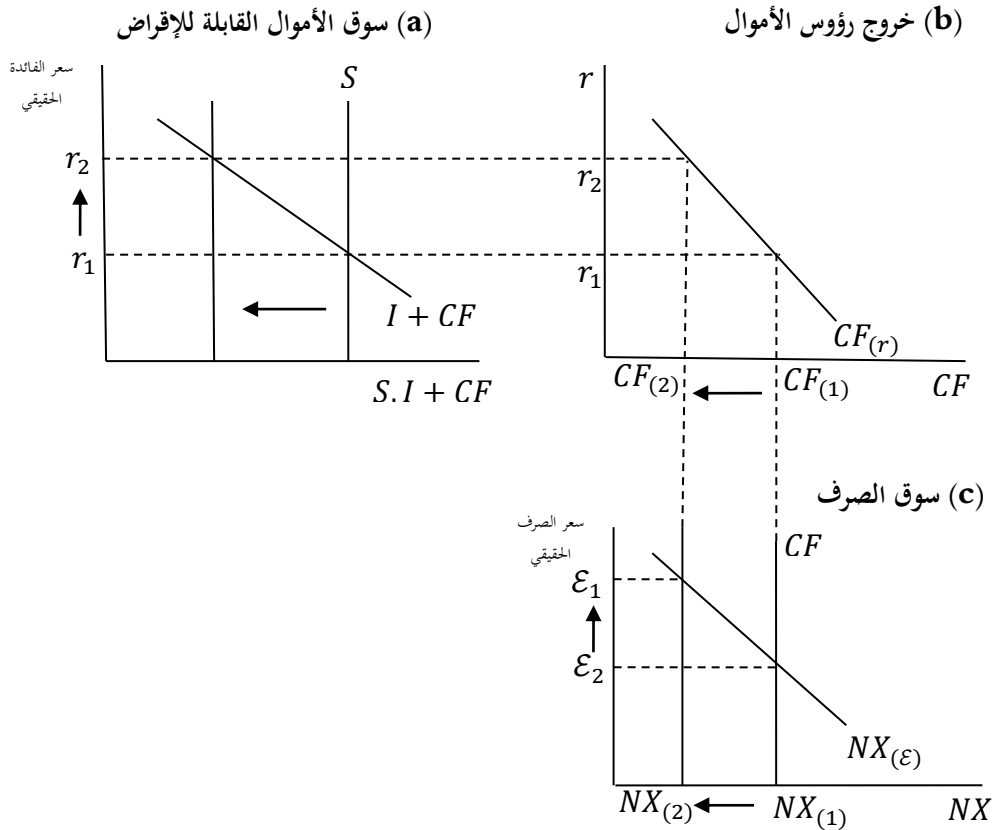


أولاً: السياسة المالية وسعر الصرف

إن أثر السياسة المالية على سعر الصرف يكون عن طريق العديد من القنوات، بعض هذه القنوات يكون لها آثار إيجابية على قيمة العملة في حين يترتب على بعضها آثار سلبية. والتأثير النهائي يعتمد على مدى سيطرة أحد هذه القوى في تحديد قيمة العملة. لغرض التبسيط، لتوضيح آثار السياسة المالية على سعر الصرف نفترض أن البلد يتمتع بالحرية التامة لتنقل رؤوس الأموال الدولية مع نظام سعر الصرف المرن. بداية نوضح التوازن الآني في سوق الأموال القابلة للإقراض والشكل التالي:



من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أنه عند إتباع سياسة مالية توسعية من خلال زيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب. أدت هذه السياسة إلى تخفيض الادخار الكلي بانتقال المنحنى  $S$  إلى اليسار وبالتالي انخفاض عرض الأموال القابلة للإقراض وهذا بدوره أدى إلى ارتفاع سعر الفائدة التوازني إلى  $r_2$ . وسعر الفائدة المرتفع أدى إلى انخفاض الاستثمار  $I$  وصافي خروج رؤوس الأموال  $CF$  نحو الخارج. هذا الانخفاض في خروج رؤوس الأموال أدى إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية الأخرى وبالتالي ارتفاع قيمتها من  $\mathcal{E}_1$  إلى  $\mathcal{E}_2$  ومن ثم انخفاض الصادرات.

يرى خبراء الاقتصاد أن أثر السياسة المالية على أسعار الصرف يمكن أن يكون من خلال قانتين أساسيتين، الأولى تتمثل في ارتفاع أسعار الفائدة ومن ثم تحسين قيمة العملة والثانية زيادة علاوة المخاطرة على الدين المرتفع مما يتولد عليه ضغوط تصاعدية في اتجاه خفض قيمة العملة:

**1-** زيادة الإنفاق الحكومي يولد ضغوط تصاعدية على قيمة العملة نتيجة زيادة أسعار الفائدة المحلية، ويكون هذا في الأجل القصير. لكن هذا الأثر يعتمد على ما إذا كان هذا الإنفاق الحكومي مرحلي أو ذو طابع مستمر. فإذا كان الإنفاق الحكومي مستمر وطويل الأجل سوف يولد ضغوط تصاعدية فعالة وقوية على كل من أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل من الإنفاق المرحلي مما يشجع تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، وبالتالي ارتفاع قيمة العملة. لذلك يعتبر الإنفاق الحكومي المستمر أكثر تأثيرا في رفع قيمة العملة من الإنفاق المرحلي.

لكن هذا الأثر يشوبه نوع من الغموض والالتباس، فعند ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي قيمة العملة المحلية، نتيجة زيادة الإنفاق الحكومي يمكن أن يولد ضغوط تصاعدية في اتجاه تخفيض قيمة العملة. فعند فترة التمويل بالعجز يزيد العجز في الميزان التجاري نتيجة العجز في الميزانية (العجز التوأم) أو نتيجة زيادة النشاط الاقتصادي ومن ثم ارتفاع الطلب على الواردات نتيجة ارتفاع قيمة العملة، وهذا يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة.

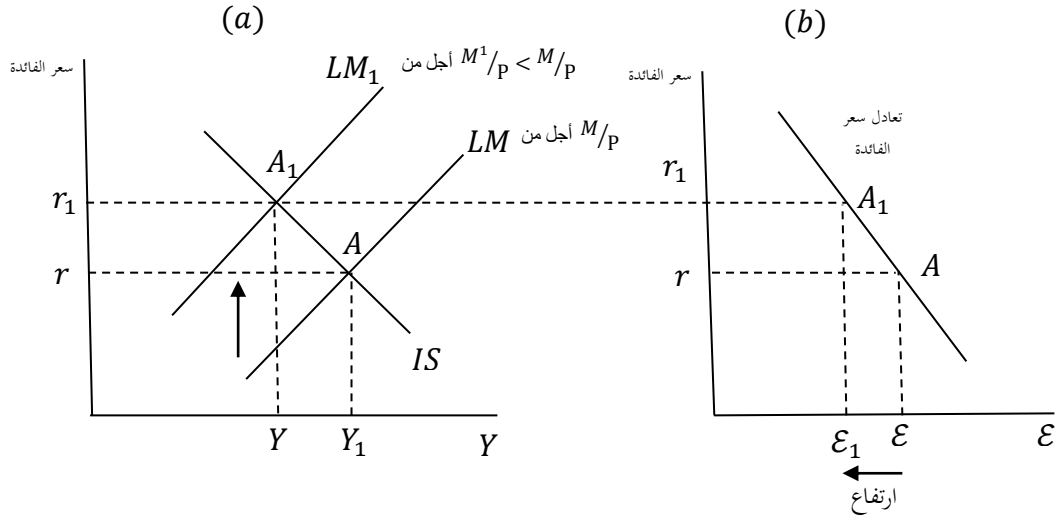
وعليه يمكن القول أن أثر السياسة المالية على سعر الصرف يمكن معرفته من خلال المقارنة بين أيا من الأثرين هو المسيطر، استجابة تدفق رؤوس الأموال لارتفاع أسعار الفائدة المحلية أو تدهور الميزان التجاري الناتج عن زيادة النشاط الاقتصادي والطلب على الواردات. فإذا كانت تدفقات رؤوس الأموال هي المسيطرة فسوف يكون الأثر من خلال حساب رأس المال ومن ثم تكون هناك ضغوط تصاعدية في اتجاه رفع قيمة العملة استجابة للسياسة المالية التوسعية، أما إذا كانت تدفقات رؤوس الأموال منخفضة فإن السيطرة تصبح لصالح الميزان التجاري ومن ثم تتولد ضغوط في اتجاه انخفاض قيمة العملة المحلية نتيجة السياسة المالية التوسعية.

**2 -** لكن زيادة الإنفاق الحكومي يترتب عليه عجز في الميزانية (يسمى التمويل بالعجز)، ومع استمرار الإنفاق الحكومي سوف يستمر عجز الميزانية ومن ثم ارتفاع رصيد الدين الحكومي بدون حدود. وعند حد معين سوف يعتقد المستثمرون الأجانب أن شراء سندات دين هذا البلد يعتبر عملا فيه مخاطرة ومن ثم يعزفون شراء سندات الدين الحكومي أو يطلب المستثمرون الحذرون مقابلا لذلك سندات حكومية مشتملة لعلاوة المخاطرة أو في صورة عائدا أكبر من خلال زيادة أسعار الفائدة المحلية أو خفض فوري للعملة لتشجيعهم على الاحتفاظ بمزيد من سندات الدين الحكومي. في هذه الحالة يمكن أن تؤدي السياسة المالية التوسعية إلى التأثير سلبا على قيمة العملة المحلية في الأجل الطويل حتى يزول التحسن المحقق عند زيادة الإنفاق الحكومي. إن السياسة المالية التقشفية في المراحل التالية يمكن أن يكون أثرها أكبر على قيمة العملة المحلية من أثر السياسة المالية التوسعية خلال المرحلة الأولية، لأن المستثمرين سوف يتوقعون زيادة في معدلات الضرائب مستقبلا ليس فقط بهدف تمويل الزيادة الأولية في الإنفاق الحكومي ولكن أيضا لتمويل مدفوعات الفوائد المستحقة على الدين الحكومي.

وعليه يمكن القول أنه إذا أدت السياسة المالية التوسعية إلى تحسين قيمة العملة المحلية في الأجل القصير نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة ومن ثم تدفق رؤوس الأموال إلى الداخل، إلى أنه إذا لم تكن مستمرة يمكن أن تؤدي في النهاية إلى انخفاض في قيمة العملة المحلية في الأجل الطويل، بشكل أكبر من التحسن المحقق في الزيادة الأولية.

ثانيا: السياسة النقدية وسعر الصرف

تعتبر السياسة النقدية الأداة الأولى التي تعتمد عليها معظم الحكومات للتأثير على قيمة العملة المحلية، خاصة في ظل حرية تنقل رؤوس الأموال الدولية ونظام سعر الصرف المرن. فبعد انهيار نظام بروتن وودز قامت معظم البنوك المركزية بتدخلات متكررة وفي بعض الأحيان بصورة كبيرة في أسواق الصرف بهدف التأثير على مسار سعر صرف العملة المحلية. ولتوضيح أثر السياسة النقدية على سعر الصرف يمكن الاستعانة بالشكل التالي:



يمثل الشكل أعلاه أثر السياسة النقدية الانكماشية على سعر الصرف في اقتصاد مفتوح. في الجزء (a) عند مستوى دخل معطى نلاحظ أنه عند انخفاض العرض النقدي الحقيقي من  $M/p$  إلى  $M^1/p$  أدى هذا إلى ارتفاع أسعار الفائدة نتيجة انتقال المنحنى  $LM$  إلى الأعلى من  $LM$  إلى  $LM^1$ . الكتلة النقدية لا تؤثر على المنحنى  $IS$  وبالتالي لم ينتقل. وهذا يعطينا نقطة توازن جديدة للسوق النقدي حيث انتقل نحو الأعلى إلى  $A^1$ .

في الجزء (b) ارتفاع أسعار الفائدة أدى إلى تحسن قيمة العملة المحلية. وبالتالي السياسة النقدية الانكماشية أثرت سلبا على إجمالي الناتج المحلي وإيجابيا على أسعار الفائدة وتحسن قيمة العملة المحلية. يمكن شرح هذه العلاقة ببساطة، خفض العرض النقدي أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي أصبحت السندات المحلية أكثر طلبا ومن ثم ارتفاع قيمة العملة نتيجة زيادة الطلب عليها لشراء السندات المحلية. وارتفاع أسعار الفائدة وتحسن قيمة العملة أثرا سلبا على الطلب المحلي وإجمالي الناتج المحلي.

وتوجد قانتان يستخدمهما البنك المركزي للتأثير على سعر الصرف، الأولى تتمثل في تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي كبائع ومشتري للعملة المحلية، فإذا كان يريد رفع قيمة العملة فإنه يدخل كمشتري للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية فيزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع قيمتها. وفعالية هذه القناة ترتكز على ما يتوفر لدى البنك المركزي من احتياطات الصرف الأجنبي. أما القناة الثانية فتكون من خلال زيادة أو خفض العرض النقدي وبالتالي القاعدة النقدية التي تؤثر مباشرة على أسعار الفائدة ومن ثم ارتفاع أو انخفاض قيمة العملة المحلية.