
البنك المركزي العراقي
المديرية العامة للإحصاء والابحاث
قسم الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية

دراسة بعنوان:

أنعكاس ظاهرة أحلال النقد الاجنبي في فاعلية
السياسة النقدية

الخبيرة
د. رجاء عزيز بندر

المقدمة

قادت الاختلالات في اقتصاديات العديد من البلدان النامية عبر الحقب الثلاثة الماضية ولاسيما تدهور الحسابات الجارية في موازين مدفوعاتها ، وتراكم المديونية الخارجية ، والتضخم الجامح ، وتدني الاحتياطيات الدولية والاحتياجات الملحة النقد الاجنبي لتمويل التجارة الخارجية إلى ظهور اسواق صرف غير رسمية دفعت الى تبني نظم صرف مرنة تزامنت مع اتساع ظاهرة الاحلال النقدي والدولة بمعناها الواسع (Dollarization) ، إذ تبنت عدد من البلدان النامية والاقتصادات الانتقالية في السنوات الاخيرة العملة الاجنبيه لاداء وظائف النقود في الاقتصاد المحلي (مثل الدولار الأمريكي أو غيره من العملات الاحتياطيه) ، واصبحت تلك العملات في بلدان أخرى شبه رسميه أو يسمح للعملات الاجنبيه بالتداول جنباً إلى جنب العملة المحليه أي الاستخدام المحلي للعمله الاجنبيه لاغراض اجراء الصفقات " احلال العمله " واصبحت بمرور الوقت ما يسمى بالدولة بحكم الواقع و ارتبط بروز هذه الظاهرة في الغالب بسيادة الظروف الاقتصادية غير المستقرة سيما تلك التي تصاحب حالات التضخم الاقتصادي السريع أو المفرط وفي الوقت نفسه ونتيجة للتحرر المالي فقد افتتحت هذه الاقتصادات اسواقها الماليه لتدفقات هائلة لرؤوس الاموال الاجنبيه الذي سمح للمقيمين المحليين فرصة لحمل الموجودات الاجنبيه بدلاً من الموجودات المحليه لاغراض تنويع المخاطر أو ما يسمى " بأحلال الاصول " لاغراض حفظ الثروة .

كما وسمحت العديد من البلدان بتطور ظاهرة الدولة إلى حد انها اصبحت اقتصاداتها ثنائية العمله وبالشكل الذي يفوض المقيمين المحليين لفتح حسابات مصرفيه دولاريه في نظام الصيرفه المحليه وتقديم قروض بالعمله الاجنبيه أو اصدار الدين العام الداخلي بالعمله الاجنبيه ، والسماح للبنوك المحليه بتطوير وتشغيل انظمة مدفوعاتها بالدولار .

أن هذه الظاهرة تطرح عدداً من الاسئله النظرية والعملية المهمه للسياسه النقديه فهي تساوم على الاستقلال النقدي وفي الوقت نفسه هي طريق احادي الاتجاه يقود عاجلاً أم آجلاً إلى القضاء على العمله المحليه فالنقص في وسائل الدفع المحليه المستقره تحفز الرغبه لدى الوحدات الاقتصادية لاستخدام العمله الاجنبيه ليست كمخزن للقيمة فحسب بل كوسيله للدفع المحلي ولهذا السبب يمكننا القول بأن استخدام العمله الاجنبيه قد عكس قانون (كرشمان) الشهير " النقد الجيد يميل إلى إزاحة النقد الرديء وليس العكس " والسبب هو الحاجة إلى وسيط للمبادلة جدير بالثقة والاستقرار .

فهل على تلك الاقتصادات النظر إلى الظاهرة بأنها ظاهرة ينبغي الحد منها مهما كانت الكلف أو قبولها بوصفها ظاهرة لا يمكن تجنبها بسبب افرزات العولمه .

إن الأجوبه على تلك الأسئلة يتطلب الفهم الأفضل لما تسببه الدولة وهذا يتطلب التمييز بين انواعها وانعكاس هذه الظاهرة على فعالية السياسة النقدية و عليه فإن دراستنا تنطلق من فرضية مفادها :-

1. أن الدولة هي نتاج للتحرر المالي اوللتضخم وهي حالة من حالات الانحراف والاضطراب في التوازن النقدي(التضخم) للاقتصاد الكلي مما يؤدي إلى متلازمة التحرر المالي والتوجهات الحديثه للسياسه النقديه القائمه على الوسائل غير المباشرة .

2. أن الدولة كسمة من سمات التحرر المالي تفرض جملة من التحديات لاسيما امام السياسة النقديه مما يؤدي الى انحسار دور السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار ومكافحة التضخم.

وبهدف اختبار فرضية البحث والوصول الى اهداف الدراسة فقد قسم البحث الى مبحثين:

المبحث الاول:-مضمون ومؤشرات قياس الظاهرة والمفاهيم ذات الصلة

المبحث الثاني:-انعكاسات ظاهرة الاحلال الجزئي في فاعلية وسائل السياسة النقدية

يقصد بظاهرة احلال النقد الاجنبي حيازة المقيمين لدولة ما (افرادا وشركات) لاجزاء كبيرة من اصولهم (اسهم وسندات) مقومة بالعملة الاجنبية وهو ما إصطلح على تسميته باحلال الاصول " AS " (Asset Substitution) ، او بشكل عملة في التداول احلال العملة " CS " (Currency Substitution)⁽¹⁾ ، وفي اغلب الاحيان تكون العملة الاجنبية الدولار الامريكي لذا شاع استخدام مفردة الدولار (Dollarization)* في الادبيات الاقتصادية التي تناولت الظاهرة بأبعدها المختلفة ، وهو تعبير يرد لتأشير قيام مواطني دولة ما على استخدام العملة الاجنبية بجانب اوبدلاً عن العملة المحلية⁽²⁾ ، او تعبير الدولار المالية (Financial Dollarization) للدلالة على دلورة العقود المالية (الاصول والخصوم) والتي تركزت بالقطاع المصرفي وكذلك الاصول غير المصرفية مثل الورقة التجارية او الدين السيادي⁽³⁾ ، والدولرة الحقيقية (Real Dollarization) للإشارة الى دولرة الاجور والاسعار، وكل هذه المفردات تنصب في شكلي الاحلال المشار اليهما للتعبير عن احلال النقد الاجنبي محل النقد المحلي في تأدية وظائفه المختلفة.

اذ يستخدم تعبير الدولار (Dollarization) عادة كمرادف للإشارة الى استخدام العملة الاجنبية كوحدة للتحاسب (الدولار الحقيقية او دولرة الاسعار) ، او كخزين للقيمة (الدولرة المالية) او كوسيط للمبادلات (دولرة المدفوعات) ، اذ يمكن التمييز بين ثلاثة انواع من الدولرة في البحوث والدراسات وهذه الانواع هي الاتية⁽⁴⁾ :-

دولرة المعاملات (Transaction Dollarization)

في هذه الحالة يكون الدولار او اي عملة اجنبية مقبولة كوسيلة للمدفوعات اي احلال العملة ("CS" Currency Substitution) جنباً الى جنب مع العملة المحلية ، وهذا النوع من الاحلال يحدث في الاقتصادات ذات المستويات العالية من التضخم حيث تكلف الفرصة البديلة عالية من امتلاك العملة المحلية ، وفي تلك الاقتصادات تبقى العملة الاجنبية مفضلة كوسيلة للدفع وبشكل خاص لشراء العقارات ، السيارات ، السلع المعمرة حتى عندما يستقر التضخم بسبب الاثر المتبقي بعد زوال الاسباب (Hysteresis) .

-:(Real Dollarization)

في هذه الحالة تكون الاسعار والرواتب محل مقايسة (Indexed)* على وفق التغيرات في سعر الصرف بين العملة المحلية والدولار ، وبهذا المعنى فإن الدولرة الحقيقية هي صيغة اكثر اعتدالاً من دولرة المعاملات ، وتحدث الدولرة الحقيقية في الدول ذات الدرجة العالية من الانتقال لاثر سعر الصرف (Pass-through effect) على الاسعار، اذ تحدث الدولرة الحقيقية طالما ان العناصر الاقتصادية تحاول عزل اثار تغيرات سعر الصرف على مستوى الدخل الحقيقي فيها عن طريق ربط عقود الاسعار والاجور بالتغيرات في قيمة العملة المحلية ازاء الدولار.

* يستخدم تعبير الدولرة (Dollarization) للإشارة الى كل العملات الاجنبية المستخدمة في الاقتصاد المحلي وليس الدولار الامريكي فقط (صندوق النقد الدولي ، افاق الاقتصاد العالمي، اكتوبر 1997ص112) .

اذ ان الدولار الامريكي هو اكثر العملات الاجنبية اختياراً في بلدان امريكا اللاتينية التي شهدت الظاهرة على نطاق واسع ولاغراض البحث وانسجاماً مع اغلب الدراسات والبحوث التي تناولت ظاهرة الاحلال سيشار الى مصطلح الدولرة للتعبير عن احلال النقد الاجنبي محل النقد المحلي بكل اشكاله وفي الاونة الاخيرة بدأ شيوع ظاهرة استخدام اليوررة (Eurozation) بعد ادخال العملة الاوربية في العمل واتجاه دول وسط اوربا نحو اتباع نظام السوق وانظمة صرف جديدة ، كما ان المارك الالمانى هو العملة الساندة في بلدان البلقان، والفرنك الفرنسي في مستعمرات فرنسا في افريقيا.

** يعني التقييس ربط التغير الذي يمكن ان يحصل في متغير اقتصادي و اجتماعي معين بمقياس معين بعد نقطة اشارة او مقارنة .

-(Financial Dollarization)

تعرف ايضاً بدولرة الموجودات والمطلوبات (الاصول والخصوم) في الجهاز المصرفي فضلاً عن الاصول غير المصرفية ، في هذه الحالة يكون الدولار او اي عملة اجنبية مفضلة كخزين للثروة اي احلال الاصول (Asset Substitution) ، وبعكس دولرة المعاملات او الدولرة الحقيقية فأن الدولرة المالية هي عادةً استجابة للتغير الكبير في التضخم وليس مستويات التضخم العالية بحد ذاتها ، وطالما انها تعكس خيارات المحفظة الاستثمارية بين العملة المحلية والموجودات المقومة بالدولار فأن الدولرة المالية تعتمد على اهتمام العناصر الاقتصادية بتغيير العوائد على الموجودات المقومة بعملة مختلفة (المخاطرة) وكذلك على الفارق نفسه (العائد) ، كما تعتبر الدولرة المالية ايضاً كطريق لتدنية مخاطرة الائتمان لانها تحبذ العملة التي تخفض باحتمالية اكبر عدم التسديد . ومما تقدم يعدّ التمييز بين نوعي الاحلال امرأ مفيداً لفهم دوافع الاحلال وانعكاساتها في فاعلية السياسة النقدية ، اذ ان لكل منهما مؤشراً ذا دلالة خاصة فضلاً عن ما يشار الى اختلافهما في الظهور مع اختلاف اغراض التحول من العملة المحلية الى العملة الاجنبية وما يراود من العملة الاجنبية ان تؤديه من وظائف النقود ، اذ يحدث احلال العملة الاجنبية (CS) حينما يتم استخدام الاصول المقومة بالعملة الاجنبية بوصفها (وسيلة للدفع ووحدة حساب) فالافراد يتخلون عن استخدام عملتهم المحلية حينما يكون استخدام العملة الاجنبية طريق مستقر للحصول على خدمات السيولة نفسها في ظل ظروف الاضطراب الاقتصادي وزيادة الضغوط التضخمية وارتفاع كلف المعاملات عند استخدام العملة المحلية⁽⁵⁾ ، بينما ينتج احلال الاصول (AS) المقومة بالعملة الاجنبية عن قرارات تتعلق بتنوع الحافظة الاستثمارية⁽⁶⁾ ويعكس خصائص المخاطرة – العائد النسبي للاصول المحلية والاجنبية وكثيراً ما تكون الاصول المقومة بالعملة الاجنبية فرصة للمقيمين المحليين لتأمين انفسهم ضدالمخاطر الرئيسية للاقتصاد الكلي ومستودعاً لحفظ الثروة⁽⁷⁾ .

-:

2-1

لغرض الوصول الى تحديد دقيق لمفاهيم الاحلال ينبغي تناول كل منها في الاطار النقدي المفاهيمي ابتداءً من الاجزاء وصولاً الى الكل وفي هذا الصدد تطالعنا المفاهيم الآتية :-
يتكون عرض النقد بالمفهوم الواسع في الاقتصاد المدولر جزئياً و بحكم الواقع (defactor dollarized) ⁽⁸⁾ من :-

- العملة المحلية في التداول خارج الجهاز المصرفي Local currency circulation
- العملة الاجنبية في التداول Foreign currency circulation
- الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية Local currency demand deposits
- الودائع الاجنبية في الجهاز المصرفي Foreign currency deposits
- الودائع لأجل والودائع الادخارية بالعملة المحلية Local currency Tim deposits

وتتكون اشباه النقد (Quasi money) من النقدين الاخيرين (FCD+LTD) ، لذا يمكن القول بأن التعريف التقليدي لعرض النقد بالمفهوم الواسع (Broad money) لا يكتمل الا بمعرفة العملة الاجنبية في التداول (FCC) وألا فإنه سيكون قاصراً عن الوصول الى مفهوم عرض النقد الواسع الفعال (Effective Broad money) .

أما عرض النقد بالمفهوم الضيق فهو يتكون في الاقتصاد غير المدولر وكما هو معروف من العملة المحلية في التداول (LCC) زائداً الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية (LDD) ، ولذا فإنه وبحكم الواقع ينبغي تضمين احتساب العملة الاجنبية في التداول (FCC) والا فإنه سيكون

قاصراً عن تحديد عرض النقد الضيق الفعال (Effective Narrow money (ENM)) ويمكن اجمال المفاهيم أعلاه :-

- عرض النقد الواسع الفعال $EBM=LCC+FCC+LDD+QM$
 - أشباه النقد (Quasi money) $QM=FCD+LTD$
 - عرض النقد الواسع (BM) في الاقتصاد غير المدولر $BM=LCC+LDD+QM$
 - عرض النقد الضيق (NM) في الاقتصاد غير المدولر $NM=LCC+LDD$
 - عرض النقد الضيق الفعال (ENM) في الاقتصاد المدولر $ENM=LCC+LDD+FCC$
- بعد هذا العرض يمكن الوقوف على مؤشرات قياس كل من أحلال العملة (CS) واحلال الاصول (AS) ومؤشرات الدولار الشاملة مع ادخال بعض التعديلات :-

1-2-1 -: currency substitution index

تستخدم بعض الادبيات مصطلح احلال العملة (CS) للإشارة الى استخدام العملة الاجنبية محل العملة المحلية جزئياً أو كلياً (كوحدة للحساب وكوسيط للتبادل) لذا يقتضي التنويه ان هناك اختلافاً في المفاهيم بين الاحلال الشامل الذي يتضمن الاحلال الجزئي واحلال الاصول (AS) ، وبين احلال العملة الذي يقتصر فقط على العملة في التداول اذ ان لذلك التمييز اهمية في تأثيراتها في فعالية السياسة النقدية .

وقد حلت ادبيات الدولار هذا الاشكال بأستخدامها مفردة الدولار للإشارة للأحلال الشامل الذي قد يأخذ او لا يأخذ الشرعية الرسمية .

ويعد هذا المؤشر من أكثر عناصر الاحلال الجزئي حساسية اذ انه يقيس ذلك الجزء من عرض النقد الضيق المحتفظ به بالعملة الاجنبية والذي يعبر عنه بالعلاقة الآتية :

$$Cs In = FCC/ENM$$

2-2-1 -: Asset substitution index

ويراد منه الدلالة على استخدام الاصول النقدية المقيمة إسمياً بالعملة الاجنبية كبداية للأصول النقدية المحدده بالعملة الوطنية في قدرتها على ان تحل محل العملة الوطنية كموجودات مدرة للعوائد فضلاً عن كونها مستودعاً للقيم ، وتقاس بنسبة الودائع بالعملة الاجنبية لدى الجهاز المصرفي الى عرض النقد بالمعنى الواسع (BM) بأستثناء السيولة خارج النظام المصرفي بالعملة المحلية والاجنبية .

$$AS In = FCD/LCDD + QM$$

اشباه النقد + الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية + الودائع بالعملة الاجنبية

3-2-1 -:

ويقصد به القدرة الاجمالية للنقود الاجنبية في ان تؤدي كل انواع وظائف النقود في الاقتصاد المحلي ، فعندما يسود في الاقتصاد احلال العملة (CS) واحلال الاصول (AS) يتحقق ما إصطلح على تسميته بمؤشر الاحلال الشامل غير الرسمي (CUDI) (Comprehensive Unofficial Dollarization Index) وتأسيساً على ما تقدم نلاحظ ثمة فرق بين مؤشر الاحلال الشامل (غير الرسمي) (CUDI) ، ومؤشر الدولار المتبع في ادبيات صندوق النقد الدولي (IMF DI) لأن الاول يأخذ في حساباته حجم العملة الاجنبية في التداول (FCC) ، فيما يكتفي الثاني بأحتساب العملة الاجنبية على شكل ودائع بالعملة الاجنبية داخل

النظام المصرفي ويهمل بذلك نسبة مهمة من العملة الاجنبية التي يحتفظ بها الافراد لأغراض المعاملات وكمخزن للقيمة ونلاحظ فيما يلي الفرق بين الصيغتين:-

$$*UDI = FCC + FCD / EBM \quad \text{مؤشر الاحلال غير الرسمي}$$

$$IMFDI = FCD / BM \quad \text{مؤشر الدولار لصندوق النقد الدولي}$$

ويلاحظ ان المؤشر المعتمد من قبل صندوق النقد الدولي يختلف في تقديره عن الاول بحيث تبدو الظاهره مقدره بأقل من تقديرها الحقيقي . ومما تجدر الاشارة اليه بأن هذه الظاهرة لا تشكل اهمية كبيرة وحسب مؤشر الـ (IMF) اذا كانت النسبة تتراوح بين (15% - 20%) غير ان اهميتها تزداد عندما تبلغ النسبة اكثر من 30% من مجموع عرض النقد الواسع⁽⁹⁾ .

4-2-1 - Financial Dollarization Index

اضاف Savston عام 1996 الودائع التي يحتفظ بها المقيمين في الخارج (FCDA) (Foreign Currency Deposits Abroad) الى الودائع بالعملة الاجنبية في الجهاز المصرفي المحلي وكما في الصيغة الاتية :-

$FCDA + **FCDA / BM + FCD$ لأنها من وجهة نظره تعكس الظاهرة بشكل جيد للأسباب الاتية:-

- 1- ان هذا المؤشر هو اعلى دائماً من نسبة FCD / BM
- 2- يعكس وبشكل جيد الاثار النسبية لمعدل التضخم لانها ترينا الاحلال السريع بين الاصول في الداخل والخارج .
- 3- يكون هذا المؤشر اقل حساسية الى العوامل المؤسسية المتعلقة بالقيود على الودائع بالعملة الاجنبية لدى الجهاز المصرفي المحلي ومخاطر المصادرة ، ومع ذلك فإن كلا النسبتين فشلت لاعتبارات وجود الدفعات الاضافية الضخمة لسوق تبادل العملات كالحيازات من العملة الاجنبية في التداول⁽¹⁰⁾ .

/

تعلمنا النظرية النقدية في أي كتاب أساس بأن هناك نقداً واحداً فقط يتداول في الاقتصاد ، و ان السلطة النقدية متمثلة بالبنك المركزي لها الحق بأصدار هذا النقد ولهذا فهي تمتلك سيطرة كبيرة على عرض النقد اذ ان فعالية السياسة النقدية و العلاقة المهمة بين متغيرات الاقتصاد الكلي تستند على فرضية النقد الواحد .

وتطرح ظاهرة الدولار تحدياً لمواصلة سياسة نقدية مترابطة منطقياً و مستقلة فقد اُضاف وجود الظاهرة تأثيرات سلبية في العلاقة بين اهداف السياسة النقدية ووسائل تحقيقها.

يهدف البحث دراسة الآثار المترتبة على وجود الاحلال الجزئي في العلاقات النقدية كما يسعى البحث الى الاجابة على تساولين اثنين حول تنفيذ السياسة النقدية :

اولهما ما نظام الصرف الملائم ؟ و ثانيهما ما الهدف النقدي الذي يجب أن توصله السلطة النقدية ؟ أي هل يجب تضمين الاصول الموقومة بالدولار في الهدف الوسيط ؟

* ان هذا المقياس تكتنفه الكثير من الصعوبة في الحصول على بيانات دقيقة عن العملة الاجنبية التي بحوزة المقيمين خارج النظام المصرفي (FCC) ، ولتلافي هذه العقبة استندت الكثير من بحوث الدولار في امريكا الاتينية على تقارير تدعى تقارير الادوات النقدية والعملة التي يتم اعدادها عندما تبلغ العملة الداخلة والخارجة من USA مبلغ يزيد عن الـ 10000 \$ علماً بأن العمل بهذه التقارير منذ عام 1977 انشأت لتسجيل الحالات الفردية لدخول وخروج العملة الا انها استخدمت كاجماليات لدراسة مصدر واتجاهات العملة الامريكية الداخلة والخارجة عبر الحدود .

** افضل مصدر للحصول على ودائع المقيمين بالعملة الاجنبية بالخارج (FCDA) هو البيانات المنشورة من قبل بنك التسويات حيث تجمع البيانات على الودائع التي بحيازة غير المقيمين والمصنفة حسب جنسية المودع ، وعلى الرغم مما يكتنفها من عدم التقدير الحقيقي لاسباب قانونية او مايتعلق بالضرائب عبر الحدود، فقد تطور هذا التقرير في السنوات الاخيرة بسبب الاتجاهات الراهنة نحو تقليل الرقابة على الصرف الاجنبي في بلدان نامية مختلفة فأنه من المحتمل انخفاض هذه الودائع .

- ولذا سيتم تناول الموضوع في هذا المبحث من خلال :
- 1 - 2 أثر احلال العملة في دالة الطلب على النقد
 - 2 - 2 أثر الاحلال الجزئي في سياسة سعر الفائدة
 - 2 - 3 أثر الاحلال الجزئي في سلوك وسياسة سعر الصرف و اختيار نظام الصرف الملائم
 - 2 - 4 أثر الاحلال الجزئي في الاهداف الوسيطة للسياسة النقدية

1-2

ان تحوط الافراد بالعملة الاجنبية و عدها خزينا مستقراً للقيمة و وسيلة لحماية ثرواتهم أو لتلافي كلف الصفقات كلها عوامل تفرض صفة عدم الاستقرار لدالة الطلب على النقد اذ أصبح هذا الطلب يخضع الى توازن الحافظة⁽¹¹⁾ ، وهذا يعني أن فروقات أسعار الفائدة والتوقعات حول تغيرات سعر الصرف تؤثر في الطلب على النقود الاجنبية و المفاضلة بينها و بين العملة المحلية ، لذا أصبح الترابط بين عرض العملة المحلية من جهة و التضخم و قيمة العملة المحلية من جهة ثانية أضعف من ذي قبل مما أضعف العلاقة التنبؤية بين التضخم و عرض النقد و أصبحت هذه العلاقة يشوبها الغموض و عدم الفهم .

اذ أن اضافة متغير معدل التخفيض (الانخفاض) لسعر الصرف على محددات دالة الطلب على النقد بوصفه مقياساً يترجم كلفة الفرصة البديلة للأحتفاظ بالنقد المحلي يمثل انعكاس أثر ظاهرة الاحلال في دالة الطلب على النقد المحلي الذي اصبح بدوره أكثر حساسية للتغيرات في التكلفة المتوقعة للفرصة البديلة .

فمع تخفيض سعر الصرف يسود لدى المضاربين توقع بأن هذا التخفيض سيعقبه مزيداً من الانخفاض لذا فأنهم يقومون بزيادة عرض العملة المحلية التي انخفض سعر صرفها و بذلك فإن تصرف المضاربين من شأنه أن يدفع سعر الصرف للعملة المحلية الى المزيد من الانخفاض كما أن التوقع بالانخفاض و التخوف من تآكل القيمة الحقيقية للمدخرات بسبب التضخم الذي يلي التخفيض و اهتزاز الثقة بالعملة الوطنية يدفع الافراد و تحسباً من تخفيضات لاحقة للتخلص من العملة المحلية و التأثير سلباً في سعر صرفها⁽¹²⁾

ركزت أغلب الدراسات التي حاولت دراسة تأثير ظاهرة احلال العملة الاجنبية في دالة الطلب على النقد على أهمية اضافة متغير التخفيض (الانخفاض) في سعر الصرف كمحدد إضافي لمحددات دالة الطلب على النقد و منها دراسة (Codington)⁽¹³⁾ ، لاختبار التمييز بين احلال العملة و احلال الاصول من خلال اضافة متغير معدل التخفيض و متغير العائد على السندات بالعملة الاجنبية وتوصلت الدراسة الى نتيجة مفادها بأن معدل التخفيض مرتبط بعلاقة عكسية و مهمة احصائياً مع الطلب على النقد .

وأيضاً دراسة (Nienk Comes and Franziska ohnsorg)⁽¹⁴⁾ ، لتقدير دالة الطلب على النقد في روسيا للمدة (من 2004/1 ولغاية 2006 \4) و وجد بأن استخدام المجاميع النقدية التي أستثنت الحيازات من العملة الاجنبية في التداول لتقدير دالة الطلب على النقد كانت معتمدة و بشكل سلبي و مهم احصائياً على متغير معدل التخفيض و هذا ما يؤكد بأن الدولار كان بديلاً مهماً للعملة المحلية (الروبل) ، و عند تضمين الحيازات بالعملة الاجنبية في تقدير دالة الطلب على النقد في الدراسة نفسها وجد بأنها لا تعتمد بشكل ملحوظ على معدل التخفيض لأن هذه المجاميع غير متأثرة أصلاً باحلال العملة الاجنبية .

والنتيجة التي توصل اليها الباحثان هو أن دالة الطلب على النقد التي تتضمن الحيازات من العملة الاجنبية في التداول تكون أكثر استقراراً و ان النمو في عرض النقد الواسع الفعال له الاثر الاقوى و الدائم على التضخم و على عكس الدراسات السابقة التي أستثنت هذه الحيازات من العملة الاجنبية في التداول فأنها فشلت في ايجاد علاقة مستقرة بين الارصدة النقدية الحقيقية بالعملة المحلية و التضخم .

وهي النتيجة نفسها التي توصل اليها (Bondarnko Serhiy) ⁽¹⁵⁾ ، لدراسة أثر احلال العملة في دالة الطلب على النقد لأوكرانيا مستنداً بذلك الى تقدير معادلة التضخم و باستخدام طريقة الـVAR (Vector Auto regression) اذ اكد بدراسته أن اضافة الحيازات من العملة الاجنبية في التداول قد حسنت احصائياً تفسير التضخم في اوكرانيا وهذا ما يؤكد تأثير العملة الاجنبية في التداول في تفسير العلاقة بين المجاميع النقدية و التضخم .

ويوضح الجدول (1) الارتباط البسيط بين المجاميع النقدية المتضمنة الحيازات من النقد الاجنبي و التضخم و المجاميع النقدية التي تستثني الحيازات من النقد الاجنبي و التضخم فضلاً عن الارتباط البسيط بين التضخم و بعض المفاهيم النقدية الاخرى .

(1)

(simple correlation)

2002 – 1995

الدولة	معامل الارتباط بين التضخم ونمو عرض النقد متضمنة الودائع بالعملة الاجنبية FCD	معامل الارتباط بين التضخم ونمو عرض النقد باستثناء الودائع بالعملة الاجنبية FCD	معامل الارتباط بين التضخم و معدل نمو الاحتياطي النقدي الدولي	معامل الارتباط بين التضخم و التغير في سعر الصرف
روسيا	0.93	0.88	0.84	0.66
أذربيجان	0.99	0.96	0.98	0.99
أرمينيا	0.72	0.19	0.97	0.99
تركيا	0.64	0.59	0.79	0.66
مصر	0.33	0.22	0.5	0.24

الجدول من عمل الباحثة بالاستناد الى بيانات المصادر أدناه و بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي Minitab .

International financial statistics, IMF, 2002, 2005, 2007

وعلى الرغم من ان الارتباط البسيط لايمكن أن يدعونا الى الادعاء بأثر السياسة النقدية على التضخم ولاسيما بعد انخفاض الاخير الى أرقام احادية في بلدان التحول الاقتصادي فأنا نلاحظ من الجدول انخفاض معدل الارتباط البسيط بين التضخم و معدل نمو عرض النقد عند استبعاد الودائع بالعملة الاجنبية مما يعكس أثر هذه الودائع على التضخم .

كما يلاحظ من الجدول انخفاض معدل الارتباط على سبيل المثال في مصر والذي يمكن أن يقود الى تفسير التضخم الى عوامل اخرى غير المتغيرات النقدية مثل الاجور و غيرها من العوامل الاخرى .

ويقارن الجدول (2) خصائص بعض المفاهيم النقدية للبلدان المدولرة بشكل عالي و بشكل متوسط للمدة 1990 – 1995 كمتوسط ولسنة 1995

(2)

1995 – 1991

1995

اجمالي الاحتياطي الاجنبي	المضاعف النقدي		سرعة التداول النقدي		التضخم		المثبت الاسمي	نسبة الدولار		بلدان عالية الدولار	
	متوسط 95-91	1995	متوسط 95-91	1995	متوسط 95-91	1995		1995	1990		
1995	متوسط 95-91	1995	متوسط 95-91	1995	متوسط 95-91	1995	متوسط 95-91	النقد	1995	1990	بوليفيا
5	2.7	4.6	4	2.2	2.7	10.2	12	النقد	82.3	70.8	بوليفيا
3.9	3	2.9	2.8	3.9	4.6	42.3	62.3	سعر الصرف	76.1	80.1	الارغواي
10.2	8.3	2.7	2.5	29.9	24.7	11.1	113.3	النقد	64	59.9	بيرو
4.7	1.3	1.9	1.6	11	12.8	7.8	78.8	النقد	56.4	26.3	كمبوديا
3.7	2.9	4.5	4	3	3.5	93.6	80.4	النقد	46.1	23.2	تركيا
7.2	6.9	3.6	3.1	5.3	6.5	3.4	43	سعر الصرف	43.9	34.2	الارجنتين
4.8	3.8	3.2	2.9	8.6	8.7	27.7	57.4		58.7	47.3	المتوسط
بلدان متوسطة الدولار											
7	5.4	1.6	1.7	2.4	2.1	28.2	25.2	سعر الصرف	26.6	12.2	هنكارييا
5.2	3.2	3.7	3.1	2.8	2.8	27.8	41.7	سعر الصرف	21.4	30.4	بولنדה
3.6	3.5	3.1	3	0.9	0.8	2.4	4.3	النقد	15.2	12.5	الاردن
3	1.4	2.5	2.4	2.4	2.4	12.1	11	النقد	13.6	2.6	باكستان
4.3	2.9	2	2.2	3.9	3	28.9	55.2	سعر الصرف	11.4	23	استونيا
4.5	3.3	2.6	2.5	2.5	2.3	19.9	27.5		17.6	16.1	المتوسط

Source: Tomas, J.T Balino, Adams Bennett and Eduardo Borensztein, "Monetary Policy in Dollarized Economy, IMF occasional paper, 171, 1998 p: 13

ويلاحظ من الجدول ارتفاع سرعة التداول النقدي للبلدان عالية الدولار حيث سجلت (8.7) كمتوسط للمدة (1990 – 1995) و(8.6) لعام 1995 اذ سجل أعلى نسبة لسرعة التداول النقدي في بيرو مع ارتفاع معدل التضخم و نسبة الدولار مقارنة بانخفاض هذه النسبة للبلدان متوسطة الدولار اذ سجلت كمتوسط لتلك البلدان (2.3) للمدة (1990 – 1995) و (2.5) عام 1995 . فضلاً عن ارتفاع نسب التضخم بالقياس الى ارتفاع نسبة الدولار اذ سجل التضخم كمتوسط في تلك البلدان (57.4) للمدة (1990 – 1995) و (27.7) لعام 1995 مقابل انخفاض التضخم للبلدان متوسطة الدولار اذ بلغ (27.5) للمدة (1990 – 1995) و (19.9) عام 1995.

أما المصدر الثاني لعدم استقرار دالة الطلب على النقد والتوصيف غير الدقيق لهذه الدالة إنما يكمن في المرونة الذاتية لسعر الفائدة التي تميل إلى أن تكون أكثر ارتفاعاً عند حدوث احلال العملة⁽¹⁶⁾، فبالإضافة إلى التأثير الاعتيادي لسعر الفائدة العام فإن المكون المحلي سيكون أيضاً متأثراً في تكلفة فرصتها البديلة نسبة إلى النقد الاجنبي و التي ستكون أعلى عندما يكون احلال العملة ذا تأثير معنوي⁽¹⁷⁾.

مما تقدم فإن وجود احلال العملة يضعف من قابلية السلطة النقدية في التحكم بكمية النقود المتداولة في الاقتصاد و يصيب السياسة النقدية بالشلل إذ يقتصر تأثيرها في القاعدة النقدية المتمثلة بالمكون المحلي ، ومع توسع نطاق الظاهرة غير الخاضعة للقياس وامكانية الأفراد من التحول إلى العملة الاجنبية كلما زادت التوقعات بانخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي من بين اشياء اخرى إلى جهل السلطة النقدية بالكمية التي يتجاوزها عرض النقد المحلي الفعال على عرض النقد ويصبح عرض النقد متغيراً داخلياً⁽¹⁸⁾ ، وكل هذا يقلل من تحكمية السلطة النقدية في ادارة سياستها النقدية الأمر الذي ينجم عنه اختلالاً في التوازن النقدي في السوق المحلي⁽¹⁹⁾ ، وتصبح السياسة النقدية غير قادرة على مكافحة التضخم من خلال تقييد عرض النقد إذ ان الأمر المهم لاحلال العملة يتمثل بدرجة اقل من قابلية السيطرة او التحكم بالتوازن النقدي من قبل صناع السياسة النقدية ، فضلاً عن الحساسية العالية لسرعة تداول النقد بالنسبة إلى فروقات التضخم بين الاقتصاد المحلي و الاجنبي التي تعمل على تعزيز الضغوط التضخمية و تقلب سعر الصرف في الاقتصاد المحلي، و يمكن أن تعيق جهود الاستقرار المبذولة من قبل السلطات النقدية عندما تواجه هذه الجهود القليل من المصادقية⁽²⁰⁾.

اما الاحلال بشكل احلال الاصول فبالرغم من انه لا يؤثر بشكل مباشر في الطلب على النقد مع ذلك فإن توفر الايداعات الدولارية في المصارف (المسموح به قانوناً) ، و الاصول الدولارية الاخرى يعمل على زيادة حركة رأس المال طالما ان الجمهور بأماكنهم التحول بين الايداعات المخصصة بالدولار في المصارف المحلية و المصارف في الخارج و بين الايداعات المخصصة بالعملة المحلية التي تميل إلى ان تكون بدائل قريبة مما يجعل حيازة العملة المحلية تهبط تدريجياً .

وهكذا نجد أن وجود الظاهرة قد انعكست في دالة الطلب على النقد من خلال أثر (التخفيض) في سعر الصرف أو انخفاضه او من خلال الفروقات في سعر الفائدة المحلية و الاجنبية مما أدى إلى اضعاف قدرة السياسة النقدية في تحقيق التوازن النقدي .

2-2

تفقد السلطة النقدية قدرتها في التأثير في النشاط الاقتصادي من خلال استخدام سياسة سعر الفائدة في بيئة تزداد فيها التوقعات التضخمية ، و يزداد أيضاً الطلب على العملة الاجنبية إذ تستصدم هذه القدرة بأنحسار الطلب على العملة المحلية و لن يعود سعر الفائدة هو العائد المجزي للأحفاظ بالنقد المحلي فأزدياد التعامل بالعملة الاجنبية يجعل التغيرات في سعر الفائدة أقل قدرة في التأثير على الطلب على النقد المحلي⁽²¹⁾ ، و تنخفض كفاءة قناة سعر الفائدة عندما تكون عمليات الوساطة معظمها بالدولار⁽²²⁾ ، وفي ظل التحرر المالي و سيادة احلال الاصول الاجنبية (Asset Substitution) كشكل من أشكال ظاهرة الاحلال فإن سعر الفائدة يتحدد من خلال اندماج الاسواق المالية الدولية بدلاً من تحديده من خلال المتغيرات الاقتصادية المحلية بمعنى أن سعر الفائدة أضحي متغيراً خارجياً (Exogenous Variable) و عليه يكون تأثير السياسة النقدية محدوداً في سعر الفائدة * ، و بذلك يصبح مدى سياسة سعر الفائدة المستقلة محدوداً طالما أنها متأثرة بمعدل الفائدة المحلية على الدولار و تبعاً تكون هذه الاخيرة في حالة تكافؤ وثيق مع معدل الفائدة الاجنبية على الدولار في ظل المخاطر التجارية للمصارف المحلية.

* يكون تأثير السياسة النقدية في سعر الفائدة في الامد القصير و سرعان ما يلبث أن يعود إلى وضعه السابق عند مستويات اسعار الفائدة الدولية وذلك بسبب حرية انتقال رؤوس الاموال في ظل التحرر المالي

وكما أشرنا سابقاً اذ مع ان احلال الاصول لا يؤثر بشكل مباشر في التعريف الضيق للطلب على النقد المحلي الا انه يؤثر توافر الايداعات بالعملة الاجنبية في المصارف المحلية (المسموح به قانوناً) في الزيادة في حركة رؤوس الاموال و طالما ان الجمهور بإمكانهم التحول بين الايداعات المخصصة بالدولار في المصارف المحلية و المصارف في الخارج و بين الايداعات المخصصة بالعملة المحلية في المصارف المحلية و الاصول المختلفة التي تميل أن تكون بدائل قريبة من وجهة نظر المدخرين ، فإن هذا من شأنه أن يقوي الروابط بين سعر الفائدة الدولية على الايداعات بالدولار و أسعار الفائدة على الودائع بالعملة المحلية و هذا ما يحد بطبيعة الحال من السيطرة التي يفرضها البنك المركزي على الاوضاع النقدية و النشاط الاقتصادي من خلال سعر الفائدة⁽²³⁾ ، فأذا ما حاولت السلطة النقدية خفض سعر الفائدة على الودائع بالعملة الوطنية الى ادنى من سعر فائدة الايداع بالعملة الاجنبية فان الاقبال على هذه الاخيرة سيؤدي الى انهيار سعر صرف العملة الوطنية بسبب تحويل ادخارات المودعين الى ارصدة دولارية و هذا بدوره سيؤدي الى اتساع حجم الاحلال⁽²⁴⁾ ، وكما يشير كالفو و رينهارت (2002) و هاسمان و يانزا (2001) فان الدولار تقييد قدرة المصارف المركزية على زيادة معدلات الفائدة للدفاع عن العملة بسبب مخاوف التعويم⁽²⁵⁾.

وحول تأثيرات دولة العقود المالية (Financial dollarization) * فهي تمثل الإستجابة الرشيدة للعناصر الاقتصادية التي تحاول التلاؤم مع المخاطر النظامية**، ويكون تقلب العوائد العنصر الأساس لتفسير الدولار المالية ، فالعقود الدولارية هي التي تمنع الفروق النظامية في معدل العائد من خلال المراجعة و تعديل معدل الفائدة لمساواته بمعدل العائد المتوقع، و فضلاً عن الفروقات النظامية فإن البنية المؤسسية الضعيفة قد ترفع من درجة دولة العقود المالية فالجودة المؤسسية الضعيفة تحد من قدرة الحكومة بتقديم ضمان لحاملي الدين و ذلك من خلال زيادة العبء الحقيقي للدين بالعملة المحلية فضلاً عن ضمان الحكومة بشأن سعر الصرف مما يولد سوء تقييم المخاطرة و يقود الى دولة مفترطة .

ويمكن القول بأن المخاطر النظامية نفسها اي (تقلب الاسعار، و الخسارة الحاصلة عند عدم القدرة على التسديد ، ومصادرة الملكيات) التي تقسّر الدولار المالية هي التي تنعكس في معدلات فائدة حقيقية مرتفعة بالعملة المحلية وهي نفسها تؤكد وجود مقايضة بين معدلات الفائدة الحقيقية و دولار الودائع إذ انه بالنسبة لمخاطر نظامية معينة كلما كان لدولة ما دولار أكثر كلما كانت معدلات الفائدة الحقيقية بالعملة المحلية لها أقل⁽²⁶⁾.

فإذا كانت المخاطر النظامية عالية فإن معدلات الفائدة الحقيقية المرتفعة هي الثمن المطلوب دفعه من اجل تجنب الدولار في العقود المالية و إيجاد سوق مالية كبيرة معتمدة على العملة المحلية .

ويمكن أن يعزى الانخفاض في سعر الفائدة في الاقتصادات المدولرة و حسب رأي كل من الاقتصاديين (I. Gold Fijian) و (G. Olivares) كنتيجة لتحرير النظام المالي و ليس نتيجة الدولار نفسها على الرغم من صعوبة فصل هذين التأثيرين⁽²⁷⁾.

* المعرفة على انها استخدام عملة اجنبية اقوى كأداة ائتمانية و مخزن للعملة .
** تشمل تلك المخاطر تقلب معدل الفائدة و مخاطر عدم التسديد و الخسارة المتحققة بسبب مخاطرة المصادرة .

تتضمن الدولار العالية فقدان المرونة في سياسة سعر الصرف ذلك لأنها تزيل تكيفات سعر الصرف في استجابتها للصدمات الخارجية⁽²⁸⁾، فمع ترتيبات سعر الصرف الجامدة فإن السلطة النقدية لا يمكن ان تتاور بسعر الصرف لتحفيز القطاع الحقيقي لأن التغيرات في سعر الصرف الخاص بالعملة المحلية غير ذي صلة أزاء الدور المهيمن للموجودات بالعملة الاجنبية في الاقتصاد .

ويصح الشيء نفسه لإنخفاض سعر الصرف المتحفز من قبل السوق في حالة ترتيبات سعر الصرف المرنة و في حالة وجود الصدمة الخارجية فأن الاقتصادات المدولة بشدة تتجه للتعديل من خلال سوق السلع وعوامل الانتاج بمساعدة الاسواق المالية اذا ماكانت متطورة بشكل كافي.

إذ إن مدى استخدام تعديل سعر الصرف لتخفيض الصدمات الخارجية هو محدد بأثر المرور (pass-through affect) لتقلبات سعر الصرف الى التضخم و الاثر في النظام المالي⁽²⁹⁾، و لذا فإن تقدير تخفيض اسمي في قيمة العملة للتكيف أزاء صدمة خارجية سلبية تحتاج الى التمييز بين آثار الدولار الحقيقية و الدولار المالية .

ففي القطاع الحقيقي يمكن ان تعكس قواعد المقايسة البديلة آثاراً مختلفة لآثار المرور او الانتقال (pass-through effect) وهذا له آثار مباشرة على كفاءة تخفيض قيمة العملة إذ ان أثر المرور المرتفع يجعل أداة سعر الصرف غير كفوءة لتحقيق تخفيض حقيقي لقيمة العملة⁽³⁰⁾ .

ويمكن تمييز آليات انتقال تقلبات سعر الصرف الاسمي (pass-through effect) على مستوى الاسعار المحلية من خلال ثلاث قنوات رئيسية⁽³¹⁾ :

اولاً :- القناة المباشرة من خلال تغيير اسعار الواردات التي تؤثر بشكل مباشر بالرقم القياسي الاجمالي للأسعار، فبالنسبة لدولة صغيرة ذات منافسة كاملة محلياً فإن التغيير في اسعار الواردات الى الاسعار يجب ان يكون واحداً مقابل واحد .

كما يؤكد (Dornbusch) بأنه اذا كان هناك منافسة احتكارية و / أو اذا كانت السلع المحلية و السلع المستوردة هي بدائل تامة فإن انتقال اثر سعر الصرف الاسمي (pass through-effect) على الاسعار المحلية يمكن ان يكون اقل من الواحد طالما ان الشركات باستطاعتها ان تعدل استراتيجياً سلوكها التسعيري و كذلك باستطاعة المستهلكين الغاء او تقليل الطلب على السلع المستوردة ، فضلاً عن ذلك فأن حصة الاستيراد و التركيز المنخفض يرفع من درجة اثر الانتقال.

ثانياً :- أما الاثر غير المباشر فيتم من خلال استخدام السلع المستوردة كمدخلات فكما كان استخدام السلع المستوردة كمدخلات او كسلع وسيطة اكبر كلما كان الاثر على مستوى الاسعار المحلية اعلى .

ثالثاً :- الطريق الثالث الذي يمكن ان تؤثر فيه تقلبات سعر الصرف الاسمي بمستوى الاسعار المحلية يتم من خلال مقايسة الدولار (الدولار الحقيقية) و الدولار المالية إذ كلما كانت نسبة العقود المقومة بالدولار اكبر كانت درجة الانتقال الى مستوى الاسعار المحلية اعلى ، و ان العامل الرئيسي المؤثر بسرعة تعديل الرقم القياسي للاسعار المحلية هو مستوى التضخم السائد فكلما كان التضخم اعلى كلما كانت العناصر الاقتصادية في الغالب تغير اسعارها ، ولذلك فان صدمة سعر الصرف الاسمي تنتقل على نحو اسرع من خلال القنوات اعلاه .

وفي دراسة لعلاقة اثر المرور او الانتقال (pass through – effect) مابين انخفاض سعر الصرف الاسمي و التضخم للاقتصاد البوليفي وجد بأن انخفاضاً في قيمة العملة يبلغ 0.5% يكون اثر الانتقال الى الاسعار ما يقارب 60% وهذه النسبة المثوية العالية هي نتيجة الدولار طالما ان الافراد يمكن ان يتحولوا بسهولة من العملة المحلية (البوليفيو) الى الدولار عندما يكون هناك توقعات بتخفيض قيمة العملة مما يولد التضخم⁽³²⁾ ، و تؤكد الدراسات التطبيقية آثار جانب الطلب الموجبة و جانب العرض السلبية اذ ان آثار جانب الطلب الموجبة هي بسبب الحقيقة القائلة بأن تخفيض قيمة العملة يرفع قيمة الودائع بالدولار بتعبير العملة الوطنية و اثر الثروة الموجب من المتوقع ان يخفض الادخار و من ثم يرفع الاستهلاك لذا فان تخفيض قيمة العملة الاسمي سيكون اكثر توسعياً مما هو من دون دولار الودائع .

وعند التحول الى آثار جانب العرض السلبية من خلال دولار المطلوبات فإن الاثر التوسعي لتخفيض قيمة العملة قد يتغير او حتى ينعكس بفعل آثار تخفيض قيمة العملة في الشركات التي لها ديون بالعملة الاجنبية .

ويفترض (Krugman) بأن اثر كشف الميزانية (Balance – Sheet effect) سيكون كبيراً بما يكفي ليهيمن على اثر ماندل فلنك التوسعي⁽³³⁾ ، و بذلك يمكن القول ان التكيف ازاء صدمة سلبية يكون ملحوظاً فقط في حالة وجود درجة منخفضة من دولار القروض و هذا بسبب كون دولار القروض لها اثر انكماشى طالما ان تخفيض قيمة العملة الاسمي يرفع عبء الدين الحقيقي على المشاريع وبتلك الوسيلة يتم تخفيض الاستثمار، و مع درجة منخفضة لدولة القروض فان هذا الاثر الانكماشى يكون معتدلاً ، و العكس صحيح بالنسبة لدولة الودائع التي ترفع قيمة الموجودات و من ثم الاموال القابلة للاستثمار في حالة تخفيض قيمة العملة .

وأخيراً .. فليس من المستغرب ان نجد دراسة للبنك المركزي الاوربي بأنه من مجموع 50 بلد ذات أعلى عجز تجاري 25 بلداً منها هي بلدان مدولة طالما انها فقدت قدرتها على استخدام سياسة سعر الصرف لتقليل الاستيرادات⁽³⁴⁾ .

:-

- 2-3-2

تفرض سيادة احلال العملة الاجنبية في الاقتصاد تحديات اضافية عند اختيار نظام الصرف الاجنبي ، فالحكمة التقليدية وكما يؤكد كل من الاقتصاديين (C. Vegh ، Calvo G) ان نظام الصرف الثابت يقدم مؤشراً اسماً ذا فعالية اكبر⁽³⁵⁾ ، ويكمن السبب في ذلك الى ان التحولات المتكررة وغير المتوقعة في استخدام النقد المحلي و الاجنبي تؤدي الى وجود تقلبات كبيرة في سعر الصرف⁽³⁶⁾ ، وبذلك ستميل ظاهرة احلال العملة الاجنبية الى زيادة تقلب سعر الصرف بسبب التفاعل بين عرض النقد و

سعر الصرف ففي اقتصاد حيث كل من العملة المحلية و الاجنبية تعمل كمنقذ لأغراض المعاملات فإن سياسة سعر الصرف تقترب كثيراً من السياسة النقدية ، فالتخفيض على سبيل المثال يزيد من قيمة الاصول بالعملة الاجنبية (بتعابير العملة المحلية) ، و يزداد عرض النقد المحلي فإذا كانت مرونة الاحلال بين العملة الاجنبية و المحلية عالية فإن سعر الصرف سيكون حساساً لأي تغير متوقع في عرض النقد المحلي و بذلك تنخفض قدرة السلطة النقدية في الحفاظ على سعر صرف مستقر للعملة المحلية لصعوبة تدخلها في سوق الصرف الاجنبي لشراء العملة المحلية الفائضة لضخامة حجمها الذي يتطلب كميات كبيرة من العملة الاجنبية (37) ، فضلاً عن عوامل اخرى تؤثر في التوازن النقدي . الطريق الاضافي الذي يمكن ان تزيد فيه ظاهرة احلال العملة الاجنبية من التقلب النقدي يتمثل في امكانية حدوث الصدمات في سوق النقد من خلال انخفاض الطلب على العملة المحلية مقابل زيادة الطلب على العملة الاجنبية ، و هذا ما يجعل اتباع نظام الصرف المتغير من الصعوبة بمكان للسيطرة على عرض النقد ، مما تقدم فإن السماح لسعر الصرف بالتغير او اضعاف بعض المرونة اليه يفقد السلطة النقدية سيطرتها على عرض النقد بما في ذلك المكون الاجنبي من عرض النقد ، اذ من المعقول اذا كانت الاسعار ثنائية (double) في الاقتصاد اي تسعير السلع يكون بعاملتين فإن الانخفاض في سعر الصرف يمكن ان يؤدي الى اتساع عرض النقد المحلي الاسمي لتلبية الطلب على النقد الاسمي و المستحقة من ازدواجية الاسعار (38) . وبالرغم من ان الزيادة في عدم ثبات عرض النقد تفرض حالة تبني نظام الصرف الثابت في ظل ظروف احلال العملة الاجنبية ، ولكن هذه الحالة ليست دائماً هي الحالة المطلقة فمازال مصدر الصدمات مهماً ، فإذا نشأت الصدمة في الغالب في سوق النقد فإن نظام الصرف الثابت يزودنا باستقرار اكثر، ولكن اذا كانت الصدمة حقيقية (في سوق السلع) في طبيعتها فإن المعدلات المرنة تكون متفوقة للإختيار لتخفيض التقلب و يصح هذا المبدأ حتى في ظل ظروف سيادة احلال العملة الاجنبية في الاقتصاد (39) .

أما في ظل احلال الاصول الاجنبية (Foreign Asset substitution) فإن توفر الودائع الدولارية في المصارف المحلية تعمل على زيادة حركة رأس المال وهذا ما سيعزز الإرتباط بين سعر الفائدة على الدولار محلياً و دولياً و معدل الفائدة على الودائع بالعملة المحلية ، و تبعاً فإن من شأن ذلك تقييد سيطرة البنك المركزي مثل استخدام سياسة سعر الفائدة على الظروف النقدية وبمثل هذه الحالة يكون نظام الصرف المرن اكثر ملائمة لزيادة استقلالية السلطة النقدية (40) ، وهذا ما يدفنا الى القول بأن الجدل حول الدولار يعني جدلاً حول نظام الصرف الملازم و السبب الرئيسي لهذا القول هو تجربة الازمات الاخيرة في تسعينات القرن الماضي التي تؤكد بأن الربط الضمني بالدولار كان أحد العوامل الرئيسية التي أدت الى زيادة دلورة المطلوبات في القطاع المصرفي و الشركات (الدولار المالية) ، في حين عمل نظام الصرف المرن الى تثبيط الاقتراض بالعملة الاجنبية خصوصاً في قطاع السلع غير المتداولة تجارياً (الخدمات) طالما ان المقترضين سيواجهون مخاطر عملة اكبر .

وفي الوقت نفسه ترفع الدولار الجزئية ايضاً من خطر تقلبات سعر الصرف على القطاع المالي مما يدعو البنك المركزي للتدخل في سوق الصرف الاجنبي لمنع التقلبات تلك في هذه السوق مما يقود الى دلورة اكبر بالمطلوبات و خلق حلقة مفرغة يصعب الخروج منها (41) .

أكدت اغلب الدراسات الحديثة على الأثر الكبير لانتقال تقلبات سعر الصرف (pass-through effect) على الأسعار ، وعلى انتقال الأثر النقدي الضعيف (weak monetary transmission effect) ، وينهض الأخير من الحقيقة القائلة بأن التدفقات الدولارية (هي التي تؤثر بمعظم المدخرات و الائتمان في اقتصاد مدولر بشدة) وفي ظل الاحلال الجزئي للعملة الاجنبية التي تكون خارج سيطرة السلطة النقدية ، فضلاً عن ذلك فإن معدلات الفائدة المحلية ومن خلال أثرها في سعر الصرف قد تؤثر بالثروة الصافية للمقترضين المدينين بالدولار بطريقة تجعل معظم أثرها محايداً⁽⁴²⁾ ، وبذلك أصبحت استراتيجية التوجيه النقدي الذي يستطيع البنك المركزي من خلالها من السيطرة على الاجماليات النقدية والتي تعد المحددات الرئيسية للتضخم على المدى الطويل استراتيجية صعبة التطبيق في الاقتصادات المدولرة .

فالدولة بذلك عقدت من اختيار الاهداف الوسيطة للسياسة النقدية من خلال ادخال مركب العملة الاجنبية في عرض النقد ومدى ملائمة الهدف الوسيط (الاجماليات النقدية) التي تتضمن او لا تتضمن العملة الاجنبية التي تعتمد بدورها على العلاقة بالنتائج و الاسعار .

و باستذكار معادلة عرض النقد بالمعنى الضيق والمعنى الواسع في الاقتصادات المدولرة والذي اطلق عليه عرض النقد الفعال الذي يتضمن العملة الاجنبية في التداول :

(1 عرض النقد الواسع الفعال (EBM) (Effective Broad Money)

$$EBM=LCC + FCC + LDD + QM$$

إذ :
 LCC العملة المحلية في التداول
 FCC العملة الاجنبية في التداول
 LDD الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية
 QM أشباه النقد (Quasi money)

أما عرض النقد بالمعنى الضيق الفعال (ENM) (Effective Narrow Money)

$$EMN = LCC + LDD + FCC$$

وبهذا المنظار يبدو المدخل لتشخيص احلال العملة لابلب النقد بل بالعوامل المحددة للتضخم و ان رصيد النقد (Stock) وليست الاصول على سبيل الافتراض هو المرتبط على نحو وثيق بحجم التعاملات و معدل التضخم ، و بناءً على وجهة النظر هذه يكون الاختيار الملائم للهدف النقدي في ظل استراتيجية الاستهداف النقدي الاجابة على تساؤل مفاده هل تنتمي الاصول النقدية الاجنبية الى الاجمالي الذي ينتبأ بالتضخم ؟

وقد وجد كل من الاقتصاديين (Berg , Borensztein) عام 1997 و باستخدام طريقة متجه الإنحدار الذاتي لدراسة قوة العلاقة بين التضخم و التغيرات المتباطئة زمنياً لعرض النقد بأن الاجماليات النقدية التي تتضمن الودائع بالعملة الاجنبية (FCD) تحسن التنبؤ بالتضخم وربما تكون الاجماليات الاوسع تلك التي تتضمن الايداعات الدولارية في الوحدات الخارجية (off shore) هي أفضل مؤشر للتضخم .

وتوصي تلك النتائج بأن الاجماليات التي تتضمن الابداعات الدولارية او العملة الاجنبية في التداول ربما تكون أهدافاً ملائمة⁽⁴³⁾ ، ولكن عدم إمكانية إحصاء تلك الاجماليات سيجعل عملية الاستهداف النقدي أقل كفاءة ، وربما تصاحبها تعديلات متكررة لقيم الهدف الوسيط مقللة بذلك من فائدة استراتيجية التوجيه النقدي ، وأن استهداف الاجمالي الخاطئ الذي يقصي الودائع او العملة الاجنبية في التداول سيكون غير مرتبط بعلاقة مستقرة مع الهدف النهائي (التضخم) ، وبذلك تحولت الاهداف الوسيطة في الاقتصادات المدولرة من هدف الاجماليات النقدية الى استهداف التضخم نفسه كهدف وسيط ولجوء تلك البلدان الى توجيه التضخم كاستراتيجية للسياسة النقدية ، ولكن يبقى الاستهداف النقدي في الاقتصادات المدولرة يؤدي دوره الهام ضمن مجموعة من المؤشرات التي يحتاج البنك المركزي الى مراقبتها في تقييم الاوضاع النقدية⁽⁴⁴⁾ .

وساهمت برامج توجيه التضخم الناجحة في العديد من الاقتصادات المدولرة في الحصول على تضخم منخفض نسبياً ، إذ جسدت نماذج التضخم المعيارية لأي اقتصاد صغير مفتوح الدور المركزي لسعر الصرف في آلية الانتقال من السياسة النقدية وطبقاً لذلك فإن زيادة في معدل الفائدة نتيجة إتباع سياسة نقدية تقييدية تؤدي عادةً في الاجل القصير الى زيادة في سعر الصرف الاسمي والحقيقي والتي تساعد تبعاً في إضعاف الضغوط التضخمية من خلال قنوات مباشرة وغير مباشرة .

تعمل القناة المباشرة من خلال الاثر الانكماشى لإرتفاع سعر الصرف على الطلب الكلي والنتائج والاسعار، وبالتحول الى حالات الاقتصادات المدولرة مالياً فإن الفروق الرئيسية التي نراها بخصوص آلية الانتقال النقدي هي كالاتي⁽⁴⁵⁾ :

اولاً :- التوقع بأن يؤدي سعر الصرف دور أكثر أهمية كمؤشر مما هو في اقتصاد غيرمدولر وبتلك الوسيلة يتم تحفيز إنتقال أكبر (pass - through effect) الى الاسعار .

ثانياً :- التأكيد بأن أثر كشف الميزانية (Balance – sheet effect) تولد تخفيضات إنكماشية في قيمة العملة و تحفز العسر المالي .

أي بدلاً من كون إنخفاض سعر الصرف الحقيقي له أثر موجب على الناتج فإننا سنجد أثراً سلبياً عليه ، وتبعاً فإن الأثر المضاد المحتمل لتقلبات سعر الصرف الكبيرة ربما تثير الخشية من التعويم* من قبل السلطة النقدية مما يتطلب إستهداف سعر الصرف بشكل وثيق حتى عندما تكون الصدمات مؤقتة .

ولتسهيل مثل هذا الإستهداف فإن السلطة النقدية تتدخل مباشرة بسوق الصرف الاجنبي كأداة إضافية للسياسة المتبعة ومثل هذا التوجه ضد التيار يمكن ان يكون متناسقاً مع أو حتى يقوي إطار التضخم المستهدف طالما ان مثل هذا التدخل لا يستهدف التوجه لإتجاه معين بالنسبة لسعر الصرف الحقيقي⁽⁴⁶⁾ .

* الخشية من التعويم هو عدم الرغبة في ترك سعر الصرف يتحدد بشكل كامل استنادا لقوى السوق لان هذا يتضمن مستويات عالية من دولرة الديون في الاسواق المالية ودرجة عالية من اثر المرور (pass-through effect) لتقلبات سعر الصرف الى الاسعر المحلية .

وبموجب نظام التضخم المستهدف التقليدي يكون الهدف النهائي الأساسي هو التضخم ، أما الهدف التشغيلي هو معدل الفائدة ، وهكذا فإن الصدمات الاسمية مستوعبة أساساً من قبل سعر الصرف وحالات التدخل بالصرف الاجنبي هي مستخدمة فقط للمساعدة في تخفيض الصدمات الكبيرة وهكذا ، فإن التدخل بالصرف الاجنبي هو القاعدة وليس الاستثناء وهنا يجب ان تتحمل الاحتياطات الدولية عبء التكيف أزاء الصدمات الحقيقية وللمساعدة في تخفيض عبء التعديل على الاحتياطات الدولية فإن الدول التي تخشى التعويم يجب ان تعدل معدل الفائدة استجابة للصدمات ، ولرفع أوتسريع هذه الإستجابة إستخدمت بعض الدول نظام التضخم المستهدف المتوسط بحيث ان المجلات النقدية (الاحتياطات المصرفية عادةً) تحل محل معدل الفائدة كهدف تشغيلي وهكذا فإن الانخفاض في الطلب على الاحتياطات المصرفية المتولد بفعل تدفق رأس المال للخارج يرفع مباشرة وتلقائياً معدل الفائدة .

وإجمالاً يمكن القول بأن هناك مقايضة بين تقلب سعر الصرف الحقيقي وتقلب الاحتياطات الدولية وعندما تزداد درجة الدولة فإننا يمكن ان نلاحظ وجود انخفاض في مجال تقلب سعر الصرف الحقيقي مترافق مع زيادة تغيير الاحتياطات .

الاستنتاجات

1. أن الدرجة التي تتخذ عندها العملة الاجنبية دور خواص العملة المحلية تعكس مدى صلة ظاهرة الدولار ، أو إحلال العملة الاجنبية إذ أنه بالانتقال من الدرجة المتطرفه المتمثلة بالدولرة الكامله إلى الدولار الجزئية أو درجة معينة من إحلال العملة المحلية ، فمن جهة بموجب الدولار الكامله فإنه يتم تبني عملة اجنبية مثلاً الدولار تتمتع بقوة الابرء القانونية بدلاً من العملة المحلية وبالتالي خسارة السلطة النقدية لوظائفها لكونها المحتكر للاصدار النقدي ومن جهة أخرى بموجب الدولار الجزئية تستبدل العملة المحلية جزئياً بعمله اجنبية معينه ولذلك تتآكل سيطرة السلطة النقدية على مجملاتها النقدية إذ أن الطلب على الصرف الاجنبي من قبل المقيمين المحليين لم يعد مرتبط بالتجارة ومتطلبات المعاملات الخارجية ولكن يستخدم بدلاً من ذلك كمخزن للقيمة وحتى كوسيلة محلية للتبادل .
2. اكدت الدراسات اتجاه العلاقة السببية من مؤشرات الاختلال الاقتصادي إلى مؤشر قياس الدولار وبذلك انتفت فرضية البحث.
3. أن سياسات تحرير حساب رأس المال وحرية التدفقات الرأسمالية عندما تساندها تثبيت سعر الصرف سوف تعمل على زيادة الدولار الماليه للإستفادة من انخفاض تكاليف التمويل بالعملات الاجنبية لا سيما القروض قصيرة الاجل الامر الذي يخلق معه مخاطر واسعه وخصوصاً عندما تقابلها اصول بالعمله المحليه والتي يمارسها القطاع الخاص على نطاق واسع .
4. تساعد الدولار على زيادة حساسية الطلب المحلي على الموجودات بالعمله الاجنبية إلى العوائد الحقيقيه المتوقعه لاملاكها والضغط التضخمي وتوقع انخفاض سعر الصرف .
5. في ظل بيئة ذات احلال عملة اجنبية مرتفع تكون سياسه جعل سعر الصرف كأداة تثبيت للتوقعات التضخمية تمارسها السياسه النقدية هي سياسه فعاله في عكس الدولرة (De-Dollarization) على الرغم من كلفه هذه السياسه في خفض احتياطات البنك المركزي و / أو العبء الاضافي على الانفاق العام .

التوصيات

1. أن الطريق لتخفيض الدولار ومخاطرها يجب أن يعتمد على منهج ثنائي التوجه يثبط استخدام العملة الاجنبية ويعزز جاذبية العملة الوطنيه كوسيله للتوسط .
2. ينبغي تحقيق الاستقرار الاقتصادي ليتسنى لنا ازالة الدولار وربما قد لا يكون كافياً لعكسها De-Dollarization إذ يتطلب ذلك اجراءات اخرى مثل تحرير سعر الفائدة المحليه وتأسيس نظام مدفوعات تنافسي بالعمله المحليه وتطوير الادوات الماليه المحليه هي ايضاً خطوات يمكن أن تساعد في الحد من الظاهرة .
3. ولمعرفة قياس العملة الاجنبية في التداول في الاقتصادات التي تنتشر فيها ظاهرة احلال العملة الاجنبية من الافضل اعاده النظر في تعريف عرض النقد باتجاه توسيع قاعدة مكوناته عن طريق ادخال الودائع الجارية بالعملات الاجنبية وادخال بعض المكونات من فقرة أشباه النقود من الحسابات الادخاريه بالعملة الاجنبية فضلاً عن العملة والودائع الجارية الخاصة والمحليه .

4. العمل على ايجاد ادوات ماليه ذات مقياسه Indexation أزاء السعر أو سعر الصرف وعلى هذا الاساس تتمكن السياسه النقديه من توفير مثبت اسمي لسعر الصرف بالعمله المحليه يعمل على وفق مدى زمني ايجابي مستقر أو مضاد لتقلب التوقعات التضخميّه وتأثيراتها السلبيه المعروفه على دالة الطلب النقدي ويحافظ على الاستقرار والرفاهيه الاقتصاديّه في أن واحد .

5. عند ازالة القيود المتعلقه بالودائع بالعملات الاجنبيه والسماح للبنوك التجاريه والشركات الماليه بإدارة محافظها الاستثماريه بالعملات الاجنبيه يفترض أن تبقى تلك الحسابات خاضعه لاحكام الاحتياطي النقدي الالزامي بالعملات الاجنبيه إذ أن هذا الاجراء من شأنه أن يدعم احتياطات البلد من العمله الاجنبيه ويخضعها لاحكام وتوجيهات السلطه النقديه.

6. يجب أن تكون متطلبات الاحتياطي أزاء مطلوبات العمله الاجنبيه اكبر من تلك أزاء المطلوبات بالعمله المحليه و أن يكون هناك اهتمام اكبر ينبغي اعطاءه لتقييم المخاطر المترافقه مع الموجودات بالعمله الاجنبيه .

7. أن يكون التفاوت بين اسعار الفائدة على الودائع بالعملات الوطنيّه واسعار الفائدة على الودائع بالعمله الاجنبيه كافياً لتعويض المدخرين عن التدهور في قيمة العمله الوطنيّه وملاحقه معدلات التضخم .

8. ومن اجل تقليل اثر سعر الصرف إلى التضخم اثر الانتقال (Pass-Through Effet) والحد من الدولرة ينبغي أن تركز قدرات السياسه في المقام الاول على تحقيق الاستقرار في سعر الصرف فضلاً عن الحد من تقلب التضخم ويستطيع البنك المركزي من تحقيق ذلك من خلال إدارة اكثر تشدداً في سوق الصرف الاجنبي فضلاً عن اعتماد إداراً لاستهداف التضخم للحد من تقلب التضخم وقد تعزز إدارة سوق الصرف الاجنبي من خلال التنسيق مع سياسات جانب العرض لزيادة تدفقات النقد الاجنبي إلى السوق ، ويجوز للبنك المركزي ايضاً اعاده تقييم استراتيجيه تدخله للحد من بيع الموارد الداخله إلى السوق إلى المستخدمين النهائيين هذا فضلاً عن ذلك ففي حالات الافراط في الطلب على العملات الاجنبيه لاسباب تتعلق بالمحفظه الاستثماريه فعلى البنك المركزي الاعتماد على تعديلات سعر الفائدة لكبح ضغوطات الطلب في سوق الصرف الاجنبي على أن تتوخى الحذر في استخدام تعديلات سعر الفائدة للتخفيف من تقلبات سعر الصرف خلال مدة الطلب على العملات الاجنبيه والتي يمكن أن تكمل بسياسات تشجيع سوق المشتقات المحليه بأدوات ماليه مناسبه.

9. أن القيود الموضوعه على نمو الدولرة مثل وجود قواعد صارمه ضد الودائع الدولاريه أو القروض الدولاريه احتمال أن يكون لها ما يبررها للتقليل من الاثار السلبيه للدولرة فيما يخص الوساطه بالدولار واثرها في الاستقلال النقدي ، ومع ذلك ومن اجل تقييد ضعف الوساطه الماليه بالعمله المحليه فأن هكذا اجراءات ينبغي أن تترافق مع اجراءات موثوق بها من اجل استعادة الثقه بالعمله الوطنيّه وضمان وجود بيئه اقتصاديه مستقره إذ أن الشرط الاساسي لاحتواء الظاهره في اقتصاد ما هو سياسه اقتصاديه كليّه سليمه فضلاً عن الترتيبات المؤسسيه للحفاظ على الاستقرار السعري .

وفيما يخص الاقتصاد العراقي

ينبغي فرض ضرائب على أية معاملات بالعمله الاجنبيه و أن تخضع هذه المعاملات لرسوم تمييزيه عاليه مقارنة بأي معامله تتم بالدينار العراقي ضريبيه توبن (Tobin Tax)مهما تكن مصادرها وأسبابها والسبب في ذلك هو وجود حريه عاليه للتحويل الخارجي إذ أن أصل الحيازة للعمله الاجنبيه ينبغي أن تكون لاغراض تمويل القطاع الخارجي (إي الاستيراد حصراً) .

- (1) Eduardo A. Moron; "Currency Substitution and the moneyness of monetary, Assets", متاح على الشبكة الدولية www.ssrn.com
- (2) Basics of Dollarization, July 1999, Updated January 2000, Joint Economic Committee Staff Report
- (3) Eduardo Levy Yeyati, "Financial De dollarization: A carrot and Stick Approach", متاح على الشبكة الدولية www.utdt.edu/departamentes/empresarial/cif/cif.htm
- (4) Nicolette Battani, Paul Levine, Joseph Pearlman, " Optimal Exchange Rate Stabilization in a Dollarized Economy with Inflation Targets", متاح على الشبكة الدولية www.ssrn.com
- (5) Eduardo A. Moron; op cit P: 2
- (6) Basics of Dollarization, July 1999, Updated January 2000, and Joint Economic Committee Staff Report متاح على الشبكة الدولية <http://www.dollarization.org>
- (7) Eduardo A. Moron, op cit: p2

(8) انظر في هذا الجانب :

-Nienk Omes and Franciscan Ohnsorg;"Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The case of Russia", International monetary Fund, IMF. Working paper, No.144, 2005.p14

-EdgarI.Fiege;"Unofficial Dollarization in Latin America"

متاح على الشبكة الدولية: <http://www.wtseedu/eco/archive/latpap6.pdf>

-Velimir Sonja;"The Impact of unofficial Dollarization Euroization on choice of Exchange rate regime for Eu countries", International center for economic growth, European center, wp.no.22 pp: 3-5

متاح على الشبكة الدولية:

<http://www.icegec.hu/eng/publication/does/wp22>

- هجير عدنان زكي، ظاهرة احلال العملة في البلدان النامية – الاسباب والاثار- مجلة كلية الادارة والاقتصاد/الجامعة المستنصرية، 2003

9 – صندوق النقد الدولي ،أفاق الاقتصاد العالمي، اكتوبر 1997، ص 112

- (10) Eduardo A. Moron; "Currency Substitution and the moneyness of monetary Assets", p: 8 متاح على الشبكة : www.ssrn.com

انظر في ذلك : Andrew Berg and Eduardo Borensztein;"The choice of exchange rate regime and monetary Target in highly dollarized Economies" , IMF, working paper no.29, 2005,p:12

- (11) Miles, Amerce " currency substitution: some further results and conclusion ", Southern Economic Journal, January, vol: 48 No, 1, 1981, pp 78 – 85
- (12) عبد المنعم السيد علي , وهيل عجي " العلاقات الاقتصادية الدولية " الموصل دار الكتب , 1992 ص 283
- (13) Codington, horn, "Currency substitution, Capital mobility and money demand, Journal of International money and finance vol. 2, August 1983.
- (14) Nienk Oomes and Franziska ohnsorge " Money demand and inflation in dollarized economics: the case of Russia, IMF, WP, 2005, 144. pp 13 – 14
- (15) Bondarenko Serhiy, "currency substitution in a dollarized economy, the case of Ukraine, kyiv-mohyla Academy University.

متاح على الشبكة الدولية :

www.eerc.org/research/matheses,2000/bondarenk-search.pdf.

- (16) أفاق الاقتصاد العالمي , مصدر سابق ص 113
- (17) Tomas J.T. Balino, Adam Bennett, and Eduardo Bornstein : Monetary Policy in dollarized , IMF Occasional paper , No. 171 , 1998 p: 14
- (18) Mario de Zamaroczy and (Sopaha SA) , : Economic Policy in a highly dollarized Economy , the case of Combodia , IMF , Washington D.C. occasional paper No. 219 , 2003 , p: 18
- (19) IMF (the secretary)," should each country have its own currency? The prose and cons of full dollarization; document(sm /99/ 268), Washington, D.C Nov 2, 1999 p: 4
- (20) Bas Van Earle and Nina Budina; currency substitution in Eastern Europe, PP 3 –4. متاح على الشبكة الدولية : <http://hg.ssrn.com>
- (21) ماري غولد , ديفيد هوشر , الآن ايز , الفريد ليون و آخرون , معالجة الازمات المصرفية في الاقتصادات المدولرة , صندوق النقد الدولي , الورقة العرضية رقم 217 , الفصل الخامس ص 9
- (22) Alain Ize and Eduardo Levy Yeyati; " Financial De- Dollarization: Is it for real? International Monetary Fund, IMF, No.187...2005, p: 16

- (23) Tomas J.T Balino, Adam Bennett and Eduardo Bornstein opcit, p: 14.
(24) همام الشماع , "الدولة وواقعها في الاقتصاد العراقي " بيت الحكمة ، دراسات اقتصادية ، العدد الاول ، السنة الثالثة ، شتاء 2001،ص 60 .
- (25) Arturo Galindo, Leonardo Lei Dorman;" living with dollarization and rout to de dollarization ", inter American Development Bank, WP 1526, pp: 8-9
متاح على الشبكة الدولية : <http://www.ssrn.com>
- (26) Edmar L. Bacha, Marico Holland, Fernando M. Conclave "is Brazil different? Risk, dollarization and the interest rate in emerging market, pp 2-3
متاح على الشبكة الدولية : www.econ.fea.br/seminrios/2007-1/22-06-2007
- (27) Nikola Fabris, "Economic policy in dollarized economies with its especial review of Montenegro ", the central bank of Montenegro, working paper No. 1, p: 6
متاح على الشبكة الدولية : www.eb.mn.org/pupilikacitie-e/puplikacitie
- (28) Mario de zamaroczy and sapanhsa , op cit, p : 17
- (29) Rainer schweickert , Rainer Thiele and Manfred Wiebelt , " Exchange Rate Policy in a Dollarized Economy ACGE analysis for Bolivia , Kiel (Germany) , Kiel working paper no. 1255, july2005 , pp : 2 – 4
متاح على الشبكة الدولية : <http://www.ssrn.com>
- (30) Ibid, pp: 6 – 7
- (31) Jose Antonio Gonzales Anaya, "Exchange Rate Pass-Through and Partial Dollarization is there a link?" Center for research on Economic Development and Policy Reform, Stanford university, Nov, 2000.PP4-6.
متاح على الشبكة الدولية : <http://www.ssrn.com>
- (32) Ricardo Cardona, Monetary Policy Constraints in a Small Open and Dollarized Economy, P3.
متاح على الشبكة الدولية : <http://econe.bu.edu/ec341/money/papers/ec341-paper-cardona.htm>
- (33) Krugman p, " Balance – Sheet, The Transfer Problem and Financial Crises, International tax and public finance No. 6 p: 27
متاح على الشبكة الدولية : <http://www.ssrn.com>
- (34) Nikola Fabric, "Economic Policy in Dollarized Economies with a special review of Montenegro" the Central bank of Montenegro, working paper No. 1.2004, p: 23
متاح على الشبكة الدولية : www.cb.mn.org/publikacijie-e/publikacijie-epdf
- (35) Josef T. Yap, Dollarization: Concept and Implications of Monetary and Exchange Rate Policy in the Philippines, Discussion Paper Series No.2001-03, Feb, 2000
متاح على الشبكة الدولية : www.dip4-pids-goveph/risdps/pidsdso103.pdf
- (36) Tomas J.T Balino, Adam Bennett and Eduardo Borensztein, op cit p: 14
- (37) IMF (the secretary), " should each country , op. cit pp: 4-14
- (38) Guillermo A. Calvo and Carless A. Vegh " Currency Substitution in Developing Countries: an introduction, IMF, working paper no.40, 1992, P: 9.
- (39) Tomas J.T. Balino, Adam Bennett and Eduardo Borensztein, "Monetary Policy in dollarized economies... Op.cit p: 5
- (40) Tomas J.T. Balino, Adam Bennett and Eduardo Bornstein, " Monetary policy in dollarized economiesop cit p: 5
- (41) Galvo G, "on dollarization, 1999
متاح على الشبكة الدولية : <http://boss.umd-edu/econ/eicepn.htm>
- (42) Alain Ize and Eduardo Levy Yeyati, op cit, p: 16
- (43) Andrew Berg and Eduardo Borensztein, "The choice of Exchange Rat Regime and Monetary Target in highly dollarized op cit. pp 9 -11.
- (44) IBID, op cit. p: 12.
- (45) Leonardo Lederman, Rodolfo Maino and Eric Parrada, " Inflation Targeting in Dollarized economies, International Monetary Fund, IMF, working paper No. 157,2006,P:4
- (46) Leonardo Lederman, Rodolfo Maino and Eric Prada, op cit p: 5