

أوراق في السياسة النقدية



دمظهر محمد صالح / نائب المحافظ السابق
Deputy Governor

د. مظهر محمد صالح*: التكيف النقدي monetary adjustment في العراق: رؤى وآفاق في السياسة النقدية

في أوضاع الركود الاقتصادي الراهن التي تؤشر على توافر بطالة بمرتين عشريتين وأسعار هابطة عند المستوى الصفري، تواررها مؤشرات عجز ثنائي dual deficit أحدهما داخلي في الموازنة العامة والآخر خارجي في الحساب الجاري لميزان المدفوعات، فإن الجدالات بين معشر الاقتصاديين تميل الى تبني شيء من التكيف النقدي يعمل على تصحيح سعر الصرف وعلى وفق آلية تعويم مؤقتة تساعد على التصحيح المستهدف والدفاع عن معدلات صرف مستقرة بمستويات أخرى. وبهذا يأتي تعديل سعر الصرف وبتدرجات منضبطة للتصدي لاختلال موازنتين أساسيتين في الاقتصاد الكلي: الأولى، تصحيح الحساب الجاري لميزان المدفوعات وبلوغ نقطة قريبة من التوازن بين التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة. والثانية، توفير رافعة مالية leverage لتمويل عجز الموازنة بفروقات تصحيح سعر صرف الدينار الى الدولار وذلك لسد العجز في الموازنة العامة كلاً أو جزءاً وبريع آخر مصدره بواقى سعر الصرف المصحح نفسه، وعُد تلك الفروقات بمثابة إيراد نهائي للخزينة. إن مثل هذه الإيرادات هي بمثابة ضريبة تضخمية في الأحوال كافة inflation tax أموالها اصداراً نقدياً

أوراق في السياسة النقدية

صافياً يتناسب وخفض سعر الصرف. وإن الإنفاق الناجم عن تحصيل موارد مثل هذه الضريبة التضخمية (بصورة فائضات نقدية ريعية ولأدها سعر الصرف الجديد) لا تخلو من عوامل تضخمية كامنة في سوق مولدة للتوقعات تقود الى تقلبات سعرية مستمرة. ولكنها قد تحرك في الوقت نفسه بعض أوجه نشاطات المالية العامة والاقتصاد الكلي الحقيقي الى حد ما.

فأداة تعديل سعر الصرف باتجاه الخفض ستُحقق وبلا شك اصداراً مضافاً جراء توليد كميات نقدية جديدة يؤثرها النمو في درجة الأساس النقدي المعد للاستعمال في الموازنة العمومية للبنك المركزي ومصدره يسمى بضريبة التضخم الذي سيفرض كلفة على الأسعار من السلع والخدمات والمنافع المستوردة كافة دون توافر مدخل محلي في انتاجها، اذ اضحى الاقتصاد الريعي الراهن للعراق (في ظل تدهور الحساب الجاري لميزان المدفوعات نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي وبمرتبتين عشريتين) في وضع لن يتحمل أسعار صرف ثابتة بمستوى مرتفع أو قيمة مرتفعة للدينار من خلال سعر صرف لا يتناسب والوضع الاقتصادي الحالي. فثبات سعر الصرف يعني التعاطي مع قِيم وثوابت ومتغيرات الاقتصاد الكلي في فترة الانتعاش الاقتصادي الماضية وبشكل بات متفوقاً على قِيم وثوابت ومتغيرات الوضع الاقتصادي الحالي المنكمش أو الهابط. فالاستمرار بالتعاطي مع القيم النقدية المرتفعة الثابتة والتي تولدت ارسدها وتراكمت احتياطاتها في ازمنة الرخاء الاقتصادي الريعي السابق لحرب الأسعار في السوق النفطية الدولية اصبحت خارج ثوابت ومتغيرات الأسس الاقتصادية المنطقية في التوازن out of the fundamentals إذ يجري التعاطي حالياً مع الكتلة النقدية بسياقات فترة ريعية مستقرة النمو في عوائد النفط قامت على تغطية جاء بها متوسط عائد برميل نفط كان معدله التاريخي في تطور الحساب الجاري لميزان المدفوعات بما لا يقل عن 80 دولار.

فالاستمرار في تسيير القطاع النقدي في ظل اتساع العجز في الحساب الجاري سيتسبب بلا شك بكلفة كبيرة على البنك المركزي نفسه وتفقدته تدريجياً احتياطات غالية الثمن وبيديار ثابت هو من نتاج نمو تراكم

أوراق في السياسة النقدية

احتياطات أجنبية نمطية modularity أو ماضوية مرتفعة الفائض نسبياً مقارنة بنمو متناقص في تراكم احتياطات الأجنبية نفسها حالياً ذلك طبقاً لمؤشرات العجز الفعلي في الاقتصاد الكلي الداخلية والخارجية.

وعلى الرغم مما تقدم، وفي ضوء رصد الاحتياطات الأجنبية الجيدة حالياً، فثمة اتجاه لتبني التكييف النقدي مع ميول أنية تتمثل بتدني الرغبة في الاقتراض الحكومي وتوسيع الدين العام ولاسيما الدين العام الداخلي لتمويل العجز بالموازنة العامة الذي بلغ قرابة ٤٥ مليار دولار، ويمثل مرة ونصف الدين الخارجي المتفق على تسديده حالياً. إي ان تردد المالية العامة وخشيتها من توسيع ظاهرة الدين العام وتجنب الاقتراض على نطاق واسع من السوق المالية الداخلية (إي التردد في تبني آليات الاقتراض التي حصلت في الأعوام ٢٠١٥-٢٠١٧ نفسها) سيولد الرغبة العالية لدى السياسة المالية في قبول التكييف النقدي وتوليد ضريبة التضخم كبديل رئيس عن الاقتراض الواسع بحوالات الخزينة وتعاضم الدين العام. فطالما ستحصل السلطة المالية على تمويل اضافي بدينار أوفر جراء سياسة التكييف النقدي لتمويل العجز المالي الحكومي واطهار المالية العامة استعدادها قبول كلفة فروقات المعاملات الخارجية الحكومية التي سترتفع بانخفاض سعر الصرف، فنرى ان ضريبة التضخم الجزئي (جراء تخفيض سعر الصرف) التي ستحصل المالية العامة على منفعتها (بتعديل القيمة الخارجية للدينار) ستأتي كبديل عن كلفة الاقتراض الداخلي الواسع التي جرت في السنوات السابقة بسعر صرف ثابت مرتفع الثمن. وفي الأحوال كافة سيتسبب الاقتراض بانعدام التكييف النقدي والركون الى ظاهرة اتساع نمو الأساس النقدي لقاء التمويل بالإصدار النقدي الإضافي وبكتلة نقدية مضافة مرتفعة القيمة الاسمية ستكون على حساب احتياطات اجنبية تراكمت من الدولار النفطي في مدد انتعاش وفائض اقتصادي سابق وهذا يعد في الوقت الحاضر خيار ثاني second best

بالرغم مما تقدم، فمثل هكذا توجهات محتملة يمكن اعتمادها من السلطة النقدية قد تتم بعد ان تتعرف السياسة النقدية بنفسها وبحوكمة عالية وبشكل دقيق عن نوايا وتوجهات السياسة المالية لسنة مالية قادمة شديدة

أوراق في السياسة النقدية

الانضباط من دون تقلب، حتى يتاح لصناع السياسة النقدية اجراء تعديل منضبط وتدرجي على معدلات الصرف يتناسب وتقييم الاحتياطات الخارجية واستقرار السوق وخلوها من التوقعات السعرية المؤذية. وإذا ما سمح للمالية العامة الاقتراض من السوق النقدية على غرار التجربة السابقة، فسيتم الاقتراض بنطاق شديد التوازن والتعويض ويتناسق مع التكيف النقدي ويتكامل معه دون تضارب في الآليات وبدراسة مستفيضة يقررها البنك المركزي نفسه وليس غيره في اجراء التوازن المطلوب. إي بين التمويل التضخمي من خلال تعديل سعر الصرف كتكيف نقدي أو من خلال قبول الاقتراض بحوالات الخزينة وتسيلها كأدوات دين في عمليات السوق الثانوية لممارسة التيسير الكمي QE أو كلاهما (التكيف السعري والكمي معاً) وبنسب مدروسة ولكل وسيلة تمويل سيكون هناك وزن معين وعلى وفق الخيارين الآتين:

الخيار الكمي

ويتم باتباع سياسات تمويل للموازنة العامة عن طريق التمويل من خلال التيسير الكمي، كما ذكرنا، الذي تؤشره عوامل النمو في الأساس النقدي بالأصول المحلية وهي بمثابة إجراءات استباقية leads تؤدي في آثارها الإنفاقيه إلى تطور المناسيب النقدية المحلية ونموها لقاء هبوط النمو في الاحتياطي الأجنبي للبنك المركزي بسبب الطلب الإضافي أو الفائض على العملة الأجنبية عبر آليات سوق الصرف السوق المستقرة بالأسعار الثابتة التي تلازم الفجوتين الداخلية والخارجية مع اضطرار البنك المركزي الى التدخل لفرض حالة الاستقرار المستمر بسعر الصرف. إي بممارسة عمليات التعقيم على مناسيب السيولة والسيطرة عليها كقوة شرائية فائضة بالتدريج ولكنها ستنتهي بتباطؤات lags تتسم باضطرابات سعرية في سوق الصرف مع انخفاض الاحتياطات. وقد تنتهي مسببة ميكانيكية اضطرارية من التكيف النقدي (إي تعديل سعر صرف) بسبب هشاشة الاحتياطات الأجنبية بمرور الوقت. إن مثل هذه الهشاشة في الاحتياطات تتولد جراء استمرار عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي الذي تقدره الأوساط

أوراق في السياسة النقدية

المالية الدولية مثل مؤسسة Fitch للتصنيف الائتماني في العام ٢٠٢٠ هي بنحو سالب ١٦٪ وتنخفض في العام ٢٠٢١ الى سالب ٦٪.

الخيار السعري

ويبتدأ هذا الخيار بسياسات سعرية قوامها خفض القيمة الخارجية للعملة كإجراء استباقي lead وتوفير فوائض مالية في الموازنة العامة تسجل إيراداً نهائياً قابل للإنفاق لتترك اثارها التضخمية كتباطوءات lags جراء الانفاق الفائض في تمويل العجز بهذه الضريبة التضخمية من خلال اتساع فترات سعر الصرف بين مستويين اذ سيتوجه الانفاق الإضافي الممول للعجز ليكون بصورة ارسدة معدة للصرف على السلع والخدمات والمنافع الأجنبية. وبهذا سيرتفع الطلب على العملة الأجنبية بمعدلات ترتبط بمقدار التوقعات التضخمية وتقلب استقرار دالة الطلب النقدي. وبالرغم من ذلك سيتوقف الأمر وفي الأحوال كافة على نمو الاحتياطات الأجنبية وتركيبها في محفظة استثمار البنك المركزي. فاذا كان النمو في الطلب على العملة الأجنبية على سبيل المثال يفوق نمو الاحتياطات الأجنبية نفسها، فإن ذلك يعني ان ثمة توقعات تضخمية تقود لامحالة الى مسلسل من التخفيضات المستمرة في سعر الصرف عبر مراحل تباطؤ متأخرة lags وحصول العكس، فقد تبلغ السوق النقدية حالة التوازن والاستقرار لاسيما عند تعادل النمو في كفتي العرض والطلب على العملة الأجنبية. وهنا يتوقف استقرار سعر الصرف (بكونه مثبت اسمي للتوقعات التضخمية) على درجة توازن الحساب الجاري لميزان المدفوعات أو قدرته في تحقيق فائض يزيد على ٤-٥% [ALM] في ذلك الحساب نسبة الى الناتج المحلي الإجمالي. وعندها سيرتفع سعر صرف الدينار العراقي وتتعاظم قوته الشرائية مجدداً.

وربما نجد في التكييف النقدي امكانية ان تتولى نافذة التدخل في البنك المركزي بالتعاطي والابتياح بدولار سيكون أغلى ثمناً بالنسبة للدينار من مستوى سابق أو بدرجة تعقيم اعلى في مناسيب السيولة، مما سيؤول الى استقرار السوق النقدية ولكن بأسعار صرف مرشقة جديدة تتلائم مع

أوراق في السياسة النقدية

وضعي التوازن الداخلي والخارجي، ذلك طالما ان الاحتياطات الأجنبية تبدأ بشي من الاستقرار في كفايتها ووفرته النسبية.

وأخيراً، لابد من ان ندرك ان أوضاع التكييف المالي fiscal adjustment (إي تعظيم الإيرادات غير النفطية)، ونقص الضرائب الفعلية real taxes امست قضية غائمة في المالية العامة العراقية وان فرضها قد يسبب منحدرأ مالياً fiscal cliff خطيراً في استدامة الركود، فإن الوهم النقدي money illusion بالدينار الاسمي على الرغم من ضريبة التضخم inflation tax وعلى وفق الخيار النقدي ستؤدي استقراراً في الكثير من المعاملات التعاقدية الداخلية وستبقي على شكيلات التعاقدات الاسمية بالدينار كالديون والإيجارات والرواتب والأجور وغيرها دون تغيير طالما هي مقومة بأسعار تعاقدية وعد ذلك تفضيل أول first best

(* باحث وكاتب اقتصادي ومستشار مالي للحكومة العراقية

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الإشارة إلى المصدر. 19 نيسان 2020

<http://iraqieconomists.net/>