



د. مظهر محمد صالح *: تأجير النقود في العراق: الشروط النقدية في الأسواق غير المنظمة**

في إطار التفكير في واحدة من المفاهيم السائدة في علم النقود المسماة بالشروط النقدية Monetary conditions والتي ترتكن إلى معيار يسمى بالرقم القياسي لتلك الشروط (MCI) - الذي يحتسب التراكيب الخطية لعدد قليل من متغيرات السوق المالية في عموم الاقتصاد وعلى وجه الخصوص معدلات الفائدة الاسمية قصيرة الاجل ومعدلات أسعار صرف العملة المحلية ازاء النقد الاجنبي)، فقد قادني التفكير إلى التصدي لمسألة تحليل الشروط النقدية والسلوك النقودي للأفراد في السوق غير المنظمة في العراق (وهي سوق ظل في الغالب تنحصر تعاملاتها بالائتمان النقدي خارج النظام المصرفي الرسمي أو القانوني وتتصرف كذلك في سلوكياتها خارج ضوابط السلطة النقدية)، وتختلف في مستويات تجانسها مع السوق المنظمة التي تقع تحت اشراف وسيطرة السلطة النقدية مباشرة.

فبين السوقين المذكورين تظهر متغيرات في التعاملات النقدية تجاه تيار متصاعد من المعاملات الربوية المضاربة بالسيولة النقدية من خارج الجهاز المصرفي الرسمي. وهو نمط ربوي مستحدث يطلق عليه بتأجير العملة أو العملة المؤجرة Renting money. وهو شكل متسارع من التعاملات النقدية غير القانونية لتسويغ سوق الائتمان النقدي غير الرسمية أو غير النظامية. ويرتبط هذا الائتمان بالغالب باحتياجات المضاربين للنقد الأجنبي، اذ ترتبط كلفة تأجير النقود طردياً مع معدلات الفرق في أسعار الصرف التي تحددها السوق المركزية الرسمية للبنك المركزي والسوق الموازية للصرف.

فمعدل تأجير العملة المحلية (الدينار) تبلغ اليوم بنحو 15% شهرياً وهو معدل مرتفع جداً على المستوى السنوي لفائدة الاسمية القصيرة الاجل. وازاء هكذا غلو في النقود المؤجرة ومعدلاتها الاقراضية التي لا تتناسب وحالة الانكماش السعري والركود في الاقتصاد الكلي، يذهب هذا



أوراق اقتصادية

البحث بالتحري عن الرابطة التي تدلنا على التراكيب الخطية للظروف النقدية داخل السوق النقدية غير المنظمة في العراق ومقياسها المتمثل بمعدلات الصرف في السوق الموازية أو غير المنظمة مقارنة بالتراكيب النقدية في السوق المنظمة ولاسيما في مجالي سعر الفائدة وسعر الصرف.

فالمضاربات النقدية في السوق الموازية للصرف تضيف عوائد يومية تبلغ متوسطاتها على سبيل المثال بنحو 30 مليون دينار بصورة أرباح قدرية windfalls مقابل استثمار مبلغ يعادل مليار دينار ونيف أو ما يوازي واحد مليون دولار في سوق الصرف حالياً. وهنا يثار التساؤل: كيف يمكننا بلوغ مبادئ جديدة أو مستحدثة لقياس الشروط النقدية لسوق النقد غير المنظمة في العراق؟ حيث ان السيطرة على مناسب السيولة في السوق المركزية للصرف تقتضي استدامة سيولة وسرعة دوران النقد في السوق غير المنظمة من الاكتنازات النقدية. وان صمام امان هذه الاستدامة في جريان السيولة هي ارتفاع الفائدة الربوية والتي تمثل في الوقت نفسه كلفة تدفق السيولة المكتنزة المنقولة من السوق اللانظامية إلى السوق النظامية. والسؤال هنا: كم تتحمل السلطة النقدية علاوة مخاطر risk premium تتمثل بامتصاص فوائض اضافية من سيولة تقذف بها رافعة التأجير النقدي وتشكل نسبتها بنحو 77% من اجمالي العملة المصدرة في العراق؟ وكم هي التضحية بالاحتياطيات الأجنبية بغية فرض الاستقرار السعري جراء سرعة دوران أو تداول السيولة الفعالة التي تحركها أسعار الفائدة الربوية؟ في وقت مازال سعر الصرف واستقراره يمثل المثبت الاسمي في التأثير على استقرار المستوى العام للأسعار.

1- تأجير النقود واللاتوافق في الشروط النقدية

تتصرف فكرة سرعة تداول النقود إلى المعدل الذي تتبادل فيه الوحدة النقدية عبر المعاملات المختلفة أو بين معاملة واخرى، وكم من الوحدات النقدية يتم استخدامها خلال مدة زمنية معينة. وكذلك تقاس سرعة تداول النقود على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال نسبة الناتج المحلي



أوراق اقتصادية

الاجمالي إلى عرض النقد. وبغض النظر عن طريقة قياس سرعة تداول النقود، إلا انها مقياس يؤشر إلى حد ما ان النمو النقدي يقود إلى التضخم لامحالة. كما ان سرعة تداول النقود ظاهرة تتحقق عندما تتعاضم رغبة الافراد بالتخلي عنها سواء بصرف النقود أو الاستثمار فيها. وخلاف ذلك فان أية عوامل تدعو الافراد للاحتفاظ بالنقود (أي تزايد الطلب النقدي/بكونه معكوس سرعة تداول النقود) سوف يؤدي إلى انخفاض تلك السرعة في التداول، في حين تزيد العوامل المعظمة للمصرفيات أو الانفاق الاستثماري إلى تزايد سرعة النقود.

اللافت في الاقتصاد العراقي ان هناك ظاهرة ناشطة تسود حركة التعاملات النقدية وتؤثر في سرعة تداول النقود أصرتها الأسواق غير المنظمة التي ينتشر فيها تجار ووسطاء وسماسرة تأجير النقود والترويج للنقد المؤجر Renting money لإضفاء شيء من الشرعية العرفية على هذه الانماط الربوية غير القانونية المستحدثة. فثمة حاجة إلى تمويل التجارة الخارجية للقطاع الاهلي والتي تبلغ نشاطاتها السنوية بنحو يعادل 40% من الناتج المحلي الاجمالي غير النفطى سنوياً. فالحاجة إلى تمويل التجارة والمعاملات الخارجية غدت في تزايد مستمر في طلب الاموال من خارج الجهاز المصرفي بسبب قصور الجهاز المذكور على منح الائتمان النقدي للقطاع الاهلي والذي لا يتعدى 5% من الناتج المحلي الاجمالي وان 12% فقط من البالغين بمقدورهم الحصول على الائتمان النقدي من السوق المنظمة بسبب قصور الجهاز المصرفي الرسمي formal في حين ان نسبة تزايد على 40% من البالغين يلجؤون إلى السوق غير المنظمة أو غير الرسمية not formal للحصول على ائتماناتهم النقدية المرغوبة (وعبر آلية تأجير النقود وبكلفة ربوية باهظة). اذ تبلغ كلفة الائتمان النقدي عن طريق تأجير النقود في الأسواق غير المنظمة بنحو لا يقل عن 15% شهرياً كما أسلفنا. وهكذا فثمة سرعة تداول نقدي عالية جداً تدفع صوب تطور الأسواق غير المنظمة ترافقها ظاهرة التأجير النقدي للعملة المكتنزة (أي ارتفاع سرعة تداول المكتنزات ولكن بمخاطر قانونية عالية). وعليه فان ارتفاع سرعة تداول النقد المكتنز خارج الجهاز المصرفي أو ظهور دالة طلب نقدي للمكتنزات امست ذات علاقة عكسية



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK

www.iraqieconomists.net

أوراق اقتصادية

مع معدلات الفائدة الربوية العالية وعلى وفق آلية التآجير النقدي. أو بعبارة أخرى، ان سرعة تداول النقود هي ذات علاقة طردية مع معدلات الربا العالية.

ولكن يبقى التساؤل القائم، أين تذهب تلك السيولة المتزايدة في تداولها عبر التآجير النقدي وماهي مجالات توظيفها بالغالب دون حدوث تضخم يذكر بسبب الانفاق النقدي الفعال؟ بل على العكس مازال الاقتصاد مقيداً بمؤثرات انكماشية عالية من حيث انخفاض معدلات النمو وارتفاع البطالة وركود سعري ملموس!

ان هنالك حالة من اللاتساق النقدي السالب negative inconsistency في الشروط النقدية، أي بين دور نافذة البنك المركزي لبيع العملة الأجنبية (المزاد) كسياسة نقدية وبين سوق التآجير النقدي money renting كسلوك تمويلي يمارسه القطاع الاهلي. اذ يتلخص دور نافذة البنك المركزي في السيطرة على مناسيب السيولة المحلية وهي سياسة نقدية استقرارية تقود أحياناً إلى انكماش نقدي وشحة في السيولة النقدية إذا لم يتم تقدير أو التنبؤ الصحيح في تطور معدلات السيولة. وهنا تنشط السوق غير المنظمة برفع معدلات الإيجار النقدي بالدينار مولدة فائضاً في الطلب المشتق على العملة الأجنبية. اذ يتناسب الطلب على العملة الأجنبية الممول بالدينار الفائض مع درجة ذلك الانخفاض في سعر صرف الدينار نفسه إزاء العملة الأجنبية في الأسواق الموازية. وهنا تتحقق أرباح قدرية windfalls تفوق أو تغطي كلفة الإيجار النقدي الشهري. كما تتحقق هنا معادلة منطقية في العلاقات والنسب الاقتصادية داخل السوق غير المنظمة نفسها. فمن المعروف انه كلما ينخفض سعر صرف العملة المحلية ترتفع بالغالب معدلات الفائدة. وهنا يحصل الافتراق أو اللاتوافق السلبي بين السوق النظامية والسوق غير النظامية داخل النظام الاقتصادي. اذ تستنزف السوق غير النظامية قدرات السياسة النقدية عن طريق آلية التآجير النقدي. حيث تصبح معدلات الفائدة المصرفية اقل من معدلات الفائدة الربوية في التآجير النقدي، في حين يكون سعر صرف الدينار إزاء العملة الأجنبية هو أعلى في السوق المنظمة



أوراق اقتصادية

مقارنة بما هو عليه بالسوق الموازية. ان هذه الحالة تمثل وضع اللاتوافق في الشروط النقدية monetary conditions inconsistency بين السوقين (المنظمة وغير المنظمة).

2- السياسة النقدية ومأزق التأجير النقدي

بات من الواضح ان ثمة سوقين نقديين يعملان في سلوكيتهما وتوجهاتهما بشروط أو ظروف نقدية مختلفة وعلى وفق قاعدة التمانع المشترك mutual exclusive. فهما سوقان متداخلتان ولكن لا يتوافقان في الاهداف والرؤية. فظاهرة التأجير النقدي التي تتعاضد فيها سرعة دوران السيولة النقدية المكتنزة بالغالب تشكل مصدر فائض طلب على احتياطات البنك المركزي الأجنبية مما يعني التضحية بجانب من تلك الاحتياطات لمواجهة سيولة فعالة كانت خاملة أو مكتنزة حركتها الروافع المالية لسوق النقد غير المنظم قوامها سعر فائدة عالي قصير الاجل (الربا). وهنا تدفع السياسة النقدية ثمناً مضافاً للاستقرار ولدته صدمات سعر الفائدة في سوق التأجير النقدي بغية الحفاظ على استقرار سعر الصرف ومواجهة هبوط قيمة الدينار الخارجية. فالتضحية بالاحتياطي الاجنبي نتيجة فائض السيولة المحلية وصددماتها المفاجئة بروافع تأجير العملة تمثل علاوة مخاطر risk premium وتكاليف إضافية وأعباء على عاتق السياسة النقدية. فبدلاً من ان تذهب الفوائض النقدية المكتنزة خارج الجهاز المصرفي إلى ودائع ادخارية تخدم الاستثمار الحقيقي، تتحول إلى طلب نقدي فائض لأغراض تغطية معاملات النقد الاجنبي عبر نوافذ وبوابات السياسة النقدية.

وبناءً على ما تقدم، فإن سياسة البنك المركزي النقدية في الحفاظ على استقرار المستوى العام للأسعار وخفض التضخم باستخدام العملة الأجنبية كوسيلة دفاع أو مثبت اسمي nominal anchor في استقرار القيمة الخارجية للدينار، لا تولد (في ظل تواجد سوقين نقديتين) سوى حالات من التكاليف والاعباء الإضافية غير المرغوبة على الاحتياطات الأجنبية، والتي تتناسب عكسياً مع ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية القصيرة الاجل في السوق النقدية غير المنظمة (أي روافع التأجير النقدي). فبانخفاض المستوى العام للأسعار (من خلال الدفاع عن سعر صرف



أوراق اقتصادية

مستقر للدينار) تؤثر السوق النقدية غير المنظمة ان سعر الفائدة الحقيقي الموجب فيها يمثل: معدل سعر الفائدة الاسمي في السوق المنظمة مطروح منه سالب الفرق بين سعري الصرف للدينار بين السوقين المنظم وغير المنظم للصرف. فالتأجير النقدي وروافعه العالية وما يقابله من استقرار في سعر الصرف الرسمي ما هو الا تعبير عن علاوات المخاطر التي تدافع بها السياسة النقدية من احتياطاتها الأجنبية للسيطرة على مناسيب السيولة التي يقذف بها التأجير النقدي كفوائض تمتصها لزاماً نوافذ السياسة النقدية للبنك المركزي (المزاد).

3- الاستنتاجات

ان الشروط النقدية في السوق المنظمة monetary conditions المتمثلة بالحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار العراقي (على الرغم من استمرار مظاهر العجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات) الذي يتبعه أيضاً استقرار أسعار الفائدة في السوق المنظمة بما فيها سعر فائدة السياسة النقدية (الذي يعبر عن سعر فائدة حقيقي موجب يبلغ بنحو 6% سنوياً) تقابلها شروط نقدية مختلفة في السوق غير المنظمة تتمثل على العكس بارتفاع مفرط في معدلات الفائدة الربوية الحقيقية القصيرة الاجل في سوق التأجير النقدي غير المنظمة أو غير القانونية تصل كما ذكرنا إلى نحو 15% شهرياً (وهي تمثل معدل العائد من الأرباح التضاربية لكل دينار تحققه اسواق الصرف الموازية، أي الناجمة عن فرقي سعر الصرف للدينار في سوقي الصرف مضافاً إليها معيار سعر فائدة السياسة النقدية بالغالب). وعليه، فإذا ما لجأت السياسة النقدية إلى تعديل سعر الفائدة وإشارته صعوداً بهدف استقطاب السيولة الفائضة وشحذها من الأسواق النقدية غير المنظمة كبديل عن تدفقها صوب نافذة النقد الاجنبي المركزية، فإن ذلك لا يعني في ظل الظاهرة اللاتضخمية السائدة سوى انكماشاً اقتصادياً قامعاً للنشاط الحقيقي وتعميقاً لاختلال الشروط النقدية monetary conditions للسوق غير المنظمة أو غير الرسمية not formal money market. وإذا ما ذهبنا السياسة النقدية بالتضخمية في سعر الصرف واستقراره باتجاه تخفيض قيمة الدينار وخلق موجات تضخمية، فإن سوق تأجير العملة المحلية ستغذي التضخم من خلال



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK
www.iraqieconomists.net

أوراق اقتصادية

الحفاظ على سعر فائدة حقيقي موجب مولد باستمرار للتوقعات التضخمية inflationary expectations يعظم في نهاية المطاف من كلفة ادارة السياسة النقدية ويستنزف الاحتياطات الأجنبية. لذا فليس من سبيل بديل الا بترويج ادوات مالية هجينة hybrid متوسطة الاجل (ثلاث سنوات) كسندات للبنك المركزي يجري ابتياعها عبر السوق النقدية بفوائد توازنية وتسد عند الاستحقاق بالعملة الأجنبية وبسعر صرف توازني كبديل عن السيولة المكتنزة (كلما كان ذلك ممكناً). وتعد مثل هذه الوسائل والسياسات المالية financial policies ادوات مساعدة تُمكن من فرض سلوك يمثل حالة من التوافق consistency في الشروط النقدية بين السوقين (السوق النقدية المنظمة والسوق غير المنظمة). أي بالتأثير على السلوك النقدي للأسواق غير المنظمة واختراقها بالأدوات المالية الرسمية الهجينية ولجم تنامي سوق العملة المؤجرة وشروطها النقدية الضارة على كلفة ادارة السياسة النقدية. وبهذا التوافق النقدي بين السوقين المنظمة وغير المنظمة تتحقق اهداف السياسة النقدية في السيطرة على مناسب السيولة الفائضة وتوليد توقعات سعرية مستقرة دون تكاليف اضافية تتحملها السلطة النقدية.

بغداد/ 1 أيلول 2017

* المستشار المالي والاقتصادي لرئيس الوزراء.

** تقديري للأستاذ الدكتور إحسان الامين/رئيس مجلس امناء بيت الحكمة الذي اثار معي نقاشاً لبضعة دقائق حول تعاضم ظاهرة تأجير العملة في اسواق العراق، مما حثني على تحليل تنامي ظاهرة العملة المؤجرة في ظروف الانكماش الاقتصادي.

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الاشارة إلى المصدر. 6 ايلول /

سبتمبر 2017

<http://iraqieconomists.net/ar/>