

## أوراق في السياسة النقدية



### د. علا الدين جعفر\*: الخيار الصفري لسعر الفائدة في مواجهة أزمة الانكماش الحالية

ذهبت العديد من البنوك المركزية ومنها البنك الاحتياطي الفيدرالي الامريكي الى خيار تخفيض اسعار الفائدة الى درجات قريبة من الصفر لمعالجة الازمات الاقتصادية والمالية لأجل المحافظة على الانشطة الاستثمارية والخروج من حالة الانكماش والركود التي سببها فيروس كورونا وتراجع اسعار النفط في ازمة مزدوجة لم يشهد العالم مثلها من قبل. وعلى الرغم من معرفتنا المسبقة ان اعتماد خيار سعر الفائدة الصفري سياسة نقدية غير تقليدية ويتم اللجوء اليها عندما تكون كل الاجراءات الاخرى غير ذات جدوى لتجنب الانكماش الاقتصادي او تكون ذات كلفة عالية على المواطن وعندها يكون هذا الخيار مطروحا لمواجهة الازمات الاقتصادية المتدهورة وتجنب الانزلاق نحو الانكماش والركود.

وفي الاوقات الاعتيادية طبقت البنوك المركزية سعر فائدة اسمي موجب عند اقراض الاموال لأجل تنظيم الدورة الاقتصادية ولكن في السنوات الاخيرة التي شهدت ازمات متكررة لجأت تلك البنوك الى اعتماد سعر فائدة اساس منخفض لتشجيع المصارف على اقراض الاموال بدلا عن الاحتفاظ فيها في خزائنها. اما في الازمة المالية الحالية فقد خفضت بعض البنوك المركزية اسعار الفائدة الى الصفر وربما الى أدنى من ذلك لأجل تحفيز النشاط الاقتصادي وإعطاء حافز لكل المستهلكين والشركات على إنفاق الاموال واستثمارها بدلا من تركها في حساباتهم المصرفية واكتنازها.

ان التطبيقات لهذه السياسة في اليابان وفي بعض الدول الاوروبية اثبتت ان مخاطرها العملية اقل بكثير من مخاطر السياسات الاخرى المحيطة للنمو لاسيما وانها تساهم بانتعاش حركة الائتمان واعادة الحياة للاقتصاد المتعثر وتمنع البنوك من الاغتناء وتحقيق الربح غير الطبيعي على

## أوراق في السياسة النقدية

حساب المواطن الذي يتم اغراءه بالاقتراض فيجد نفسه مكبلاً بديون واقساط وفوائد لا طاقة له بها على تحملها، وكما تم الافصاح مؤخراً عن معلومات احد البنوك الرئيسية في العراق عن تجاوز سعر الفائدة 50% في اجراء لا اساس اقتصادي او مالي له، في الوقت الذي يبلغ فيه سعر فائدة السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي 4% فقط.

إن سعر الفائدة الاساس الذي يحدده البنك المركزي يوفر مرجعاً رئيسياً لتمكين الاقتراض استجابة للتغيرات الحاصلة في الدورة الاقتصادية وبما يتسق مع معدلات التضخم السائدة، وغالباً ما يتم اللجوء الى اسعار الفائدة الاساسية المنخفضة لحفز الاستهلاك وتقليل كلفة الاستثمار، وهو ما يتوجب على المصارف التجارية عدم الابتعاد عن هذا السعر كثيراً.

عليه، جاءت هذه الورقة لإيضاح أثر الخيار الصفري لسعر الفائدة خاصة وان القرآن الكريم هو اول من تبنى هذا المفهوم ليتبين لنا ابعاد هذا الخيار وأثره على حركة المتغيرات الاقتصادية الاخرى واستعادة النشاط الاقتصادي من خلاله.

أشارت العديد من النظريات الاقتصادية الى الدور المحوري الذي يؤديه سعر الفائدة في تحقيق التوازن الاقتصادي العام لاسيما انخفاض سعر الفائدة الذي من شأنه تحفيز الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي وهو ما يساعد على تعزيز قيمة الأصول والموجودات وذلك بسبب ميل أسعار الأسهم والسندات الى الارتفاع وزيادة حركة دوران السلع الاستهلاكية والمعمرة بل أن الأمر يمتد أيضاً الى قيمة سعر الصرف الذي ينخفض بدرجة معينة نتيجة لسعر الفائدة المنخفض وهو ما يساعد على ارتفاع مستوى صافي الصادرات وزيادة الإنفاق في العديد من المجالات الاقتصادية، كما أشارت دراسات اخرى الى نتائج مهمة مترتبة على سياسة انخفاض سعر الفائدة ومنها إعادة توزيع الدخل بين الدائنين والمدينين، فالفئة الثانية لديها ميل حدي عالي للإنفاق أكبر مما لدى الفئة الأولى ومن ثم فإن انخفاض سعر الفائدة سيوفر مبالغ إضافية للاستثمار والاستهلاك في آن واحد وارتفاع قيمة الموجودات مما يعطي إحساساً عالياً بالثروة وهو ما يطلق عليه بأثر الثروة Wealth effect.

ولا حاجة الى القول بأن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي الى نتائج معاكسة بما في ذلك تراجع الاستثمار وهبوط النشاط الاقتصادي وسيادة حالة من عدم التأكد Uncertainty، وصحيح أن ارتفاع سعر الفائدة سيحفز تدفق رؤوس الأموال من الخارج الى الداخل وهو ما يعني ارتفاع عرض الائتمان ومن ثم المبالغ المتاحة للاستثمار ولكن هذا الأمر أو هذا الأثر سيكون محصوراً في الأجل القصير، فعندما يلجأ البنك المركزي الى رفع سعر الفائدة سيجذب ذلك رؤوس الأموال المضاربة

## أوراق في السياسة النقدية

قصيرة الأجل وهي غالباً ما تستخدم في مجال الاستهلاك والمتاجرة بالعقارات وبدرجة أكبر من استخدامها في استثمارات منتجة طويلة الأمد .

كما أن تدفق رؤوس الأموال سيؤدي الى رفع قيمة صرف العملة المحلية ازاء العملات الأجنبية Appreciation وهو ما يضعف الاقتصاد الوطني في الأمد المتوسط والطويل الأجل على اعتبار أن الصادرات والصناعات المحلية ستفقد قدرتها التنافسية في الأسواق وهو ما يحبط النمو في الأمد الطويل.

يبدو أن الموقف المرتبط بتحريم الاكتناز وتخفيض سعر الفائدة (جعلها صفراً حسب المفهوم القرآني) أكثر تقدماً من نظرية الطلب الكلي الفعال التي جاء بها الاقتصادي البريطاني المعروف جون مينارد كينز حيث أكد على أهمية تحريك الطلب الكلي بكل الوسائل الممكنة بما في ذلك الإصدار النقدي لأجل تنشيط الاقتصاد ورفع مستوى التشغيل وخلق وظائف جديدة. قد يكون الرجل محقاً في ذلك حيث جاءت نظريته على خلفية الركود العظيم الذي ساد الاقتصادات الرأسمالية الكبرى عند نهاية العشرينيات من القرن الماضي ولكن المآزق الذي وقعت فيه نظريته فيما بعد كان واضحاً مما مهد الطريق لنظريات أخرى أكثر تقدماً لمعالجة المشاكل الاقتصادية الجديدة التي عانت منها اقتصادات الدول المتقدمة. أما القرآن وفي منطلقاته الأساسية وجدناه حريصاً في المحافظة على استقرار قيمة العملة وأنه لم يكن ليقبل بأية معاملات تفضي الى تراجع قيمة النقود بما في ذلك الإصدار النقدي الواسع والذي يكون أحد نتائجه المؤكدة هو التضخم وما يخلفه من عدم استقرار الاقتصاد الكلي واختلال آلية توزيع الدخل واتساع التفاوت بين فئات المجتمع الواحد. يبدو أن الاستثمار في هذا الإطار ليس مجرد معاملة مالية أو نقدية نحقق من خلالها الربح عن طريق المتاجرة بالعملة حيث أن النقود بحد ذاتها لا تعتبر رأسمالاً وأنها لا يمكن أن تحقق عائداً من دون استخدامها في نشاط حقيقي.

وعليه، فإن السياسة النقدية وفق هذه المنطلقات يجب أن تكون مستندة الى الأصول الحقيقية فلا يجوز للجهاز المصرفي خلق النقود من لا شيء أو تمويل عجز الموازنات الحكومية من دون توفر أصول كافية للجهاز الحكومي تكون قادرة على توليد الدخل، من هنا تتجلى الحكمة في جعل سعر الفائدة مساوياً للصفر حيث أن قدرة البنوك على خلق حقيقي للنقود تتوقف وبدرجة كبيرة على مستوى طلب الائتمان المصرفي أو القروض المصرفية وأن هذا الأمر لن يكون متاحاً الا عند مستويات متدنية جداً من سعر الفائدة فالعلاقة عكسية بين سعر الفائدة والطلب على الائتمان من قبل الأفراد والمشاريع.

## أوراق في السياسة النقدية

إن هذا الموقف قريب جداً من مفهوم (فخ السيولة liquidity trap) حيث يرغب العامة بحمل أية كمية معروضة من النقود عندما يكون سعر الفائدة قريب جداً من الصفر وبالتالي فإن زيادة عرض النقد سوف لن تؤثر على القطاع الحقيقي عندما تكون السياسة النقدية غير فعالة. إن القرآن بموقفه هذا من سعر الفائدة وضع جداراً فاصلاً بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي وبالتالي فإن أية تقلبات في قطاع المال والنقود (وهو المعروف بسرعة حركة التغيرات فيه) سوف لن تؤثر بنفس الدرجة أو السرعة على القطاع الحقيقي ومن ثم عزل الاقتصاد الحقيقي عن الأزمات المالية المتكررة أو على الأقل توفير فسحة كافية من الوقت لاتخاذ التدابير اللازمة لمعالجة الموقف عند حصول الأزمات، وعندها فإن تدني سعر الفائدة لم يعد فخاً للسيولة كما وصفه الاقتصادي كينز على اعتبار أن المضاربين سيتوقعون ارتفاع سعر الفائدة عند أي وقت قريب في المستقبل بل أن هذا التوقع ومع الغاء سعر الفائدة سيكون غير موجود أصلاً ولا مجال لجني الأرباح من خلاله، وعليه فإن السيولة المتوفرة هي سيولة حقيقية ولا يمكن المضاربة بها لأجل تحقيق الأرباح حيث يصبح الاستثمار في الأنشطة الحقيقية هو الطريق الوحيد للحصول على الأرباح وعندها فإن الاقتصاد سيعمل ضمن حدود إمكاناته الحقيقية، وبلغة التوازن الاقتصادي فإن معدلات نمو الكتلة النقدية سيكون موازياً للتدفقات الحقيقية من السلع والخدمات وتحقيق التوازن بين سوق السلع والخدمات وسوق النقد وهي واحدة من متطلبات تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي.

وفي مثل هكذا آلية نجد أن الائتمان لا ينشأ إلا بمقدار وجود احتمالات حقيقية للحصول على مزيد من الثروة عن طريق الأنشطة الحقيقية وأن الغاء الفائدة سيؤدي إلى حد كبير إلى كبح المضاربات المربكة للمعاملات المالية بينما العكس يحصل مع وجود سعر الفائدة حيث يتطلع أصحاب المال والأعمال إلى معدلات ربح عالية جداً تفوق معدل الفائدة السائد وما يجره هذا الأمر من الاتجاه نحو رفع أسعار المنتجات أو خفض الأرباح الحقيقية ومن ثم تراجع مستوى الطلب الكلي. إن النظام القائم على الغاء سعر الفائدة يوفر الفرصة المناسبة لإقامة علاقة شراكة حقيقية بين الجهاز المصرفي وبين المستثمرين والتجار وليست علاقة مقرض ومقترض أو دائن ومدين.

إن إحدى أهم الحجج التي يقدمها أنصار سعر الفائدة المرتفع هي اعتبارها الوسيلة الأمثل لمواجهة الضغوط التضخمية والتوقعات الناجمة عنها التي تحفز على المضاربة بالأموال والابتعاد عن الأنشطة الإنتاجية وبالتالي لابد من فرض سعر فائدة يكون في حده الأدنى مساوياً لمعدل التضخم السائد لأجل الحفاظ على سعر فائدة حقيقي موجب وعده بمثابة سعر النقود Price of money الذي يخدم استقرار الطلب على العملة لمواجهة التوقعات التضخمية Expectation of inflation وكذلك الحفاظ على سعر صرف مستقر وبهذا تتحول السياسة النقدية على أنها فن

## أوراق في السياسة النقدية

إدارة التوقعات. واضح أن هذه الحجج لا تصلح الا في الأمد القصير حيث ستتحوّل إشارة سعر الفائدة ومهما كانت متدنية الى أداة هامة لبناء التوقعات التضخمية من خلال تحجيمها للنشاط الاستثماري من جهة وتحفيزها للمضاربات المالية من جهة أخرى على اعتبار أنها ستعاود الارتفاع مجدداً. إن هذا الموقف المتشدد من سعر الفائدة وجعلها (ربا) قطع الطريق على أية توقعات بمعاودة ارتفاعها واستغلال السيولة المتوفرة في عمليات المضاربة، وبالتالي فإن حجة مواجهة التضخم من خلال رفع سعر الفائدة لم تعد ذات قيمة وأن كل التوقعات المرتبطة بها أصبحت وهمية ويمكن أن نطلق عليه (وهم التوقعات Expectations illusion) وهي التوقعات التي اعتبرها البعض بأنها المصدر الرئيس لاستمرار الظاهرة التضخمية وأنها المسؤولة أيضاً عن الطبيعة غير المستقرة في الطلب النقدي والتي تدفع باتجاه سالب في سعر الفائدة الحقيقي.

إن القرآن بهذا التشريع قد قطع دابر هذه التوقعات عندما جعل سعر الفائدة مساوياً للصفر وهو ما يعني إيقاف عمل أحد المصادر الرئيسية المحفزة على التضخم. هكذا يظهر بأن تلك الحجة لمواجهة التضخم لا تجد لها مكاناً الا في الأمد القصير فقط حيث يتحوّل سعر الفائدة من اعتباره جزءاً من الحل الى جزء من المشكلة في الأمد الطويل حيث أن الحكومات غالباً ماتهتم بمعالجة مشاكل التضخم والدخل وغيرها في الأمد القصير بينما في الأمد الطويل فإن جل اهتمامها ينصب على تحقيق النمو الاقتصادي وهذا لن يتحقق الا من خلال رفع مستوى الاستثمار عندما يكون سعر الفائدة منخفضاً الى الدرجة التي يحفز معه الانفاق الاستثماري ونمو الطاقات الإنتاجية. إن هذه المقاربة هي جوهر الموقف القرآني من سعر الفائدة وهي جاءت منسجمة مع منهج النقديين الذين أكدوا على العلاقة المباشرة بين التوسع النقدي والقطاع الحقيقي بعكس الكينزيين الذين جعلوا من سعر الفائدة المحور الذي تدور حوله العلاقة بين القطاع النقدي والقطاع الحقيقي.

## الغاء سعر الفائدة وتحقيق التآزر

من الآثار المهمة الأخرى التي رصدتها النظرية الاقتصادية والمرتبطة بارتفاع سعر الفائدة هو ما يسمى بأثر المزاحمة Crowding out، فزيادة الانفاق الحكومي لأي سبب من الأسباب سيقود الى ارتفاع الطلب الكلي وارتفاع المستوى التوازني للدخل والانتاج وأن هذا الارتفاع في الدخل سيؤدي الى زيادة الطلب على النقود وهو ما يدفع بالسلطة النقدية الى رفع سعر الفائدة الذي يؤدي الى انخفاض الطلب الاستثماري وتحوّل دالة الاستهلاك الى الأسفل؛ بكلام آخر، فإن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي الى تراجع نقطة التوازن والحد من أثر المضاعف Multiplier effect المترتب على ارتفاع الإنفاق الحكومي نتيجة للمزاحمة التي يخلقها هذا الأخير مع القطاع الخاص الذي يشهد تراجعاً في إنفاقه الاستثماري نتيجة لارتفاع سعر الفائدة مما يؤدي الى الحد من أثر التوسع Expansionary المترتب على ارتفاع الإنفاق الحكومي. إن هذا السيناريو هو ما تحقق في العديد

## أوراق في السياسة النقدية

من الاقتصادات ومنها الاقتصاد العراقي ونتيجة لارتفاع العائدات النفطية التي قادت الى توسع كبير في الإنفاق الحكومي بشقيه الجاري والاستثماري والذي خلق طلباً واسعاً على النقود وهو المتغير الذي جعل السلطات النقدية تلجأ الى رفع سعر الفائدة الى مديات واسعة وهو ما أدى الى تقلص إنفاق القطاع الخاص وتحجيم نشاطه الاستثماري وهو ما يناقض السياسة المعلنة للدولة في تشجيع القطاع الخاص وجعله محركاً أساسياً للتنمية.

هكذا نشاهد بأن استخدام سعر الفائدة بهذه الصورة قد سمح بتراجع النشاط الاقتصادي وما ترتب على ذلك من آثار سلبية متمثلة بالبطالة ونقص العرض السلي والتضخم وغيرها من المشاكل.

مرة أخرى، تظهر أهمية الموقف من الغاء سعر الفائدة بالكامل، حيث أن هذا الالغاء سوف لن يسمح لهذا السيناريو بالعمل وبالتالي فإن ازاحة القطاع الخاص عن النشاط الاقتصادي سوف لن تحصل طالما أن سعر الفائدة يكون مساوياً للصفر حيث يكون الباب مفتوحاً أمام الأنشطة الاستثمارية كافة للعمل شريطة أن تعمل السلطات النقدية على توفير عرض النقد الموازي للطلب النقدي وأن الذي سيحصل في ظل نظام يعمل بدون سعر الفائدة هو التآزر Crowding in بين الاستثمار الحكومي والخاص حيث أن ارتفاع الأول سيؤدي الى تنشيط القطاعات الاقتصادية كافة مما يفتح المجال للقطاع الخاص للاستثمار بشكل أعلى. فعلى سبيل المثال، زيادة الإنفاق الحكومي على البنى التحتية سيزيد من عائد استثمارات القطاع الخاص ويحفز على استثمارات أعلى في كل القطاعات الاقتصادية ولاسيما في الدول النامية حيث يكون المضاعف عالياً جداً كون الاقتصاد بعيد عن حالة الاستخدام الكامل، ومن ثم فإن أثر المزاخمة سوف لن يكون حتمياً.

هكذا يبدو لنا أن الغاء سعر الفائدة أو بناء نظام اقتصادي من دون سعر الفائدة سيحد من عمل ثلاث متغيرات أساسية وهي (المضاربة والتوقعات التضخمية وأثر المزاخمة) وهي التي تعمل بعكس استقرار الاقتصاد الكلي. يبدو أن هذه المقاربة هي التي قد توفر الحل الأولي للمشاكل المترتبة على الأزمة العالمية المزدوجة المتتالية من تفشي فيروس كورونا وتراجع أسعار النفط التي أدت الى توقف النشاط الاقتصادي ومن ثم توقف وتراجع النمو الاقتصادي فبدلاً من الذهاب الى الحلول التقليدية الصعبة ومنها طبع النقود وتخفيض سعر الصرف أو اللجوء الى المديونية (الخارجية) التي لم تعد متاحة حالياً فعلياً إعادة الاعتبار الى سعر الفائدة وجعله صفرًا عسى أن نجد الحل لمشاكلنا الاقتصادية التي باتت مستعصية على الحل.

## أوراق في السياسة النقدية

### المصادر

- 1- محمد أيوب، النظام المالي في الإسلام، بيروت، 2009
- 2- سامويلسن، علم الاقتصاد، بيروت، 2006
- 3- د. سنان الشبيبي، ملامح السياسة النقدية في العراق، أبو ظبي، 2007
- 4- د. مظهر محمد صالح، السياسة النقدية في العراق رؤية تحليلية، بغداد، 2009
- 5- David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dornbush, Economics, London, 1987
- 6- Shari Spiegel, 2007. "Macroeconomics and Growth Policies," Policy Notes 1, United Nations, Department of Economics and Social Affairs
- 7- Paul Wachtel, Macroeconomics from theory to practice, USA, 1989
- 8- IMF, Finance & Development, March, 2020

(\* ) مدير عام دائرة السياسات الاقتصادية / وزارة التخطيط

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بأعادة النشر بشرط الاشارة الى المصدر. 19 آيار  
2020

<http://iraqieconomists.net/>