الى تقييم المدى الذى تتسق فيه أسعار الصرف السائدة فى السوق مع مبادئ الأجل المتوسط .
ومن المهم معرفة ان الانحرافات الجوهرية لأسعار الصرف عن توازن الأجل المتوسط من المحتمل ان تكون انعكاساً لإعتبارات دورية أو نتيجة لسياسات غير مناسبة ، ولاتشير دائماً الى وجود خطأ ما بالأسواق .

عند تطبيق الإطار، للتوازن الكلى، والخاص بصندوق النقد الدولى، سيتم تقسيم العملية الى عدة خطوات .

تركز أول خطوة على كلاً من التوقعات الاقتصادية العالمية ، وعلى الحسابات المبنية على نموذج معادلات التجارة كتقديرين منفصلين لما سيكون عليه أوضاع الحساب الجارى وذلك فى حالة تحرك كل الدول فى اتجاه أقصى قدرة تشغيل للناتج وثبات اسعار الصرف الحقيقية عند المستويات السائدة فى السوق .

وتهتم الخطوة الثانية بمحددات الادخار والاستثمار وذلك بعد استخدام نموذج مختلف ، كما انها تقوم باشتقاق تقديرات توازنية أو طبيعية لأوضاع الحساب الجارى بالاتساق مع سلوك الادخار والاستثمار فى الأجل المتوسط .

وتقوم الخطوة الثالثة بحساب الى أى مدى تختلف اسعار الصرف السائدة عن مستويات التوازن فى الأجل المتوسط فى إطار أوضاع الحساب ومعايير الادخار والاستثمار .

أما الخطوة الرابعة فتتعلق بتقييم ما إذا كانت تقديرات اسعار الصرف المتسقة مع مبادئ الأجل المتوسط تفترض عدم توافق جاد فى اسعار صرف العملات .

فى حالة اختلاف اسعار الصرف بطريقة جوهرية عن مستويات توازن الأجل المتوسط ، يجب أخذ السياسات النقدية والضريبية فى الاعتبار .

ويصفة عامة ، فإن صندوق النقد الدولى يقوم ببناء توصياته على اساس تقييم الى أى مدى تتسق السياسات مع الأهداف المراد تحقيقها ، عن تقييم الى أى مدى تنحرف فيه اسعار الصرف عن تقديرات مستويات التوازن .

الهوامش

١- من منظور المحاولات التجريبية لشرح السلوك قصير المدى لمعدلات سعر الصرف انظر Meese and Rogoff (1983) , (1988), Mac Donald and Taylor (1992), Frankel and Rose (1995)

٢- مسوحات المستثمرين المؤسسين

eg ., Taylor and Allen (1992) and Group of ten Depufies (1993)

وقد توصلوا إلى أن المشاركين في الاسواق وهم يدفعون معدلات سعر الصرف إلى أعلى أو إلى أسفل، يؤسسون أوضاع عملتهم نحو مدى جوهرى على جداول أو صيغ أخرى من "التحليل التكنيكي" من الاتجاهات الحديثة جدا أو النماذج الأخرى في السلوكيات الملحوظة لمعدلات سعر الصرف ، أكثر من تأسيس تجارتهم كلية على تحليل القواعد الاقتصادية الكلية - كما وجدت صفات مماثلة في الأسواق للأسهم والاصول المالية الأخرى، انظر (Shleifer and Summers 1990) ويحتاج الأمر لناقشة ما إذا كان الاعتماد على التحليل التكنيكي يمثل تصرفا غير منطقي أم لا . وثمة كتابات حول ترشيد مثل هذا التصرف في محيط من المعلومات المحددة عن القواعد الاقتصادية الكلية أنظر (Gennotte and Leland 1990 De long and other 1990 a,b), انظر (Banerjee 1992, Romer 1993) يتضح من مسح البيانات أن المساهمين في السوق لديهم توقعات لمعدل فائدة ذى صفات مغايرة، انظر Ito Bryant 1990 وقد وجد أيضا في التجارب الزائفة أن انواعا متعددة من استراتيجيات التجارة مبنية على تحليل تكنيكي تولد احصائيا فوائد جوهرية ، انظر (Dooley and Shafer (1983) , Sweeney (1986), Cumby

٣- أنظر على سبيل المثال Engle and Rogers (1977) , Isard (1977), and Modest (1987), (1996)

٤- من المقارنات الكمية لمستويات المعيشة في دول مختلفة تلاحظ أن أسعار السلع غير القابلة للتجارة والخدمات ، بالنسبة لأسعار السلع القابلة للتجارة ، تتجه للارتفاع في الدول ذات مستويات الدخل المرتفع عن الدول ذات الدخل المنخفض انظر على سبيل المثال

Gilbert and Kravis (1954), Kravis, Heston, and Summers (1982), Summers and Heston (1991), Balassa (1964) and Samuelson (1964), وكلهم افترضوا أن هذا الانتظام

التجريبى يعكس اتجاهها نحو الإنتاجية فى قطاع السلع القابلة للتجارة لارتفاع نسبى فى الإنتاجية فى قطاع السلع غير القابلة للتجارة كلما توسع الدخل الحقيقى . وقدّم Isard and Symansky (1996) ملخصاً لاختبارات قياسية لفرضية Balassa - Samuelson والتي تأسست على بيانات منظمة دول OECD إلى جانب بعض التوقعات لمنطقة مجلس التعاون الاقتصادى لآسيا والباسفيك.

٥- مراجعات حديثة من الكتابات فى هذا الشأن قدمها

Breuer (1994), Isard (1995) Me Donald (1995), Froot and Rogoff (1995), Rogoff (1996) .

٦- انظر Artus and Knight (1984) and Clark and others (1994).

فى بعض الحالات الاعتماد على مكافئ القوة الشرائية لتحديد السياسة أدى إلى صعوبات جوهرية كما حدث فى بريطانيا العظمى من العودة لقاعدة الذهب فى أبريل ١٩٢٥ والتي كانت مبنية على حسابات تظهر أن العودة إلى مكافئ الذهب الذى كان سائداً قبل الحرب سيعيد تقريباً مكافئ القوة الشرائية للاسترليني فى مقابل الدولار الأمريكى ، الأمر الذى انتهى إلى عواقب وخيمة للاقتصاد البريطانى، انظر Moggridge (1972), and Kindleberger (1984)

٧- انظر ipschitz and Mcdonald (1992), Turner and Van t'dack (1993), and Marsh and Tokarick (1994) لتوقعات حول مؤشرات تنافسية مختلفة . وللتوضيح تشير بيانات اليابان إلى اتجاهات متشعبة واضحة فى قياسات متعددة لمعدل سعر الصرف الحقيقى خلال العقود الأخيرة .

٨- انظر Isard and Symansky (1996)

٩- Artus (1978), and Artus and Knight (1984)

١٠- Williamson(1985)

وخاصة أن الادخار Y ناقص الاستثمار I يساوى الناتج Y ناقص الامتصاص (وهو كمية الاستهلاك الخاص c ، والاستهلاك الحكومى G ، والاستثمار I) ، والذى يساوى كذلك الصادرات X ناقص الواردات M . ممثلاً لمفهوم الدخل القومى للحساب الجارى (CUR) . وحينما يتم تطبيق مدخل الميزان الاقتصادى الكلى ، وينبغى الأخذ فى الاعتبار الفروق التعريفية بين مختلف مفاهيم الحساب

الجارى ، خاصة فيما يخص معاملة المدفوعات والمتحصلات لعوامل الخدمات والتحويلات.

١٢- انظر على سبيل المثال Knight and Masson (1988), and williamson (1994) النموذج المنفرد من المعادلات المختصرة ، مع معدلات سعر صرف كمتغيرات تابعة ، تستخدم كذلك لتقييم المدى الذى تنحرف إليه معدلات سعر الصرف عن تقديرات مستويات توازنهم متوسط أو طويل المدى . وفى بعض هذه النماذج تجذب انحرافات المعادلات ذات التكوين المختصر كلاً من إطار الميزان الاقتصادى الكلى وإطار مكافئ ، القوة الشرائية المعدل الذى يسمح - ضمن أشياء أخرى - لاتجاهات فى مستويات الانتاجية النسبية (تأثيرات Balassa Samuelson) ومتغيرات شروط التجارة . ولكن بعكس إطار الميزان الاقتصادى الكلى ، فإن هذا المدخل لايلقى الضوء عما إذا كانت النظرة لأوضاع الحساب الجارى تبدو ملائمة . انظر

Mussa (1984) and Frankel and Mussa (1985) عن اساس المفاهيم لتلك النماذج المختصرة . انظر التنفيذ التجريبي لدى Farquee (1995) , Mac Donald (1997) , and Goldman Sachs (1996 , 1997) .

١٤- انظر Hinke and Montiel (1997) من أجل مجموعة من الأعمال الحديثة حول تقدير معدلات سعر الصرف المتوازن فى الدول النامية .

١٥- إن توقعات WEO مشروطة بمعدلات اسعار صرف حقيقية غير متغيرة وتفترض الى الاقتصادات تقدم كل طاقاتها من الناتج خلال السنة الأخيرة من فترة تنبؤ السنوات الخمس .

١٦- تجدر الاشارة أن تنبؤات WEO للكثير من الدول مستخرجة كذلك من النماذج الرسمية ، ولكن هياكل هذه النماذج تختلف جوهرياً من دولة لاخرى .

١٧- انظر Goldstein and Khan (1985)

١٨- يستمر العمل بنجاح فى صندوق النقد الدولى لتحسين نموذج التجارة المثالى فى اتجاهات معينة، وللتحرك من نموذج معيارى الى نموذج تقديرى جزئياً لتعديل إطار تقييم معدل سعر الصرف فى نطاق الاتحاد النقدي الاقتصادى الأوربي. ومن ناحية اخرى لتقديم تقديرات لمعلومات مختلفة لكل دولة على حده . ومع افتراض وجود قيود فى المصادر والأولية المعطاة للتغطية العالمية المتصلة بها والإتساق متعدد الأطراف ، فإن بناء النموذج التجارى الدقيق سيكون أيضاً محدثاً نسبياً .

١٩- ان نموذج التجارة لا يتناسب جيداً مع التنبؤ بأوضاع الحساب الجارى لمدة خمس سنوات قادمة أو لتقدير أوضاع الحساب الجارى لتلك السنة ، طالما انه يتضمن بناء مبسطاً يحول دون السماح بتوضيح أى تغييرات مخططة عبر الزمن فى المتغيرات الشارحة فيما عدا الناتج ومعدلات سعر الصرف الحقيقية .

٢٠- مع ان المناقشة هنا تستخرج من حقيقة أن تطورات الحساب الجارى تعكس أحياناً تغييرات هيكلية اساسية ، فمن المهم الأخذ فى الاعتبار التحولات الهيكلية المناسبة فى عملية التقييم، مع تفضيل ذلك عند الوصول الى تقديرات معدلة من اوضاع الحساب الجارى الاساسية، وبطريقة اخرى فى خطوة الرأى الأخيرة من العملية .

٢١- قارن على سبيل المثال مدخل كل من Polak , Williamson and Mahar (1998) , (1995) الذى يشير الى نقص الإجراءات التحليلية المتفق عليها لنمذجة أوضاع الحساب الجارى المتوازن وهذا يدل على ضعف اساس فى تطبيقات صندوق النقد الدولى لمدخل الميزان الاقتصادى الكلى خلال السبعينات والثمانينات .

٢٢- القياس المستخدم هنا هو نسبة السكان فى سن ١٩ فأقل أو ٦٥ فأكثر (مجتمعين) لعدد السكان بين سن ٢٠ - ٦٤ سنة كما تم حسابها من بيانات الأمم المتحدة " توقعات السكان فى العالم ١٩٩٢ " . وقد توصل (Mason , Bayoumi , and Samiei (1995) الى ان فصل نسبة الإعالة الكلية داخل نسب الإعالة للشباب والمسنين لا يوجد بينها فرق يذكر عند شرح سلوك الادخار . وعند استنتاج معادلات لميزان الادخار - الاستثمار اكتشف DeBelle and Faruquee (1996) أن التغير المخطط فى نسبة الإعالة خلال السنوات الخمس لاقف WEO لم يكن يتضمن تفسيراً جوهرياً قوياً فى نموذج يتضمن كلاً من مستوى معدل الإعالة والادخار النقدية .

٢٣- لقد قدرت معادلات الادخار والاستثمار باستخدام بيانات من القائمة للدول الصناعية. وبسبب قيود البيانات فإن هذا التقدير لم يمكن تطبيقه على الدول النامية أو ذات الاقتصادات الانتقالية .

٢٤- هذا افتراض مبسط ، متسق مع معظم النماذج التجريبية المقدره الأخرى للادخار والاستثمار . وثمة إطار اقتصادى كلى اكثر تكاملاً يمكن ان يميز أن معدل سعر الصرف الحقيقى ربما

يؤثر على الادخار والاستثمار من خلال تأثيراته على توزيع الدخل وشروط التجارة ، ومكاسب قطاع السلع القابلة للتجارة .

٢٥- هناك مناقشة طويلة حول المشكلات الاقتصادية للعجز العام، انظر (Barro (1989 and Bernheim (1989 لمراجعات التوقعات الريكاردية والنيوكلاسيكية . ان معرفة ما اذا كانت تأثيرات الزيادة فى الفائض النقدى على الادخار الكلى إيجابية أو يمكن تجاهلها أو حتى سلبية مسألة ترتبط بالظروف الاقتصادية الخاصة بما فى ذلك إستمرارية الدين وإختلالات سوق رأس المال . وتتجه الدراسات التجريبية المختلفة (انظر المناقشة فى May 1996 World Economic Outlook) لاقتراح انه بالنسبة لدولة ذات عجز عام ضخم فإن الاندماج النقدى يمكن ان يكون له تأثير موسع على النشاط الاقتصادى الذى يجرى من خلال تخفيض فى علاوات معدل سعر الفائدة ، وهذا من المفترض ان يكون مرتبطاً بزيادة فى الاستثمار ونقص فى الادخار الاحتياطى وانخفاض فى ميزان الادخار - الاستثمار للدولة ، وهو عكس النموذج الذى قدر ان يكون طبيعياً من قبل فى النموذج الحالى للادخار - الاستثمار - وربما تثبت اعمال البحث والتقصى فيما بعد عبر تجارب الدول فيما يتعلق بتأثيرات السياسة النقدية ، تثبت انها مفيدة نحو مزيد من الفهم لتلك القضايا وربما يحسن النموذج الذى بنيت على أساسه قواعد الادخار - الاستثمار .

٢٦- تظهر البيانات الخاصة بالأوضاع النقدية الهيكلية عاماً بعد عام تغييراً أكثر مما هو مرغوب فيه فى قواعد الادخار - الاستثمار ، وبالتالي ، فحساب تلك المعايير فإن الأوضاع النقدية الهيكلية يتم صقلها باستخدام مؤشر تنقية Hodrick - Prescott .

٢٧- إن التوسع فى نماذج الادخار - الاستثمار تلك خلال عام ٢٠٠٢ مبنى على توقعات WEO فى اغسطس ١٩٩٧ ، من المتغيرات التى دخلت معادلات الادخار والاستثمار .

٢٨- ان نموذج ايطاليا مبنى على علاقة مختلفة بين ميزان الادخار - الاستثمار والاضاع النقدية الهيكلية أكثر من نماذج الدول الصناعية الكبرى الاخرى .

٢٩- من المعروف ان التحليل يتطلب تعديلاً للحالات التى تكون فيها الأوضاع النقدية السائدة غير مستمرة (مثلاً، حينما كان لدى إيطاليا عجز نقدى هيكلى مقداره ١٠٪ من الناتج المحلى الاجمالى عام ١٩٩٢) ، لأنه من غير المنطقى اعتبار نماذج الادخار - الاستثمار التابعة كموازن متوازنة .

- ٣٠- كما سبقت الإشارة هذا الفرض المبسط يمكن ان يخفف من حيث المبدأ بتضمين خط ادخار استثمار غير رأسى ولكنه متنسق مع نماذج تجريبية اخرى كثيرة لها سلوك الادخار والاستثمار .
- ٣١- فى نموذج اكثر دقة ربما يودى التماسك النقدى الى تحول نحو اليسار فى خط الادخار الاستثمار ، وبالتالي ينشأ ارتفاع فى معدل سعر الصرف المتوازن على المدى المتوسط ، كلما كان العجز الهيكلى العام كبيراً منذ البداية .
- ٣٢- وكتنظيم لعمل مستقبلى ، هناك ميل لربط الاحكام الخاصة بالسلوك الدورى لأسعار الصرف بمحاكاة نموذج ديناميكى لتوازن الاقتصاد الكى مثل : Multimod وذلك مع إدراك ان سلوك اسعار الصرف بصفى عامة ، تعتمد على طبيعة الصدمات التى تقوم بتوليد الدورة الاقتصادية . ويتناول الجزء الثامن مناقشة الخطوة الأولى فى هذا الإتجاه .
- ٣٣- هناك جزء هام من البحث التجريبى يوضح أن الفروق فى اسعار الفائدة لاثملى مؤشرات جيدة للتنبؤ بوجود تغيرات فى اسعار الصرف فى الأفق الزمنية القصيرة ، وتقوم هذه الفروق غالباً بالتنبؤ بالتغير فى سعر الصرف بإشارة خاطئة .
- وعلى النقيض فى ذلك، فإن الإفتراض هنا هو انه يتم الاعتماد على الذوق فى اسعار الفائدة الحقيقية لتقدير توقعات السوق حول التطور فى اسعار الصرف الحقيقية فى الأجل المتوسط .
- ولكن هذا الإفتراض يثير التساؤل فى ظروف واوضاع كثيرة .
- ٣٤- وللتعرف على تطبيق بديل وحديث للإطار الخاص يتوازن الاقتصاد الكلى فى الدول الصناعية الكبرى ، انظر : Driver , Wrenlewis (1998)والذى يستخدم " معايير الادخار - الاستثمار " (الحساب الجارى المستهدف) المقدمة من Mahar , Williamson (1998).
- ٣٥- لمزيد من التعرف على نموذج " Multimod ؟ انظر ، Meredith , Symansky , (1990) Mesron و Laxton وآخرين (١٩٩٨) .
- ٣٦- ان نموذج Multimod لا يستخدم عادة " كنموذج للتنبؤ ، ولكن من الممكن التفكير فى ان مسار سعر الصرف الحقيقى لدولة ما يعتبر نموذج متنسق لمسار التوازن حيث يقوم سعر الصرف فى حالة الثبات فى الأجل الطويل بتحقيق نفس الشروط التى يستخدمها الإطار العام لتوازن الاقتصاد الكلى فى تحديد مستوى توازن سعر الصرف فى الأجل المتوسط .

ويعكس المسار الاساسى لنموذج "Multmod مجموعة من الفروض التحكيمية الخاصة بسرعة التقارب فى معدلات النمو للدول المختلفة . وتكون مستويات اسعار الصرف فى حالة الثبات اكثر حساسية لهذه الفروض .

٣٧- ويحتوى التحليل فى الجزء الثامن - على مجموعة من التعديلات الخاصة بنموذج " Matimod وعلى عملية إعادة تقدير لمعادلات التجارة الخاصة باليابان. وتعتبر الإستنتاجات الخاصة بأسعار الصرف التوازنية للين مشابهة للإستنتاجات التى تم التوصل لها طبقاً ١٨٥ للإطار العام المطبق فى هذا الجزء.

٣٨- وتتفاعل المصادر المختلفة لعدم التؤكد الذى يحيط بنموذج الادخار والاستثمار ونموذج التجارة بطريقة ما تؤدي الى إستحالة حساب حدود ثقة إحصائية إلا إذا تم وضع إفتراضات مبسطة وغير واقعية .

ووفقاً للإفتراض المتطرف الذى يدعى بأن تقديرات أوضاع الحساب الجارى الاساسى تعتبر محددة ، فإن الخطأ المعيارى لنموذج الادخار - الاستثمار يدل على ان الإنحراف المعيارى حول توازن سعر الصرف سيصل الى $+ ٨.٥\%$ أو $- ٨.٥\%$ وذلك بالنسبة للدول الصناعية الكبرى وكندا، إلا انه سيكون اكبر بالنسبة للولايات المتحدة ولليابان . انظر Kramer ١٩٩٦

٣٩- على النقيض فى ذلك ، وكما هو موضح بالتفضيل فى القسم الخامس ، فإن نموذج التجارة المعيارى يستخدم فى توليد تقديرات لاوضاع الحساب الجارى الاساسى بالنسبة لستة مجموعات مكونة فى الدول النامية ومن الدول ذات المرحلة الانتقالية .

٤٠- ان عملية التقييم لاتقوم بأى نوع من التعديلات للتغيرات المتوقعة فى اسعار الصرف والتى تعكسها الفروق فى اسعار الفائدة فى الأجل المتوسط .

٤١- وهناك مقترح تقليدى يركز على مكافىء القوة الشرائية ، والمؤشرات التنافسية الأخرى، كما يشير الى العجز الكبير فى الحساب الجارى لكل فى إيطاليا والمملكة المتحدة ويقترح هذا المقترح ان هذه العملات كانت مقدرة بأكثر من قيمتها فى صيف ١٩٩٢ .

واكثر من ذلك ، فإن الوضع الدورى فى المملكة المتحدة يقترح انه من غير المناسب تطبيق سياسة محلية . من شأنها الإبقاء على سعر فائدة مرتفع وكانت هذه السياسة تفتقر الى الثقة فى الاسواق المالية .