

تعويم سعر الصرف في البلدان شديدة الدولار: المهمة المستحيلة

Floating Exchange Rate Regime in Highly Dollarized Countries: Mission Impossible

ليال منصور¹

Layal Mansour¹

¹ كلية القانون الكويتية العالمية، منطقة الدوحة، الكويت

الباحث المسؤول: د. ليال المنصور. البريد الإلكتروني: l.mansour@kilaw.edu.kw

¹Kuwait International Law School – KILAW, Doha city, Jordan

Corresponding Author: Dr. Layal Mansour. Email: l.mansour@kilaw.edu.kw

Received: February 18, 2025 Accepted: December 22, 2025 Online Published: December 31, 2025

URL: <https://journal.aut.edu.jo>

Abstract:

This study is the first of its kind to investigate and provide scientific evidence on the impossibility of floating the exchange rate in highly Dollarized and very highly Dollarized countries. The study examines the phenomenon of dollarization, particularly focusing on the risks and benefits associated with different exchange rate regimes in highly dollarized economies. Dollarization, prevalent in countries facing political instability and weak governance, is a major source of macroeconomic volatility, fragility, and constraints on monetary policy. Through an analysis of historical and contemporary case studies, the paper investigates the effects of full dollarization, currency boards, and flexible exchange rate regimes on financial stability, inflation control, and sovereign debt. The research highlights the limitations of floating exchange rates in dollarized economies, where exchange rate volatility exacerbates external shocks and undermines public confidence. Moreover, the study emphasizes the trade-offs between monetary autonomy and financial stability, proposing that highly dollarized countries may benefit more from hard peg arrangements. This approach reduces risks of currency crises but

limits the flexibility of domestic monetary policy. The findings provide insights for policymakers in emerging and developing economies who are navigating the challenges of de-dollarization and exchange rate management.

Keywords: Dollarization, Exchange Rate Regimes, Financial Stability, Currency Crisis, Currency Board, De-dollarization.

ملخص الدراسة:

تعتبر هذه الدراسة الأولى من نوعها التي تبحث وتقدم الأدلة العلمية في إستحالة تعويم سعر الصرف في الإقتصادات المدولرة للغاية وتلك المدولرة بدرجة كبيرة، حيث تبحث هذه الدراسة في ظاهرة الدولار، مع التركيز بشكل خاص على المخاطر والفوائد المرتبطة بأنظمة أسعار الصرف المختلفة في الإقتصادات المدولرة بدرجة كبيرة وتلك المدولرة للغاية. حيث تعتبر الدولار السائدة في البلدان التي تواجه عدم الاستقرار السياسي وضعف الحوكمة، مصدراً رئيسياً لتقلبات الإقتصاد الكلي، وهشاشة القطاع المالي، والقيود المفروضة على السياسة النقدية. من خلال مراجعة وتحليل الأدبيات السابقة في هذا الإطار، تبحث الورقة في آثار الدولار الشاملة ومجالات النقد وأنظمة أسعار الصرف المرنة على الاستقرار المالي والسيطرة على التضخم والديون السيادية. كما يسلط البحث الضوء على قيود أسعار الصرف العائمة في الإقتصادات المدولرة، حيث يؤدي تقلب أسعار الصرف إلى تفاقم الصدمات الخارجية وتقويض الثقة العامة. وعلاوة على ذلك، تؤكد الدراسة على المفاضلة بين الاستقلالية النقدية والاستقرار المالي، وتقرح أن البلدان المدولرة بدرجة عالية والمدولرة للغاية، قد تستفيد أكثر من ترتيبات نظام التثبيت الصارم للعملة (الجامد). حيث يقلل هذا النهج من مخاطر أزمات العملة، إلا أنه يحد من مرونة السياسة النقدية المحلية. وتوفر النتائج حلولاً لصانعي السياسات في الإقتصادات الناشئة والنامية الذين يواجهون تحديات إلغاء الدولار وإدارة أسعار الصرف..

كلمات مفتاحية: الدولار، أنظمة أسعار الصرف، الاستقرار المالي، أزمة العملة، ومجلس النقد، إلغاء الدولار.

المقدمة

تعتبر الدولار من المشاكل المستعصية في الدول النامية والناشئة، حيث يقصد بالدولرة بشكل عام، على أنها الاستخدام الواسع النطاق لعملة أجنبية إلى جانب العملة المحلية في الدولة، وهي تعتبر مشكلة شائعة في البلدان التي تواجه عدم استقرار سياسي أو جيوسياسي متكرر (Bărbuță-Mișu et al., 2020)، وكذلك في البلدان التي تعاني من ضعف الحوكمة والمؤسسات المالية الهشة والفساد المستشري (Vargas & Sanchez, 2023). وهو ما يظهر على سبيل المثال في دول كآرمينيا ولبنان وكمبوديا وزمبابوي وجمهورية الكونغو الديمقراطية وفنزويلا، حيث عادة ما تعاني هذه البلدان من تضخم مرتفع أو تضخم مفرط، إلى جانب اعتمادها أنظمة أسعار الصرف الثابتة التي تفاقم نقاط الضعف الاقتصادية. (Park & Son, 2022)

وتشكل الدولة (وتسمى أيضًا الدولة الجزئية أو الدولة غير الرسمية) مخاطر كبيرة على هذه الاقتصادات، لا سيما من خلال تأثيرها على القطاع المالي. وبحسب ما لاحظ (Castillo et al., 2024)، فإن الدولة الجزئية تعد مصدراً لتقلبات الاقتصاد الكلي وعدم الاستقرار المالي. وهي تعمل كمؤشر إنذار مبكر، حيث يزداد الطلب على العملات الأجنبية تحسباً لصدمات الاقتصاد الكلي (Deltuvaitė et al., 2019; Gulde et al., 2004; Ishrakieh et al., 2020; Vargas & Sanchez, 2023).

على سبيل المثال، في تركيا، يُظهر (Mansour-Ichrahieh and Zeaiter (2019) فإن ثقة المستهلكين ترتبط سلباً بمعدل الدولة، مما يشير إلى أنه حتى في حالة عدم اليقين الطفيف أو عدم تناسق المعلومات يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية. ويؤدي هذا الارتفاع في منسوب الدولة إلى تقلبات في الطلب على النقود، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تقلبات في أسعار الصرف. بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود ديون بالعملات الأجنبية في الأسواق الناشئة يزيد من المخاطر المرتبطة بالدولة المالية. ومع تراكم الديون المقومة بالعملات الأجنبية، فإنها تؤدي إلى تقويض استقرار البنوك وتعرض الاقتصاد بأكمله لأزمات مالية أثناء انخفاض قيمة العملة المحلية. (De Nicolo et al., 2005a; Reinhart et al., 2003a, 2003b)

حيث تُعد الديون السيادية بالعملات الأجنبية مصدراً خاصاً لعدم الاستقرار (Bocola & Lorenzoni, 2020) وغالباً ما تؤدي إلى أزمات مالية (Badia et al., 2022) أو تقلل من النمو الاقتصادي (Wang et al., 2021). إن هذا الخطر، الذي يشار إليه غالباً باسم "الخطيئة الأصلية" Original sin، كان عاملاً رئيسياً وراء سلسلة أزمات الديون الخارجية في التسعينيات والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين. (Hausmann & Panizza, 2003)

كذلك فإنه في الاقتصادات المدولة بدرجة عالية، تكون قدرة البنك المركزي على تنفيذ سياسة نقدية فعالة محدودة بشدة، حيث تهيمن العملات الأجنبية على المعاملات والمدخرات المحلية. وتصبح الأدوات النقدية التقليدية - مثل التحكم في التضخم أو تعديل أسعار الفائدة - أقل فعالية عندما تكون غالبية الودائع والقروض مقومة بالعملات الأجنبية. فعندما تحدث انخفاضات كبيرة في قيمة العملات، تصبح ملاءة البنوك مهددة، مما يؤدي إلى القضاء على صافي القيمة في الميزانيات العمومية.

(Eichengreen et al., 2005; Lim et al., 2011; Vargas & Sanchez, 2023)

وعلاوة على ذلك، فإن تدخلات البنك المركزي غالباً ما تكون غير فعالة في التخفيف من هذه المخاطر، لا سيما في معالجة عمليات هروب المصارف Bank run وتحقيق الاستقرار في النظام المالي.

(Duttgupta & Cashin, 2008; Goldfajn et al., 2001; Gulde et al., 2003)

ونظراً للطبيعة الهشة للاقتصادات المدولرة، يصبح اختيار نظام سعر الصرف أمراً بالغ الأهمية. وعلى الرغم من أن أسعار الصرف العائمة، التي تتمتع بجاذبية كبيرة من الناحية النظرية بسبب مرونتها، فإنها غالباً ما تؤدي إلى تقلبات مفرطة في أسعار الصرف في الاقتصادات المدولرة. وتؤدي هذه التقلبات إلى تضخيم الصدمات الخارجية، مما يزيد من تكلفة الاقتراض ويؤدي إلى آثار في الميزانية العمومية يمكن أن تقلص الاستثمار والناتج بشدة (Calvo et al., 2008; Durdu et al., 2009; Gonçalves, 2007).

وبالتالي، فإن "الخوف من التعويم" هو السائد في الاقتصادات المدولرة بدرجة عالية، حيث يتردد المشاركون في السوق في تحمل التقلبات التي تصاحب نظام سعر الصرف الموعوم. وعلى النقيض من ذلك، فقد ثبت أن اعتماد نظام التثبيت الصارم (الجامد) لسعر الصرف (الدولة الشاملة أو ترتيبات مجلس النقد Currency Board Arrangement) يوفر استقراراً مالياً أكبر في البلدان المدولرة. فهو يربط العملة المحلية بعملة أجنبية مستقرة، مما يساعد على استقرار التوقعات، ويقلل من تقلبات سعر الصرف، ويبني الثقة في النظام المالي من جهة. إلا أنه قد يحد من استقلالية السياسة النقدية وهو ما يتطلب انضباطاً مالياً صارماً من جهة أخرى، حيث تفقد الحكومات القدرة على طباعة النقود لتمويل العجز. وتقع المفاضلة بين التعويم والتثبيت في صميم النقاش الدائر حول السياسات بالنسبة للاقتصادات المدولرة التي تسعى إلى تجنب الانهيار المالي.

تستند هذه الورقة إلى البحوث الاقتصادية والتجريبية الحالية، لدراسة آثار أنظمة أسعار الصرف المختلفة في البلدان المدولرة بدرجة عالية، مع التركيز على مخاطر وفوائد اعتماد سعر صرف موعوم، وبلاستناد إلى دراسات حالة من البلدان التي حاولت إلغاء الدولة. كما تسلط الورقة الضوء على تحديات الانتقال إلى نظام سعر صرف موعوم والعواقب المحتملة على الاستقرار المالي. وتستكشف بالتالي النهج البديلة، مثل نظام التثبيت الصارم (الجامد) المتمثل بالدولة الشاملة ومجالس النقد، كخيارات أكثر قابلية للتطبيق لتخفيف من الآثار السلبية للدولة. يهدف البحث كذلك، من خلال تحليل الأمثلة السابقة والمعاصرة، إلى تقديم فهم دقيق لمخاطر وفوائد أنظمة أسعار الصرف المختلفة في الاقتصادات المدولرة وتشير النتائج إلى أنه يجب على صانعي السياسات النظر في القيود الهيكلية للدولة واعتماد سياسات سعر الصرف التي تعطي الأولوية للاستقرار المالي على المرونة قصيرة الأجل.

قسم البحث على النحو التالي: القسم الأول يشخص الدولة وعواقبها الاقتصادية. ويدرس القسم الثاني جميع سيناريوهات أنظمة أسعار الصرف الممكنة ويخلص إلى اعتماد أنسبها للبلدان المدولرة. وتختتم الورقة بتوصيات تتعلق ببحث السلطات النقدية في الدول المدولرة التي لا تعاني حالياً من أزمات اقتصادية، على البدء في مسار تخفيف الدولة للعقود القادمة قبل الانتقال إلى نظام سعر الصرف الموعوم من أجل إنقاذ هذه البلدان من العواقب

الاقتصادية الوخيمة. كما توصي الدول ذات الدولار المرتفعة للغاية إلى تجنب التعويم في سعر الصرف والانتقال إلى أنظمة التثبيت الصارم كالدولة الشاملة أو مجلس العملة.

تعتبر هذه الدراسة الأولى من نوعها التي تثبت بالدلة، استحالة نجاح تعويم سعر الصرف في الدول المدولرة للغاية وبدرجة كبيرة. حيث أن الأبحاث السابقة تتحدث بمجملها، عن ايجابية احد انواع أسعار الصرف او تحدياتها المحتملة على الاقتصاد او بعض المؤشرات الاقتصادية. اما هذه الدراسة، فهي الأولى من نوعها التي تبحث في جميع أنظمة أسعار الصرف في الدول المدولرة، و تثبت من خلال مراجعة وتحليل الدراسات السابقة، ان نجاح تعويم سعر الصرف و استعادة الثقة بالعملة الوطنية مهمة مستحيلة في الدول المدولرة للغاية أو بدرجة كبيرة.

1. نقاط الضعف الاقتصادية في الاقتصادات المدولرة: مراجعة الأدبيات

تعتبر الدولة ظاهرة موجودة في البلدان النامية والناشئة التي تعاني من عدم الاستقرار السياسي/الجيوستراتيجي المتكرر (Bărbuță-Mișu et al., 2020)، والتي تعاني من سوء الحوكمة وضعف المؤسسات المالية والفساد المستشري (De Nicolo et al., 2005a; Vargas & Sanchez, 2023) وبشكل خاص، في الدول التي تعاني من التضخم المرتفع المتكرر أو التضخم المفرط وسعر الصرف الأقل مرونة (Park & Son, 2022). ويمكن أن تكون للدولة فوائد محتملة على لاقتصاد، على الأقل في المدى القصير (Vargas & Sanchez, 2023)، حيث أنها تؤدي دوراً إيجابياً هاماً في تشجيع الادخار والاستثمار، وتعمل على تعزيز التكامل المالي الأعمق مع الأسواق العالمية (Bennett et al., 1999). كما يمكن أن تساعد في بعض الأحيان على إعادة ضبط الاقتصاد، وعكس اتجاه هروب رؤوس الأموال (Gulde et al., 2004) وتعزيز التعميق المالي. ولا بد من الإشارة إلى أن المقترضون والمقرضون المحليون يفضلون تحديد قيمة العقود بالعملة الأجنبية عندما يتوقع أن توفر تلك العملة وسيطاً أكثر استقراراً، وبالتالي أقل مخاطرة للوساطة. وبناء على ذلك، يمكن للمقترضين الوقاية من هذه المخاطر عن طريق الاقتراض بسلة من العملات الأجنبية. إلا أنه للأسف، فإن الدولة لا تقدم الإيجابيات السابق ذكرها وحسب ، إنما تحمل العديد من المخاطر المرتبطة بالأزمات المالية والتذبذب في سعر الصرف (Bennett et al., 1999) وإنهيار القطاع المصرفي (Solimano, 2006; Yeyati, 2002)، كما سوف نبين لاحقاً.

1.1 مفهوم الدولة: التعريف والآثار الاقتصادية

يوجد أنواع متعددة من الدولة، الدولة الجزئية أو غير الرسمية التي تعتبر المشكلة للبلدان المدولرة، والدولة الشاملة التي تعتبر أحد الحلول.

أولاً: الدولة الجزئية أو غير الرسمية، والتي يقصد بها، استخدام عملة أجنبية في المعاملات النقدية أو الودائع. لا يعد هذا النوع من الدولة غير قانوني إنما يعتبر غير رسمي كما هو حاصل في بلدان مثل لبنان وتركيا وفنزويلا، حيث يتم استخدام العملات الأجنبية بجانب العملة المحلية. يعد معدل الدولة المالية المقياس الأكثر شيوعاً للدولة، ويتم حسابه عبر نسبة الأصول والخصوم المقومة بالعملة الأجنبية مقابل العملة المحلية. و يستخدم مصطلح الدولة في هذا البحث للإشارة إلى الدولة الجزئية.

ثانياً: الدولة الشاملة، وهي التي سوف نتطرق إليها في القسم الثاني من البحث بإعتبارها أحد الحلول لمعالجة الدولة الجزئية، فهي تحدث عندما تعتمد الحكومة عملة أجنبية كعملة قانونية بدلاً من عملتها المحلية، مما يؤدي إلى فقدان السيطرة على السياسة النقدية كما في حالة اعتماد الدولار أو اليورو كعملة رسمية وحيدة في دولة ما.

يعبر معدل الدولة عن مدى تفضيل الأفراد الاحتفاظ بالعملات الأجنبية كوسيلة للحفاظ على القدرة الشرائية والاستقرار الاقتصادي.

صنف Reinhart et al. (2003a) العديد من البلدان مثل إكوادور وبوليفيا ولبنان على أنها ذات دولة جزئية مرتفعة. ويؤثر هذا النوع من الدولة بشكل سلبي على الاقتصاد بأكمله، وليس فقط على القطاع المالي. ويعود ذلك بسبب انتشار تأثيراتها عبر ما يعرف بالعوامل الخارجية للشبكات The contagion factor of network externalities. بناء عليه، تعتبر الاقتصادات المدولة جزئياً أكثر عرضة لأزمات العملة والأزمات المصرفية النظامية Sudden-Stop and Systemic Crises، كما أكدته دراسات Calvo et al. (2008) و Durdu et al. (2009).

(Mwase and Kumah 2015) بحثا في تأثير الضغوط المالية العالمية على الدولة في بلدان مثل نيجيريا وغانا، ووجدوا أن تقلبات أسعار الصرف تشكل المحرك الرئيسي لهذه الظاهرة، أما Udoh and Udeaja (2019) ، فقد أظهرت دراستهما على نيجيريا أن درجة الدولة ترتبط بشكل وثيق بتقلبات أسعار الصرف.

في تركيا، مثلاً، وجد Feridun (2012) أن دولة الديون تؤدي إلى ضغوط على سوق الصرف على المدى القصير والطويل. ووفقاً لدراسة (Drenik & Perez, 2021) ، فإن دولة الأسعار ترتبط سلباً بتقلب أسعار الصرف في اقتصادات أمريكا اللاتينية.

الدولة والمخاطر المصرفية

تخلق الدولة ضعفًا كبيرًا في النظام المصرفي، حيث تؤدي إلى زيادة تعرض البنوك لمخاطر تقلبات العملة، وهو ما أوضحت دراسة (De Nicoló et al. (2005a,b). كما تشير دراسة (Koráb et al. (2023) إلى أن الدولة تزيد من تقلب الناتج المحلي الإجمالي وتضعف قدرة البنوك المركزية على التحكم في السياسة النقدية. في تركيا مثلاً، أظهرت دراسة (Sena and Şendeniz-Yüncü (2022) أن دولة الودائع تؤثر سلباً على أداء البنوك، حيث تقلل من العائد على الأصول وحقوق الملكية.

كما أن الديون المقومة بالعملات الأجنبية تشكل مصدرًا إضافيًا لعدم الاستقرار المالي، وفقًا لـ (Bocola & Lorenzoni, 2020) و (Badia et al. (2022) ودراسة (Sahabi et al. (2023) يظهر أن ارتفاع دولة الودائع يرتبط بانخفاض عوائد الأسهم في أسواق مثل المكسيك وإندونيسيا وتركيا.

أسواق السندات والدولة

يعتبر وجود سوق سندات محلية من العوامل التي تساهم في تقليل درجة الدولة. حيث أظهر (Balima, 2017) أن البلدان التي تتمتع بسوق سندات محلية قوية تقل فيها معدلات الدولة بنسبة تصل إلى 7.1 نقطة مئوية، كما أن تأثير سوق السندات المحلية يكون أكبر في البلدان التي تتبع سياسات استهداف التضخم Inflation Targeting.

1.2 الدولة والفساد ونظام تثبيت سعر الصرف وربطه بالدولار: الحلقة المفرغة

وفقًا لـ (Frankel (1999)، لا يوجد نظام سعر صرف موحد مناسب لكل البلدان، حيث يعتمد اختيار نظام سعر الصرف على السياسات المالية وظروف المؤسسات المالية. ذلك أنه، يجب أن يكون النظام الاقتصادي قادرًا على إدارة التضخم، دورات الأعمال، والصدمات الاقتصادية في البلدان النامية. حيث تشكل الضغوط التضخمية تكلفة كبيرة عند اعتماد نظام أسعار الصرف العائمة، مما يجعلها عرضة للصدمات الخارجية وتقلبات سعر الصرف. وبالتالي، يلعب نظام التثبيت دورًا حيويًا في استقرار الاقتصادات شديدة التقلبات.

الفساد والدولة

ترتبط الدولة بضعف النزاهة المؤسسية وارتفاع منسوب الفساد (Saeed Meo, 2017). بحسب (De Nicoló et al. (2005a) كلما ارتفعت معدلات الفساد وانعدام الشفافية، ارتفعت معدلات الدولة. كذلك فإن تحسين القواعد الهيكلية وبيئة الاقتصاد الكلي يمكن أن يخفض معدل الدولة بنسبة تصل إلى 10%.

لا يؤثر الفساد فقط على الاقتصاد من خلال استنزاف الاحتياطيات الأجنبية، بل أنه يؤثر سلبًا على الامتثال الضريبي، النمو الاقتصادي، وانضباط الموازنة. (Wei and Wu (2002) أظهر أن الفساد يعزز خروج رأس المال، مما يؤدي إلى أزمات عملة. كذلك يجعل الفساد الدول أقل جاذبية للاستثمار الأجنبي، ويؤثر سلبًا على السياحة والميزان التجاري.

الفساد وتثبيت سعر الصرف

تصبح البلدان التي تعتمد نظام سعر الصرف الثابت للعملة إلى جانب ضعف السوق المالية والنمو الاقتصادي، بيئة خصبة للفساد، وفقاً لـ Popkova et al. (2010). في هذه البيئة، يترابط الفساد والدولة بشكل وثيق، حيث يؤدي كل منهما إلى تعزيز الآخر. كما أشار Ghura (1998) إلى أن الدولة تحفز على زيادة الفساد، بينما يعمق الفساد من اعتماد الدولة في الاقتصاد.

1.3 الدولة والسياسة النقدية غير الفعالة للبنك المركزي

تعتبر الدولة سلاح ذو حدين، حيث توفر تأميناً ضد تدهور العملة الوطنية من جهة، لكنها تعيق فعالية البنك المركزي في اتباع سياسة نقدية مستقلة من جهة أخرى. (Bennett et al. (1999 و Goldfajn et al. (2001 أشاروا إلى أن الدولة تؤدي إلى تقويض دور البنوك المركزية بسبب انخفاض قدرة السياسة النقدية على التحكم بالطلب على النقود المحلية، حيث تصبح القرارات المتعلقة بأسعار الفائدة المحلية أقل تأثيراً على الاقتصاد المحلي وتخضع لتقلبات أسعار الفائدة الأجنبية.

في ظل الدولة، يصبح تداول الدولار بمثابة قبول غير مباشر بالتخلي عن التحكم في السياسة النقدية. كما أن ارتفاع مستويات الدولة يزيد من تكاليف الفائدة، مما يعيق الاستثمار الاقتصادي. من جهته، وجد Honohan (2001) أن الدولة تؤدي إلى اتساع هوامش أسعار الفائدة، مما يثبط النمو الاستثماري ويزيد من الاعتماد على العملات الأجنبية. نتيجة لذلك، تفقد البنوك المركزية القدرة على التحكم في التضخم حتى ضمن القياسات الضيقة للنقد، حيث يتم تحديد عرض النقود من خلال سلوك الأفراد الذين يحتفظون بالأصول بالعملات الأجنبية. في هذا السياق، أظهرت دراسة على لبنان أن مصرف لبنان المركزي ليس له تأثير ملموس على عرض النقود أو أسعار الفائدة، بسبب ارتفاع معدل الدولة (Araji et al., 2019).

تأثير الدولة على الاستقرار الاقتصادي

توصلت دراسة الإطار الكلي القياسي الاقتصادي عن لبنان macro-econometric framework، أن مصرف لبنان المركزي لا يبدو أن له تأثيراً كبيراً على عرض النقود ولا على أسعار الفائدة (Araji et al., 2019). في الواقع، تبين من خلال الدراسة السابقة الذكر، أن مؤشر أسعار المستهلك (CPI) يرتبط سلباً بعرض النقود/النقود المتداولة، ويرتبط إيجاباً بسعر فائدة الإقراض. ونظراً لمعدل الدولة المرتفع جداً في لبنان، لا يعكس M2 بالليرة اللبنانية على الإطلاق عرض النقود؛ وبالتالي، لا يمكن اعتبار عرض النقود متغيراً ذا صلة لقياس التباين في عرض النقود المتداولة M2. أما بالنسبة إلى سعر الفائدة على الإقراض، فيبدو أن السلطات النقدية قد تخلت تماماً عن استخدام هذه الوسيلة كأداة للتحكم في مؤشر أسعار المستهلك، لأن سعر الفائدة على الإقراض مرتبط مباشرة بسعر الفائدة الأميركية.

وتستنتج الدراسة أن المحرك الرئيسي لزيادة الرقم القياسي لأسعار المستهلك CPI، هو النمو الاقتصادي وليس المعروض النقدي، مما يؤكد على أهمية التثبيت الصارم (الجامد) لسعر الصرف للحفاظ على استقرار الأسعار، حيث أن التوسع في المعروض النقدي لم يؤدي إلى نمواً في الناتج المحلي الإجمالي.

كذلك، تؤدي الدولة إلى تعقيد قدرة البنك المركزي على إدارة السيولة المحلية، حيث تضعف البنوك المركزية في توفير السيولة كملاذ أخير. (Castillo et al. (2024) و (Dutttagupta and Cashin (2008) أشاروا إلى أن الأدوات النقدية تكون غير فعالة في معالجة الأزمات المصرفية في البلدان المدولة، مما يزيد من القيود على قدرة البنوك على توفير ضمانات كافية للإيداعات بالعملات الأجنبية.

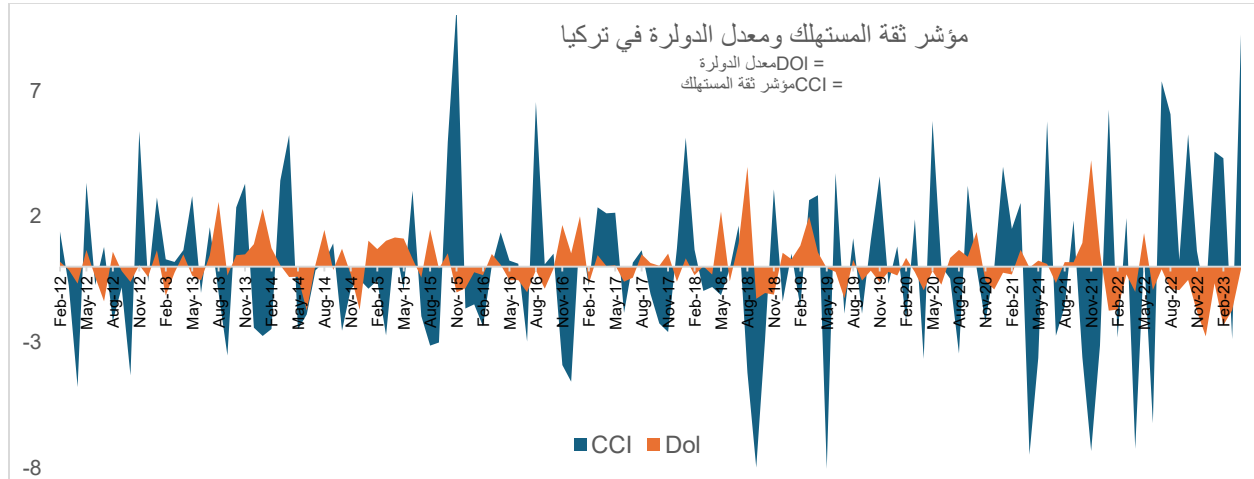
على سبيل المثال، كشف تقرير لصندوق النقد الدولي عن لبنان أن زيادة 1% في معدل الدولة تؤدي إلى انخفاض 3.7% من الاحتياطيات الأجنبية. هذا يفسر اضطراب مصرف لبنان إلى إعطاء الأولوية لتأمين احتياطيات كافية من العملات الأجنبية رغم التكاليف المرتفعة، وذلك لتجنب أزمات العملة واستنزاف الاحتياطيات (International-Monetary-Fund, 2017).

1.4 الدولة والطلب على النقود: مؤشر إنذار مبكر

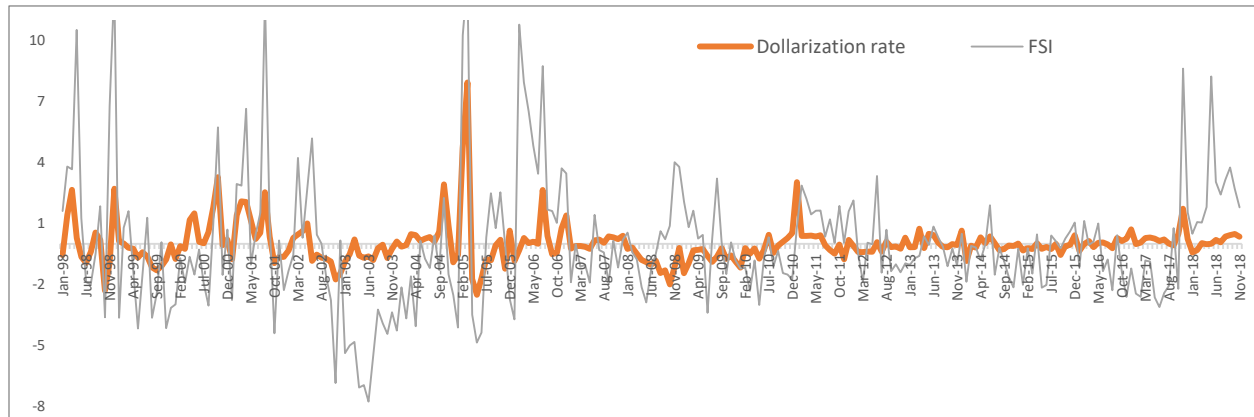
في البلدان شديدة الدولة، يتم استخدام العملة المحلية والأجنبية (خاصة الدولار) بالتبادل، وغالباً ما تُسعر المعاملات ذات القيمة العالية بالدولار. تشكل القدرة على التحويل السريع بين العملات خلال فترات التوتر مؤشر إنذار مبكر، حيث يشير ارتفاع معدل الدولة إلى انخفاض الثقة في العملة المحلية. وفقاً (Catão and Terrones (2016)، كلما انخفضت الثقة بالعملة المحلية، ارتفعت نسبة الاحتفاظ بالعملة الأجنبية، مما يؤدي إلى تراجع قيمة العملة المحلية. يظهر ذلك في الشكل 1، حيث يرتبط تغير معدل الدولة في تركيا بشكل عكسي مع ثقة المستهلك.

يكشف استخدام معدل الدولة كمؤشر إنذار مبكر عن التوتر في السوق المالي. يُظهر الشكل 2 أن معدل الدولة في لبنان يرتفع مع مؤشر الإجهاد المالي (FSI) تدعم هذه العلاقة دراسات حول سلوك المحاكاة Mimetic Behavior خلال الأزمات المالية (Kindleberger et al., 1996)، حيث يرتبط ارتفاع معدل الدولة بزيادة احتمالية الذعر وعدم اليقين.

عند ظهور عدم اليقين، يسود الذعر ويدفع الفاعلين الاقتصاديين إلى تحويل أصولهم من العملة المحلية إلى العملات الأجنبية الأكثر أماناً.



الشكل (1): معدل الدولار في تركيا مقابل مؤشر ثقة المستهلك
المصدر: من إعداد الباحث بناءً على بيانات البنك المركزي التركي.



الشكل (2): نسبة التغير في معدل الدولار ومؤشر الضغوط المالية في لبنان
المصدر: من إعداد الباحث.

لمزيد من المعلومات حول بناء ومؤشر الضغوط المالية (FSI)، يرجى الرجوع إلى (Ishrakieh et al. (2020).

1.5 الدولار في القطاع المصرفي: عامل مسرّع للأزمة

تشير العديد من الدراسات إلى أن الطلب على النقود الأجنبية في البلدان المدولرة يرتبط بأزمات التوقف المفاجئ والأزمات المصرفية النظامية، مثلما أوضح (Calvo et al. (2008)، (Caravello et al. (2023) أن البلدان التي تستخدم عملات متعددة، تقلل من تكاليف التحول بين العملات، مما يزيد من حساسية الاقتصاد المدولر للتوسع النقدي أو التغيرات في سعر الصرف، وبالتالي يصبح التحكم في التضخم أكثر صعوبة (Ize et al., 2006). ومن اللافت أن خفض نمو النقود يمكن أن يكون له تأثير استقرار أقوى في الاقتصاد المدولر مقارنة بغير المدولر.

فعندما تقدم البنوك قروضًا مقومة بالعملة الأجنبية، فإن ذلك يضيف مخاطر مرتبطة بانخفاض قيمة العملة، مما يؤدي إلى تعثر المقرضين في السداد عند تدهور قيمة العملة المحلية. هذا الوضع يزيد من مخاطر عدم تطابق العملة ويحد من فعالية تدخلات البنوك المركزية (Koráb et al., 2023). ويؤدي انخفاض قيمة العملة أيضًا إلى زيادة تكاليف الاقتراض، مما يؤثر سلبيًا على الميزانية العمومية، ويقيد الاستثمار والنمو الاقتصادي (Eichengreen, 2007; Vargas & Sanchez, 2023a, 2023). ويؤدي ارتفاع نسبة القروض المتعثرة وتقلص القوة المالية إلى عدم تطابق استحقاقات الودائع والقروض بالعملة الأجنبية، مما يعمق الضعف المالي. كما أن الدولة تضيف مخاطر ائتمانية للشركات التي تقترض بالدولار ولا تحقق أرباحًا بالدولار، مما يعقد تقييم ملاءة البنوك ويجعل دعم السيولة أكثر تعقيدًا.

1.6 دولة الدين العام: الخطيئة الأصلية Original sin

لا يقتصر استخدام العملات الأجنبية على القطاع الخاص فقط، بل قد تلجأ الحكومات أحيانًا إلى دولة ديونها عندما تعجز عن الاقتراض بالعملة المحلية. وقد كانت الديون بالعملات الأجنبية سببًا رئيسيًا في الأزمات الاقتصادية على مدار العقود الماضية، خاصة في أمريكا اللاتينية والأزمة المالية الآسيوية عام 1997، حيث تعرف هذه الأزمات المتتالية بـ "سنوات أزمة الديون الخارجية" (Badia et al., 2022; Koh et al., 2020)، حيث كان لدولة الديون دور محوري في حدوثها، وتعرف هذه الظاهرة باسم "الخطيئة الأصلية" (Eichengreen et al., 2005).

على سبيل المثال، رغم أن مصر تتمتع بدولة معتدلة ماليًا، إلا أن ديونها بالعملات الأجنبية تشكل مخاطر كبيرة على استقرار العملة، حيث تجاوزت ديونها المدولة خمسة أضعاف احتياطياتها الأجنبية، ففي حال حدوث هروب لرؤوس الأموال، يواجه البنك المركزي خطر استنزاف الاحتياطيات الأجنبية، مما يهدد استقرار القطاع المصرفي والاقتصاد بالكامل.

تعترف وكالات التصنيف الائتماني الدولية بالمخاطر المرتبطة بدولة الديون الحكومية، حيث تُعتبر الدول المدولة ذات مخاطر سيادية أعلى وتحصل على تصنيفات منخفضة نسبيًا، مما يعكس عدم الثقة في استقرارها المالي على المدى الطويل

(Reinhart et al., 2003b).

1.7 تقييم مدى كفاية الاحتياطات الأجنبية

لقد تم بحث أهمية تقييم مستوى احتياطات النقد الأجنبي FX لمدى كفايتها ضد التوقف المفاجئ *stop sudden* ، على نطاق واسع في سلسلة من دراسات صندوق النقد الدولي (2012 و 2013 و 2015 و 2016) ومن قبل العديد من الاقتصاديين (Durdu et al., 2009; Gonçalves, 2007; Jeanne, 2007; Jeanne & Rancière, 2011)

في هذا السياق، يدرس Castillo et al. (2024) كيف يمكن للاقتصادات المدولة أن تقلل من نقاط الضعف من خلال التدخلات الاستراتيجية في النقد الأجنبي، والتي تساعد على استقرار الناتج وأسعار الصرف أثناء عدم الاستقرار المالي. ويبين الباحثون بأن البنوك المركزية في البلدان المدولة، تستخدم الاحتياطات للتخفيف من آثار هروب رؤوس الأموال، وإدارة السيولة وتقليل المخاطر المرتبطة بالتوقف المفاجئ.

وبناءً على ذلك، يعتبر صندوق النقد الدولي اليوم أن كفاية احتياطات النقد الأجنبي تعتبر من أكثر مؤشرات الإنذار المبكر لهشاشة إقتصاد البلد. وعند تقييم كفاية الاحتياطات الأجنبية، يتم فحص النسب التالية :

- نسبة العملات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي. FX/GDP

تُعتبر نسبة العملات الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي مقياساً عاماً لا يستند إلى دعم نظري أو تجريبي يذكر، وعادة ما يستخدم كعامل قياس للتحليل عبر البلدان.

- نسبة العملات الأجنبية إلى الكتلة النقدي: $FX/M2$

عادةً ما تكون نسبة العملات الأجنبية إلى الكتلة النقدية M2 مفيدة للبلدان ذات القطاع المصرفي الكبير وحسابات رأس المال المفتوحة للغاية. يمكن أن تكون نسبة $FX/M2$ مفيدة في رصد مخاطر هروب رؤوس الأموال، لأن العديد من أزمات حساب رأس المال الأخيرة كانت مصحوبة بتدفقات ودائع المقيمين إلى الخارج. (عادةً ما يتم تحديد الحد الأعلى للنطاق الآمن لحيازة العملات الأجنبية عند 20 في المائة).

- نسبة العملات الأجنبية إلى الواردات:

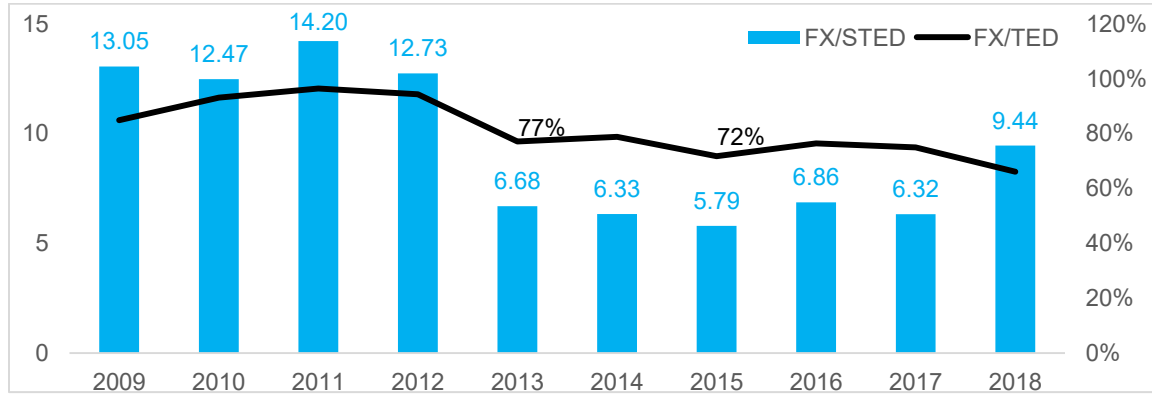
قد تكون نسبة العملات الأجنبية إلى الواردات، وتسمى أيضًا نسبة تغطية الواردات، مقياسًا مفيدًا لقياس مدى كفاية البلدان ذات حسابات رأس المال الأقل انفتاحًا. وتركز هذه النسبة على مدة نشاط الاستيراد التي يمكن أن يغطيها النقد الأجنبي في حال حدوث صدمة (عادةً ما تكون 3 أشهر من الاستيراد) .

- نسبة العملات الأجنبية إلى الدين الخارجي قصير الأجل، و يطلق عليها أيضا قاعدة Guidotti- Greenspan

لا تزال نسبة العملات الأجنبية إلى الدين الخارجي قصير الأجل (STED) ، والمعروفة باسم قاعدة غيدوتي-غرينسبان، هي "القاعدة الأساسية" لتوجيه كفاية الاحتياطي منذ عام 2009. حيث يجب أن يغطي مستوى العملات الأجنبية مائة في المائة من الدين الخارجي قصير الأجل .

وقد أصبحت نسبة Guidotti-Greenspan مؤشراً لمخاطر الأزمات وهي الأكثر استخداماً في الأبحاث كمعيار لكفاية العملات الأجنبية في البلدان المثقلة بالديون.

الرسمان 3 و4 يمثلان العملات الأجنبية إلى TED & STED الدين الخارجي قصير الأجل و الدين الخارجي قصير وطويل الأجل في لبنان (بلد مقوم بالدولار بشكل كبير جداً) وفي مصر (بلد غير مقوم بالدولار ولكن ديونه مقومة بالدولار مرتفعة) على التوالي.



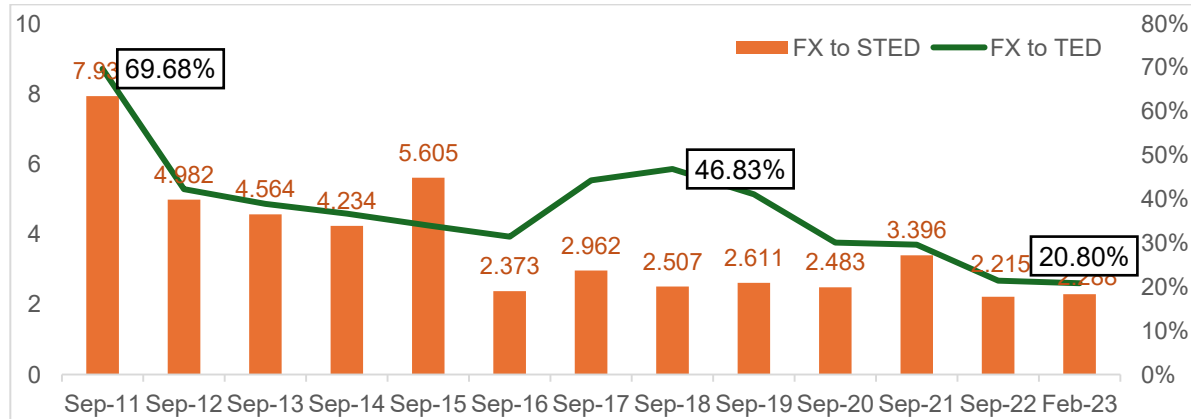
الشكل (3): نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الدين الخارجي قصير الأجل في لبنان

المصدر: إعداد الباحث

يبين الشكل 3، أن مصرف لبنان يمتلك احتياطيات أجنبية تزيد بخمسة أضعاف إلى أربعة عشر ضعفاً عن ديونه الخارجية قصيرة الأجل، وتعادل 70 في المئة من إجمالي ديونه الخارجية، مما يدل على أن مصرف لبنان في وضع بعيد عن أزمة مالية/عملات محتملة .

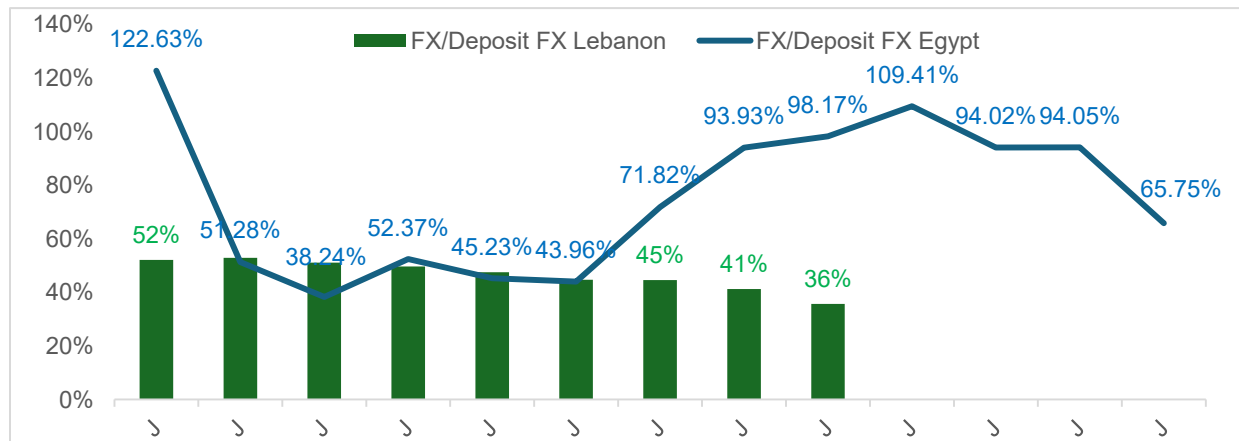
وعلى الرغم من أن مصر ليست مدولة إلى حد كبير، إلا أن نسب كفاية الاحتياطي تظهر أن وضع مصر أسوأ من وضع لبنان قبل الأزمة. ويحتفظ البنك المركزي المصري بما يتراوح بين 2 إلى 7 أضعاف الاحتياطيات الأجنبية من الديون الخارجية قصيرة الأجل بينما انخفضت احتياطياته الأجنبية من 69% في عام 2011 إلى 20% في فبراير 2023.

وتجدر الإشارة إلى أن تقييم احتياطيات البنك المركزي من العملات الأجنبية يختلف في البلدان المدولة بشكل كبير، لأن الدولة "تمتص" الاحتياطيات الأجنبية. وبعبارة أخرى، بما أن الطلب على النقود بالعملة الأجنبية في بلد شديد الدولة يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالتوقف المفاجئ والأزمات النظامية (Calvo et al., 2008; Durdu et al., 2009; Soto & García, 2004)، يمكن إجراء تقييم آخر أفضل لمستوى كفاية النقد الأجنبي وهو: نسبة النقد الأجنبي إلى الودائع بالعملة الأجنبية (Gonçalves, 2007).



الشكل (4): الاحتياطيات الأجنبية ونسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الدين الخارجي في مصر

المصدر: إعداد الباحث



الشكل (5): نسبة الاحتياطيات الأجنبية إلى الودائع بالعملة الأجنبية في لبنان ومصر

المصدر: إعداد الباحث

يوضح الشكل 5، أن المستوى المناسب من العملات الأجنبية إلى إجمالي الودائع في الاحتياطيات الأجنبية، يعتبر أفضل مقياس لبلد مدولر.

في حين أن مصرف لبنان كان يحتفظ دائماً باحتياطيات أجنبية تساوي أو تقل عن 50% من ودائعه بالعملة الأجنبية، فإن مصر تظهر أن نسبة العملات الأجنبية إلى الودائع بالعملة الأجنبية انخفضت من 122% في عام 2011 إلى 43.9% في عام 2016 ثم إلى 65% في عام 2023.

نستنتج أن الديون بالعملة الأجنبية (دولرة الديون) و/أو الودائع بالعملة الأجنبية (استبدال العملة) تعطي مقياساً أفضل لكفاية الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي وهشاشتها. تتفق الأرقام أعلاه مع أزمة العملة في كلا البلدين.

2. السيناريوهات المحتملة لإلغاء الدولار

كما يختلف العلاج حسب ظروف المرض، يجب أن يراعي علاج الدولار حالة الأزمة ودرجة الدولار في البلد، خاصة تأثير الآلية أحادية الاتجاه The Ratchet effect (مستوى الدولار غير القابل للانعكاس). حيث يعتمد الخطر الاقتصادي للدولرة على درجة الدولار في الاقتصاد، لذلك من الضروري أولاً تحديد هذه الدرجة قبل مناقشة سبل إلغائها.

2.1 إلغاء الدولار: الخطوة الأولى - تحديد درجة الدولار

وفقاً لصندوق النقد الدولي، (Bennett et al., 1999) يعتبر الاقتصاد "شديد الدولار" إذا تجاوزت نسبة الودائع بالعملة الأجنبية 30% من الكتلة النقدية. في التسعينيات، اعتُبرت دول مثل الأرجنتين وبوليفيا وبيرو شديدة الدولار. من ناحية أخرى، قدّم (Reinhart et al., 2003a) مقياساً مركباً أكثر تفصيلاً لقياس الدولار يعتمد على ثلاثة مؤشرات: نسبة الودائع الأجنبية، نسبة الدين الخارجي إلى الناتج القومي، ونسبة الدين الحكومي بالعملة الأجنبية. ويتم تحويل هذه المؤشرات إلى مقياس من 0 إلى 30، ويُصنف البلدان إلى أربع فئات كما هو موضح في الجدول رقم (1).

الجدول (1): درجة الدولار في البلدان المدولرة خلال الثمانينات والتسعينات

دولة	
إكوادور، بوليفيا، لاوس، أوروغواي، الأرجنتين، بلغاريا، نيكاراغوا، ساو تومي وبرينسيبي، أنغولا، بيرو، كمبوديا، باراغواي، غينيا بيساو، لبنان، زامبيا، موزمبيق.	مدولرة للغاية
البوسنة والهرسك، غانا، هندوراس، الأردن، طاجيكستان، تركيا، جمهورية الكونغو الديمقراطية، كرواتيا، غينيا، إندونيسيا، مالاوي، سيراليون، تنزانيا، اليمن، كوستاريكا، البحرين، كوت ديفوار، جامايكا، مولدوفا، الفلبين، أرمينيا، تركمانستان، بيلاروسيا، السلفادور، إستونيا، جورجيا، المجر، باكستان، تايلاند، أوغندا.	مدولرة بدرجة كبيرة
مصر، إسرائيل، لاتفيا، ليتوانيا، مقدونيا، بابوا غينيا الجديدة، تشيلي، رومانيا، سانت كيتس ونيفيس، أوكرانيا، البرازيل، جمهورية التشيك، هايتي، غواتيمالا، بولندا، هونغ كونغ، كازاخستان، موريشيوس، ترينيداد وتوباغو، الإمارات العربية المتحدة، فنزويلا، ألبانيا، كولومبيا، المكسيك، جزر سليمان، أوزبكستان، سلوفينيا، السعودية، كوريا الجنوبية.	مدولرة بشكل معتدل
الكويت، الصين، فيجي، هولندا، الأنتيل، سنغافورة، جنوب أفريقيا، تايوان، عُمان	مدولرة

المصدر (Reinhart et al. (2003a

بناء عليه، تم تصنيف الدول إلى مدولة للغاية مثل إكوادور وبوليفيا، ومدولة بشكل معتدل مثل مصر وكازاخستان، ومدولة بدرجة منخفضة مثل الكويت والصين.

2.2 فرض إلغاء التعامل بالدولار في البلدان المدولة والبلدان المدولة بشكل معتدل: مهمة غير مستحيلة

على الرغم من تعقيد عملية إلغاء الدولار، نجحت بعض الدول مثل تشيلي و"إسرائيل" (فلسطين المحتلة) ومصر في تسعينيات القرن الماضي في تقليل معدل الدولار بشكل ملحوظة. تعد "إسرائيل" (فلسطين المحتلة) من أنجح الأمثلة، حيث انخفض معدل الدولار من أكثر من 70% إلى حوالي 10% بحلول عام 2005، من خلال برنامج شامل لتحقيق الاستقرار الاقتصادي وإجراءات للحد من التضخم والائتمانات الأجنبية. وبالمثل، خفضت مصر معدل الدولار الذي كان 55% في أوائل التسعينيات.

من جهتها، اتخذت دول عربية مثل الإمارات، السعودية، عُمان، والكويت، التي صُنفت ضمن "المدولة" أو "المدولة المعتدلة"، إجراءات احترازية صارمة، حيث تم تقييد استخدام العملات الأجنبية في المعاملات النقدية وفرض قيود على الودائع والقروض بالعملة الأجنبية. تعتبر هذه الخطوات ضرورية للحفاظ على الهوية الوطنية والسيادة الاقتصادية.

في دول مثل تونس، المغرب، وسوريا، تم وضع قيود مشددة على حيازة العملات الأجنبية، وصلت عقوباتها في بعض الحالات إلى السجن أو حتى الإعدام كما حدث في العراق في أوقات معينة.

على الجانب الآخر، فشلت محاولات بيرو وبوليفيا في إلغاء الدولار، حيث ارتفعت معدلات الدولار فيهما لتصل إلى 90% بدلاً من الانخفاض. وبالمثل، شهدت المكسيك، روسيا، والبرازيل انهيارات في عملاتها رغم محاولات إلغاء التضخم في تسعينيات القرن الماضي (Mussa et al., 2000).

2.3 فرض إلغاء الدولار في البلدان المدولة بدرجة كبيرة والمدولة للغاية: المهمة المستحيلة

عندما يصل بلد ما إلى مستوى "الدولة العالية جداً" أو "الدولة للغاية"، يصبح من الصعب أو حتى المستحيل إلغاء الدولار بنجاح من خلال تشجيع أو فرض استخدام العملة المحلية وحدها. حتى عام 2024، لم تتمكن أي دولة من هذه الفئة من إعادة هيمنة عملتها المحلية.

غالباً ما تتسم البلدان المدولة بدرجة كبيرة أو للغاية بثلاث خصائص رئيسية تجعل من الصعب إلغاء الدولار:

1. الاعتماد الكبير على العملات الأجنبية في المعاملات المالية.

2. ضعف المؤسسات المالية وعدم القدرة على إدارة السياسات النقدية بفعالية.

3. تآكل الثقة بالعملة المحلية نتيجة الأزمات الاقتصادية المتكررة.

2.3.1 الإدمان على الدولار وتأثير التباطؤ Hysteresis Effect: استحالة إلغاء الدولار قسريًا

عندما يعتاد الناس على الاحتفاظ بالعملات الأجنبية بغرض حماية أصولهم من التضخم المرتفع المحتمل حدوثه في المستقبل وانخفاض قيمة العملة، فإنهم يصبحون: "مدمنين على الدولار" (Reinhart & Rogoff, 2014; Reinhart et al., 2003a). إن محاولة نزع الدولار منهم وفي الوقت نفسه فرض ضوابط قسرية على رؤوس الأموال سيزيد من التوتر والذعر والعنف، وهو ما يؤدي في المقابل إلى حدوث أزمة عملة أكثر تسارعًا وأكثر شدة. تعتبر هذه الظاهرة شائعة في جميع البلدان المدولة لدرجة الإدمان حين تضع السلطات أي نوع من القيود على التعامل بالدولار.

يعتبر التباطؤ الدولار أو تأثير التباطؤ على الدولة المالية ظاهرة اقتصادية تم فحصها تجريبيًا في العقود الأخيرة (de Freitas, 2004; Mongardini & Mueller, 2000; Mueller, 1994).

يقصد بذلك، حساب أقصى مستوى من انخفاض العملة المحلية، وهو ما يسمى بمتغير تأثير الآلية الأحادية الاتجاه the ratchet effect في نموذج الاقتصاد القياسي لدالة الطلب على النقود. فعندما ينظر إلى التباطؤ في سياق الدولة، يمكن اعتبار متغير تأثير الآلية الأحادية الاتجاه على أنه فشل نقدي يعبر عن التمسك بتجربة انخفاض قيمة العملة وعدم إمكانية العودة عنها. وتعكس القياسات الإحصائية لتأثير التباطؤ وأهمية متغير الآلية الأحادية الاتجاه The Ratchet variable، كيف يمكن أن يستمر مستوى مرتفع مؤقتًا من انخفاض قيمة العملة على مدى فترات طويلة من الزمن في ذاكرة الفاعلين الاقتصاديين (Kamin & Ericsson, 2003; Menon, 2008; Samreth, 2011; Valev, 2010) والتأثير على سلوكياتهم.

في الواقع، يُظهر تأثير التباطؤ أن معدل الدولة يزداد مع انخفاض سعر الصرف أو التضخم، ولكنه لا ينخفض بالضرورة إذا انخفض التضخم أو إذا ظل سعر الصرف ثابتًا. ويتسبب وجود تأثيرات متشابكة في الاقتصادات المدولة في حدوث تباطؤ في الطلب على النقود، وعلى وجه التحديد، قد تؤثر التغيرات المؤقتة في التضخم المتوقع بشكل دائم على درجة الدولة وسرعة تداول النقود. (Uribe, 1997)

وبناءً على ذلك، حتى عند حدوث أدنى تضخم في بلد شديد الدولة، يمكن أن يكون له آثار أكثر ثباتًا على سرعة تداول النقود مقارنة بالاقتصادات غير المدولة (Uribe, 1997). ونتيجة لتأثير التباطؤ، من المفيد أن نذكر: "أنه يرتفع الطلب على العملة الأجنبية عندما تنخفض قيمة العملة المحلية، ولكنه ينخفض بدرجة أقل عندما ترتفع قيمة العملة المحلية". (Mongardini & Mueller, 2000)

من الناحية النظرية وبموجب نظرية تأثير التباطؤ التي طورها (Uribe, 1997) وناقشها كل من Metin-Özcan and Us (2007), Havrylyshyn and Beddies (2003), Oomes (2003), (Valev, 2010)

تبين بأنه لا يمكن لبلد كان شديد الدولة على مدى عقود أن يشهد مثل هذا الانخفاض الحاد في معدل دولته في فترة زمنية قصيرة (Feige et al., 2002; Yeyati, 2006).

وقد لوحظت آثار التباطؤ في روسيا (Oomes, 2003) وكمبوديا (Samreth, 2011)، وهي بلدان استمرت معدلات الدولة فيها في الزيادة حتى بعد سنوات من انخفاض معدلات التضخم. وبالمثل بالنسبة لتركيا، أظهر (Metin-Özcan & Us, 2007) أن معدل الدولة لم ينخفض حتى خلال فترات الازدهار. وفي حالة زيمبابوي أيضًا، يُظهر (Imam, 2022) أنه على الرغم من تحسن بيئة الاقتصاد الكلي، لا يزال معدل الدولة مرتفعًا. وفي الأرجنتين أيضًا، يجد (Temperley, 2022) أن التباطؤ في الدولة مستمر على المدى الطويل. في لبنان، لقد استمر معدل الدولة في الارتفاع والاتجاه التصاعدي حتى بعد استقرار سعر الصرف عندما كان لبنان مزدهراً بمعدل نمو سنوي يتجاوز ستة في المائة (Shahin & Freiha, 2005). وقد سبق أن أكد ذلك صندوق النقد الدولي في تقييمه لأثر التباطؤ في لبنان في العام 1994 (Mueller, 1994).

2.3.2 ظاهرة تعدد أسعار صرف العملات

لا يعتبر تعدد أسعار صرف العملات مشكلة بحد ذاته، بل هو ردة فعل على فرض استخدام عملة محلية غير موثوقة. تعكس هذه الظاهرة سياسات مالية ونقدية غير ملائمة وتظهر بشكل خاص في الدول ذات الاحتياجات الأجنبية الضعيفة. بالإضافة إلى ذلك، تؤدي هذه الظاهرة إلى تنوع أسعار الواردات نتيجة استيراد بعض السلع المدعومة.

انتشرت ظاهرة تعدد أسعار الصرف في الثمانينيات والتسعينيات خلال أزمات ديون النقد الأجنبي، وظهرت بشكل واضح في البلدان المدولرة. في هذه الحالات، يستغل البنك المركزي سلطته لتحديد أسعار صرف متعددة، وغالبًا ما يحدث ذلك في أنظمة الصرف الثابتة أو شبه المرنة، حيث ينحرف السعر الرسمي عن سعر السوق. وفقًا لصندوق النقد الدولي، فإن الدول التي تعتمد على أسعار الصرف المتعددة، غالبًا ما تكون دول مدولرة أو تعاني من أزمات عملة، مثل: ميانمار، نيجيريا، مصر، إيران، العراق، لبنان، وفنزويلا.

2.4 إلغاء دولة البلدان المدولرة بدرجة عالية والمدولرة للغاية عن طريق تعويم العملة: مهمة مستحيلة

عادةً ما يتم توحيد أسعار العملات عبر تبني نظام سعر صرف معوم، كما فعلت العديد من البلدان النامية. اعتمدت هذه الدول أنظمة التعويم المدار Managed Float، وهو نظام غير ثابت تمامًا وغير حر تمامًا، مع تدخلات رسمية متكررة للبنوك المركزية عبر احتياطي العملات الأجنبية (Gulde et al., 2003). ومع ذلك، تعاني البلدان المدولرة من مشاكل حادة في الميزانية العمومية عند أدنى تقلب في سعر الصرف.

أثبتت الدراسات عن وجود علاقة قوية بين ارتفاع معدل الدولة والخوف من التعويم (Calvo, 2001; Calvo & Reinhart, 2002)، فالبلدان التي تعلن رسميًا عن نظام تعويم مدار، مثل أنغولا وأرمينيا وكمبوديا ومصر، غالبًا ما تمارس فعليًا نظام تثبيت سعر الصرف De Facto Peg كما يظهر في الجدول 2.

الجدول 2: نظام سعر الصرف القانوني مقابل النظام الفعلي

الترتيب الفعلي للربط (De Facto Peg)	الترتيب الرسمي (De Jure)	البلد	الترتيب الفعلي للربط (De Facto Peg)	الترتيب الرسمي (De Jure)	البلد
إدارة أخرى	تعويم	أفغانستان	يشبه الزحف	تعويم	أنغولا
إدارة أخرى	تعويم	ميانمار	يشبه الزحف	تعويم حر	أرمينيا
إدارة أخرى	تعويم	سيراليون	يشبه الزحف	تعويم مُدار	كمبوديا
إدارة أخرى	تعويم	غامبيا	يشبه الزحف	تعويم	الكونغو الديمقراطية
إدارة أخرى	تعويم مُدار	الصين	يشبه الزحف	تعويم حر	كوستاريكا
إدارة أخرى	تعويم	الأرجنتين	يشبه الزحف	تعويم	مصر
إدارة أخرى	تعويم	كينيا	يشبه الزحف	تعويم مُدار	غينيا
إدارة أخرى	تعويم	فنزويلا	يشبه الزحف	تعويم	ملاوي
إدارة أخرى	تعويم	سوريا	يشبه الزحف	تعويم مُدار	رومانيا
إدارة أخرى	تعويم	الصومال	يشبه الزحف	تعويم حر	سريلانكا
إدارة أخرى	تعويم	باكستان	استقرار	تعويم حر	تنزانيا
إدارة أخرى	تعويم	جنوب السودان	يشبه الزحف	تعويم مُدار	إثيوبيا
إدارة أخرى	تعويم	زيمبابوي	يشبه الزحف	تعويم	بنغلاديش
إدارة أخرى	تعويم	سيراليون	يشبه الزحف	تعويم	سنغافورة

المصدر: International Monetary Fund: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions – 2019–2020–2021–2022–2023

بناءً عليه، حتى الدول التي تتمتع بأنظمة مالية متقدمة نسبياً مثل مصر والصين، لم تتجح في تعويم عملاتها بالكامل ولجأت إلى أنظمة التثبيت للوقاية من تقلبات أسعار الصرف. وذلك لأن أنظمة التعويم المدار تتطلب مستويات عالية من الشفافية والمصادقية، إضافة إلى استقرار سياسي واقتصادي، وهو ما تفتقر إليه معظم الدول النامية .
(Davanne & Jacquet, 2000)

خلاصة القول، تتفوق الآثار السلبية للدولة على الفوائد المحتملة لنظام التعويم، مما يجعل اعتماد التعويم المدار غير ممكن في البلدان شديدة الدولة (Calvo & Mishkin, 2007; Mansour, 2013).

2.5 إلغاء الدولة في البلدان المدولة بدرجة عالية والمدولة للغاية عبر إلغاء البنك المركزي: السيناريوهات المحتملة

غالبًا ما يتم تحقيق توحيد أسعار العملات في ظل نظام التثبيت المرن بعد أزمة أدت إلى تذبذب في سعر العملة. فقد تضطر الدول التي تتبنى نظام التثبيت المرن للاختيار بين مجلس النقد أو الدولة الشاملة أو نظام التعويم الكلي (Caravello et al., 2023; Ize et al., 2006).

أظهرت دراسة صندوق النقد الدولي أن الخروج من نظام التثبيت المرن يمكن أن يتم بشكل أفضل عند استقرار العملة، مما يساهم في توسع تدفقات رأس المال، كما كان الحال في بولندا و"إسرائيل" (Eichengreen et al., 1998).

عند مواجهة أزمة سعر الصرف، فإن الحل الأكثر مصداقية بالنسبة لمدمني الدولار يكون عبر نظام التثبيت الصارم، كما هو موضح في الشكل رقم 6.



الشكل (6): المصداقية واستقلالية البنك المركزي حسب نوع نظام سعر الصرف،

المصدر: من إعداد الباحث.

يتمتع نظام التثبيت الصارم بمصداقية عالية، ولكنه يفتقر إلى استقلالية السياسة النقدية، حيث ترتبط أسعار الفائدة المحلية بتلك الموجودة في البلد الذي تستخدم عملته كعملة مرجعية. يقلل هذا النظام من علاوة المخاطر المرتبطة بالاقتراض الدولي، مما يعزز الثقة ويخفض تكاليف الاقتراض ويزيد من الاستثمار والنمو. تتلخص خيارات التثبيت الصارم، بالدولة الشاملة ومجلس النقد، لذلك سيتم فيما يلي الإضاءة على هذه الخيارات.

الدولة الشاملة/رسمية

تمثل الدولة الشاملة اتحاداً نقدياً بين دولة صغيرة مع شريك اقتصادي قوي، حيث تصبح العملة الأجنبية للشريك القوي هي العملة القانونية الوحيدة في الدولة الصغيرة، و تلغى العملة الوطنية بشكل كامل، وبالتالي لا توجد مخاطر أزمات عملة. بالتالي يتبع تكوين أسعار الفائدة في الدول المدولة نفس اتجاه أسعار الفائدة في البلد المصدر للعملة حتى لو ارتفعت كما حدث بين 2022 و 2024. تُعد الاقتصادات التي تعتمد على الدولة الشاملة اقتصادات مفتوحة، تتمتع بحرية معاملات الحسابات الجارية ورأس المال، مع قليل من القيود على المدفوعات الخارجية.

مجلس النقد

يعتبر نظام مجلس النقد (CBA)، نظاماً لسعر الصرف، ويفضل عادةً أن يكون قائماً على التزام قانوني صريح طويل الأجل من قبل السلطات العامة. فهو يتطلب عدة عناصر، أهمها سعر صرف ثابت بشكل صارم (جامد) بين عملة البلد والعملة المرجعية التي تضمن قابلية التحويل التلقائي. ويقترن ذلك بقيود على سلطة الإصدار، بمعنى فرض قيود على طباعة نقود جديدة M0 (كتلة النقد المتداول) و ليس M2 ما لم تكن مغطاة بالكامل بالعملة الأجنبية (100% على الأقل). وكما تؤكد دراسة لصندوق النقد الدولي، فإنه مع وجود مجلس النقد، لا يمكن للبنك المركزي أن يكون بمثابة مقرض الملاذ الأخير للبنوك التي تواجه المشاكل (Reinhart & Calvo, 1999)

2.5.1 أوجه الشبه بين مجلس النقد والدولة الشاملة

يعتبر مجلس النقد والدولة الشاملة نظامين يندرجان تحت نظام التثبيت الصارم، لذلك فهما يتمتعان بخصائص متشابهة:

التفويض القانوني: تتطلب الدولة الشاملة الحصول على تفويض قانوني لاستخدام عملة بلد آخر بصورة حصرية. كما يستلزم مجلس النقد حصول البنك المركزي في السابق (مجلس النقد حالياً) على تفويض قانوني للاحتفاظ بأصول أجنبية مساوية على الأقل للعملة المحلية الجديدة المتداولة.

عدم وجود مقرض الملاذ الأخير: يعمل كلا النظامين دون وجود بنك مركزي، مما يعني عدم وجود مقرض الملاذ الأخير .

المصادقية: يوفر كلا نظامي سعر الصرف، أقصى قدر من المصادقية (الرسم 6)، لأنهما يزيلان السياسة النقدية للبنك المركزي وكذلك سلطته الإستثنائية. وبعبارة أخرى، لا يمكن التلاعب بمجلس النقد من خلال التدخلات السياسية.

فقدان الاستقلال النقدي: يتخلى البلد الذي يتبنى التثبيت الصارم (الجامد) عن التحكم في سياسته النقدية. ويتكون ذلك من خلال الحفاظ على سعر صرف ثابت (جامد) عن طريق الإلغاء التام للسلطة الإستثنائية للبنك المركزي وكذلك سلطته في تحديد السياسة النقدية من خلال تحديد سعر الفائدة (عرض النقود) أو العمل كمقرض الملاذ الأخير .

الانضباط المالي: سيؤدي التثبيت الصارم (الجامد) إلى تحسين الانضباط المالي وتعزيز قدرة السلطات على تحصيل الضرائب وتوزيعها بكفاءة بسبب إزالة خيارات التمويل التضخمي (لا يمكن للدولة الاقتراض لتمويل عجز الموازنة).

التصحيح الاقتصادي: في ظل كلا النظامين، يتعامل الاقتصاد مع الصدمات الخارجية من خلال عوامل الإنتاج وأسواق المنتجات بمساعدة النظام المالي، بدلاً من تعديل أسعار الصرف.

سعر الفائدة: يتم التعبير عن مصداقية الدولة ذات نظام التثبيت الصارم اقتصادياً من خلال انخفاض سعر الفائدة، مع علاوة لا تُذكر أو تكاد لا تُذكر مقابل البلد صاحب العملة المرجعية. وفي حالة الدولار الشاملة، لا تكون عملة البلد سوى العملة الأجنبية ذاتها. على سبيل المثال، إذا أصبح لبنان مدولراً بالكامل، فإن عملته المحلية الرسمية ستكون الدولار الأمريكي. وبالتالي يتم توفير العملة، في شكل دولار أمريكي، من قبل الاحتياطي الفيدرالي. وفي حال طبق لبنان مجلس النقد المرتكز على الدولار الأمريكي، فإن فارق سعر الفائدة بين العملة المحلية والدollar الأمريكي سيكون ضئيلاً جداً، لأن العملة المحلية ستكون مغطاة بالكامل بالدولار ومحدودة في قيمتها بما يعادل مخزونها من العملة المرجعية، مما يعني أن العملة المحلية التي قد يعاد إطلاقها تحت اسم آخر غير الليرة اللبنانية، ستكون قابلة للتحويل التلقائي إلى الدولار في أي لحظة، ما يقلل بشكل كبير من مخاطر التضخم وانخفاض قيمة العملة في المستقبل.

التصنيف الائتماني: تميل البلدان التي تعتمد نظام التثبيت الصارم، إلى الحصول على درجات أعلى من قبل وكالات التصنيف الائتماني (Goldfajn et al., 2001)، وذلك يعود إلى انخفاض المخاطر الائتمانية.

التدفقات والنمو: ستعمل المصداقية العالية لنظام التثبيت الصارم وإزالة مخاطر الانخفاض الحاد والمفاجئ في قيمة سعر الصرف، إلى جانب انخفاض سعر الفائدة، كقوى رئيسية لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الاستثمارات الأخرى، والتي بدورها ستؤدي إلى توليد فرص العمل والنمو الاقتصادي.

الاستقرار والتوقعات: تميل الدول ذات أنظمة التثبيت الصارم (الجامد) إلى الحفاظ على سياسات سعر الصرف دون تغيير لفترات طويلة، ما لم تشهد اقتصاداتها تغيرات هيكلية كبيرة تؤدي إلى الخروج من نظام سعر الصرف الثابت الصارم أو الدولار الشاملة. وتوفر المدة الطويلة عمومًا لأنظمة التثبيت الصارم درجة أعلى من اليقين في تسعير المعاملات الدولية. ومع ذلك، فإن الدولار الشاملة تنطوي على ميزة ديمومة أكبر من مجلس النقد.

2.5.2 أوجه الاختلاف بين مجلس النقد والدولة الشاملة

العملة المحلية: في ظل نظام الدولة الشاملة، تكون العملة القانونية المحلية هي العملة الأجنبية (الدولار أو اليورو على سبيل المثال). في ظل نظام مجلس النقد، يكون للبلد عملته الخاصة، والتي تعكس مع ذلك العملة المرجعية الأجنبية، لأن الدخول في نظام مجلس النقد يتطلب، بشكل مطلق، التخلي عن استقلال السياسة النقدية ودعم الالتزامات بالكامل باحتياجات بالعملة المرجعية.

Seigniorage إيرادات سك العملة: في ظل الدولة الشاملة، تتخلى الحكومة عن الأرباح التي يمكن أن تجنيها من إصدار عملة جديدة عن طريق استبدال العملة المحلية بالكامل بعملة أجنبية. ويستمد هذا الربح من إصدار العملة، المعروف أيضًا باسم Seigniorage، من الفرق بين القيمة الاسمية للأوراق النقدية المطبوعة حديثًا وتكاليف إنتاجها. وباعتبارها السلطة الوحيدة التي تتحكم في طباعة الدولار الأمريكي، تقوم الولايات المتحدة بتحصيل جميع إيرادات السيولة على الدولار الأمريكي. ومن ثم، فإن الربح من بيع الدولار الأمريكي هو العنصر الأكثر وضوحًا وقابلية للقياس الكمي في حساب التكلفة والفائدة من الدولة الشاملة.

مصادقية الدولة الشاملة: تعتبر الدولة الشاملة أكثر مصداقية من مجلس النقد لأنها بمجرد اعتمادها لا يمكن الرجوع عنها. و أن الرجوع عنها في بعض الدول، وفي ظل ظروف معينة، يمكن أن يكون مكلفًا للغاية. تظهر الحاجة المؤيدة للدولة الشاملة عند مقارنتها بمجلس النقد، عندما يتم تقييم المكاسب والخسائر. حيث أن المكاسب الأساسية التي يمكن الحصول عليها من الدولة الشاملة تكمن في الولوج إلى أسواق رأس المال، من خلال إستعمال عملة قوية ثابتة وجاذبة للاستثمارات. أما الخسائر فتتمثل أساساً في خسارة إيرادات سك العملة الناتجة عن طباعة العملة الجديدة في مجلس النقد.

2.6 إلغاء التعامل بالدولار في البلدان شديدة الدولة من خلال اعتماد نظام التثبيت الصارم (الجامد) والربط بالدولار: حالات عملية

"ما لم يتبن البلد الذي لا يعاني من التضخم الربط الثابت، فعليه أن ينظر في مشكلة استراتيجية الخروج من ترتيبات الربط" (Fischer, 2001)

لم ينج أي من البلدان "المدولة للغاية" أو "المدولة بدرجة عالية" من أزمة العملة، بل عانت جميعها منها. ومع ذلك، الدول التي ألغت بنوكها المركزية واعتمدت نظام التثبيت الصارم، مثل السلفادور، بنما، تيمور الشرقية، وكوسوفو، تمكنت من التعافي عبر الدولة الشاملة أو مجلس النقد. هذه الدول ضحت بعملتها المحلية وسياستها النقدية، مما سمح لها بإنهاء الدولة غير الرسمية وخفض التضخم. أما الدول التي لم تعتمد نظام التثبيت الصارم، فقد استمرت في مواجهة أزمات العملة والتضخم المرتفع باستمرار.

حالة الأرجنتين

عندما اعتمدت الأرجنتين مجلس النقد في البداية، شهدت ازدهارًا اقتصاديًا كبيرًا، حيث نما الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5-10% وانخفض التضخم بشكل ملحوظ. ومع ذلك، تخلت الأرجنتين لاحقًا عن الالتزام الصارم بنظام مجلس النقد، مما أدى إلى أزمة مالية حادة نتيجة عدم دعم العملة بنسبة 100% بالاحتياطيات الأجنبية. بعد فترة من الأداء الجيد، حاولت الأرجنتين العودة إلى النظام التقليدي للبنك المركزي، لكنها واجهت أزمة مالية مستمرة منذ عام 2002. في يناير 2024، أعلن الرئيس الأرجنتيني خافيير ميلي عن خطته لإغلاق البنك المركزي نهائيًا، معترفًا بصعوبة استعادة الثقة في العملة المحلية المدولة.

حالة بلغاريا

بحلول عام 1997، وصل التضخم في بلغاريا إلى 2000% نتيجة ضخ السيولة لدعم النظام المصرفي الضعيف، حيث كانت تسعة من أصل عشرة مصارف حكومية تعاني من رأس مال سلبي. نصف البنوك الخاصة أيضًا كانت مفلسة تقريبًا، واستنفذ البنك المركزي احتياطياته الدولية، التي كانت تغطي أقل من شهرين من الواردات. بمساعدة صندوق النقد الدولي وحكومة جديدة، تم اعتماد نظام مجلس النقد في عام 1997 كحل للأزمة الاقتصادية، رغم التحديات السياسية والتقنية. بعد عام واحد فقط من تنفيذ مجلس النقد، ارتفعت الاحتياطيات الأجنبية من 800 مليون دولار إلى ستة مليارات دولار، مما ساعد على استعادة الاستقرار الاقتصادي (Enoch & Gulde, 1997).

حالة زيمبابوي

غيّرت زيمبابوي عملتها عدة مرات دون تحقيق نتائج إيجابية، حيث استمرت العملة في الانهيار. لم تشهد البلاد نموًا اقتصاديًا أو انخفاضًا في التضخم إلا في الفترة التي تحولت فيها إلى الدولة الشاملة واعتماد الدولار الزيمبابوي كعملة رسمية.

حالة السلفادور والبوسنة والهرسك

تبنت السلفادور الدولة الشاملة بعد أن تسببت الحرب الأهلية في انهيار عملتها واختلال كبير في سعر الصرف. قررت السلفادور لضمان استقرار العملة وتجنب انخفاض قيمتها في المستقبل، الانتقال رسميًا إلى الدولة الشاملة في عام 1999 بعد سنوات من الصراع.

في البوسنة والهرسك، التي عانت من حرب دمرت الاقتصاد ووجود أربع عملات مختلفة، تم اعتماد نظام مجلس النقد لضمان استقرار العملة في مرحلة الانتقال من الحرب إلى السلم ومن الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق. أدى هذا إلى انخفاض التضخم إلى 2-3% بعد إنشاء مجلس النقد (Kovačević, 2003).

3. النتائج والتوصيات

في النهاية، عندما يكون البلد قد أدمن لعقود على الدولة غير الرسمية وتدهورت نبضات قلبه الاقتصادي إلى مستوى حرج من انكماش الناتج المحلي الإجمالي والتضخم المفرط، تصبح حالات الطوارئ والتدابير الجراحية مثل بتر السياسة النقدية للبنك المركزي واجباً وطنياً للبقاء.

إن الدعوة إلى نظام التثبيت الصارم (الجامد) لسعر الصرف ليس نظام الأحلام المفضل لدى الاقتصاديين بشكل عام، وهو ليس بمثابة الوعد بالحل الشافي لكل المشاكل الاقتصادية. فلا ينبغي مثلاً لبلد متقدم ويتمتع بالشفافية أن يفكر أبداً في نظام التثبيت الصارم، لأنه لن يوفر مجتمعاً سليماً يتمتع بنمو أو استقرار أفضل. وعلاوة على ذلك، فإن الحل المقترح في هذه الورقة، لا يمثل الحل الأمثل لكل الدول التي تعاني من أزمة مالية إلى جانب أزمة تضخم أو أزمة مصرفية. فمجلس العملة أو الدولة الشاملة ليسا أقل من عملية جراحية نقدية، وهو يمثل علاجاً لا بديل عنه للبلد المريض بعد أن جرب عبثاً، وعلى مدى سنوات عديدة مؤلمة، كل ما يمكن تخيله من سياسات نقدية/مالية وإصلاحات من النوع التقليدي.

إن نظام مجلس العملة أو الدولة الشاملة لا يعدا دواءً شافياً أو حتى علاجاً سهلاً يمكن أن يعد بنقل البلاد إلى الجنة المالية أو الجنة الاقتصادية المفتوحة، ولكنه يمكن أن يحسن بشكل كبير من جودة العملة "الجديدة" ويضمن وضع حد نهائي لتدهور قيمة العملة. ولذلك يفسره بعض الاقتصاديين بأنه خسارة للسياسة النقدية. ذلك أن اعتماد مجلس العملة، سينهي دور البنك المركزي في كونه مقرض الملاذ الأخير. ومع ذلك، فإن جميع الأدلة اليوم تُظهر أن هذا البتر الجزئي لإصبع مؤسسي سيعود بالنفع الأكيد على بلد يعاني من ضعف وفساد في مؤسساته المالية ومن أزمة عملة، من خلال توفير ثقة ومصادقية جديدة ونمو أفضل وأداء نقدي وتضخم أفضل مما كان عليه بدرجة كبيرة.

كذلك لا بد من التأكيد على أن مجلس العملة هو التزام طويل الأجل (أو لا رجعة فيه على المدى القصير والمتوسط) من خلال اتباع برنامج إصلاحي مع انضباط صارم، حيث لا يمكن للحكومة تمويل إنفاقها إلا من خلال تحسين الجباية والكفاءة والعدالة في تحصيل الضرائب وتحصيل الأرباح المحققة من النشاط الاقتصادي والنمو.

ونتيجة لكل ما ورد أعلاه، لا بد من الإشارة إلى أن ارتفاع معدل الدولة في القطاعين العام والخاص يزعزع استقرار النظام المالي للدولة، ويعرض الاقتصاد بأكمله لمخاطر الصدمات الخارجية. ومن المرجح أن يتعرض البلد شديد الدولة إلى مخاطر نظامية إلى جانب اختلال متزايد في الميزانية العمومية. ومن دون التدخل المناسب من قبل

السلطات النقدية، يمكن أن يتدهور الوضع بسرعة إلى تأثير "كرة الثلج" ويؤدي إلى ارتفاع سريع في مخاطر الأصول التي تحتفظ بها البنوك.

يعتبر هذا البحث الأول من نوعه الذي يخلص صراحةً إلى أن الدولة شديدة الدولة لا يمكنها تعويم عملتها بنجاح. حيث أن الدراسات السابقة درست تأثير كل نظام لسعر الصرف على العوامل الاقتصادية المختلفة أو تحديات كل نظام لسعر الصرف في سياقات مختلفة. وتذهب دراسات أخرى إلى إضهار الصعوبات التي تواجهها الاقتصادات المدولة في الإفلات من الأزمة المالية المستقبلية أو في إعادة بناء الثقة. غير أن هذه الدراسة تستند إلى الدراسات التجريبية السابقة، لتخلص إلى أن الدول ذات الاقتصادات شديدة الدولة لا يمكنها النجاح في تبني نظام سعر الصرف المعموم. ويقترح البحث جميع سيناريوهات أنظمة أسعار الصرف الممكنة ويختار الأنسب للبلدان المدولة والبلدان ذات الدولة العالية. ويؤكد البحث من خلال مراجعة كل الأبحاث السابقة، على أن الدولة شديدة الدولة الذي تمر بأزمة عملة وانهايار في قطاعها المصرفي مصحوبًا بتضخم مفرط ونقص مزمن في الثقة في العملة المحلية – لا يمكنها التعافي من خلال اعتماد نظام سعر الصرف المرن المدار أو نظام سعر الصرف العائم. ولتقادي الحلول المقترحة والتي قد تبدو راديكالية، يجب على السلطات النقدية في الاقتصادات المدولة بشكل معتدل، تعزيز الانضباط المالي وإصلاح النظام الضرائبي، ومعالجة نقاط الضعف المؤسسية والفساد، والتخلص التدريجي من الدولة بنظام قانوني صارم والحفاظ على احتياطات أجنبية كافية. وإلا فسيكون قد فات الأوان على السياسة النقدية المركزية التي تتبعها العملة المحلية وسيتعين عليها اللجوء إلى الحل الأخير: وهو نظام التثبيت الصارم (الجامد)

المراجع

- Araji, S., Hlasny, V., Mansour Ichrahieh, L., & Intini, V. (2019). Targeting debt in Lebanon: A structural macro-econometric model. *Middle East Development Journal*, 11(1), 75–104. <https://doi.org/10.1080/17938120.2019.1583510>
- Badia, M. M., Medas, P., Gupta, P., & Xiang, Y. (2022). Debt is not free. *Journal of International Money and Finance*, 127, Article 102654. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102654>
- Balima, W. H. (2017). Do domestic bond markets participation help reduce financial dollarization in developing countries? *Economic Modelling*, 66, 146–155. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2017.06.006>
- Bărbuță-Mișu, N., Güleç, T. C., Duramaz, S., & Virlanuta, F. O. (2020). Determinants of dollarization of savings in the Turkish economy. *Sustainability*, 12(15), Article 6141. <https://doi.org/10.3390/su12156141>

- Bennett, M. A., Borensztein, M. E., & Baliño, M. T. J. (1999). *Monetary policy in dollarized economies* (Occasional Paper No. 171). International Monetary Fund.
- Bocola, L., & Lorenzoni, G. (2020). Financial crises, dollarization, and lending of last resort in open economies. *American Economic Review*, 110(8), 2524–2557. <https://doi.org/10.1257/aer.20190367>
- Calvo, G. A. (2001). Capital markets and the exchange rate, with special reference to the dollarization debate in Latin America. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33(2), 312–334.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejía, L. F. (2008). *Systemic sudden stops: The relevance of balance-sheet effects and financial integration* (Working Paper No. 14026). National Bureau of Economic Research.
- Calvo, G. A., & Mishkin, F. S. (2003). The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries. *Journal of Economic Perspectives*, 17(4), 99–118. [Corrected year/journal from your draft].
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408.
- Caravello, T. E., Martinez-Bruera, P., & Werning, I. (2023). *Dollarization dynamics* (Working Paper No. 31631). National Bureau of Economic Research.
- Castillo, P., Lama, R., & Medina, J. P. (2024). Escaping the financial dollarization trap: The role of foreign exchange intervention. *Journal of International Money and Finance*, 142, Article 103032.
- Catão, M. L., & Terrones, M. M. (2016). *Financial de-dollarization: A global perspective and the Peruvian experience* (Working Paper No. 16/97). International Monetary Fund.
- Davanne, O., & Jacquet, P. (2000). Quelle politique de change pour l'euro? [EMU's exchange rate policy]. *Revue d'économie politique*, 110(3), 301–343.
- de Freitas, M. L. (2004). The dynamics of inflation and currency substitution in a small open economy. *Journal of International Money and Finance*, 23(1), 133–142.
- De Nicoló, G., Gulde, A. M., Hoelscher, H., Ize, A., & Marston, D. (2005a). *Financial stability in dollarized economies* (Occasional Paper No. 230). International Monetary Fund.
- De Nicoló, G., Honohan, P., & Ize, A. (2005b). Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1697–1727. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.032>

- Deltuvaitė, V., Kapounek, S., & Koráb, P. (2019). Impact of behavioural attention on the households foreign currency savings as a response to the external macroeconomic shocks. *Prague Economic Papers*, 28(2), 155–177.
- Drenik, A., & Perez, D. J. (2021). Domestic price dollarization in emerging economies. *Journal of Monetary Economics*, 122, 38–55.
- Durdu, C. B., Mendoza, E. G., & Terrones, M. E. (2009). Precautionary demand for foreign assets in sudden stop economies: An assessment of the New Mercantilism. *Journal of Development Economics*, 89(2), 194–209.
- Duttagupta, R., & Cashin, P. (2008). *The anatomy of banking crises* (IMF Working Paper No. 08/93). International Monetary Fund.
- Eichengreen, B. (2007). The real exchange rate and economic growth. *Social and Economic Studies*, 56(4), 7–20.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2005). The mystery of original sin. In B. Eichengreen & R. Hausmann (Eds.), *Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies* (pp. 233–265). University of Chicago Press.
- Eichengreen, B., Ötker, I., Hamann, A. J., Jadresic, E., Johnston, R., Bredenkamp, H., & Masson, P. R. (1998). *Exit strategies: Policy options for countries seeking exchange rate flexibility* (Occasional Paper No. 168). International Monetary Fund.
- Enoch, C., & Gulde, A. M. (1997). *Making a currency board operational* (Pape No. 97/10). International Monetary Fund.
- Feige, E. L., Faulend, M., Šonje, V., & Šošić, V. (2002). Unofficial dollarization in Latin America: Currency substitution, network externalities and irreversibility. In D. Salvatore, J. W. Dean, & T. D. Willett (Eds.), *Dollarization by the Americas* (pp. 47–71). Oxford University Press.
- Feridun, M. (2012). Liability dollarization, exchange market pressure and fear of floating: Empirical evidence for Turkey. *Applied Economics*, 44(8), 1041–1056.
- Fischer, S. (2001). Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3–24.
- Frankel, J. A. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times* (Essays in International Finance No. 215). Princeton University.
- Ghura, M. D. (1998). *Tax revenue in Sub-Saharan Africa: Effects of economic policies and corruption* (Working Paper No. 98/135). International Monetary Fund.

- Goldfajn, I., & Olivares, G. (2001). *Can flexible exchange rates still "work" in financially open economies?* (G-24 Discussion Paper No. 8). United Nations Conference on Trade and Development.
- Gonçalves, F. M. (2007). *The optimal level of foreign reserves in financially dollarized economies: The case of Uruguay* (Working Paper No. 07/62). International Monetary Fund.
- Gulde, A. M., Hoelscher, D. S., Ize, A., Marston, D. D., & De Nicoló, G. (2004). *Financial stability in dollarized economies*. International Monetary Fund.
- Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). On the determinants of original sin: An empirical investigation. *Journal of International Money and Finance*, 22(7), 957–990.
- Havrylyshyn, O., & Beddies, C. H. (2003). Dollarization in the former Soviet Union: From hysteria to hysteresis. *Comparative Economic Studies*, 45(3), 329–357.
- Honohan, P. (2001). How interest rates changed under liberalization: A statistical review. In G. Caprio, P. Honohan, & J. E. Stiglitz (Eds.), *Financial liberalization: How far, how fast?* (pp. 63–95). Cambridge University Press.
- Imam, P. A. (2022). De-dollarization in Zimbabwe: What lessons can be learned from other sub-Saharan countries? *International Journal of Finance & Economics*, 27(1), 770–801.
- International Monetary Fund. (2017). *Lebanon: Financial system stability assessment* (Country Report No. 17/21). <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2017/01/24/Lebanon-Financial-System-Stability-Assessment-44572>
- Ishrakieh, L. M., Dagher, L., & El Hariri, S. (2020). A financial stress index for a highly dollarized developing country: The case of Lebanon. *Central Bank Review*, 20(2), 43–52.
- Ize, A., Kiguel, M. A., & Levy Yeyati, E. (2006). *Managing systemic liquidity risk in financially dollarized economies*. Springer.
- Jeanne, O. (2007). International reserves in emerging market countries: Too much of a good thing? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2007(1), 1–79.
- Jeanne, O., & Rancière, R. (2011). The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications. *The Economic Journal*, 121(555), 905–930.
- Kamin, S. B., & Ericsson, N. R. (2003). Dollarization in post-hyperinflationary Argentina. *Journal of International Money and Finance*, 22(2), 185–211.
- Kindleberger, C. P., & Aliber, R. Z. (2005). *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises* (5th ed.). Palgrave Macmillan. [Note: Your draft had 'Macmilla' and 'Manias' as an author].

- Koh, W. C., Kose, M. A., Nagle, P. S., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2020). *Debt and financial crises* (Policy Research Working Paper No. 9116). World Bank.
- Koráb, P., Fidrmuc, J., & Dibooglu, S. (2023). Growth and inflation tradeoffs of dollarization: Meta-analysis evidence. *Journal of International Money and Finance*, 137, Article 102915.
- Kovačević, D. (2003). *The currency board and monetary stability in Bosnia and Herzegovina*. Bank for International Settlements.
- Lim, C. H., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T., & Wu, X. (2011). *Macprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences* (Working Paper No. 11/238). International Monetary Fund.
- Mansour-Ichraikieh, L., & Zeaiter, H. (2019). The role of geopolitical risks on the Turkish economy opportunity or threat. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, Article 101000.
- Menon, J. (2008). Cambodia's persistent dollarization: Causes and policy options. *ASEAN Economic Bulletin*, 25(2), 228–237.
- Metin-Özcan, K., & Us, V. (2007). Dedollarization in Turkey after decades of dollarization: A myth or reality? *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 385(1), 292–306.
- Mongardini, J., & Mueller, J. (2000). Ratchet effects in currency substitution: An application to the Kyrgyz Republic. *IMF Staff Papers*, 47(2), 218–237.
- Mueller, J. (1994). *Dollarization in Lebanon* (Working Paper No. 94/129). International Monetary Fund.
- Mussa, M., Masson, P., Swoboda, A., Jadresic, E., Mauro, P., & Berg, A. (2000). *Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy* (Occasional Paper No. 193). International Monetary Fund.
- Mwase, M., & Kumah, F. Y. (2015). *Revisiting the concept of dollarization: The global financial crisis and dollarization in low-income countries* (Working Paper No. 15/12). International Monetary Fund.
- Oomes, N. (2003). *Network externalities and dollarization hysteresis: The case of Russia* (Working Paper No. 03/96). International Monetary Fund.
- Park, H., & Son, J. C. (2022). Dollarization, inflation and foreign exchange markets: A cross-country analysis. *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 2724–2736.
- Popkova, E. G., Shakhovskaya, L. S., & Mitrakhovich, T. N. (2010). New quality of economic growth concept. *International Journal of Economic Policy Studies*, 5, 75–88.

- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2014). Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes. *American Economic Review*, 104(5), 50–55.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003a). *Addicted to dollars* (Working Paper No. 10015). National Bureau of Economic Research.
- Reinhart, C. M., Rogoff, K. S., & Savastano, M. A. (2003b). *Debt intolerance* (Working Paper No. 9908). National Bureau of Economic Research.
- Saeed Meo, M. (2017). Impact of political stability, government effectiveness and corruption on stock markets of South Asia. *Journal of the Punjab University Historical Society*, 30(1), 143–157.
- Sahabi, A. M., Sacit, S., & Aslan, M. (2023). The long term impact of deposit dollarization on stock markets in MIST economies. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(28), 662–685.
- Samreth, S. (2011). An empirical study on the hysteresis of currency substitution in Cambodia. *Journal of Asian Economics*, 22(6), 518–527.
- Sena, I., & Şendeniz-Yüncü, İ. (2022). Effects of dollarization on bank performance: Analysis for Turkey. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 40(1), 58–86.
- Shahin, W. N., & Freiha, F. G. (2005). Hysteresis in currency substitution: The Middle East and North Africa. In *Money and finance in the Middle East: Missed opportunities or future prospects?* (Vol. 6, pp. 165–181). Emerald Group Publishing Limited.
- Solimano, A. (2002). Crisis and dollarization: An overview. In *Crisis and dollarization in Ecuador: Stability, growth and social equity* (pp. 1–16). World Bank.
- Soto, C., & García, P. (2004). *Large hoardings of international reserves: Are they worth it?* (Working Paper No. 299). Central Bank of Chile.
- Temperley, P. (2022). Currency substitution and the hysteresis effect: An empirical application for Argentina. *Ensayos Económicos*, 1(79), 40–65.
- Udoh, E. A., & Udejaja, E. A. (2019). Asymmetric effects of financial dollarization on nominal exchange rate volatility in Nigeria. *The Journal of Economic Asymmetries*, 19, Article e00118.
- Uribe, M. (1997). Hysteresis in a simple model of currency substitution. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), 185–202.
- Valev, N. T. (2010). The hysteresis of currency substitution: Currency risk vs. network externalities. *Journal of International Money and Finance*, 29(2), 224–235.

- Vargas, M., & Sanchez, J. (2023). *Taming financial dollarization: Determinants and effective policies – The case of Uruguay* (IMF Working Paper No. 23/244). International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400258428.001>
- Wang, R., Xue, Y., & Zheng, W. (2021). Does high external debt predict lower economic growth? Role of sovereign spreads and institutional quality. *Economic Modelling*, 103, Article 105591.
- Wei, S. J., & Wu, Y. (2002). Negative alchemy? Corruption, composition of capital flows, and currency crises. In S. Edwards & J. A. Frankel (Eds.), *Preventing currency crises in emerging markets* (pp. 461–506). University of Chicago Press.
- Yeyati, E. L. (2006). Financial dollarization: Evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21(45), 62–118.