

المضامين النقدية لسياسة التعطيل sterilization في الدول النامية كوريا حالة دراسية

أ.م.د. صبحي حسون عباس
كلية الإدارة والاقتصاد
الجامعة المستنصرية

المقدمة

على الرغم من استفادة الكثير من الدول النامية من تدفقات رأس المال إليها ، حيث رفعت هذه التدفقات مستويات الاستثمار وشجعت النمو الاقتصادي فيها ، الا ان هذه التدفقات كانت سلاح ذو حدين ، لأنه كان لها آثار جانبية سلبية تمثلت بارتفاع قيمة العملة ، وتقويض تنافسية الصادرات المحلية ، وربما توليد التضخم . وهذا التضخم تصاعد ، وتدفقات رأس المال إلى الداخل أدت إلى زيادة احتياطات الصرف الأجنبي . وعندما استخدمت هذه الاحتياطات لشراء العملة المحلية ، توسعت القاعدة النقدية بدون زيادة مقابلة بالإنتاج ، أي أضحت نقود كثيرة تطارد سلع وخدمات قليلة

ومن أجل تخفيف تهديد التضخم ، حاولت المصارف المركزية تعطيل تدفقات رأس المال إلى الداخل ، حيث انه يمكن في ظل أي سياسة تعطيلية ناجحة ، تخفيض العنصر المحلي من القاعدة النقدية (الاحتياطات المصرفية مضافا إليها العملة) لمواجهة تلك التدفقات للداخل ، ويمكن ان يتحقق ذلك ، نظريا عن طريق ، مثلا " تشجيع الاستثمار الخاص بالخارج ، او السماح للاجانب بالاقتراض من السوق المحلية ، او استخدام عمليات السوق المفتوحة ، أي بيع حوالات الخزينة والأدوات الأخرى ، الا ان مثل هذا التعطيل صعب التنفيذ تطبيقيا ، كما انه يعمل على رفع معدلات الفائدة المحلية، مما يحفز تدفق اكبر لرأس المال إلى الداخل بدلا من كبحه . وتفتقد كثير من الدول النامية إلى الوسائل الكفيلة بتنفيذ سياسة تعطيلية ناجحة، او يكون ذلك التنفيذ مكلفا ، وهكذا ، تتجه بعض الدول إلى استخدام وسائل تعطيلية غير تقليدية وتعويضية . وهذه الوسائل تتمثل بسياسات سعر الصرف ذو المدى الاوسع، والتدخل بسوق الصرف الأجل ، والتحكم برأس المال ، وفرض متطلبات احتياطي متغيرة بشأن الودائع ، والضرائب على الاقتراض الخارجي التي تعمل على المساواة بين الفوائد المكتسبة .

واهتمت كثير من الدول الآسيوية بالآثار النقدية الناجمة من الزيادة الحادة في الموجودات الأجنبية للمصارف المركزية ، المرتبطة مع الفوائض الحادة في الحسابات الجارية ، وزيادة تدفقات رأس المال للداخل ، ولذلك تم انتقاء عينة البحث من هذه الدول (كوريا) للمدة ١٩٨١ - ٢٠٠٥ . بيد ان هذه التغيرات في ممتلكات المصارف المركزية من الموجودات الاجنبية ، الناجمة عن الجهود التعطيلية ، أثرت بالقدر على السيطرة على الموقف النقدي . ويوجد تحليل تطبيقي قليل نسبيا لمضامين هذه التغيرات في ممتلكات المصارف المركزية من الموجودات الاجنبية بالنسبة للسيطرة النقدية .

ولذلك ، يهدف هذا البحث إلى الإجابة على اسئلة هامة من قبيل : كيف استجابت السلطات النقدية في الدولة عينة البحث لتلك الصدمات ، التي تسعى لتحقيق استقرار سعر الصرف ، وماهي تقديرات الأهمية النسبية للآثار المحلية والأجنبية في تفسير التقلبات في الموجودات الأجنبية ، وماهو مستوى التعطيل وكفاءته في تقييد الأثر او المضمون النقدي لتلك الصدمات ، أي تقدير مضامين اختلالات ميزان المدفوعات بالنسبة للسيطرة النقدية ، وماهي استجابة الموجودات الأجنبية للتغيرات في الائتمان المحلي .

والمشكلة التي يطرحها البحث هي ان تدفق رأس المال إلى داخل الدولة يشكل عنصرا ايجابيا بحد ذاته اذا ما تمت الاستفادة ، على نحو امثل ، من هذا التدفق ، الا ان ذلك يشكل سلاح ذو حدين لما لهذا التدفق من اثار سلبية يجب العمل على استئصالها منها ، بحيث يتم تنقية هذا التدفق من آثاره التشويهية . وفي هذا الصدد يتحتم على الدول ايجاد انجع السبل لتحقيق ذلك ، خصوصا عندما تكون تدفقات رأس المال كبيرة ومستمرة وذات نوايا مضاربة قصيرة الامد.

فرضية البحث: يمكن ان نتلخص في ان السياسة التعطيلية يمكن ان تشكل جزء اساسي من مجموعة ردود الافعال او الاستجابات التي يبديها صناع السياسة ازاء الصدمات التي تحيق بالاقتصاد الوطني وتؤثر بمتغيرات اقتصادية ذات صلة باحداث اختلالات في ميزان المدفوعات ، والتي تؤثر ايضا بالسيطرة النقدية داخل الاقتصاد . الا انها ، في الغالب ، تكون غير قابلة للاستدامة ومكلفة .

وبعد اعطاء مفهوم للسياسة التعطيلية ، يعرض البحث مختلف اساليب التعطيل ، وهي اساليب تقليدية وازايفاء واخرى تتمثل بالتحكم غير المباشر برأس المال . ومن ثم يتم عرض الجانب التطبيقي للبحث . ويخلص البحث بمجموعة من الاستنتاجات النظرية والتطبيقية .

مفهوم السياسة التعطيلية

قبلولوج إلى اعطاء مفهوم جلي للسياسة التعطيلية ، لابس من استخدام بعض المتطابقات لتوضيح الأمر :

١ - متطابقة ميزان المدفوعات

تؤكد هذه المتطابقة على ان مجموع رصيد الحساب الجاري (CA) ورصيد حساب رأس المال (CAB) يساوي التغير في الموجودات الأجنبية (الصافية) للمصرف المركزي (ΔFA) ، كما يلاحظ في المعادلة (١) :^(١)

$$CA + CAB = \Delta FA \quad \dots\dots\dots (1)$$

ولتوضيح كيفية حصول اختلال في ميزان المدفوعات (بسبب دخول رأس المال إلى الداخل) ، خذ اقتصاد معين يكون فيه الحساب الجاري بحالة توازن (CA = 0) عند سعر الصرف السائد (مع بقاء الاشياء الاخرى على حالها) . ومع ذلك ، فان العوائد المتوقعة على الموجودات المحلية لهذا الاقتصاد تكون اكبر من العائد المتوقع على الموجودات المحلية للدول الاخرى .

(١) Moreno, Ramon, "Intervention, Sterilization, and Monetary Control in Korea and Taiwan ", Federal Reserve Bank of San Francisco, 1996, P. 23.

ولذلك يكون هناك ميل لتدفق راس المال إلى داخل الاقتصاد بالعملية الأجنبية (الدولار الأمريكي مثلا) .

وهذا التدفق يمارس ضغوطا على سعر الصرف باتجاه رفعه ، طالما ان مالكي الدولارات يسعون إلى تحويلها إلى العملة المحلية لذلك الاقتصاد لاكتساب الموجودات المحلية . وإذا اراد المصرف المركزي المحلي منع ارتفاع قيمة العملة ، او ارتفاع سعر الصرف ، فهو يتدخل في سوق الصرف الاجنبي عن طريق شراء الدولارات الأمريكية ، مما يرفع ممتلكاته من الموجودات الأجنبية .

وتتمثل نتيجة ذلك بوجود تدفقات موجبة لراس المال إلى الداخل ، وزيادة في الموجودات الأجنبية لدى المصرف المركزي ، أي :

$$CAB > 0$$

$$\Delta FA > 0$$

وإذا لم يتدخل المصرف المركزي ، فان سعر الصرف سيرتفع بحرية إلى الحد الذي يكون من غير المربح لراس المال بان يتدفق للداخل . وفي هذه الحالة يتحقق توازن ميزان المدفوعات ، أي :

$$CAB = 0$$

$$\Delta FA = 0$$

ومن الواضح من التحليل السابق ، بان التغيرات في الموجودات الأجنبية للمصرف المركزي تعكس ظروف ميزان المدفوعات (الحساب الجاري وحساب راس المال) لدولة معينة وسياساتها بخصوص سعر الصرف .

٢ - متطابقة كشف ميزانية المصرف المركزي

تؤكد هذه المتطابقة بان التغير في النقود الاحتياطية (H) (أي المطلوبات النقدية للمصرف المركزي) يساوي تماما التغير في موجوداته ، والذي يساوي ، تباعا ، مجموع التغيرات في الائتمان المحلي (DC) وفي الموجودات الأجنبية (FA) للمصرف المركزي ، أي : ^(٢)

$$\Delta H \equiv \Delta DC + \Delta FA \dots\dots\dots (2)$$

يلاحظ من المعادلة (٢) اعلاه بان تغير معين في الموجودات الأجنبية يميل إلى تغيير عرض النقد . وفي كثير من الدول تحاول المصارف المركزية منع التغيرات في الموجودات الأجنبية من ان تؤثر بالنقود الاحتياطية ، عن طريق اجراء تغييرات موازنة او معادلة في الائتمان المحلي ، وهي سياسة تعرف بالسياسة التعطيلية Sterilization .

ومن المعروف ان الدول الاسيوية ، ومنها كوريا ، استجابت ، في عقدي الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي ، إلى الزيادات الكبيرة التي حصلت في ممتلكات الموجودات الأجنبية عن طريق القيام بتخفيضات حادة في الائتمان المحلي . ^(٣)

ويمكن ان تعمل السياسة التعطيلية ايضا بطريقة اخرى . فقد يواجه المصرف المركزي التقلص النقدي ، المتولد عن تخفيض ممتلكات الموجودات الأجنبية ، عن طريق زيادة الائتمان المحلي . ^(٤)

2 -Moreno, Ramon, Op. cit., p. 26.

^٣ - انظر :

Click, Reuven and Moreno, Ramon " Capital Flows and Monetary Policy in East Asia " , Monetary and Exchange Rate Management with International Capital Mobility, Hong Kong Monetary Authority, Hong Kong, 1995.

وعموماً، تهدف الجهود المبذولة لإغراض التعطيل ، أساساً، إلى امتصاص السيولة الفائضة المتولدة عن تدفقات رأس المال للداخل .

وبرغم هذه الجهود التعطيلية ، فإن الحجم الكبير جداً لتدفقات رأس المال للداخل ، وعدم قدرة السلطات النقدية على كبح المضامين ، أو الآثار ، النقدية لهذه التدفقات ، قد يؤدي إلى تسرب هذه التدفقات إلى عرض النقد (زيادة عرض النقد) ، مما يؤدي إلى إضرار فورية الاستثمار والاستهلاك ، وتساعد الضغوط التضخمية ، وتوليد ارتفاع كبير في قيمة سعر الصرف الحقيقي . وهذا مايفضي إلى عجز في الحساب الجاري ، بسبب نمو الواردات القوي ، وضعف أداء الصادرات . وبينما يتدهور الحساب الجاري ، تتضاعف الاحتياطيات الأجنبية ، بسبب ولوج تلك التدفقات إلى الداخل .

وهذه التدفقات تنشأ أما من عوامل داخلية ، كارتفاع الطلب المحلي على النقد (ومن ثم ارتفاع الفائدة المحلية) ، أو من عوامل خارجية ، كانهخفاض معدلات الفائدة الأجنبية . وهذا الانخفاض أو الزيادة في معدل الفائدة الأجنبية والمحلية ، على التوالي ، يحفز تدفقات رأس المال للداخل ، طالما إن الموجودات المحلية تصبح جذابة أكثر نسبياً (ذات عائد أو فائدة اعلي) ، مقارنة مع الموجودات الأجنبية .

من التحليل السابق، يتضح كيف إن الجهود المبذولة لتحقيق استقرار سعر الصرف (عندما لا يكون ميزان المدفوعات بحالة توازن) تؤثر بشكل مضاد بالسيطرة النقدية . ومن الجدير بالذكر، بأن المدى الذي تتولد عنه اختلالات ميزان المدفوعات ، وتكون منعكسة بالتغيرات في الموجودات الأجنبية ، يعتمد جزئياً على درجة حركة رأس المال . ففي بعض الحالات ، قد يؤدي التحكم برأس المال إلى تخفيض اختلالات ميزان المدفوعات وآثارها النقدية . فمثلاً ، إن ربط peg سعر الصرف بعملة معينة أخرى (كما بالمثل في المتطابقة ١) ، والذي يؤدي إلى رفع العائد المتوقع على الموجودات المحلية لدولة ما بأكثر من معدل العائد المتوقع على الموجودات الأجنبية ، قد لا يؤدي إلى تدفق رأس المال إلى الداخل ، وإلى زيادة في الموجودات الأجنبية للمصرف المركزي ، إذا كان التحكم برأس المال يمنع الأجانب من الاستثمار في الموجودات الأجنبية .^(٥)

ولتفسير العلاقة بين التدفقات للداخل والتعطيل ، نستخدم التغير في الاحتياطيات الأجنبية بعد التغيرات في الانتماء المحلي ، في الغالب ، كمقياس لما يطلق عليه الباحث بالاستقلال النقدي ، كرديف للاستقلال السياسي المؤلف ، وهو مقياس لحركة رأس المال أيضاً . فإذا كانت هذه

^٤ - هنالك تحليل موسع بشأن ما إذا كان التدخل في اسواق الصرف الاجنبي عن طريق السياسة التعطيلية هو سياسة فعالة ام لا في مجال تحقيق استقرار سعر الصرف (هذا يتطلب بان لا تكون الموجودات المحلية والاجنبية بدائل تامة) . انظر :

Grilli, Vittorio, " Buying and Selling Attacks on Fixed Exchange Rate Systems, " Journal of International Economics, 20, 1986, PP. 143 – 156.

^٥ في حالات اخرى ، قد تعمل حالات التحكم براس المال او الصرف الاجنبي على تشديد اختلالات ميزان المدفوعات . فمثلاً ان سياسة التحكم براس المال تطالب المصدرين بتسليم ارباحهم من الصرف الاجنبي ، ومنع المقيمين المحليين من الاستثمار بالخارج . فاذا كان هناك فائض بالحساب الجاري عند سعر الصرف الجاري المستهدف من قبل الحكومة ، فإن الحكومة بالواقع تشتري الموجودات الاجنبية المتراكمة لدى القطاع التجاري في الاقتصاد . والتحكم بالصرف الاجنبي في هذه الحالة يؤدي الى زيادة عرض النقد . انظر :

Moreno, Ramon, " Exchange Policy and Insulation from External Shocks : The Experience of Taiwan and Korea 1970 – 90 " , Federal Reserve Bank of San Francisco Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Working Paper PB 93 -05, 1993.

الحركة عالية ، فإن ما يدعى بمعامل التوازن ^(٦) سيكون عاليا ، والاستقلال النقدي ضعيف . وتوجد درجة عالية من الاستقلال النقدي عندما يدنو معامل التوازن ($R_{\Delta Cr}$) من الصفر ، أي إن نسبة صغيرة فقط من التغير في النقود الاحتياطية تتوازن بتدفقات رأس المال ، كما يتضح من المعادلة أدناه : ^(٧)

$$R_{\Delta Cr} = \frac{\Delta R}{\Delta Cr} = \frac{J_i - F_i}{H_i + F_i}, \quad -1 \leq R_{\Delta Cr} \leq 0 \dots \dots \dots (3)$$

حيث ان : $R_{\Delta Cr}$ = معامل التوازن (استجابة الاحتياطيات للتغير في الائتمان المحلي)

J_i = ملكية المقيمين من السندات الأجنبية

F_i = ملكية غير المقيمين من السندات المحلية

H_i = ملكية المقيمين من السندات المحلية

اما الإشارة السالبة على J و F ، فهي تعني ان مرونة طلب المقيمين وغير المقيمين على السندات الأجنبية والمحلية ، على التوالي ، بالنسبة لمعدل الفائدة المحلية سالبة (علاقة عكسية) ، بينما الإشارة الموجبة على H و F تعني ان مرونة طلب المقيمين وغير المقيمين ، على التوالي ، على السندات المحلية بالنسبة لمعدل الفائدة المحلية موجبة (علاقة طردية) .

ومن الجهة الأخرى ، يكون الاستقلال النقدي صغير ، عندما يدنو $R_{\Delta Cr}$ من (- ١) ، أي ان التغير في الائتمان المحلي سيتوازن بالكامل بتغير مقابل ، وبالاتجاه المضاد ، في الاحتياطيات الدولية ، مما يجعل رصيد النقد المحلي غير متغير .

وتوحي المعادلة (٣) بان زيادة معينة في مرونة طلب الاجانب على السندات المحلية بالنسبة إلى معدل الفائدة المحلية (قيمة مرتفعة لـ F_i) ، ترفع معامل توازن السياسة النقدية ، مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها .

وفرض القيود على حركة رأس المال للداخل يمنع الأجانب من امتلاك السندات المحلية ، مما يعني إزالة الصيغة F_i من المعادلة (٣) ، ويختزل الحجم المطلق لمعامل التوازن ، بمعنى وجود استقلال نقدي اكبر . ويمكن الاستدلال على ذلك باستخراج ما يدعى بمؤشر العمق المالي ^(٨) financial depth .

^٦ معامل التوازن offset coefficient يعرف على انه المشتقة الجزئية للتغير في الاحتياطيات (ΔR) استجابة للتغير في الائتمان المحلي (ΔCr) . ويقيس المعامل الدرجة التي يتوازن عندها تغير معين في الائتمان المحلي بالتدفقات الى حساب راس المال في ميزان المدفوعات .

^٧ Christensen, Jacob " Capital Inflows, Sterilization, and Commercial Bank Speculation : The Case of the Czech Republic in the Mid – 1990s, IMF, WP / 04 / 218, Nov. 2004, P 12.

^٨ هذا المؤشر يستخرج بنسبة M_2 الى الناتج المحلي الاجمالي . انظر : =

ولمعرفة رد فعل السلطات النقدية إزاء التدفقات للداخل ، نستخدم المعادلة أدناه لتوضيح ذلك :

$$\Delta Cr = - b \Delta R + \Delta Z , \quad 0 \leq b \leq 1 \quad \text{-----} \quad (4)$$

حيث إن :

b = معلمة التعطيل ، والتي تقيس إلى أي مدى تعزل السياسة النقدية الاقتصاد عن حركات ميزان المدفوعات (تدفقات رأس المال) .
 Z = تشمل أي مجموعة من المتغيرات الخارجية ذات الصلة بالسياسة النقدية ، مثل فجوة الناتج ، ومعدل التضخم المتوقع ، ومتغيرات مماثلة .
 ويتضمن التعطيل التام ($b = 1$) بأن عرض النقد المحلي مستقل (استقلال نقدي تام) عن التدفقات الصافية إلى الاقتصاد . وبموجب هذه الظروف، يتغير عرض النقد (ΔM) كنتيجة للتغيرات في (Z) فقط ، كما يتضح أدناه :

$$\Delta M = \Delta Cr + \Delta R = - \Delta R + \Delta Z + \Delta R = \Delta Z \quad \text{-----} \quad (5)$$

ومن الجهة الأخرى يتضمن انعدام سياسة التعطيل ($b = 0$)، بأن أي تدفق صاف لرأس المال سينعكس بشكل تغير مكافئ في عرض النقد المحلي. ولذلك ، يتحتم إن تحاول السلطات النقدية عزل عرض النقد ، في اعقاب تغيرات السياسة النقدية ، عن تدفقات رأس المال للداخل ، وتجعل (b) موجبة .

وقد تلعب المصارف التجارية دورا مهما خلال مدة سريان التعطيل ، عن طريق العمل ضد إستراتيجية المصارف المركزي ، التي تستهدف تحقيق الأهداف المتعلقة بعرض النقد ، وتلك المتعلقة بسعر الصرف الاسمي معا . فقد تحوّل هذه المصارف التجارية الإجراءات التعطيلية المتخذة إلى لعبة مربحة (لعبة التعطيل) ، حيث تقترض من الخارج بفائدة بخسة ، وتستثمر الأموال المقترضة محليا في سندات عالية العائد المحلية (مُصدرة لإغراض التعطيل .^(٩)

إجراءات أو أدوات التعطيل

يمكن إن تلجأ الدول إلى عدة إجراءات أو أساليب تقليدية وأخرى إضافية وثالثة للتدخل ذات السمة التعطيلية . إلا انه لكل مجموعة من هذه الأساليب أو الطرق مزاياها وعيوبها ، نحاول فيما يلي توضيحها .^(١٠)

أولا – الإجراءات التقليدية المتمثلة بعمليات السوق المفتوحة
 كأستجابة لتدفق رأس المال إلى الداخل ، قد تلجأ الدول إلى صيغة معينة من التدخل المعطل ، أساسا من خلال عمليات تتسم بالسوق المفتوحة في أسواق السندات المحلية .

= Begg, D., " Monetary Policy in Central and Eastern Europe : Lessons after Half a Decade of Transition ", IMF, Working Paper 96 / 109, Washington, 1996.

^٩ يمكن القاء نظرة على كشوفات ميزانيات هذه المصارف (موجوداتها ومطلوباتها) للتأكد من استفادة المصارف التجارية من السياسة التعطيلية . إلا ان هذه المهمة خارج نطاق هذا البحث .

^{١٠} Lee, Jang – Yung " Sterilizing Capital Inflows ", Economic Issues, IMF, No. 7, March 1997, P57 .

وقد تترافق مبيعات السوق المفتوحة بزيادات في متطلبات الاحتياطي القانوني ، او قد تترافق بتقييد الحصول على تسهيلات إعادة التمويل (إعادة الخصم) المقدمة من قبل المصرف المركزي

الانه ، وكما هو معروف في الادب النقدي ، فان هذه الإجراءات (الأساليب الكمية للسياسة النقدية) هي ذات اثر محدود . كما ان هذه الإجراءات لا يمكن تطبيقها إلى ما لانهاية . فمثلا ، قد يزداد رصيد حوالات الخزينة المباعة في السوق المفتوحة إلى حد تقصر معه قدرة السوق المحلية على استيعابها . كما ان الاسواق المحلية الضيقة وذات السيولة المتاحة المحدودة في الدول النامية ، جعلت المصارف المركزية تصل إلى الاستنتاج بان السوق المفتوحة لا تكون فقط مكلفة في الغالب ، وانما ايضا غير كفوءة ، لانها ادت إلى ارتفاع معدلات الفائدة ، والذي اجتذب تدفق اكثر لراس المال إلى الداخل . وكنتيجة لذلك ، فان معظم الدول اوقفت تدريجيا استخدام مبيعات السوق المفتوحة ، كجزء من جهودها التعطيلية .

المحددات التطبيقية التي تواجه عمليات السوق المفتوحة
توجد عيوب رئيسية تشوب استخدام مبيعات السوق المفتوحة لإغراض السياسة التعطيلية . ومن
ابرز هذه العيوب هو ان القدرة على التعطيل لها علاقة عكسية مع درجة حركة رأس المال دوليا . فاذا
كان رأس المال متحركا بشدة ، فان محاولات التعطيل قد تكون عقيمة او مجدية ، لانها تواجه بسرعة
بتدفقات متجددة لرأس المال إلى الداخل .
واذا كان هذا النمط من السياسة التعطيلية مفيدا مؤقتا ، فهو دون جدوى في المدى الطويل ، اذا
استمرت تدفقات رأس المال إلى الداخل ، لان التعطيل يمكن ان يعالج فقط الأثر وليس السبب الرئيس
للصدمات التي تحيق بالنظام الاقتصادي .
وكذلك ، فان مدى او نطاق عمليات السوق المفتوحة التقليدية قد تتأثر بشدة بأدوات الدين المتاحة (عرض غير كاف) ، خصوصا في الدول النامية التي ليس لها اسواق مالية متطورة بشدة .
كما ان اصدار رصيد كبير من الاوراق المالية في محاولة للتخلص من الاثر السلبي لتدفق رأس المال
او السيولة إلى الداخل يولد عبئا ثقيلا على الحكومة او المصرف المركزي من جراء خدمة الدين .

ثانيا – إجراءات إضافية تتمثل بالتحكم بعرض النقد تشمل هذه الإجراءات مايلي :

١- سياسة الخصم والاقرض الموجه
تتمثل هذه السياسة برفع كلفة الحصول على ائتمان المصرف المركزي وتقييد الحصول عليه . الا ان
هذه السياسة ذات اثر محدود .
كما ان تعديل معدل الخصم لمرات كثيرة يمنع توجيه ائتمان رخيص للقطاعات المرغوبة . وفي الغالب
تكون مرونة الطلب على الائتمان منخفضة جدا ، مما يعني ان الطلب على الائتمان لا ينخفض
بالضرورة استجابة لارتفاع اسعار إعادة الخصم .

٢- متطلبات الاحتياطي القانوني
ان زيادة هذه المتطلبات (أي نسبة الموجودات التي يجب ان تحتفظ بها المصارف التجارية كودائع
لدى المصرف المركزي) هي طريقة أخرى لتقييد توسع الائتمان ، وتعطيل تدفق رأس المال إلى
الداخل .
ومتطلبات الاحتياطي اما ان تكون متطلبات مُعوّضة ، عندما يدفع المصرف المركزي فائدة على
ودائع المصارف لديه، او متطلبات غير مُعوّضة، عندما لا تحصل المصارف التجارية على أي عائد الا
ان امتلاك بعض المصارف لموجودات احتياطية تفوق تلك المتطلبات يضعف تأثيرها . كما يصعب
فرض متطلبات كبيرة اذا كانت المصارف ضعيفة الاحتياطي .

٣ – تحويل ودائع الحكومة
هنا يتم تحويل ودائع القطاع العام من المصارف التجارية إلى المصرف المركزي . وتكون هذه
الطريقة كفوءة في تعطيل التدفقات اذا كان لودائع القطاع العام حصة كبيرة من ودائع النظام
المصرفي . الا ان التحويلات المتكررة وغير القابلة للتنبؤ تجعل حالة من عدم اليقين تنتاب المصارف

التجارية، كما انه يجب توفر ودائع الحكومة لاستخدام هذه التقنية وتكون الودائع تحت سيطرة الحكومة وليس لدى المصرف المركزي .

٤- مبادلات الصرف الاجنبي

لتعطيل تدفقات رأس المال إلى الداخل يمكن للمصرف المركزي القيام بمبادلة swap للصرف الأجنبي ، حيث يقوم ببيع الصرف الاجنبي ازاء العملة المحلية ، ويقوم بشرائه ثانية بموعد معين في المستقبل .

والمصارف التي تشتري العملة الاجنبية قد تفرضاها للمقيمين المحليين ، او استثمارها في الخارج ، مما يولد تدفق موازن لرأس المال إلى الخارج . اذا كان الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل اكبر من فارق معدل الفائدة بين الاسواق الاجنبية والمحلية .

الا ان تقديم اموال كبيرة ، كفوارق لمعدلات الفائدة قد يصيب المصرف المركزي بخسائر . و الصرف الأجنبي المباع من قبل المصرف المركزي يمكن ان يباع ثانية سراً ازاء العملة المحلية ، مما يضعف الأثر المرغوب .

ثالثاً – إجراءات أخرى تتمثل بالتحكم غير المباشر برأس المال بعد استنفاد الأساليب المتبعة كإجراءات إضافية لتعطيل تدفق رأس المال إلى الداخل ، يتم اللجوء إلى إجراءات أخرى وهي :

١ – المدييات الأوسع لتحرك سعر الصرف

يمكن توسيع مدى تحرك سعر صرف العملة . فاذا ارتفع سعر الصرف مثلاً ، فان اسعار الواردات تنخفض ، وينخفض التضخم ، وكذلك تنخفض الحاجة لتعطيل تدفقات رأس المال إلى الداخل ، الا ان المدى الاوسع قد يولد تغيرات في سعر الصرف ، وإذا كانت تلك التغيرات متوقعة ، فستولد تدفقات كبيرة ومفاجئة لرأس المال للداخل او للخارج .

كما ان توسيع مدى حركة سعر الصرف حول سعر التكافؤ يعمل على رفع حالة عدم اليقين بخصوص سعر الصرف ، وتثبيط تدفقات رأس المال قصيرة الأجل ، على وجه الخصوص. ومن المحتمل ان يولد ارتفاع اسمي بقيمة العملة أثارا مضادة على الميزان التجاري باتجاه تدهوره .

٢- التدخل في سوق الصرف الآجل

عن طريق تقديم تسهيل الصرف الآجل ، يعطي المصرف المركزي المستثمرين المحليين الفرصة لحماية قيمة استثماراتهم الاجنبية ، عن طريق عدم تغيير سعر الصرف الآجل ، مما يشجع حصول تدفقات موازية لرأس المال إلى الخارج ، الا ان الامر يتطلب وجود سوق آجل ذو سيولة واداء جيدين يتداول فيه الصرف الاجنبي وهو ما تفتقد اليه كثير من الدول النامية.

٣ – تخفيف القيود على تدفقات رأس المال للخارج

يتضمن تخفيف متطلبات تسليم أرباح الصرف الأجنبي ، او السماح للعناصر المحلية بالقيام بالاستثمارات بالخارج ، او السماح للعناصر غير المحلية باصدار سندات مقومة بالعملية المحلية في السوق المحلية ، الا ان تسهيل تصدير رأس المال قد يرفع الثقة بنظام الصرف ، مما يشجع تدفقات أكثر للداخل بدلا من كبها .

٤ – متطلبات احتياطي متغيرة بخصوص الودائع

لتنشيط تدفقات رأس المال للداخل ، فإن نسبة مئوية معينة من العملة الأجنبية ، المقترضة من قبل المقيمين المحليين ، يجب ان تودع لدى المصرف المركزي بشكل ودائع بلا فائدة وغير قابلة للتحويل لمدة معينة .

ان النسبة المئوية للودائع المملوكة ومدة امتلاكها يمكن ان تختلف ، وقد تُعدّل مرارا استجابة للظروف المتغيرة . ويظهر هذا الاثر التنشيطي بصورة اكبر في حالة تدفقات الاموال الساخنة (النشطة) hot money^{١١} للداخل ، التي تسعى إلى جني مكاسب قصيرة الاجل. غير ان نظام المتطلبات المتغيرة لا يضر فقط بالاستثمارات المضاربة ، وإنما أيضا بالاستثمارات الحقيقية او الإنتاجية ، لانه يزيد من حالة عدم اليقين بخصوص حالات الاقتراض بالعملة الأجنبية . وقد لا يستفيد المقترض من انخفاض الفائدة في الأسواق الدولية بسبب الكلفة الإضافية المفروضة من قبل متطلبات الودائع .

٥ - فرض ضرائب لتحقيق المساواة بين الفوائد

قد تفرض ضرائب على معاملات موجهة نحو الخارج ، مثلا على الأوراق المالية الأجنبية المكتسبة من قبل المستثمرين المحليين ، مما يخفض فوائدها ، بحيث تكون متساوية مع الفوائد المحلية . وهكذا يكون لهذه الضرائب اثرا مباشرا على تدفقات رأس المال للداخل وللخارج . وإذا عملت هذه الضرائب على مساواة العوائد بين الأوراق المالية المحلية والأجنبية ، فهي تثبط قيام المستثمرين المحليين بشراء الموجودات الأجنبية .

وتعمل هذه الضرائب على تخفيض معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر الاجنبي من الموجودات المحلية . وهذه الضرائب ترفع كلفة (معدل الفائدة) حصول الشركات المحلية على رأس المال الاجنبي ، مما يجعلها منسجمة اكثر مع المعدلات المحلية .

وهي يمكن ان تمارس تأثير على سعر الصرف بدون الحاجة لاجراء تغييرات في معدلات الفائدة ، او التدخل في اسواق العملات . وفرضت بعض الدول ضريبة مُحْتَبَسَة^(١٢) على مدفوعات الفائدة إلى الاجانب .

غير ان فعالية هذه الضرائب تتآكل عندما يجد المستثمرون طرقا للمراوغة منها ، او الالتفاف عليها . كما توجد كلف إدارية باهظة لتنفيذها ، مما قد يرفع كلفة رأس المال عموما ، وميلها لتشويه تخصيص الموارد .

منافع ومثالب سياسة التعطيل

بالإضافة إلى بحث مزايا وعيوب كل إجراء من إجراءات التعطيل أعلاه ، يلاحظ ان كفاءة وملائمة سياسة التعطيل ، ككل ، محل جدل واسع .

فمن جهة ، انتقد Calvo et al (1992)^(١٣) سياسة التعطيل ، لانها تؤدي إلى رفع معدلات الفائدة المحلية ، بفعل زيادة عرض السندات لإغراض التعطيل ، مما يؤدي إلى سرمدية تدفقات

^{١١} وهي الممتلكات من الموجودات السائلة جدا ، التي تباع او تحول الى نقد بمدة قصيرة ، ومن ثم تهرب من دولة ما ، في الغالب استجابة لتوقعات تخفيض قيمة عملتها ، أو أزمات مالية أخرى .

^{١٢} الضريبة المحتبسة withholding tax هي ضريبة تفرض على دخل الموظفين او المساهمين (حملة اسهم شركة ما) تقتطعها المؤسسة ، التي تدفع الدخل او مقسوم الارباح ، من رواتبهم او ارباحهم ، وتدفعها الى الدولة مباشرة .

^{١٣} انظر :

Calvo, G.A., L. Leiderman, and C.M. Reinhart, " Capital Inflow and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America : The Role of External Factors ", IMF Working Paper 92/62, IMF, Washington 1992.

رأس المال للداخل ، ووجود كلف شبه مالية .^(١٤) ومن الجهة الاخرى ، دافع (Reisen 1993)^(١٥) عن سياسة التعطيل ، عن طريق الإشارة إلى ان كثير من الدول الاسيوية استعادت استقلالها النقدي ، عن طريق استخدام سياسات التعطيل في مطلع التسعينات . وحاول Frankel (1994)^(١٦) ردم الهوة بين الرأيين ، عن طريق الإشارة إلى ان طبيعة الصدمة هي عنصر هام بالنسبة للاستجابة النقدية الملائمة ، فاذا كانت الصدمة المسببة للتدفقات إلى الداخل تدفع (عامل دفع) رأس المال الأجنبي إلى دولة ما ، مثلاً بعد حصول انخفاض في معدلات الفائدة الأجنبية ، والذي يرفع جاذبية الموجودات المحلية إزاء الأجنبية ، فان التعطيل قد يمارس ضغوطاً على معدلات الفائدة المحلية باتجاه تخفيضها . وفي هذه الحالة ، قد يتم تعطيل هذه التدفقات للداخل ، وتقديم السندات المحلية التي يريدها المستثمرون ، ومن جهة الأخرى ، عندما تُسحب (عامل سحب) التدفقات للداخل بفعل نجاح سياسة التثبيت مثلاً في دولة ما ، والتي ترفع طلب المقيمين المحليين على النقد ، فان التعطيل يؤدي إلى رفع معدلات الفائدة ، مما يولد كلف شبه مالية ، كما ذكرنا سابقاً ، على المصرف المركزي . وفي هذه الحالة يجب ان تحجم السلطات عن تعطيل التدفقات للداخل ، وان تعرض النقد المحلي الذي يريده المقيمون^(١٧) . أي ، ان تدفقات رأس المال تكون مدفوعة من قبل معدلات الفائدة الأجنبية (المنخفضة) ، ومسحوبة من قبل العوائد على السندات المحلية (معدلات الفائدة المحلية المرتفعة) .

الجانب التطبيقي :

١- النموذج المستخدم

كما ذكرنا سابقاً ، ان المدى الذي يتعرض عنده اقتصاد ما لاختلالات ميزان المدفوعات ، والضغوط المصاحبة على عرض النقد ، يعتمد على سياسات سعر الصرف المتبعة ، وطبيعة التحكم برأس المال . وتتراوح سياسات سعر الصرف من الربط الصارم peg بعملة واحدة معينة ، إلى الربط الأكثر مرونة بسلة من العملات ، او التعويم المدار ، والاخير هو الاقرب للسياسات التي اتبعت في كوريا .

وعلى الرغم من ان سياسات سعر الصرف سمحت بمرونة معينة في تحركات العملة في الاقتصاد الكوري ، فقد تعرض للصدمات التي أسهمت باختلالات ميزان المدفوعات ، وادت إلى تعقيد الجهود المبذولة للسيطرة النقدية .

فمثلاً ، ان انخفاض قيمة الدولار الأمريكي إزاء عملات الدول الصناعية الرئيسية في النصف الثاني من عقد الثمانينات من القرن الماضي ، كان مترافقاً مع الزيادات الحادة في ارصدة

^{١٤} الكلف شبه المالية تتمثل بفارق الفائدة المحلية إزاء المستويات الدولية لها مضروباً بحجم عمليات التعطيل . انظر :

Calvo, G.A., L. Leiderman, and C.M. Reinhart, " Capital Inflow to Latin America : The Role of External Factors " , Staff Papers, IMF, Vol. 40, 1993, PP. 108 – 51.

^{١٥} انظر :

Reisen,H., " Macroeconomic Policies toward Capital Account Convertibility " , in Financial opening : Policy Issues and Experiences in Developing Countries ed. By Helmut Reisen and Bernhard Fischer, OCED, Paris, 1993, PP. 43 – 55.

^{١٦} انظر :

Frankel, J.A., " Sterilization of Money Inflows : Difficult (Calvo) or Easy (Reisen) ? " , IMF Working Paper 94 / 159, IMF, Washington, 1994.

^{١٧} هذا التحليل يأخذ بالاعتبار وجود صدمة مؤقتة او زائلة . واذا ثبت بان الصدمة دائمية ، فان التعطيل قد لا يكون معقولاً ، بسبب وجود كلف شبه مالية عالية . وفي هذه الحالة ، تكون افضل استجابة من قبل السياسة المتبعة هي تغيير موقف السياسة المالية للمحا فضة على الاستقرار الاقتصادي الكلي ولايجاد مستويات معتدلة من التدفقات للداخل .

الحساب الجاري لكوريا ، برغم الارتفاع الكبير في قيمة الوون الكوري ازاء الدولار الأمريكي ، كما يتضح في الجدول أدناه :

جدول (١)

سعر صرف الدولار الأمريكي والوون الكوري والحساب الجاري لكوريا للمدة ١٩٨٢ - ١٩٩٩

السنوات	١٩٨٢	١٩٨٣	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩
سعر صرف الدولار الأمريكي (100 = ١٩٨٥)	٨٥ ٥	٨٩ ٧	٩٦ ٧	١٠٠ ٠	٨٠ ٢	٧٠ ٢	٦٥ ٩	65.0
الحساب الجاري لكوريا (مليون دولار)	- 2650	- ١٦٥٦	- 1372	- 887	٤٦١٧	٩٨٥٤	١٤١٦١	١٦٣٢٣
سعر صرف الوون الكوري لكل دولار	748.80	795.50	827.40	890.20	861.40	792.30	684.10	679.60

Source: IMF, International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., various issues

يلاحظ من الجدول اعلاه ، انه في النصف الثاني من عقد الثمانينات ، ترافق انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مع الزيادات الحادة في ارصدة الحساب الجاري لكوريا ، الذي تحول من العجز إلى الفائض ، برغم ارتفاع قيمة الوون .
وتفاقمت الآثار التوسعية النقدية المتولدة عن فوائض الحساب الجاري بفعل التدفقات المضاربة لرأس المال قصيرة الاجل ، حيث كان انخفاض معدل الفائدة الأمريكية في اوائل عقد التسعينات مترافقا مع زيادات تدفقات رأس المال إلى الاقتصادات السوقية الناشئة (ومنها كوريا) آنذاك ، كما يلاحظ في الجدول أدناه :

جدول (٢)

معدلات الفائدة الأمريكية وتدفق رأس المال إلى كوريا للمدة ١٩٩٣ - ١٩٨٩

السنوات	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣
معدلات الفائدة الأمريكية (%)	9.23	8.11	5.75	3.56	3.05
تدفق رأس المال لكوريا (مليون دولار)	١٣٥٤	١٩٧٦	٢٢٢٩	٢٧٨١	٣٢١٧

Source: IMF, International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., various issues

من الجدول اعلاه ، يلاحظ انه في اوائل عقد التسعينات ، ترافق الانخفاض الحاد في معدل الفائدة الأمريكية مع زيادة تدفق رأس المال إلى كوريا (زيادة بطيئة بسبب القيود المفروضة) أي ، ان انخفاض الفائدة الأمريكية (الاجنبية) دفع رأس المال إلى كوريا (الدولة المحلية) ، كما ذكرنا بالجزء النظري من البحث .
الا انه في مستهل عقد الثمانينات ، مارست كوريا قيودا على تدفق رأس المال ، بما في ذلك التحكم بتوفير الصرف الاجنبي لمعاملات الحساب الجاري ، والقيود على معاملات سوق الصرف

الاجنبي (كالمعاملات الآجلة او معاملات المستقبلات او المبادلات او الخيارات) ، والقيود المفروضة على الاستثمار الاجنبي بالقطاع المالي المحلي .
وهذا التحكم براس المال انعكس على عناصر ميزان المدفوعات ، حيث ادى إلى حصول تغيرات في الموجودات الاجنبية ، اذ ارتفعت الموجودات الاجنبية في كوريا في النصف الثاني من عقد الثمانينات ، كنتيجة لفوائض الحساب الجاري ، كما يلاحظ في الجدول ادناه :

جدول (٣)

الموجودات الاجنبية في كوريا للمدة ١٩٨٨ - ١٩٨٣ (بليون وون)

السنوات	١٩٨٣	١٩٨٤	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨
الموجودات الاجنبية	١٨٢٦	٢٢٨٨	٢٤٧٦	٢٨٠٥	٢٨٠١	٨٤٥٨

Source: IMF, International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., various issues

يلاحظ من الجدول اعلاه ، ارتفاع قيمة الموجودات الاجنبية الكورية في غالبية عقد الثمانينات ، وخصوصا عام ١٩٨٨ ، مقارنة بالسنة السابقة . ورافق ذلك وجود فوائض في الحساب الجاري في النصف الثاني من الثمانينات (انظر الجدول ١) .

٢ - تقدير النموذج

طالما ان الهدف من البحث تقدير مضامين اختلالات ميزان المدفوعات بالنسبة إلى السيطرة النقدية ، فقد ارتأى البحث اختيار متغيرين يؤثران بظروف ميزان المدفوعات ، وهما سعر الصرف الاسمي (XR) (الخط ae في منشور (IFS)) ، مُمَثِّلًا بوحدات من العملة المحلية لكوريا ازاء الدولار الامريكي ، والرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) (الخط ٦٤) ، كما يلاحظ في الجدول ادناه :

جدول (٤)

سعر الصرف الاسمي للون والرقم القياسي لاسعار المستهلك في كوريا للمدة

١٩٨١ - ٢٠٠٥

السنوات	١٩٨١	١٩٨٣	١٩٨٥	١٩٨٧	١٩٨٩	١٩٩١	١٩٩٣	١٩٩٥	١٩٩٧	١٩٩٩	٢٠٠١	٢٠٠٣	٢٠٠٥
سعر الصرف الاسمي (وون لكل دولار)	700.50	795.50	890.20	792.30	679.60	760.80	808.10	774.70	1695.00	1138.00	1313.50	1192.60	1011.60
القيمة اللوغارتمية	2.85	2.90	2.95	2.90	2.95	2.88	2.91	2.89	3.23	3.06	3.12	3.08	3.01
الرقم القياسي لاسعار المستهلك *	121.3	95.4	100.0	105.9	96.0	109.3	90.1	100.0	109.6	118.8	104.1	110.7	117.8
القيمة اللوغارتمية	2.08	1.98	2.00	2.02	1.98	2.04	1.95	2.00	2.04	2.07	2.02	2.04	2.07

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على :

* Source : IMF, International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., various issues .

للمدة ١٩٨٩ - ١٩٨١ : ١٠٠ = ١٩٨٥

للمدة ١٩٩٩ - ١٩٩١ : ١٠٠ = ١٩٩٥

للمدة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٠ : ١٠٠ = ٢٠٠٠

يلاحظ من الجدول اعلاه ، انه بينما كان سعر صرف الون منخفضا طيلة النصف الاول من عقد الثمانينات ، اخذ بالتصاعد بوضوح في النصف الثاني منه . واستمر اتجاهه التصاعدي ، عموما ، طيلة المدة المتبقية من البحث .

بينما يلاحظ ان التضخم ، في غالبية المدة ١٩٨١ – ١٩٨٩ ، كان متصاعدا . واستمر بهذا السلوك التصاعدي في مستهل الألفية الجديدة .

كما يتم ايضا بحث متغيرين في كشف ميزانية المصرف المركزي ، وهما الموجودات الاجنبية (FA) (الخط ١١) ومقياس مصمم لتحديد التغير في الائتمان المحلي (DC) . وهذا المقياس مقدر باخذ الفرق بين لو غارتم النقود الاحتياطية للمصرف المركزي (الخط ١٤) ، ولو غارتم الموجودات الأجنبية الإجمالية (الخط ٢١) ، وهو مقياس تقريبي ^{١٨} ، لانه لا يخذ بنظر الاعتبار بوضوح التغيرات في تقييم الموجودات الأجنبية (التقييم المقاس بالعملة المحلية) ، والتي تنتج من التغيرات في قيمة سعر الصرف ^(١٩) ، كما يلاحظ في الجدول (٥) .

جدول (٥)

الموجودات الأجنبية والائتمان المحلي في كوريا للمدة ١٩٨١ – ٢٠٠٥

١٩٨١	١٩٨٣	١٩٨٥	١٩٨٧	١٩٨٩	١٩٩١	١٩٩٣	١٩٩٥	١٩٩٧	١٩٩٩	٢٠٠١	٢٠٠٣	٢٠٠٥	
٨٩٧	١٨٢٦	٢٤٧٦	٢٨٠١	١٠٣٤٨	١٠٦٧٣	١٦٦٣٢	٢٥٣٩٠	٢٩٢٢٧	٨٥٣٤٢	١٤٢٥٨٩	١٩٤٠٣٣	٢٢٨٩٩٨	الموجودات الاجنبية (بليون وون)
٣.٢٨	٣.٢٦	٣.٣٩	٣.٤٥	٤.٠١	٤.٠٣	٤.٢٢	٤.٤٠	٤.٤٧	٤.٩٣	٥.٠٩	٥.٢٩	٥.٣٦	القيمة للو غارتمية
٨٠٢	٤٠٩٥	٤٣١٩	٧٤٦٩	١٢٨١٩	١٦٣٢٢	٢٣٠٨٠	٢٩٣٠٦	٢٢٥١٩	٢٨٤٨٧	٣٢٨٢٧	٤٠٧٤٩	٤٣٢٤٩	النقود الاحتياطية و (بليون وون)
٣.٤٥	٣.٦١	٣.٦٤	٣.٨٧	٤.١١	٤.٢١	٤.٣٦	٤.٤٧	٤.٣٥	٤.٤٦	٤.٥٢	٤.٦١	٤.٦٤	القيمة للو غارتمية
٣٢٤٧	٤٣٣٦	٥١٣٩	٥٢٠٦	٥٤٠٠	٨١٤٥	١٣١٠٠	٢١٥٤٢	٥٥٥٠٩	٣٩٥٤٣	٣٦٨٩١	٣٦٨٧٩	٣٨٣٠٥	الموجودات الاجنبية الإجمالية (بليون وون)
٣.٥١	٣.٦٤	٣.٧١	٣.٧٢	٣.٧٣	٣.٩١	٤.١٢	٤.٣٣	٣.٧٤	٤.٦٠	٤.٥٧	٤.٥٧	٤.٥٨	القيمة للو غارتمية
٠.٠٦	٠.٠٣	٠.٠٧	(٠.١٥)	(٠.٢٨)	(٠.٣٧)	(٠.٢٤)	(٠.١٤)	٠.٣٩	٠.١٥	٠.٠٥	(٠.٠٤)	(٠.٠٦)	الائتمان المحلي

^{١٨} ان مقياس الائتمان المحلي تقريبي لسببين . اولاً ، انه الفرق بين لو غارتم النقود الاحتياطية ولو غارتم الموجودات الاجنبية ، وليس الفرق بين مستويات هذه السلاسل الموجودة في المتطابقة المحاسبية الخاصة بالمصرف المركزي . ثانياً ، المقياس يتضمن المطلوبات الاجنبية للمصرف المركزي ، والتي هي صغيرة ومتغيرة على نحو اقل تكراراً بالمقارنة مع الموجودات الاجنبية في الاقتصادات الاسيوية . ولذلك ، لم يتم اخذها بنظر الاعتبار .

^{١٩} هذا الاثر محل مناقشة من قبل (Takagi 1991) ، انظر :

Takagi, Shinji, " Foreign Exchange Market Intervention and Domestic Monetary control in Japan, 1973 – 1989, Japan and the World Economy, 3, 1991, PP.147 – 180.

وهذا التقريب لا يشكل خلافا كبيرا ، طالما ان اثر الارتباطات بين بواقى معادلات سعر الصرف والموجودات الاجنبية هو صغير نسبيا ، مما يؤكد على ان اثر التغيرات في سعر الصرف على قيمة الموجودات الاجنبية ربما لا يكون كبيرا جدا ، كما يتضح بالجدول ادناه .

جدول (٦)

الارتباطات المتعاصرة لبواقى معادلات سعر الصرف والتضخم والموجودات الأجنبية والائتمان المحلي في كوريا للمدة ١٩٨١-٢٠٠٥

(%)			
DC	FA	CPI	
13	-17.2	- 6.4	XR
4.3	- 5.1		CPI
-74.1			FA

المصدر : الجدول من اعداد الباحث باحتساب معامل الارتباط اعتمادا على البيانات الخاصة بالمتغيرات اعلاه .
بالاعتماد على :

Source : IMF, International Financial Statistics (IFS), Washington, D.C., various issues .

يلاحظ من الجدول أعلاه ، زيادة الموجودات الأجنبية طيلة مدة البحث ، باستثناء عامي ١٩٨٣ و ١٩٨٧ ، إلا إن تلك الزيادة كانت بطيئة في غالبية مدة البحث . بينما كانت النقود الاحتياطية بحالة زيادة مطردة ، ماعدا عام ١٩٩٧ .

أما الموجودات الأجنبية الإجمالية ، فبينما أظهر سلوكها تصاعدا مطردا في عقدي الثمانينات والتسعينات ، فقد تباطأت في مطلع الألفية الثالثة . وفيما يخص الائتمان المحلي ، فقد كان سلوكه يماثل ، عموما ، الموجودات الأجنبية في غالبية مدة البحث ، حيث يلاحظ ، مثلا ، انخفاض الموجودات الأجنبية والائتمان المحلي معا في عام ١٩٨٧ .

٣- تفسير النموذج

إن التغيرات في الموجودات الأجنبية والائتمان المحلي تعكس التغيرات في الطلب على الموجودات من قبل القطاع الخاص (والتي قد تعزى إلى عوامل مثل التغيرات في معدل الفائدة الأجنبية) . وبالعودة إلى الجدول (٦) ، يلاحظ أن الارتباطات المتعاصرة أو المتزامنة contemporaneous correlations (أي الارتباطات عديمة التباطؤات lags) بين الموجودات الأجنبية والائتمان المحلي ، والاستجابات الحاصلة ، تعتمد على معلمات طلب القطاع الخاص على الموجودات ، وسرعة تكيف الموجودات ، وتدخل المصرف المركزي ، وكذلك الاضطرابات الناشئة . فمثلا ، عندما نأخذ موقفا معينا تسعى فيه الحكومة إلى كبح التقلبات الحاصلة في العملة ، ومن ثم تعطيل الآثار النقدية الناجمة عن تدخلها . فإذا قرر الجانب اكتساب سندات محلية أكثر ، فهذا الأمر سيترافق مع زيادة أولية في ممتلكات المصرف المركزي من الموجودات الأجنبية (بسبب التدخل) وانخفاض في الائتمان المحلي (بسبب التعطيل) .

٤- توصيف النموذج

عند إجراء الترتيب السببي للمتغيرات XR و CIP و FA و DC ، على التوالي ، من المفترض أن يؤثر سعر الصرف بالمتغيرات الباقية ، إلا أنه غير متأثر بها . CPI متأثر بسعر الصرف ، ويؤثر بشكل متزامن بالموجودات الأجنبية والائتمان المحلي ، وهكذا . إلا أن حساسية النتائج المدونة أزاء ذلك الترتيب يمكن تقديرها ببحث الارتباطات المتعاصرة للبواقي . فكما يلاحظ من الجدول (٦) ، فإن الارتباطات مع XR و CPI صغيرة نسبيا (6.4%) ، مما يؤكد أن النتائج غير حساسة أزاء ذلك الترتيب . إلا أن الصدمات التي تحقق ب FA تؤثر بشكل متزامن ب DC ، كما يلاحظ في الجداول (٣ و ٥) ، حيث أن هناك ارتباط سالب (عكسي) قوي بين الموجودات الأجنبية والائتمان المحلي (الارتباط هو 74% - كما يلاحظ في الجدول ٦) . ولذلك ، تكون FA قبل DC في الترتيب السببي المذكور أعلاه .

والمتغيرات الاقتصادية الكلية (XR و CPI) موضوعة أولا بالترتيب لتعكس جزئيا تركيز هذا البحث على وصف استجابة المصرف المركزي أزاء الصدمات . ومن غير المحتمل بأن يكون معظم التغير الحاصل في متغير متقلب بشدة ، مثل سعر الصرف ، هو نتيجة للتغير في CPI ، مما يبرر وضع XR قبل CPI بالترتيب . ووضع CPI قبل FA و DC معقول أيضا ، طالما أن CPI يستجيب عموما إلى المتغيرات النقدية بتباطؤ معين .

وضع FA قبل DC هو متناسق مع الافتراض القائل بان الصدمات الخارجية التي تحقق بالموجودات الاجنبية تؤدي إلى موازنة او معادلة التغيرات المتزامنة في الائتمان المحلي ، مما يعكس وجود تدخل من قبل المصرف المركزي باتجاه التعطيل.^(٢٠)

وهذا الترتيب السببي يُبرر بملاحظة ان مدد اختلالات ميزان المدفوعات في كوريا تولدت بفعل احداث دولية بارزة . فكما ذكرنا ، يظهر ان الارتفاع الكبير في قيمة الدولار الامريكي في منتصف عقد الثمانينات ، وانخفاض معدلات الفائدة الامريكية في اوائل عقد التسعينات ، كان مرتبطا مع وجود مستويات عالية جدا للموجودات الاجنبية (انظر الجداول ٢ و ٣) . وهكذا ، تكون هذه الأحداث ذات علاقة بالتغيرات في الموجودات الاجنبية ، التي تتوافق بشكل متزامن مع التعطيل .

ان القيود المفروضة على تدفقات رأس المال (الجدول ٢) جعلت من المحتمل اقل بان يقوم صنّاع السياسة بمعادلة او موازنة التغيرات في الائتمان المحلي مع التغيرات في الموجودات الأجنبية بشكل متزامن (انظر الجدول ٥) .

٥ – نتائج النموذج

استخدم هذا النموذج للإجابة على سؤالين مهمين وهما : اولا كيف يستجيب صنّاع السياسة للصدمات التي تحقق بالاقتصاد عن طريق تغيير الموجودات الاجنبية والائتمان المحلي . ثانيا ، ماهي المصادر الرئيسية للتغير الحاصل في هذه المتغيرات . وسنحاول الاجابة على هذين السؤالين ادناه .

اولا – الاستجابات الديناميكية (الحركية) للصدمات

لتقدير استجابات صنّاع السياسة في كوريا ، وكذلك مضامين ذلك بالنسبة لعرض النقد ، كاحدى المضامين النقدية للتعطيل ، نبحث الاستجابات لصدمات سعر الصرف والموجودات الاجنبية والائتمان المحلي والاثّر الصافي على النقود الاحتياطية.^(٢١)

١ – الاستجابة لصدمة سعر الصرف

يلاحظ ان صدمة سعر الصرف الكوري (تغير قيمة العملة) كانت مترافقة مع انخفاض في الموجودات الأجنبية ، وزيادة معادلة في الائتمان المحلي (انظر الجداول ١ و ٣ و ٤ بعد النصف الثاني من عقد الثمانينات ، وبالذات المدة ١٩٨٦ – ١٩٨٧) .

ويشير هذا الانخفاض في الموجودات الاجنبية الكورية إلى ان السلطات النقدية الكورية تتدخل لمعادلة او موازنة التغيرات في سعر الصرف ، أي انها تتحني امام العاصفة ، وخصوصا في المدة التي تتلو صدمة معينة تحقق بسعر الصرف.^(٢٢) ويشير التغير المعادل في الائتمان المحلي

^{٢٠} انظر :

Glick, Reuven, and Michael Hutchison, " Foreign Reserve and Money Dynamics with Assets Portfolio Adjustment, International Evidence " Federal Reserve Bank of San Francisco Center for Pacific Basin Monetary and Economic Studies, Working Paper No. PB 94 – 09, 1994.

^{٢١} طالما ان الائتمان المحلي يعرف على انه الفرق بين لو غارتم النقود الاحتياطية ولو غارتم الموجودات الاجنبية ، فان استجابة لو غارتم النقود الاحتياطية يمكن احتسابها عن طريق جمع الاستجابات ذات الصلة بالموجودات الاجنبية والائتمان المحلي . كما ذكرنا بالجانب النظري في الصفحة ٣ .

^{٢٢} في تفسير هذه النتيجة ، يلاحظ ان الاستجابات للصدمات التي تحقق بسعر الصرف لاتصف بالكامل سياسة التدخل استجابة للاضطرابات في اسواق العملة الاجنبية . وكما تذكر المناقشة ادناه ، هناك ايضا استجابة للصدمات التي تحقق بالموجودات الاجنبية .

إلى إن التدخل هو مُعطّل . والاثّر الصاف على النقود الاحتياطية هو سلبي في الاقتصاد الكوري^(٢٣) .

٢ – الاستجابة لصدمة تحقيق بالموجودات الاجنبية

ان الزيادة غير المتوقعة في الموجودات الأجنبية في كوريا ارتبطت مع انخفاض معادل لها في الائتمان المحلي ، وهو دليل على استجابة التعطيل (انظر الجدول ٥) ، حيث ان الزيادة الكبيرة وغير المتوقعة في الموجودات الأجنبية للمدة ١٩٨٧ – ١٩٨٨ رافقها انخفاض حاد في الائتمان المحلي لنفس المدة (أي وجود ارتباط عكسي قوي ، كما ذكرنا في الجدول ٦) .

وبعكس الاستجابة لصدمة سعر الصرف (و CPI) فان استجابة الائتمان المحلي إزاء صدمة معينة تحقيق بالموجودات الأجنبية هي مقدرة بدقة كافية ، الا ان هذه الصدمة كانت مؤقتة في كوريا . وإحدى التفسيرات الممكنة لعدم استمرار صدمة ما تحقيق بالموجودات الأجنبية هي ان القيود المفروضة على تدفقات راس المال هي كبيرة في كوريا . ولذلك ، واجهت كوريا تدفقات قليلة لراس المال إلى الداخل في مطلع النصف الثاني من الثمانينات (انظر الجدول ٢) ، حيث لم يتمكن المضاربون من جني المكاسب من ارتفاع مستمر متوقع بقيمة الوون الكوري بعد التدفقات . الا ان مثل هذا الارتفاع المستمر لم يحصل في كوريا ، بسبب فرض تلك القيود .

وهذا يعني ان التعطيل في كوريا تمكن من مواجهة الصدمة التي حاقت بالموجودات الأجنبية بالكامل . وصدمة الموجودات الأجنبية كانت متبوعة بزيادة في النقود الاحتياطية (انظر الجداول ٣ و ٥ للمدة ١٩٨٦ – ١٩٨٧) ، والتي تتلاشى تدريجيا فيما بعد .

وهذا يعني ان كوريا قد تكون قادرة على تحقيق استقرار كبير في سعر الصرف ، بسبب وجود تغيرات صافية قليلة في عرض النقد ، ربما بسبب التحكم الكبير بتدفقات راس المال . ولذلك ، فان أي تغير في الموجودات الأجنبية يؤدي إلى تغير قليل في سعر الصرف .

٣ – الاستجابة لصدمة تحقيق بالائتمان المحلي

ترافقت الصدمة التي حاقت بالائتمان المحلي في كوريا مع استجابة ضعيفة في الموجودات الأجنبية ، والنتيجة هي زيادة في النقود الاحتياطية (انظر الجدول ٥) ، والتي تلاشت بسرعة فيما بعد ، كما ذكرنا سابقا . وبالعكس الميل لكبح الاثر النقدي للصدمة التي تحقيق بالموجودات الأجنبية ، فان الصدمات التي تحقيق بالائتمان المحلي لم يتم معادلتها عموما بالتدخل في كوريا .

وفي النماذج التقليدية ذات الصلة بازمات ميزان المدفوعات ، يؤدي خلق الائتمان المحلي إلى استنزاف الموجودات الأجنبية ، مما يؤدي في نهاية الامر إلى التخلي عن ربط peg سعر الصرف بعملة او عملات اخرى^(٢٤) .

الا ان مثل هذه النتيجة لم تظهر في كوريا ، مما يؤكد على ان السلطات النقدية في هذه الدولة كانت مستعدة لقبول التقلبات في سعر الصرف وعرض النقد ، والتي قد تنتج من التغيرات في الائتمان المحلي ، الا انها لم تكن مستعدة لقبول التقلبات في هذه المتغيرات ، التي تنتج من التغيرات في الصدمات الناشئة في القطاع الخارجي .

^{٢٣} بخصوص القدرة على الاستجابة لصدمة تحقيق ب CPI ، يلاحظ انه في كوريا تكون مثل هذه الصدمة مترافقة مع زيادة مؤقتة في الموجودات الأجنبية وتقلص في الائتمان المحلي . وهكذا ، تكون استجابة الاحتياطات النقدية لصدمة CPI في كوريا موجبة .

^{٢٤} انظر :

Krugman, Paul, " A Model of Balance of Payments Crises ", Journal of Money, Credit and Banking, 11, 1979, PP.311 – 25.

وقد تشير هذه النتيجة ايضا إلى ان الصدمات التي تحيق بالانتمان المحلي لاتؤثر كثيراً بميزان المدفوعات ، مثلاً لوجود حركة غير تامة لرأس المال .

ثانياً – القدرة التنبؤية بالصدمات واهميتها النسبية

بينما عرضت المناقشة اعلاه الاستجابات النسبية للموجودات الاجنبية والانتمان المحلي للصدمات الاقتصادية ، فهي لم تذكر بوضوح العناصر الرئيسية التي توجه هذين المتغيرين . ولالقاء الضوء على هذا الموضوع ، يجب ان نحدد المتغيرات التي تساعد بالتنبؤ بسلوك الموجودات الاجنبية والانتمان المحلي . الا انه يلاحظ ان الموجودات الاجنبية ذات التباطؤ في كوريا تساعد على التنبؤ بسلوك الانتمان المحلي ، وليس العكس بالعكس . وهذا يؤكد على ان المدى الذي تتدخل عنده السلطات النقدية في اسواق الصرف الاجنبي لمعادلة التغيرات في الانتمان المحلي هو مدى صغير . ان تأثير الموجودات الاجنبية في الانتمان المحلي قد يعكس سياسات التعطيل ، بينما قد يشير تأثير سعر الصرف إلى ان صنّاع السياسة لايعتمدون فقط على التدخل ، وانما ايضا على خلق الانتمان المحلي ، لتحقيق استقرار سعر الصرف .

الاستنتاجات

١ – الاستنتاجات النظرية

مع تدفق رأس المال الأجنبي ، بشكل كبير ، إلى دولة ما ، فقد تقرر السلطات النقدية فيها تطبيق عدة إجراءات تعطيلية لتجنب حدوث نمو مفرط بعرض النقد ، وانتعا مفرط محتمل في الاقتصاد ، وارتفاع معدل التضخم .

وإذا كان سعر الصرف الثابت هو السائد ، فسيضطر المصرف المركزي إلى بيع العملة المحلية ، مقابل العملة الأجنبية ، عند الأخذ بالاعتبار وجود فائض صاف في ميزان المدفوعات (بسبب ولوج رأس المال الأجنبي للداخل) . وهذا الأمر (البيع) سيؤدي إلى زيادة النقود الاحتياطية ، وفي نفس الوقت ، يسمح للمصارف بالتوسع في منح ائتمانات جديدة ، مما يقوض هدف المصرف المركزي بالسيطرة على نمو النقد (ضعف السيطرة النقدية) .

ومن خلال استخدام إجراءات التعطيل ، يحاول المصرف المركزي حل هذه المشكلة التقليدية المتمثلة بالثالوث المستحيل المتحقق بشكل متزامن ، أي وجود اسواق مالية مفتوحة ، وسعر صرف ثابت ، واستقلال نقدي .

واضح كثير من الدول النامية ضحية نجاحها ، وهي تستقطب رؤوس الأموال للداخل . فقد تتمتع بفوائض مرتفعة في ميزان المدفوعات ، ونمو اقتصادي مرتفع ، الا انها تخفي تدهور في حساباتها الجارية . كما ان معظم تدفقات رؤوس الاموال ذات طبيعة قصيرة الاجل او البقاء . وكذلك فان سياسة التعطيل المتبعة خلقت مايشبه الحلقة المفرغة المتمثلة بارتفاع معدلات الفائدة المحلية ، وتدفق رأس مال اكثر للداخل ، والحاجة لحالات تدخل اكثر لاغراض التعطيل ، وهكذا . وفي النهاية ثبت ان سياسة التعطيل غير قابلة للاستدامة ومكلفة جدا .

ولذلك ، يجب ان يتظافر مزيج السياسات الاقتصادية الكلية ، وخصوصا السياسة المالية ، وتنكاتف مع السياسة النقدية لنجاح سياسة التعطيل . فمن الملاحظ ، ان السياسة المالية التوسعية (زيادة الانفاق الحكومي ، وربما عجز الميزانية) تمارس ضغوطا على معدلات الفائدة باتجاه رفعها ، مما يحبط إجراءات التعطيل الهادفة إلى كبح تدفقات رأس المال ، وتحقيق الاستقرار النقدي .

الا ان كثير من الدول النامية تفتقد إلى وسائل ناجعة لاجراء تعطيل مستمر لتدفقات رأس المال الكبيرة والمستمرة . وعندما تقوم هذه الدول بتحرير الاسواق ، فهي تجد في الغالب بان الادوات التقليدية للتعطيل لم تعد فعالة ، وان عليها ان تعمل على تطوير الهياكل الارتكازية الضرورية لتحقيق سيطرة اكثر تطورا مستندة إلى السوق .

وعند الأخذ بنظر الاعتبار المحددات او القيود العملية على تنفيذ عمليات السوق المفتوحة ، بما في ذلك الكلف المالية الباهظة ، فان جميع هذه الدول وجدت بانه من الضروري اتخاذ اجراءات تعطيلية اضافية او تكميلية ، واهيانا اجراء تحكم غير مباشر برأس المال .

ومن هذه الإجراءات ، تم استخدام التغيرات في سياسة سعر الخصم ومتطلبات الاحتياطي على نحو اكثر من إجراءات اخرى ، كمبادلات الصرف الاجنبي وتحويل ودائع الحكومة .

وفي كثير من الحالات ، فان مدى واستمرار تدفقات رأس المال إلى الداخل جعل صنّاع السياسة يتحولون ايضا إلى إجراءات اخرى ، بما في ذلك مديات أوسع لتحرك سعر الصرف ، والتدخل المباشر في سوق الصرف الاجنبي ، وإتباع سياسات لتشجيع تدفقات موازية لرأس المال إلى الخارج (تدفقات مضادة) .

وتبنى بعض الدول ايضا السيطرة غير المباشرة على رأس المال ، مثل متطلبات الودائع المتغيرة ، والضرائب المفروضة لمساواة الفائدة .

ومع ذلك ، يلاحظ ان استخدام متطلبات الاحتياطي المتغيرة بخصوص الودائع ، والضرائب المفروضة لمساواة الفائدة يمكن ان يكون لها اثر مؤقت معين على الأقل في تخفيف تدفقات رأس المال للداخل .

٢ – الاستنتاجات التطبيقية

عرض هذا البحث نموذجا تطبيقيا لتحليل المضامين النقدية لسياسة التعطيل في كوريا . ويمكن الخروج باستنتاجين على الاقل من هذا التحليل :

أولا ، سياسة التعطيل هي عنصر هام في مجال الاستجابات للصدمات التي تحيق بالموجودات الأجنبية في الاقتصاد الكوري . والصدمات التي حاقت بالموجودات الأجنبية كانت يعادلها ، إلى حد كبير ، وليس بشكل كامل ، الصدمات التي حاقت بالانتمان المحلي (انظر الجداول ٣ و ٥) ، لذلك كانت مترافقة مع تغير صاف قليل في النقود الاحتياطية (انظر لجدول ٥) . وانسجاما مع هذا الأمر ، فان نسبة كبيرة من التغير في الانتمان المحلي تعكس التغيرات في الموجودات الأجنبية ، ولكن ليس العكس .

وعموما كانت الصدمات التي اصابته الانتمان المحلي غير مترافقة مع تحركات معادلة ، بالكامل ، في الموجودات الأجنبية (انظر الجداول ٣ و ٥) ، مما يشير إلى ان خلق الانتمان المحلي لا يؤدي إلى استنزاف الموجودات في هذا النموذج التطبيقي لكوريا .

وبالمقابل ، يلاحظ ان الاحتياطيات الأجنبية لم تؤثر كثيرا بالانتمان المحلي . وهذه النتيجة تعود لسياسة التعطيل المتبعة ، التي حاولت عزل الانتمان المحلي عن تدفقات راس المال للداخل .

وقد قام الباحث باحتساب معامل التوازن ، وفق المعادلة (٣) ، فوجد انه صغير نسبيا (يدنو من الصفر) ، كمتوسط خلال مدة الحث ، مما يتضمن ان التغير في الانتمان يؤدي فقط إلى معادلة او موازنة تدفقات الاحتياطيات بنسبة ضئيلة فقط . وهذا يشير إلى وجود درجة لا بأس بها من الاستقلال النقدي ، وتغير محدود في رصيد النقد المحلي ، كنتيجة لقيام كوريا بتقييد دخول رأس المال اليها، وتفسير انخفاض معامل التوازن في كوريا هو قابلية الإحلال (الاستبدال) المحدودة بين الموجودات المحلية والأجنبية . وهذه نتيجة اما للسيطرة او التحكم برأس المال في كوريا ، كما ذكرنا ، (انخفاض F_i) ، او محدودية حصول العناصر الاقتصادية المحلية على الموجودات الأجنبية (ارتفاع J_i) في كوريا ، كما ذكرنا في المعادلة (٣) بالجانب النظري .

وهذه الإمكانية المحدودة في الحصول على الموجودات الأجنبية هي تفسير القدرة المحدودة على موازنة ميزان المدفوعات ، كما يتضح ذلك من استخراج مؤشر العمق المالي، الذي وجد الباحث بانه ضئيل نسبيا ، كمتوسط ، خلال مدة البحث في كوريا .

وعلى وجه الخصوص ، يظهر ان السلطات النقدية الكورية كانت مستعدة لقبول التقلبات في سعر الصرف وعرض النقد ، التي تنتج من التغيرات في الانتمان المحلي ، بينما لم تكن مستعدة لقبول التقلبات في هذه المتغيرات ، التي تنتج من التغيرات في الموجودات الأجنبية .

ثانيا : هناك تأكيدات على ان كوريا قد تكون منعزلة عن صدمات الموجودات الأجنبية . وهذا التصور متناسق مع التاكيد بان كوريا قيدت حركة راس المال اليها ، والصدمات التي حاقت بالموجودات الأجنبية تلاشت بسرعة في كوريا . وهذا قد يعكس عدم وجود مضاربة في سوق الصرف الاجنبي ، بفعل وجود سيطرة كبيرة على حركة راس المال ، وبالإضافة إلى ذلك عملت كوريا على تعطيل الصدمات التي حاقت بالموجودات الأجنبية بشكل تام ، مما أدى إلى تحقيق تغير قليل في سعر الصرف (انظر الجدول ٤) ، مع تغير قليل في عرض النقد (كأحد المضامين النقدية لسياسة

التعطيل) ،الا ان الافتراض القائل بان الموجودات الاجنبية هي بمثابة متغير خارجي يؤثر بالائتمان المحلي بشكل متزامن يبدو غير معقول ، طالما ان الحوادث العرضية المتمثلة بالتأرجحات الحادة في ميزان المدفوعات ، وفي الموجودات الاجنبية ، يظهر انها مترافقة مع احداث دولية معينة ، كانخفاض قيمة الدولار ، مثلا ، بالمدة ١٩٨٥ – ١٩٨٧ (انظر الجدول ١) ،ويبدو من الجدير بالملاحظة اجراء بحث اوسع يتناول عدم التناسق الواضح في استجابات صنّاع السياسة ، الذين يهتمون بمعادلة اثار سعر الصرف ، والاثار النقدية الناجمة عن صدمات ميزان المدفوعات ، ولكنهم اقل اهتماما بمعادلة صدمات الائتمان المحلي .

كما يبدو ، ومن المثير ايضا ، اجراء بحث اوسع لمعرفة إلى أي مدى يكون سلوك الموجودات الاجنبية والظروف النقدية المحلية متأثرة بمجموعة من الصدمات الخارجية ، كقيمة الدولار الامريكي المرجح بالتجارة ازاء عملات الدول الصناعية الرئيسية الاخرى ، او معدلات الفائدة الامريكية .

المصادر References

- 1 - Ramon Moreno, " Intervention, Sterilization, and Monetary Control in Korea and Taiwan ", Federal Reserve Bank of San Francisco, 1996 .
- 2- Jang – Yung Lee, " Sterilizing Capital Inflows ", Economic Issues, IMF, No. 7, March 1997.
- 3 - Jacob Christensen, " Capital Inflows, Sterilization, and Commercial Bank Speculation : The Case of the Czech Republic in the Mid – 1990s, IMF, WP / 04 / 218, Nov. 2004.
- 4 – International Financial Statistics (IFS), IMF, Washington, D.C., various issues .