

## الثلاثية الممكنة\*

د. أحمد إبراهيم علي\*\*

**تمهيد:** هذه خلاصة لدراسة الباحث Escudé, Guillermo J\*\* بعنوان الثلاثية الممكنة: سعر الفائدة الأمثل ، وسعر الصرف ، وضرائب على تدفقات رأس المال في نموذج توازن عام حركي لا يقيني لاقتصاد صغير مفتوح .

**تعريف مختصر بالثلاثية المستحيلة ومتعلقاتها:** من المعلوم أن المنهج المعتاد في نظرية الاقتصاد الكلي درج على القول بالثلاثية المستحيلة **Impossible Trinity** أي عدم إمكان الجمع بين سعر الصرف المثبت **Pegged**، وحرية حركة رأس المال عبر الحدود، والاستقلال النقدي الذي تعبر عنه سياسات سعر الفائدة و/ أو التحكم بالسيولة المحلية. بتعبير آخر عندما يختار الاقتصاد الوطني الانفتاح المالي التام وتثبيت سعر الصرف يقبل التنازل عن استقلاله النقدي، بمعنى ليس أمامه إلا الانسجام مع المستويات الدولية لسعر الفائدة. وبخلافه وعند ارتفاع سعر الفائدة فوق المستويات الدولية يتعرض البلد إلى هجوم تدفقات رأسمالية كبيرة من الخارج تولد ضغوطا عنيفة لارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، وبالعكس عند نزول سعر الفائدة دون المعدلات الدولية تحصل تدفقات رأسمالية معاكسة تدفع نحو انخفاض سعر صرف العملة الوطنية. وفي الحالتين يصعب على السياسة النقدية التكيف معها. تلك باختصار شديد الثلاثية المستحيلة. ومن الواضح أن الثلاثية المستحيلة تفترض استجابة حركة رأس المال لتغيرات اسعار الفائدة بمرونة تامة وهو ما لا يتحقق في كثير من البلدان بسبب وجود محددات أخرى لتدفقات رأس المال، حتى في ظل الانفتاح المالي، ومنها

---

\* خلاصة وتعليق على البحث الموسوم Escudé, Guillermo J. The Possible Trinity: Optimal Interest Rate, Exchange Rate, and Taxes on Capital Flows in a DSGE Model for a Small Open Economy, Vol.8, 2014-25 | June 25, 2014 | <http://dx.doi.org/10.5018/economics-ejournal.ja.2014-25>.

\*\* نائب محافظ البنك المركزي العراقي (سابقاً)

المخاطر و تطور السوق المالية لإتاحة فرص كافية في الاستثمار المالي. ومن الناحية النظرية يعد التعويم وسيلة للانعقاد من الثلاثية المستحيلة للحفاظ على الاستقلال النقدي مع الحركية التامة لرأس المال. ومع التعويم يتضمن التنظيم مبدأ تعادل اسعار الفائدة، ومفاده أن سعر الفائدة التوازني في بلد مايساوي سعر الفائدة العالمي مضافا إليه التغير المتوقع في سوق الصرف. وفعوى تعادل أسعار الفائدة تكافؤ العوائد على الاستثمار المالي بغض النظر عن عملة الاستثمار، بينما تفيد الدراسات التجريبية وجود انحرافات كبيرة عن هذا المبدأ . وعلى أساس هذا التنظيم والذي بدء مع أنموذج مندل- فلمنغ هيمنت على الوسط الأكاديمي فكرة أن السياسة المالية أكثر فاعلية مع تثبيت سعر الصرف، بينما تكون السياسة النقدية ذات فاعلية كبيرة مع التعويم و تقريبا تتعطل السياسة المالية، وأيضا لا يصمد هذا الاستنتاج وعلى الرغم من شهرته بقوة أمام البحث التجريبي المتأني(2) .

ولا شك أن التجارة الخارجية وتدفقات رأس المال يمثلان الرابطين الأساسيين بين الاقتصاد الوطني المفتوح والأسواق الدولية. وكلاهما يتأثران بالسياسات الحكومية بما فيها سعر الفائدة وسعر الصرف وإجراءات تدخل لها انعكاس في تقوية او إضعاف تدفقات الأصول المالية الحرة عبر الحدود. وقد يفهم من التاريخ الاقتصادي ان فترة سريان قاعدة الذهب والتي شهدت تثبيت أسعار الصرف وانفتاح أسواق رأس المال بحرية واسعة اقترنت باستقلال نقدي أقل، وهذه تتطلب المزيد من البحث بينما فترة نظام بريتون وودز، قاعدة تبادل الدولار بالذهب، والتي تزامنت مع قيود على حركة رأس المال كان الاستقلال النقدي خلالها واضحا، و ربما هذه التجربة بالذات شكلت الأساس الموضوعي لنظرية الثلاثية المستحيلة. وبعد انقضاء عهد بريتون وودز جاء التعويم لمقايضة تثبيت سعر الصرف مع الحركية التامة لرأس المال لاستمرار الاستقلال النقدي في الدول المتقدمة ماليا.

لقد أثار الانهيار المالي الدولي الأخير الاهتمام مجددا بالثلاثية وبدأ التفكير جديا بقيود مرنة على حركة رأس المال و إجراءات تدخل في أسواق الصرف. وحتى صندوق النقد الدولي يميل إلى قبول القيود على رأس المال في ظروف معينة بل ويحبذها، وذهب أكثر من ذلك عندما يتردد في دعم عجوزات في موازين المدفوعات سببها الصفقات الرأسمالية.

ولعل التنامي الانفجاري للاحتياطيات الدولية في الدول الناهضة يرتبط في جانب منه بصعوبة الحفاظ على الاستقرار المالي في ظل الانفتاح، وبخلاف المتوقع لم تؤدي مرونة أسعار الصرف

إلى خفض الاحتياطات الدولية، إذ لا توجد دولة تستطيع تحمل مديات واسعة في تغيير أسعار لصرافها، لأسباب عديدة مبينة في محلها (2).

**كيف تكون الثلاثية ممكنة:** في دراسة Escudé\* أراد بيان طريقة أخرى للانعتاق من الثلاثية المستحيلة، ولمحاورة الدراسة وإدماج ما جاءت به في سياق المعرفة القائمة نتعامل مع الثلاثية المستحيلة بأنها مستحيلة فعلا بالانسجام مع فرضياتها. وما اوردناه آنفا للتذكير بأن النماذج النظرية عرضة للاختبار ومعرفتنا هي محصلة التفاعل بين التنظير الخالص ومعطيات الفحص الأمبريقي Empirical.

انطلق النموذج الذي طورته الدراسة من قطاع العوائل حيث جرى توصيف دالة الاستهلاك على أنها ثابتة المرونات على غرار دالة الإنتاج CES. والعائلة تستهلك تشكيلة من السلع المنتجة محليا وأخرى مستوردة. وتحتفظ بثروة مالية مؤلفة من النقد Cash وسندات لفترة زمنية واحدة خالية من المخاطرة يصدرها البنك المركزي ومدرة للفائدة. وكذلك يصدر القطاع العائلي سندات بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة بمستوى السوق الدولية مضافا إليها هامش مخاطرة. وهامش المخاطرة دالة بنسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي والاحتياطات الدولية للبنك المركزي، بعلاقة طردية مع المتغير الأول وعكسية مع المتغير الثاني. لحد الآن يتبين الميل للانسجام مع خصائص الاقتصاد الناهض واضحا. وأضاف الباحث إلى هذه المنظومة عامل مركب من سعر الفائدة الداخلي والآخر الخارجي يعكس السيولة في السوق الرأسمالية الدولية، وهي متغيرة بلا شك. وينتهي بعد سلسلة من العلاقات الوسيطة التي طورها من تلك الفرضيات إلى دالة منفعة مع الزمن Inter-temporal : فحواها تعظيم توقع القيمة المخصومة التجميعية، من لحظة الصفر إلى نهاية الزمن، لمقادير مركبة من الاستهلاك والعمل. وتخضع دالة المنفعة هذه للخصائص المتعارف عليها % ، تزيد الضرر الحدي للعمل، تضحية بالرفاه، وتناقص المنفعة الحدية للاستهلاك ( Escudé , p 9 ) . وبعد ذلك يضيف قيد الموازنة للقطاع العائلي وهو بصيغة الموارد تساوي الاستخدامات ولأن الأصول المالية يحتفظ بها لفترة واحدة فيكون القيد : النقد Cash والسندات مطروحا منها الديون لفترة السابقة مضافا إليها الدخل الممكن التصرف به لهذه الفترة يساوي المخصص للاستهلاك والسندات والنقد مطروحا منها ديون الفترة الحاضرة . وهكذا تستمر

الموازنة عبر الزمن. وأصبحت المسألة تعظيم توقع المنافع المخصوصة بالإذعان لقيود الموارد **Constrained Maximization**. فالعمل والاستهلاك اللذان ظهرا في دالة المنفعة تختارهما خوارزمية الاستمثال المقيد بالحوار مع شرط الموازنة. والعمل الذي يمثل العنصر الثاني في دالة المنفعة هو من محددات الدخل في قيد الموارد، والاستهلاك الذي يشكل العنصر الأول في دالة المنفعة هو من مكونات الاستخدامات في قيد الموارد. وهذه تقاليد شائعة في نماذج التوازن العام الديناميكي، والتي تكاثر استخدامها في الدراسات الكلية مع صعود الكينزية الجديدة و منهجها المعروف ( الأساس الجزئي للاقتصاد الكلي) .

وهنا ابتكر **Escudé** فكرة الضريبة على الدين الخارجي أو الإعانة وأدخلهما في تعريف الدخل الممكن التصرف به ضمن قيد الموازنة. وفيما بعد سوف يكون لهذا المبتكر الدور المهم في إيضاح مدى فاعلية ما سماه القيد الناعم لحركة رأس المال ومنه ينتهي إلى ان الثلاثية ممكنة، طبعا بسياسة تدخل حكومي واضحة في هذه الحالة. وقد زاولت دول أخرى هذا الطراز من السياسة للتأثير في حركة رأس المال، وقد نكتشف فيما بعد انها مناسبة للعراق ايضا، اما كيف تفرض و متى فتلك مسألة أخرى.

أما القطاع العام **Public Sector** فقد حدده الامودج بالحكومة والبنك المركزي والأخير يصدر العملة التي سبق وتضمنها قيد الموارد **Cash** و ايضا السندات بالعملة المحلية. و يحتفظ البنك المركزي بالاحتياطيات الدولية بصيغة سندات بالعملة الأجنبية أصدرتها بقية دول العالم. وفي حين يستجيب البنك المركزي لأي طلب على العملة المحلية من جهة العوائل يستطيع أيضا أن يؤثر على ما تحتفظ به العوائل من العملة بتغيير السندات والاحتياطيات الدولية. أي أن محفظة العوائل تخضع لمبادئ التشكيلة المثلى وقيد الموارد فعند خفض البنك المركزي للاحتياطيات الدولية وزيادة السندات في السوق ينخفض النقد المحلي في محفظة العوائل لصالح العملة الأجنبية والسندات.

وهنا ادخل قيد الموازنة الحكومية بأن جعل الاستهلاك الحكومي يتناسب بمعامل مع الاستهلاك الخاص ويمول الأنفاق الحكومي بضرائب ومنها الضرائب على رأس المال صافية من الإعانات وموازنة الحكومة مفتوحة على صافي أرباح وخسائر البنك المركزي. والمتغيرات الداخلية للأنموذج هي : الناتج المحلي الإجمالي؛ نسبة الأنفاق الحكومي إلى الاستهلاك الخاص؛ هدف التضخم؛ دين القطاع العائلي للخارج؛ الاحتياطيات الدولية للبنك

المركزي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ النقد المحتفظ به لدى العوائل نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ، أي معكوس سرعة دوران النقد؛ التضخم في الصادرات إلى بقية العالم؛ هامش السيولة الخارجية/ المخاطرة :سعر الفائدة المدفوع للخارج. وهناك معالم Parameters هي: سعر الخصم الذي يحول المنفعة المستقبلية إلى الزمن الحاضر؛ معامل السلع في دالة المنفعة ؛ معامل العمل في دالة المنفعة؛ احتمال عدم تعديل الأسعار وهو مفهوم ادخلته الكينزية الجديدة عبر فرضية الاسعار العصية Sticky Price وصار متداولاً وعلى أساسه يسهم التيسير النقدي في الأمد القصير في إنعاش الناتج وخفض البطالة؛ مرونة الإحلال بين السلع المحلية؛ مرونة الإحلال بين السلع المحلية والأجنبية؛ معاملين للمخاطرة تعرفهما دالتان بنسبة الدين الخارجي الحقيقي بالعملة الأجنبية إلى الناتج والاحتياطيات الدولية الحقيقية بالعملة الأجنبية إلى الناتج؛ و مرونة سعر الفائدة المحلية ( Escudé P 18 )

وعند حل الأنموذج توصل إلى أن الثلاثية الممكنة تقع داخل فضاء من الخيارات يعرفه مثلث: رأس المثلث من الأعلى سياسة تعتمد تقييد حركة رأس المال بالضريبة والإعانة وتترك بقية الأدوات تتحدد حسب شروط النموذج، أي التوازن. و طرفي القاعدة نظام التعويم من جهة و سعر الصرف المثبت من جهة أخرى و مع التعويم يستخدم سعر الفائدة ومع سعر الصرف المثبت تعتمد السياسة على تخفيض سعر الصرف عند الحاجة. وما بين طرفي القاعدة ، بين التثبيت والتعويم الحر، خيار التعويم المدار بدرجات مختلفة حيث تستخدم الأداة بتشكيلة مناسبة. وعلى ضلع المثلث بين السيطرة على رأس المال والتعويم مزيج من سياسة السيطرة على رأس المال بالضرائب والإعانات وسعر الفائدة. وعلى الضلع الواصل بين السيطرة على رأس المال والتثبيت مزيج من سياسة السيطرة على رأس المال وتخفيض سعر الصرف. وفي وسط المثلث التعويم المدار والسيطرة على رأس المال.

بينت الدراسة بعد ذلك ان وسط المثلث وهو المزيج بين التعويم المدار والسيطرة على رأس المال تكون خسائرها أدنى او إن حافات المثلث لا تتفوق بميزة على الفضاء الداخلي للمثلث ( التعويم المدار و السيطرة على حركة رأس المال). ومن الضروري التنويه إلى أن النتائج التي توصل إليها مرتبطة بالبيئة التي عبرت عنها البيانات.

النموذج يتكون من 66 معادلة وعرضت الدراسة نتائج تشغيل الأنموذج حسب فرضيات مختلفة. والسؤال المتوقع من القارئ ماذا يعني ما توصلت إليه الدراسة في المضمار النظري

فهل يمكن القول أنها فندت فعلاً الثلاثية المستحيلة والجواب في الواقع لا. لأن الثلاثية المستحيلة، وكما بين الباحث نفسه تعلقت بفرضية التثبيت القطعي، في مقابل التعويم الحر، باستبعاد أي شكل من أشكال التدخل. وفضيلة الدراسة انها تناولت ما بينهما وهو الغالب الأعم في سياسات الدول باستثناء الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو، بنحو أخص، والمملكة المتحدة واليابان. وحتى دول التعويم الحر تلك لا يستبعد عندها التدخل تماما. وفي واقع الحال ان الثلاثية المستحيلة هي مرجعية نظرية أصلاً وليست وصفا لمجريات الاقتصاد المالي الدولي والسياسة النقدية على المستوى الفعلي. بعبارة أخرى حاولت الدراسة تشجيع نماذج للتنظير لما بين الحالات القصوى. او ربما أسهمت في تفسير التجربة العملية في الكثير من الدول. وفي النهاية أبقت على توظيف الأدوات المتعارف عليها في السياسة النقدية: تعديل سعر الصرف وسعر الفائدة وأضافت عليها ضرائب وإعانات على حركة رأس المال الداخلة والخارجة. اما توصيف العلاقات التي تألف منها النموذج فهو قابل للمناقشة مثل كل التجارب الأخرى من جهة فرضيات السلوك و التوسع و التبسيط والأشكال الرياضية وطرق التقدير. هي دراسة تستحق العناية وقدمت إضافة جادة لإغناء الاقتصاد النقدي والعلاقات المالية الدولية.

- (1) علي ، احمد إبريهي علي ، الاقتصاد المالي الدولي و السياسة النقدية ، مركز حمورابي للدراسات الاستراتيجية 2012 ، الصفحات 266-272.
- (2) علي ، أحمد إبريهي ، الاقتصاد النقدي: وقائع ونظريات وسياسات ، الفصل الخامس ، تحت النشر ، دار الكتاب .