الجمهورية العربية السورية
وزارة التعليم العالي
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الاقتصاد المالي والنقدي

عنوان البحث

دور وفعالية السياسة النقدية للبنك المركزي السوري في الأزمة الاقتصادية الحالية

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد
في قسم الاقتصاد المالي والنقدي

إعداد
الطالب عباده محمد احمد

إشراف
الأستاذ الدكتور عدنان سليمان

2019

فهرس المحتويات

فهرس الأشكال iv

المستخلص..... v

الفصل التمهيدي..... vi

المقدمة vii

مشكلة البحث viii

أهمية البحث ix

أهداف البحث ix

فرضيات البحث..... x

منهج البحث x

حدود البحث xi

محددات البحث xi

الدراسات السابقة xii

الفصل الأول: مفهوم وأهمية السياسة النقدية ودورها في الأزمات..... 1

المبحث الأول: مبادئ السياسة النقدية..... 2

أولاً: أهداف السياسة النقدية 3

ثانياً: أدوات السياسة النقدية 10

ثالثاً: استخدام الأدوات المباشرة والأدوات غير المباشرة في الوقت الحالي..... 19

المبحث الثاني: آلية عمل السياسة النقدية واتجاهاتها الحديثة..... 21

أولاً: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية..... 22

ثانياً: اتجاهات السياسة النقدية وتفاعلها مع السياسات الأخرى..... 27

ثالثاً: التطورات الأخيرة في أدوات السياسة النقدية 30

المبحث الثالث: تجارب عدد من الدول في التعامل مع الأزمات. 35
أولاً: الأزمة في تايلند 1997..... 36
ثانياً: الأزمة في الأرجنتين 1998..... 40
ثالثاً: الأزمة في روسيا 1998. 42
الفصل الثاني: السياسة النقدية لمصرف سورية المركزي خلال الأزمة السورية. 46
المبحث الأول: النظام النقدي السوري. 47
أولاً: أدوات السياسة النقدية في سورية. 49
ثانياً: استقلالية السلطة النقدية في سورية. 52
المبحث الثاني: فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي خلال الأزمة السورية وتطور سعر الصرف.
..... 55
أولاً: آلية ومراحل تدخل مصرف سورية المركزي في سوق العملات الأجنبية. 55
ثانياً: إجراءات المصرف المركزي لدعم تدخله في سوق العملات الأجنبية..... 67
ثالثاً: التعديلات الحاصلة على معدلات الفائدة الممنوحة على الودائع: 73
المبحث الثالث: العقوبات الاقتصادية المفروضة على مصرف سورية المركزي..... 76
أولاً: تاريخ العقوبات ضد الاقتصاد السوري 76
ثانياً: تأثير العقوبات على القطاع الاقتصادي..... 79
ثالثاً: تأثير العقوبات على القطاع المصرفي..... 81
الفصل الثالث: تقييم السياسة النقدية للمصرف المركزي. 84
المبحث الأول: التزام السياسة النقدية بتخفيف الصعوبات التي رافقت الأزمة. 85
أولاً: تحليل التطورات الحاصلة صرف الليرة السورية..... 85
ثانياً: تحليل مكونات العرض والطلب على العملات الأجنبية. 91
ثالثاً: تحليل عدد من المؤشرات والعوامل الاقتصادية التي تزامنت مع الأزمة..... 96
رابعاً: الحالة التطبيقية 102

النتائج والتوصيات 117
النتائج 117
التوصيات 120
قائمة المراجع..... 125
المراجع باللغة العربية 125
المراجع باللغة الأجنبية..... 128
مراسيم وقرارات 132
الملاحق135

فهرس الأشكال

الشكل رقم 1: الثالوث المستحيل (The Impossible Trinity) 6
الشكل رقم 2: آلية انتقال السياسة النقدية 23
الشكل رقم 3 USD / SYR (المرحلة 1) من آذار 2011 إلى آب 2011. 56
الشكل رقم 4 USD / SYR (المرحلة 2) من سبتمبر 2011 إلى آذار 2012. 57
الشكل رقم 5 USD / SYR (المرحلة 3) من آذار 2012 إلى آذار 2013. 59
الشكل رقم 6 USD / SYR (المرحلة 4) من نيسان 2013 إلى حزيران 2013. 61
الشكل رقم 7 USD / SYR (المرحلة 5) من حزيران 2013 إلى نيسان 2014 62
الشكل رقم 8 USD / SYR (المرحلة 6) من أيار 2015 إلى تموز 2016. 64
الشكل رقم 9 USD / SYR (المرحلة 7) من أغسطس 2016 إلى أبريل 2018 65
الشكل رقم 10 أسعار الفوائد على الودائع بالليرة السورية 74
الشكل رقم 11 سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار خلال سنوات الأزمة..... 86
الشكل رقم 12 مؤشر أسعار المستهلكين خلال الفترة 2010-2016..... 97

المستخلص

يعتمد نجاح المصارف المركزية في العالم في مواجهة الأزمات من خلال نجاحها بتحديد طبيعة وحجم المشكلة، واختيار طريقة التدخل المناسبة وتوقيتها وكذلك خطوات تنفيذ الخطط من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبالرغم من ذلك تبقى هذه السياسات موضوع نقاش وجدل بين الاقتصاديين لفترات تستمر إلى ما بعد زوال الأزمة.

ففي الأزمات يستوجب على المصارف المركزية إرسال رسالة واضحة إلى الأسواق المحلية والدولية من خلال ضمان الشفافية بعملها والإعلان للجمهور بشكل واضح عن الاتجاهات والأهداف التي تسعى لتحقيقها وأي تعديلات على هذه الخطط، لكننا في الأزمة السورية نجد أن مصرف سورية المركزي اتبع استراتيجية مغايرة من خلال وقف نشر أي بيانات تخص السوق السورية منذ بداية الأزمة في عام 2011، وفي السنوات الأولى للأزمة صرح حاكم مصرف سورية المركزي عدة مرات لوسائل الإعلام معلناً بأن مصرف سورية المركزي لا يملك رؤية أو سياسات نقدية على الأمد البعيد محملاً عبء ذلك لطبيعة الأزمة، وأن المصرف المركزي يعمل على الاستجابة إلى المتغيرات النقدية الحاصلة في السوق السورية.

يناقش هذا البحث تجربة مصرف سورية المركزي خلال الأزمة ويقيّم فعالية السياسات النقدية من خلال استخدام البيانات الثانوية من منشورات مختلفة وبيانات خاصة غير منشورة، حيث تظهر النتيجة أن السياسات المتبعة كانت غير فعالة ولم تمنع من انخفاض قيمة العملة المحلية، على الرغم من أن العديد من المتغيرات الخارجية كانت خارجة عن سيطرة المصرف المركزي.

كلمات مفتاحية: السياسة النقدية، مصرف سورية المركزي، الأزمة السورية، سعر الصرف.

الفصل التمهيدي

الإطار العام للفصل

المقدمة

مشكلة البحث

أهمية البحث

أهداف البحث

فرضيات البحث

منهج البحث

حدود البحث

محددات البحث

الدراسات السابقة

المقدمة

نشأت المصارف المركزية كنتيجة طبيعية لتطور دور الدولة ولتأخذ موقعها كمحور رئيسي يقود القطاع المالي والمصرفي في البلاد ويوجهه نحو الأهداف المنشودة التي تسعى إليها الدولة وذلك من خلال إدارتها السياسة النقدية والمصرفية والحفاظ على الاستقرار المالي والنقدي وبالتالي إرساء نمو اقتصادي قابل للاستمرار، وبما أن مجلس النقد والتسليف ممثلاً بمصرف سورية المركزي يعتبر رأس هرم السلطة النقدية في سورية، وبالتالي كان عليه أن يولي السياسة النقدية أهمية خاصة ووضع رؤية مستقبلية لها تتمثل ببناء سياسة نقدية فاعلة ومؤثرة وتستند إلى نظام نقدي يستهدف تحقيق استقرار الأسعار كهدف نهائي معلن لهذه السياسة، على أن هذه الرؤيا المستقبلية كانت مرسومة بناء على نظرة تفاؤلية تستند على الاستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني الذي عرف عن سورية لفترة طويلة، إلا أن هذا الاستقرار لم يدم فقد تعرضت سورية لأزمة سياسة واقتصادية وأمنية بدأت في نهاية الربع الأول من العام 2011، هذا ما خلق العديد من الصعاب والتحديات التي واجهت المصرف المركزي وأعاقته في تحقيق أهدافه الاستراتيجية التي أعلن عنها والتي تتضمن الحفاظ على استقرار الأسعار بوصف ذلك الهدف النهائي للمصرف فضلاً عن الاستمرار في تضمين كافة عمليات القطع الأجنبي داخل السوق الرسمية، وبالتالي كل هذه التحديات أوجبت عليه أن يتبع سياسات نقدية استثنائية لتجاوز هذه الأزمة.

مشكلة البحث

تمر سورية الآن بفترة عصيبة ومشاكل كثيرة تعصف بالاقتصاد الوطني نتيجة الأزمة التي كانت بدايتها في نهاية الربع الأول من عام 2011.

عانت السلطات السورية بشكل عام والاقتصادية منها على الخصوص في بداية هذه الأزمة بحالة من الفوضى ويدل على هذه الحالة القرارات التي اتصفت بالعشوائية وبعدم الفهم التام للمشاكل التي تعترض الاقتصاد الوطني.

ولما كان مصرف سورية المركزي هو المسؤول عن تنفيذ السياسة النقدية في سورية فقد تعرضت قراراته للعديد من الانتقادات.

وبالتالي تمكن مشكلة البحث في عدة نقاط توجز بالتالي:

1- ماهي السياسات النقدية التي اتبعها مصرف سورية المركزي لمواجهة الأزمة؟
2- مقدار ملائمة هذه السياسات مع الأزمة التي تشهدها سورية؟
3- من خلال رسم وتطبيق السياسة النقدية، هل نجح المصرف المركزي أو مجلس النقد والتسليف بتحقيق الأهداف المأمولة من خلال ما اتبعه من السياسات النقدية المطبقة؟

أهمية البحث

إن أهمية هذا البحث تنبثق من الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة والتي عانى منها الاقتصاد والمواطن السوري من أزمة مركبة سياسية وأمنية واقتصادية ألقت بظلالها على مستواه المعيشي، وبالتالي كان لابدً من مناقشة السياسات الاقتصادية التي اعتمدت للتعامل مع هذا الوضع أو للحد من آثاره على أقل تقدير، وسيركز الباحث في هذا البحث على السياسات أو الإجراءات النقدية التي استخدمت لتجاوز آثار الأزمة التي تمر بها سورية و على ما كان متوقعا لها من نتائج ومقارنة هذه النتائج المتوقعة بما تحقق على أرض الواقع، كما سيحاول الباحث أن يحدد إذا ما كانت النتائج السلبية التي من الممكن أن تظهر معه في البحث سببها ظروف قاهرة لا يمكن التحكم أو التنبؤ بها أم كان السبب سوء في إدارة الأزمة من قبل السلطات النقدية السورية.

أهداف البحث

يهدف البحث للإضاءة على السياسات النقدية التي طبقتها السلطات النقدية في سورية خلال الأزمة الحالية، وكيفية تفاعلها مع الظرف الاقتصادي، بمعنى هل تمكنت السلطات النقدية من استخدام السياسات التي تلائم الوضع الاقتصادي وهل تمكنت من الوقوف بوجه النتائج السلبية أو على الأقل الحد منها، وما صحة الانتقادات التي تعرضت لها هذه السياسات النقدية والتي وجهت إليها من العديد من الاقتصاديين.

فرضيات البحث

يسعى البحث إلى اختبار الفرضيات التالية:

1-لم تتمكن السياسة النقدية للبنك المركزي السوري من التخفيف من الصعوبات التي رافقت الأزمة.

2-لم تتمكن السياسة النقدية من الحفاظ على القدرة الشرائية لليرة السورية أثناء الأزمة.

3-التقلبات في سعر الصرف ناتجة عن عوامل خارجية كانت خارجة عن سيطرة السياسة النقدية لمصرف سورية المركزي.

منهج البحث

سيعتمد هذا البحث على:

- المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض السياسات النقدية المتبعة خلال سنوات الأزمة والظروف الاقتصادية المحيطة بها.
- أدوات الاقتصاد القياسي في تحليل بيانات تم الحصول عليها من مصادر بيانات ثانوية وتتضمن بيانات منشورة وغير منشورة وسيستخدم اختبار ديكي فولر لتحليل هذه البيانات.

حدود البحث

المتغيرات النقدية للاقتصاد السوري من العام 2011 ولغاية العام 2018.

محددات البحث

عدم وجود بيانات منشورة تخص المتغيرات النقدية، وعدم وجود تقارير أو مقالات بحثية يمكن الاعتماد عليها لتوثيق بعض العوامل أو المتغيرات التي كان لها أثر كبير على السوق السوري.

مميزات الدراسة

ستحاول هذه الدراسة تحليل أدوات السياسة النقدية خلال الأزمة الاقتصادية التي تمر بها سورية، وتقييم نتائجها ودورها في منعكسات هذه الأزمة على الاقتصاد السوري، وبذلك ستعالج موضوعاً جديداً ومعاصراً يطرح تحديات أمام الفكر الاقتصادي النقدي للإجابة عليها.

الدراسات السابقة

1-خالد لافي النيف، محمد عيسى شحاتيت، سعود موسى الطيب (2018)[1].

بعنوان "العلاقة بين عرض النقد والتضخم: تحليل قياسي على الاقتصاد الأردني".

تم اختبار وتحليل العلاقة بين عرض النقد والتضخم في الاقتصاد الأردني خلال الفترة 1968-2015، وتم اختبار استقرار متغيرات الدراسة باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع(ADF) .

تشير نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة سببية بين عرض النقد والرقم القياسي للأسعار في الأجل الطويل، كما تم أن عرض النقد يسبب التضخم في الأردن وليس العكس، كما تشير نتائج تقدير النموذج القياسي إلى أن التغير في عرض النقد يؤثر بشكل معنوي على التغير في الأسعار.

توصي الدراسة بضرورة إدارة التغيرات في عرض النقد بطريقة تحد من ارتفاع الأسعار لتحقيق الاستقرار الاقتصاد، والسيطرة على السيولة المحلية وسلوك الأسعار.

2-أمية طوقان (2005)[2].

بعنوان "دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية"

وهي محافظة البنك المركزي الأردني تحدثت فيها عن النقاط التالية:

- النشأة التاريخية للبنوك المركزية وتطور مهامها.

---

[1]- النيف، خالد. وآخرون. (2018). العلاقة بين عرض النقد والتضخم: تحليل قياسي على الاقتصاد الأردني. مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية.

[2] طوقان، أمية. (2005). دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية. مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية.

- ركزت على موضوعي استقلالية البنك المركزي وشفافية سياساته النقدية كسبب أساسي لنجاحه في أداء مهامه.
- كما تحدثت عن تجربة البنك المركزي الأردني والمراحل التاريخية التي مرت بها سياساته النقدية والإنجازات التي تحققت والتي منها:
  - المحافظة على سعر صرف الدينار الأردني.
  - تحقيق معدلات تضخم مقبولة.
  - توفير السيولة الملائمة للنشاط الاقتصادي.
  - وصول الاحتياطيات الأجنبية لمستوى قياسي حوالي 4,7 مليار دولار.
  - بلوغ نسبة كفاية رأس المال مستويات تتجاوز النسب المقررة في اتفاقية بازل.
  - حصول بعض مؤسسات الجهاز المصرفي على مستوى ائتماني عالي.

3-وشاح رزاق (2012)[3].

بعنوان "ملاحظات حول استقلالية ومركزية البنوك المركزية".

حيث ركز هنا على موضوعين أساسيين:

- وظائف البنك المركزي.
- استقلالية البنك المركزي.
- كما أكد على أن العلاقة السلبية بين التضخم النقدي ومعدل البطالة على أنها علاقة سببية مستديمة.

[3] رزاق، وشاح. (2012). ملاحظات حول استقلالية ومركزية البنوك المركزية. المعهد العربي للتخطيط بالكويت –جسر التنمية العدد المائة والثاني عشر.

- وأن سعر الصرف السائد يحد من قدرة البنك المركزي على تحديد آلية السياسة النقدية وهنا درس العلاقة ما بين الدول النفطية والتي تربط عملتها بعملة احدى الدول ذات الاقتصاديات الكبرى كالدولار مثلا.

4-صافي سجاع (2012)[4].

بعنوان "المصرف المركزي والسياسة النقدية-دور المصرف المركزي في رسم السياسة النقدية".

والتي خلص فيها إلى العديد من التوصيات منها:

- إعادة النظر بالقانون 23 لعام 2002 وخاصة الفقرة التي تضم معاوني بعض الوزراء إلى مجلس النقد والتسليف مطالبا استبدالهم بخبراء متخصصين في المجال المالي والنقدي لتمثيل هذه الوزارات.
- تفعيل الأدوات النقدية غير المباشرة التي يمكن للمصرف المركزي القيام بها. ومنحه المزيد من الحرية والمرونة في استخدامها.
- التوجه نحو تخفيض أسعار الفائدة بشكل تدريجي ومدروس، والاستمرار بسياسة تخفيض النمو السنوي للكتلة النقدية.

[4]- سجاع، صافي. (2012). المصرف المركزي والسياسة النقدية-دور المصرف المركزي في رسم السياسة النقدية. رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د مطانيوس حبيب.

5-دراسة غسان غندور (2011)[5].

بعنوان "أثر الرقابة على المصارف في تحقيق أهداف السياسة النقدية في سورية".

تحدث الباحث هنا عن الرقابة المصرفية وأنظمتها كما تحدث عن واقع السياسة النقدية وأهدافها في سورية ومن ثم ربط بينهما.

خلص الباحث من خلال هذه الدراسة الى العديد من النتائج والتوصيات منها:

- إيجاد نظام مصرفي قادر على تحقيق أهداف السياسة النقدية يتطلب إيجاد نظام رقابي فعال.
- إن عملية تحريك سعر الفائدة صعودا وهبوطا لم يكن من خلال دراسات يجريها البنك المركزي وإنما من خلال تأثير بعض الأشخاص ونفوذهم.
- ما يزال هناك قصور في استقلالية السلطات النقدية في سورية.
- ماتزال المصارف العامة السورية والتي تشكل حيزا كبيرا من القطاع المصرفي السوري تعاني من قصور في تطبيق قرارات الرقابة المصرفية الصادرة عن مجلس النقد والتسليف والتعليمات الصادرة عن مصرف سورية المركزي، وبالتالي فإن أي أزمة تتعرض لها تمس مباشرة سلامة القطاع المصرفي السوري ودوره بوصفه احدى أدوات نقل أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي.

[5] غندور، غسان. (2011). أثر الرقابة على المصارف في تحقيق أهداف السياسة النقدية في سورية. أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د علي كنعان والمشرف المشارك أ.د عمار ناصر آغا.

6-خالد الزامل (2005)[6].

بعنوان "دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية". أوضح الباحث هنا مفهوم السياسة النقدية ومراحل تطورها ومن ثم انتقل ليتكلم عنها في سورية وعن البنك المركزي السوري ومن ثم تحدث عن المؤسسات المصرفية في سورية العامة والخاصة وأنهى الأطروحة بتحدثه عن الركود والتضخم وعجز الموازنة في سورية.

وقد خلص الباحث إلى العديد من التوصيات نذكر منها البعض وذلك بما يخص الشأن المتعلق بالسياسة النقدية:

- تطوير آلية عمل النظام المصرفي.
- تطوير مفهوم الكتلة النقدية، واستخدام الكتلة النقدية الموسعة M2 بدلا من الكتلة الضيقة M1.
- البدء بتحرير سعر الفائدة استنادا إلى حالة الاقتصاد وحالة التضخم وقت الدراسة.
- تحرير أسعار الصرف والتخلص من الأسعار الإدارية.
- إنشاء مركز أبحاث متطور في المصرف المركزي لإجراء الدراسات والأبحاث المالية والنقدية والاقتصادية.

7-دراسة إبراهيم الغيطاني، أنس رخا (2013)[7].

بعنوان تقييم السياسة النقدية في مصر بعد ثورة يناير.

---

[6] الزامل، خالد (2005). دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية. أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د علي كنعان.

[7] الغيطاني، إبراهيم. رخا،أنس. (2013). تقييم السياسة النقدية في مصر بعد ثورة يناير. مركز المصري للدرسات والمعلومات.

عـرض الباحـث أدوات السياسـة النقديـة المسـتخدمة فـي مصـر قبـل وبعـد ثـورة ينـاير والتغييـرات بعـدد مـن المؤشـرات التـي لهـا تـأثير جـوهري ومباشـر علـى السياسة النقدية سواءً مثل الميزانية العامة وميزان المدفوعات.

وخلـص البحـث إلـى عـدد مـن التوصـيات تتمثـل بضـرورة عـدم اسـتنزاف احتيـاطي القطـع الأجنبـي بالـدفاع عـن قيمـة الجنيـة المصـري مـن خـلال تخفـيض قيمـة الجنيـة تـدريجياً لمواجهـة أي ضـغوط مسـتقبلية، مـع العمـل علـى ضـرورة تـأمين قـروض بالـدولار لمعالجـة حالـة عجـز ميـزان المـدفوعات، وطـرح إصـدار جديـد مـن سـندات الخزانـة المصـرية بالـدولار بالـداخل والخـارج للبنـوك والمؤسسـات والمستثمرين والأفراد، بما يمكن استخدامها للدفاع عن الاحتياطي النقدي.

8-**دراسة Donghyun Park، Junggun Oh (2005)**[8].

Korea's Post-Crisis Monetary Policy Reforms.

ابتدأ البحث في تحديد أسباب الأزمة المالية التي وقعت في كوريا الجنوبية في الربع الأخير من العام 1997، فبالرغم من أن الاقتصاد الكوري عايش خلال الفترات التي سبقت الأزمة تدفقات كبيرة للقطع الأجنبي، إلا أن السوق الكورية عانت من عدم فعالية النظام المالي وفشله في توجيه رأس المال إلى الاستثمارات الأكثر إنتاجية كنتيجة لاستخدام الحكومة النظام المالي لتوجيه الموارد نحو الصناعات والشركات المفضلة، وخاصة التكتلات الكبيرة القائمة على الأسرة والمعروفة باسم chaebols ، ولعدم اتخاذ المصرف المركزي الكوري أي إجراءات تنظيمية تعزز الرقابة المصرفية.

حيث أثارت الزيادة الحادة في الديون الخارجية الناتجة عن زيادة الانفتاح أمام تدفقات رأس المال الأجنبي بعض المخاوف بشأن استدامة الاقتراض من مصادر أجنبية، خاصة

[8] Park, D .Oh, J. (2005). "Korea's Post-Crisis Monetary Policy Reforms". Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 8, No. 4 (2005) 707–731, World Scientific Publishing Co, and Center for Pacific Basin Business, Economics and Finance Research.

وأن نسبة المطلوبات الأجنبية قصيرة الأجل إلى إجمالي المطلوبات الأجنبية بلغت أكثر من 50٪ خلال الفترة 1990–1997، بالإضافة لذلك فإن المخاطر تضاعفت نتيجة استخدام العديد من القروض بالعملات الأجنبية لتمويل الاستثمارات التي تحقق عائدات بالعملة المحلية، وبالتالي فإن انخفاض الوون الكوري سوف يقلل من قيمة الدولار لعائدات الوون ، وبالتالي يؤثر على قدرة المقترضين الكوريين على سداد قروضهم. هذا هو بالضبط ما حدث خلال الأزمة المالية في 1997–1998 عندما انخفض الوون بحدة أمام الدولار.

إن حزمة الإنقاذ الضخمة لصندوق النقد الدولي، والتي بلغ مجموعها حوالي 57 مليار دولار أمريكي، والسياسات النقدية والمالية التقييدية التي استلزمتها استعادت ثقة الأعمال بسرعة نسبية، فأدخلت الحكومة الكورية إصلاحين للسياسة النقدية، وكان الإصلاح الأول هو نقل وظيفة التنظيم والإشراف من بنك كوريا إلى هيئة الرقابة المالية المنشأة حديثًا (FSS)، وتضمنت الهيئة الجديدة أربع هيئات تنظيمية مالية–تحت سقف واحد: هيئة الرقابة المصرفية وهيئة الأوراق المالية وهيئة الرقابة على التأمين وهيئة الرقابة غير المصرفية، ونتيجة للإجراءات التي اتخذتها الهيئة انخفض عدد البنوك التجارية من 27 إلى 17، علاوة على ذلك انخفض عدد موظفي البنوك وفروع البنوك بمقدار الثلث والخمس على التوالي.

بينما كان ثاني أهم إصلاح للسياسة النقدية الكورية استجابة للأزمة المالية هو استهداف التضخم (IT) في حين أن إنشاءFSS يسعى مباشرة إلى تعزيز التنظيم والإشراف التحوطيين، واعتماد استهداف التضخم كإطار توجيهي للمصرف المركزي الكوري لإدارة سلوك السياسة النقدية، ووكما تم تعزيز استقلالية المركزي الكوري من الناحية القانونية والتشغيلية كعنصر أساسي في اعتماد نظام استهداف التضخم، استبدل محافظ البنك وزير المالية والاقتصاد كرئيس لمجلس النقد المسؤول عن اتخاذ القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية، علاوة على ذلك يتم الآن تعيين واحد فقط من أعضاء مجلس الإدارة السبعة من قبل الحكومة ولم يعد بالإمكان إجبار أعضاء مجلس الإدارة على الاستقالة، وبالتالي أصبح البنك حراً الآن في متابعة استقرار الأسعار كهدف رئيسي له، حيث كانت هذه

الإجراءات السبب الرئيسي في تحقيق الاستقرار النقدي وعودة جاذبية السوق الكورية للاستثمارات الأجنبية ومعدلات النمو المرتفعة.

9- دراسة **Yuliia Shapoval, Kateryna Anufriieva, Svitlana Brus and Yevhen Bublyk (2019)**[9].

Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine.

ناقش البحث استخدام البنك الوطني الأوكراني أداة التواصل مع الجمهور لترسيخ التوقعات في أعقاب الأحداث السياسية التي عانت منها أوكرانيا في عام 2014 واندلاع الصراع الجيوسياسي الذي فجر حالة عدم الاستقرار على نطاق واسع في القطاع المالي، ويعزى عدم الاستقرار إلى عدد من الأسباب: انخفاض في خدمة القروض ونمو غير مسبوق للقروض المتعثرة، وأزمة الائتمان الدولية لأوكرانيا مع تأثر مخزون الاحتياطيات الدولية والحاجة إلى إعادة تصنيف الديون الأجنبية، وهو ما أثر على سعر الصرف وعلى معدلات التضخم.

واستخدم الباحث أسلوب التجريد العملي للكشف عن النموذج النظري للترابط بين الثقة وفعالية سياسات المصرف المركزي، بالإضافة إلى تحليل مقارن – لدراسة قنوات الاتصال للبنوك المركزية في البلدان المتقدمة وأوكرانيا ، مع تقييمات الخبراء – لتحديد مستوى شفافية NBU وفقًا لمنهجية Dincer و Eichengreen؛ كما استخدم التحليل الكمي للتعبيرات في تقرير التضخم في البنك الوطني الأوكراني، وسوق العملات الأوكرانية، والدولرة، وتوقعات الأعمال

[9] Shapoval, Y. Anufriieva,K. Brus K. Bublyk,Y. (2019). "Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine". Banks and Bank Systems, 14(2), 106-119.

؛ طرق حساب متوسط البيانات والتحليل بأثر رجعي للأموال النقدية الموكلة إلى القطاع المصرفي الأوكراني.

وتوصل البحث إلى أن توقعات التضخم وكذلك سعر الصرف يجب أن تكون أحد المعالم الرئيسية لمؤشرات السياسة النقدية للجهة المنظمة، حيث يمكن اعتبار مستوى الثقة "السبب" وليس مؤشر "التأثير" والقياس النوعي، المحسّن من خلال السياسات النقدية التي تنفذها إدارة المصرف المركزي الجديرة بالثقة، ومصمم لمعالجة المضاربة في العملات ودعم التنمية الاقتصادية الحقيقية، بمعنى آخر يجب مراعاة عوامل الثقة والاختراق عند اختيار طرق الاتصال وطريقة تمثيل المعلومات بحيث يكون الهدف الفردي لسياسة الاتصال والسياسة النقدية للسلطة النقدية المركزية في البلدان ذات الاقتصاد المفتوح الصغير الذي يعمل بعملاتها المحلية (بخلاف العملات الصعبة) كهدف رئيسي هو زيادة الثقة في العملة المحلية التي تضمن الإيفاء الصريح بوظيفة العملة ليس فقط كوسيلة للتبادل (تتحقق أيضًا أثناء معاملات المضاربة في سوق العملات) ، ولكن أيضًا كمخزن للقيمة ووحدة الحساب.

10- دراسة **ILAN GOLDFAJN and POONAM GUPTA** **(2003)**[10].

Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis؟.

يناقش الباحث العلاقة بين السياسة النقدية وسعر الصرف في أعقاب أزمات العملة، من خلال تحليل مجموعة كبيرة من أزمات العملات في 80 دولة للفترة 1980 – 1998،

[10] GOLDFAJN, I. GUPTA, P. (2003). "Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?". IMF Staff Papers, 90-114.

فمن المعلوم أن تقييد المال في أزمة مالية معينة يمكن أن يؤدي إلى جذب الأموال أو صدها، وهذا يتوقف على التوقعات التي يولدها ارتفاع أسعار الفائدة. فمع التوقعات غير المرنة، لا خوف من الأزمة أو انخفاض قيمة العملة، حيث أن الزيادة في سعر الخصم تجذب الأموال من الخارج، وتساعد على توفير الأموال اللازمة لضمان السيولة؛ ومع التوقعات المرنة للتغيير –انخفاض الأسعار أو حالات الإفلاس أو انخفاض سعر الصرف –فإن رفع سعر الخصم قد يوحي للأجانب بالحاجة إلى سحب المزيد من الأموال بدلاً من الدخول

تقدم هذه الدراسة دليلاً تجريبياً يتعلق بالجدل حول فعالية تقييد السياسة النقدية في تثبيت أسعار الصرف في أعقاب أزمات العملة، حيث وجدت الدراسة أنه في مجموعة كبيرة من أزمات العملة التي تم خلالها تخفيض قيمة العملة كان لتقييد السياسة النقدية أثر كبير بالحد من انخفاض قيمة العملة، تبحث الدراسة أيضاً في تأثيرات تقييد السياسة النقدية على التضخم ورصيد الحساب الجاري ونمو الإنتاج، وقد وجد أن التضخم ينخفض بشكل أكثر حدة في حالات السياسة النقدية المقيدة، يتحسن الحساب الجاري بعد تطبيق السياسة النقدية المقيدة ويظل أقوى مما كان عليه في حالات السياسة النقدية التوسعية، كما توصلت الدراسة إلى أن انتعاش الإنتاج يكون أكثر حدة في حالات السياسة النقدية الضيقة مقارنة بحالات السياسة النقدية غير الضيقة، قد تعزى هذه النتيجة إلى الإصلاحات التي تم إجراؤها إلى جانب السياسة النقدية المشددة أو ببساطة إلى استعادة ثقة المستثمرين الناتجة عن التقدير الاسمي للعملة.

الفصل الأول: مفهوم وأهمية السياسة النقدية ودورها في الأزمات

شهد العالم العديد من الحروب والأزمات السياسية التي تسببت بأزمات اقتصادية ونشأ عن هذه الأزمات الاقتصادية صعوبات وتحديات لم تكن معروفة سابقاً، ولم تنفع الطرق التقليدية المتبعة في معالجتها أو التعامل معها مثل التضخم والكساد والبطالة والركود التضخمي...الخ، وكنتيجة لحالة عدم الاستقرار الاقتصادي برزت خلال حقب زمنية مختلفة العديد من الأفكار الاقتصادية المتباينة لمعالجتها والتي تحولت فيما بعد إلى مدارس اقتصادية مختلفة.

شغلت السياسة النقدية حيزاً هاماً من تلك الأفكار، وكانت موضع جدل ونقاش بين أتباع المدرستين النقدية والكينزية حول الأولويات والاستراتيجيات والأهداف والتكتيكات[11]، وبالتالي اختلف موقعها من حيث الأهمية في هيكل السياسة الاقتصادية الكلية، فقد احتلت في القرن التاسع عشر مكان الصدارة وكانت الأداة الوحيدة المعترف بها كمحدد للسياسة الاقتصادية والوسيلة الفعالة لتحقيق الإنعاش الاقتصادي، إلى أن جاء جون ماينارد كينز في القرن العشرين ليؤكد أن السياسة المالية هي الأكثر فعالية، واستمر التركيز على السياسة المالية دون إعطاء السياسة النقدية مكانتها حتى الخمسينات من القرن العشرين حيث عاد ألق السياسة النقدية على يد ميلتون فريدمان.

تمكن فريدمان من إعادة التركيز على السياسة النقدية بسبب[12] فشل النظرية الكينزية من تفسير أو معالجة مشاكل الركود التضخمي (تزامن الكساد مع البطالة) عبر أداوت السياسة المالية بالإضافة الى تزايد الاهتمام بالاقتصاد

---

[11] Tobin, J. (n.d.). The Concise Encyclopaedia of Economics. Retrieved from Library Economics Liberty: http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryPolicy.html .

[12]– موسى، عماد. (2005). تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص8.

النقدي وبشكل خاص بعد أن ثبت عملياً وتجريبياً وجود علاقة بين النمو النقدي والتضخم ويضاف إلى ذلك وصول الأحزاب السياسية اليمينية الى السلطة وتزايد قوتها في العديد من الدول الصناعية.

ونضيف إلى العوامل السابقة تزايد الاهتمام بالسياسة النقدية في الفكر الاقتصادي المعاصر وبشكل خاص أثناء الأزمات النقدية وعدم الاستقرار الاقتصادي الذي شهدته معظم دول العالم خاصة الدول النامية في القرن الماضي.

المبحث الأول: مبادئ السياسة النقدية

يختلف مفهوم السياسة النقدية من بلد إلى آخر ومن مرحلة زمنية إلى أخرى نتيجة ارتباطها بتطوّر وتخصص البنوك المركزية فيُعّرفها الاقتصادي الهولندي J.Pen "بأنها سياسة الحكومة والمصرف المركزي بالنسبة لخلق النقود"[13]، وبذلك تكون مشتملة على ما يتعلق بإصدار العملة من قبل المصرف المركزي وعلى سياسة الحكومة بالنسبة للبنوك.

يُعّرفها المصرف الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بأنها الإجراءات الرامية للتأثير على توفر المال والائتمان وتكلفتهما[14]، كما تعرف بأنها السياسة التي تعنى بإدارة التوسع والانكماش في حجم النقد بغية الوصول إلى أهداف معينة[15]، ويقول البروفيسور والأستاذ في جامعة هال الانكليزية (J.S.G. Wilson) "يمكن توسيع تعريف السياسة النقدية

---

[13] شرف، سمير. (2007–2008). الاقتصاد المالي والنقدي. مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية. ص 444.

14- Labonte, M. (2014). Monetary Policy and the Federal Reserve:Current Policy and Conditions. (Congressional Research Service). Retrieved from https://www.everycrsreport.com/files/20140107_RL30354_ccd73fd8e1bf52b16c007727b8d82dcc5353c677.pdf .

15- كنعان، علي. (1988). اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار الحسنين، دمشق، ص247.

لتشمل أي إجراءات تهدف التأثير على حجم وطبيعة تدفقات النقود وبدائل النقود في جميع أنحاء الاقتصاد"[16].

فالسياسة النقدية بمعناها الواسع تشتمل على جميع الإجراءات التي تتخذ من قبل الحكومة والمصرف المركزي والخزينة بقصد التأثير على مقدار وتوفير واستعمال النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي[17].

وبالتالي فإن أي تعريف شامل للسياسة النقدية يجب أن يتضمن[18] الإجراءات والأعمال التي تقوم بها السلطة النقدية، على أن تستعمل تلك الإجراءات للتأثير على المتغيّرات النّقدية، وبالتّأثير على سلوك الأعوان المصرفية وغير المصرفية، وأن تهدف السياسة النقدية إلى تحقيق أهداف تحدّدها السّلطات النّقدية.

أولاً: أهداف السياسة النقدية

يرى عدد من الباحثين أن الهدف الرئيسي[19] لأي سياسة نقدية لمعظم المصارف المركزية هو الحفاظ على مستوى منخفض ومستقر للتضخم، وبالطبع إن المصارف المركزية لا تهمل النمو الاقتصادي والبطالة ولكن من المعتقد أن أفضل مشاركة للمصارف المركزية يمكن أن تقدمها للنمو الاقتصادي على المدى الطويل هو تحقيق استقرار في الأسعار أو ما يقارب الاستقرار، على المدى القصير –فلنقل على مدار

---

[16] Wilson, J. (1966). Monetary Policy and the Development of Money Markets (Routledge Library Edition ed.). Britain: Routledge. P85. Retrieved from https://books.google.com/books?id=Aar5AQAAQBAJ&pg=PA4&lpg=PA4&dq=%22MONETARY+POLICY+AND+THE+DEVELOPMENT+OF+MONEY+MARKETS%22&source=bl&ots=OWL_9x5igp&sig=fqCU8kIADWXaoYHg5s7dTOaRAqk&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwjMjNfErq7ZAhUBchQKHT8eBx4Q6AEISjAH#v=onepage&q=%22MO.

[17]– الدوري، زكريا، والسامرائي، يسرى. (2006). البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص 186.

[18]- كتاب من المركزي 289

[19] Hoggarth, G. (1996). INTRODUCTION TO MONETARY POLICY. Bank of England, p7.

السنة– يمكن أن يؤدي خفض معدلات أسعار الفائدة وزيادة العرض النقدي إلى ارتفاع في الطلب والعرض الكليين في الاقتصاد مع زيادة فقط في تكاليف التضخم إذا كان الناتج أقل من مستواه الممكن، وبدوره التضخم المرتفع يُخفّض الناتج من جديد، ففي الحقيقة إن الآثار بعيدة المدى للتضخم المرتفع في الاقتصاد غير ملائمة، وخلصت العديد من الدراسات المقارنة التي غطّت العديد من الدول على مدى عشرة سنوات أن التضخم المرتفع _ عملياً أعلى من 10 – 20 % في السنة_ يترافق مع معدل نمو منخفض وليس مرتفع للاقتصاد، أيضاً في معظم الدول ذات التخطيط المركزي استمر النمو الإيجابي في الاقتصادي فقط بعد ثبات أو استقرار نسبي للتضخم عند معدلات منخفضة.

وبالتالي يعتبر بعض الاقتصاديين بأن الهدف النهائي للسياسة النقدية إذاً ينحصر بهدف واحد مثل المحافظة على استقرار الأسعار الذي قد يفهم منه زيادة محصورة في الأرقام القياسية لأسعار الاستهلاك[20].

بينما يرى آخرون بأن السياسة النقدية ترمي إلى تحقيق العديد من الأهداف التي تمس جوانب مختلفة ومن أهم هذه الأهداف[21] استقرار الأسعار واستقرار أسعار الصرف وتلبية المتطلبات المالية للنشاط الاقتصادي والتحكم في دائرة التقلبات الاقتصادية مع تحقيق مستوى عال من الاستخدام لتحقيق معدلات نمو اقتصادية مرتفعة وبالتالي تحسين ميزان المدفوعات والمساهمة في تطوير المؤسسات المصرفية والمالية.

---

[20] الكصاسي، محمد. (2004) . الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر. صندوق النقد العربي، أبو ظبي. ص12.

21- الدوري، زكريا. السامرائي، يسرى. (2006). البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، ص187-191

وعلى سبيل المثال، لجأ عدد من البلدان بهدف الحفاظ على استقرار الأسعار والحد من التضخم[22] إلى ربط قيمة العملة المحلية بقيمة عملة بلد منخفض التضخم، ولكن هذا يعني التخلي عن استقلال السياسة النقدية للبلد الذي يرغب بالحفاظ على معدل تضخم منخفض لصالح البلد الذي تم الربط مع عملته، وهو ما يعني أيضاً تعريض الاقتصاد المحلي لكافة الصدمات والمخاطر التي يتعرض لها اقتصاد البلد الخارجي سواءً تسبب بهذه الصدمات عوامل داخلية: مثل الدورة الاقتصادية التي يعيشها الاقتصاد الخارجي والمرتبطة بهيكلية هذا الاقتصاد والنهج الاقتصادي والسياسات النقدية والمالية التي يتبعها أي تغيير بالعوامل الخارجية: كالتغيرات التي تطرأ في شروط التجارة الدولية وما له من آثار على الميزان التجاري.

وبهدف تجاوز الصعوبات التي تنتج عن عملية ربط الاقتصاد والتخلي عن السياسة النقدية المستقلة وبهدف منح السلطات النقدية هامش مقبول لتبني السياسات التي تخدم اقتصاداتها الوطنية وعدم الانقياد وراء السياسات النقدية للبلدان الأخرى عملت هذه البلدان على تبني سياسات أكثر مرونة واستقلالية من خلال تبني أسعار صرف مرنة، وهو ما يتيح لها الاستفادة من ميزة تغيير سعر صرف العملة المحلية مقابل عملات البلدان التي تعاني اقتصاداتها من اختلالات معينة سواءً دائمة أو مؤقتة والتي قد ينتج عنها ارتفاع في معدلات التضخم،

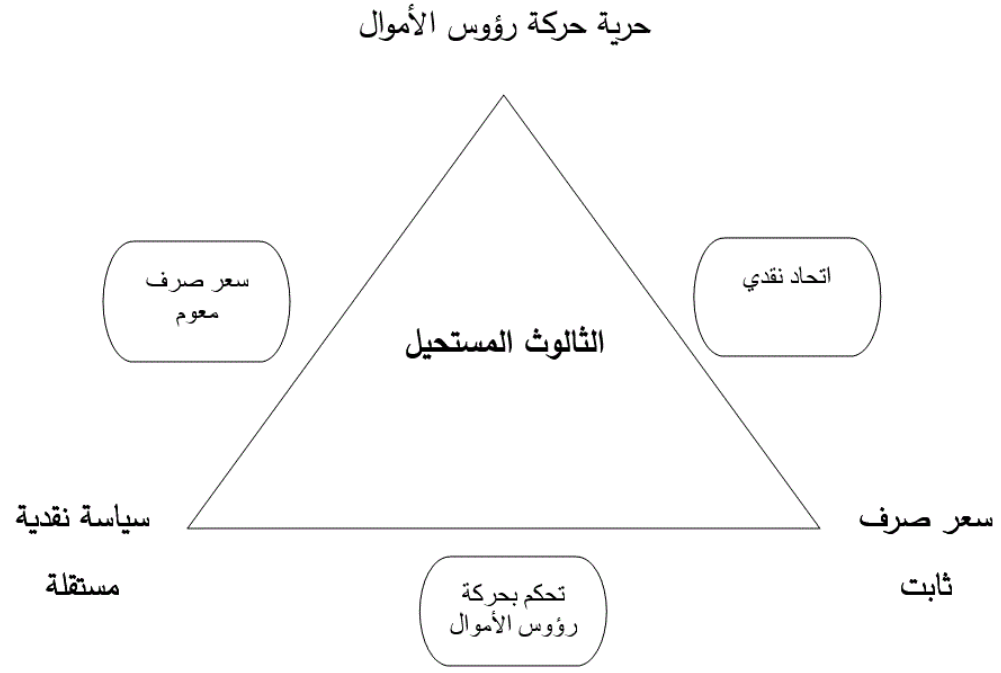
وهنا لابدّ من الإشارة إلى العوامل الثلاث التي تشكل مصطلح الثالوث المستحيل (The Impossible Trinity) والتي وصفه البعض بأنه واحدة من أعظم الأفكار في النصف الثاني من القرن الماضي والتي تم اكتشافها في ستينات القرن الماضي من قبل

---

[22] Sarwat, J. (2017). Inflation Targeting: Holding the Line, Back to the basics, IMF, p72 Retrieved at 01/11/2017 from, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm.

الاقتصادي جون ماركوس فليمينغ وطالبه روبرت ماندل[23]، حيث بينوا أن البلدان تواجه معضلة تتمثل بعدم قدرتها على المحافظة على حرية حركة رؤوس الأموال ضمن سياسة سعر صرف ثابتة مع سياسة نقدية مستقلة، بأنه بإمكانها السيطرة على اثنين فقط من هذه العوامل الثلاث.

الشكل رقم 1: الثالوث المستحيل (The Impossible Trinity)



بهدف الوصول إلى الهدف النهائي تلجأ المصارف المركزية إلى مراقبة مجموعة من المتغيرات تعرف باسم الأهداف الوسيطة[24]، وهي متغيرات اقتصادية وليست أدوات سياسية في يد المصرف المركزي بل هي سبيل للوصول إلى الهدف النهائي، وأطلق على

---

[23] Domitrovic, B. (03/09/2016). Monetary Policy's "Impossible Trinity" Is Neither, Retrieved at 12/11/2018 from : https://www.forbes.com/sites/briandomitrovic/2016/09/03/monetary-policys-impossible-trinity-is-neither/#65509daf7a01.

[24] ساموبلسون، بول. نورد هاوس، ويليام. ماندل، مايكل. (1995). الاقتصاد، الطبعة 15، (هشام عبد الله، مترجم). عمان: الأهلية للنشر. ص 542.

الأهداف الوسيطة هذه التسمية لأن المصرف المركزي يستطيع التأثير على قيمة هذه الأهداف كما أنها حلقة وصل بين أدوات السياسة النقدية وتحقيق الأهداف النهائية أو العامة، ولكونها تمتاز[25] بسهولة التقييم والقياس ولها علاقة متينة وواضحة مع الأهداف النهائية للسياسة النقدية وتعكس التغيرات فيها حركة الهدف في المستقبل، ويشترط بها أن يكون لها علاقة وثيقة بالأدوات النقدية بحيث يمكن لأي منها أن تؤثر عليها بسرعة، وتعتبر من الأهداف الوسيطة معدل الفائدة وسعر الصرف والمجمعات النقدية.

وفي السنوات الأخيرة اعتمدت العديد من المصارف المركزية تقنية تسمى استهداف التضخم، وتهدف هذه التقنية إلى السيطرة على ارتفاع مستوى الأسعار عبر قيام المصرف المركزي بتقدير معدل التضخم المتوقع أو "المستهدف" ثم محاولة توجيه التضخم الفعلي نحو هذا الهدف.

استهداف التضخم واضح ومباشر، من خلال توقع المصرف المركزي المسار المستقبلي للتضخم ومقارنته بمعدل التضخم المستهدف (المعدل الذي تعتقد الحكومة أنه مناسب للاقتصاد) حيث يحدد الفرق بين التوقعات والهدف، مقدار السياسة النقدية التي يجب تعديلها، وهنا اختارت بعض البلدان العمل على الوصول إلى المعدل المستهدف أو الحد الأعلى للتضخم بينما لجأت بلدان أخرى لوضع نطاق أو هامش يتمحور حول المعدل المستهدف، وتتشابه معظم البلدان التي اختارت العمل على استهداف التضخم بأنها وضعت خططاً لإبقائه ضمن خانة وحيدة.

---

[25] علي توفيق، معبد علي الجارحي، نبيل عبد الوهاب لطيفة ص.39.

بدلاً من التركيز على تحقيق الهدف في جميع الأوقات شدد النهج على تحقيق الهدف على المدى المتوسط –عادةً على مدى عامين إلى ثلاثة أعوام[26]، وهذا يتيح للسياسة معالجة الأهداف الأخرى –أهمها تيسير الناتج –على المدى القصير. وبالتالي، فإن استهداف التضخم يوفر إطاراً يشبه القواعد، وفيه يتمتع البنك المركزي بالسلطة التقديرية للاستجابة للصدمات حيث أن التركيز على استهداف التضخم على المدى المتوسط لا يحتاج صناع السياسة إلى الشعور بأنهم مضطرون إلى القيام بكل ما يلزم لتحقيق الأهداف على أساس كل فترة على حدة.

يتطلب استهداف التضخم شرطين[27]، الأول: هو مصرف مركزي قادر على إدارة السياسة النقدية مع قدر من الاستقلال وليس استقلالاً كاملاً، على اعتبار أنه لا يمكن لأي مصرف مركزي أن يكون مستقلاً تماماً عن نفوذ الحكومة ولكن يجب أن يكون حراً في اختيار الأدوات لتحقيق معدل التضخم الذي تراه الحكومة مناسباً.

أي بمعنى آخر لا يمكن أن تملي اعتبارات السياسة المالية رأيها على أدوات السياسة النقدية، الشرط الثاني: هو استعداد وقدرة السلطات النقدية على عدم استهداف مؤشرات أخرى مثل الأجور ومستوى التوظيف أو سعر الصرف، وبعد استيفاء هذين الشرطين الأساسيين يمكن لأي بلد –من الناحية النظرية –إدارة سياسة نقدية تركز على استهداف التضخم، واستكمال الجانب النظري يستوجب وجود عدد من العناصر الأساسية لنظام استهداف التضخم[28]:

---

[26] روجر، سكوت. (آذار، 2010). استهداف التضخم يدخل عامة العشرين. مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي). المجلد 24 العدد 1. ص47. https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/fd0310a.pdf .

[27]

[28] Hammond, J. State of the art inflation targeting, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, p5. Retrieved from https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting.

- الاعتراف صراحة أن استقرار الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية[29].
- الإعلان للجمهور العام عن هدف كمي للتضخم.
- اعتماد السياسة النقدية على مجموعة واسعة من المعلومات بما في ذلك توقعات التضخم.
- الشفافية.
- آليات للمساءلة.

وقد وجدت الدراسات الحديثة أن استهداف التضخم في اقتصادات الأسواق الناشئة كان أكثر فعالية من أطر السياسة النقدية البديلة في تثبيت توقعات التضخم العام، في بعض البلدان وخاصة في أمريكا اللاتينية كان اعتماد استهداف التضخم مصحوباً بسياسات مالية أفضل وبتعزيز القدرات التقنية في البنك المركزي وتحسين بيانات الاقتصاد الكلي، نظرًا لأن استهداف التضخم يعتمد أيضًا إلى حد كبير على قناة سعر الفائدة لنقل السياسة النقدية، فقد اتخذت بعض اقتصادات السوق الناشئة أيضًا خطوات لتعزيز وتطوير القطاع المالي، وبالتالي فإن نتائج السياسة النقدية بعد اعتماد استهداف التضخم قد تعكس تحسناً في وضع السياسات الاقتصادية وليس النقدية فقط.

[29] ويمكن للسلطات وضع أهداف أخرى ولكنها تبقى ثانوية مثل: نمو الناتج المحلي–البطالة.

ثانياً: أدوات السياسة النقدية

تنقسم أدوات السياسة النقدية إلى أدوات مباشرة ويطلق عيها أيضاً أدوات نوعية وأدوات غير مباشرة يطلق عليها أدوات كمية، لكل منهما صفات تميزها عن الأخرى كما أن لكل منها إيجابيات ومحددات تعيق عملها.

وقد أوضحت التجارب في البلدان المتقدمة والنامية في ظل بيئة اقتصادية عالمية مفتوحة بصورة متزايدة أن الأدوات النقدية المباشرة لم تعد فعالة أو أنها تؤدي إلى انعدام الكفاءة والوساطة المالية، وعليه بدأت العديد من البلدان الصناعية في السبعينيات من القرن الماضي في التحول من الأدوات المباشرة إلى الأدوات غير المباشرة[30] على اعتبار الأدوات المباشرة تعمل على تحديد الأسعار (أسعار الفائدة) أو الكميات (مستويات الائتمان) أو عن طريق فرض قيود عليهما من خلال التنظيمات والضوابط،

في حين تؤدي الأدوات غير المباشرة عملها في السوق من خلال التأثير في الطلب على الاحتياطيات المصرفية والمعروض منها ومن الممكن اعتبار التوسع في استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة إجراء مقابلاً في المجال النقدي للتحرك الواسع نحو تعزيز دور إشارات الأسعار التي يحددها السوق للتأثير على النشاط الاقتصادي بأقصى كفاءة ممكنه. والهدف في كلتا الحالتين هو تعزيز كفاءة السوق.

- **الأدوات النوعية (المباشرة):** تعتبر هذه الأدوات الأكثر انتشاراً في البلدان النامية نظراً لعدم وجود مؤشرات اقتصادية موثوق بها يتم بناءً عليها رسم خطة للسياسة النقدية، فضلاً عن عدم وجود الخبرات المتخصصة في مجال السياسة النقدية كالموجود في البلدان المتقدمة.

---

[30] سنحاج، عبد الحق. (1988). الأدوات النقدية غير المباشرة (دراسة انتقائية). معهد صندوق النقد الدولي، ص3-4.

يعتبر أحد أهم هذه الأدوات **الإقناع الأدبي (الأخلاقي)** للمسؤولين عن الائتمان في البلد بسياسية الدولة وتوجهها فيما يخص نشاط الائتمان، مثل[31] ضبط الائتمان وتحويل القروض والتسهيلات إلى قطاعات معينه ويتم الاعتماد على الإقناع لأنه لا يمكن فرضه بقوة القانون، وتستخدم هذه الأدوات في المصارف المركزية لكل من كندا والمملكة المتحدة.

ومن أدواتها المباشرة أيضاً **الضوابط الانتقائية** والتي تهدف إلى التركيز على قطاعات معينه دون بقية القطاعات كأن تعمل على تحويل الأموال لدعم الصادرات والزراعة والإسكان من خلال تقديم قروض مدعومة حكومياً لها أو من خلال الإعفاءات الضريبية الممنوحة لها، وتم استخدامها سابقاً في دول أمريكا اللاتينية[32] لتوفير التشجيع والدعم لأنواع معينه من الاستثمارات والنفقات كما أن أداتي **تحديد سقف لسعر الفائدة للودائع والقروض وشروط منح القروض** من حيث تحديد كمية الائتمان المسموح منحه تعتبران من الأدوات النوعية المباشرة.

وعليه يمكن القول بأن مساوئها تتلخص في أنها قد تؤدي إلى الحد من كفاءة الاقتصاد ككل وزيادة الكلفة وضياع فرص مهمة لتحقيق النمو وبالتالي تحولها إلى معوقات وليس أدوات لتحقيق أهداف السياسة النقدية كأن تعيق القيود المفروضة على الائتمان قيام بعض الاستثمارات التي يرغب المستثمر والمصرف المقرض تمويلها، أو من خلال كبح المنافسة بين المؤسسات المالية والحد من إمكانية الاستفادة من الخبرات التي تم استقطابها لإدارات المصارف نتيجة

---

[31] Handa, J. (2009). Monetary Economics, (Vol. 2nd Edition). New York, USA and Canada: Routledge, p35.

[32] Patel, I. G. (1954). Selective Credit Controls in Underdeveloped Economies. Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund, p1. https://www.jstor.org/stable/pdf/3866171.pdf.

التضييق عليها من خلال تضييق الهوامش المسموح لها التحرك ضمنها لدى اختيار سعر الفائدة الأنسب على الإيداع أو الائتمان، أما إيجابيات هذه الأدوات تتمثل في حال استخدامها بشكل مؤقت أو خلال الأزمات الاقتصادية المؤقتة، بضبط سعر الفائدة وكمية الائتمان الممنوح وبالتالي توجيه السيولة إلى المستويات المرغوبة من المصرف المركزي، أما إذا استخدمت على الأمد البعيد ستدفع المقترضين والمقرضين للبحث عن سبل الالتفاف حول هذه المحددات والضوابط.

- **الأدوات الكمية (غير المباشرة):** منها ما يؤثر بشكل أساسي في كمية الاحتياطيات والقاعدة النقدية مثل[33] **عمليات السوق المفتوح**، وبعضها الآخر يؤثر في القاعدة النقدية مثل **خدمة نافذة الخصم**، بالإضافة إلى **متطلبات الاحتياطي** (Reserve Requirements) التي تؤثر في المضاعف النقدي.

تعتبر **عمليات السوق المفتوحة** (Open Market Operations) أهم أداة من أدوات السياسة النقدية، إلا أن ضمان نجاحها يستلزم عمق السوق المالية بحيث يمكن للمصرف المركزي أن يعتمد عليها بشكل كبير للتأثير على المستوى الكلي للسيولة في النظام المالي[34]، ويوجد نوعان لعمليات السوق المفتوحة[35]: الأولى عمليات السوق المفتوحة الديناميكية (الحركية)، التي تعمل على تغيير مستوى الاحتياطيات والقاعدة النقدية، والثانية وعمليات السوق المفتوحة الدفاعية

---

[33]Peter N. Ireland, Lecture Notes on MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS . Department of Economics, Boston College.p1, http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html.

[34] سنحاج، عبد الحق. الأدوات النقدية غير المباشرة (دراسة انتقائية)، معهد صندوق النقد الدولي، 1988، ص16.

[35] Mishkin, F. S. (2004). The economics of money, banking, and financial markets / Fr (Vol. 7th ed.) .p 398.

التـي تعمـل علـى مواجهـة التحركـات فـي العوامـل التـي تـؤثر علـى الاحتياطيـات والقاعدة النقدية[36].

وهي تتمثل بقيام المصرف المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية وبالتالي التأثير على القاعدة النقدية والاحتياطيات وتتم التسوية المالية إما نقداً (وبالتالي التأثير على كمية النقود في السوق) أو بتظهير شيك على المصرف المركـزي[37] (وبالتـالي التـأثير علـى احتياطيـات المصـرف العائـد للطـرف المقابـل للمصرف المركزي).

وقد يكون الهدف من عمليات السوق المفتوحة التأثير على سعر تعادل العملة المحلية مقابل العملات الأخرى –يعتبرها البعض أداة غير مباشرة بحد ذاتها ويطلق عليها مبادلات النقد الأجنبي– كأن يدخل المصرف المركزي كبائع للعملة الأجنبيـة ومشـتري للعملـة المحليـة بهـدف تخفـيض عرضـها فـي السـوق وبالتـالي تحسين سعر العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، واعتبرت سويسرا في العام 1988 البلد الوحيد الذي يعتبر المبادلات على النقد الأجنبي هي الأداة الرئيسية لإدارة الاحتياطيات وذلك وفق دراسة معدة من قبل معهد صندوق النقد الدولي[38].

وتتصـف عمليـات السـوق المفتوحـة[39] بكونهـا تعطـي المصـرف المركـزي السيطرة الكاملـة علـى حجم تأثيرها وهذه ميـزة لا تتصـف بهـا بـاقي الأدوات التـي سـتعرض لاحقـاً، إذا فهـي تتصـف بالمرونـة لأنـه يمكـن الاعتمـاد عليهـا لأجـراء

---

[36] مثل التغيرات في ودائع الخزانة مع بنك الاحتياطي الفيدرالي أو تعويم.

[37] M.A.akhtar. (1997). Understanding open market operations. New York: public information department, federal reserve bank of New York. p35.

[38] سنحاج، عبد الحق. الأدوات النقدية غير المباشرة (دراسة انتقائية)، معهد صندوق النقد الدولي، 1988، ص7.

[39] Mishkin, F. S. (2004). The economics of money, banking, and financial markets / Fr (Vol. 7th ed.), p. 400)

تعديلات طفيفة أو كبيرة بالقاعدة النقدية، وتتيح في الوقت ذاته إجراء التعديلات على السياسة المتبعة في حال تبين اختلاف النتائج عن التوقعات، كما أن أثرها سريع الانتشار ولا ينطوي على تأخير إداري فبمجرد الدخول إلى السوق كعارض إو مشتري للأوراق المالية يبدأ مفعول هذه الأداة بالانتقال بشكل فوري.

قد تلجأ السلطات النقدية بشكل اضطراري إلى العمل على تخفيض كمية النقود في السوق لفترة وجيزة فيمكنها في هذه الحالة أن تلجأ إلى أداة أخرى وهي اتفاقية إعادة الشراء **Repurchase Agreement (repo)** ويقابل هذه العملية اتفاقية عكس إعادة الشراء **(reverse repo)**[40]، حيث يتم إضافة أو طرح مؤقت للأرصدة الاحتياطية للبنوك التجارية من خلال اتفاقيات إعادة الشراء وعكس إعادة الشراء في السوق المفتوحة ولهذه العمليات تأثير على المدى القصير وانعكاس على احتياطيات البنوك.

ونظراً لكون آليات إعادة الشراء تنطوي على شراء وإعادة بيع الأوراق المالية بسعر محدد ووقت محدد، فإن الريبو في جوهرها المالي يعتبر بمثابة قرض مضمون ويمكن إجراء عمليات إعادة الشراء في أي مكان من يوم واحد إلى 65 يوم عمل، عادة ما تكون بين عشية وضحاها على الرغم من أنها نادراً ما تكون أطول من 14 يوماً[41].

من الأدوات غير المباشرة أداة خدمة **نافذة الخصم** [42] (Discount Window Facility)، حيث تساعد نافذة الخصم في تخفيف ضغط السيولة لدى

---

[40] Peter N. Ireland, Lecture Notes on MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS . Department of Economics, Boston College..., http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html, p2.
[41] New York Fed, August 2007, https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed04.html .
[42] Peter N. Ireland, Lecture Notes on MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS .

المؤسسات التي تقبل الودائع والنظام المصرفي بشكل عام من خلال توفير مصدر للتمويل[43]، وبعبارة أخرى هي حصول مصرف تجاري ما على قرض الخصم من المصرف المركزي، وتلجأ المصارف التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمعالجة نقص طارئ قصير الأمد في السيولة أو في احتياطيات لمصرف ناشئ عن اختلالات داخلية أو خارجية[44] كالهبوط غير المتوقع في احتياطيات المصرف دون الحد القانوني أو نقص مؤقت في السيولة ناتج عن زيادة مفاجئة في الطلب على الاقتراض أو هبوط غير متوقع في تدفق السيولة إلى المصرف.

ويمكن للمصرف المركزي أن يؤثر على حجم الطلب على قروض الخصم من خلال تحكّمه بمعدل الخصم، حيث أن معدل الخصم المرتفع يجعل اقتراض المصارف من المصرف المركزي أقل تشجيعاً الأمر الذي يدفع المصارف إلى التقليل قدر الإمكان من الاقتراض من المصرف المركزي، وبشكل معاكس فإن معدل الخصم المنخفض يشجع على الاقتراض من المصرف المركزي.

وتكمن استفادة المصرف المركزي من تحكمه بسعر الخصم[45] من خلال التحكم بكمية الاقتراض من المصرف المركزي وهو ما يؤثر على القاعدة النقدية،

Department of Economics, Boston College..., http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html, p3.

[43] Board of Governors of the The Federal Reserve System. (2017). Discount Window Lending. Retrieved from Board of Governors of the The Federal Reserve System: https://www.federalreserve.gov/regreform/discount-window.htm.

[44] Federal Reserve Discount Window. (n.d.). The Primary & Secondary Lending Programs. Retrieved from Federal Reserve Discount Window: https://www.frbdiscountwindow.org/en/Pages/General-Information/Primary-and-Secondary-Lending-Programs.aspx.

[45] Handa, J. (2009). Monetary Economics, (Vol. 2nd Edition). New York, USA and Canada: Routledge, p350.

فضلاً عن إرسال إشارات الى القطاع الخاص عن نوايا المصرف المركزي من خلال التغيير او الإبقاء على سعر الخصم الحالي،

ويكمن التأثير الأهم لهذه الأداة بأن مراقبة المصرف المركزي على سعر الخصم توفر له سيطرة كبيرة على أسعار الفائدة في الاقتصاد؛ مع ضرورة الإشارة إلى أن استعانة المصارف بالقروض من المصرف المركزي تكون على نطاق ضيق في الأوضاع العادية للاقتصاد[46] لأن سعر الخصم يكون أعلى من سعر الفائدة في السوق[47]، إلا أنها تكتسب أهميتها خلال الأزمات المالية التي تعصف بمصرف محدد أو بالاقتصاد ككل، ففي أوقات الأزمات يفقد المودعين الثقة بالنظام المالي والمصرفي مما يدفعهم لسحب أموالهم من المصارف، الأمر الذي ينتج عنه نقص حاد بالسيولة لدى المصارف، وفي حال عدم تمكن المصارف من الحصول على مصدر للسيولة، يأتي هنا دور المصرف المركزي ليلعب دور المقرض الأخير.

أهم ميزه لخدمة نافذة الخصم[48] تتمثل بالدور الذي يلعبه المصرف المركزي كمقرض أخير، وبرزت أهمية هذا الدور بعد النتائج التي حققتها بعد الانهيار المالي في سوق الأسهم في وول ستريت والمعروف بيوم الاثنين الأسود وأحداث الحادي عشر من أيلول من العام 2001، وهذا ساهم في تطور دورها في التأثير على أسعار الفائدة والسوق النقدي بعد أن كان يقتصر على تغيير سعر الخصم ؛ ولكن هذه السياسة ليست تحت السيطرة الكاملة للمصرف المركزي كما هو الحال

---

[46] Board of Governors of The Federal Reserve. (2011, june 17). Why does the Federal Reserve lend money to banks? Retrieved from Board of Governors of The Federal Reserve: https://www.federalreserve.gov/faqs/banking_12841.htm.

[47] (Handa J. , 2009):

[48] Mishkin, F. S. (2004). The economics of money, banking, and financial markets, Fr (Vol. 7th ed.), p 403.

بالنسبة لعمليات السوق المفتوحة نظراً لأن قرار الحصول على قرض من المصرف المركزي هو بيد المصارف وليس بيد المصرف المركزي.

وتعتبر **متطلبات الاحتياطي القانوني** أيضاً من الأدوات غير المباشرة، فهي أداة شائعة تاريخياً للسيطرة على كمية النقود في السوق[49]، تتمثل بإلزام أو إجبار البنوك التجارية بالاحتفاظ بنسبة معينة من التزاماتها على شكل رصيد مجمد لدى المصرف المركزي.

ولم يبقَ الهدف من هذه الأداة هو حماية المودعين من الأخطار التي تتعرض لها البنوك، ولكنها أصبحت وسيلة هامة تستعمل للتأثير على العرض النقدي، وبالتالي على المقدرة الإقراضية للبنوك التجارية حسب أهداف السياسة النقدية، مثلاً عندما تشعر السلطات النقدية (المصرف المركزي) عدم القدرة بالسيطرة على التضخم الحاصل بكمية النقد الموجود في السوق تلجأ إلى رفع نسبة الاحتياطي الواجب على المصرف الاحتفاظ به، وبالتالي تعمل من خلال آلية المضاعف النقدي على تقليص العرض النقدي.

متطلبات الاحتياطي القانوني من الأدوات الفعالة في أوقات التضخم حيث أن البنوك التجارية لا تجد وسيلة للاستجابة لتعليمات المصرف المركزي في المهلة المحددة لها لرفع الاحتياطي النقدي من أجل امتصاص الفائض من المعروض النقدي إلا عن طريق خفض القروض والاستثمارات وخفض حجم الودائع؛

---

[49] Handa, J. (2009). Monetary Economics, (Vol. 2nd Edition). New York, USA and Canada: Routledge, p346.

وتعتبر هذه الأداة غير مرنة لأنها لا تفرق بين البنوك الكبيرة والصغيرة، كما أنها لا تراعي مسألة مدى توفر الاحتياطيات الكافية لديها، ولكن هذا لا ينفي بأن متطلبات الاحتياطي القانوني تتسم بفعالية أكبر مقابل كلفة أقل من بقية الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية وخاصة في البلدان النامية نظرا لعدم توافر أسواق مالية ونقدية واسعة.

ثالثاً: استخدام الأدوات المباشرة والأدوات غير المباشرة في الوقت الحالي[50].

تخلت معظم البلدان الصناعية عن الأدوات المباشرة وبدأت تعتمد اعتماداً مطلقاً على الأدوات النقدية غير المباشرة في الفترة من أوائل السبعينيات وأواخر الثمانينيات. وكان ذلك التحول جزءاً من عملية أوسع لإزالة القيود والتحرير والابتكار، وقد أُزيلت ضوابط أسعار الفائدة والائتمان، وسمح بظهور أدوات ومؤسسات مالية جديدة، كما تم تحرير المعاملات المالية الدولية بصورة مطردة، ولم يكن الاعتماد الكامل على الأدوات غير المباشرة رد فعل طبيعي للبنوك المركزية إزاء تلك التطورات فحسب، بل كان ضرورياً أيضاً على ضوء القصور المتزايد في عمل الأدوات المباشرة عندما ازداد ترابط الأسواق المالية وزادت فرص تحايل المتعاملين على تلك الضوابط، وقد ساعدت الأسواق المالية المتطورة واقتراب الاقتصاد الكلي ومعدلات الفائدة من المستويات التوازنية من تحول سلس إلى الأدوات غير المباشرة.

أما بالنسبة لباقي البلدان اختلفت درجة سعي كل منها للتحول للأدوات غير المباشرة نظراً لخصوصية المشاكل والصعوبات الاقتصادية والأطر المؤسسية الخاصة بكل بلد، وهذا يضعها أمام تحدٍ لتطوير الاقتصاد كإنشاء سوق نقدية، وتقوية الإطار التنظيمي، وإنشاء نافذة خصم رسمية، ووضع آلية فعالة للمقاصة والمدفوعات، وجمع ونشر بيانات السوق.

وتجدر الإشارة إلى وجود توجه عالمي نحو تحديث الأسواق المالية المحلية، بحيث يتم تداول السندات الحكومية بها[51]، ولكن يواجه هذا التطوير العديد من التحديات تتعلق

---

[50] سنحاج، عبد الحق. 1988، الأدوات النقدية غير المباشرة (دراسة انتقائية)، معهد صندوق النقد الدولي، ص26-...32.

[51] كمال، منى. (2010). الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، رسالة ماجستير، Queen Mary, University of London، ص31.

بدرجة عمق الأسواق المالية المحلية (The Depth of Domestic Financial Markets) ومدى توافر البنية التحتية الملائمة، مما قد يؤدي إلى صعوبة اتخاذ خطوات نحو تطوير سوق لتداول الأوراق المالية الحكومية في بعض الدول.

المبحث الثاني: آلية عمل السياسة النقدية واتجاهاتها الحديثة

السياسة النقدية هي واحدة من المكونات الرئيسية لإطار السياسة الاقتصادية الكلية، التي يتم من خلالها رسم الخطط والاستراتيجيات التي تحدد المسار الاقتصادي للبلد خلال الفترات المقبلة، وتأتي السياسة النقدية ضمن هذا الإطار إلى جانب كل من السياسة المالية وسياسة سعر الصرف وسياسة التجارة الخارجية وغيرها من السياسات.

وتحتل السياسة النقدية للأولوية الأولى لصانعي السياسات الاقتصادية الكلية لتحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، وبالرغم مما قد يبدو عليه في بعض الأحيان من تعارض بين أهداف السياسة النقدية وأهداف بعض السياسات الاقتصادية الأخرى، إلا أنه لا يمكن لأي منها أن تعمل بمعزل عن باقي السياسات لكونها تشترك كلها في الهدف الأساسي للسياسة الاقتصادية[52].

وبالتالي فمن أجل أن تقوم السلطات النقدية في بلد ما بتنظيم إجراءات السياسة النقدية، يجب أن تكون على دراية كافية بتقييم تأثير هذه السياسة بدقة على متغيرات الاقتصاد الكلي الرئيسية وتقييمها بدقة، كما من المهم فهم القنوات التي من خلالها يتحول تأثير السياسة النقدية إلى المتغيرات الاقتصادية المختلفة.

وفقًا لما سبق، سيناقش البحث بدايةً آلية انتقال أثر السياسة النقدية (MTM) Monetary Transmission Mechanism.

[52] الشاذلي، أحمد. (2017). قنوات انتقال أثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي. دراسات اقتصادية (صندوق النقد العربي)، ص1.

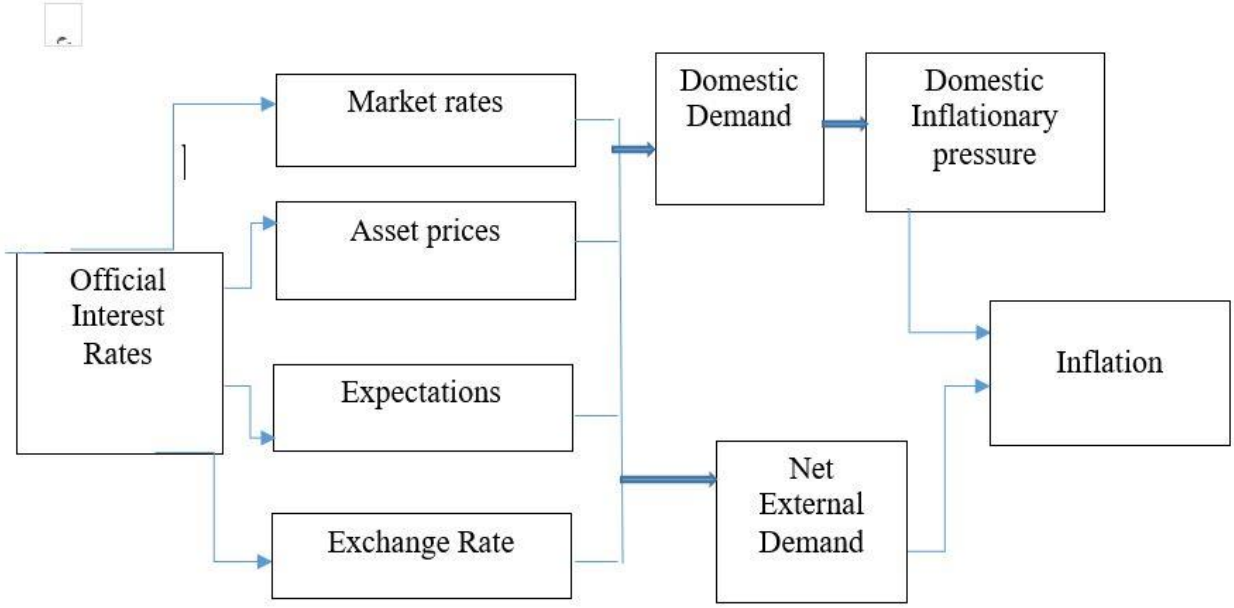
أولاً: قنوات انتقال أثر السياسة النقدية

ينتقل أثر السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي عبر مجموعة من القنوات، وتتأثر قوة آلية الانتقال هذه بمرونة المتغيرات الاقتصادية خلال هذه القنوات، والتي تتعلق بهيكل النظام المالي للدولة وبنية الاقتصاد الكلي والظروف الاقتصادية بشكل عام لذلك، وسيعمل البحث على تسليط الضوء على قنوات الانتقال الرئيسية[53]:

1. قناة سعر الفائدة. Interest Rate Channel.
2. قناة سعر الصرف. Exchange Rate Channel.
3. قناة أسعار الأصول. Asset price Channel.
4. قناة الائتمان. Credit Channel.
5. قناة التوقعات. Expectations Channel.

[53] Bank for International Settlements. (2008). Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies. Basel,: Bank for International Settlements. Retrieved from www.bis.org/publ/bppdf/bispap35.pdf.

الشكل رقم 2: آلية انتقال السياسة النقدية



المصدر بنك إنكلترا 1999[54]

قناة سعر الفائدة: تعتبر قناة سعر الفائدة بأنها القناة الأكثر فعالية لتأثير السياسة النقدية[55] وهي أيضًا آلية تقليدية لنقل التأثير النقدي، ووفقًا لنموذج كينيز هي القناة الأكثر أهمية في سعي السياسة النقدية إلى تحقيق هدف النمو النهائي، من خلال التسلسل التالي[56]: انخفاض في عرض النقود (كنتيجة للسياسة النقدية) ← ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية ←ارتفاع تكلفة رأس المال ← انخفاض الإنفاق الاستثماري ← انخفاض إجمالي الطلب وفجوة الإنتاج.

---

[54] Bank of England. (1999). *The transmission mechanism of monetary policy*. London: Bank of England. Retrieved from: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1999/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy . P 161.

[55] Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, p. 1.

[56] Mishkin, F. (1995, fall). Symposium on the monetary transmission mechanism,. journal of economic perspectives, p 4.

لكن في حالة ارتفاع العرض النقدي، والذي يشير إلى سياسة توسعية، فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية وبالتالي انخفاض في تكلفة رأس المال، مما يشجع الاستثمار ويؤدي إلى زيادة النمو والعمالة، كما ينعكس التغير في سعر الفائدة للمصرف المركزي في أسعار الفائدة على الودائع والقروض في بقية المصارف، مما يؤثر بشكل مباشر على قرارات الإنفاق الأسري والنشاط التجاري؛ علاوة على ذلك يؤثر التغيير في سعر الفائدة قصير الأجل على أسعار الفائدة طويلة الأجل، ونتيجة لذلك يتأثر الإنفاق الاستثماري وشراء السلع المعمرة ومن ثم فجوة الإنتاج بالتغير في التكلفة الحدية – وبالتالي التضخم؛ وبالتالي يمكننا القول أن سعر الفائدة يلعب دوره كحلقة وصل بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي من خلال ثلاث روابط[57]:

- الرابط الأول: يتمثل في العلاقة بين العرض النقدي وسعر الفائدة.
- الرابط الثاني: يتمثل في العلاقة بين سعر الفائدة والإنفاق الاستثماري.
- الرابط الثالث: يتمثل في العلاقة بين الإنفاق الاستثماري والطلب الكلي.

وتجدر الإشارة إلى أن القنوات الأخرى التالية هي في الواقع مرتبطة بأثر قناة سعر الفائدة فيما يسمى (الصندوق الأسود) لآلية انتقال السياسة النقدية.

قناة سعر الصرف: اعتُبرت واحدة من أهم قنوات النقل في السياسة النقدية، ولاسيما في نماذج الاقتصاد الكلي القائمة على الاقتصاد المفتوح والاقتصادات التي تتميز بدرجة عالية من التكامل العالمي؛ بافتراض حرية تحويل رأس المال، فإن المراجحة أو المفاضلة بين الأوراق المالية المحلية والأجنبية تؤدي إلى تدفقات لرأس المال وتغييرات

[57] بوخاري، لحلو موسى. (2010). سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي. بيروت: مكتبة حسن العصرية. ص35.

في سعر الصرف الاسمي، بمعنى أن رفع أسعار الفائدة في السوق المحلية سيجذب الاستثمارات الأجنبية في السندات المحلية وبالتالي زيادة قيمة العملة المحلية، الأمر الذي سيؤدي إلى ردود فعل متتالية، أما بالنسبة للسلع المنتجة محلياً فسوف تزداد في السوق العالمية (ستنخفض الصادرات الصافية، مما سيؤثر على الناتج المحلي الإجمالي وبالتالي يقلل العمالة، مما سيضغط على الأسعار)؛ وبالتالي فإن لسعر الصرف تأثيران: الأول هو مباشر نتيجة التضخم المتأتي من خلال أسعار الواردات، والثاني هو غير المباشر من خلال تأثيرها على إجمالي الطلب.

في الاقتصادات المفتوحة، يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى زيادة سعر الصرف العملة المحلية مقابل أسعار الصرف للاقتصادات الأجنبية، مما يقلل من صافي الصادرات وبالتالي يقلل من الإنفاق على مكونات الطلب الكلي[58] لأن ارتفاع سعر الفائدة الاسمية يجعل السوق المحلية أكثر جاذبية للودائع، وبالتالي فإن التوازن في سوق الصرف الأجنبي يسبب ارتفاع العملة، والذي يؤثر بدوره على الصادرات، حيث تصبح السلع المنتجة محلياً أكثر تكلفة من السلع المستوردة، مما يؤدي إلى انخفاض الصادرات وانخفاض الناتج المحلي والعمالة.

قناة أسعار الأصول: كما ينتقل أثر السياسة النقدية عبر تأثير أسعار الفائدة الطويلة الأجل على أسعار السندات طويلة الأجل والأسهم والأصول، لكن هذا التأثير يعتمد على مرونة أسعار الأصول فيما يتعلق بسعر الفائدة، وعلى نسبة هذه الأصول إلى دخل الأسرة، وتوزيع هذه الأصول (الثروة) بين الأسر.

---

[58] ساموبلسون، بول. نورد هاوس، ويليام. ماندل، مايكل. (1995). الاقتصاد، الطبعة 15، (هشام عبد الله، مترجم). عمان: الأهلية للنشر. ص 555.

فمع ارتفاع أسعار الفائدة تصبح السندات أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم الأمر الذي ينعكس سلباً على أسعار الأسهم، وبذلك تحتاج الشركات إلى إصدار المزيد من الأسهم لتمويل استثماراتها، وهذا أكثر تكلفة، ونتيجة لذلك ينخفض الناتج المحلي الإجمالي ويزداد معدل البطالة وتنخفض فجوة الإنتاج، مما يدفع الأسعار إلى الانخفاض. نستطيع أن نقول إن الاستثمارات الجديدة لن تكون موجودة، والتي يمكن تفسيرها وفقًا لخبير الاقتصاد توبين[59]، كما هو موضح أدناه[60]:

Tobin q = القيمة السوقية / تكلفة الاستبدال لرأس المال الفعلي للشركة

قناة الائتمان: إن رفع سعر الفائدة يقلل من ثروة المقترضين، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى انخفاض التدفقات النقدية[61] وبالتالي انخفاض أسعار الأصول، مما يؤدي إلى زيادة خطر التخلف عن السداد.

ويمكن القول بأن البنوك ستلجأ إلى تقنين الائتمان لأن سعر الفائدة العالي لا يعتبر مرشح للسوق وبالتالي تعمل البنوك على استثناء المقترضين المعرضين للخطر، فعند مستوى معين لسعر الفائدة، سيقوم المستثمرون كارهوا المخاطر أو من يفضلون تجنبها بإلغاء خططهم الائتمانية ولكن المقترضين محبي المخاطرة فيبقوا على خططهم بالحصول على تسهيلات من المصارف بالرغم من انخفاض احتمالية السداد.

قناة التوقعات: يؤثر التغير في التوقعات –مثل ارتفاع معدل التضخم أو ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل –على الطلب المحلي وبالتالي على فجوة الإنتاج وبالتالي

---

[59] http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1981/tobin-bio.html.
[60] https://en.wikipedia.org/wiki/Tobin27%s_q#endnote_spelling.
[61] Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995, 8). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspectives*, p. 28.

التضخم، وعلى الجانب الآخر تؤثر توقعات ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل على شراء الأصول الدائمة والاستثمار.

في الختام، يجب أن نلاحظ أن الأهمية النسبية لكل قناة من القنوات السابقة تعتمد على هيكل القطاع المالي والبيئة الاقتصادية للبلد[62]، حيث يحدد هيكل القطاع المالي من حيث تنوع المؤسسات والأدوات ودرجة التنافس تأثير أداة السياسة النقدية في المتغيرات النقدية مثل أسعار الفائدة على القروض والودائع وأسعار الأصول وسعر الصرف، في حين أن البيئة الاقتصادية مثل درجة الانفتاح على الخارج ودرجة المنافسة ستحدد أثر تغيير المتغيرات النقدية السابقة في قرارات الإنفاق الكلي في الجودة وبالتالي على إجمالي الطلب والناتج.

ثانياً: اتجاهات السياسة النقدية وتفاعلها مع السياسات الأخرى.

إن اتجاه السياسة النقدية نحو الانكماش أو التوسع مرهون بنوع المشكلة أو الأزمة القائمة والآلية المتبعة لمعالجتها.

السياسة النقدية التقييدية (الاتجاه الانكماشي) وفيها يتبع المصرف المركزي سياسة نقدية تقييدية بتقييد الإنفاق وتقييد الائتمان وتقليص كمية النقود المتداولة في المجتمع ورفع معدل الفائدة ومن ثم محاربة ارتفاع الأسعار (وبالتالي محاربة التضخم).

أما السياسة النقدية التوسعية (الاتجاه التوسعي) فهي عكس الحالة الأولى، يلجأ المصرف المركزي إلى هذه الطريقة لتسريع نمو الكتلة النقدية بتشجيع الائتمان وزيادة

---

[62] Bank for International Settlements. (2008). Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies. Basel,: Bank for International Settlements. Retrieved from www.bis.org/publ/bppdf/bispap35.pdf.

حجم وسائل الدفع وتخفيض معدل الفائدة، فيرتفع حجم الاستثمارات مما يؤدي الى زيادة الإنتاج والتقليص من حدة البطالة، ولكن على حساب ظهور التضخم[63].

يمكن عكس اتجاه السياسة النقدية بحسب طريقة استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة وفق التالي:

سياسة توسعية	سياسة انكماشية
تخفيض المتطلبات الاحتياطية	زيادة المتطلبات الاحتياطية
شراء الأوراق المالية	بيع الأوراق المالية
تخفض سعر الخصم	زيادة سعر الخصم

إلا أن نجاح السياسة النقدية بتحقيق أهدافها مرهون بانسجام وتكامل هذه الأهداف مع ما تهدف إليه السياسات الاقتصادية الأخرى وبشكل خاص أهداف السياسة المالية باعتبارها إحدى السياسات الاقتصادية الفاعلة والهامة في بناء الجسد الاقتصادي المتكامل للدولة حتى تدعم كل منهما الأخرى لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وهذا لا يعني أن تكون كلٌّ من السياستين النقدية والمالية إما توسعية أو انكماشية، بل يمكن أن تكون تركيبة السياسة العامة تتضمن سياسة مالية توسعية وسياسة نقدية انكماشية أو العكس بشكل يؤدي إلى النتائج المرجوة من قبل السلطات النقدية والمالية معاً بحيث تُكمّل كل من السياستين السياسة الأخرى، وتُسهمان بشكل فعال في معالجة الاختلالات الاقتصادية.

على سبيل المثال لمعالجة حالة التضخم في بلد ما نتيجة زيادة الطلب الكلي عن العرض الكلي ووصول الاقتصاد إلى حالة التشغيل الكامل لموارده بحيث يتعذر زيادة

---

[63]- موسى، عماد. (2005). تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص14

حجم الإنتاج نتيجة زيادة الطلب، ففي هذه الحالة ستقوم السياسة الاقتصادية العامة من خلال السياستين المالية والنقدية باتخاذ إجراءات[64] من شأنها تحقيق التوازن بين العرض الكلي والطلب الكلي مثل: تخفيض حجم السيولة وحجم المعروض النقدي بواسطة الرقابة الائتمانية التي يقوم بها البنك المركزي باستخدام أدوات السياسة النقدية من خلال تقليص حجم الائتمان الممنوح من قبل المصارف إلى قطاعات الاقتصاد الوطني أو رفع أسعار الفائدة ما يؤدي إلى انخفاض عرض النقود أو قيام الحكومة بالاقتراض من الأفراد لتخفيض حجم السيولة المحلية، أو إجراءات تنسجم مع السياسة المالية مثل تخفيض مستويات الإنفاق الحكومي بشقيه الجاري والاستثماري أو زيادة مستويات الإيرادات الحكومية من خلال زيادة مقدار الضرائب بنوعيها المباشرة وغير المباشرة وتخفيض حجم الإعانات الحكومية.

وكنتيجة للأزمات المتعاقبة التي مرت بها عدد من دول العالم فقد توضح للاقتصاديين أهمية دمج السياستين المالية والنقدية لتجنب عيوب كلا السياستين، ووضعوا ثلاثة معايير للتمييز بين السياسة المالية والنقدية[65]: الأول يعتمد على الجهة التي تتخذ القرار، فالقرارات التي يتخذها البنك المركزي تندرج في السياسة النقدية أما القرارات التي تتخذ بواسطة وزارة المالية تندرج تحت السياسة المالية، والثاني معيار حقوقي فالسياسة المالية تحدد حجم الدين الحكومي في حين تحدد السياسة النقدية مكونات هذا الدين، أما الأخير فهو مستند على هدف هذه السياسة، فإذا كان الهدف من السياسة التأثير على الحاجات العامة والتوظيف فهي سياسة مالية، أما إذا كان الهدف من السياسة التأثير على عرض النقود فهي سياسة نقدية.

---

[64]- هيفاء غدير. (2010)، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، وزارة الثقافة، الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، ط1، ص89.

[65]- حنفي، محمد ناظم. (1999)، مشاكل تحديد سعر الصرف و تقييم العملات، الهيئة العامة للكتاب، ص121-125.

وفي سياق التنسيق ما بين السياستين لابدّ من الحفاظ على استقلالية المصرف المركزي لتجنب تغليب أهداف السياسة المالية على السياسة النقدية نتيجة للتدخل في السياسة الذي قد يحصل لدى وضع هذه الأهداف وهو ما عبر عنه رئيس الوزراء البريطاني في كلمته التي ألقاها في العام 1997 خلال منح المركزي البريطاني الاستقلالية بأن السياسيين يخلطون بين الاقتصاد والسياسة لدى تحديد سعر الفائدة[66].

ففي ظل وجود بنك مركزي مستقل يتبنى سياسة ضد التضخم تقل توقعات السلطة المالية بقيام البنك المركزي بتدبير التمويل اللازم لعجز الميزانية ويحد ذلك من قدرة السلطة المالية على إحداث هذا العجز[67]، وبالتالي فإن إن أسوأ سيناريو لاستقلال البنك المركزي هي الأزمات في المالية العامة التي ترتب على أهداف السياسة النقدية وعملياتها الحاجة إلى دعم الخزائن الحكومية –وهي حالة تسمى الهيمنة المالية، وفي هذه الحالة تفقد السياسة النقدية الاستقلال؛ ويتم توجيه المصرف المركزي للعمل على إبقاء أسعار الفائدة منخفضة للحد من تكاليف الاقتراض الحكومية ما قد يتسبب في فقدان السيطرة على التضخم، وقد تزداد توقعات التضخم عندما تدرك الأسواق أن هناك تغييرا في هدف البنك المركزي وأن المالية العامة غير مستدامة.

ثالثاً: التطورات الأخيرة في أدوات السياسة النقدية

أدى تطور الوضع الاقتصادي على المستوى الدولي بفضل كل من التحرير المالي المتزايد و تحرير حركة السلع والخدمات وتطور الابتكارات المالية و ظهور ممارسات مالية جديدة إلى ظهور أزمات مالية أكثر حدة عن تلك التي سادت قبل تسعينات القرن

---

[66] - Jácome, L , Mancini-Griffoli, T. (2014), "A Broader Mandate," *Finance & Development*, June 2014, Vol. 51, No. 2. Retrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/jacome.htm

[67]- العدل، رضا. (2000). التحليل الاقتصادي الجزئي والكلي، مؤسسة شباب الجامعة، الأردن، ص341.

الماضي، كما أن تزامن ظهور أزمات مالية أكثر حدة مع تبني عدد كبير من البنوك المركزية لسياسة نقدية توسعية أدى إلى عجز الأدوات التقليدية للسياسة النقدية عن معالجة الأزمات المالية، و ظهر ذلك بشكل واضح خلال الأزمة المالية العالمية 2007 – 2008، فلم تعد أداة سعر الفائدة أبرز الأدوات التقليدية التي تستعملها البنوك المركزية في فترات الأزمات المالية لكونها واجهت فشلا ذريعاً حيث لم تستطع غالبية البنوك المركزية استعمالها بشكل فعال كونها كانت عند حدها الأدنى.

أسفر الوضع السابق عن عجز البنوك المركزية على اجراء تخفيضات أخرى في معدلات الفائدة، وحتم عليها استعمال أدوات حديثة يطلق عليها تسمية الأدوات غير التقليدية للسياسة النقدية قائمة على مبادئ اقتصادية جديدة تهدف إلى تنشيط الاقتصاد وكبت التضخم.

أ- **التيسير الكمي(Quantitative easing/QE):** يدل مصطلح التيسير الكمي على أحد أدوات السياسة النقدية التي يطلق عليها تسمية غير التقليدية، والتي يمكن للبنوك المركزية أن تستعملها في بعض الأوضاع الاقتصادية الاستثنائية كالأزمات المالية الكبرى، ينبع الطابع غير التقليدي لهذه الأدوات عن عدم تمكن البنوك المركزية من استعمال الأدوات التقليدية للسياسة النقدية المتمثلة أساساً في أداة معدل الفائدة التي بدورها تؤثر على معدل الخصم أو معدلات الفائدة بين المصارف، وأداة الاحتياطي الإجباري، وأداة السوق المفتوحة التي تهدف إلى التحكم في الكتلة النقدية.

يتم استعمال أداة التيسير الكمي إذاً عندما يكون معدل الفائدة قصير الأجل قريب من الصفر ولما تطول حالة الانكماش، والهدف من استعمال هذه الأداة هو خفض معدلات الفائدة الطويلة الأجل لإعادة تنشيط الاقتصاد مباشرة. ويقوم ميكانزيم التيسير الكمي على زيادة خصوم ميزانية البنك المركزي حيث يقتني هذا الأخير

أصول مختلفة قد تشمل أصول قليلة المخاطر كسندات الخزينة والسندات المدعومة بأصول أو أصول أخرى أكثر خطرا كديون الوكالات. (MBS) مثل سندات الرهن العقاري (ABS).

سمح الوضع الاقتصادي الصعب الذي شهده اليابان خلال التسعينات للعديد من الاقتصاديين أمثال الاقتصادي "Athanasios Orphanides" والاقتصادي "Paul krugman"بتحليل أثر السياسة النقدية في ظل معدلات فائدة منخفضة، وهو ما أعاد بعث الجدل حول وجود مصيدة السيولة، وشكلت الإجراءات غير التقليدية التي اتخذها بنك اليابان بين عامي 2001 و 2006أول حالة تستعمل فيها أداة التيسير الكمي، وتم بعد ذلك وتحديدا خلال الأزمة المالية 2008 استعمال أشكال مختلفة من أداة التيسير الكمي من طرف عدة بنوك مركزية على غرار الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (FED)، بنك اليابان (BOJ)، بنك إنجلترا (BOE)، البنك المركزي الأوربي (BCE).

يعتبر التيسير الكمي أداة مشابهة لأداة إصدار النقود إلا أنها أكثر تطورا منها في إجراءات تنفيذها، وهي ترتكز على عاملين أساسيين وهما توفر السيولة ليتم تداولها في الاقتصاد، زيادة احتياطات القطاع البنكي.

يعتبر العامل الأول في حالة الأزمات المالية عاملاً جوهرياً حيث تستطيع البنوك المركزية بتحقيقه تجنباً للكساد في حين يسمح العامل الثاني بتحفيز البنوك التجارية على الاقتراض مجدداً.

ب- **التيسير النوعي (credit easing/CE)**:يدل مصطلح التيسير النوعي على شكل آخر من أشكال التيسير، فمن الاقتصاديين من يصنف أداة التيسير النوعي على أنها حالة خاصة لأداة التيسير الكمي، يقوم البنك المركزي بواسطة هذه الأداة بالتركيز على الأوراق الموجودة في أصول ميزانيته بدلاً عن التركيز على زيادة

قاعدته النقدية، إذ يقوم بشراء سندات أو أسهم غير معقمة (خاصة أو عامة) على المؤسسات المالية أو مباشرة على المؤسسات غير المالية (ANF) ، الأمر الذي يؤدي تلقائيا إلى زيادة خصوم البنك المركزي من خلال إصدار السيولة، و تهدف عمليات الشراء السابقة إلى رفع أسعار الأصول بقصد خفض معدلات الفائدة طويلة الأجل و تنشيط الاقتصاد، كما تهدف أيضا أداة التيسير النوعي إلى تخفيض علاوات المخاطر ما من شأنه أن يحفز الاستثمارات.

لأداة التيسير النوعي نقطة إيجابية أساسية تتمثل في التحكم المباشر للبنوك المركزية في عمليات خلق السيولة، حيث يتم توجيه التمويل بطريقة تسمح بإعادة تنشيط الاقتصاد من جهة، وتحد من احتمال ظهور فقاعات مضاربة من جهة أخرى، وبالرغم من تأدية أداة التيسير النوعي لدور فعال في تنشيط الاقتصاد إلا أنها تبقى صعبة التطبيق وخطيرة في نفس الوقت.

حتى وإن اشترطت البنوك المركزية ضمانات كافية فإنها في غالب الأحيان تجد بحوزتها أوراق أكثر خطورة عن تلك التي كانت بحوزتها في حالة استخدام التيسير الكمي

بالرغم من أن أداة التيسير النوعي ستسمح ببعث الطلب على السيولة من خلال تخفيض العلاوات المفروضة، إلا أن تطبيقها يشترط أن يكون عرض القروض غير كافياً كما هو الحال بالنسبة لأداة (QE) التيسير الكمي إذ تكون هذه الأداة غير فعالة إذا كانت احتجاجات التمويل منعدمة، وتعتبر أداة التيسير الكمي فعالة فيما يتعلق بإعادة الثقة إلى المصارف التي عادة ما تكون أكبر المتضررين من الأزمات المالية، في حين تبدو فعالية أداة التيسير النوعي محدودة عندما يكون هناك طلب مباشر للسيولة من طرف الشركات والمؤسسات المالية عبر إصدار أسهم أو سندات في الأسواق المالية.

ج- **أداة استراتيجية توجيه تطلعات المتعاملين (Forward guidance):** أمام تأزم الوضع عام 2008 في السوق المالي وفي سوق ما بين البنوك قامت غالبية البنوك المركزية بخفض معدلات فائدتها الرئيسية، إلا أن هذه الأخيرة سرعان ما اقتربت من حدها الأدنى أي الصفر ومنها حتى من بلغه، ووجدت البنوك المركزية نفسها مجبرة على اتخاذ اجراءات غير تقليدية لتجاوز مصيدة السيولة التي وقعت فيها، حيث قام الاحتياطي الفدرالي الأمريكي (FED تحت قيادة رئيسه آنذاك) ,"Ben Bernanke" بشراء أوراق طويلة الأجل تزامنا مع بيعه أوراق قصيرة الأجل بغية خفض معدل الفائدة طويل الأجل، و قد أطلق على هذا الإجراء عملية TWIST، بالتوازي مع الإجراء السابق قام الفيدرالي بتبني إجراء الـ **Forward guidance** الذي سعى من خلاله إلى التأثير في التطلعات داخل الأسواق.

المبحث الثالث: تجارب عدد من الدول في التعامل مع الأزمات.

الأزمة تعني ظهور مفاجئ لأحداث أو عوامل غير دورية تؤدي إلى خلل في الأنشطة والحياة اليومية، والأزمة الاقتصادية هي انهيار أو تدهور التوازن الحالي مما يؤدي إلى انخفاض الدخل القومي وارتفاع معدل البطالة.

يرى الاقتصادي البريطاني جون مينارد كينز أن الأزمة هي "الانخفاض المفاجئ والسريع في كفاية رأس المال الذي يؤدي إلى انخفاض حجم التشغيل، وانخفاض الاستهلاك وانخفاض النمو الاقتصادي[68]"، حيث أرجع كينز الأزمة إلى أن انخفاض الأرباح سيدفع أصحاب المؤسسات إلى وقف الاستثمار ما سيؤدي إلى انخفاض الطلب الفعلي وبالتالي انخفاض حجم الدخل القومي.

بينما الاقتصاديين الكلاسيكيين عزو الأزمة إلى زيادة أو خفض المعروض من النقد من خلال الاعتماد على التفسير التالي: كل تغيير في عرض النقود (M) يؤدي إلى تغيير في مستوى توازن الأسعار، ويخلق حالة عدم توازن (أزمة)، مما يؤدي إلى انخفاض في حجم الدخل من جانب واحد وزيادة في عدد العاطلين عن العمل، وجاءت فكرة الاقتصاديين الكلاسيكيين في إلقاء اللوم في حالة عدم التوازن هذه على النقود، باعتبار النقود هي مكون اقتصادي محايد وأن هذا التوازن يحدث تلقائيًا دون تدخل الدولة. يعتقد الاقتصاد الكلاسيكي أن العودة إلى التوازن تحدث تلقائيًا عندما يبدأ الدخل في الزيادة.

ويتطلب تحديد مفهوم الأزمة تحديد خصائص الأزمة لأنه يشرح بالتفصيل معنى الأزمة وفقا لهذا فإن الأزمة الاقتصادية تتميز بأنها تظهر حالة مفاجئة على جانب العرض والطلب أو زيادة في المعروض من النقود أو غيرها، أي أن توازن متغيرات

---

[68] سليمان، عبد الفتاح. (2002). علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب، القاهرة، ص ٣٠٠-٣٠١.

الاقتصاد الكلي لن ينتج عنه الأزمة ولكن ظهور حدث طارئ في أحد المتغيرات على الأقل هو ما يؤدي للأزمة،

على سبيل المثال تؤدي الزيادة في عرض النقود إلى زيادة في المستوى العام للأسعار كما أن انخفاض المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض الأسعار وانخفاض الطلب وبالتالي انخفاض الاستهلاك وتراكم البضائع في المستودعات، وهذه النتيجة ستنعكس أرباح أصحاب المشاريع فإذا انخفضت الأرباح بسبب عدم تصريف البضائع أو نقص الصادرات فإن هذا يؤدي إلى تراكم البضائع ثم الركود، كما أن نتائجها ستتسبب إلى خفض الإنتاج أو حتى تقليل حجم الاستثمار الإجمالي الذي سيؤدي إلى انخفاض دخل رأس المال وانخفاض دخل العمال بسبب البطالة وبالتالي فإن الانخفاض العام في الدخول يؤدي إلى انخفاض في إجمالي الاستهلاك في الاقتصاد، وبالتالي فإن وجود أعداد كبيرة من العاطلين عن العمل أو العاطلين عن العمل ومن ثم خفض دخول العمال مما يؤدي إلى انخفاض في حجم الاستهلاك وبالتالي زيادة حجم من الركود بسبب انخفاض دخل العمال.

أولاً: الأزمة في تايلند 1997.

تعود أصول الأزمة إلى العام 1993 عندما أعلن بنك تايلاند عن خطة لتطوير بانكوك كمركز مالي إقليمي[69]، كان هذا الهدف واحد من أصل سبعة أهداف لإصلاح القطاع المالي التايلاندي، وفي سبيل ذلك سمح المصرف المركزي بقبول التسهيلات المصرفية الدولية للمساعدة في تعبئة الأموال الخارجية لغاية لإقراض المحلي.

[69] Krongkaew, M. (1999). Capital flows and economic crisis on thailand. P397.

في ذلك الوقت كان معدل الفائدة في السوق التايلاندية أعلى منه في السوق الدولية الأمر الذي أدى إلى تدفق عال لرأس المال الأجنبي إلى السوق التايلندية ما تسبب بارتفاع أسعار الأسهم في البورصة أيضاً نتيجة للاستثمار في المحافظ التايلاندية، وامتد أثر هذه الأموال إلى التأثير على الإنفاق الاستهلاكي الذي زاد بدوره عن طريق تدفقات رأس المال.

إلا أنه عندما بدأت أزمة البيزو المكسيكي في أوائل عام 1995 تعرض الباهت التايلندي لضغوط المضاربة في أسواق العملات ورفض المصرف المركزي في تايلاند تغيير نظام الصرف الثابت الذي ربط سعر الباهت بالدولار الأمريكي، وبالرغم من استمرار تدهور الوضع الاقتصادي للبلاد –بلغت نسبة الدين الخارجي إلى الناتج القومي الإجمالي 50.14٪ في عام 1996–إلا أن المصرف المركزي التايلندي لم يتحرك مفترضاً أن ما يجري هو ظاهرة مؤقتة.

في ذلك الوقت عرض صندوق النقد الدولي مساعدة المصرف المركزي التايلندي عن طريق إرسال خطاب إليهم[70] يتضمن "أثناء مناقشاتنا أشرت إلى أنك تنوي تقديم مرونة أكبر في سعر الصرف في الوقت المناسب، نحن نشجعك على القيام بذلك على الفور وفي الوقت نفسه تغيير السلة الحالية لتعكس بشكل أوثق نمط التجارة الخارجية لتايلاند"، إلا أنها لم تحصل على اهتمام السلطات النقدية في المصرف المركزي التايلندي.

في عام 1997 هاجم المضاربون الباهت على عدة موجات مختلفة واستخدم المصرف المركزي التايلاندي (BOT) احتياطيات الدولة للدفاع عن قيمة الباهت من

---

[70] E.Gup, Benton. (1999). International Banking Crisis: Large-scale Failures, Massive Government Intervention. London. Greenwood publishing group.

الانخفاض لكن هذه المحاولة كانت عديمة الفائدة لأن المصرف المركزي فقد معظم الاحتياطيات وبدأت الأزمة المالية في تموز 1997، حيث عوّم المصرف المركزي التايلاندي الباهت بعد فشله في حماية العملة من انخفاض سعر الصرف من (23.35 باهت/ دولار أمريكي) في 1997/07/01 إلى (46.6 باهت/ دولار أمريكي) في 1997/12/16 إلى (55.5 باهت/ دولار أمريكي) في 2018/1/12. وفي العام نفسه أغلقت السلطات المالية أكثر من 56 مؤسسة مالية بما في ذلك أكبر مؤسسة مالية في تايلاند[71].

تسبب هذا الإجراء في انهيار مالي واقتصادي سرعان ما انتشر في المرحلة الأولى إلى اقتصادات أخرى في المنطقة قبل أن يرشح للاتحاد السوفيتي وأمريكا اللاتينية وأوروبا الغربية وأمريكا الشمالية، ما تسبب في تقلص معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي على عجل وإفلاس الشركات التي تعرضت بشكل مفرط لمخاطر العملات الأجنبية مما استلزم في نهاية المطاف إلى قبول عمليات الإنقاذ التي يقودها صندوق النقد الدولي مع 17.2 مليار دولار خصصت فقط للاقتصاد في تايلاند.

يعد المصرف المركزي التايلندي عملية الإصلاح جوهر التدابير الفورية التي اتخذها هو ضمان معظم الودائع وذلك بهدف حماية القطاع المصرفي كما اتخذ المصرف المركزي التايلندي قراراً بإغلاق المؤسسات المالية المفلسة (وغالبًا ما تم الدمج مع الآخرين) مما ساعد على تقليل عدد المؤسسات المالية بشكل كبير[72].

---

[71] محي الدين، عمرو. (2000). أزمة النمور الأسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة. عمان. دار الشروق.

[72] Menkhoff, M & Suwanaporn, C. (2007). 10 Years after the crisis: Thailand's Financial system reform. Journal of Asian Economics.

كما أجبر المصرف المركزي التايلندي كافة المصارف وشركات التمويل المحلية على زيادة رأس مالها بشكل كبير علاوة على ذلك شدد المصرف المركزي اللوائح المتعلقة بتصنيف الأصول وإعداد التقارير لترقية المؤسسات المالية المحلية إلى المعايير الدولية وبعدها قررت الحكومة تأميم ستة بنوك تجارية وخمس شركات مالية[73]. بعد عمل المصرف المركزي التايلندي على زيادة الشفافية من خلال إنشاء لجنة للسياسة النقدية التي تجتمع وتعقد مؤتمراً صحفياً بعد كل 6 أسابيع تقريباً.

في النهاية يمكن القول إن هذه الأزمة كان لها تأثير كبير على الاقتصاد التايلاندي: انخفض الاستهلاك الخاص بنسبة 5.1 ٪ في عام 1997 و14.5٪ في عام 1998، كما انخفض الاستثمار بنسبة 25.4 ٪ في عام 1997 و24.7٪ في عام 1998، كما أن القيمة السوقية لأسهم البورصة انخفضت بين شهري حزيران وديسمبر 1997 بنسبة 51.2٪، زادت البطالة بنسبة 50 ٪ لتصل إلى 6 ٪ مع 1.5 مليون عاطل عن العمل[74].

وفي النهاية تمكن المصرف المركزي والاقتصاد التايلاندي من التغلب على الأزمة كنتيجة لإصلاح السياسات وتلقي المساعدة المالية والتقنية من المؤسسات الدولية والجهات المانحة التي ساعدت في إنعاش الاقتصاد التايلاندي، فضلاً عن زيادة المصرف المركزي للشفافية من خلال الإعلان عن السياسة كل 6 أسابيع.

---

[73] SUSSANGKARN†, C. & VICHYANOND, P. (2007). Ten Years After the Financial Crisis in Thailand: What Has Been Learned or Not Learned?. Thailand Development Research Institute.

[74] محي الدين، عمرو. (2000). أزمة النمور الأسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة. عمان. دار الشروق. ص54-59.

ثانياً: الأزمة في الأرجنتين 1998.

كان الاقتصاد الأرجنتيني يعاني في العام 2002 من تراكم التدهور الاقتصادي الذي بدأ عام 1998 نتيجة للأزمة التي أصابته مع شركائه الاستراتيجيين الثلاثة (الباراجواي والأورغواي والبرازيل) والذي انفجر بحلول العام 1999 عندما وصل الدين العام إلى مستويات غير مسبوقة (حوالي 132 مليار دولار)، حيث انخفضت تدفقات العملات الأجنبية في هذا الاقتصاد المربوط الذي اختار ربط عملته المحلية بالدولار الأمريكي نتيجة خصخصة معظم الشركات الوطنية كما ارتفاع الإنفاق الحكومي وارتفاع معدلات تدفق رأس المال الخارج من السوق مما أدى إلى عجز الأرجنتين في تلك الفترة عن سداد الأقساط ودفع الفوائد المستحقة على سندات الخزينة، وهذا ما تسبب ذلك في خفض تصنيفها الائتماني إلى درجة أنه لم يعد بإمكانها الاستفادة من أسواق رأس المال أو المؤسسات الدولية المانحة.

ترتب على الوضع الاقتصادي المنهار إعلان الحكومة إفلاسها وعجزها عن سداد ديونها الخارجية واتخذت تدابير تقشفية وعلى الأخص تخفيض الإنفاق الحكومي بما في ذلك الأجور والمعاشات التقاعدية وتم زيادة الضرائب وزيادة أسعار السلع الأساسية في ظل وضع سياسي غير مواتٍ مما أدى إلى انفجار كامل للحالة في ديسمبر 2001[75].

إذا نظرنا إلى العوامل التي أدت إلى الأزمة فسيتبين أن الأرجنتين كان لديها عجز في الميزانية بنسبة 2.5٪ من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1999، لذلك لجأت إلى خفض هذا العجز عن طريق خفض الإنفاق العام وزيادة الضرائب لزيادة الإيرادات وهو

---

[75] المصطفى، ايفلين. (2014). الأزمات الاقتصادية العالمية: كيف حاول الآخرون حل مشاكلهم ؟. دمشق. دار رسلان. ص39-56.

ما فسره المستثمرين والمضاربين على أنه ناتج عن امتناع الأسواق المالية عن اقراض الأرجنتين ذات ديون المرتفعة. على الرغم من أن صندوق النقد الدولي (IMF) دعم الأرجنتين بقرض 7.2 مليار دولار في مارس 2000 وحزمة قروض بقيمة 40 مليار دولار من صندوق النقد الدولي، كم كان لهذا التدبير تأثير سلبي آخر لأن الضرائب المرتفعة تسببت في التهرب الضريبي المرتفع وخمن اقتصاد الظل حوالي 23 ٪ من الاقتصاد.

في 1 نوفمبر 2001 استبدلت الحكومة الأرجنتينية أكثر من 132 مليار دولار من الديون قصيرة الأجل بديون طويلة الأجل، وفي 30 تشرين الثاني كان سعر الفائدة للبيزو 689٪ خوفا من انخفاض قيمة البيزو، كما تم تجميد الودائع المصرفية مؤقتا في وقت لاحق، قبل أن يتم الإعلان بعدم قدرة الحكومة على سداد الديون الخارجية في20-31 كانون الأول.

من أجل معالجة المشكلة اتخذت السلطات الأرجنتينية عدة إجراءات فعلى المستوى المحلي تبنت الحكومة تدابير تقشفية وإصلاحات هيكلية وكان أهمها مصادرة جميع الودائع بالدولار في البنوك وتحويلها إلى الودائع بالعملة المحلية مما زاد من صعوبات المعيشة للمواطنين، وتحسين نظام الضرائب وتشجيع اتجاه التصنيع والتصدير كما دعمت الحكومة أيضا التعاونيات لإنقاذ الشركات المتعثرة وفي ذات الوقت عملت الحكومة على إعادة توجيه الأموال المخصصة لخدمة الديون للحد من فجوة التمويل بسبب عدم القدرة على الاقتراض من الخارج ووقف الاستثمارات الأجنبية وبالتالي فقد تمكنت من تمويل عدد من مشاريع التصدير ، ورفع القدرة التنافسية للصادرات الأرجنتينية وأدى إلى عودة الاقتصاد بحلول عام 2004/2003، بينما على المستوى الخارجي تفاوضت الحكومة مع مجتمع المانحين الدولي لجدولة الديون.

في المحصلة انتهت الأزمة بعد أن تكبد الاقتصاد الأرجنتيني خسائر كبيرة أهمها: انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 28٪ ما بين عامي 1998 و2002، كما انخفضت قيمة البيزو الأرجنتيني من دولار واحد منذ عام 1991 وانخفض في يناير 2002 حتى وصل إلى حوالي 4 بيزو لكل دولار قبل أن ينتعش قليلاً.

كما وصل التضخم إلى حوالي 41% في العام 2002 بعد أن كان سلبيا منذ بداية التسعينات من القرن الماضي، وارتفع معدل البطالة من 12.4 في المائة في عام 1998 إلى 18.3 في المائة في عام 2001 ثم إلى 23.6 في المائة في عام 2002، كما زادت معدلات الفقر من 25٪ في عام 1998 إلى 38٪ في عام 2001 و57٪ في عام 2002، وانخفضت القيمة الحقيقية للأجور بنسبة 23.6٪ في عام 2002 كما انخفضت القيمة الحقيقية لمبيعات السوق بنسبة 5٪ في عام 2001 و26٪ في عام 2002.

ثالثاً: الأزمة في روسيا 1998.

جاءت أزمة 1998 نتيجة لهبوط أسعار المواد الخام (النفط والغاز والمعادن) والأزمة المالية الآسيوية عام 1997 وارتفاع الدين العام[76]،

وفي آذار من العام نفسه، رفض الدوما التصديق على الإصلاحات المالية التي تقدّم بها رئيس الوزراء الجديد كيرينكو، وتوقّفت الدولة عن دفع رواتب موظفيها وأعلنت عجزها عن دفع المستحق من الديون الخارجية عليها، وفي 20 تموز وافق صندوق النقد الدولي على تقديم قرض بقيمة 22,6 مليار لروسيا على سنتين، ولكن نظراً لفشل مجلس الدوما في تفعيل بعض تدابير التقشف المنصوص عليها في اتفاقية القرض تم تخفيض

[76] Perotti, E. (03- 2001). Lessons from the Russian Meltdown: The Economics of Soft Legal Constraints. University of Amsterdam and CEPR. p23.
https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39763/wp379.pdf?sequence=3

القسطين الأولين المخطط لهما من 5.6 مليار دولار إلى 4.8 مليار دولار[77]، وفي شهر آب وصلت سندات الخزينة إلى نسبة 150 في المئة خلال تسعة أشهر.

وفي 11 آب تنهار المالية السوق الروسية ويتم تعليق التداول في البورصة مؤقتًا و تهتز الأسواق العالمية نتيجة المخاوف من حدوث انهيار مالي في آسيا وروسيا، وهو ما دفع الملياردير الأميركي جورج سوروس للمطالبة بتخفيض قيمة الروبل بنسبة 15 إلى 20 في المئة الأمر الذي رفضته السلطات الروسية، وهو ما تسبب بالامتصاص السريع لمبلغ الـ 8.4 مليارات دولار الذي دفعه صندوق النقد الدولي لدعم الروبل وتأمين خدمة الدين بعد أن أعلن الروس أنهم عاجزون عن دفع مستحقات تشرين الأول، وهكذا راح الجميع يتخلّى عن الروبل لصالح الدولرة والمقايضة فسقطت بذلك إحدى أهم أسس سيادة الدولة في روسيا.

في 14 آب، أعلن يلتسين رفضه تخفيض سعر الروبل، ولكن في 17 من الشهر نفسه أعلن تخفيض سعر الروبل بنسبة 34 في المئة كما تم توسيع حدود الممر الذي يُسمح فيه بتذبذب الروبل من (5.27–7.13) إلى (6.00–9.50) روبل للدولار الأمريكي، بالإضافة إلى التخلف عن السداد على سندات الخزانة قصيرة الأجل المعروفة باسم GKOs، وكذلك السندات طويلة الأجل بالروبل المسمى OFZs، وتم تعليق سداد الديون الخارجية لمدة تسعين يوماً[78].

استمرّ الانهيار فتضاعفت الأسعار وحلّق التضخّم (84.4 في المئة عام 1998 مقابل 11 في المئة عام 1997) وتخطى الدولار العشرين روبلاً بعد أن كان يساوي أقل من ستة روبل في بداية العام 1998، وأصبح التهرّب من دفع الضرائب أمراً رائجاً

---

[77] The crash : unraveling the 1988 global Financial crisis, time line of the panic. (6-1988). Retrieved at 12/11/2017 from, https://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/crash/etc/cron.html.

[78] The Russian Crisis 1998. (13/09/2013). Retrieved at 12/11/2017 from, https://economics.rabobank.com/publications/2013/september/the-russian-crisis-1998/.

وراحت المقايضة تمثّل نسبة خمسين في المئة من التبادلات اليوميّة كما وصلت الرواتب غير المدفوعة المستحقة على الشركات لموظفيها إلى نسبة 37 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي وذلك بسبب فقدان السيولة.

أما الاستثمارات الأجنبية التي عُوِّل عليها كثيراً في عملية الانتقال إلى اقتصاد السوق، فلم تتخطّ نسبة الأربعة في المئة من مجموع الاستثمارات، والعشرة مليارات دولار أو الاثنا عشر مليار دولار التي دخلت إلى روسيا عام 1998 توجّهت كلها تقريباً صوب سندات الخزينة ذات المردود العالي وكان لهذه المضاربات الأثر الأسوأ على الاقتصاد الروسي الذي كان يُهرَّب منه حوالى مليار دولار شهرياً إلى الخارج (تهريب، تحويلات شركات، مضاربات)، وقد جُنَّت الأسواق المالية نتيجة عدم القدرة على تسديد جزء من سندات الخزينة البالغة 40 مليار دولار مما أدّى إلى تعطيل النظام المصرفي وشلله، واستُنفاذ احتياطي المصرف المركزي من الذهب والنقد في عمليات تدخّل غير مجدية من أجل دعم العملة الوطنية، فبعد أن تجاوز الاحتياطي مبلغ 25 مليار دولار في العام 1997، هبط إلى 11,6 مليار دولار في بداية العام 1999[79].

وقد بلغت ديون روسيا الخارجية عام 1998 أكثر من 40 مليار دولار وبالتالي فإن موسكو لم تستطع إلاّ أن تخضع لشروط صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمؤسسات العالمية الدائنة، وعليه وافقت مجموعة السبعة G7 على إدخال روسيا إليها بصفة مراقب فأصبحت بذلك مجموعة الثمانية G8.

وفي العام 1999 وبفضل ارتفاع أسعار النفط زادت قيمة الصادرات الروسية بنسبة 37 في المئة في وقت يؤمن القطاع النفطي ثلاثين في المئة من مجموع واردات

---

[79] The central Bank Of Russian Federation. (N. D.). International Reserves of the Russian Federation (End of period). Retrieved at 12/11/2017 from http://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrrf/mrrf_m/.

الخزينة الروسية، وقد سجّل ذلك العام مؤشرات استثنائية منذ انهيار الاتحاد السوفياتي إذ بلغ معدّل النمو 3,2 في المئة وزاد الإنتاج الصناعي بنسبة 8.1 في المئة وبلغ معدّل التضخم 36 في المئة ورصيد الميزان التجاري 30 مليار دولار وحقق الروبل نوعاً من الاستقرار وتحسّنت جباية الضرائب، وقد أدّى هذان العاملان إلى ملء الخزينة الروسية التي كانت تعاني من عجز مزمن.

رغم ذلك بقيت المشاكل الاقتصادية الروسية على حالها لأنها مشاكل بنيوية وليست ظرفية تتعلق بارتفاع سعر صرف الروبل، ولحل هذه المعضلة انكبّت وزارتا الشؤون الاقتصادية والمالية على وضع برنامج اقتصادي على مدى عشر سنين يهتم بالاستثمارات الأجنبية ويشدّد على ضرورة تطوير القطاع الخاص وحرية الاستثمار بأقصى سرعة، وقد حصل بعض الانفراج عندما تم إعادة هيكلة الدين من قبل نادي لندن، كما أعلن المركزي الروسي عن خطة جديدة لإعادة هيكلة الديون ووضع سعر صرف عائم جديد سيسمح بانخفاض العملة بنسبة تصل إلى 50٪.

ومن تداعيات هذه الأزمة، انهيار قيمة الروبل من 6 روبل للدولار الواحد إلى 21 روبلاً وما ترتب على ذلك من تآكل قيمة مدخرات المواطنين وإفقارهم وارتفاع معدلات البطالة وزيادة أسعار المواد الغذائية بنسبة 63% والمواد الأخرى بنسبة 85% خلال أربعة أشهر فقط، وارتفاع الدين العام (الخارجي والداخلي) إلى 200% من الناتج المحلي الإجمالي لتصبح روسيا من أكبر الدول المدينة في العالم.

الفصل الثاني: السياسة النقدية لمصرف سورية المركزي خلال الأزمة السورية.

بدأت سورية بعملية التحرير الاقتصادي التدريجي في أوائل العقد الأول من القرن العشرين بهدف تحفيز النمو[80]، فسعت من خلال الإصلاحات الهيكلية إلى تحرير وتنويع الاقتصاد المدار من قبل الدولة مع ترقية وتطوير النظام الضريبي، بالإضافة إلى ذلك تم الانضمام رسميًا إلى منظمة التجارة العالمية (WTO) في عام 2001، وفي العام 2004 سُمح لأول بنك خاص بالعمل في السوق السورية، وتم تنفيذ منطقة التجارة الحرة العربية الكبرى (GAFTA) بالكامل عام 2005، وفي العام 2007 بدأ تنفيذ اتفاقية الشراكة بين الحكومتين السورية والتركية الموقعة منذ العام 2004، كما أعيد إطلاق سوق دمشق للأوراق المالية في العام 2009 بعد أكثر من 40 عامًا من إغلاقها، وتم توقيع الأحرف الأولى لمنطقة تجارة حرة مع الاتحاد الأوربي عام 2004 وأعيد تأهيل الاتفاقية عام 2008، [81] وعملت سورية أيضاً مع صندوق النقد الدولي للحصول على المساعدة الفنية للصندوق في تحديث الإطار النقدي وتطوير سوق الدين الحكومي وتحسين إدارة المالية العامة للدولة.

كان الاقتصاد السوري يتميز بمعدل تضخم منخفض مع معدلات نمو قوية (بلغ متوسط النمو غير النفطي 4.4 في المائة خلال الفترة 2000–2009)، وكان العجز المالي قابلاً للإدارة حيث بلغت نسبة الدين العام 31 بالمائة من الناتج المحلي الإجمالي

---

[80] Gobat, J & Kostial, K. (2016). Syria's Conflict Economy. IMF Working Paper. WP/16/123. P 6. Retrieved from https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16123.pdf.

[81] هيئة الاستثمار السورية، (د.ت) استرجعت بتاريخ 2017/06/12 من http://sia.gov.sy/why_syria_sections/%d8%a7%d9%84%d8%a7%d8%aa%d9%81%d8%a7%d9%82%d9%8a%d8%a7%d8%aa/.

في نهاية عام 2009، كما كان الحساب الجاري في حالة توازن إلى حد كبير وكانت الاحتياطيات الأجنبية مريحة[82].

المبحث الأول: النظام النقدي السوري.

أسس مجلس النقد والتسليف (CMC) في العام 1953 بموجب المرسوم التشريعي رقم (87)[83]، والذي تضمن النظام النقدي الأساسي في سورية، وتضمن ذات المرسوم التشريعي إنشاء مصرف سورية المركزي (CBS) الذي بدأ عملياته في عام 1956، إلا أن عمل مجلس النقد والتسليف علق عام 1983 وعهد إلى اللجنة الاقتصادية ووزير الاقتصاد والتجارة الخارجية بمهامها[84]، قبل إعادة تفعيله مرة أخرى في العام 2002 بصدور القانون رقم /23/ والمعروف باسم قانون النقد الأساسي.

يعتبر مجلس النقد والتسليف هو السلطة النقدية الأعلى في البلد وتتمثل مهامه في تنظيم المؤسسات النقدية والائتمانية، وتنسيق أنشطتها لتحقيق أهدافه في حدود صلاحياتها وبما ينسجم مع التوجهات الاقتصادية العامة للدولة، وتتمثل أهداف المجلس[85] في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار المحلية، والحفاظ على استقرار النظام النقدي والمصرفي وضمان قدرته التنافسية من أجل الحفاظ على القوة الشرائية للعملة الوطنية ونمو واستقرار الأسواق المالية، فضلاً عن دعم سياسة الحكومة لتحقيق النمو والعمالة المستدامين ضمن أهداف ووظائف المصرف المركزي.

---

[82] لا يوجد احصائيات رسمية عن حجم الاحتياطي الأجنبي لدى مصرف سورية المركزي، لكن يوجد بعض الاحصائيات غير الرسمية التي تشير إلى أنها تبلغ 18 مليون $، والبعض الآخر يشير إلى أنها كانت تتجاوز 20 مليون $ في نهاية العام 2010.

[83] عدل بالمرسوم التشريعي رقم 23 تاريخ 17/3/2002.

[84] البساط، هشام .(2001) .ورقة عمل بعنوان "تحديث وتطوير القطاع المالي والمصرفي في سورية" دمشق :صندوق النقد العربي.

[85] المرسوم التشريعي رقم 21 لعام 2011، المادة 2.

تمكن كل من مجلس النقد والتسليف ومصرف سورية المركزي بعد عام 2002 من تحقيق العديد من الإصلاحات القانونية التي شملت المؤسسات المالية الخاضعة للرقابة المباشرة لمجلس النقد والتسليف–مصرف سورية المركزي:

حيث عمل مصرف سورية المركزي على إصلاح القطاع المالي في سورية من خلال السماح للقطاع الخاص بمنافسة القطاع العام والبنوك العامة في السوق السورية، فتم افتتاح 14 مصرفاً خاصاً (11 مصرف تقليدياً و3 مصارف إسلامية) خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، ويعزى هذا النجاح إلى عامل الاستقرار الاقتصادي الذي اتسم به السوق السوري ونجاح المصرف المركزي في جذب الاستثمارات في هذا القطاع، ووصل عدد فروعها بتاريخ 2018/09/30 إلى 546 فرعاً مصرفياً عاملاً في سورية[86].

كما أذن المصرف المركزي بترخيص شركات ومكاتب الصرافة للعمل تحت مظلة مصرف سورية المركزي لمساعدة القطاع المصرفي وخدمة سياسات مصرف سورية المركزي في مكافحة نشاط السوق الموازية (السوداء) وذلك بموجب القانون رقم 24 لسنة 2006، يوجد في السوق السورية حالياً 24 شركة و55 مكتباً [87].

بالإضافة إلى ذلك رخص المصرف المركزي لأول مؤسسة تمويل صغير في العام 2008، للمساهمة في تمويل المشاريع الصغيرة للأسر الفقيرة التي لا تملك القدرة على تأمين الضمانات والمستندات التي تطلبها البنوك حيث وصل العدد الآن إلى 4 مؤسسات للتمويل الأصغر في سورية وبعدد فروع يتجاوز 28 فرعاً ومكتباً.

---

[86] مصرف سورية المركزي، (2018/09/30)، دليل المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية، استرجعت بتاريخ 2018/10/12 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=de0cc862c8.

[87] مصرف سورية المركزي، (2018/09/30)، دليل مؤسسات الصرافة، استرجعت بتاريخ 2018/10/12 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=04328d2d52.

أولاً: أدوات السياسة النقدية في سورية.

استجاب مجلس النقد والتسليف للأزمة الحالية بأن عدّل الأهداف المعلنة للسياسة النقدية بحيث أصبحت تعتمد بشكل أساسي على استقرار سعر الصرف كهدف أساسي للسياسة النقدية من أجل الحفاظ على قيمة الليرة السورية ومنع المضاربة[88]، بالإضافة إلى التنسيق مع الجهات الأخرى لتحقيق هدف مراقبة الأسعار المحلية ضمن الأدوات المتاحة، وبذل الجهود للسيطرة على أسعار المواد والسلع والخدمات في السوق المحلية ومنع احتكارات التجار والمستوردين.

لتحقيق الأهداف السابقة اعتمد مصرف سورية المركزي على الأدوات المباشرة للتأثير على المعروض من النقود –على الرغم من عدم وجود محددات قانونية لاستخدام الأدوات غير المباشرة–ونبين فيما يلي الأدوات المستخدمة من قبل المصرف المركزي:

أ– الأدوات المباشرة:

أسعار الفائدة: يحدد سعر الخصم الناظم لتعاملات المؤسسات المصرفية مع مصرف سورية المركزي أو حتى معدلات الفائدة الممنوحة لودائع العملاء بشكل إداري وبصيغة قرارات صادرة عن مجلس النقد والتسليف (CMC)، وقد أدت هذه السياسة إلى هروب الودائع من المصارف باعتبار أن عائد السوق أعلى من سعر الفائدة المحدد إدارياً، وهذا ساهم أيضاً في عدم القدرة على الاستفادة من سعر الفائدة كمؤشر لقياس حساسية السوق واستجابتها للأحداث الاقتصادية، وسيتم عرض التعديلات التي حصلت على الفوائد والقرارات الصادرة بهذا الخصوص في المبحث التالي.

---

[88] مصرف سورية المركزي. (2015). التقرير السنوي في العام 2015، دمشق، مصرف سورية المركزي. استرجعت بتاريخ 2017/06/01 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=449060df33.

توجيه الائتمان: من خلال دعم وتمويل القطاعات الاقتصادية عن طريق القروض المقدمة للبنوك المتخصصة مثل تجهيز القروض التي تتم للمصرف الزراعي[89]، أو توجيه المصارف العامة لتقديم القروض لمؤسسات القطاع العام الاقتصادي بالرغم من كونها مؤسسات خاسرة، أو حتى وضع ضوابط وقيود على تمويل أنشطة معينة مثل منع تمويل شراء السيارات، أو توجيه المصارف لتمويل المستوردات المتعلقة بالسلع الاستراتيجية، وتؤثر هذه الأداة على سوق العملات الأجنبية والسيولة في السوق المحلية.

الإقناع الأدبي: استخدم مصرف سورية المركزي هذه الأداة بشكل مكثف خلال سنوات الأزمة وخاصة فيما يتعلق بالعلاقة مع المؤسسات المالية بنوعيها المصرفية وغير المصرفية ويمكن تبيان ذلك من خلال متابعة نشرات أسعار الصرف الصادرة عن مؤسسات الصرافة خلال الفترة التي تلت فترة صدور القرارات التي تسمح لهذه المؤسسات بتحرير نشرات أسعار صرف العملات الأجنبية دون التقيد بنشرة أسعار العملات الصادرة عن مصرف سورية المركزي[90] بل ربطها بالأسعار السائدة في سوق القطع الأجنبي المحلية ومعطيات أسواق العملات الأجنبية، فلدى متابعة النشرات الصادرة عن هذه العملات يتبين أنها بقيت خلال فترة زمنية طويلة نسبياً –قبل أن يتم تقييد حرية التسعير مرة ثانية– تتقارب مع النشرة الصادرة عن مصرف سورية المركزي وذلك بالرغم من وجود فجوة كبيرة بين نشرة المصرف المركزي وأسعار تداول العملات الأجنبية في السوق الموازية.

---

[89]- علماً بأنه تم النص عليها بالمادة 60 من القانون 23 لعام 2002.

[90]- قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 1131 تاريخ 2012/01/19.

ب- الأدوات غير المباشرة:

استُخدمت أداة نسب الاحتياطي المطلوب الاحتفاظ بها فقط خلال الأزمة المالية العالمية في عام 2008، حيث ارتفعت هذه النسبة من 5٪ إلى 10٪ قبل أن تعود إلى 5٪ في عام 2011[91].

عمليات السوق المفتوح: لا يوجد حتى الآن بيئة مواتية لاستخدام هذه الأداة في سورية على اعتبار أن إصدار السندات كان محدوداً فيها، فقد عقد خلال الفترة 2010-2011 سبعة مزادات (أذون وسندات خزينة) لتمويل العجز الحكومي وتم الاحتفاظ بها لتاريخ الاستحقاق، وهنا لا بدّ من الإشارة إلى أن الاعتماد على هذه الأدوات يحتاج إلى وجود سوق متطورة لتداول الأسهم والسندات.

كما أن التطبيق العملي لما أجازه قانون النقد الأساسي لمصرف سورية المركزي من خلال السماح للمصرف المركزي خصم السندات التجارية وخصم السندات قصيرة الأجل الصادرة أو المضمونة من قبل الدولة، وشراء سندات متوسطة وطويلة الأجل صادرة أو مضمونة من قبل الدولة لم تتم وفق تطلعات المصرف المركزي حيث تم استخدامها لتمويل عجز المالية العامة، وبلغ عدد سندات الخزينة مقابل القروض الممنوحة لوزارة المالية خلال عام 2015 (16) سند بقيمة إجمالية 418 مليار ليرة سورية، بالإضافة إلى (47) سند مقابل القروض الممنوحة للبنك الزراعي لتمويل المحاصيل الاستراتيجية بمبلغ إجمالي قدره 76.8 مليار ليرة سورية[92].

---

[91]- قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5938 تاريخ 2011/05/02.

[92] مصرف سورية المركزي. (2015). التقرير السنوي في العام 2015، دمشق، مصرف سورية المركزي. ص5. استرجع بتاريخ 2017/01/05 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=449060df33.

ثانياً: استقلالية السلطة النقدية في سورية.

أعاد صدور القانون رقم 23 لعام 2002 الاعتبار لمجلس النقد والتسليف من خلال إعادة منحه صلاحيات رسم السياسة النقدية في سورية كما منح مصرف سورية المركزي الاستقلال المالي والإداري[93]، وعززت هذه الاستقلالية أكثر بصدور القانون 21 لعام 2011 والذي ربط مصرف سورية المركزي برئيس مجلس الوزراء عوضاً عن وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية[94]، وتضمن ذات القانون تعديل هيكلية مجلس النقد والتسليف وبالتالي الحد من إمكانية التأثير على قرارات مجلس النقد والتسليف من خلال استبعاد عدد من أعضائه وهم معاون وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ومعاون وزير الزراعة والإصلاح الزراعي ومعاون وزير الصناعة فضلاً عن أحد نواب الحاكم وبالتالي أصبح مجلس النقد والتسليف يتألف من:

ر.ت	وفق القانون 23 لعام 2002	المنصب	وفق القانون رقم 21 لعام 2011	المنصب
1	الحاكم	رئيساً	الحاكم	رئيساً
2	النائب الأول للحاكم	نائب للرئيس	رئيس هيئة التخطيط والتعاون الدولي	عضواً
3	النائب الثاني للحاكم	نائب للرئيس	نائب الحاكم	عضواً
4	معاون وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية	عضواً	معاون وزير المالية	عضواً
5	معاون وزير المالية	عضواً	ثلاثة خبراء	أعضاء
6	معاون وزير الزراعة والإصلاح	عضواً		

[93]- المادة 51 من القانون رقم 23 لعام 2002.

[94]- المادة 1 من القانون رقم 21 لعام 2011.

	الزراعي		
7	معاون وزير الصناعة	عضواً	
8	رئيس هيئة التخطيط والتعاون الدولي	عضواً	
9	ثلاثة خبراء	أعضاء	

إلا أن مصرف سورية المركزي لم يستطع حتى الآن من التخلص من سيطرة السياسة المالية على السياسة العامة للدولة بالرغم من صدور قانون الأوراق المالية الحكومية[95] منذ ما يقارب 17 عاماً وتضمينه النصوص اللازمة التي تساهم في استقلالية السياسة النقدية عن المالية كالمادة الثامنة من المرسوم التي تتضمن "*لا يتم الاقتراض الداخلي للحكومة إلا بواسطة الأوراق المالية الحكومية ويستثنى من ذلك الاقتراض لأغراض إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل وفق أسس وضوابط تضعها اللجنة*" والمادة 11 منه المتضمنة "*لا يجوز أن يزيد الرصيد القائم للدين العام الداخلي في أي وقت من الأوقات على 60% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة الأخيرة التي تتوافر عنها البيانات*". والمادة 18 المتضمنة "*لا يجوز أن تتجاوز مديونية الحكومة تجاه المصرف بعد سريان أحكام هذا المرسوم التشريعي الرصيد القائم لهذه المديونية بتاريخ سريانه*".

وقد عانى تطبيق هذه المرسوم من عدة معوقات حيث لم يفعل بالشكل المطلوب لغاية تاريخه واقتصر على سبعة مزادات بين عامي 2010 و2011 اكتتبت خلالها المصارف العامة بكامل الإصدار، وهذا ما تسبب باعتماد وزارة المالية على تمويل العجز بالموازنة العامة من خلال الاقتراض من مصرف سورية المركزي (ولتحقيق الانسجام وفق

[95]- المرسوم التشريعي رقم 60 تاريخ 2017/10/01.

هذا الإجراء مع القانون 60 لعام 2007 التزم المصرف المركزي بالاكتتاب على أوراق مالية حكومية غير قابلة للتداول تساوي مبلغ التمويل المطلوب) وهذا الإجراء يشابه بنتائجه الإصدار النقدي الجديد ويتسبب بزيادة العرض النقدي في السوق مما يخلق ضغوطاً تضخمية وما لذلك من أثار وارتدادات على سعر الفائدة وسعر الصرف، وهو ما سينتهي إلى إفقاد مصرف سورية المركزي لمصداقيته أمام الجمهور الأمر الذي ينعكس سلباً على السوق المالية والمصرفية وعلى قدرته على توجيه توقعات المستهلكين في إطار ممارسته لسياسته النقدية.

ولا يقتصر ضرر عدم تفعيل العمل بالمرسوم التشريعي رقم 60 على المصرف المركزي على النتائج المباشرة التي تم ذكرها سابقاً بل يتعداها إلى أضرار غير مباشرة مثل فوات إمكانية الاستفادة من أداة السوق المفتوحة ودخول المصرف المركزي في سوق تداول سندات الخزينة (السوق الثانوية) كبائع أو شاري لهذه السندات وذلك بما ينسجم مع توجهات المصرف المركزي والسياسة النقدية، كما يتيح تداول السندات الحكومية الفرصة للمصرف المركزي للانتقال إلى مستوى جديد لتحقيق هدف السياسة النقدية باستقرار الأسعار من خلال استهداف التضخم وذلك عبر ضبط الكتلة النقدية الموجودة في السوق وبالتالي التحكم بمعدلات الفائدة الموجودة في السوق بطريقة غير مباشرة، الأمر الذي سينعكس في حال حصوله على مصداقية مصرف سورية المركزي وفعالية في الوصول إلى الأهداف المعلنة للسياسة النقدية.

المبحث الثاني: فعالية السياسة النقدية للبنك المركزي خلال الأزمة السورية وتطور سعر الصرف.

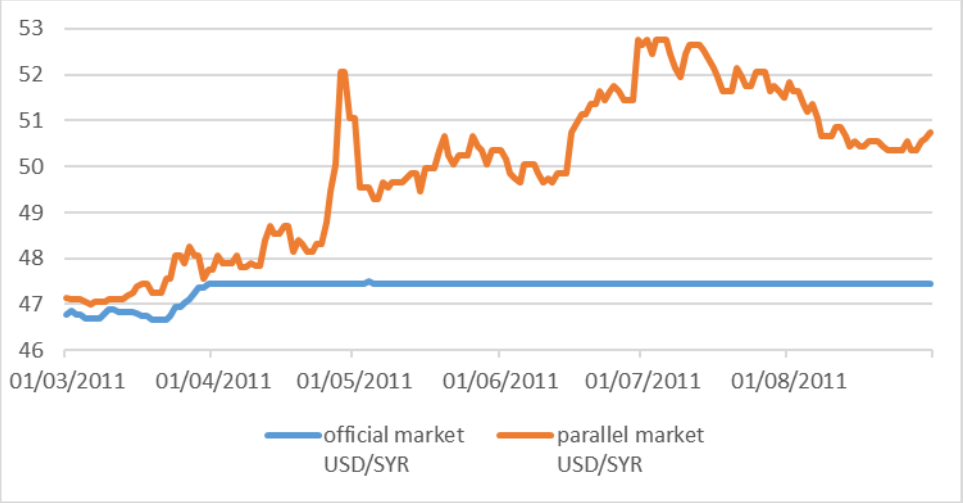
تم الإشارة سابقاً إلى الهدف النهائي للسياسة النقدية المعلنة تحول خلال الأزمة إلى السعي لتحقيق استقرار سعر الصرف، لذلك سيستعرض البحث في هذا الفصل الخطوات التي اتخذها مصرف سورية المركزي للتدخل والتأثير على سعر الصرف الأجنبي في السوق السورية والسياسات الداعمة التي اتخذها لضمان استقرار القطاع المالي.

أولاً: آلية ومراحل تدخل مصرف سورية المركزي في سوق العملات الأجنبية.

دار نقاش كبير واختلفت أراء الاقتصاديين في بداية الأزمة حول مدى حاجة الاقتصاد إلى تدخل المصرف المركزي في سوق العملات الأجنبية المحلي من خلال بيع جزء من الاحتياطيات الأجنبية لدعم سعر صرف الليرة السورية (SYP)، إلا أن زيادة الطلب على العملات الأجنبية مع الانخفاض الذي سجله جانب العرض خلق فجوة كبيرة أدت إلى تدهور سعر صرف الليرة السورية، الأمر الذي دفع إلى اتخاذ قرار بالتدخل والحد من انخفاض قيمة الليرة السورية (SYP) مقابل العملات الأجنبية بالوسائل المتاحة وفقاً للمراحل التالية:

- المرحلة الأولى: زيادة عرض العملات الأجنبية لتلبية الطلب عليها في السوق المحلية (آذار 2011 إلى آب 2011).

الشكل رقم 3 USD / SYR (المرحلة 1) من آذار 2011 إلى آب 2011.



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

خلال هذه الفترة، بقيت الفجوة بين سعر الصرف الرسمي لليرة السورية (SYP) وسعر السوق الموازي ضمن حدود مقبولة نظراً لتمويل العمليات التجارية مباشرةً من خلال المصارف، مع لعب المصرف المركزي دوراً غير مباشر في تمويل العمليات التجارية من خلال إعادة ترميم مركز القطع التشغيلي للمصارف التي شاركت في التمويل[96]،

كما عمل المصرف المركزي توفير القطع الأجنبي لتمويل العمليات غير التجارية من خلال السماح ببيع القطع الأجنبي لكل مواطن سوري مبلغ 10،000 دولار أمريكي –أو ما يعادلها من العملات الأجنبية–شهرياً[97]، وشارك في هذه العملية المصارف ومؤسسات

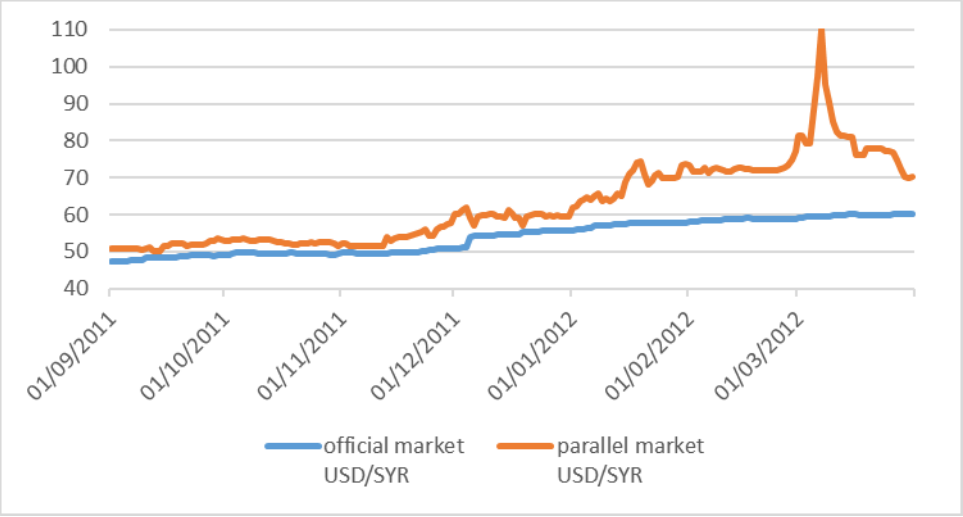
[96]- قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5204 تاريخ 2006/11/15.

[97] قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 84 تاريخ (2010/011/04).

الصرافة وفي تلك الفترة لم يكن لمؤسسات الصرافة دور في عملية التمويل التجاري، حيث تم تمويل مؤسسات الصرافة بالقطع الأجنبي من خلال توقيع مصرف سورية المركزي لعقود مقايضة معها، حيث تم تسليمها القطع الأجنبي اللازم للتدخل في سوق العملات مقابل تخليها عما يقابله من الليرات السورية وعلى أن يتم لاحقاً إجراء عملية معاكسة وإعادة القطع الأجنبي للمصرف المركزي مقابل هامش ربح محدد بتاريخ العقد[98]، وتراوحت فترات هذه العقود من شهر إلى سنة كاملة.

- المرحلة 2: تمويل استيراد قائمة محددة من المواد والاستمرار في تمويل العمليات غير التجارية وفقًا لضوابط محددة (من سبتمبر 2011 إلى آذار 2012).

الشكل رقم 4 USD / SYR (المرحلة 2) من سبتمبر 2011 إلى آذار 2012.



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

دفع انخفاض قيمة الليرة السورية في السوق الموازية نتيجة المضاربة الحادة عليها المصرف المركزي إلى البدء في تخفيض قيمتها تدريجياً من أجل تقليص الهامش بين

[98] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 457/ل.أ تاريخ 2011/03/31.

سعر السوق الموازية والسعر في السوق الرسمية لتفويت فرصة على المتلاعبين والمضاربين على سعر الصرف ومنعهم من الاستفادة من ارتفاع هذا الهامش، وفي هذه المرحلة راعى تدخل المصرف المركزي ترشيد استخدام العملات الأجنبية لأغراض تجارية خلال هذه الفترة من خلال حصرها بتمويل قائمة محددة فقط من السلع[99]، قبل أن يتم تقييدها لاحقاً بقائمة من 67 سلعة سمحت بتمويلها من العملات الأجنبية العائدة للمصرف المركزي.

علاوة على ذلك سمح مصرف سورية المركزي للبنوك ومؤسسات الصرافة بتاريخ 2012/01/18 بتسعير نشراتهم بالاعتماد على سعر الصرف في السوق ودون تقييدهم بسعر الصرف الصادر عن المصرف المركزي[100]، في ذات الوقت سمح مصرف سورية المركزي لمؤسسات الصرافة بالمشاركة في تمويل المستوردات من خلال المشاركة في المزادات العامة للمصرف المركزي لبيع العملات الأجنبية لمؤسسات الصرافة لاستخدامها في تمويل العمليات التجارية وغير التجارية، وذلك مع الاحتفاظ بذات الضوابط الموضوعة لتمويل العمليات غير التجارية.

[99] قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 14184 تاريخ 2011/10/08.

[100] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 67/ل.أ تاريخ 2012/01/19.

- المرحلة 3: مزيد من القيود على بيع العملات الأجنبية لتمويل الأغراض التجارية لضمان استخدامها للأغراض المقصودة. بالإضافة إلى تدخل مصرف سورية المركزي بشكل غير علني لتمويل العمليات غير التجارية (آذار 2012 إلى آذار 2013).

الشكل رقم 5 USD / SYR (المرحلة 3) من آذار 2012 إلى آذار 2013.



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

أدى ارتفاع الطلب على العملات الأجنبية إلى زيادة الفجوة بين سعر الصرف في السوق الرسمية والسوق الموازية، وترافق هذا العامل مع انخفاض إيرادات العملات الأجنبية بسبب العقوبات المفروضة على الاقتصاد السوري مما أدى إلى انخفاض سعر صرف الليرة السورية إلى مستويات غير مسبوقة تجاوزت 100 ليرة سورية للدولار الأمريكي الواحد وبالتالي كان التدخل المباشر في سوق العملات الأجنبية ضرورياً، والتي تمت وفقاً للآلية التالية:

استمر المصرف المركزي بتمويل العمليات التجارية من خلال المصارف وفقاً للآلية السابقة مع بعض التعديلات على قائمة المنتجات المستوردة التي سمح للبنوك ببيع العملات الأجنبية لتمويلها، كما سمح للمصارف تمويل العمليات غير التجارية من خلال المصرف التجاري السوري[101].

علاوة على ذلك سمح مصرف سورية المركزي لمؤسسات الصرافة –شركات الصرافة ببيع العملات الأجنبية لتمويل الواردات شريطة الالتزام بالتكافل مع العميل بتزويد مصرف سورية المركزي بالنسخة الأصلية للشهادة الجمركية[102]، كما استمر التدخل بإجراء مزادات علنية لبيع العملات الأجنبية لمؤسسات الصرافة وفقاً للقواعد والضوابط التي تم تحديدها في جلسات التدخل.

واعتباراً من تاريخ 2012/12/12 واستثناءً من الضوابط السابقة دخل المصرف المركزي في عملية بيع قطع أجنبي غير معلنة للتدخل في سوق العملات الأجنبية من خلال عدد من مكاتب الصرافة، حيث تم اعتبارهم كوكلاء للتدخل لصالح المصرف المركزي للحد من نشاط السوق الموازي وتم تحديد شروط البيع ببطاقة هوية العميل فقط وبالسعر الذي يحدده مصرف سورية المركزي بغض النظر عن مبرر المعاملة، والهدف من ذلك هو بيع أكبر عدد ممكن من المواطنين لتغطية الطلب على العملات الأجنبية غير التجارية ويجدر الإشارة إلى أن هذه العملية تمت دون سقف للمعاملة واحدة.

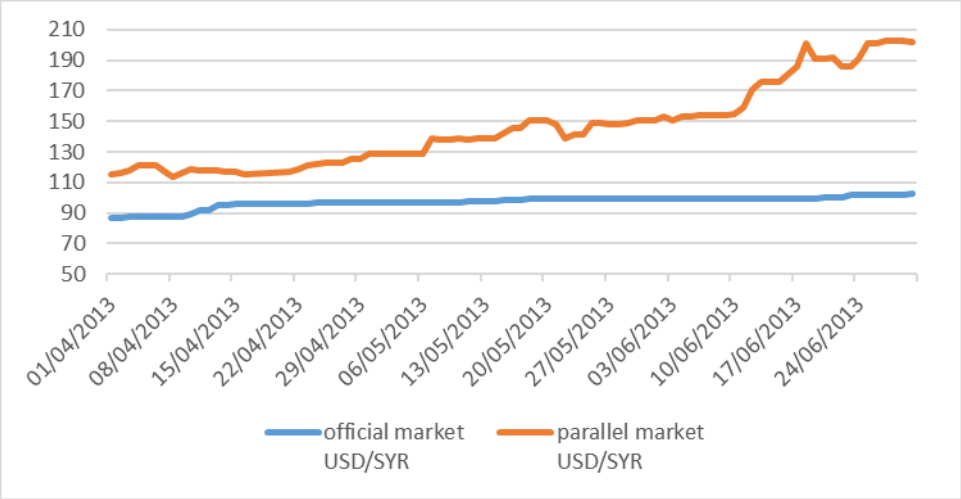
---

[101] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1481/ل.أ. تاريخ (2012/11/14).

[102] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1352/ل.أ. تاريخ (2012/10/10).

- المرحلة 4: استمرار التدخل غير العلني في السوق من خلال بعض مكاتب الصرافة لتمويل العمليات التجارية وغير التجارية، مع الاستمرار بتمويل العمليات التجارية بالطريقة التقليدية وفقاً لبعض القواعد والضوابط التي تتناسب مع الاحتياجات الفعلية (نيسان 2013 إلى حزيران 2013)

الشكل رقم 6 USD / SYR (المرحلة 4) من نيسان 2013 إلى حزيران 2013.



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

تحرك المصرف المركزي للتخفيف من استنزاف الاحتياطيات الأجنبية من خلال إلزام جميع مؤسسات الصرافة[103] والمصارف[104] ببيع مصرف سورية المركزي حصيلة الحوالات غير التجارية الواردة من الخارج وبيع جميع التحويلات الواردة التي تقل قيمتها عن 5,000 دولار، وفي الوقت نفسه واصل المصرف المركزي التدخل في السوق المحلي للعملات الأجنبية.

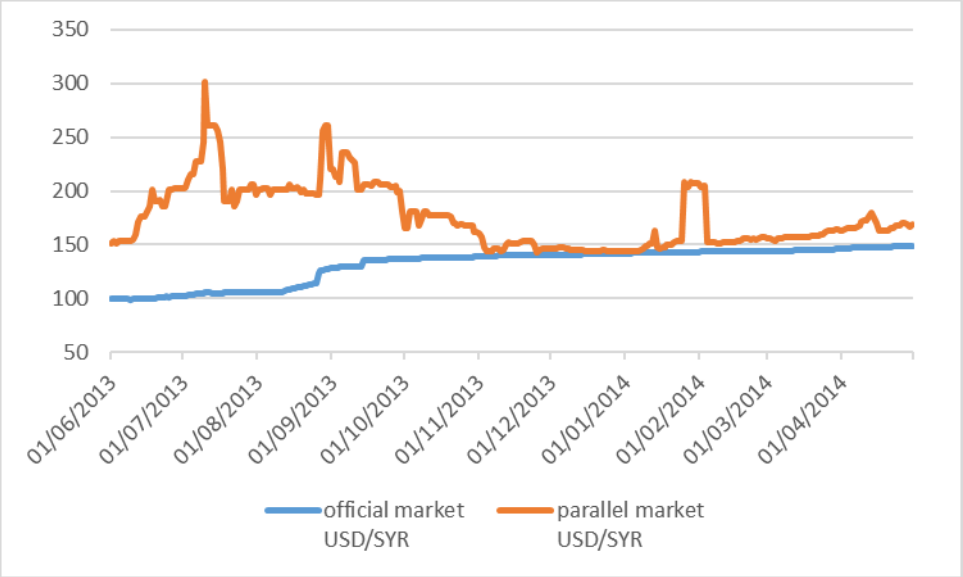
[103] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 506/ل.أ تاريخ (2013/05/15).

[104] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 508/ل.أ تاريخ (2013/05/15).

ولكن نظراً لانخفاض حجم الاحتياطيات الأجنبية وانخفاض الواردات من العملات الأجنبية توقف المصرف المركزي عن تمويل الواردات اعتباراً من 2013/05/11 وحصرها بتمويل الواردات الحكومية فقط وواردات القطاع الخاص التي تخص الأجهزة الحكومية، بالإضافة إلى ذلك ونظراً لاستمرار الضغط على سعر صرف الليرة السورية لجأ المصرف المركزي في 2013/5/19 إلى سياسة جديدة حيث أعلن من جديد عن بيع شريحة من العملات الأجنبية للبنوك ومؤسسات الصرافة التي تقدر بنحو 100 مليون يورو، مما انعكس بشكل مباشر على سعر صرف الليرة السورية في السوق الموازية خاصة في يوم 2013/5/22.

- المرحلة 5: استمرار سياسة التدخل الجديدة بالإعلان عن بيع شرائح من العملات الأجنبية، وتمويل العمليات التجارية وفقًا للاحتياجات الفعلية وفي حدود سقف محدد (حزيران 2013 إلى نيسان 2014).

الشكل رقم 7 USD / SYR (المرحلة 5) من حزيران 2013 إلى نيسان 2014



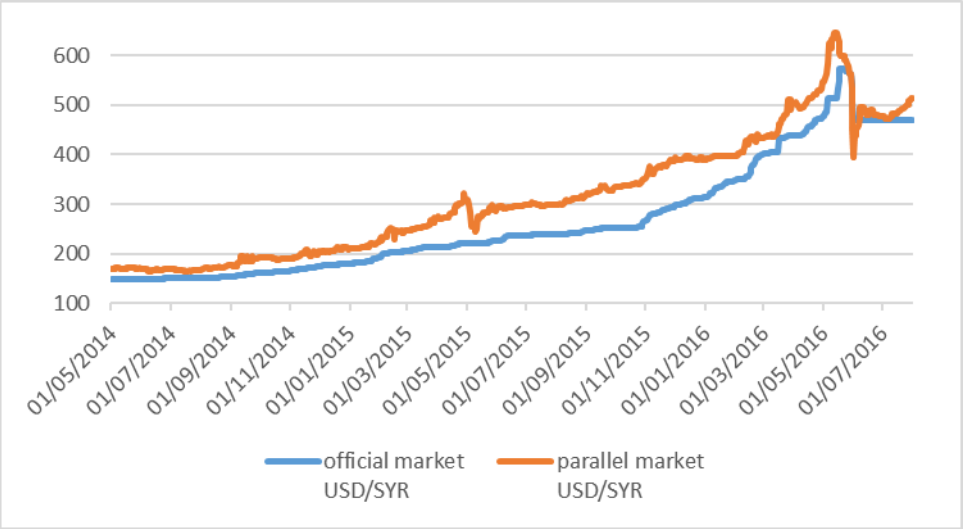
المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

واصل سعر صرف الليرة السورية انخفاضه بالقرب من أدنى مستوياته هذا العام في 2013/7/10، ففي أيار 2014 طالب مصرف سورية المركزي المصدرين بتسليم 50 بالمائة من القطع الأجنبي المتحصل من عملية التصدير[105]، ثم زات نسبة القطع المطلوب تسليمه إلى المصرف المركزي إلى 100% وذلك في نيسان 2015، واستخدم المصرف المركزي متحصلاته من العملات الأجنبية نتيجة هذا القرار في تخفيف القيود المفروضة على بيع العملات الأجنبية لغايات تمويل المستوردات، وبهدف زيادة العرض من العملات الأجنبية بشكل أكبر سمح لشركات الصرافة والمصارف باستخدام جزء من حصيلة العملات الأجنبية المقابلة للتحويلات التي ينبغي بيعها إلى مصرف سورية المركزي في عملية التمويل، بالإضافة إلى ذلك شاركت البنوك ومؤسسات الصرافة في بيع العملات الأجنبية للمواطنين لأغراض غير تجارية بغرض تقليل الفجوة السعرية بين السعر السائد بين البنوك ومؤسسات الصرافة والسعر في السوق الموازية من خلال نهج سياسة بيع كمية أقل من القطع الأجنبي للعدد الأكبر من المواطنين من خلال البنوك ومؤسسات الصرافة.

[105] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 605/ل.أ تاريخ (2014/05/07).

- المرحلة 6: التركيز على مؤسسات الصرافة في التدخل، وتراجع العملة السورية بطريقة غير مسبوقة (أيار 2015، حتى تموز 2016).

الشكل رقم 8 USD / SYR (المرحلة 6) من أيار 2015 إلى تموز 2016.



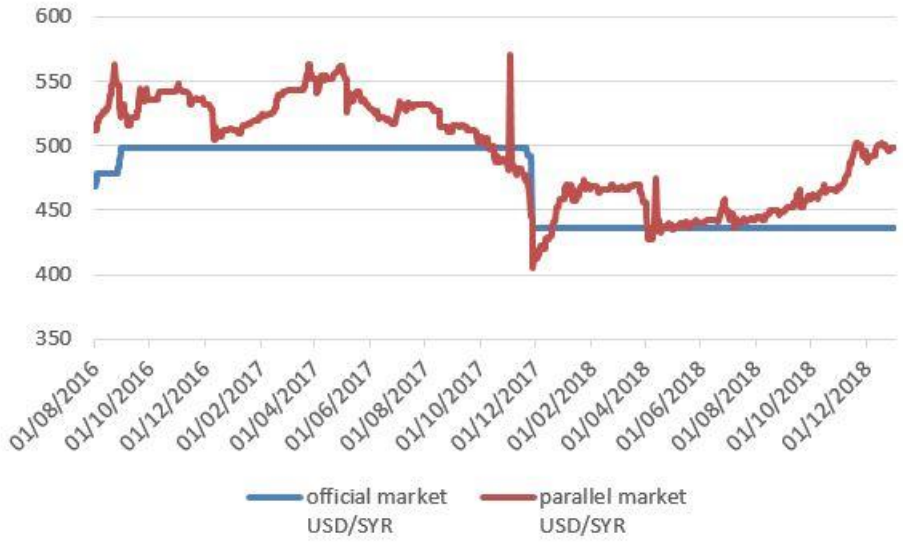
المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

استمرت نفس سياسة تمويل الواردات من خلال المصارف، كما تم الاعتماد على عدد محدد من مؤسسات الصرافة في تمويل المستوردات بكميات غير محدودة من القطع الأجنبي واستمرت آلية التمويل عبر مؤسسات الصرافة لغاية شهر تشرين الثاني من العام 2015، وبعد هذا التاريخ عاد المصرف المركزي إلى الاعتماد على كافة مؤسسات الصرافة ولكن بكميات أقل واستمرت هذه الآلية لغاية 2016/05/10.

وبتاريخ 2016/05/10 وبسبب انخفاض سعر صرف العملة السورية إلى مستويات غير مسبوقة تم الإعلان على استعداد مصرف سورية المركزي لبيع القطع الأجنبي بكميات غير محدودة وبدون وجود أي ضوابط وقيود لعملية الشراء من العملاء وذلك بهدف إعادة بعض القوة إلى قيمة الليرة السورية، كما تم في ذات الوقت تقييد السحوبات بالليرات السورية من الحسابات المفتوحة لدى المصارف، حيث أثمرت هذه السياسة عن نجاح في تحسين سعر صرف الليرة السورية ووضع حد لانهيار قيمتها.

- المرحلة 7: اعتماد المصرف المركزي على القطاع المصرفي في تمويل المستوردات، مع ضبط وتقييد السيولة في السوق السورية، ووضع رؤية جديدة لدور ووظيفة مؤسسات الصرافة، (آب 2016 حتى 2018/04/30).

الشكل رقم 9 USD / SYR (المرحلة 7) من آب 2016 إلى نهاية العام 2018



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي.

اتبع مصرف سورية المركزي في النصف الثاني من عام 2016 سياسة مختلفة عن السياسة السابقة لإدارة سوق العملات الأجنبية في سورية عن طريق الحد من استنزاف الاحتياطيات الأجنبية والعمل على الوصول إلى نقطة التوازن بين احتياجات وموارد الاقتصاد السوري من العملات الأجنبية، حيث تم إلغاء جلسات التدخل كما منعت مؤسسات الصرافة من المشاركة بعملية تمويل المستوردات[106]، وسمح للمصارف المسموح لها التعامل بالقطع الأجنبي بالاحتفاظ بمركز قطع تشغيلي يبلغ بين (-1%، +1%) من الأموال الخاصة الصافية للمصرف، كما سمح لها باستخدام هذا المركز في تمويل

[106] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1062/ل.أ تاريخ (2016/07/24).

المستوردات على أن لا تتجاوز الحركة اليومية نسبة 0.05% من الأموال الخاصة الصافية[107] ، مع إمكانية التقدم بطلبات إلى مصرف سورية المركزي لترميم مركز القطع المكشوف[108] من خلال الشراء مباشرةً من مصرف سورية المركزي، وقبل أن يتم لاحقاً رفع نسبة الاحتفاظ بمراكز القطع التشغيلية مدينة أو دائنة[109] لكل مصرف مسموح له التعامل بالقطع الأجنبي إلى 2% بدلاً من 1% من مجموع عناصر الأموال الخاصة الأساسية الصافية، مما يتيح للمصارف هامشاً أكبر للاحتفاظ بالقطع الأجنبي، كما رفع القرار نسبة مبيعات القطع الأجنبي اليومية المسموح بها من 5 بالألف إلى 1%، لتلبية طلبات التمويل بالقطع الأجنبي عن طريق المصارف العاملة.

إضافةً إلى آلية التمويل السابقة أعلن المصرف المركزي عن آلية إضافية لتلبية الطلب على القطع الأجنبي لتمويل الغايات التجارية التي لا تستطيع المصارف تلبيتها – بسبب محدودية مركز قطعها التشغيلي–من خلال التقدم بطلبات شراء للقطع الأجنبي من المصرف المركزي لبيعها للعملاء وذلك بهدف الإبقاء على هامش مقبول من المرونة يساعد المصرف المركزي بالتدخل لمنح سوق العملات الأجنبية لمزيد من التوازن والثقة بالإجراءات المتخذة.

يضاف إلى الخطوات السابقة بدء المصرف المركزي للخطوة الأولى في مشروع نظام التسويات الإجمالية السوري (SYGS) لخدمة العمليات ما بين البنوك وذلك بالاعتماد على كوارد وخبرات محلية والذي تم الانتهاء منه باكتمال ربط كافة المصارف الخاصة بهذه المنظومة الجديدة[110] وذلك بتاريخ 2018/02/25.

---

[107] قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1409 تاريخ (2016/07/24).

[108] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1153/ل.أ تاريخ (2016/08/04).

[109] قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 292 تاريخ (2019/03/10).

[110] مصرف سورية المركزي، (2018/02/25). استرجعت بتاريخ 2018/06/30 من http://cb.gov.sy/ar/ei-d/post?id=19ee45143e.

وفي سبيل ضبط السيولة في السوق السورية تم تحديد شروط للحصول على التمويل من القطاع المصرفي، من خلال ربط التسهيلات التي يحق للعميل الحصول عليها مع حجم نشاطه والذي تم تقييمه من خلال ربطه برصيد مكوث أرصدته لدى المصرف الذي يتعامل معه.

ويتبين من الشكل البياني أعلاه انخفاض سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي في السوق الموازية عن السعر الرسمي في نهاية شهر 11 من العام 2016، وهو ما عولج بداية بفرض المصرف المركزي قيوداً على عمليات تصريف القطع الأجنبي من خلال إلزام العملاء بالاحتفاظ بالليرات السورية المقابلة للقطع الأجنبي كوديعه لدى أحد المصارف المحلية لمدة 3 أشهر، وهدف هذا الإجراء إلى نشر الثقافة المصرفية من جهة ومنع المضاربين من استغلال الحدث والمضاربة على الليرة السورية وتحقيق الأرباح، وتضمن ذات القرار مرونة بالتطبيق من خلال السماح للعملاء بسحب المعادل بالليرة السورية شريطة دفع عموله على المبلغ المسحوب قبل انقضاء المهلة المبينة أعلاه.

ثانياً: إجراءات المصرف المركزي لدعم تدخله في سوق العملات الأجنبية.

إجراءات تتعلق بالجانب التشريعي: عمل المصرف المركزي على خلق أدوات رقابية إضافية لتساعده في ضبط السوق الموازية من خلال تشكيل ضابطة عدلية متخصصة بهدف المساعدة في ضبط السوق الموازية سواءً من خلال تنفيذ المهام منفردة أو من خلال التنسيق مع السلطات المختصة لضبط المتعاملين في السوق الموازية ومصادرة أموالهم، حيث صدر في هذا الإطار القانون رقم 29 لعام 2012 المعدل للمادة للقانون 24 لعام 2006 إضافة إلى صدور المرسوم التشريعي رقم 54 لعام 2013 الذي تضمن منع التعامل بغير العملة السورية (سواءً بالعملة الأجنبية أو المعادن الثمينة)

كوسيلة للمدفوعات أو أي نوع من أنواع التداول التجاري أو التسديدات النقدية، حيث تضمن المرسوم تحديد مدة العقوبة حسب حجم المخالفة.

كما تم العمل على تحديث القوانين والتشريعات التي تمنع ممارسة نشاط الصرافة بدون ترخيص وزيادة العقوبة المنصوص عليها في القانون وفي هذا الإطار شدد القانون رقم 18 لعام 2013 العقوبات على أي شخص يمارس مهنة الصرافة بدون ترخيص، وشدد العقوبة على من يقوم بنقل أو تحويل الأموال بين الجمهورية العربية السورية والخارج دون ترخيص بحيث تم تشديد العقوبة المرتبطة بهذا الجرم وتحويلها لجنائية مع تشديد العقوبة المالية.

وصدر المرسوم التشريعي رقم 46 لعام 2013 متضمناً تعديل المرسوم رقم 33 لعام 2005 المتعلق بمكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب حيث تم اعتبار جريمة التعامل غير المشروع للمعاملات بالعملات الأجنبية جريمة أصلية في جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

إجراءات تتعلق بالجانب الرقابي: إن توجهات المصرف المركزي لم تتوقف عند الجانب التشريعي حيث ضاعف مصرف سورية المركزي خلال سنوات الأزمة من جهوده في مجال الرقابة المالية والمصرفية من خلال تنفيذ مهمات ميدانية رقابية واسعة النطاق على الجهات الخاضعة لرقابته والمرخص لها التعامل بالعملات الأجنبية من البنوك العاملة ومؤسسات الصرافة لضمان التطبيق السليم للقوانين والضوابط، ونتج عن هذه المهام ضبط العديد من المخالفات التي انتهت إلى إلغاء ترخيص عدد من مؤسسات الصرافة نظراً لحجم المخالفات المرتكبة للقوانين والتعليمات الناظمة، فضلاً عن اكتشاف تورط البعض منهم في أنشطة أو تحويلات مالية غير قانونية، مع فرض غرامات مالية أو عقوبة الإغلاق المؤقت للمخالفات الأقل أهمية،

علاوة على ذلك تم إغلاق مقرات وفروع المصارف ومؤسسات الصرافة التي كانت تعمل في المناطق الساخنة بسبب الظروف الأمنية ولحماية هذه المؤسسات من استخدامها في تمويل الإرهاب، بالإضافة إلى ذلك قام مصرف سورية المركزي بمتابعة مخالفي تعليمات القطع من العملاء خاصةً أولئك الذين اشتروا عملات أجنبية بما يتجاوز المسموح به وفقًا للقوانين والأنظمة.

إجراءات تتعلق بضبط ارتفاع الأسعار: واتبع المصرف المركزي إجراءات لضبط ارتفاع أسعار السلع في الأسواق المحلية من خلال توفير العملات الأجنبية لتغطية جميع واردات القطاع العام ومعظم واردات القطاع الخاص بأسعار تفضيلية لتحييد الآثار السلبية لتقلبات سعر الصرف في السوق الموازية والحفاظ على القوة الشرائية لليرة السورية، إلا أن هذه الجهود لم تنجح في كافة الأوقات على اعتبار أن نجاحها يحتاج إلى بذل جهود موازية من قبل الجهات المعنية الأخرى لتأمين احتياجات المواطنين من المواد الأساسية ومكافحة الاحتكار في السوق، وعليه يمكننا القول بأن تحقيق نجاحات كبيرة في ظل الظروف المحيطة بالاقتصاد الوطني كان مستبعداً نظراً لتدمير الهيكل الاقتصادي والاجتماعي والأضرار التي لحقت برأس المال المادي والاجتماعي بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف النقل نتيجة عدم توفر خطوط الإمداد والنقل الآمنة بسبب العقوبات وانعدام الأمن والاستقرار على الأراضي السورية، وكذلك وجود الاحتكار لعدد من البضائع وبسبب عمليات التهريب.

أما بالنسبة للقطاع المصرفي: عمل المصرف المركزي منذ بداية الأزمة على مراعاة حساسية القطاع المالي بشكل عام والقطاع المصرفي بشكل خاص من خلال حمايته قدر الإمكان من تقلبات في الوضع الاقتصادي والسياسي والعسكري في البلاد، لذلك التزم المصرف المركزي باتخاذ إجراءات للحفاظ عليه نظراً لأهمية هذا القطاع في دعم آليات تدخل المصرف المركزي أو للحكومة في دعم التوازن الاقتصادي خلال الأزمة

من جهة، علاوة عن دوره المهم في المرحلة اللاحقة في المساهمة في تجميع المدخرات على المستوى الوطني وتوفير التمويل لإعادة الإعمار من جانب آخر، ونتيجة لهذا الاهتمام حافظت المصارف السورية على قدرتها بنشر بياناتها المالية المرحلية على أساس ربع سنوي على موقع بورصة دمشق للأوراق المالية (DSE) فضلاً عن التزامها بنشر بياناتها الختامية المدققة متضمنة الافصاحات مفصلة.

ويعتبر دخول المصرف المركزي مع المصارف باتفاقيات مقايضة بالليرة السورية أو القطع الأجنبي لدعم سيولة المصارف المحلية بالليرة السورية أو العملات الأجنبية[111] أهم تدابير دعم المصرف المركزي للمصارف، علاوة على ذلك أعد المصرف المركزي مظلة من الإجراءات التي يمكن استخدامها في حال تعرض سيولة أحد البنوك لأية أزمة مفاجئة بسبب عمليات السحب من المودعين.

كما واصل المصرف المركزي مراقبة التزام المؤسسات المالية المصرفية بمتابعة المخاطر المصرفية التي تتعرض لها من أجل ضمان الحفاظ على أموال المودعين والحفاظ على حقوق المساهمين من خلال الحفاظ على عمل مؤسساتهم في السوق بكفاءة وشفافية، حيث تم تعديل الضوابط المتعلقة بالقطع البنيوي المسموح للمصارف السورية المسموح لها التعامل بالقطع الأجنبي الاحتفاظ به من خلال إلغاء ربطها بصافي الأموال الخاصة للمصرف حيث حددت سابقا ب 60% من صافي الأموال الخاصة[112]، بحيث تم ربطها بالجزء المكتتب به بالقطع الأجنبي من رأسمال المصرف[113] واتخذ هذا الإجراء نتيجة انخفاض هذه الأموال نتيجة تراجع قيمة الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية.

---

[111]- قرار مجلس النقد رقم 766 لعام 2011.

[112]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 362 تاريخ 2008/02/04.

[113]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1116 تاريخ 2014/04/23.

كما صدرت عدة قرارات تساعد القطاع المصرفي في تجاوز العقوبات المفروضة على القطاع المصرفي السوري والحد من تأثير هذه العقويات على عمل المصارف وأهم هذه القرارات تلك التي سمحت للمصارف السورية بالإبقاء على توظيفاتها بالقطع الأجنبي في الخارج لدى ملاذات آمنة من العقوبات لضمان استمرار حصولها على عوائد تضمن استمرارية عملها وتغطي تكاليفها التشغيلية وأن المصارف السورية مرت بمراحل زمنية اعتبر فيها قيام المصارف بتقديم التسهيلات في السوق السورية أمر يتخلله الكثير من المخاطر، وعليه تم رفع الحد الأقصى للمبالغ المسموح توظيفها واستثمارها لدى نفس المجموعة المصرفية والمؤسسات المالية الأجنبية عن النسب الموضوعة مسبقاً قبل الأزمة[114] لتصبح حدود القصوى[115] لـ "*إيداعات وتوظيفات المصرف وارتباطاته المالية الناشئة عن بنود داخل الميزانية مع مجموعته المصرفية بما في ذلك الأوراق الصادرة عن تلك المجموعة نسبة 100% من أمواله الخاصة الصافية ... وألا يتجاوز مجموع التعاملات في داخل وخارج الميزانية غير القابلة للإلغاء مع مجموعته المصرفية 150% من الأموال الخاصة الصافية للمصرف ...*"، وحددت "*إيداعات وتوظيفات المصرف وارتباطاته المالية الناشئة عن بنود داخل الميزانية مع كل مؤسسة مالية أو مجموعتها المصرفية في الخارج نسبة 100% من أمواله الخاصة الصافية... وألا يتجاوز مجموع التعاملات في داخل وخارج الميزانية غير القابلة للإلغاء 150% من الأموال الخاصة الصافية للمصرف...*".

كما تم تقديم تسهيلات أخرى تتعلق بآليات تمويل المستوردات وإيصال القطع الأجنبي للمورد في الخارج بحيث تم السماح للمصارف وبعد تدقيق الوثائق لديها بتحويل

---

[114]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 501 تاريخ 2009/05/10.

[115] - قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1101 تاريخ 2014/04/02، المعدل بقرار مجلس النقد والتسليف رقم 101 تاريخ 2017/07/30.

قيمة المستوردات وعلى مسؤوليتها إلى حساب المصرف المراسل في الخارج أو إلى حساب المصدر المفتوح لديه أو لدى أحد المصارف المرخصة العاملة في القطر، وفي حال تعذر ذلك يمكن إتمام العملية عن طريق شركات الصرافة[116]، كما تم العمل على مساعدة المصارف العاملة في متابعة ملفات الديون المتعثرة وبشكل خاص متابعة كبار المتعثرين من خلال دراسة ملفاتهم واتخاذ إجراءات تتناسب مع وضع كل منهم.

يضاف إلى الإجراءات السابقة السماح لشركات الصرافة بشحن العملات الأجنبية إلى البلاد لتلبية حاجة السوق السورية إلى السيولة من العملات أجنبية[117]، علاوة على ذلك نجح مصرف سورية المركزي في مواجهة المحاولات الرامية إلى استبدال الليرة السورية بالليرة التركية في مناطق في الشمال لا تخضع لسيطرة الحكومة.

وفي سبيل ضبط السيولة النقدية في السوق عمل المصرف المركزي على تقييد سحوبات المواطنين والتجار من حساباتهم المفتوحة بالليرات السورية لدى المصارف وهذا الإجراء ساهم بالحد من الطلب على القطع الأجنبي بالأمد القصير إلا أن هذا الإجراء انعكس سلباً على الأمد الطويل نظراً لفقدان الثقة بالمصارف السورية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وتأمين السيولة لهذه الودائع وهو ما تسبب بخروج جزء من الودائع الموجود بالمصارف والاحتفاظ بها بشكلها السائل، ويضاف لذلك انخفاض عمليات فتح الحساب أو انخفاض كتلة الإيداعات الجديدة.

---

[116]- قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1040/ل.أ تاريخ 2017/08/15.

[117]- قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 40/ل.أ تاريخ 2013/01/13.

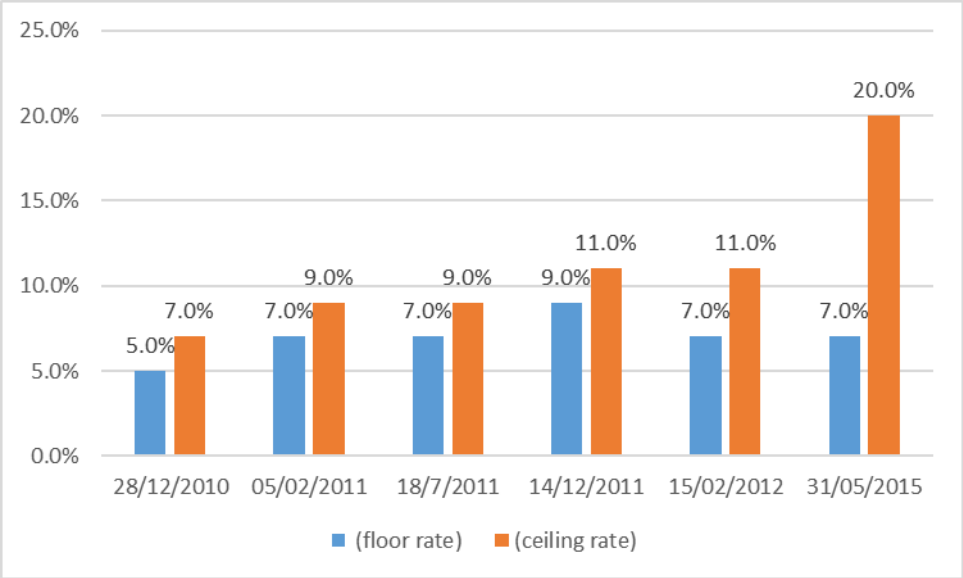
ثالثاً: التعديلات الحاصلة على معدلات الفائدة الممنوحة على الودائع:

تم الاستعراض سابقاً بأن مجلس النقد والتسليف ومصرف سورية المركزي اعتمدا على القرار الإداري في تحديد سعر الفائدة وهي تقل عن معدلات التضخم التي يعاني منها الاقتصاد السوري كما تقل بطبيعة الحال عن سعر الفائدة الموجود في السوق وهذا الأمر الذي تسبب بهروب الأموال من القطاع المصرفي إلا أن ذلك لم يكن بمعضلة لهذا القطاع بسبب بقاء احتفاظه بفوائض مالية وسيولة عالية لديه بسبب عدم وجود رغبة لهذا القطاع بمنح المزيد من التسهيلات في السوق السورية بسبب ما تعانيه هذه التسهيلات من مخاطر ائتمانية عالية.

وبناءً على هذه المعطيات لم يتم التركيز على معدلات الفائدة لكبح جماح التضخم الموجود باعتبار أنها ليست ذات فعالية عالية في معالجة الأزمات الكبيرة التي تمر بها البلدان وخاصة الأزمات الأمنية منها، حيث عمل المصرف المركزي طوال السنوات التي تغطيها هذه الدراسة على تعديل أسعار الفائدة على الودائع خمس مرات فقط منها 3 تعديلات حصلت خلال أول عام للأزمة السورية، حيث كانت التعديلات وفق التالي:

الشكل رقم 10 أسعار الفوائد على الودائع بالليرة السورية

من تاريخ 2010/01/01 ولغاية شهر 2018/04/30



المصدر: قرارات مصرف سورية المركزي.

عدلت أسعار الفائدة خلال شهر أيار من العام 2011[118] بحيث أصبحت الفائدة على الودائع بالليرات السورية 7%-9% حسب الآجال مع إعطاء هامش حركة ±1% مع شرط ألا يقل الفرق بين أقل معدل على أدنى أجل وأعلى معدل على أطول أجل عن 2%، كما حددت الفوائد على الودائع لأجل بالدولار الأمريكي بين (libor+2%، libor+3)، شريطة ألا يقل الفرق بين أقل معدل على أدنى أجل وأعلى معدل على أطول أجل عن 1%.

وعدلت أسعار الفوائد مرة ثانية في شهر تموز[119] من العام 2011 من خلال زيادة هامش الحركة على الودائع بالليرة السورية إلى 2%، وتخفيض معدلات الفائدة على الودائع بالدولار الأمريكي لتصبح (libor+1%، libor+2)، ثم في شهر كانون الأول من

---

[118]- قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5937 تاريخ 2011/05/02.

[119]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 747 تاريخ 2011/07/18.

ذات العام تم تعديل أسعار الفائدة على الودائع بالليرات السورية[120] لتصبح 7%-11% حسب الآجال.

وفي الشهر الثاني من العام 2012 أصدر مجلس النقد والتسليف قراراً جديداً حدد فيه أسعار الفائدة للودائع بالليرات السورية وفق كل أجل بحيث تكون[121] 7% للودائع لغاية 3 أشهر، 8% للودائع من 4-6 أشهر، 9% للودائع من 7-9 أشهر، 10% للودائع من 10-12 شهر، 11% للودائع لأكثر من سنة، وأخيراً صدر تعديل لأسعار الفوائد للودائع التي تتجاوز سنة واحدة لتصبح[122] 10%-20%.

أما بالنسبة للفوائد على القروض الممنوحة للعملاء فقد أبقى مجلس النقد والتسليف ومصرف سورية المركزي للمصارف حرية تحديد معدلات الفائدة عليها بناءً على معطيات السوق والمنافسة والقطاعات التي سيتم تمويلها، إلا أنه تم استثناء التسهيلات الممنوحة من المصارف العامة للمؤسسات العامة ذات الطابع الاقتصادي[123] حيث تقييد هامش الربح بنسبة (1%-2%) بحيث تضاف إلى معدل التكلفة المرجحة للودائع الموجودة لديها.

---

[120]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 495 تاريخ 2011/12/14.

[121]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 818 تاريخ 2012/02/15.

[122]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1266 تاريخ 2015/05/31.

[123]- قرار مجلس النقد والتسليف رقم 938 تاريخ 2013/02/13.

المبحث الثالث: العقوبات الاقتصادية المفروضة على مصرف سورية المركزي.

تركت الأزمة السورية والعقوبات التي تزامنت معها آثار عميقة على النظام المالي والمصرفي السوري وتسببت في عزله إلى حد كبير عن السوق المصرفية الدولية، ونتيجة للعقوبات الدولية أصبح مصرف سورية المركزي والبنوك العامة المملوكة للدولة منعزلة إلى حد كبير عن النظام المالي العالمي وعن أنظمة الدفع والتسوية الدولية وهذا يعني بشكل أو بآخر عزلها عن أسواق الائتمان الدولية، ويمكن ملاحظة ذلك بشكل واضح من خلال ملاحظة الانخفاض الحاد في تعاملات المصارف الأجنبية مع المصارف السورية منذ بداية الأزمة، مع تجميدها للأصول الموجودة لديها والعائدة لعدد من المصارف السورية التي فرضت عقوبات بحقها، كل ذلك كان له أثر سلبي مباشر على تدفق الودائع بالقطع الأجنبي وساهم بانهيار النشاط الاقتصادي.

أولاً: تاريخ العقوبات ضد الاقتصاد السوري

إن الموقف الغربي المعادي للحكومات السورية المتعاقبة مستمر منذ عقود وهو ما تسبب بفرض عدة جولات من العقوبات على الاقتصاد السوري والبنوك المملوكة للدولة، فالعقوبات الأمريكية ضد سورية تعود إلى الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي عندما أصدرت السلطات الأمريكية ما يسمى بقانون محاسبة سورية الذي يحظر الصادرات إلى سورية ويجمد أصول المؤسسات السورية. وفي العام 2004 عززت واشنطن هذه العقوبات من خلال حظر بيع البضائع التي تحتوي على نسبة تصنيع في الولايات المتحدة تفوق نسبة 10٪ من المصنوعات، مع حظر دخول الطائرات السورية إلى المجال الجوي الأمريكي.

وفي عام 2006 فرضت الحكومة الأمريكية نوعاً جديداً من العقوبات بموجب قانون باتريوت الأمريكي واستهدفت هذه العقوبات "البنك التجاري السوري" و "البنك التجاري السوري اللبناني" بالادعاء بأنها مؤسسات مالية تهتم بغسل الأموال بشكل أساسي وتطلب من جميع المصارف الأمريكية أن تقطع جميع الروابط مع المؤسسات بحلول أيار من العام 2006[124].

كما أصدرت الحكومة الأمريكية في العام 2011 أوامر تنفيذية إضافية صادرت بموجبها ممتلكات بعض المسؤولين السوريين وأشخاص يعتقد بأنهم مسؤولين كبار في الحكومة السورية، بالإضافة إلى حظر الاستثمارات الجديدة في سورية من قبل الأشخاص الأمريكيين، مع حظر تصدير أو بيع الخدمات إلى سورية من قبل أشخاص أمريكيين وحظر استيراد النفط أو المنتجات البترولية من أصل سوري، كما تضمن القرار حظر الأشخاص الأمريكيين من المشاركة في المعاملات التي تشمل النفط السوري أو المنتجات البترولية السورية[125].

وشكلت بعدها الولايات المتحدة والاتحاد الأوروبي مجموعة تضم عدداً كبيراً من الدول لفرض عقوبات موحدة على سورية وتشمل المجموعة المشاركة حوالي ستين دولة من جميع أنحاء العام وهي الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي والمملكة المتحدة وكندا واليابان وأستراليا وجامعة الدول العربية وغيرها[126].

وفرضت مجموعة العمل الدولية المعنية بالجزاءات (IWGS) عقوبات مثل تجميد الأصول والقيود المالية على مصرف سورية المركزي وبنك سورية الدولي الإسلامي

---

[124] The Peterson Institute for International Economics (PIIE). (n.d.). Case 86-1. Retrieved at 01/04/2018 from The Peterson Institute for International Economics (PIIE): https://piie.com/commentary/speeches-papers/case-86-1 .

[125] U.S. Department of the State. (n.d.). Syria Sanctions. Retrieved at 01/04/2018 from: https://www.state.gov/e/eb/tfs/spi/syria/ .

[126] Netherlands, G. o. (n.d.). Sanctions against Syria. Retrieved at 05/04/2018 from: https://www.government.nl/topics/international-peace-and-security/compliance-with-international-sanctions/sanctions-against-syria .

(SIIB) والمصرف الصناعي ومصرف التسليف الشعبي ومصرف التوفير والمصرف الزراعي التعاوني والمصرف التجاري السوري والمصرف التجاري السوري اللبناني والبنك العقاري، بالإضافة إلى العديد من الأفراد والكيانات، على سبيل المثال الحكومة السورية وحاكم مصرف سورية المركزي، وعدد كبير من أهم رجال الأعمال والمؤسسات العامة والخاصة.

ولم تكتف عقوبات حكومات الولايات المتحدة الأمريكية عند هذا الحد بل مازالت تعمل على إقرار عقوبات إضافية أكثر إيلاماً للاقتصاد السوري ومؤسساته ومن هذه القوانين التي يتم العمل على إقرارها هو قانون سيزر والذي بدأت المطالبات لإقراره منذ العام 2006[127]، ويطالب بفرض عقوبات[128] على مصرف سورية المركزي والادعاء بأنه مؤسسة مالية هدفها الأساسي هو غسيل الأموال، مع فرض عقوبات على أي شخصية /بغض النظر عن جنسيتها/ تقدم دعم مهم سواء أكان مالياً أم مادياً أو تقنياً أو اشتركت في صفقة مالية مهمة مع الحكومة السورية أو سواءً تم تمثيلها بموظفيها أو من قبل القوى التي تعمل مع الحكومة السورية (حكومة الاتحاد الروسي، أو الحكومة الإيرانية)، ومن الخدمات التي تشملها هذه العقوبات.

[127] https://web.archive.org/web/20181225124248/https://foreignaffairs.house.gov/press-release/engel-royce-syria-sanctions-bill-passes-house/ .
[128] Caesar Syria Civilian Protection Act of 2019. Retrieved at 01/04/2019. https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/31.

ثانياً: تأثير العقوبات على القطاع الاقتصادي.

بلغت تدفقات التحويلات إلى سورية في العام 2010 حوالي 2 مليار دولار[129]، بينما كانت تصدر ما يقرب من 150،000 برميل من النفط يومياً إلى عدة دول وكانت 90% من هذه الصادرات تذهب على بلدان الاتحاد الأوربي[130]، إلا أن الوجهة النهائية للصادرات النفطي لم تشفع لها من تطبيق العقوبات عليها على اعتبار أن الاقتصاد السوري لا يشكل إلا جزء صغير جداً من الاقتصاد العالمي وإنتاج النفط في سورية ليس له تأثير يذكر على السوق العالمية، لذلك فإن فرض العقوبات أو التهديد بفرضها على بائعي ومشتري النفط السوري تسبب في وقف إنتاج العديد من حقول النفط السورية وبالتالي فقدان جزء مهم من الناتج المحلي الإجمالي، كما ساهم هذا الإجراء في إضعاف أجهزة الدولة بسبب ارتفاع تكاليف حماية هذه الحقول وعدم تحقيق عوائد اقتصادية وهذا ما سهل من سيطرة الجماعات الإرهابية على حقول الطاقة.

كما توقفت أيضاً بعد العقوبات جميع المشاريع الاستثمارية العربية في سورية عن مما أثر سلباً على الناتج المحلي والدخل والتشغيل من جهة –وبالتالي على النمو الاقتصادي– وعلى عملية توريد السلع من جهة أخرى، بالإضافة إلى ذلك لجأ العديد من المستثمرين ورجال الأعمال السوريين بنقل أنشطتهم إلى خارج سورية نتيجة الخوف من وضعهم على قائمة العقوبات الاقتصادية، كل هذه العوامل تعاونت معاً وتسببت بارتفاع أسعار وتكاليف المواد الخام بسبب الحصار الاقتصادي المفروض ما أدى في النهاية إلى

---

[129] مجموعة البنك الدولي. (نيسان/2017). اقتصاديات إعادة الاعمار بعد انتهاء الصراع في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. المرصد الاقتصادي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. ص 13.
https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/26305/211085AR.pdf.

[130] عبود، سامر. (2012/06/20). الاقتصاد السوري: وضع محفوف بالمخاطر. مركز كارنيغي للشرق الأوسط. استرجعت بتاريخ 2019/01/01. https://carnegie-mec.org/2012/06/20/ar-pub-48599.

تعليق عجلة الإنتاج من جهة وتقييد عملية توريد السلع من ناحية أخرى مما أدى إلى انخفاض قدرة السوريين على الحصول على السلع الغذائية ومستلزماتهم الأساسية خلال سنوات الأزمة.

ثالثاً: تأثير العقوبات على القطاع المصرفي.

أثرت العقوبات الاقتصادية بشكل كبير على الاقتصاد السوري بشكل عام وعلى القطاع المصرفي ومنهم مصرف سورية المركزي بشكل خاص من خلال تجميد الأموال والاحتياطيات العائدة لمصرف سورية المركزي ما قلص من قدرته على التدخل لحماية سعر صرف الليرة السورية، بالإضافة إلى ذلك فإن العقوبات الدولية وخاصة المفروضة من قبل الاتحاد الأوروبي (الشريك التجاري الأول لسورية) على المصرف التجاري السوري –يملك الحصة السوقية الأكبر في القطاع المصرفي السوري كما تعتمد عليه المؤسسات العامة في معاملاتها مع الخارج– قيدت معظم المعاملات الجارية للدولة السورية مع العالم، بعد ذلك انتقلت العقوبات إلى تجميد حسابات العديد من المؤسسات السورية المملوكة للقطاعين العام والخاص – التي تعتمد أنشطتها على تقديم خدماتها في السوق الدولية ما أصاب تلك المؤسسات بالشلل وأجبرها على الخروج من المنافسة وممارسة نشاطها وأعمالها في السوق الدولية.

كما أغلقت المصارف حول العالم آلاف الحسابات المصرفية العائدة للسوريين الذين يعيشون في جميع أنحاء العالم بسبب العقوبات سواءً أكانوا أفراداً أو مؤسسات أو منظمات وفضّلت المصارف الخارجية والمصارف المراسلة قطع العلاقات بشكل تام مع المصارف السورية[131].

وليس فقط على أساس تحييد العلاقة مع المصارف التي تعرضت للعقوبات، وذلك لتجنب خطر تشميلها وإدراجها في قائمة العقوبات الأمر الذي خلق العديد من التحديات التي واجهت المصارف السورية في خسارة الكثير من الأرباح بسبب ارتفاع

[131]- خسر أحد المصارف السورية الخاصة في السنة الثانية من الأزمة 13 مراسل موزعين على 7 بلدان.

تكلفة المعاملات الدولية فضلاً عن وجود صعوبات في عمليات الاستيراد والتصدير، وتدفّق العملات الأجنبية خارج القطاع المصرفي وارتفاع كبير في معدلات التضخم، يضاف إلى ذلك تجنب عدد من المصارف المحلية التعامل المعلن مع المصارف التي تشملها العقوبات خوفاً من خضوعها لذات العقوبات وهذا ما ساهم في إضعاف جهود الشمول المالي.

بالإضافة إلى ذلك فإن انقطاع القنوات المصرفية الرسمية مع الخارج أدت إلى إنشاء شبكة غير رسمية وغير منظمة من قنوات تحويل الأموال التي تفتقر إلى الشفافية وأي نوع من الإشراف على أعمالها ما سهل الأمر على الجماعات المتطرفة مثل داعش (ISIS) والقاعدة لاستخدامها والحصول على التمويل اللازم لنشاطها[132]، وهو ما تسبب لاحقاً في زيادة مخاطر اعتبار السوق المالية السورية كسوق ناشطة في مجال غسل الأموال أو في تمويل الجماعات الإرهابية أو معبر لتمويل الإرهاب.

كل هذه الإجراءات خلقت العديد من الصعوبات للقطاع الإنتاجي والتجاري سواءً من مصدرين ومستوردين سوريين في إرسال وتلقي الأموال بسبب رفض البنوك الدولية تحويل الأموال من وإلى سورية، ما أدى بالتبعية إلى إضعاف قدرة النظام المصرفي الرسمي على تمويل التجارة الخارجية، علاوة على ذلك فإن القيود المفروضة على منع تحويل الدولار الأمريكي إلى سورية تؤدي إلى ارتفاع تكاليف المعاملات وتكاليف الاستيراد بسبب صعوبة إيجاد طرق بديلة للطرق التقليدية وهي المصارف من جهة أو تحمل التكاليف الإضافية نتيجة تحميل هذه التحويلات عمولات إضافية لتقابل ارتفاع تكلفة المخاطرة بمصادرة هذه التحويلات من ناحية أخرى فضلاً عن تحمل تكلفة دخول

---

[132] Khalek, R. (2016, 09 28). U.S. and EU Sanctions Are Punishing Ordinary Syrians and Crippling Aid Work, U.N. Report Reveals. Retrieved at 06/04/2018 from: https://theintercept.com/2016/09/28/u-s-sanctions-are-punishing-ordinary-syrians-and-crippling-aid-work-u-n-report-reveals/ .

الوسطاء والسماسرة، كل هذه التحديات ساهم في دفع بعض المستثمرين الأجانب في القطاع المصرفي في فك ارتباطهم وشطب استثماراتهم في سورية في العام 2016[133].

[133] Holmey, O. (2017, 06 07). Middle East: Lebanese banks step back from Syria. Retrieved at 08/04/2018 from: https://www.euromoney.com/article/b13bdxlsj6h3qg/middle-east-lebanese-banks-step-back-from-syria?copyrightInfo=true .

الفصل الثالث: تقييم السياسة النقدية للمصرف المركزي.

يعتبر الحفاظ على استقرار الأسعار الهدف النهائي للسياسة النقدية في سورية، وباعتبار أن الاقتصاد السوري منفتح بشكل كبير على الاقتصاد الخارجي وبالتالي فإن التضخم المستورد سياهم بشكل ملموس بارتفاع الرقم القياسي لأسعار المستهلكين فقد اعتمد مصرف سورية المركزي على استهداف استقرار سعر الصرف كهدف وسيط للوصول إلى استقرار الأسعار (وفق ما تضمنه البحث في الفصول السابقة).

وعلى اعتبار أن الآلية التي اتبعها المصرف المركزي في تثبيت سعر الصرف تطلبت منه التدخل في سوق العملات الأجنبية من خلال بيع جزء من احتياطياته من العملات الأجنبية للحفاظ على سعر صرف الليرة السورية، فضلاً عن استخدامه لأدوات أخرى أثرت على جانبي العرض والطلب.

سيقوم الباحث خلال هذا الفصل بتقييم فعالية هذه السياسة وتقييم الإجراءات التي اتبعتها، ومدى تمكنها من تحقيق الأهداف النهائية المطلوبة من السطات المسؤولة عن السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار العام للأسعار وتمتين القوة الشرائية لليرة السورية، كما سيتم تحليل الظروف والعوامل الخارجية التي ترافقت مع الأزمة وعدد من المؤشرات الاقتصادية والمالية في ذات الفترة، ومدى قدرة السياسة النقدية على تجنب آثارها السلبية، وأخيراً سيتم عرض النتائج التي تم الوصول إليها حول قدرة السياسة النقدية من تخفيف الصعوبات التي رافقت الأزمة.

المبحث الأول: التزام السياسة النقدية بتخفيف الصعوبات التي رافقت الأزمة.

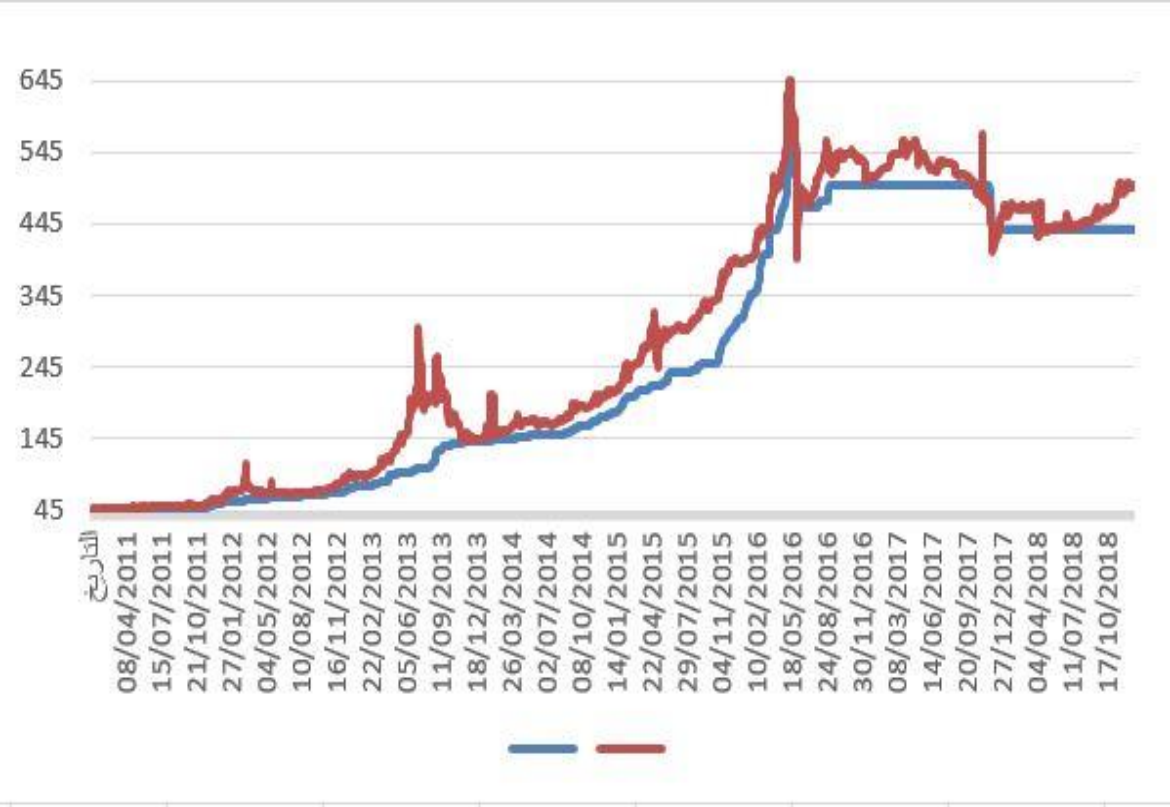
سيخوض الباحث بالعوامل التي أثرت بشكل مباشر على سعر الصرف مع دراسة العوامل التي أثرت على جانب العرض والطلب من العملات الأجنبية كما سيتم تقديم وتقييم أثر عدد من المؤشرات الاقتصادية والمالية عن ذات الفترة.

أولاً: تحليل التطورات الحاصلة صرف الليرة السورية.

انخفض سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي بشكل مطرد خلال سنوات الدراسة الممتدة من بداية 2011 إلى نهاية العام 2018، فانخفض وسطي سعر صرف الليرة السورية الصادر عن مصرف سورية المركزي بنحو 9 مرات (من 46.94 إلى 436.5 ليرة سورية/ دولار أمريكي)، كما بلغ انخفاض سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي في السوق الموازية بما يتجاوز 10.5 مرات عن السعر السابق للأزمة (من 46.85 إلى 499 ليرة سورية/ دولار أمريكي)، ووصل خلالها أعلى مستوى انخفاض لسعر صرف الليرة السورية (635 ليرة سورية/ دولار أمريكي) في السوق الموازية خلال هذه الفترة.

نلاحظ في الرسم البياني التالي أن سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي قد اتخذ اتجاهاً هابطاً منذ بداية العام 2011 حتى منتصف عام 2016 وبعد هذه الفترة بقي سعر الصرف مستقراً نسبياً.

الشكل رقم 11 سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار خلال سنوات الدراسة



المصدر: نشرات مصرف سورية المركزي

انخفض سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي خلال السنة الأولى من الأزمة (2011) من (47 ليرة سورية / دولار أمريكي) إلى مستوى (60 ليرة سورية للدولار الأمريكي) في نهاية عام 2011، حيث انخفض سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار بحوالي (28٪)، حصل هذا الانخفاض نتيجة للعقوبات الأمريكية المفروضة على التحويلات بالدولار الأمريكي من وإلى سورية والعقوبات الاقتصادية الغربية والعربية بالإضافة إلى التطورات الأمنية والمضاربة وتقليص الصادرات وزيادة الواردات وهروب جزء من رأس المال إلى الخارج وانخفاض تدفقات النقد الأجنبي، وبسبب استمرار العوامل السابقة تزايد معدل انخفاض سعر صرف الليرة السورية خلال عام 2012 حيث انخفض من (64 ليرة سورية للدولار الأمريكي) في بداية عام 2012، إلى حوالي (93 ليرة سورية) بحلول النهاية من عام 2012 منخفضاً بنسبة 45 ٪.

في عام 2013 تأثر سعر صرف الليرة السورية مقابل العملات الأجنبية (الدولار الأمريكي) سلباً بعدد من العوامل والمضاربات والتهديدات من قبل الولايات المتحدة وإسرائيل للقيام بضربة عسكرية ضد سورية، وبلغ سعر صرف الليرة السورية حده الأدنى في تموز من العام 2013، منخفضاً بشكل ملحوظ عن عتبة (300 ليرة سورية/ دولار أمريكي) لأول مرة في تاريخه ثم عاد واستقر لاحقًا عند (146 ليرة سورية/ دولار أمريكي) في أواخر العام 2013 بعد تراجع خطر تعرض البلد لضربة عسكرية، ونتيجة للتدابير التي اتخذها مصرف سورية المركزي للتدخل في السوق والسيطرة عليها.

مع استمرار الأزمة في عامي 2014 و2015، ونتيجة العوامل المصاحبة لها من تدهور الوضع الأمني واستمرار العمليات العسكرية في العديد من المناطق والغموض المحيط بالحل السياسي للأزمة السورية وتمديد العقوبات الاقتصادية الغربية والعربية ضد سورية، والتهديد المستمر بالهجوم العسكري على سورية، كذلك الاعتماد على الواردات لتلبية الاحتياجات المختلفة للبلد في ضوء تعطل عجلة الإنتاج والتشغيل (سواءً نتيجة وجود عقبات أمام نقل المواد الأولية والإنتاج بين المناطق مختلف المناطق الأمنة أو ووجود صعوبات بالتصدير أو نقص في اليد العاملة الخبيرة التي هاجرت خارج القطر)، والمضاربة على سعر صرف الليرة السورية، وتراجع إيرادات الدولة النفطية وغير النفطية إلى حد كبير درجة، واستنزاف احتياطيات النقد الأجنبي وغيرها من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية واصل سعر صرف الليرة السورية انخفاضه مقابل العملات الأجنبية، ليصل إلى 210 و 391 ليرة سورية مقابل الدولار الأمريكي في نهاية عام 2014 ونهاية عام 2015، على التوالي.

وكانت بداية العام 2016 سيئة للغاية بالنسبة لليرة السورية فقد انخفضت قيمتها في السوق الموازية مقابل الدولار الأمريكي بمعدل متسارع، حيث انخفضت من (390 ليرة سورية/ الدولار) في بداية عام 2016، إلى (645 ليرة سورية/ الدولار) في دمشق

ووصلت إلى 680 في المحافظات الشمالية وذلك بتاريخ 2016/05/12، بسبب زيادة المضاربة على الليرة السورية من ناحية وزيادة العمليات العسكرية من ناحية أخرى (بسبب توسع نفوذ داعش خلال تلك الفترة)، مما دعا إلى إعلان مصرف سورية المركزي عن بيع مبالغ مفتوحة من العملات الأجنبية وإلزامه لمؤسسات الصرافة بالمشاركة بعملية التدخل مع تخفيض بيع القطع الأجنبي بشكل تدريجي وعلى أساس يومي.

بغض النظر عن حجم الاستنزاف من الاحتياطيات من القطع الأجنبي (وهي أرقام غير منشورة) فقد انعكس هذا الإجراء السابق بشكل إيجابي على سعر صرف الليرة السورية، كما كان لاستعادة الجيش السوري السيطرة على مدينة تدمر التاريخية في ذات الشهر دوراً مهماً في نجاح هذا الإجراء، ومع ذلك ساهم قيام الجيش الأمريكي في توجيه ضربة جوية للجيش السوري إلى ارتفاع الدولار الأمريكي مرة أخرى، قبل أن يعود إلى الاستقرار بعد إنهاء وجود المسلحين في مدينة حلب.

حافظ سعر صرف الليرة السورية خلال العام 2017 على استقراره طوال العام نتيجة وجود ارتياح في الساحة السياسية العسكرية، فعلى الساحة العسكرية فقد تكللت الجهود العسكرية بإنهاء وجود تنظيم داعش في البادية السورية وعودة السيطرة على عدد من حقول النفط والغاز، وهو ما ساهم بعودة عجلة إنتاج الطاقة مرة أخرى والحد من فاتورة الاستيراد ووقف النزيف في الاحتياطيات الأجنبية، أما على الساحة السياسية فبدأت تظهر مؤشرات لبوادر حل سياسي تعاظم نتيجة ظهور خلافات بين الجماعات المسلحة الناشطة على الأرض السورية ومن خلفها الدول الممولة لها، وهو ما جعل استمرارها بالصراع مكلف مادياً لهذه الدول التي تسعى للسيطرة على الجغرافيا السورية.

كما اعتمد مصرف سورية المركزي على سياسة جديدة للتدخل في سوق العملات الأجنبية وتمويل المستوردات، من خلال الاعتماد على المصارف في عمليات التجارة الخارجية وإعادة تحجيم دور مؤسسات الصرافة بحيث تم تقييد دورها بالنشاط التجاري مع

الخارج وحصر نشاطها بالعمل على استقطاب الحوالات الواردة بالقطع الأجنبي من المغتربين السوريين في الخارج الأمر الذي ساهم باسترداد الليرة السورية أكثر من 10٪ بحلول نهاية العام 2017.

كما تحسنت المؤشرات السياسية والعسكرية في بداية العام 2017 من خلال سيطرة أجهزة الدولة السورية على مساحة جغرافية واسعة من الأرض السورية لاسيّما السيطرة على منطقة الغوطة الشرقية –وبالتالي تأمين العاصمة دمشق–فضلاً عن السيطرة على الطريق الدولية التي تصل مع المملكة الأردنية الهاشمية عبر السيطرة على جنوب سورية ومحافظة درعا وهذا ما سمح بإمكانية عودة الترانزيت والنقل البري من لبنان إلى الأردن ومنها إلى باقي دول الخليج وبالعكس، يضاف إلى ذلك تصريحات العديد من السياسيين العرب إلى إمكانية فتح سفاراتهم في دمشق، إلّا أنّ ذلك اصطدم مع رغبة الولايات المتحدة الأمريكية التي أعاقت إعادة فتح السفارات وما تلا ذلك من تضييق حكومي أردني على استيراد السلع والمنتجات السورية، وبالتالي إلغاء الأهمية المكتسبة من إعادة فتح معبر نصيب الحدودي بين البلدين، وبالتالي حصلت ردة فعل عكسية في الشارع السوري ناتجة عن عدم مقابلة الواقع السياسي والانفراج الخارجي لعلاقة الجهات الدولية والدول المجاورة مع المؤسسات الحكومية السورية لمستوى الطموح والتفاؤل الموجود لدى المواطنين، يضاف لهذا العامل زيادة العجز بالميزانية العامة للدولة نتيجة قيامها بأداء واجباتها في المناطق المحررة حديثاً والعمل على إعادة تأهيل البنية التحتية التي تدمرت نتيجة الحرب على الإرهاب، فقد حصل تراجع جديد بسعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي.

كما أدنى إلغاء الولايات المتحدة الأمريكية للاتفاق النووي مع الجمهورية الإسلامية الإيرانية[134] في منتصف العام 2019 إلى إعادة فرض عقوبات قاسية على هذه الدولة الصديقة الداعمة للجهود الحكومية بالقضاء على الإرهاب وهو ما تسبب بأزمة خانقة للاقتصاد والحكومة الإيرانية دفعها لتخفيض حجم المساعدات المقدمة للحكومة السورية، ولم يقف الأمر على العقوبات بل تعداها إلى لجوء الولايات المتحدة الأمريكية إلى تجفيف منطقة الشرق الأوسط من الدولار الأمريكي البنكنوت لضمان نجاح العقوبات وإحكام الحصار على الدول التي تعاديها سياساً.

واستكمالاً لإجراءات إحكام السيطرة هذه فقد صادق مجلس الشيوخ الأمريكي على حزمة جديدة وقاسية من العقوبات التي استهدفت الدولة السورية بأجهزتها المختلفة مطلقةً عليه قانون قيصر.

[134] https://www.msn.com/es-mx/noticias/newsvideo/nacional-aprobada-ley-general-de-educaci%c3%b3n-va-al-senado/vi-AAHCYDD .

ثانياً: تحليل مكونات العرض والطلب على العملات الأجنبية.

انخفض المعروض في السوق السورية من القطع الأجنبي لأسباب عديدة مثل انخفاض قيمة السع المصدرة إلى الخارج خلال الأزمة بسبب توقف معظم المنشآت والمؤسسات الاقتصادية (المنشآت، المصانع، الطرق، الطاقة) نتيجة للتخريب أو الحالة الأمنية، بالإضافة إلى العقوبات الاقتصادية المفروضة على البلاد والتي حدت من إمكانية التصدير وتحويل قيمة الصادرات إلى داخل القطر، حيث كان قطاع الصناعة والتعدين من الأكثر تضرراً، فبالمقارنة بين حصة التعدين من الناتج المحلي الإجمالي بين عامي 2010- 2017 يتبين بأن حصة التعدين انخفضت من 47% إلى 22%، وانخفض وزنه النسبي في الناتج المحلي الإجمالي من 24٪ في عام 2010 إلى (10.3٪) في عام 2015، وكان المتوسط السنوي لانكماش القطاع (-21.52)[135]، كما بلغت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في عام 2010 أكثر من (1.5 مليار دولار أمريكي)، وفقاً لما ذكرته هيئة الاستثمار السورية[136]، كل هذه الاستثمارات فقدتها السوق السورية بسبب الظروف الأمنية والسياسية في البلاد.

فيما يتعلق بقطاع السياحة، بلغت إيرادات السياحة في الأشهر الثمانية الأولى من عام 2010 أكثر من 269 مليار ليرة سورية أي أكثر من 5.5 مليار دولار، حيث استقبلت سورية خلالها 5.8 مليون سائح[137]، وقد فقد هذا القطاع كل هذه الإحصاءات.

---

[135] مركز دمشق للأبحاث والدراسات. (2015). تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري 2011-2015.

[136] هيئة الاستثمار السورية. (2013). التقرير السنوي الثامن للاستثمار في سورية. https://drive.google.com/file/d/1dRDyEAqYm7OZRnGt-vYQghvQYxpGFH-V/view.

[137] علي، هيام. (2010). صحيفة الشرق الأوسط، العدد 11620. https://archive.aawsat.com/details.asp?issueno=11700&article=587648#.XZAQKGbgpPZ.

كما ازداد حجم التحويلات من الخارج بسبب الزيادة في عدد السوريين المقيمين في الخارج وزيادة المبالغ المرسلة من المغتربين إلى البلاد بسبب اعتماد عائلاتهم عليها لتغطية تكاليف المعيشة المرتفعة، وكما رافقها زيادة كبيرة في حجم التحويلات غير القانونية (تهريب العملات الأجنبية) بهدف تمويل الجماعات المسلحة – لا يجب أن لا يتم تجاهل حجم هذه التحويلات بسبب ارتفاع قيمها فضلاً عن أن هذه التحويلات من العملات الأجنبية تجد طريقها بطريقة أو بأخرى إلى سوق العملات الأجنبية وتساهم في تغطية الطلب عليه وتعتبر هذه التحويلات حالياً مصدراً مهماً للعملات الأجنبية–، ويعتبر حجم عمليات التحويل غير القانونية مرتبط بالحالة الأمنية في البلاد، فعند تحسن الوضع الأمني انخفضت قيمة هذه التحويلات إما بسبب السيطرة على طرق التهريب أو وقف تحويل هذه الأموال من المصدر، يؤكد البعض أن البيانات تشير إلى أن التحويلات الأجنبية غير القانونية تكاد تكون قريبة من التحويلات المشروعة، بمعنى آخر هناك حوالي 5 إلى 7 ملايين دولار يومياً في عمليات النقل غير القانونية إلى سورية جزء من هذه التحويلات من المغتربين والمهاجرين إلى عائلاتهم في الوطن، والجزء الآخر يتم تحويله إلى الجماعات المسلحة وبالتالي يمكن تصنيفه على أنه لتمويل الإرهاب[138]، أخيرًا لا بدّ من الإشارة إلى أن التبرعات والقروض والمساعدات الخارجية ليست بالضرورة دائماً في شكل نقدي من العملات أجنبية مثل الخط الائتماني الإيراني أو المساعدات الغذائية المقدمة من الأمم المتحدة أو بعض الدول والتي تأتي على شكل سلع وخدمات وليس نقداً.

[138]غصن ، زياد. (2017). مليون ونصف مليون دولار كان يضخّها مسلحو المليحة في سوق القطع الداخلي– دولارات المسلحين.. فاعلو الخير الثوري كثر! 270 مليون دولار ترد سنوياً من الخارج لتسديد رواتب المقاتلين. استرجعت بتاريخ 2018/08/20. http://www.syriasteps.com/index.php?d=126&id=152367.

ويتمثل الطلب الرئيسي على العملات الأجنبية في تمويل المستوردات التي ارتفعت بشكل كبير بسبب انخفاض الإنتاج المحلي وخاصة إنتاج المشتقات النفطية، بالإضافة إلى أن عودة العديد الأمان للمناطق الصناعية فرض مزيد من الضغط على القطع الأجنبي بسبب حاجة المؤسسات والشركات التي تعمل ضمن هذه المدن إلى القطع الأجنبي لإعادة التأهيل ولتأمين خطوط ووسائل الإنتاج من خارج القطر.

وفي الواقع يرتبط هذا النوع من الطلب على العملات الأجنبية بالتحسن في الوضع الأمني في البلاد، بالإضافة إلى ما سبق فإن السماح للقطاع الخاص باستيراد المشتقات النفطية في عام 2014 قد أثر سلباً على سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي فقد خلق هذا القرار طلباً كبيراً على العملات الأجنبية، والتي عادت وانخفضت قيمة الاستيراد منها بشكل نسبي بعد إعادة السيطرة على عدد من حقول النفط والغاز من قبل الحكومة السورية، يضاف إلى ذلك وجود طلب على تمويل بعض العمليات غير التجارية (الخدمات الحكومية، المتعلقة بالمغتربين ... إلخ).

وباعتبار أن وجود قناة للتحويل إلى داخل الأراضي السورية يعني حكماً وجود طريق لها إلى الخارج إلا أنه لا يزال ذلك مقصوراً على التحويلات للدراسة والأغراض الطبية في الخارج أو معونة مالية لأفراد الأسر في الخارج ولا يزال هذا النوع من التحويل عند الحد الأدنى بسبب انخفاض تكاليف هذه الخدمات في سورية مقارنة بالدول الأخرى فضلاً عن أن مستوى الرواتب والأجور يعيق نشاط الحوالات للخارج.

يضاف على ما سبق وجود أنواع أخرى من التحويلات هي التحويلات غير القانونية أو التي تندرج تحت مسمى غسل الأموال خاصة من أولئك السوريين الذين يرغبون في نقل نشاطهم إلى الخارج أو الذين يرغبون في الهجرة، حيث تستخدم مكاتب الصرافة غير القانونية لتنفيذ التحويلات إلى لبنان وتركيا وبعض الدول الأوروبية، هناك أيضا الطلب التقليدي والطلب على العملات الأجنبية (الدولار الأمريكي) للادخار كملاذ

آمن ومتجر للقيمة في نفس الوقت، كإجراء يستخدمه الكثيرون في ظروف الأزمات وعدم اليقين، ويمكننا القول بأن تلبية طلب الأفراد على العملات الأجنبية لأغراض التحوط والادخار يرتبط عكسيا بالحالة الأمنية للبلد. أخيراً لابدّ من الإشارة إلى الطلب الناتج عن معاملات تجارية تتم خارج القنوات الرسمية (مثل الهواتف المحمولة ... إلخ) واستخدام الدولار الأمريكي لتنفيذ بعض المعاملات التجارية مثل شراء وبيع العقارات مما أدى إلى زيادة الطلب على العملة (لا تزال هذا الظاهرة في سورية في الحد الأدنى حتى الآن).

لذلك يمكن تفسير الفجوة بين العرض والطلب على النقد الأجنبي من خلال الفجوة السلبية (العجز) في الحساب الجاري (الميزان التجاري وميزان الخدمات) بسبب الزيادة في قيمة الواردات مقارنة بقيمة الصادرات، حيث بلغت نسبة الصادرات من الواردات خلال سنوات الأزمة وفق المبين أدناه:

العام	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
حجم الصادرات من الواردات	70.1%	52.3%	24.7%	18.5%	11.2%	14.0%	14.7%	11.6%	6.7%

المصدر: المكتب المركزي للإحصاء

هذه الفجوة تم تمويلها من احتياطيات المصرف المركزي (الاحتياطيات)، ويضاف إلى هذه الفجوة وجود فجوة سلبية في حساب رأس المال (عجز).

حيث لجأ العديد من التجار والصناعيين إلى تحويل استثماراتهم إلى الخارج وتحويل كميات كبيرة من العملات الأجنبية إلى الخارج بطريقة غير قانونية، بينما توقف الاستثمار الأجنبي تماماً.

بالإضافة إلى ذلك تحول القروض الخارجية إلى خطوط ائتمان (مثل الخط الائتماني الإيراني) وبالرغم من انه يساهم في الحد من الطلب على القطع الأجنبي إلا أنه يحول دون تحويل فعلي للعملات الأجنبية إلى البلد، ويقدر الخبراء أن يكون عجز ميزان

المدفوعات في حدود (8 و10 و8 مليارات دولار أمريكي) في الأعوام 2012 و2013 و2014 على التوالي[139].

ومن المعلوم أن هناك علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف، فميزان المدفوعات هو المرآة التي تعكس معاملات الدولة لمدفوعات وإيرادات النقد الأجنبي مع العالم، ويعني الفائض أن إيرادات النقد الأجنبي تتجاوز المدفوعات لكن الفجوة في قيمة التحويلات من وإلى الخارج هي إيجابية حيث أن قيمة التحويلات الواردة من الخارج أكبر من التحويلات إلى الخارج، واستخدام هذا الفائض مباشرة من قبل شركات الصرافة في تمويل العمليات التجارية وغير التجارية قبل أن يتم حصره الآن بالمصارف لتولي تمويل الواردات.

[139] مركز دمشق للأبحاث والدراسات. (2015). مرجع سابق.

ثالثاً: تحليل عدد من المؤشرات والعوامل الاقتصادية التي تزامنت مع الأزمة.

أ- تحليل المؤشرات الاقتصادية:

بدأ الناتج المحلي الإجمالي في الانكماش والتراجع منذ عام 2012 حيث انكمش بنسبة (-7.01٪)[140] ثم تفاقم الوضع في عام 2013، وفي العام 2014 تمكّنَ الاقتصاد السوري من التكيف مع الأزمة وإيجاد حلول بديلة لإنعاش القطاعات الاقتصادية، وبالرغم من هذه الحلول إلا أن هيكلية الاقتصاد تأثّرت بكل كبير من خلال انخفاض مساهمة قطاع التعدين وفق ما تم عرضه سابقاً وارتفاع نسبة مساهمة الزراعة من الناتج المحلي الإجمالي من 29% في العام 2011 لتصبح 54% من الناتج المحلي الإجمالي للعام 2015.

كما شهدت معدل التضخم خلال سنوات الأزمة زيادة كبيرة أثرت سلباً على مستوى المعيشة حيث ارتفعت بنسبة 6.3٪ في العام 2011 وبنسبة 82.36٪ في 2013، وارتفعت بنسبة 22.54٪ في عام 2014، قبل أن يعود وينخفض إلى 18% في العام 2017، وذلك وفق المبين أدناه:

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل التضخم (%)	4.40	6.30	36.48	82.36	22.54	38.46	47.70	18.08

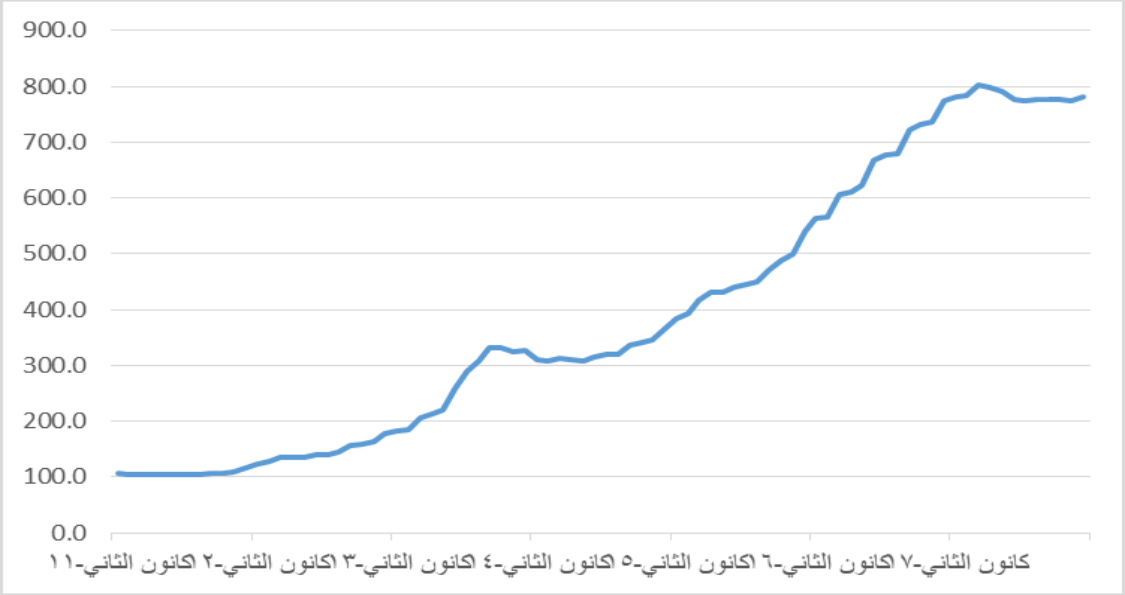
مصدر: المكتب المركزي للإحصاء.

يمكن أن يعزى ارتفاع مؤشر أسعار المستهلك إلى العقوبات الاقتصادية التي فرضت على البلاد وإلى سياسات الحكومة بإلغاء الدعم بشكل جزئي فضلاً عن انخفاض سعر

[140]- المكتب المركزي للإحصاء.

صرف الليرة السورية مقابل الدولار الأمريكي والتضخم المستورد وبالتالي يمكن القول بان هذا الانخفاض كان له تأثير كبير على معدلات التضخم المرتفعة في البلاد.

الشكل رقم 12 الرقم القياسي الشهري لأسعار المستهلكين خلال الفترة 2011-2017



المصدر: المكتب المركزي للإحصاء

يضاف إلى ما تم ذكره ارتفاع معدلات البطالة بشكل كبير في بداية الأزمة نتيجة إغلاق الشركات والمؤسسات الاقتصادية، وصعوبة التنقل على الطرق بسبب الوضع الأمني غير المستقر، وهذه الأسباب مع غيرها من الأسباب الأخرى تسببت بارتفاع معدلات البطالة إلى مستويات غير مسبوقة كان أقصاها عام 2015 حيث وصلت إلى 48%، والجدول التالي يبين تطور معدلات البطالة في الفترة السابقة:

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل البطالة (%)	8.61	14.88	32.10	40.60	44.50	48.40	31.10	15.20

المصدر: المكتب المركزي للإحصاء.

ب- التحديات التي رافقت عمل المصرف المركزي خلال الأزمة.

واجه نجاح مصرف سورية المركزي في تحقيق أهدافه خلال الأزمة الحالية العديد من العقبات، ويمكن تصنيف هذه العقبات على أنها عقبات تتعلق بالطبيعة القانونية مثل استقلالية المصرف المركزي، وعقبات أخرى بسبب محدودية احتياطاته النقدية مثل احتياطياته من القطع الأجنبي، البعض الآخر بسبب عدم استخدامه التكنولوجيا لإدارة السيولة، بالإضافة إلى صعوبة التحكم بتوقعات المستهلكين والمحددات في الموارد البشرية والعوامل الأخرى التي سيتم مناقشتها لاحقاً.

يعتبر عجز الموازنة التحدي الأهم الذي واجهته السياسة النقدية ومصرف سورية المركزي، حيث انخفضت نسبة الإيرادات العامة إلى الإنفاق العام من (90٪) خلال الفترة (2005-2010) إلى (78٪) في 2011 و (59٪) في 2012 إلى 57٪ في المتوسط في 2013 و2014 و2015[141]، حيث لم يتضمن الإطار القانوني أي بند واضح يحد من إمكانية قيام الحكومة بمطالبة مصرف سورية المركزي بتمويل عجز الموازنة، حيث إن هامش الحرية الممنوحة لوزارة المالية لتغطية عجزها بالاعتماد على المصرف المركزي تسبب في زيادة حجم الدين العام الداخلي وبالتالي التأثير سلباً على معدلات التضخم المحلية.

ازداد تأثير هذه المعضلة بسبب عدم القدرة على التحكم في المجاميع النقدية وضعف في قنوات نقل السياسة النقدية الانكماشية بسبب الافتقار إلى عمق السوق المالية فضلاً عن العواقب الأخرى للأزمة، بالإضافة إلى ذلك تسبب خروج عدد من المناطق عن سيطرة الدولة السورية في تسبب ضياع بعض الإحصاءات وعدم صحة البيانات الاقتصادية، الأمر الذي زاد من عدم القدرة على الوصول إلى بيانات وإحصاءات دقيقة

[141]- مركز دمشق للأبحاث والدراسات. (2015). مرجع سابق.

تعكس واقع المتغيرات الاقتصادية (المالية والنقدية)، لذلك لم يستطع مصرف سورية المركزي التغلب على هذه التحديات من خلال خلق أو ابتداع آلية مناسبة تحقق له القدرة على إدارة السيولة النقدية.

ومن المعوقات التي واجهت عمل المصرف المركزي هي الضعف في استخدام المصرف المركزي للتكنولوجيا الحديثة من أن معظم المصارف السورية ظهرت قبل الأزمة في بـ 5 أو 6 سنوات كحد أقصى، وبالتالي لم يتح للمصرف المركزي الفرصة لاختيار النظام التقني الأنسب للعمل في السوق السورية، ومع ذلك بدأ المصرف المركزي مؤخراً في إصلاح القطاع المصرفي معتمداً حالياً على الخبرات الفنية والتقنية السورية لتطوير مثل هذا النظام وهذا يعتبر خطوة متقدمة سواءً لمصرف سورية المركزي أو التقنيين السوريين في العمل بمجال محصور بالدول المتقدمة تكنولوجياً، على أن يتم لاحقاً إعادة تقييم التجربة حين تمكن المصرف المركزي الوصول إلى مزودي هذه الأنظمة بعد زوال العقوبات المفروضة عليه.

كما عانى المصرف المركزي من حالة عدم اليقين بشأن حالة البلد السياسية والأمنية والاقتصادية، وهو ما استغله المضاربون للتأثير على سعر صرف الليرة السورية، فخلال سنوات الأزمة كان من السهل استخدام مشاعر ومعنويات السوريين للضغط على مصرف سورية المركزي من خلال نشر حالة الذعر من انخفاض قيمة الليرة السورية، بينما جاءت إجراءات المصرف المركزي بمحاولة مجابهة المضاربين من خلال التدخل في سوق العملات الأجنبية –يوضح الفصل الثاني أن المصرف المركزي لجأ إلى شركات الصرافة لتمويل المستوردات، كما اعتمد لاحقاً على عدد محدد منهم لبدء آلية التدخل السري من خلالهم، ولما كان لهذه الآلية العديد من الأخطاء فضلاً عن تكاليفها المرتفعة للغاية باعتبار أن هذه المؤسسات لا تخضع لنفس الإجراءات والآليات التنظيمية كما انه لا تملك نفس الخبرات التي تمتلكها المصارف، ونظراً لتزامن التدخل مع وجود هامش

كبير بين سعر الدولار الأمريكي في السوق الموازية وسعره المحدد من المصرف المركزي فقد لجأت بعض هذه المؤسسات إلى بيع احتياطيات المصرف المركزي بسعر السوق الموازي وتهريب هذه الأرباح غير المشروعة إلى الخارج، بينما اقتصر إجراء المصرف المركزي في معالجة حالات التلاعب هذه على معاقبة مؤسسات الصرافة التي ثبت تلاعبها بسعر الصرف –تم اعتقال عدد منهم وعرض اعترافاتهم على شاشات التلفزيون الرسمي– دون أن يلجأ إلى إيقاف عملية بيع القطع الأجنبي من خلالهم، وقد استمر تدخل المصرف المركزي في سوق العملات الأجنبية من خلال هذه المؤسسات حتى منتصف العام 2016.

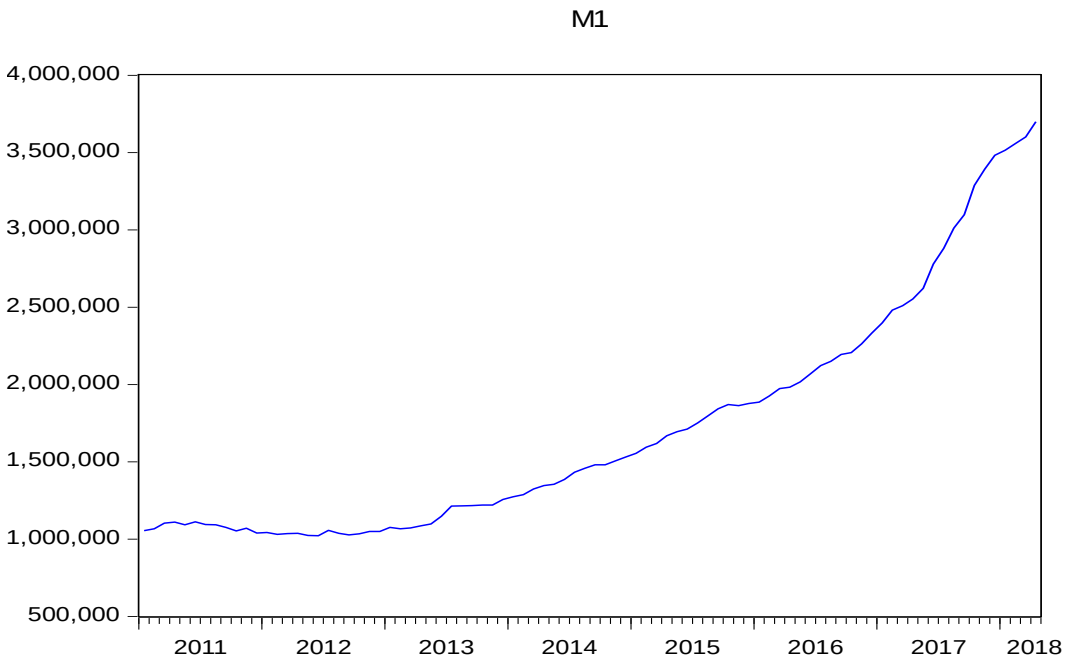
يضاف إلى ما سبق معاناة القطاع المصرفي السوري بأكمله من عدم استقرار العمالة لديه وارتفاع معدل دورانها، ويمكن تفسير معدل دوران الموظفين المرتفع إلى انخفاض قيمة الليرة السورية، وهو ما أدى إلى هجرة العديد من المصرفيين أصحاب الخبرات والكفاءات إلى خارج سورية للحصول على أجور وتحقيق مستوى حياة أفضل، يضاف إلى ذلك تعرض العديد من العاملين في القطاع المصرفي لتهديدات تطال حياتهم (على سبيل المثال مقتل مدير مديرية مفوضية الحكومة لدى المصارف في المصرف المركزي)، وبالتركيز على كادر المصرف المركزي يتبين أن الجزء الأكبر من كادر المصرف انضم إلى العمل بعد عام 2013 ، وبالتالي فهم بحاجة إلى الكثير والتدريب والتأهيل للحصول على الخبرة التي تناسب عمل المصرف المركزي.

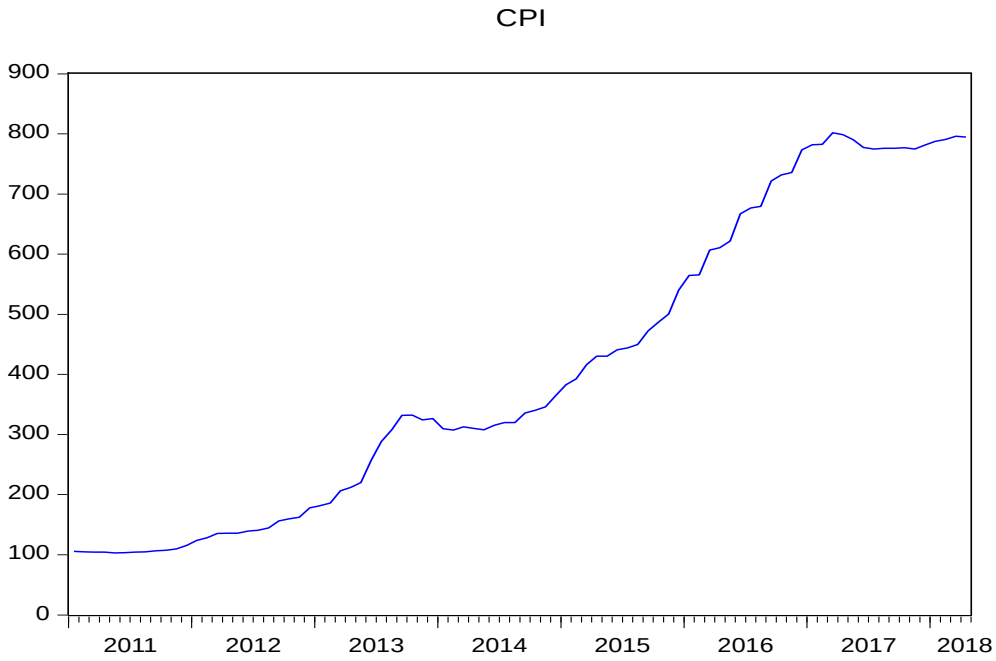
وأخيراً لا بدّ من الإضاءة على تأثير العقوبات على الاقتصاد السوري، فالأثر الأول جاء من فرض عقوبات على تداول عملة الدولار الأمريكي في الأسواق العالمية وهو ما منع السوق السورية من تلقي الدولار الأمريكي، لذلك عمل المصرف المركزي بالتعاون مع القطاع المصرفي لإيجاد قنوات للحفاظ على وصول التحويلات إلى وجهتها النهائية، إلا أنه تسبب في زيادة تكلفة التحويلات (الصادرة والواردة) بسبب استخدام عدد

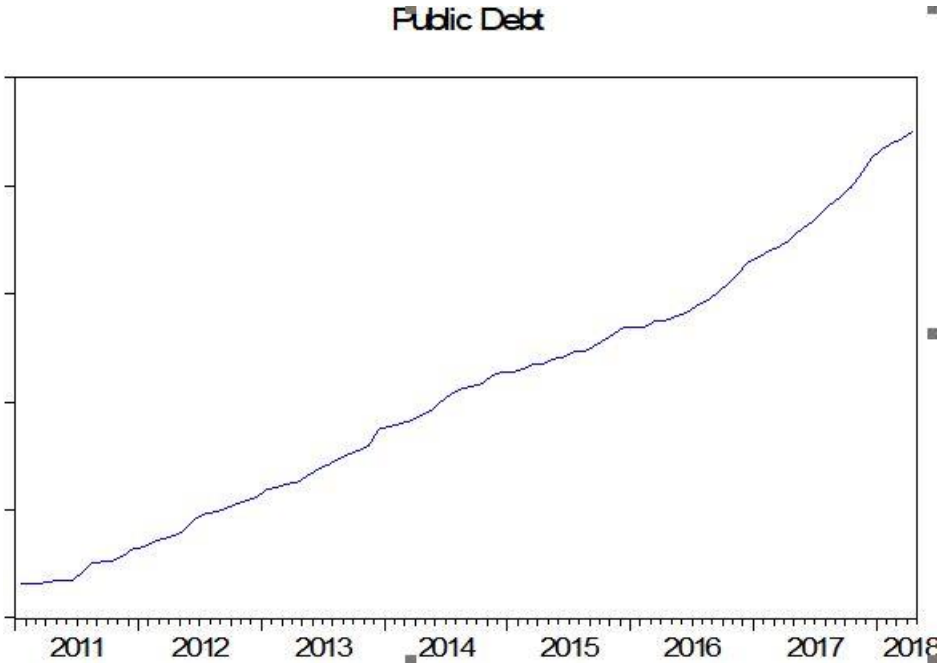
كبير من الوسطاء قبل وصول الأموال إلى الوجهة الأخيرة، بالإضافة إلى ذلك، جاء التأثير الثاني من الجانب التجاري، فإن تخفيض قيمة العملة الوطنية في أي اقتصاد يجب أن يدفع إلى زيادة السلع المصدرة وتقليل الواردات إلى لأن تخفيض العملة يمنح السلع المحلية ميزة تنافسية للمستهلك المحلي باعتبار ارتفاع سعر السلع المستوردة كما أنه يمنحها ميزة تنافسية في الأسواق الدولية نتيجة انخفاض تكلفتها مقارنة بالمنتجات الأجنبية، ولكن العقوبات أعاقت هذه الميزة التنافسية للسلع السورية، في حالة الأزمة السورية فقدت العملة السورية حوالي 90٪ من قيمتها مقابل الدولار الأمريكي دون أن يكون لذلك تأثير هام على حجم الصادرات بسبب تدمير المصانع والمدن الصناعية في سورية من جهة (هذا يعني أن السوق المحلية لا تستطيع تلبية الطلب المحلي) وبالتالي ستكون المرونة السعرية للمستوردات ضعيفة، مما يجعل فاتورة الاستيراد أكثر عبئاً على الاقتصاد السوري فضلاً عن صعوبات عملية التصدير وإعادة تحويل قيمة السلع المصدرة.

رابعاً: الحالة التطبيقية

سيتم دراسة وجود علاقة بين التضخم وكل من الدين العام والعرض النقدي، حيث سننطق في دراستنا التطبيقية من السلاسل الزمنية لكل من مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) والعرض النقدي (M1) والدين العام الداخلي(pd) خلال الفترة 2011/1/1-2018/4/1 وبدايةً سنقوم بعرض الأشكال البيانية للحالات المدروسة خلال الفترة المذكورة للتأكد من حالة الاستقرار وهي تمثل الخطوة الأولى في عملية تحليل السلاسل الزمنية:







الشكل البياني للسلاسل السابقة قد بين لنا ظاهرياً عدم استقرارها بشكل كامل ولكن لم يظهر سبب عدم الاستقرار، لذا من الضروري إجراء اختبار جذر الوحدة لدراسة استقرار السلاسل الزمنية. لأن وجود جذر الوحدة يعني أن النتائج المتحصل عليها مزيفة لذا

يتوجب القيام بدراسة جذر الوحدة والتخلص منه للوصول إلى حالة الاستقرار الكامل، لذا سنقوم باختبار ديكي فولر الموسع(ADF).

أولاً: اختبار الاستقرار

ويتم ذلك من خلال اختبار " ديكي – فولر الموسع" (Augmented Dickey –fuller Test) الذي يعتمد على مقارنة قيمة (ADF) المحسوبة مع قيمتها الجدولية، حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة إذا كانت قيمة(ADF) المحسوبة بالقيمة المطلقة اكبر من القيمة الجدولية بالقيمة المطلقة، وعند هذه الحالة ترفض الفرضية الصفرية(وجود جذر الوحدة: H0):

H0: يوجد جذر وحدة والسلسلة الزمنية غير مستقرة

H1: لا يوجد جذر وحدة والسلسلة الزمنية مستقرة أو ساكنة.

طبعاً هنا في حال كانت القيمة المطلقة (t) المحسوبة > من القيمة المطلقة (t) الجدولية يتم رفض H0 وبالتالي لا يوجد جذر للوحدة طبعاً وهذا دليل على سكون السلسلة الزمنية.

أما إذا كانت القيمة المطلقة (t) المحسوبة < من القيمة المطلقة (t) الجدولية يتم قبول H0 وبالتالي يوجد جذر للوحدة والسلسلة الزمنية غير مستقرة.

ومن خلال دراسة السلاسل الزمنية للمتغيرات السابقة

نلاحظ من خلال الجداول المحسوبة ملحق (1) القيم المختلفة ل t المحسوبة وذلك من خلال إجراء الاختبار بثلاث حالات ضمن اختبار(ADF) هي:

الأولى تتضمن قاطع في السلسة ذات المسار العشوائي كالتالي:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \gamma y_{t-1} + u_t$$

والمعادلة الثانية حالة عدم وجود قاطع ولا متجه زمني غير عشوائي وفق المعادلة التالية:

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

أما المعادلة الثالثة تسمح للنموذج بأن يتضمن متجه زمني غير عشوائي بالإضافة إلى القاطع.

$$\Delta y_t = \alpha_0 + a_2 t + \gamma y_{t-1} + u_t$$ ونلاحظ من خلال الجداول المدروسة للسلاسل الزمنية أن القيمة المطلقة لـADF المحسوبة للمتغيرات الثلاث كانت أصغر من القيم المطلقة لـ Mackinnon النظرية عند مستويات الدلالة المختلفة وذلك بحالة الدراسة عند المستوى الطبيعي للسلاسل. لذا لا نستطيع رفض فرضية العدم. أي نقبل وجود جذر الوحدة في السلسلة M1 والسلسلة (CPI) والسلسلة(PD) التي تعبر عن الدين العام الداخلي، ما يؤكد عدم استقرار السلاسل الزمنية عند المستوى الطبيعي بمعنوية 5%.

Level	اختبار ADF (t-statistic)		
المتغيرات	القيم الحرجة		
	قاطع ومتجه	قاطع	بلا قاطع ومتجه
	-3.462912	-2.895512	-1.944619
M1	1.349048	4.594052	4.507585
cpi	-2.234523	-0.280964	1.527629
Pd	0.652102	4.11026	5.304397

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

وبهدف الحصول على استقرار للسلاسل الزمنية سنقوم بإجراء الاختبارات للمتغيرات السابقة عند الفرق الأول (1^{st} difference) من اجل التخلص من جذر الوحدة وحالة عدم الاستقرار. وذلك عند مستوى الدلالة (5%) وسوف نلجأ إلى طرح y_{t-1} من طرفي معادلة الانحدار الذاتي لتصبح المعادلة:

$$y_t - y_{t-1} = (\emptyset - 1)y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta y_t = (\emptyset - 1)y_{t-1} + u_t$$

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + u_t$$

أي نختبر الاستقرار للسلاسل الزمنية السابقة بعد أن نأخذ الفرق الأول (انظر الملحق 1) فنلاحظ أيضاً حالة عدم استقرار كامل للسلاسل الزمنية بالحالات الثلاث السابقة وهو ما يتبين لنا عند مقارنة t المحسوبة مع t الجدولية (t المحسوبة< t الجدولية) وبالتالي يوجد جذر وحدة والسلاسل الزمنية غير مستقرة عند مستويات المعنوية المختلفة ويتم قبول H0.

1^{nd} difference	***ADF اختبار (t-statistic)***		
المتغيرات	**القيم الحرجة**		
	قاطع ومتجه	***قاطع***	***بلا قاطع ومتجه***
	-3.462912	-2.895512	-1.944619
M1	-6.355855	-2.386525	-0.866329
cpi	-3.301811	-3.369219	-2.338066
Pd	-7.238097	-6.478017	-0.807803

المصدر من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

نلاحظ هنا عدم استقرار السلاسل الزمنية المتعلقة بـ(السلسلة M1 والسلسلة (CPI) والسلسلة(PD)) وهذا يفسر بما يلي: يرجع الفرق بين السلسلة الزمنية المستقرة والغير مستقرة. إلى ما يلي: السلاسل الزمنية المستقرة ستكون الصدمات بها مؤقتة، وتأثيرها عبر الزمن سوف يتلاشى كما تعود لقيم المتوسط في المدى الطويل.

من جهة أخرى، السلاسل الزمنية الغير مستقرة سوف تتضمن عناصر دائمة. بناء على ذلك، المتوسط والتباين لسلسلة زمنية غير مستقرة سوف تعتمد على الزمن، والتي تقود إلى حالات تكون السلسلة الزمنية:

أ) ليس لها متوسط طويل الأجل بحيث تعود آلية السلسة؛

ب)التباين سوف يعتمد على الزمن وسوف يصل إلى ما لا نهاية.

لذا سنقوم بإعادة الاختبارات السابقة للسلاسل الزمنية بعد أن نأخذ الفرق الثاني (ملحق 1) فتظهر لنا النتائج كما في الجدول التالي:

2^{nd} difference	***ADF اختبار (t-statistic)***		
المتغيرات	**القيم الحرجة**		
	قاطع ومتجه	***قاطع***	***بلا قاطع ومتجه***
	-3.462912	-2.895512	-1.944619
M1	-8.145166	-8.196308	-8.220805
cpi	-5.021382	-5.016933	-5.049323
Pd	− 9.498761	−9.540763	−9.580087

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

وهنا بعد أخذ الفرق الثاني للسلاسل الزمنية المدروسة وجدنا القيمة المطلقة (t) المحسوبة > من القيمة المطلقة (t) الجدولية لذا يتم رفض H0 وقبول H1 وبالتالي لا يوجد جذر للوحدة طبعاً وهذا دليل على سكون السلسلة الزمنية، وبالتالي النتائج المدروسة ستكون غير مزيفة.

لذا نستطيع القول بأن السلاسل السابقة هي سلاسل متكاملة، إذ يشترط لحصول التكامل أن تكون السلاسل مستقرة ومن نفس الرتبة الزمنية أي إما من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية. وهنا جميع السلاسل السابقة هي من الرتبة (I2) وللتأكد من هذه الحالة سوف نقوم بتطبيق نموذج أنجل– جرانجر للتكامل المشترك.

ثانياً: اختبار التكامل المشترك:

إن تماثل درجة استقراريه السلاسل الزمنية المستخدمة في النموذج المدروس وبالتالي استقرارها عند الفرق الثاني يعني وجود علاقة تكامل مشترك بينها من الدرجة الثانية((I2))، وهذا يعني وجود تكامل بين المتغيرات في المدى الطويل، ذلك لان وجود علاقة طويلة الأجل يتطلب توفر شرطين:

1-أن تكون كل المتغيرات مستقرة عند نفس المستوى، وفي دراستنا استقرت السلاسل عند المستوى (I2).

2-كما يجب تحقق استقرار البواقي عند المستوى.

3-يجب أن يكون هذا المستوى أكبر من I(0) .

إذا الشرط الأول محقق والسلاسل مستقرة من الدرجة الثانية، وباستخدام نموذج أنجل جرانجر والذي يمكن كتابته على الشكل التالي:

Dependent Variable: CPI
Method: Least Squares
Date: 01/01/19 Time: 01:44
Sample (adjusted): 2011M03 2018M04
Included observations: 86 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0540	-1.955125	6.415747	-12.54359	C
0.3449	-0.949987	9.76E-06	-9.27E-06	M1
0.0000	32.95134	6.30E-06	0.000208	PD
0.0000	24.39195	0.040498	0.987832	U(-2)

415.9720	Mean dependent var	0.992778	R-squared
248.8457	S.D. dependent var	0.992513	Adjusted R-squared
9.022291	Akaike info criterion	21.53134	S.E. of regression
9.136447	Schwarz criterion	38015.08	Sum squared resid
9.068234	Hannan-Quinn criter.	-383.9585	Log likelihood
0.615166	Durbin-Watson stat	3757.230	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

نلاحظ هنا أنَّ n=88 وR^2=0.992 أي أن 99% من تغيرات مؤشر أسعار المستهلكين(CPI) يعود سببها غلى تغيرات الدين العام الداخلي والعرض النقدي وهذا يعتبر بمثابة مؤشر ودليل عملي على قوة العلاقة بينها، وتأثير ارتفاع كل من الدين العام والقرض النقدي في خلق ضغوط تضخمية على الاقتصاد وهذا ينسجم مع معادلة فيشر إلي تشير إلى وجود علاقة طردية بين عرض النقود ومعدلات التضخم:

$$M*V= P*Y$$

وما يشير إلى ذلك المعادلة الخطية التالية التي تمثل نموذج العلاقة التوازنية بين مؤشر أسعار المستهلكين(CPI) والعرض النقدي والدين العام وهي بالشكل التالي:

الشكل العام للمعادلة التوازنية:

$$CPI = C(1) + C(2)*M1 + C(3)*PD + C(4)*U(-2)$$

$$CPI = -12.544 - 0.000009*M1 + 0.00021*PD + 0.98783*U(-2)$$

وإنَّ المعادلة السابقة تمثل نموذج العلاقة التوازنية بين مؤشر أسعار المستهلكين(CPI) والعرض النقدي والدين العام على المدى الطويل وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى، يقوم مفهوم هذا النموذج على فرضية أن هناك علاقة توازنية طويلة المدى بين كل من مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) والدين العام الداخلي والعرض النقدي، حيث أن الدين العام الداخلي والعرض النقدي لهما مساهمة مباشرة في زيادة التضخم، أي أن تمويل وزارة المالية لعجز الموازنة من خلال الاقتراض من المصرف المركزي له ارتدادات سلبيه جداً على مستوى معيشة المواطنين وبالتالي لا يمكن قبول عذر المالية بأن العجز سببه مستوى الدعم الذي تقدمة الوزارة للسلع الأساسية على اعتبار أنها تخفض من جهة أخرى مستوى الدخل لدى المواطنين.

وبما أنَّ متغيرات النموذج متكاملة فإننا ننطلق إلى الخطوة التالية متمثلة بتوليد مزيج خطي ساكن عن طريق بحث استقرار البواقي والذي يمثل الشرط الثاني من خلال معادلة هذا الانحدار كما يلي:

لذا سنبحث عن استقرار البواقي والذي تبين عدم استقرارها عند المستوى والفرق الأول لذا قمنا بإجراء اختبار جذر الوحدة بعد أخذ الفرق الثاني:

2^{nd} difference	***ADF اختبار (t-statistic)***		
استقرار سلسلة البواقي	***القيم الحرجة عند معنوية 5%***		
	قاطع ومتجه	***قاطع***	***بلا قاطع ومتجه***
	-3.462912	-2.895512	-1.944619
	-5.835303	-5.896810	-5.896810

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

نلاحظ بعد المقارنة بين القيم t الحرجة عند مستوى معنوية 5% وقيم t المحسوبة لسلسلة البواقي استقرار السلاسل الزمنية عند الفرق الثاني.

- **نموذج تصحيح الخطأ**

وهو النموذج الأكثر ملائمة حسب أنجل جرانجر لأننا نقوم بضم البواقي مبطئة بالفترة الزمنية المناسبة وهنا أخذنا فترة ابطاء سنتين.

Dependent Variable: DCPI
Method: Least Squares
Date: 01/01/19 Time: 22:16
Sample (adjusted): 2011M03 2018M04
Included observations: 86 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0011	3.390940	2.469781	8.374878	C
0.7951	-0.260590	3.88E-05	-1.01E-05	DM1
0.9880	-0.015098	4.64E-05	-7.01E-07	DPD
0.8641	-0.171685	0.023609	-0.004053	U(-2)

8.020097	Mean dependent var	0.001720	R-squared
12.15243	S.D. dependent var	-0.034803	Adjusted R-squared
7.912541	Akaike info criterion	12.36209	S.E. of regression
8.026696	Schwarz criterion	12531.34	Sum squared resid
7.958483	Hannan-Quinn criter.	-336.2393	Log likelihood
1.444294	Durbin-Watson stat	0.047092	F-statistic
		0.986358	Prob(F-statistic)

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

ونلاحظ من الجدول عدم معنوية المتغيرات وهو الأمر الذي يعود إلى عدم ثبات التباين، والذي يمكننا معالجته بأخذ الفروق مع اللوغاريتم. لذا سنقوم بتحويل هذه الفروق إلى فروق مع (Log) والذي يتضمن تقدير للمرونات، فنحصل على النموذج التالي:

Dependent Variable: DLCPI
Method: Least Squares
Date: 01/01/19 Time: 22:58
Sample (adjusted): 2011M03 2018M04
Included observations: 86 after adjustments

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0009	3.441153	0.006387	0.021978	C
0.8182	0.230610	0.219357	0.050586	DLM1
0.7380	0.335600	0.111194	0.037317	DLPD
0.0640	-1.877591	6.15E-05	-0.000115	U(-2)

0.023544	Mean dependent var	0.041389	R-squared
0.032735	S.D. dependent var	0.006318	Adjusted R-squared
-3.961695	Akaike info criterion	0.032631	S.E. of regression
-3.847539	Schwarz criterion	0.087314	Sum squared resid
-3.915753	Hannan-Quinn criter.	174.3529	Log likelihood
1.256005	Durbin-Watson stat	1.180142	F-statistic
		0.322442	Prob(F-statistic)

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

نلاحظ أن النتائج السابقة تعكس طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة كما يلي:

فالعلاقة بين كل من العرض النقدي(M1) ومؤشر أسعار المستهلك(cpi) هي علاقة طردية بالنظر على الإشارة الموجبة والتي تعكس العلاقة الطردية.

كما أن العلاقة بين مؤشر الدين العام(pd) ومؤشر أسعار المستهلك(cpi) هي علاقة طردية أيضا.

كما نلاحظ استمرار عدم المعنوية للمتغيرات رغم اخذ اللوغاريتم وهو يدل على عدم معنوية العلاقة في الأجل القصير. في حين أن القيمة السالبة لـ((2−)U) فهي دليل على وجود علاقة معنوية في الأجل الطويل

يمكن صياغة العلاقة بصورة معادلة وفق مايلي:

DLCPI = C(1) + C(2)*DLM1 + C(3)*DLPD + C(4)*U(-2)

DLCPI: لوغاريتم مؤشر أسعار المستهلك

C: القاطع

DLM1: لوغاريتم العرض النقدي

DLPD: لوغاريتم الدين العام الداخلي

U(−2): إبطاء السلسلة لفترتين زمنيتين والذي يفيد بدراسة معنوية العلاقة بين المتغيرات في الأجل الطويل.

وتؤول المعادلة السابقة إلى الشكل القياسي وفق الجدول إلى ما يلي:

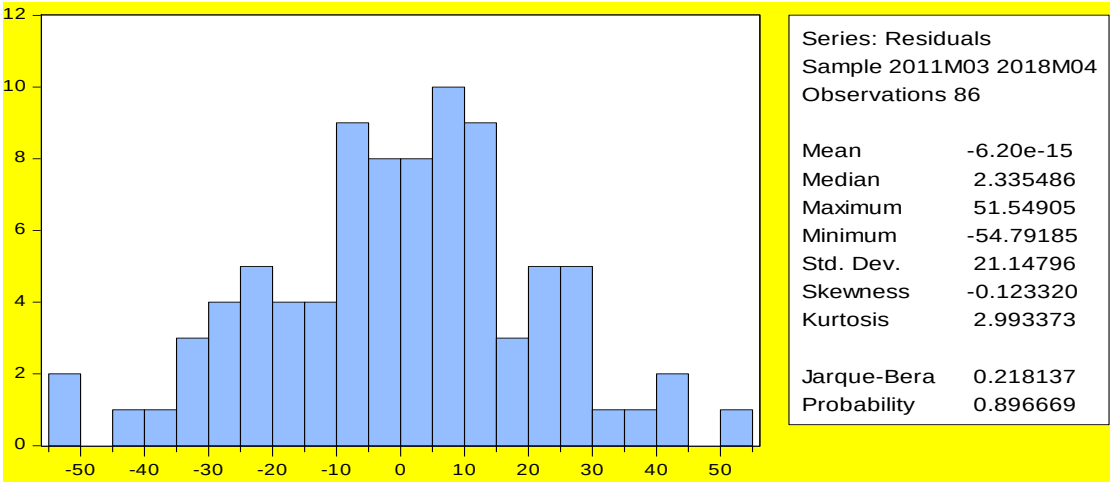
DLCPI = 0.02198 + 0.05059*DLM1 + 0.03732*DLPD - 0.00012*U(-2)

من المعادلة السابقة نجد مايلي:

أنَّ أي تغير للـ M1 بمقدار وحدة واحدة ستؤدي إلى تغير **CPI** بمقدار **(0.05059)** وتغير **PD**بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى تغير **CPI** بمقدار**(0.03732)**، ونلاحظ أن المقدار **(0.00012)** هو الذي يقوم بتصحيح المسار بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في الآجل الطويل. كما يشير الى بطء سرعة تصحيح الخطأ في هذا النموذج **(0.00012)** خلال الفترة الواحدة وبالتالي يحتاج الـ (cpi) إلى فترة زمنية طويلة حتى يعود إلى الحالة التوازنية في حال اختلال التوازن في المدى القصير بعد حدوث خلل في مؤشر أسعار المستهلك.

ويمكننا قياس المشاكل القياسية للنموذج السابق من خلال

- **دراسة التوزيع الطبيعي للبواقي التي حصلنا عليها كما يلي:**



المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن probability أكبر من 5% بالإضافة إلى الشكل يعكس توزيع طبيعي للبواقي.

- **المشكلة الثانية هو اختلاف التباين:**

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
0.2268	Prob. F(3,82)	1.477275	F-statistic
0.2205	Prob. Chi-Square(3)	4.409684	Obs*R-squared
0.0346	Prob. Chi-Square(3)	8.633938	Scaled explained SS

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

نلاحظ من الجدول بأن ال probability أكبر من 5% وبالتالي نقبل الفرض العدم أي عدم وجود مشكلة قياسية تتعلق بالتباين.

ثالثاً: اختبار السببية

يكون تحليل الانحدار قائما على أساس اختبار علاقة اعتماد أحد المتغيرات (المتغير التابع) على عدد من المتغيرات التوضيحية(المستقلة). وان مفهوم جرانجر للسببية يتضمن

الكشف الإحصائي عن اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات (علاقة السبب والتأثير) عندما تكون هناك علاقة قيادة تختلف بين المتغيرات.

قدم جرينجر تعريفا عمليا للسببية وقد عرضها كالآتي:

فإذا كانت **قيمة F المحسوبة اكبر من قيمة F الجدولية عند مستوى معين من المعنوية** فإننا نرفض فرضية العدم وهذا يعني ان هناك علاقة سببية باتجاهين أي أن المتغير xt يتأثر بالمتغير yt وبالعكس المتغير yt يتأثر بالمتغير xt.

ولتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات نجري اختبار جرانجر للعلاقة السببية بين المتغيرات، حيث يستخدم اختبار جرانجر للسببية وجود علاقة سببية في الأجل القصير بين كل متغيرين من المتغيرات المدروسة على حدا، واستناداً إلى معنوية العلاقة يتم تحديد وجود السببية من عدمها، وهو الأمر الذي سنقوم بالتحقق منه كما يلي:

H0: لا يوجد علاقة سببية بين المتغيرات.

H1: هناك علاقة سببية بين المتغيرات.

والجدول التالي يبين اختبار السببية بين المتغيرات حسب Granger

تفسير النتائج	Pairwise Granger Causality Tests Date: 01/01/19 Time: 07:04 Sample: 2011M01 2018M04 Lags: 2			
	Null Hypothesis:	**Obs**	**F-Statistic**	**Prob.**
توجد علاقة سببية باتجاه واحد	M1 does not Granger Cause CPI	86	1.63430	0.2015
	CPI does not Granger Cause M1		4.25790	0.0174
توجد علاقة سببية باتجاه واحد	PD does not Granger Cause CPI	86	0.71677	0.4914
	CPI does not Granger Cause PD		5.29978	0.0069
توجد علاقة سببية باتجاه واحد	PD does not Granger Cause M1	86	1.16114	0.3183
	M1 does not Granger Cause PD		2.26773	0.1101

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج Eviews7

من خلال دراسة الجدول السابق يتبين أنَّه توجد علاقة سببية من طرف واحد بالنسبة لجميع المتغيرات السابقة وذلك استناداً إلى قيم F المحسوبة بالمقارنة مع قيم F الجدولية

أو من خلال مقارنة الـ(Prob) مع المعنوية 5% فإذا كانت أصغر من 5% فهي معنوية وتوجد علاقة سببية. ومن خلال التغير بأحد المتغيرات: مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) والعرض النقدي (M1) والدين العام الداخلي وجدنا مايلي:

هناك تأثير مباشر في العرض النقدي(M1) يسبب تغير مؤشر أسعار المستهلكين(cpi) حيث يزداد التضخم بزيادة العرض النقدي، لكن العكس ليس صحيح بحسب النموذج وهو ما يتوافق مع دراسة (النيف، الطيب، وأخرون..) وبحسب النظرية الاقتصادية كلما قامت السلطات النقدية بزيادة عرض النقد فأن ذلك يؤدي الى زيادة الضغوط التضخمية في الاقتصاد.

كما توجد علاقة سببية مباشرة من الدين العام(pd) باتجاه (cpi) حيث أن أي تغيير بالدين العام يؤثر على التضخم ويسببه، لكن العكس غير صحيح بحسب النموذج.

كما وجدنا من خلال النموذج أن الدين العام يسبب زيادة العرض النقدي فهناك علاقة سببية باتجاه واحد من (pd) إلى(M1).

ويمكننا تفسير العلاقة السببية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة على المدى القصير:

ويفسر اتجاه العلاقة السببية في الأجل القصير اقتصادياً، بأن التضخم في الاقتصاد السوري لم يكن في بدايته ظاهرة نقدية واضحة أو مؤثرة بل انه نتج بسبب صدمة العرض السلبية التي تعرض لها الاقتصاد والناتجة بدورها عن الأزمة الحالية وما لحقها من حصار اقتصادي وعقوبات دولية اقتصادية، واستجابة لارتفاع الأسعار عمدت السلطة النقدية إلى زيادة الإصدار النقدي، لأجل تلبية الطلب الحكومي المتزايد على النقد والناتج عن ارتفاع تكاليف المعاملات اليومية، وبهذا اصبح معدل التضخم هو الذي يدفع بزيادة عرض النقد في الأمد القصير، إلا أن الإفراط المتزايد في الإصدار النقدي وبحجة تمويل

الإنفاق العام أدى مع مرور الوقت إلى زيادة الكتلة النقدية بشكل كبير وهذا بدوره اخذ يغذي الارتفاعات السعرية في الأجل الطويل حتى وصلت إلى مستويات خطيرة.

النتائج والتوصيات

النتائج

لـم تـتمكن السياسـة النقديـة مـن لمصـرف سـورية المركـزي مـن التخفيـف مـن الصـعوبات التـي رافقت الأزمـة باعتبـار أن مستويات التضـخم المرتفعـة التـي عـانى منهـا الاقتصاد السوري ساهمت في تآكل دخل المواطن السوري وزيادة معدلات الفقر وهذا ما دفع جزء كبير من الشباب السوري للهجرة إلى الخارج للبحث عن حياة أفضل، كما أن تذبذب سعر صرف الليرة السورية صعوداً وهبوطاً وبمستويات كبيرة خلال فترات زمنية قصيرة نسبياً تسبب في مساعدة طبقة التجار في مضاعفة أرباحهم من خلال تسعير السلع على المستويات الأعلى للسعر السائد في السوق الموازي ودون أن يكون لذلك أي عائد في زيادة عوائد الدولة من الضرائب التي يتوجب فرضها على هذه الأرباح بسبب عجز الجهاز الضريبي الذي خسر جزء كبير من مطارح الضريبية بسبب خسارة جزء من الجغرافية السورية على مجاراة الأزمة، وبالتالي كان لسياسة تمويل العجز الأثر الأكبر على زيادة العرض النقدي وارتفاع معدلات التضخم (وهو ما يتبين من الحالة العملية) بسبب لجوء وزارة المالية إلى التمويل بالعجز لمقابلة نفقاتها المرتفعة بالرغم من عدم وجود آلية قادرة على إعادة امتصاص المبالغ التي يتم ضخها في السوق، كما لا بدّ من الإشارة إلى أن سياسة المصرف المركزي ساهمت في زيادة الأعباء الملقاة على الطبقة الأفقر في سورية من خلال سياسة تسعير سعر الدولار الأمريكي للحوالات الواردة عند قيم أقل بكثير من قيمتها في السوق الموازية، حيث تم السماح للحوالات التي قيمها فوق 5,000$ باستلامها بالقطع الأجنبي وبالتالي إمكانية تجنب أي خسارة نتيجة الالتزام بسعر المصرف المركزي بينما حرمت باقي فئات الشعب الأقل قدرة على تحويل مبالغ تزيد على 5,000$ من هذه الميزة، وتم استخدام عوائد هذا القطع في دعم استقرار سعر

الصرف وتمويل التجارة الخارجية بالسعر المدعوم وذلك بعد أن تم استنزاف الجزء الأكبر من احتياطيات المصرف المركزي من القطع الأجنبي في السنوات الأولى من الأزمة بدون طائل من خلال بيع كافة المواطنين للقطع الأجنبي بدون وجود مبرر اقتصادي مناسب، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى بعدم نجاح السياسة النقدية للبنك المركزي السوري من التخفيف من الصعوبات التي رافقت الأزمة.

كما لم تتمكن السياسة النقدية من الحفاظ على سعر صرف الليرة السورية وهو ما تثبته حركة التذبذب الكبيرة في سعر الصرف خلال فترات زمنية قصيرة من خلال اتباع أسلوب الصدمات الأمر الذي شجع المزيد من المواطنين على المضاربة على سعر صرف الليرة السورية إما بهدف تحقيق الربح والاستفادة من تذبذب السعر أو بهدف تعويض خسارتهم الناتجة عن الحفاظ على مدخراتهم بالليرة السورية في بداية الأزمة، يضاف إلى ما سبق قيام المصرف المركزي ببيع القطع الأجنبي بدون ضوابط أو مبررات تجارية فضلاً عن قيامه بتمويل سلع كمالية أو سلع لها بدائل محلية حتى وقت متأخر في الأزمة بالرغم من محدودية وقلة الموارد من القطع الأجنبي، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية التي تقول بأن السياسة النقدية لم تتمكن من الحفاظ على القدرة الشرائية لليرة السورية أثناء الأزمة.

إلا أنه من خلال الدراسة تبين وجود العديد من العوامل التي ساهمت في تضخيم الكارثة المتمثلة بانخفاض سعر صرف الليرة السورية مثل أثر العقوبات على القطاع التجاري والمصرفي والحكومي وتقييدها لتعاملات هذه الجهات مع الدول الأخرى، كما أن الآثار الناتجة عن الصراع العسكري على الأرض السورية كان له حيز كبير من التحديات التي عانى منها الاقتصاد السوري مثل عدم الاستقرار الأمني وتقطع شبكة المواصلات بين المحافظات السورية فضلاً عن خسارة طرق المواصلات مع أغلب الدول المجاورة وبالتالي عدم الاستفادة من الموقع الجغرافي المميز لسورية بين قارات العالم الثلاث،

يضاف إلى ذلك تدمير وسائل ووسائط الإنتاج من معامل ومنشآت الأمر الذي رفع فاتورة الاستيراد، فضلاً عن خسارة أبار النفط والغاز وبالتالي خسارة المورد الأهم للدولة السورية وهو ما انعكس في مضاعفة العجز الحكومي الناتج عن زيادة الإنفاق نتيجة العمليات الحربية أو إعادة تأهيل البنية التحتية في المناطق المحررة، وكل هذه العوامل لا تستطيع السياسة النقدية التأثير عليها وبالتالي يمكننا الادعاء بصحة الفرضية الثالثة التي تقول أن التقلبات في سعر الصرف كانت في بعض منها ناتجة عن عوامل خارجية كانت خارجة عن سيطرة السياسة النقدية لمصرف سورية المركزي.

التوصيات

لدى مصرف سورية المركزي إمكانية زيادة فعالية السياسة النقدية من خلال اتباع عدد من الخطوات، بعضها يتعلق بالمصرف المركزي وولايته، والبعض الآخر بحاجة إلى التعاون من باقي الأجهزة في الحكومة في إطار التنسيق بين المالية العامة السياسة النقدية.

يجب على مصرف سورية المركزي تطوير التواصل مع الجمهور لأن المضاربين يستغلون حالة عدم اليقين في أوقات الأزمة الاقتصادية لدفع الاقتصاد إلى الحد الذي يجعلهم يحققون المزيد من الأرباح، فلم يتمكن مصرف سورية المركزي خلال الأزمة السورية من بناء الثقة مع المجتمع السوري نتيجة لعدم القدرة على شرح خطة المصرف المركزي أو الاتجاهات المستقبلية، فضلاً عن اتباع المصرف المركزي أسلوب الصدمات المؤقتة في معالجة انخفاض سعر صرف الليرة السورية، حيث عمل على مراقبة انخفاض قيمة الليرة السورية حتى مستوى معين، ثم لجأ إلى زيادة المعروض من العملات الأجنبية بشكل كبير في سوق العملات، مما انعكس تحسنا في قيمة العملة السورية لفترة قصيرة جداً من الزمن، وكما هو معلوم فإن توقيت تدخل المصرف المركزي أفضل فرصة للمضاربين لزيادة أرباحهم.

ولحل الندرة في العملات الأجنبية الموجودة يمكن للبنك المركزي إصدار شهادات إيداع بالدولار (مضمونة من قبل مصرف سورية المركزي) موجهة إلى المغتربين، علاوة على ذلك يتوجب تشجيع وتحفيز شركات الصرافة المرخصة على إنشاء روابط والدخول في علاقات عمل مع شبكات التحويل في أوروبا (حتى لو لم تكن مرخصة بشكل قانوني من السلطات الأوربية)، مع الالتزام بالإعلان عن هذه التحويلات ومصدرها وأطرافها لمصرف سورية المركزي وذلك لاعتبارات عديدة (هذه التحويلات التي تتم من الدول

الأوروبية إلى الداخل السوري وفي اتجاه واحد فقط، واعتبروها مورِّداً جيداً للقطع الأجنبي كما أن هذه التحويلات عبارة عن تحويلات بمبالغ صغيرة لا تتجاوز 500 دولار يرسلها السوريون واللاجئون المقيمون في الدول الأوروبية إلى عوائلهم وأقاربهم في سورية وليس لها مخاطر غسل الأموال أو تمويل الإرهاب، حيث يتم تنفيذ هذه الأخيرة بطرق أكثر سرية وفي وبقيم كبيرة)، هذه الشبكة المقترحة من الوسطاء لنقل الأموال ليست نتيجة للواقع السوري الداخلي بل هي نتيجة للقوانين واللوائح الأوروبية التي تمنع اللاجئ من إرسال الأموال إلى الخارج، لذلك لا يمكن للاجئين في أوروبا استخدام شركات الصرافة في الدول الأوروبية لتحويل الأموال إلى سورية، ولنجاح هذا الإجراء يتوجب على المصرف المركزي السماح بتسليم هذه الحوالات بالقطع الأجنبي أو الإبقاء على سعر صرف القطع الأجنبي الخاص بالحوالات قريباً من سعر صرف الليرة السورية في السوق الموازية لضمان مرور القنوات الرسمية وبالتالي زيادة عائدات الحوالات المالية الواردة التي يمكن إعادة استخدامها في تمويل الواردات أو في عملية التدخل في سوق الصرف من إطار إدارة سعر الصرف، كما هناك فرصة أخرى لتشجيع المواطنين والشركات على الإيداع بالدولار الأمريكي عن طريق تحريك الفوائد وكذلك تقديم ضمانات لجميع المودعين

يمكن لمصرف سورية المركزي أن يتعلم من أزمة العملة في تايلاند في عام 1997، عندما كلف بنك تايلاند موظفيه بالعمل لفترات محددة في القطاع المصرفي العام والخاص، من أجل تزويدهم بالخبرة وإبلاغهم عن كثب بواقع العمل المصرفي، بالإضافة إلى ذلك يمكن للمصرف المركزي بذل المزيد من الجهد في مكافحة ظاهرة الدولرة في الاقتصاد (رغم أنها لا تزال في بدايتها ومحدودة بفئة معينة من المجتمع)، وتشديد العقوبات القضائية على المضاربين والتجار بأي عملة غير الليرة السورية.

بالإضافة إلى ذلك يمكننا أن نتعلم من تجربة بلدان أخرى خاصة الصينية في إدارة السيولة وخدمات الدفع الالكتروني، فضلاً عن وضع ضوابط تساعد على تحويل

منح القروض إلى المستفيدين منها سواء كانوا صناعيين أو تجار أو أشخاص طبيعيين، على سبيل المثال إعطاء الأولوية لمنح القروض (بالنسبة للعمليات الإنتاجية التي تسهم في زيادة إنتاج الصادرات، وبالتالي زيادة عائدات النقد الأجنبي أو القروض المتعلقة بالقطاع الزراعي، حيث يمكن أن تزيد معدلات الإنتاج بشكل كبير من خلال منح القروض الصغيرة لكونها تسهم بشكل فعال في تخفيض فاتورة المستوردات لا سيما أن الطلب على المنتجات الزراعية يتميز بمرونة منخفضة).

علاوة على ذلك وفي مرحلة لاحقة من الأزمة يمكن منح القروض للصناعات كثيفة العمالة لاستيعاب البطالة، بالإضافة إلى زيادة معدلات الفوائد للذين دعموا العملة السورية عن طريق الاحتفاظ بأصولهم أو ودائعهم في المصارف خلال سنوات الحرب.

كما ستزداد فرصة تحقيق الاستقرار الاقتصادي إذا عملت وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية ووزارة المالية والمصرف المركزي معاً ودمجت استراتيجياتها عبر العمل على الحد من العجز الهيكلي في الميزانية وميزان المدفوعات، والتأثير على جانبي العرض والطلب على العملات الأجنبية بالسعي إلى خفض الطلب المحلي على العملات الأجنبية (مراقبة الواردات وعمليات تهريب العملة والمضاربة ...). وفي الوقت نفسه يجب أن تعمل على زيادة جانب العرض من خلال (تحفيز الإنتاج وخاصة السلع المعدة للتصدير، والسعي لتأمين قروض ميسرة طويلة الأجل من الدول الصديقة)،

كما يجب على مصرف سورية المركزي العمل مع وزارة المالية لإصدار الأوراق المالية الحكومية (السندات وسندات الخزينة) لتأمين الموارد المالية لوزارة المالية بطرق لا تؤثر على مستويات التضخم، والتقييد بشكل تدريجي من التمويل بالعجز بهدف دفع وزارة المالية لإصلاح النظام الضريبي ومكافحة ظاهرة التهرب الضريبي باعتبار وجود مصدر سهل للتمويل يعتبر من معوقات البحث عن بدائل لردم الفجوة الحاصلة بين الإيرادات والإنفاق الحكومي.

كما يتوجب التعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية لمنع استيراد جميع السلع الفاخرة (وليس منع تمويل استيرادها) لأن منع تمويلها يعني أن التجار سوف يتحولون إلى التمويل من خلال السوق الموازية وبالتالي سيكون هناك طلب على العملات الأجنبية، حظر استيرادها يعني أنها ستكون غير شرعية للاستيراد وبالتالي تقليل الطلب عليها، ولكن ليس بسبب عمليات التهريب ستستمر ولكن ليس بنفس القيمة.

بالإضافة إلى ذلك، منح أولوية لتشكيل فريق عمل حكومي للتفاوض مع كل من حكومتي الأردن والعراق لإعادة فتح المعابر الحدودية مع إمكانية ترغيب هذه الدول بإعادة العلاقات الاقتصادية إلى سابق عهدها من خلال منحها معاملة تفضيلية فيما يخص عمليات الترانزيت وذلك باعتبار أن المنفعة الحدية التي ستتحقق للدولة السورية ستكون أعلى بكثير من المنفعة الحدية لهذه الدولة باعتبار أنها لم تعاني من ويلات الحرب التي عانت منها الدولة السورية ولوجود بدائل لديها لعمليات النقل البري، الأمر الذي سيكون له تأثير إيجابي على عائدات البلاد من النقد الأجنبي.

ويمكن لمصرف سورية المركزي أن يعمل مع الدول الصديقة ويستفيد من الخبرات المتشكلة لديها مثل (الصين، روسيا، الهند، البرازيل، إيران، العراق، ... إلخ) في جوانب كثيرة، الأولى هي الاقتراض من هذه البلدان باستخدام الودائع السورية التي جمدت في الخارج والتي تعود إلى (مصرف سورية المركزي، والمؤسسات العامة الأخرى، ... إلخ) كضمانة أو التنازل عن الوديعة المجمدة في البنوك الأجنبية مع فوائدها إلى الطرف المقابل وتتلقى الحكومة السورية النقد الأجنبي (لاستخدامه لتمويل المشاريع الإنتاجية)، الثاني يأتي من التشاور حول إمكانية استخدام عملات هذه البلدان أو أي عملة أخرى (باستثناء الدولار الأمريكي) لتسوية الالتزامات مع إمكانية تقييم الرصيد بالدولار الأمريكي في حالة رغبة جميع الأطراف، من أجل تجاوز العقوبات والصعوبات وارتفاع تكاليف التحويلات بالدولار الأمريكي،

الفرصة الأخرى تأتي من خلال دعم الصادرات والصناعة الوطنية من خلال مساعدة المصدرين على الوصول إلى الأسواق المحتملة من خلال عقد اتفاقات مع هذه الدول الصديقة لضمان مشاركة الشركات السورية في المعارض الأجنبية خاصة مع نجاح معرض دمشق الدولي في آب من العام 2017 و "صنع في سورية" الذي أقيم في العراق عام 2018، ورابعاً يمكن الاستفادة من العلاقة المميزة مع إيران في معرفة كيفية التغلب على العقوبات المفروضة على المصرف المركزي خاصة وأن إيران اختبرت العقوبات لفترة طويلة وتمكنت من إيجاد طرق عديدة للتحايل على هذه العقوبات.

كما يمكن للمعنيين في سورية التعاون والاستفادة من الخبرة الصينية لمساعدة الاقتصاد السوري على التحول من نظام الدفع النقدي إلى نظام دفع التجارة الإلكترونية والتحويلات البنكية التي تسمح بالتحكم في السيولة المحلية والاستخدام الأكثر دقة وفعالية للإمكانات الاقتصادية، وكما يمكن للسوق السورية أن تتعلم الكثير من أنظمة الدفع الإلكترونية الصينية، خاصة وأن الصين نجحت بشكل مميز في تطوير سوق الإنترنت ونظام الدفع الإلكتروني.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. شـرف، سـمير. (2007–2008). الاقتصـاد المـالي والنقـدي. مديريـة الكتـب والمطبوعات الجامعية.
2. كنعان، علي. (1988). اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، دار الحسنين، دمشق.
3. الدوري، زكريا، والسامرائي، يسرى. (2006). البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
4. ساموبلسون، بول. نورد هاوس، ويليام. ماندل، مايكل. (1995). الاقتصاد، الطبعة 15، (هشام عبد الله، مترجم). عمان: الأهلية للنشر.
5. سليمان، عبد الفتاح. (2002). علاج التضخم والركود الاقتصادي في الإسلام، دار غريب، القاهرة.
6. محي الدين، عمرو. (2000). أزمة النمور الأسيوية: الجذور والآليات والدروس المستفادة. عمان. دار الشروق.
7. المصطفى، ايفلين. (2014). الأزمات الاقتصادية العالمية: كيف حاول الآخرون حل مشاكلهم ؟. دمشق. دار رسلان.
8. هيفاء غدير. (2010)، السياسة المالية والنقدية ودورها التنموي في الاقتصاد السوري، وزارة الثقافة، الهيئة العامة السورية للكتاب، دمشق، ط1.
9. حنفي، محمد ناظم. (1999)، مشاكل تحديد سعر الصرف و تقييم العملات، الهيئة العامة للكتاب.
10. العدل، رضا. (2000). التحليل الاقتصادي الجزئي والكلي، مؤسسة شباب الجامعة، الأردن.
11. موسى، عماد. (2005). تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
12. الكصاسي، محمد. (2004) الوضعية النقدية وسير السياسة النقدية في الجزائر. صندوق النقد العربي، أبو ظبي.

13. سنحاج، عبد الحق. 1988، الأدوات النقدية غير المباشرة (دراسة انتقائية). معهد صندوق النقد الدولي.
14. كمال، منى. (2010). الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، رسالة ماجستير، Queen Mary, University of London.
15. الشاذلي، أحمد. (2017). قنوات انتقال أثر السياسة النقدية الى الاقتصاد الحقيقي. دراسات اقتصادية (صندوق النقد العربي).
16. روجر، سكوت. (آذار، 2010). استهداف التضخم يدخل عامة العشرين. مجلة التمويل والتنمية (صندوق النقد الدولي). المجلد 24 العدد 1. https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2010/03/pdf/fd0310a.pdf .
17. هيئة الاستثمار السورية، (د.ت) استرجعت بتاريخ 2017/06/12 من http://sia.gov.sy/why_syria_sections/%d8%a7%d9%84%d8%a7%d8%aa%d9%81%d8%a7%d9%82%d9%8a%d8%a7%d8%aa/.
18. البساط، هشام .(2001) .ورقة عمل بعنوان "تحديث وتطوير القطاع المالي والمصرفي في سورية" دمشق :صندوق النقد العربي.
19. مصرف سورية المركزي، (2018/09/30)، دليل المصارف العاملة في الجمهورية العربية السورية، استرجعت بتاريخ 2018/10/12 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=de0cc862c8.
20. مصرف سورية المركزي، (2018/09/30)، دليل مؤسسات الصرافة، استرجعت بتاريخ 2018/10/12 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=04328d2d52.
21. مصرف سورية المركزي. (2015). التقرير السنوي في العام 2015، دمشق، مصرف سورية المركزي. استرجع بتاريخ 2017/01/05 من http://cb.gov.sy/ar/publications/single?id=449060df33.
22. مصرف سورية المركزي، (2018/02/25). استرجعت بتاريخ 2018/06/30 من http://cb.gov.sy/ar/ei-d/post?id=19ee45143e.

23. مجموعة البنك الدولي. (نيسان/2017). اقتصاديات إعادة الاعمار بعد انتهاء الصراع في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. المرصد الاقتصادي لمنطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا.
https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/26305/211085AR.pdf.

24. عبود، سامر. (2012/06/20). الاقتصاد السوري: وضع محفوف بالمخاطر. مركز كارنيغي للشرق الأوسط. استرجعت بتاريخ 2019/01/01. https://carnegie-mec.org/2012/06/20/ar-pub-48599.

25. غصن ، زياد. (2017). مليون ونصف مليون دولار كان يضخّها مسلحو المليحة في سوق القطع الداخلي- دولارات المسلحين.. فاعلو الخير الثوري كثر! 270 مليون دولار ترد سنوياً من الخارج لتسديد رواتب المقاتلين. استرجعت بتاريخ 2018/08/20. http://www.syriasteps.com/index.php?d=126&id=152367.

26. علي، هيام. (2010). صحيفة الشرق الأوسط، العدد 11620. https://archive.aawsat.com/details.asp?issueno=11700&article=587648#.XZAQKGbgpPZ.

27. مركز دمشق للأبحاث والدراسات. (2015). تأثيرات الأزمة في الاقتصاد السوري 2011-2015.
http://www.dcrs.sy/%D8%AA%D8%A3%D8%AB%D9%8A%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B2%D9%85%D8%A9-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%88%D8%B1%D9%8A-2011-2015.

28. هيئة الاستثمار السورية. (2013). التقرير السنوي الثامن للاستثمار في سورية. https://drive.google.com/file/d/1dRDyEAqYm7OZRnGt-vYQghvQYxpGFH-V/view.

29. الغيطاني، إبراهيم. رخا، أنس. (2013). تقييم السياسة النقدية في مصر بعد ثورة يناير. مركز المصري للدراسات والمعلومات.

30. بوخاري، لحلو موسى. (2010). سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية: دراسة تحليلية للآثار الاقتصادية لسياسة الصرف الأجنبي. بيروت: مكتبة حسن العصرية. ص35.
31. طوقان، أمية. (2005). دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية. مؤتمر مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية.
32. رزاق، وشاح. (2012). ملاحظات حول استقلالية ومركزية البنوك المركزية. المعهد العربي للتخطيط بالكويت –جسر التنمية العدد المائة والثاني عشر.
33. - سجاع، صافي. (2012). المصرف المركزي والسياسة النقدية-دور المصرف المركزي في رسم السياسة النقدية. رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د مطانيوس حبيب.
34. غندور، غسان. (2011). أثر الرقابة على المصارف في تحقيق أهداف السياسة النقدية في سورية. أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د علي كنعان والمشرف المشارك أ.د عمار ناصر آغا.
35. الزامل، خالد (2005). دور السياسة النقدية في رسم معالم السياسة الاقتصادية الكلية في سورية. أطروحة أعدت لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد بجامعة دمشق، إشراف أ.د علي كنعان.

المراجع باللغة الأجنبية

36. Wilson, J. (1966). Monetary Policy and the Development of Money Markets (Routledge Library Edition ed.). Britain: Routledge. Retrieved from https://books.google.com/books?id=Aar5AQAAQBAJ&pg=PA4&lpg=PA4&dq=%22MONETARY+POLICY+AND+THE+DEVELOPMENT+OF+MONEY+MARKETS%22&source=bl&ots=OWL_9x5igp&sig=fqCU8kIADWXaoYHg5s7dTOaRAqk&hl=en&sa=X&ved=0ahUKEwjMjNfErq7ZAhUBchQKHT8eBx4Q6AEISjAH#v=onepage&q=%22MO.
37. Handa, J. (2009). Monetary Economics, (Vol. 2nd Edition). New York, USA and Canada: Routledge.
38. Mishkin, F. S. (2004). The economics of money, banking, and financial markets / Fr (Vol. 7th ed.).
39. M.A.akhtar. (1997). Understanding open market operations. New York: public information department, federal reserve bank of New York.

40. Tobin, J. (n.d.). The Concise Encyclopaedia of Economics. Retrieved from Library Economics Liberty: http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryPolicy.html.
41. Labonte, M. (2014). Monetary Policy and the Federal Reserve:Current Policy and Conditions. (Congressional Research Service). Retrieved from https://www.everycrsreport.com/files/20140107_RL30354_ccd73fd8e1bf52b16c007727b8d82dcc5353c677.pdf
42. Hoggarth, G. (1996). INTRODUCTION TO MONETARY POLICY. Bank of England.
43. Sarwat, J. (2017). Inflation Targeting: Holding the Line, Back to the basics, IMF, Retrieved at 01/11/2017 from, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm.
44. Patel, I. G. (1954). Selective Credit Controls in Underdeveloped Economies. Palgrave Macmillan Journals on behalf of the International Monetary Fund. https://www.jstor.org/stable/pdf/3866171.pdf.
45. Peter N. Ireland, Lecture Notes on MONEY, BANKING, AND FINANCIAL MARKETS .
46. Department of Economics, Boston College, http://www2.bc.edu/~irelandp/ec261.html.
47. New York Fed, August 2007, https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed04.html .
48. Board of Governors of the The Federal Reserve System. (2017). Discount Window Lending. Retrieved from Board of Governors of The Federal Reserve System:
49. https://www.federalreserve.gov/regreform/discount-window.htm.
50. Federal Reserve Discount Window. (n.d.). The Primary & Secondary Lending Programs. Retrieved from Federal Reserve Discount Window: https://www.frbdiscountwindow.org/en/Pages/General-Information/Primary-and-Secondary-Lending-Programs.aspx.
51. Board of Governors of the Federal Reserve. (2011, June 17). Why does the Federal Reserve lend money to banks? Retrieved from Board of Governors of The Federal Reserve: https://www.federalreserve.gov/faqs/banking_12841.htm.
52. Bank for International Settlements. (2008). Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies.

Basel,: Bank for International Settlements. Retrieved from www.bis.org/publ/bppdf/bispap35.pdf.
53. Bank of England. (1999). *The transmission mechanism of monetary policy*. London: Bank of England. Retrieved from: https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1999/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy .
54. Taylor, J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*,
55. Mishkin, F. (1995, fall). Symposium on the monetary transmission mechanism,. journal of economic perspectives.
56. http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1981/tobin-bio.html.
57. https://en.wikipedia.org/wiki/Tobin27%s_q#endnote_spelling.
58. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995, 8). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *The Journal of Economic Perspectives*.
59. Krongkaew, M. (1999). Capital flows and economic crisis on thailand.
60. E.Gup, Benton. (1999). International Banking Crisis: Large-scale Failures, Massive Government Intervention. London. Greenwood publishing group.
61. Menkhoff, M & Suwanaporn, C. (2007). 10 Years after the crisis: Thailand's Financial system reform. Journal of Asian Economics.
62. SUSSANGKARN†, C. & VICHYANOND, P. (2007). Ten Years After the Financial Crisis in Thailand: What Has Been Learned or Not Learned?. Thailand Development Research Institute.
63. Perotti, E. (03- 2001). Lessons from the Russian Meltdown: The Economics of Soft Legal Constraints. University of Amsterdam and CEPR. https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/39763/wp379.pdf?sequence=3
64. The crash : unraveling the 1988 global Financial crisis, time line of the panic. (6-1988). Retrieved at 12/11/2017 from, https://www.pbs.org/wgbh/pages/frontline/shows/crash/etc/cron.html.

65. The central Bank Of Russian Federation. (N. D.). International Reserves of the Russian Federation (End of period). Retrieved at 12/11/2017 from http://www.cbr.ru/eng/hd_base/mrrf/mrrf_m/.
66. Domitrovic, B. (03/09/2016). Monetary Policy's "Impossible Trinity" Is Neither, Retrieved at 12/11/2018 from : https://www.forbes.com/sites/briandomitrovic/2016/09/03/monetary-policys-impossible-trinity-is-neither/#65509daf7a01.
67. Hammond, J. State of the art inflation targeting, Centre for Central Banking Studies, Bank of England. Retrieved from https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/ccbs/resources/state-of-the-art-inflation-targeting.
68. Jácome, L , Mancini-Griffoli, T. (2014), "A Broader Mandate," *Finance & Development*, June 2014, Vol. 51, No. 2. Retrieved from http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/06/jacome.htm.
69. Gobat, J & Kostial, K. (2016). Syria's Conflict Economy. IMF Working Paper. WP/16/123. Retrieved from https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16123.pdf.
70. The Peterson Institute for International Economics (PIIE). (n.d.). Case 86-1. Retrieved at 01/04/2018 from The Peterson Institute for International Economics (PIIE): https://piie.com/commentary/speeches-papers/case-86-1.
71. U.S. Department of the State. (n.d.). Syria Sanctions. Retrieved at 01/04/2018 from: https://www.state.gov/e/eb/tfs/spi/syria/.
72. Netherlands, G. o. (n.d.). Sanctions against Syria. Retrieved at 05/04/2018 from: https://www.government.nl/topics/international-peace-and-security/compliance-with-international-sanctions/sanctions-against-syria.
73. Khalek, R. (2016, 09 28). U.S. and EU Sanctions Are Punishing Ordinary Syrians and Crippling Aid Work, U.N. Report Reveals. Retrieved at 06/04/2018 from: https://theintercept.com/2016/09/28/u-s-sanctions-are-punishing-ordinary-syrians-and-crippling-aid-work-u-n-report-reveals/.
74. Holmey, O. (2017, 06 07). Middle East: Lebanese banks step back from Syria. Retrieved at 08/04/2018 from:

https://www.euromoney.com/article/b13bdxlsj6h3qg/middle-east-lebanese-banks-step-back-from-syria?copyrightInfo=true.
75. Caesar Syria Civilian Protection Act of 2019. Retrieved at 01/04/2019. https://www.congress.gov/bill/116th-congress/house-bill/31.
76. https://engel.house.gov/latest-news/engel-royce-syria-sanctions-bill-passes-house/.
77. Park, D .Oh, J. (2005). "Korea's Post-Crisis Monetary Policy Reforms". Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol. 8, No. 4 (2005) 707–731, World Scientific Publishing Co, and Center for Pacific Basin Business, Economics and Finance Research.
78. Shapoval, Y. Anufriieva,K. Brus K. Bublyk,Y. (2019). Communication as an instrument for enhancing trust in a central bank: the case of Ukraine. Banks and Bank Systems, 14(2), 106-119.
79. GOLDFAJN, I. GUPTA, P. (2003). "Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?". IMF Staff Papers, 90-114.
80. https://www.msn.com/es-mx/noticias/newsvideo/nacional-aprobada-ley-general-de-educaci%c3%b3n-va-al-senado/vi-AAHCYDD .

مراسيم وقرارات

81. القانون رقم 23 تاريخ 2002/03/17.
82. القانون رقم 21 تاريخ 2011/02/09
83. المرسوم التشريعي رقم 60 تاريخ 2017/10/01.
84. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5938 تاريخ 2011/05/02.

85. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 1131 تاريخ 2012/01/19.
86. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5204 تاريخ 2006/11/15.
87. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 84 تاريخ (2010/011/04).
88. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 14184 تاريخ 2011/10/08.
89. قرار رئاسة مجلس الوزراء رقم 5937 تاريخ 2011/05/02.
90. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 938 تاريخ 2013/02/13.
91. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1409 تاريخ (2016/07/24).
92. قرار مجلس النقد رقم 766 لعام 2011.
93. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1116 تاريخ 2014/04/23.
94. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 362 تاريخ 2008/02/04.
95. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 101 تاريخ 2017/07/30.
96. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1101 تاريخ 2014/04/02.
97. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 501 تاريخ 2009/05/10.
98. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 747 تاريخ 2011/07/18.
99. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 495 تاريخ 2011/12/14
100. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 818 تاريخ 2012/02/15.
101. قرار مجلس النقد والتسليف رقم 1266 تاريخ 2015/05/31.
102. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 67/ل.أ تاريخ 2012/01/19.
103. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1352/ل.أ. تاريخ (2012/10/10).
104. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 506/ل.أ تاريخ (2013/05/15).
105. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 508/ل.أ تاريخ (2013/05/15).
106. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 605/ل.أ تاريخ (2014/05/07).
107. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1062/ل.أ تاريخ (2016/07/24).
108. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1153/ل.أ تاريخ (2016/08/04).

109. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1040/ل.أ تاريخ 2017/08/15.
110. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 40/ل.أ تاريخ 2013/01/13.
111. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 1481/ل.أ. تاريخ (2012/11/14).
112. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 457/ل.أ تاريخ (2011/03/31).
113. قرار لجنة إدارة مصرف سورية المركزي رقم 292 تاريخ (2019/03/10).

الملاحق

اختبارات جذر الوحدة
العرض النقدي
عند المستوى

Null Hypothesis: M1 has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
1.0000	4.594052	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.508326	1% level	Test critical values:
	-2.895512	5% level	
	-2.584952	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M1 has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
1.0000	1.349048	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.068290	1% level	Test critical values:
	-3.462912	5% level	
	-3.157836	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M1 has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
1.0000	4.507585	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.592129	1% level	Test critical values:
	-1.944619	5% level	
	-1.614288	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

العرض النقدي بعد أخذ الفروق الأولى

Null Hypothesis: D(M1) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.1486	-2.386525	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.509281	1% level	Test critical values:
	-2.895924	5% level	
	-2.585172	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M1) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.355855	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.068290	1% level	Test critical values:
	-3.462912	5% level	
	-3.157836	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M1) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.3378	-0.866329	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

العرض النقدي بعد أخذ الفرق الثاني

Null Hypothesis: D(M1,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-8.196308	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M1,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-8.145166	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(M1,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-8.220805	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

التضخم

عند المستوى

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.9223	-0.280964	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.4643	-2.234523	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.9681	1.527629	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

التضخم عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0149	-3.369219	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0731	-3.301811	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0196	-2.338066	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

التضخم عند الفرق الثاني

Null Hypothesis: D(CPI,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0001	-5.016933	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0005	-5.021382	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(CPI,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.049323	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الدين العام
عند المستوى

Null Hypothesis: PUBLIC_DEBT has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
1.0000	4.110260	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.507394	1% level	Test critical values:
	-2.895109	5% level	
	-2.584738	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PUBLIC_DEBT has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.9995	0.652102	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.066981	1% level	Test critical values:
	-3.462292	5% level	
	-3.157475	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PUBLIC_DEBT has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
1.0000	5.304397	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.592129	1% level	Test critical values:
	-1.944619	5% level	
	-1.614288	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الدين العام عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-6.478017	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.508326	1% level	Test critical values:
	-2.895512	5% level	
	-2.584952	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-7.238097	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.068290	1% level	Test critical values:
	-3.462912	5% level	
	-3.157836	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.3631	-0.807803	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الدين العام عند الفرق الثاني

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-9.580087	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-9.498761	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(PUBLIC_DEBT,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-9.540763	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

استقرار البواقي (بدون قاطع واتجاه عام ، مع قاطع واتجاه عام، مع قاطع فقط)

Null Hypothesis: D(U,2) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.896810	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-2.593121	1% level	Test critical values:
	-1.944762	5% level	
	-1.614204	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(U,2) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.835303	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-4.072415	1% level	Test critical values:
	-3.464865	5% level	
	-3.158974	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(U,2) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=11)

Prob.*	t-Statistic		
0.0000	-5.862200	Augmented Dickey-Fuller test statistic	
	-3.511262	1% level	Test critical values:
	-2.896779	5% level	
	-2.585626	10% level	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.