

متى يكون التدخل في سوق الصرف الأجنبي أفضل وسيلة لمساعدة البلدان على تجاوز الصدمات؟¹

Suman Basu

Sonali Das

Olamide Harrison

Erlend Nier

إن التدخل في أسعار الصرف الأجنبي يمكن أن يساعد البلدان على التعامل مع الصدمات بأفضل شكل ممكن. إن التدخل، عندما يكون مناسباً، يجب أن يستخدم كجزء من نهج سياسي متكامل يتضمن أدوات سياسية أخرى للتخفيف من المخاطر.

مع قيام البنوك المركزية الكبرى الآن بخفض أسعار الفائدة، فإن دورة أسعار الفائدة العالمية تتحول. وهذا يوضح مدى التقدم الذي أحرزته مكافحة التضخم في العديد من الاقتصادات المتقدمة. ولكن مع استمرار عدم اليقين الاقتصادي، فإنه يثير أيضاً المخاوف بشأن التأثيرات غير المباشرة المحتملة. إن أسعار الفائدة المنخفضة يمكن أن تحفز تدفقات رأس المال مع بحث المستثمرين عن العائد. ويمكن أن تنعكس مثل هذه التدفقات بشكل حاد عندما تؤدي الصدمات المعاكسة إلى تشديد متجدد للظروف المالية. ولحماية استقرارها الاقتصادي والمالي، يمكن لإطارنا السياسي المتكامل أن يساعد في معايرة أفضل مزيج ممكن من السياسات في مواجهة مثل هذه التقلبات. وفي عالم أكثر عرضة للصدمات، يجب على صناع السياسات أن يكونوا أكثر مرونة في استخدام الأدوات التي تم معايرتها بشكل جيد ومناسبة لظروف محددة. يُظهر إطارنا أنه في غياب الاحتكاكات السوقية، غالباً ما تكون السياسات النقدية والمالية كافية لمعالجة تأثير الصدمات الخارجية. ولكن هذا يوضح أيضاً كيف يمكن أن يكون استخدام أدوات إضافية مفيداً في ظل ظروف معينة.

¹ When Foreign Exchange Intervention Can Best Help Countries Navigate Shocks, IMF BLOG., Oct 10,2024, [Link](#)

على سبيل المثال، إذا تسببت تدفقات رأس المال السريعة في شل أسواق التمويل الحاسمة وتسببت في انخفاض حاد في سعر الصرف، فيمكن للبنك المركزي بيع احتياطات النقد الأجنبي، أو إقراضها، لتحقيق الاستقرار في الأسواق وحماية الاستقرار المالي. ومع ذلك، فإن التدخل في سوق الصرف الأجنبي قد يكون مكلفاً وينطوي على مقايضات مهمة. والتدخل في كثير من الأحيان قد يؤدي إلى الرضا عن التعرض المتزايد لتحركات أسعار الصرف. ولا ينبغي استخدامه كغطاء للحصول على مزايا تجارية تنافسية غير عادلة.

توضح مبادئنا للتدخل في سوق الصرف الأجنبي، أو FXI، متى قد يساعد البلدان ذات أسعار الصرف العائمة – أو بعبارة أخرى حيث يتم تحديد سعر الصرف بشكل أساسي من قبل السوق. كما تسلط الضوء على الحالات التي لا يكون فيها التدخل مستحسنًا.

نحن نعمل على دمج هذه المبادئ، التي نشرت لأول مرة في ديسمبر/ كانون الأول، في عمليات الفحص الاقتصادي السنوية للدول الأعضاء، والمعروفة باسم مراجعات المادة الرابعة. وسوف نستكشف هذه القضايا خلال الأحداث والمناقشات مع الأعضاء في الاجتماعات السنوية المقبلة لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي في واشنطن.

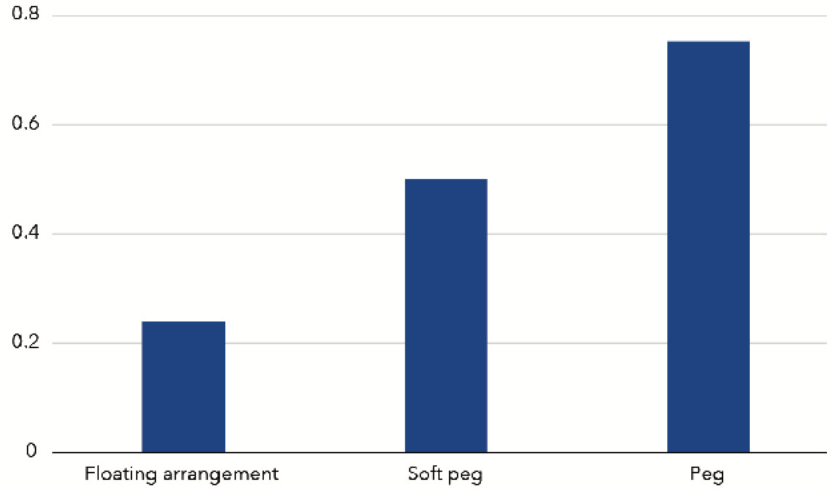
أسعار الصرف العائمة كمجموعة أدوات

إن البلدان التي تطبق أسعار صرف عائمة تختار عادة هدفًا للتضخم وتستخدم أسعار الفائدة لتحقيقه. وفي هذه الحالات، يُسمح لأسعار الصرف بالتعديل بحرية للمساعدة في تحقيق توازن أفضل للطلب على الواردات والصادرات والمساعدة في الحفاظ على التوازنات الخارجية.

وفي الطرف الآخر من الطيف، تربط حوالي ثلثي البلدان عملاتها بعملة أخرى أو تدير سعر الصرف بطريقة أخرى. وفي هذه الحالات، تتبع أسعار الفائدة التي تحددها البنوك المركزية عن كثب تلك التي تحددها الدولة الأساسية، ولا يمكن استخدامها بشكل مستقل للاستجابة لصددمات الطلب أو العرض المحلية. وعادة ما يتم استخدام التدخل بالتوازي للحفاظ على الربط.

FX intervention is used by countries that peg currencies or have more flexible exchange rates

Average monthly net FXI as a percent of GDP



Sources: Adler and others (2024), IMF AREAER (2022).

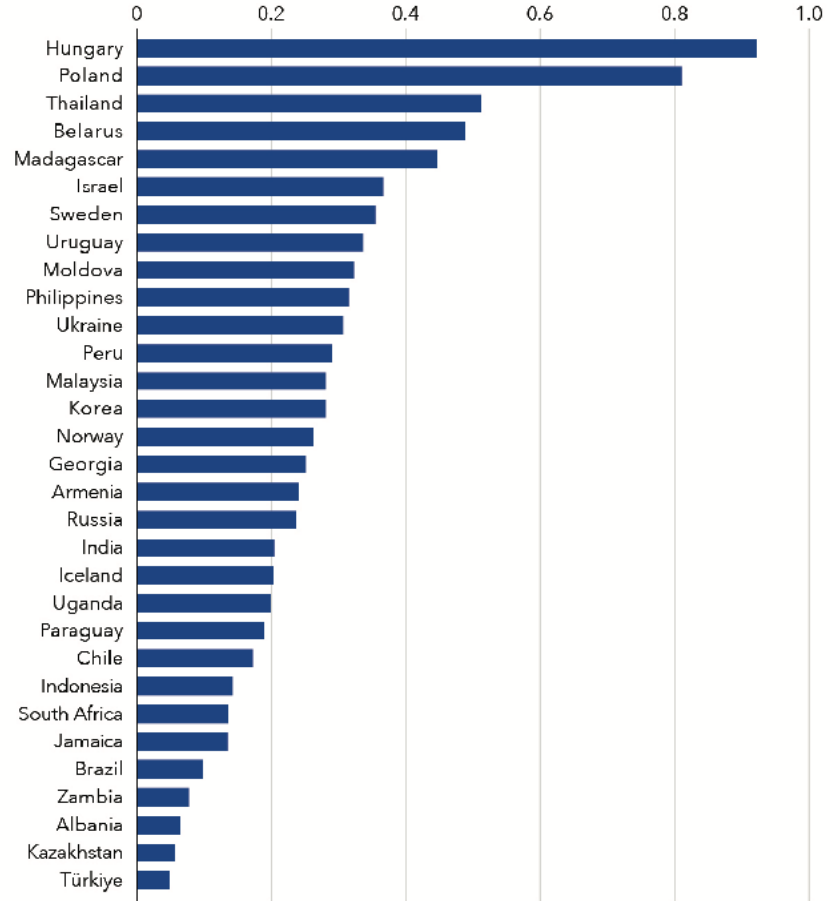
Note: Bars show average of absolute value of monthly FXI from 2018 - 2021 in percent of 3-year moving average GDP. Official FXI data where available, estimates of spot FXI otherwise.

IMF

وتركز المبادئ على البلدان التي تطبق أسعار صرف مرنة. وتتمتع أغلب الاقتصادات المتقدمة بأسعار صرف مرنة بالكامل، والمعروفة باسم التعويم الحر. وبعض هذه البلدان، مثل كندا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة، لا تتدخل تقريباً أبداً. وبدلاً من ذلك، تسمح للأسواق بتحديد قيم عملاتها، حتى في أوقات التوتر. ومع ذلك، لا تزال البنوك المركزية في أنظمة التعويم الأخرى تتدخل في بعض الأحيان.

FXI can be sizable even for countries with floating exchange rates

Average monthly net FXI as a percent of GDP



Sources: Adler and others (2024), IMF AREAER (2022).

Note: Bars show average of absolute value of monthly FXI from 2018 to 2021 in percent of 3-year moving average GDP. Official FXI data where available, estimates of spot FXI otherwise. The value is zero for the US, UK, New Zealand, Mexico, Japan, Czech Republic, Colombia, Canada, and Australia.

IMF

إن إطارنا السياسي المتكامل يدرك أن الاقتصادات المفتوحة مالياً قد تكون أكثر عرضة للصدمات، وبالتالي فإن أسعار الصرف المرنة بالكامل قد لا تعمل بشكل جيد دائماً. ولهذا السبب فإننا نحدد ثلاثة ظروف يمكن للبنوك المركزية أن تفكر فيها في استخدام أدوات الدين العام لمعالجة صدمة كبيرة:

١. عندما تصبح أسواق الصرف الأجنبي غير سائلة، يمكن للبنك المركزي استخدام أدوات الدين العام لإدارة التغيرات الحادة في الظروف المالية التي قد تنشأ عن تدفقات رأس المال وضغوط أسعار الصرف والتي تهدد الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي.

٢ . حالة التعرض للعملات غير المغطاة، يمكن للبنك المركزي استخدام أدوات الدين العام لمواجهة الانخفاض الحاد في العملة والذي من شأنه أن يؤدي بخلاف ذلك إلى أزمة، مثل الأزمة التي تنطوي على تخلف القطاع الخاص على نطاق واسع عن سداد الديون المقومة بالدولار .

٣ . حالة احتمال أن يتسبب الانخفاض الحاد في القيمة ليس فقط في زيادة مؤقتة في أسعار السلع والخدمات ولكن أيضاً في رفع توقعات التضخم، يمكن للبنك المركزي أن يفكر في استخدام أدوات الدين العام جنباً إلى جنب مع رفع أسعار الفائدة لاحتواء هذه التأثيرات . إن الاستخدام التكميلي لأدوات الدين العام من الممكن أن يقلل من التأثير السلبي على النمو الناجم عن السياسة النقدية الأكثر صرامة .

إن هذه الحالات مضمنة في نماذج صندوق النقد الدولي المفاهيمية والكمية، كما أنها تعتمد على العمل التجريبي والاعتبارات من خارج النماذج .

عيوب التدخل

كما يدرك إطارنا أن الاستثمار الأجنبي المباشر قد يتخلى عن بعض فوائد المرونة الكاملة لسعر الصرف عندما يتعلق الأمر بالتعديل الاقتصادي الكلي، مثل تحول الناس والشركات بين السلع والخدمات المحلية والأجنبية . وهناك اعتبار مهم آخر وهو أن تجميع الاحتياطات والاحتفاظ بها للاستثمار الأجنبي المباشر أمر مكلف .

إن التدخل قد يخلف آثاراً جانبية غير مقصودة . فالإفراط في الاستخدام قد يعوق تطور أسواق الصرف الأجنبي من خلال الحد من الحوافز المتاحة للقطاع الخاص لتداول العملات أو التحوط . كما أن التوقعات بأن يتدخل البنك المركزي لوقف الخسائر قد تخلق خطراً أخلاقياً . فضلاً عن ذلك فإن ضعف التواصل بشأن مؤشر أسعار الصرف الأجنبي قد يؤدي إلى حدوث ارتباك بشأن وظيفة رد الفعل السياسي للبنك المركزي والأداة الرئيسية لتحقيق هدف التضخم .

في ضوء هذه العيوب، يوصي إطار عمل السياسات الاستثمارية بالتدخل فقط في الحالات التي وصفناها أعلاه وعندما تكون الصدمات كبيرة بما يكفي لتهديد الاستقرار الاقتصادي أو المالي، مثل التقلبات الحادة غير العادية في سعر الصرف أو الظروف المالية . وفي هذه الحالات، لا ينبغي استخدام التدخل

لتجنب تعديل السياسات النقدية والمالية. وإذا كانت الاحتياطات نادرة، فقد يكون من الأفضل الاحتفاظ بها حتى تلوح في الأفق صدمات أكبر.

وعندما يتبين أن التدخل مناسب، فإن مثل هذا التدخل يصبح أكثر فعالية كجزء من نهج سياسي مشترك يدمج أدوات الاقتصاد الكلي والأدوات المالية الأخرى. وحتى قبل وقوع الصدمة، ينبغي للدول أن ترغب في تعميق أسواق النقد الأجنبي لديها، مما يجعلها أكثر مرونة في مواجهة الضغوط. ومن الممكن أن تعمل التدابير الاحترازية الكلية المناسبة على الحد من الاقتراض المحفوف بالمخاطر بالعملات الأجنبية. ومن الممكن أن تعمل الدول على ترسيخ توقعات التضخم بشكل أفضل للحد من الحاجة إلى التدخل في حالة وقوع الصدمات.

ويعمل إطارنا على تحديث نصيحتنا من خلال النظر في الاستخدام الأكثر تكاملاً لمجموعة أوسع من أدوات السياسة لمعالجة احتكاكات السوق والصدمات الكبيرة. ويهدف الإطار أيضاً إلى تعزيز المناقشات السياسية مع الدول الأعضاء بينما نقوم بانتظام بتقييم نقاط ضعفها واستجاباتها المحتملة. ومن الممكن أن يساعد إطار السياسات المتكاملة البلدان على التكيف مع ظروفها الفريدة بينما تستعد لتحمل حالة عدم اليقين والصدمات المستقبلية.