

# الاقتصاد النقدي

وقائع ونظريات وسياسات



الدكتور أحمد إبراهيم علي

(الطبعة الثانية)

منقحة وموسعة للتعليم العالي

1	<b>الفصل الأول // أسس الاقتصاد النقدي</b>
	الفهم النظري للنقود وعرض النقد
	الأساس النقدي وخلق النقود
	النقود في الميزانيات العمومية للجهاز المصرفي
	بين التجاريين ومعادلة كمية النقود الكلاسيكية
	عرض النقد واتجاه العلاقة السببية
	نظريات سعر الفائدة منذ العهد الكلاسيكي
	الفائدة في توليد وتوزيع القيمة
	التصور الكلاسيكي لسعر الفائدة
	سعر الفائدة والانتاجية الحدية لرأس المال او سعر خدماته
	نظرية الأموال المعدة للإقراض
	نظرية التفضيل الزمني وعلائقها
	دالة تفضيل السيولة الكينزية
	العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السند
	بنية سعر الفائدة: الآماد والمخاطر
	الطلب على النقود
	بين النظرية الكمية الكلاسيكية والأطروحة الكينزية
	منهج توازن الحافطة في الطلب على النقود
	فريدمان ومعادلة كمية النقود الحديثة

	نماذج النقود في دالة المنفعة
	النقود في الانتاج
	تقدير دوال الطلب على النقود واختبار تفضيل السيولة
73	<b>الفصل الثاني // نماذج التوازن ومحددات التضخم والأداء الكلي</b>
	في النموذج الكينزي للاقتصاد النقدي
	بين سوق المال وسوق السلع
	نموذج التوازن السلعي - النقدي
	النيوكلاسيك، النقوديون، والكلاسيكية الجديدة
	أساسيات التنظير في المنحى الكلاسيكي
	بين حيادية النقود وفاعليتها في المتغيرات الحقيقية
	بين دورة النقود ودورة الأعمال الحقيقية
	نقد المدرسة النمساوية لمقاربات التيار الرئيسي
	التوازن غير الالراسي في الاقتصاد الكلي
	الكينزية الجديدة والتوقعات العقلانية
	النموذج الكينزي الجديد
	التوازن الديناميكي الستوكاستيكي ( غير اليقيني )
	إضافة النقود إلى منحى فيلبس
	اختبار دوال الطلب الكلي والتضخم
	تجارب تحليلية لاختبار الدوال الرئيسية

	العودة الى منحى فيليبس التقليدي
	تقدير الدالة الجديدة للتضخم ومعادلة السياسة النقدية
	الارتباط بين التضخم وسعر الفائدة واتجاه التأثير
145	<b>الفصل الثالث // السياسة النقدية وأدواتها</b>
	مقدمة في أطر السياسة النقدية
	عمليات السوق المفتوحة
	العمليات النقدية والميزانية العمومية
	الاحتياطات الإلزامية والسيطرة على السيولة
	السيولة الفائضة وإجراءات التعقيم
	استقرار المستوى العام للأسعار والأهداف الكلية
	مسار الوقائع والاستقرار
	معادلة السياسة النقدية في الاختبار
	قنوات البث النقدي وفاعلية السياسة النقدية
	تحليل كمي لفاعلية قنوات السياسة النقدية
	إعادة النظر في ضوء التجربة
	الائتمان واستقرار الأسواق المالية
	التمويل والنشاط المصرفي
	الأسواق وكفاءتها وفاعلية أدوات السياسة النقدية
	استقلال البنك المركزي ودوره الرقابي

	مفهوم الاستقلال في ضوء التجربة
	تقسيم العمل بين السياسة النقدية والرقابة على المصارف
	نتائج الدراسات الكمية حول الاستقلال والدور الرقابي
219	<b>الفصل الرابع // الدين الحكومي والصيرفة المركزية</b>
	الدين الحكومي وآثار التنقيد
	الاقتراض الحكومي والعمليات النقدية
	النظرية المالية للمستوى العام للأسعار
	ضوابط إقراض البنك المركزي للحكومة
	ثقل الدين العام والاستدامة
	استدامة الدين الحكومي بين الموازنة العامة والأسواق المالية
	إخفاق محاولات خفض العجز لتأمين الاستدامة
	المدىونية وسعر الفائدة والنمو الاقتصادي
	أزمة الديون السيادية وقطاع المصارف
	خلفية الأزمة
	التنظيم الأوروبي في مسببات الأزمة وإدارتها
	مجريات أزمة الديون السيادية في أوروبا
263	<b>الفصل الخامس // أسعار الصرف والانفتاح المالي</b>
	الاحتياطات الدولية في ميزان المدفوعات والمفاهيم الأساسية
	مفهوم الاحتياطات الدولية

	منهج المرونة السعرية لحركة ميزان المدفوعات
	النموذج النقدي لتغير الاحتياطيات الدولية وسعر الصرف
	تغير الاحتياطيات الدولية حسب النموذج النقدي
	تحديد سعر الصرف المرن في النموذج النقدي
	التوازن السلعي النقدي في النموذج المفتوح
	فاعلية السياسات المالية والنقدية ونظام سعر الصرف
	السياسات ونظام سعر الصرف في مقاربات أخرى
	أسعار الفائدة ومستويات الأسعار وسعر الصرف في البحث التجريبي
	تعادل القوة الشرائية
	تعادل أسعار الفائدة
	الاحتياطيات الدولية بين المحددات الموضوعية والمعايير
	التوازن الخارجي ومحددات حجم الاحتياطيات
	التدخل في سوق الصرف وأهدافه وتنظيمه
	أدارة الاحتياطيات الدولية
	الاحتفاظ بالاحتياطيات وحجمها الأمثل
335	<b>الفصل السادس // النقود وسوق الصرف: وقائع وتحليل</b>
	السيولة والائتمان: العراق في ضوء التجربة الدولية
	حركة المتغيرات النقدية
	الودائع والائتمان

	أسعار الفائدة والتضخم
	سوق الصرف وخصائص الاقتصاد العراقي
	دورة الدخل والأنفاق والطلب على العملة الأجنبية في العراق
	توازن سوق الصرف: الأنماط العامة وتجربة العراق
	مبيعات العملة الأجنبية من المصدر الرسمي وإدارتها
	البنك المركزي بين وظيفة السياسة النقدية والدور الرقابي
	التدفقات عبر الحدود وتنظيم سوق الصرف
	تغيرات سعر الصرف والتضخم: وقائع وتحليل
	مكونات محفظة الاحتياطيات الدولية
	تجربة محاكاة لسعر صرف الدينار المربوط بسلة عملات
395	ملحق الإيضاحات
404	المصادر

## تقديم

جاء الكتاب حصيلة مراجعات وأبحاث في موضوعات النظرية النقدية المتعارف عليها في مناهج التعليم الجامعي، شاملاً لأسعار الصرف والاحتياطات الدولية، معتنياً بعمليات الصيرفة المركزية والسياسات النقدية وأدواتها. وتعرض النماذج النظرية في حوار مع الوقائع التي تكشف عنها البيانات والممارسات الفعلية، لتعميق المحتوى الموضوعي للتحليل والاختبار. ويتوجه خاصة الى طلبة الدراسات العليا والمشتغلين في الاقتصاد النقدي والمالي على نطاقه الأوسع. ولا يدعي الإحاطة والتكامل، بل ينطلق من أن المعرفة القائمة تتجاوزها الأحداث ومحاولات التنظير الجديدة بصفة دائمة. ولذلك فإن التخصص الاقتصادي النقدي لا يتعدى مهارات البحث في هذا الميدان المعقد والخبرات المتجددة من مواصلة تلك الجهود.

بدء الكتاب في فصله الأول بعرض الفهم النظري للنقود ومسار تطوره منذ العهد التجاري والنشأة الكلاسيكية الأولى. وتناول وظائف النقود وشرح آليات خلقها وكيف تعبر عنها الميزانيات العمومية للبنك المركزي ومجموع الجهاز المصرفي، وفيما إذا كانت تتغير نتيجة لعمل مجمل النظام الاقتصادي أم معطاة من السلطة النقدية، ودوال الطلب عليها والحوار المدرسي حولها والاختبار الإحصائي لنماذجها النظرية والأطروحات المعتمدة في الوسط الأكاديمي لتفسير سلوكها، ونظريات الفائدة، تفسيرها وتبريرها، وأسعارها. ومراجعة الفرضيات الأساسية عبر المقارنة بين الكينزيين والمنحى الكلاسيكي بمقارباته المتباينة والأطروحات البديلة.

ويتواصل البحث النظري، في الفصل الثاني، لدراسة التوازن السلعي - النقدي التقليدي ونموذج النقود في دالة المنفعة والنقود في الانتاج ومستحدثات الكينزية الجديدة ومدرسة التوقعات العقلانية. ويعالج دوال التضخم والسياسة النقدية، وتحليل العلاقة بين التضخم والفائدة والنقود. وآراء المدرسة النمساوية في منشأ الاضطراب. ويقارن بين دوال التوازن السلعي- النقدي التقليدية والصيغ اللاحقة ضمن الاقتصاد الكلي الحديث، وموقف الكلاسيكية الجديدة من فاعلية السياسات. ويراجع مفهوم التوازن الديناميكي غير اليقيني وتفسير التقلبات بالصدمات وعلاقة هذه التصورات النظرية بالتوقعات ذات النظرة الأمامية ودورة الأعمال الحقيقية في مقابل دورة النقود. واعتنى

الفصل الثاني بالتضخم ومنحنى فيليبس التقليدي، ثم الجديد المدعم بالتوقعات وعلاقته بمعادلة السياسة النقدية. وأخذ الجدل بين حيادية النقود وفعاليتها فسحة تناسب أهميته في التفاعل مع التحليل الكمي، ويتكامل مع الفصل السابق والجزء الأول من الفصل الثالث ضمن النطاق المتعارف عليه أكاديميا للنظرية النقدية.

ويولي الفصل الثالث عناية كافية بعمليات السوق المفتوحة بصفتها الأداة الرئيسة للسياسة النقدية، وتناول ضمن هذا السياق السيطرة على السيولة والتعقيم ودور الاحتياطات الإلزامية والفائضة. وكانت الأهداف المعتادة للسياسة النقدية ومنها خاصة الاستقرار مدار البحث بالعلاقة مع سعر الفائدة وقنوات البث النقدي. ودرس الائتمان المصرفي في ضوء الأزمة الأخيرة؛ واستقرار الأسواق المالية وكفاءتها والسياسات الممكنة للتأثير في أدائها نحو الاستقرار. وأفرد الفصل الثالث مبحثا واسعا لاستقلال البنك المركزي ودوره الرقابي واحتمالات تعارضه مع الوظيفة الأساسية للسلطة النقدية. وعرض تصورات للتنسيق بين المهام التقليدية للسياسة النقدية ووظيفة الوقاية من الأزمات والتصدي لتكوين الفقاعة. ويعرض، أيضا، مقاربات مغايرة للتيار الرئيسي في النظام المالي - النقدي. ويهتم بالمضامين الإجرائية للسياسات، لفهمها بذاتها، والأبعاد المؤسسية لتعيين الأهداف واختيار الأدوات.

تناول الفصل الرابع البعد النقدي للدين الحكومي وإعادة تمويله مبينا تنقيده وأثره في بنية أسعار الفائدة والسيولة والاستثمار المالي، وشروط استدامته وهي من العناصر المهمة في الاستقرار. وراجع أزمة الديون السيادية الأخيرة وصلتها بالقطاع المصرفي، والعلاقات المالية الخارجية للدول المدينة وبرامج الإنقاذ.

وعالج الفصل الخامس التوازن في ظل الانفتاح المالي بدءا من مفهوم الاحتياطات الدولية في ميزان المدفوعات ومنهج المرونات السعرية لحركة ميزان المدفوعات في سياق منسجم. ثم النموذج النقدي لتغير الاحتياطات الدولية وسعر الصرف. والتوازن السلعي - النقدي في النموذج المفتوح وفعالية السياسات المالية والنقدية تبعا للاختلاف في أنظمة سعر الصرف. وخصص مبحثا، بقدر

من التفصيل، للنظر في الاحتياطات الدولية، وذلك في ضوء دراسة تكوينها ومسار تطورها في العالم والتجارب الفعلية للدول، وضغوطات سوق الصرف، وانماط التدخل، وحجمها وإدارتها.

وقدم الفصل السادس العراق حالة دراسية للاقتصاد النفطي في دراسة سلوك المتغيرات النقدية والودائع والائتمان وأسعار الفائدة والتضخم، وسوق الصرف وسعر الصرف الحقيقي مدة الحصار وما بعد عام 2003. واطاف مؤشرات تساعد على فهم حركة القطاع المالي للاقتصاد النفطي وفي ضوء التجربة الدولية. وبحث في مالية البنك المركزي وتنوع الاحتياطات وتجربة محاكاة لسلوك سعر الصرف عند ربطه بسلة من العملات مقابل التثبيت الثنائي مع الدولار الأمريكي.

وتوخى الكتاب في طبعته الثانية تيسير مادته للتعليم من خلال أبحاث ومراجعات متأثرة بتجربة الباحث واهتماماته يقدمها لزملاء الاختصاص والخبرة وطلبة الدراسات العليا. وإذ تقتضي الدراسة التفاعلية لمباحث الكتاب استحضار القارئ لمبادئ الاقتصاد الكلي والنقود فقد جاء التذكير بها مقتضبا، وإتاحة الحيز الكافي لفهم نماذج التنظير المتداول والفرضيات التي تستند إليها بالمناقشة والاختبار. ومحاولة استقراء جدارة الأطروحات النظرية البديلة بمدى محاكاتها لأنماط الحدوث وتفسير الوقائع، ومقارنة فاعليتها المحتملة في السياسات عند النظر إلى العمليات النقدية من داخلها. وعلى سبيل المثال، نجد أن السيطرة على عرض النقد تتطلب استقرار المضاعف النقدي الذي لا تؤيده الوقائع ارتباطا بتغير الحجم النسبي للسيولة الفائضة. وغالبا ما يسمح البنك المركزي لعرض النقد بالتلاؤم الآني مع احتياجات المصارف. والتي لها دور كبير في تكاثر النقود أو تقليصها من خلال عمليات الائتمان بالتفاعل مع أوضاع قطاع الأعمال وهذه الوقائع والسياسات تدعم الاعتقاد بأن النقود متغير تابع لعمل النظام الاقتصادي أكثر مما هو محدد مسبقا من البنك المركزي. ولعجز الموازنة العامة دور في خلق النقود مع استجابة البنك المركزي لمتطلبات تمويله حفاظا على أسعار الفائدة ضمن المديات المقبولة.

تثير الفائدة الكثير من المشكلات والتساؤلات الفلسفية والأخلاقية والدينية، إضافة على الالتباس الشديد في تفسير منشأ هذا الصنف من الدخل ضمن إطار نظريات القيمة. وعلى المستوى العملي يساعد مفهوم كلفة الفرصة البديلة، متضمنا المخاطرة والأجل، على تفسير الفائدة ويرسم بنيتها السعرية الاسمية. ويتساق هذا الفهم مع نظرية تفضيل السيولة التي رجحتها الاختبارات الإحصائية لدالة الطلب على النقود. وتعتمد فاعلية السياسة النقدية، إلى حد كبير، على حساسية النشاط الحقيقي لسعر الفائدة وعلاقته بحجم الأرصدة النقدية. إلى جانب ذلك يُلاحظ التغير الواسع النطاق في سرعة دوران النقود الحقيقية وإلى الحد الذي يتعذر معه الاعتقاد أن النقود تشكل قيودا على النشاط الاقتصادي وحركة المستوى العام للأسعار، ليس في الأمد القصير وحسب بل حتى عند امتداد فترة التحليل لأمد بعيد.

وأظهرت أبحاث هذا الكتاب بوضوح ضعف العلاقة بين النقود والتضخم والفائدة، وعموما لم تتأكد علاقة قوية وبنمط مستقر للنقود مع متغيرات الاقتصاد الكلي. لقد استلهم ميلتون فريدمان نظرية الحافظة الكينزية وتعريف القيمة الحالية لتدفقات الانتفاع من الثروة في تقديم مفهوم الدخل الدائم، والذي يبقى نظريا صرفا. ويبدو أن الثروة إذا ما أضيفت إلى دوال الاستهلاك والطلب على النقود تسهم في زيادة قدرة النماذج على التفسير. ولقد أمكن تقدير دالة طلب على النقود بالشروط الإحصائية للكفاءة والاتساق وتحقيق شروط التكامل المشترك عند إضافة المتغيرات المتخلفة، وينتظر الفهم الأعمق والأكثر تحديدا طرازا جديدا من التنظير قد تسمح به التقاليد الأكاديمية في المستقبل. وجاءت إضافة منحنى فيليبس تطورا مهما لنموذج التوازن السلعي النقدي التقليدي، وأيدت التقديرات الإحصائية ذلك النموذج مع التوقعات التكيفية.

ورأينا أن المنهج الكينزي الجديد في دالة التوازن السلعي أكثر طواعية، في المنحى الديناميكي، للربط بين دالة العرض الكلي والتضخم؛ بيد أن العلاقة المباشرة بين الدخل والفائدة التي تعرضها النماذج التي تؤكد على الصدمات الخارجية لا يدعمها التحليل الإحصائي. ومع ذلك فقد أسهمت مستحدثات الكينزية الجديدة في التحليل الديناميكي لتغير الطلب الكلي والفجوة بين الناتج الفعلي والمحتمل وسياسة سعر الفائدة. وأضافت مقاربات لمسارات بحث اثمرت في منهج الاقتصاد النقدي.

وأيد الاختبار الإحصائي النموذج الكينزي التقليدي للتوازن السلعي وأوضح أن الأنفاق الحكومي له قدرة تفسيرية للطلب الكلي وبالتالي الدخل الحقيقي، ولم تتخفف فاعليته في تحريك النشاط الاقتصادي خلال السنوات الأخيرة. ويلاحظ أن مفاهيم الصدمات واستيعابها في الخطأ العشوائي، والأساس الجزئي للاقتصاد الكلي، والأهمية العالية للتوقعات ذات النظرة الأمامية مشتركات بين

مدرسة التوقعات العقلانية والكينزية الجديدة. وبين التحليل القياسي أن الربط بين سعر الفائدة و فجوتي التضخم والناتج في معادلة السياسة النقدية يتسم بقدر من الواقعية. ويمكن للسياسة الاستجابة للصدمات عند تمييز كيفية تأثيرها في المتغيرات الهدفية مع إضافة أدوات أخرى إلى جانب سعر الفائدة. وبصفة عامة تحتاج النماذج النظرية إلى تكيف واجتهاد واسع في التعريف الكمي للمتغيرات كي تقترب من تمثيل الوقائع وهذا ما بينته اجاث الكتاب.

لقد أولى هذا الكتاب العناية الكافية لبنية الموجودات في الميزانية العمومية للبنك المركزي إذ أن لعمليات السوق المفتوحة الهادفة للتوسع النقدي صلة وثيقة بحجم الائتمان المحلي في جانب الموجودات. بينما في حالة هيمنة الأصول الأجنبية تصبح حالة فائض السيولة مزمنة وتكون سياسة التعقيم هي الغالبة. كما يبدو من الضروري مغادرة تقاليد المعادلة الواحدة للسياسة النقدية، والتي تتخذ من سعر فائدة الأمد القصير أداة رئيسة لها، والانفتاح لتجريب العمل مع أكثر من معادلة واحتواء أسعار الفائدة للأمد البعيد ونسبة الاحتياطات الإلزامية ومتغير تنظيمي يتعلق بكفاية رأس المال... وهكذا. اما الأهداف فهي أصلا متعددة والمشكلة في عدم كفاية الأدوات للوصول إليها، لكن اعتماد سياسة لاستقرار المصارف وأسواق المال مستقلة عن السياسة النقدية ومتسقة معها ممكن نظريا على الأقل.

لقد ارتبط يسر السيولة بميل المصارف لركوب المخاطر وخاصة مع ضعف السلطات الرقابية من جهة الضوابط والأشراف، والموقف السلبي تجاه رافعة الدين. وعزز استمرار النمو، مع تضخم منخفض في البلدان المتقدمة، الثقة بالتوجه الجديد وصرف الانتباه عن أهمية تقوية أسس الوقاية من الأزمات. ولاحظنا قوة الصلة بين الترويج للاكتفاء بدور السلطة النقدية في السياسة الكلية والتركيز على التضخم والانفتاح المالي وتعويم العملات الرئيسية في العالم. وأثبتت التجربة أن التضخم المنخفض لا يضمن الاستقرار المالي، وفي نفس الوقت لا تكفي الوسائل النقدية لتحفيز الاقتصاد الكلي. وتستدعي تلك الحقائق الالتفات جديا لتوظيف وسائل أخرى تتضمنها الموازنة المالية العامة للدولة وفي متناول السلطة المالية.

في إجراءات التعقيم يمكن استخدام أدوات الدين الحكومي إلى جانب إصدارات البنك المركزي وتسهيلات الايداع بفائدة، إلا ان الإصلاح البنوي لإزالة اسباب السيولة الفائضة هو الأفضل، وبخلاف ذلك قد تصل العملية إلى طريق مسدود في كثير من الدول. ونستنتج أفضلية الاقتصار على وسائل الامد القصير دون البعيد في التعقيم. وأصبح من الضروري في عمليات السوق

المفتوحة الاعتيادية الانتباه إلى بنية الآجال لسعر الفائدة، وإذا تعاملت البنوك المركزية بسندات دين حكومي، لهذا الغرض بالذات خارج إطار سياسات الإنقاذ، سيكون لها تأثير في تهدئة الأسواق المالية. ويساق هذا المقترح على خلفية الارتباط بين أسعار الأصول وأسعار الفائدة وحركة الائتمان، وبغض النظر عن أصل العلاقة السببية فإن معامل توبين الذي يربط بين اليسر الائتماني وأسعار الفائدة من جهة وأسعار الأسهم وبالتالي الاستثمار من جهة أخرى له مصداقية عالية.

لقد حظيت الأبعاد المؤسسية لعمل البنوك المركزية، بما في ذلك الجمع بين الدور الرقابي والمهام الاعتيادية، بالكثير من الاهتمام في السنوات الأخيرة مع مبالغة في مفهوم استقلال البنوك المركزية بالسلطة النقدية، والتقليل من شأن الهيمنة الممكنة للمالية العامة وخاصة في البلدان النفطية. وكان الاهتمام في التفريق أو الجمع بين المهام الرقابية والعمليات النقدية قد طغت على المهم وهو محاولة اكتشاف سبل جديدة لتهديب سلوك قطاع المال. ولم يعد الموقف السلبي من تكوين الفقاعة مقنعا لكن وسائل التدخل لم تكن مهياً وخاصة مراقبة مصادر تمويل الائتمان، بما في ذلك التوليد الذاتي من داخل النظام المصرفي والأجل القصير، ونسب الموجودات الخطرة واحتمالات إخفاق الشركات الكبرى في تدوير الدين.

تفيد دراسة التجارب ميل البنوك المركزية إلى تنقيح جزء من الدين الحكومي ليكون الباقي متناسبا مع استطاعة المصارف والجهات الخاصة الأخرى على استيعابه. وبينت دراسة مشكلة الدين السيادي أنه من الخطأ الفادح الاعتماد على السوق المالية الدولية لتدوير ديون متزايدة الحجم بل لا بد من التحسب، خاصة، لانعكاس التدفقات الخارجية، فالعلاقة قوية بين العجز عن استدامة الدين العام والاعتماد على التدفقات الخارجية لتدويره. وفي نفس الوقت يصعب الجزم بحجم الدين المقبول نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي. ولوحظ الارتباط الوثيق بين أوضاع المصارف وفرص تدوير الدين العام بتكاليف معقولة.

لقد راجعنا النظرية المالية لتحديد المستوى العام للأسعار، وتوصلنا إلى إقرار العلاقة بين العجز الحكومي وعرض النقد وأسعار الفائدة ولهذه كلها صلات بتحديد المستوى العام للأسعار، بصورة أو أخرى. لكن لا تصل، تلك العلاقة، إلى حد أن المستوى العام للأسعار يتحدد تبعا للقيمة الحقيقية للدين التي تريدها السلطات العامة.

وقد اتضحت الحاجة للإقرار بالفضاء المشترك للمتغيرات النقدية والمالية العامة وقطاع المال في حركة الاقتصاد الحقيقي. ولذلك يمكن الانتقال من معادلة السياسة النقدية إلى نموذج لسياسة الاقتصاد الكلي والذي يحتوي الأدوات المطلوبة لتهديب سلوك المصارف والأسواق المالية واستقرارها، وسياسة المالية العامة والسياسة النقدية بالمعنى المتعارف عليه قبل الأزمة. وهذا التوجه ممكن نظريا، على الأقل، وهو ما يُستنتج من مجموع دراسات الكتاب.

ولعل مما يدعم هذا المقترح، حتى في الأوساط المحافظة، ما بينته أزمة الديون السيادية بان الموازنة العامة وبحكم ضخامة الدين الحكومي متدخلة في نطاق عمل السياسة النقدية وسياسة الاستقرار المالي على حد سواء.

نموذج الاقتصاد الكلي المفتوح، اصلا، هو توسيع لنموذج التوازن السلعي - النقدي الكينزي، وبذلك يُشمل بجميع التحفظات التي وردت من قبل. كما يقوم على مبدئين هما تعادل أسعار الفائدة وتعادل القوة الشرائية ولم يتأكد انسجامهما مع الوقائع في دوال سعر الصرف العائم. ولذا يبقى ما يستنتج من التنظير ظنيا إلى حد كبير. وطالما يتحرك المستوى العام للأسعار فالعبرة بسعر الصرف الحقيقي وليس النقدي والذي تصعب السيطرة عليه لأن ذلك يقتضي استهداف التضخم وسعر الصرف معا. كما أن سعر الصرف الحقيقي يعكس بالنتيجة السعر النسبي للسلع غير المتاجر بها إلى المتاجر بها دوليا، وفي الاقتصاد النفطي يرتفع السعر النسبي، هذا، لضغط الطلب والمرونة الواطئة للعرض المحلي. وتبقى القاعدة المثلى اقتصاديا في تغير سعر الصرف الاسمي للعملة الأجنبية بما يساوي فرق التضخم المحلي عن العالمي، لكن الكثير من العقبات تعترض الالتزام بتلك القاعدة، ولذا يصبح من الضروري البحث عن سياسات تعوّض الانفصام بين التضخم وحركة سعر الصرف الاسمي.

لقد ازدادت الاحتياطات الدولية في البلدان النامية والناهضة إلى مستويات تتجاوز الحدود التي تقترحها المعايير المتداولة مثل نسبتها إلى: الاستيرادات، النقود بالمعنى الواسع، الديون قصيرة الأجل، أقصى عجز متوقع في ميزان المدفوعات، ... ولذلك تفسر بنمط التنمية الذي يقتضي الحفاظ على سعر صرف منخفض للعملة الوطنية في البلدان الآسيوية، وفي البلدان النفطية يضاف عامل القدرة على الاستيعاب. ولاحظنا اختلاف انماط التدخل في سوق الصرف، كما تخشى الدول، على الأغلب، التضحية بنسبة كبيرة من الاحتياطات الدولية للحفاظ على استقرار سعر الصرف، فتسمح بتغييره. ومن تجارب الدول والقواعد الإرشادية الشائعة ان السيولة والأمان ضوابط أساسية في إدارة الاحتياطات الدولية، ولا زال العائد له أهمية ثانوية في سياسات البنوك المركزية تجاه احتياطاتها.

تواجه دول الصادرات الطبيعية المرض الهولندي، ومنها متقدمة مثل أستراليا وكندا، ولم تتبلور بعد استراتيجية ذات قبول واسع للتعامل مع هذه المشكلة. ويبدو واضحا ان السياسة النقدية ضمن النطاق المتعارف عليه لا تكفي لوحدها للوصول إلى نتيجة مرضية. وهناك ارتباط بين استمرار نمو الاحتياطات الدولية والحاجة إلى سياسة التعقيم. وتفاوتت الدول في البعد المؤسسي لإدارة الاحتياطات الدولية والتدخل في سوق الصرف، وبشكل عام تكون مشاركة أو هيمنة الحكومة في هذا المجال أكبر مما هي عليه في بقية أنشطة السياسة النقدية.

لقد فسر التحليل النظري والبحث التجريبي نمو الطلب على العملة الأجنبية في العراق بسعر الصرف الحقيقي والدخل. ويرتبط الأخير بإيرادات النفط التي لها الدور الرئيس في تحديد مستوى الناتج المحلي عبر الانفاق الحكومي ودورة الأنفاق. ويتطلب انسجام سعر السوق مع السعر الرسمي إطلاق المبيعات لإشباع الطلب المتعين بالسعر الرسمي تماما. ويبين التحليل استقرار سوق الصرف، ولم يتعرض إلى ضغوط بالمعنى الاصطلاحي. وكانت العلاقة بين الكمية والسعر في سوق الصرف واضحة في البيانات اليومية والشهرية. ولقد ارتفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي عن مستواه لعام 2003 إلى مستويات تؤكد المرض الهولندي ومنه صعوبة تنمية القطاع

الانتاجي غير النفطى عبر المبادرة الاستثمارية للقطاع الخاص. ويستوجب هذا الوضع مراجعة السياسة الاقتصادية وإيلاء بنية التكاليف والأسعار الأهمية التي تستحقها.

أشعر بالامتنان لمن حاورني من الزملاء الأعزاء وشجعني على مواصلة هذا المجهود المتواضع ومنهم، خاصة الدكتور حيدر حسين آل طعمة والدكتور مهند عزيز محمد لتدقيق مسودة الطبعة الثانية للكتاب. وأتقدم بالشكر لأساتذة وطلبة الدراسات العليا في الجامعة المستنصرية وجامعة الكوفة وجامعة كربلاء فقد ساعدني اهتمامهم لبذل المزيد من الجهد في إعداد الطبعة الثانية هذه. وأسأل البارى تعالى أن يجعل في هذا العمل ما ينفع الناس، ودعاء لأهل بيتي وذريتي، ولوالديّ وذوي قرابتي مغفرة ورحمة، ولمن أحسنوا إليّ جزيل العطاء.

الحمد لله رب العالمين.

محافظة بغداد ، ريف جنوب الغرب،

القصر الأوسط، حي الربيع، أيلول 2021 .

# الفصل الأول : أسس الاقتصاد النقدي

يتناول هذا الفصل الفهم النظري للنقود واليات خلقها بين السلطة النقدية والمصارف، ووظائفها. والنظر إليها في سياق عمل النظام الاقتصادي. وهل يحددها النشاط الائتماني بالتعريف الواسع وتصبح لهذه العلة متغيرا داخليا في نموذج الاقتصاد الكلي، أم خارجية معطاة من السلطة النقدية تتحكم بها. و يدرس دوال الطلب على النقود والحوار المدرسي حولها واختبارها الإحصائي. ونظريات الفائدة، تفسيرها وتبريرها، وأسعارها. ويحاول مراجعة الفرضيات الأساسية في الاقتصاد النقدي عبر الحوار بين الكينزيين والآخرين. وتمهد مباحث هذا الفصل لما بعدها وتتكامل معها.

## الفهم النظري للنقود وعرض النقد

لا بد للاقتصاد النقدي من النظر في مفهوم النقود ارتباطا بالتعريف الإجرائي لها والذي يحتوي الوسائل التي تؤدي وظيفتها. واليات خلقها بين البنك المركزي والمصارف في سياق منهج يُخضع مفهوم عرض النقد للبحث ويعتني بمحدداته. إذ تساعد هذه المقدمات على إمطة اللثام عن جوانب مؤسسية، وحقائق في نظام عمل الاقتصاد المعاصر بما فيه دور المصارف وأسواق المال.

## الأساس النقدي وخلق النقود

اتخذت النقود أشكالا مختلفة عبر التاريخ وهي مبتكرات اجتماعية لإيجاد وحدة مرجعية لحساب القيمة والأسعار، وتسهيل المبادلات بالبيع والشراء، والإيفاء بالديون وما في الذمة من التزامات للدولة والجهات الأخرى. وهي، أي النقود، وسيلة لخرن القيمة ونقلها، والاقراض والاقتراض. ومع تنوع وظائفها تبقى صفاتها الفريدة في كونها وحدة حساب وتفردتها في إنجاز المبادلات غير المباشرة. وقبل التوصل إلى المسكوكات الذهبية والفضية ومعادن أخرى بأوزان معلومة مقننة، جربت المجتمعات اعتماد مقدار معين من سلعة شائعة مثل الحبوب لحساب القيمة وتسعير الأشياء المتبادلة. أما النقود الورقية فقد ظهرت في الأصل للنيابة عن المعدن الثمين وليست بديلا عنه، وهي مقبولة لأداء وظائف النقود بما تمثله من ذهب أو فضة محفوظا في المعبد أو خزانة الملك والمصارف في العهود المتأخرة. وتدرجيا انتقلت الأوراق النقدية Banknotes من صفة النيابة إلى قابلية التحويل للذهب. ولم تنقطع صلتها به إلا بعد التخلي عن نظام بريتون وودز الذي نشأ بعد الحرب العالمية الثانية والذي يقوم على قاعدة تبادل الذهب بالدولار. وعندما أعلنت الحكومة الأمريكية أنها لم تعد مستعدة لتحويل الدولار إلى ذهب وعمّت سعر الصرف عام 1971، حتى ذلك التاريخ كانت عملات الدول معرفة بالدولار المحدد سعره بالذهب ( 35 دولار للآونس الواحد).

النقود بالمعنى المعاصر هي مطلوبات على البنك المركزي والمصارف، ومؤسسات مالية أخرى تقوم بدور الوساطة أو قبول الودائع. ومن تلك المطلوبات العملة في التداول والودائع الجارية، للمستهلكين ومؤسسات الأعمال، والتي تشكل النقود بالمعنى الضيق المسمى M1، وتتصف بالسيولة التامة لإنجاز المبادلات والإيفاء بالالتزامات. والعملة C، الأوراق النقدية والمسكوكات، هي المثال الأصلي للنقود بمعنى السيولة الآنية و سيطا للمبادلات والإيفاء بالديون. أما الودائع الجارية D فالمفروض أنها النقود تحت الطلب يستعيدها المودع عملة أو بالشيكات أو ترتيبات السحب والتحويل لحسابه أو لطرف آخر، ولا تدفع المصارف عنها فوائد للمودعين، عادة، أو فوائدها واطئة. وفي السنوات الأخيرة وبحكم التطور المؤسسي

أدخلت أصناف من حسابات الودائع الادخارية القابلة للشيكات بالتفاوض ضمن تعريف النقود بالمعنى الضيق وتلك الحسابات تُفتح في المصارف التجارية و صناديق الادخار المشتركة والتي تسمى اختصاراً **Now Account** . أما النقود بالمعنى الواسع **M2** فهي شاملة للنقود بالمعنى الضيق **M1**، مضافاً عليها الودائع لأجل والثابتة وأموال صناديق النقد المشتركة وأخرى منها الودائع بالعملة الأجنبية في المصارف للمقيمين. وفي بعض التعاريف لا تُشمل كل الودائع لأجل ضمن النقود في الصنف الثاني **M2** بل في صنف أوسع. وهكذا كلما توسعنا في تعريف النقود نُضَمَّ إليها عناصر أخرى من الثروة المالية لقطاع الأعمال والعوائل يتضمنها جانب المطلوبات في الميزانيات العمومية للمصارف ومؤسسات مالية أخرى. [1]

وهناك صنف يسمى النقود فائقة القوة **High Powered Money** وهي مطلوبات للجمهور والمصارف على البنك المركزي، وتلك هي الأساس النقدي **B** والذي يتكون من العملة في التداول **C** واحتياطيات المصارف **R**، والأخيرة بمكونين: ودائع تحتفظ بها المصارف في البنك المركزي، وعملة لديها لمواجهة طلبات زبائنها. وتلك الاحتياطيات منها إلزامي ومنها فائض [2]. وتسمى نسبة النقود **M** الى الأساس النقدي **B** المضاعف النقدي **mu**، **Money Multiplier** :  $mu = M/B$  ؛ وبالتعويض عن البسط والمقام بما يساويهما، وبقسمة مفردات البسط والمقام على الودائع الجارية يعاد تعريف المضاعف بدلالة النسب:

$$mu = (C+D)/(C+R)$$

$$mu = (c_r + 1)/(c_r + r_r)$$

حيث  $c_r$  هي نسبة العملة في التداول إلى الودائع الجارية، و  $r_r$  نسبة الاحتياطيات إلى الودائع الجارية. و لنفس السبب ينظر إلى عرض النقد **M** بأنه حاصل ضرب الأساس النقدي بالمضاعف النقدي كما في التالي  $M = (B)(mu)$ ، ولذا فإن:

$$M = B (c_r + 1)/(c_r + r_r)$$

ونفيد هذه العلاقة، لأول وهلة، أن البنك المركزي يستطيع توسيع عرض النقد عبر زيادة الأساس النقدي. لأن الأساس النقدي الذي تقدم تعريفه من جانب المطلوبات تقابله مكونات في جانب الموجودات من ميزانيته العمومية. وتبويب في مجموعتين من الأصول : صافي الائتمان المحلي للبنك المركزي، على الحكومة والمصارف وما إليها؛ وصافي الموجودات الأجنبية. وتبعاً لذلك يتغير الأساس النقدي أما بتغيير حجم الائتمان المحلي للبنك المركزي أو صافي موجوداته الأجنبية أو كليهما. ولكن العتلة الرابطة بين الأساس النقدي وعرض النقد هي المضاعف **mu** وفي حالة عدم استقراره تتضاءل قدرة البنك المركزي على التحكم بعرض النقد.

ويعتمد استقرار المضاعف، كما يظهر من تعريفه، على نسبة العملة في التداول إلى الودائع  $c_r$ ، ونسبة احتياطيات المصارف إلى الودائع  $r_r$ . ولأن تلك الاحتياطيات منها إلزامية ومنها فائضة يكون  $r_r$  بعيداً عن الاستقرار مع حجم كبير من الاحتياطيات الفائضة، كما كان الحال في العراق حتى عام 2015، وبالتالي عدم استقرار المضاعف النقدي. كما يفترض تكاثر النقود قيام المصارف بإقراض الودائع الجديدة لحين الوصول إلى اختفاء الاحتياطيات الفائضة. ولذا ما دامت الاحتياطيات الفائضة موجودة وكبيرة فإن زيادتها لا تؤدي إلى تغيير عرض النقد، فالمصارف لا تقيدّها مصادر التمويل في التوسع الائتماني في هذه الحالة. ويستفاد من البيانات المنشورة عدم استقرار المضاعف النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية وبلدان أخرى في السنوات الأخيرة. وعندما تضعف الصلة الكمية بين الأساس النقدي وعرض النقد كما هو الحال في

العراق، على سبيل المثال، تزداد صعوبة التحكم بعرض النقد. إن لاستقرار المضاعف  $\mu$ ، والذي يعتمد على حركة إحتياطيات المصارف، صلة وثيقة بدور النقود في منظومة العلاقات السببية للاقتصاد الكلي. عندما تؤدي تفضيلات المصارف إلى تقلص السيولة الفائضة المحتفظ بها وتوسيع الائتمان يرتفع عرض النقد، كون القروض تصنع الودائع، وهذه تمول قروضا جديدة وهي عمليات تكاثر النقود التي تبسطها العلاقة أدناه:

$$L + eD + kD = D$$

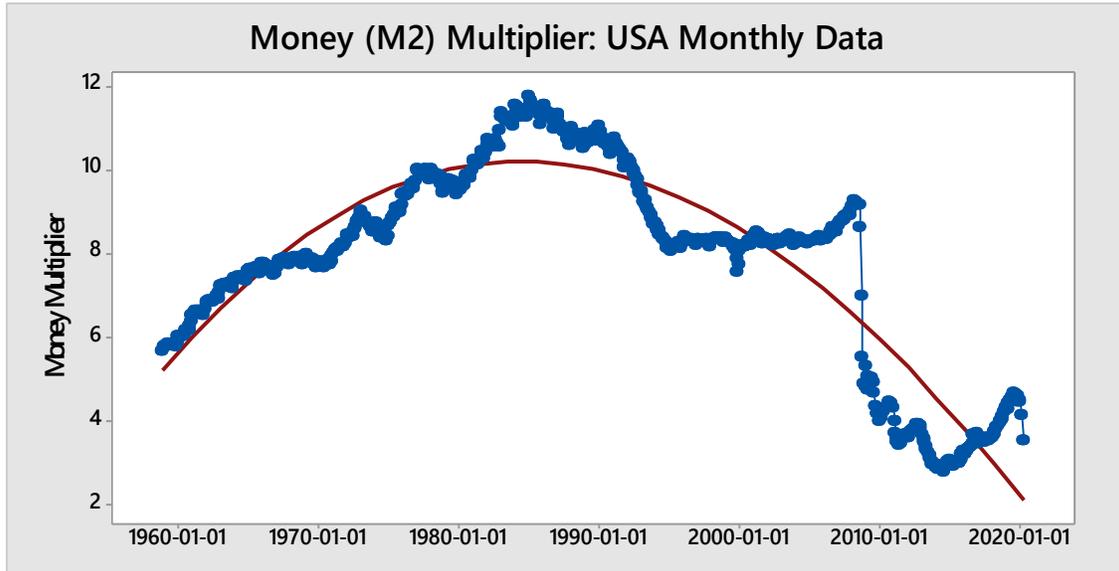
و منها ،

$$D = L / [1 - e - k]$$

حيث  $D$  الودائع،  $L$  القروض،  $e$  نسبة الاحتياطيات الفائضة من الودائع،  $k$  نسبة الاحتياطيات الإلزامية من الودائع. وبذلك يتضح إن القروض تؤدي الى مضاعفة الودائع لأن المقام أقل من الواحد الصحيح.

الشكل رقم (1)

المضاعف النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية  
النقود بالمعنى الواسع M2 والبيانات شهرية بين كانون الثاني 1960 ونظيره لعام 2020



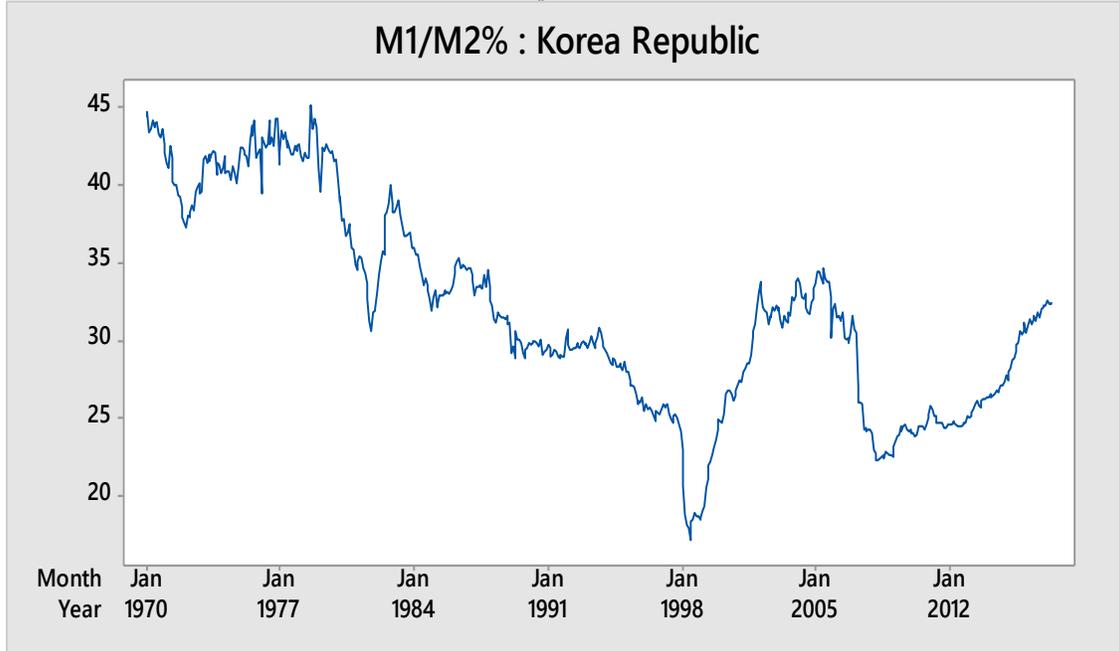
المصدر: إعداد الباحث، البيانات من FRED .

وثمة عوامل عدة تسهم في تحديد المتغيرات الداخلة في تعريف المضاعف  $\mu$  ومنها خارج سيطرة السلطة النقدية ولهذا تصبح مسألة استقراره من عدمها نمط سلوك. لكن مع افتراض استقرار نسبة العملة المصدرة، أو العملة في التداول، الى الودائع الجارية تستطيع السلطة النقدية التحكم بالأساس النقدي. وذلك عبر تأثيرها في الاحتياطيات الإلزامية عندما تتجنب المصارف الاحتياطيات الفائضة أو يقترضها البنك المركزي منها. أي يعتمد البنك المركزي إلى رفع نسب الاحتياطيات الإلزامية من الودائع لاستيعابها عندما يكون فائضها مستقرا نسبيا، أو عن طريق بيع أو شراء أدوات الدين الحكومي لاستيعاب فائض السيولة أو تعزيزها حسب الحاجة، كما سيتضح فيما بعد. وإذا دققنا النظر قد لا نجد البنك المركزي يتحكم، فعلا، بالعملة المصدرة لأن الطلب يقررها، أي طلب الحكومة وهي زيون للبنك المركزي، عندما تريد سحب جزء من ودائعها الجارية لديه عملة Cash، وطلب المصارف استجابة لطلبات زبائنها. وعدم استطاعة البنك المركزي التحكم بالعملة المصدرة يكفي للتشكيك بقدرته على التحكم بالأساس النقدي ومنه صعوبة التحكم

بعرض النقد. وعلى فرض قدرة البنك المركزي على تعيين الأساس النقدي بالوسائل آنفه الذكر فتلك لا تعني سيطرته على عرض النقد عندما تعمل المصارف مع احتياطات فائضة بحجم كبير نسبيا لأن الودائع في هذه الحالة لا تمثل قيودا على الائتمان كما يفيد الاطلاع على بيانات العراق مثلا. ويقال، عادة، إن العملة المصدرة تكون بنسبة مستقرة من الودائع الجارية، وهي ليست هكذا دائما فقد تغيرت هذه النسبة في العراق خلال السنوات الأخيرة، وتتغير في بقية الدول.

الشكل رقم (2)

نسبة النقود بالمعنى الضيق M1 الى النقود بالمعنى الواسع M2 في كوريا الجنوبية  
البيانات شهرية بين عامي 1960 و 2018



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من FRED.

ولذا لا يقدم المضاعف النقدي، لعدم استقراره، معلومات تساعد في التنبؤ بالمستقبل القريب للتغيرات النقدية. وينشر صندوق النقد الدولي معكوس المضاعف أي نسبة الأساس النقدي الى النقود M2 ويفسر تفاوت هذه النسبة عبر الدول بالعمق المالي والعادات المصرفية للمجتمع واختلاف أساليب الادارة المصرفية وغيرها. وعلى سبيل المثال كانت، تلك النسبة، في أستراليا والولايات المتحدة الأمريكية وروسيا وأرمينيا عام 2007 على التوالي بالمائة: 5.4، 7.1، 38.7، 61.8 وقد تكون منخفضة في بلدان نامية، فمثلا وفي نفس السنة كانت في بنغلاديش وماليزيا وتركيا على التوالي بالمائة : 18.3، 7.7، 18.1. والمهم مدى استقرارها في البلد المعين أو تغيرها بوتيرة مستقرة وهذا غير متحقق في الولايات المتحدة الأمريكية مثلا كانت عام 2000 تقريبا 8.8 بالمائة أصبحت 20.6 بالمائة عام 2011، وفي السويد تغيرت لنفس السنوات من 8.4 بالمائة إلى 3.9 بالمائة (IFS, Yearbook 2012)

و هذا التغير يعود إلى الاحتياطات الفائضة والتي يتضمنها تعريف الأساس النقدي. وعندما تنتقل الاحتياطات الفائضة يتغير المضاعف أيضا. وطالما توجد احتياطات فائضة تبقى العلاقة سائبة بين الأساس النقدي والنقود وتتعدل في نفس الوقت فاعلية نسبة الاحتياطات الإلزامية. وهكذا نلاحظ عدم استقرار معالم العلاقات التي يستند إليها القول بسيطرة البنك المركزي على العرض النقدي، مع ذلك لا ينفي

ما تقدم دور البنك المركزي في تكاثر النقود، وإن المضاعف النقدي يتغير ضمن مديات ليست واسعة في عدد من الدول المتقدمة والنامية.

## النقود في الميزانيات العمومية للجهاز المصرفي

يبدو من الملائم النظر في العمليات النقدية من داخل نظامها المالي – المصرفي لمعرفة النقود ومكوناتها وحركتها قبل تجريفها ضمن متغيرات الاقتصاد الكلي. ولذا نبدأ بالميزانيات العمومية للبنك المركزي والمصارف ومجموع الجهاز المصرفي لمتابعة التغير في مكونات الأصول والخصوم في الميزانيات ومديات الفاعلية الممكنة للسياسات من هناك.

وكما بينا آنفا ان النقود بالمعنى الضيق M1 هي العملة في التداول والودائع الجارية، وعند إضافة بقية الودائع يسمى المجموع النقود الواسعة M2. والعملة في التداول هي الموجودة خارج النظام المصرفي أي المصدرة من البنك المركزي مستبعدا منها ما تحتفظ به المصارف استجابة للطلب المتوقع من زبائنها. وتزداد العملة المصدرة او تنقص على مدار ساعات العمل بمقدار الفرق بين ما يدخل الى خزائن البنك المركزي وما يخرج منها، أي ان الأضافة الى العملة المصدرة هي صافي الطلب الإضافي عليها من الحكومة والمصارف.

والعملة التي تحتفظ بها المصارف هي جزء من احتياطياتها والجزء الآخر ودائعها لدى البنك المركزي. وتحدد الاحتياطيات الألزامية بودائع لدى البنك المركزي بنسبة من الودائع لدى المصارف مضافا اليها عملة تحتفظ بها المصارف. وعادة ما تكون احتياطيات المصارف اكبر من مقاديرها الألزامية. وهنا نأتي الى مفهوم الأساس النقدي Monetary Base وهو احتياطيات المصارف والعملة في التداول، او هو العملة المصدرة واحتياطيات المصارف لدى البنك المركزي والأخيرة ودائع الزامية وفائضة . واصبح واضحا ان العملة في التداول مشتركة بين النقود والأساس النقدي، فعند اضافتها الى احتياطيات المصارف لدى البنك المركزي تكون النتيجة هي الأساس النقدي، وإذا اضيفت الودائع الجارية الى العملة في التداول فالمحصلة هي النقود بالمعنى الضيق، واذا جمعت العملة في التداول الى كل الودائع فتلك هي النقود بالمعنى الواسع.

بقي ان نسترجع مفهوم المضاعف النقدي وهو نسبة النقود الى الأساس النقدي. اما سرعة دوران النقود فتعني قيمة السلع والخدمات المتبادلة عبر النقود الى كمية النقود، ويعبر الناتج المحلي الاجمالي وما في حكمه عن قيمة تلك السلع والخدمات عادة. ونلاحظ ان مصداقية بعض الفرضيات الشائعة في التنظير الاقتصادي النقدي وما يترتب عليها من سياسات وفاعليتها تعتمد على مدى استقرار او عدم استقرار المضاعف النقدي وسرعة دوران النقود.

### 1. نقود البنك المركزي

في جانب الاصول من ميزانية البنك المركزي تظهر الموجودات الأجنبية والتي تسمى احيانا الموجودات الدولية وتحتوي على اصول بالعملة الأجنبية ثم الذهب وحقوق اخرى. موجودات العملة

الأجنبية عادة استثمارات مالية للبنك المركزي في الخارج واغلبها اوراق دين حكومي للدول عالية الجدارة الائتمانية وايداعات قصيرة الأجل في البنوك المركزية، واطافة لذلك توجد في خزائن البنك المركزي عملة اجنبية ورقية وهي غالبا الدولار في العراق. اما الذهب فممنه في خزائن البنك المركزي واغلبه مودع في الخارج . والفقرة التالية هي الائتمان المحلي كما تقدم آنفا. وفي جانب المطلوبات ايضا تظهر فقرة المطلوبات الأجنبية وهي ودائع في البنك المركزي، وديون، لجهات ليست مقيمة. أي ان المطلوبات تصنف اجنبية ليس بمعيار العملة انما مركز الإقامة، فودائع الحكومة الوطنية والمصارف المحلية بالعملة الأجنبية لدى البنك المركزي لا تصنف اجنبية وان كانت بالدولار او اليورو. بينما ودائع وديون الجهات الخارجية، غير المقيمة، تصنف اجنبية حتى وان كانت بالعملة الوطنية، وهذه المسألة من جملة الأمثلة على خطورة القراءة اللغوية في محل الاصطلاح.

والفقرة التالية في جانب المطلوبات احتياطات المصارف أي ودائعها لدى البنك المركزي منها الزامية واخرى حرة تسمى احتياطات فائضة، وهذه ليست كل احتياطات المصارف فقد سبقت الاشارة الى ان العملة التي تحتفظ بها المصارف تصنف من جملة الاحتياطات. ثم بعد ذلك ودائع الحكومة وهي من المكونات الاعتيادية والمهمة في ميزانيات البنوك المركزية، وبعدها استثمارات المصارف لدى البنك المركزي وقد تكون ودائع بفائدة او حيازة حوالات يصدرها البنك المركزي. ثم بعد ذلك العملة المصدرة وهي فقرة كبيرة ورئيسية في النظام النقدي، يليها صافي الاستحقاق او حقوق الملكية ويمثل الفرق بين مجموع قيمة الأصول والمطلوبات للغير.

### جدول رقم (1)

#### الميزانية العمومية للبنك المركزي

المطلوبات ( الخصوم )	لموجودات ( الأصول )
مطلوبات اجنبية احتياطات المصارف الزامية فائضة ودائع الحكومة استثمارات المصارف العملة المصدرة راس المال بالمعنى الواسع ( صافي الاستحقاق )	الموجودات الأجنبية الموجودات بالعملة الأجنبية الذهب وأخرى  الائتمان المحلي للحكومة للمصارف موجودات ثابتة واخرى
مجموع المطلوبات	مجموع الموجودات

المصدر: اعداد الباحث.

ولأغراض التحليل النقدي والسياسة ايضا يعاد عرض الميزانية العمومية في الجدول (1) مختصرة في الجدول (2) لأبراز المفاهيم ذات المضامين المهمة في الظاهرة النقدية والمركز المالي الدولي للبنك المركزي. وفي البدء تحول المطلوبات الأجنبية الى الجهة اليمنى باشارة سالبة لأظهار صافي الموجودات

الأجنبية في جانب الأصول، ونكون ازاء الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي لأن الأخيرة تساوي صافي الموجودات الأجنبية مضافا عليها الديون طويلة الأجل على البنك المركزي، وفي العراق صافي الموجودات الأجنبية هو بالفعل يمثل الاحتياطيات الأجنبية، لأن البنك المركزي لم يقترض من الخارج. وتسمى الاحتياطيات الأجنبية أحيانا الاحتياطيات الدولية او الاحتياطيات الرسمية وفي سياقات نادرة يقال احتياطيات السلطة النقدية.

ثم تنتقل ودائع الحكومة الى جانب الموجودات، الأصول، بإشارة سالبة من ديون البنك المركزي عليها وايضا تنتقل استثمارات المصارف الى جانب الموجودات بإشارة سالبة لتكون النتيجة صافي الائتمان المحلي. وعند نقل صافي الاستحقاق الى جانب الموجودات بإشارة سالبة لي طرح من الموجودات الأخرى لا يبقى في جانب المطلوبات ، الخصوم، سوى احتياطيات المصارف والعملة المصدرة وهما يؤلفان الأساس النقدي والذي يسمى ايضا نقود البنك المركزي او النقود فائقة القوة **High Powered Money**. وبعض الجهات، ومنها صندوق النقد الدولي، تسمى الأساس النقدي النقود الاحتياطية **Reserve Money**.

عندما تشتري الحكومة من السوق الثانوية حوالات خزنة **Treasury bills** تضاف الى الأصول في فقرة صافي الائتمان، جدول (2)، وهذه الصفقة لا تكون بلا مقابل فلا بد من تمويلها من جانب المطلوبات. وللإيضاح عند الشراء يعزز البنك المركزي حسابات المصارف البائعة بمبلغ الشراء فترتفع احتياطيات المصارف وبالتالي يزداد الأساس النقدي، وعندما تتصرف المصارف بجزء من ودائعها لدى البنك المركزي في تحويلات الى زبائنها او لمواجهة طلباتهم من العملة تنخفض احتياطيات المصارف لترتفع العملة المصدرة

## جدول رقم (2)

### الميزانية العمومية ( النقدية التحليلية) للبنك المركزي

المطلوبات ( الخصوم)	الموجودات ( الأصول)
احتياطيات المصارف العملة المصدرة	صافي الموجودات الأجنبية صافي الائتمان المحلي للحكومة والمصارف صافي الموجودات الأخرى
المطلوبات = الأساس النقدي	الموجودات

المصدر: اعداد الباحث. المقصود بصافي الموجودات الأخرى: الموجودات الثابتة وما اليها مطروحا منها صافي الاستحقاق

. وهكذا يتضح ان البنوك المركزية عند حيازتها لأوراق الدين تمويل تلك الحيازة بشكل ما من اشكال خلق النقود، ولهذا السبب بالذات يسمى شراء البنك المركزي لأوراق الدين الحكومي تنقيد الدين **Debt Monetisation** وهو المقصود اصلا بتعبير التمويل بالاصدار النقدي والذي يفهم في الأوساط غير الخبيرة وكانما البنك المركزي يطبع اوراقا نقدية ويسلمها للحكومة، بينما سبق الأيضاح بان الاصدار النقدي يعتمد على طلب الجهات المختلفة للعملة. لأن طبع اوراق العملة لا يعني اصدارها فالمصارف والحكومة

تسحب على حساباتها الجارية لدى البنك المركزي عملة او تحويلا، كما تفعل انت بالضبط في التعامل مع حسابك في المصرف، تعزز الحساب بعملة تودعها فيه او تسحب عملة عند الحاجة. واوراق العملة المطبوعة ليست لها صفة نقدية بل هي اوراق على صورة العملة، ولا تكون لها صفة نقدية إلا بعد خروجها من البنك المركزي في مقابل انقاص رصيد ودائع الجهة الساحبة بنفس المبلغ.

## 2. لنقود مطلوبات على الجهاز المصرفي:

نقرأ في جانب الموجودات، الأصول، من الميزانية الموحدة للمصارف الائتمان بمختلف اشكاله وهو المكون الرئيسي للأصول والوظيفة الأولى لمؤسسات الوساطة المالية. ثم الودائع لدى البنك المركزي وهي احتياطات الزامية وفائضة. وايضا استثماراتها لدى البنك المركزي وديونها للحكومة، حوالات الخزنة، واستثمارات مالية اخرى وبعدها العملة الوطنية التي تحتفظ بها وموجودات ثابتة واخرى. في هذا المورد نتناول المصارف من جهة توليد النقود ولذا نلتفت الى العملة المحتفظ بها والاحتياطات الالزامية والفائضة لدى البنك المركزي وهي ودائع للمصارف هناك، ثم استثمارات المصارف لدى البنك المركزي ايضا. وهنا نلاحظ الفقرات التي في جانب الأصول لدى المصارف وتظهر على جانب الخصوم (المطلوبات) في الميزانية العمومية للبنك المركزي، وفي جانب المطلوبات، في ميزانية المصارف، نقرأ قروض من البنك المركزي، وقبلها ودائع جارية وودائع اخرى.

### جدول رقم (3)

#### الميزانية العمومية الموحدة للمصارف

المطلوبات ( الخصوم )	الموجودات ( الأصول )
ودائع جارية ودائع ادخار وثابتة وما اليها قروض من البنك المركزي اخرى	الائتمان الاحتياطات الالزامية والفائضة لدى البنك المركزي استثمارات لدى البنك المركزي حوالات خزنة استثمارات مالية اخرى عملة وطنية موجودات اخرى وثابتة
صافي الاستحقاق	مجموع الموجودات
مجموع المطلوبات	

المصدر: اعداد الباحث.

دمج الميزانيات لجهتين يعني ان مطلوبات الجهة الاولى على الثانية وبالعكس سوف تختفي. وبهذا المعنى فان ودائع واستثمارات المصارف لدى البنك المركزي وكذلك قروض البنك المركزي للمصارف لا تظهر في الميزانية الموحدة للجهاز المصرفي لأنها مطلوبات للجهاز المصرفي عليه أي تقابله موجودات بمقدارها، وايضا لا يظهر ذلك الجزء من العملة المصدرة الذي تحتفظ به المصارف على نفس الأساس الواضح.

وعند دمج ميزانية البنك المركزي مع الميزانية الموحدة للمصارف في الجدول (4) يتضح معنى القول ان النقود مطلوبات على الجهاز المصرفي. إذ نلاحظ في ميزانيته العمومية الموحدة على جانب المطلوبات النقود بالمعنى الضيق والواسع حيث الودائع بانواعها والعملية في التداول، لأن ودائع المصارف واستثماراتها لدى المركزي تتعادل على جانبي ميزانية واحدة لتختفي، وايضا ذلك الجزء من العملة الذي تحتفظ به المصارف فلا يبقى من العملة سوى المتداول خارج الجهاز المصرفي. ولذا فان جميع العوامل والسياسات التي تؤدي الى زيادة الودائع في المصارف التجارية والعملية المتداولة خارجها تفسر توالد وتكاثر النقود.

ومن تلك العوامل والسياسات التوسع في الائتمان من البنك المركزي اذ يقود الى مكثرة النقود بدوره لأن المركزي يوسع الائتمان بخلق النقود، كما تقدم، والمصارف عند تسهيل الاقراض يعود جزء مما اقرضت ودائع لديها لتقرضها من جديد ... وهكذا. واذا ما خفّض البنك المركزي من نسب الاحتياطات الالزامية على الودائع في المصارف التجارية فقد ساعدها على اقراض اضافي بدوره يقود سلسلة من التغذية المرتدة لينتقل الجهاز المصرفي بمجموعه الى مستوى اعلى في الودائع والائتمان. وكذلك عند اقرض البنك المركزي للمصارف يحدث الشيء نفسه، اما عند شراء البنك المركزي لحوالات الخزانة من المصارف فيمدها بالسيولة التي تنعكس في مزيد من الائتمان لتبدأ دورة من التصاعد، وفي هذا الاتجاه يأتي دور سوق ما بين المصارف لتنتقل فوائض السيولة الى أماكن الشحة، وتدعم هذه العملية الحفاظ على النشاط الائتماني، لكن سوق ما بين المصارف ضعيف او غائب في العراق.

ومن الواضح ان النقود والودائع والائتمان تبقى تحت سقف الامكانية الاقتصادية الكلية، لأن النقود بجميع مفرداتها جزء من ثروات الأفراد ومؤسسات الأعمال، ومعلوم ان الثروة دائما تتناسب مع الدخل. كما ان الائتمان يمول انفاقا استهلاكيا واستثماريا وكليهما لا يتجاوزان مجموع الانفاق القومي، والذي يرتفع او ينخفض قليلا لبعض الوقت فوق ودون الدخل القومي ن بمقدار صافي التدفقات الخارجية. ولذا لا تعرف النقود على حقيقتها إلا مع استحضار موازين الموارد والاستخدامات على المستوى الكلي، ومنها ان الادخار ذلك الجزء غير المستهلك من الناتج، كما ان الاستثمار لا يتعدى الادخار في الأمد البعيد.

#### جدول رقم (4)

الميزانية العمومية الموحدة للجهاز المصرفي

المطلوبات ( الخصوم)	الموجودات ( الأصول)
ودائع ادخار وثابتة وما اليها ودائع جارية عملة في التداول صافي الاستحقاق	صافي الموجودات الأجنبية الائتمان للقطاع الخاص وقطاع الأعمال العام الائتمان للحكومة استثمارات اخرى وموجودات ثابتة
مجموع المطلوبات	مجموع الموجودات

المصدر: اعداد الباحث.

## بين التجاريين ومعادلة كمية النقود الكلاسيكية

أطلقت صفة التجاريين على كتاب الاقتصاد ما قبل آدم سميث، أو المدرسة الميركنتيلية، والتي عرفت بنسق من السياسات الاقتصادية تدعو إليها أكثر منها في التنظير. وركزت على المعادن الثمينة بصفاتها جوهر الثروة، وتنظيم التجارة الخارجية لمراكمة المزيد منها. ولذا تشجع على استيراد المواد الأولية الرخيصة، وحماية الصناعة التحويلية بالرسوم الكمركية، وتشجيع الصادرات وخاصة السلع النهائية. وتنتظر إيجابيا إلى زيادة السكان للحفاظ على الأجور واطئة. المعادن الثمينة آنذاك تماثل الاحتياطات من العملة الأجنبية وسبائك الذهب التي تحتفظ بها السلطات النقدية والحكومات هذا الزمن، فهي قدرة شرائية دولية ولذا فهي ثروة وطنية. وبذا تختلف عن النقود القانونية أو الورقية التي هي ثروة لحائزها لكنها ليست ثروة للأمة طالما هي مطلوبات على الجهاز المصرفي الداخلي. لقد شهدت المرحلة الميركنتيلية إهتماما في الصناعة وتطويرا للزراعة، ويستبعد ان مجموع اهتماماتهم يلخصها ما ورد عن Thomas Mun في ثلاثينات القرن السابع عشر " ثروة إنكلترا في تجارتها الخارجية" وارتباطا بالمعدن الثمين. وكانت السياسة الميركنتيلية شائعة في غرب اوربا ونفوذها واسع في فرنسا قبل الفيزيوقراط. وفي ألمانيا تبنتها المدرسة التاريخية، فيما بعد، والحمائية من منطلقاتها الأساسية. وقد تحول الاهتمام لدى هيوم نحو آليات توازن تلقائي للتجارة الخارجية، ومن خلال تغير الأسعار النسبية حيث تؤدي وفرة المعدن الثمين إلى ارتفاع الأسعار فزيادة المستوردات وانخفاض الصادرات والعكس صحيح، وأنه لا خوف من العجز التجاري إذ يتدفق الذهب إلى الخارج لتعويض العجز.

لقد تبلورت فكرة معادلة كمية النقود في العهد التجاري بمضمون موازنة النقود  $M$  وسرعة دورانها  $V$  بالسلع والخدمات  $T$  وأسعارها  $P$  أو  $MV=TP$  والتي أصبحت من المحاور الأساسية للاقتصاد النقدي إلى يومنا. وتنسب الفكرة لكوبر نيكوس البولندي عام 1517 وبعده جين بودان الفرنسي وفي بريطانيا جون لوك وديفيد هيوم في النصف الأول من القرن الثامن عشر. كان التجاريون، بخلاف هيوم، يعتقدون ان النقود تؤثر في  $T$  فتؤدي إلى زيادة تداول السلع وتحريك التجارة والنشاط الاقتصادي. وعند الكلاسيك صار شائعا ان كمية النقود تحدد الأسعار؛ وفي العهد الميركنتيلي، يفسر سعر الفائدة بالنقود بعلاقة عكسية. وقد إعتد الكلاسيك نظرية أخرى لسعر الفائدة على انها تتحدد بالتفاعل بين الادخار (الأموال المعدة للإقراض)، والاستثمار (الطلب عليها) عند التوازن. وينسب إلى جون لوك تقديم معادلة كمية النقود بصيغة نظرية وان المستوى العام للأسعار يتحدد بكمية النقود مع مقدار من الحجم التجاري  $T$  والذي لا يتأثر بكمية النقود، بخلاف الميركنتيليين، مع بقاءه، لوك، معهم في إيلاء مراكمة المعدن الثمين أهمية عالية. مع ذلك، في القرن الثامن عشر، دافع كتاب مؤثرون عن نظرة التجاريين في العلاقة بين النقود وحجم النشاط الاقتصادي والأسعار. وذلك ان وفرة المعدن الثمين تعني زيادة الإقراض وبالتالي زيادة التداول السلعي دون رفع الأسعار. وحتى إذا ارتفعت الأسعار في البداية يستجيب العرض السلعي بمرونة عالية ما يؤدي إلى هبوط الأسعار. وحتى هيوم يرى ان ارتفاع الأسعار تدريجي ولا يتحول المستوى العام للأسعار فورا ليناسب الحجم الجديد من النقود وبذلك تساعد النقود على إنعاش الاقتصاد ويرتفع حجم السلع لكي يناسب المستوى الجديد من النقود، بتعبير آخر ان مقدارا من التضخم مفيد لتحريك الاقتصاد. اما كانتيلون Cantillon، في دراسة أعدها خلال عشرينات القرن الثامن عشر ونشرت عام 1755، فقد بين كيف ان

الزيادة في  $V$  لها نفس أثر الزيادة في  $M$  وبذلك ادخل عنصر عدم التحديد في العلاقة بين النقود والأسعار. وأضاف ان النقود تؤثر في الأسعار والدخل وذلك يعتمد على كيفية إنفاقها، وعندما تستجيب الأسعار لزيادة النقود فالتناسب بين الزيادتين قد يختلف حسب الظروف. يفهم مما تقدم ان العلاقة بين النقود والأسعار كانت موضع جدل لعشرات السنين سبقت "ثروة الأمم" وطيف الأفكار واسع من ان النقود تؤثر في السلع دون الأسعار الى العكس تماما وما بينهما.

كانت نظرية التجاريين في سعر الفائدة نقدية صرفة ، غالبا، وان العلاقة بين النقود وسعر الفائدة عكسية والعلاقة السببية تنج من النقود الى سعر الفائدة. وجون لوك وآخرين منهم **Law** و **Petty**

مع هذا الفهم، وتفسيرهم للعلاقة العكسية أن زيادة النقود رفعت الأسعار فخفضت القوة الشرائية للنقود ولذلك ينخفض سعر الفائدة على المقترض وهو تفسير ينطوي على خطأ حسابي أخذهم عليه آدم سمث. أما كانتيلون فقد استند الى الوقائع قائلا ان وفرة النقود أدت دائما الى انخفاض أسعار الفائدة دون الالتزام بنفسير نظري. وهنا ، كانتيلون أيضا، علق الأمر على الجهة التي حازت النقود الاضافية فرجال الأعمال يدخرونها للاستثمار وبالتالي قد تنخفض اسعار الفائدة أما ملاك الأرض فينفقونها على الاستهلاك الترفي ليزداد الطلب وترتفع أسعار الفائدة (Blauge,1985).

يقصد بالمرحلة المركنتيلية، أو التجارية، في دراسة تاريخ الاقتصاد النقدي الكتابات التي ظهرت خلال المدة 1550-1770، واتخذت من الميزان التجاري الخارجي محورا لها، داعمة لسياسة تقييد الأستيرادات وتشجيع الصناعة المحلية والصادرات، وتحبذ مراكمة المعدن الثمين. وخلاصة أفكارهم انها نقيض النظرية الكمية للنقود التي يُعرف بها الكلاسيك وإمتدادهم المدرسي حتى اليوم. فالنقود عند التجاريين تُنشط التجارة من خلال تدفق المعدن الثمين او العملة الورقية، وبذلك لها فاعلية إيجابية إذ لا يقتصر دورها على حساب القيمة وإجراء المبادلات بحياذ. والنقود لا تحدد الأسعار والتضخم، في نظرهم، بل القوى الحقيقية للكلفة هي المسؤولة لأن النقود التي تفيض عن حاجة المعاملات ولا تستخدم لتحريك التجارة تكتنز وحسب. وتتجه السببية من النشاط الاقتصادي الحقيقي والأسعار الى النقود التي يتكيف رصيدها **Money** **Stock** بتبعية سلبية **Passively** لمتطلبات التجارة. وسعر الفائدة متغير نقدي صرف يعكس وفرة او شحة النقود ارتفاعا وانخفاضا، ومهد تصور علاقة عكسية بين النقود وسعر الفائدة لنظرية تفضيل السيولة الكينزية.

وتبلورت أوضح التصورات النظرية للتجاريين، وخلاصتها آنفا، أواخر عهدهم، وأبرز من تنسب إليهم **John Law** 1671-1729 و **Sir James Stewart** 1721-1780. والأول وهو سكوثلندي أكد على تحفيز النقود للتجارة في مؤلف له عام 1705 على خلفية كساد طويل الأمد في بلده فسره بنقص المعدن الثمين وحثّ على إصدار نقود ورقية، عوضا عن نقصه، لتنشيط التجارة وبذلك يزداد الانتاج وتوظيف العمل دون ارتفاع الأسعار. وتوصف زيادة الانتاج والتشغيل بفعل النقود بأنها دائمية وليست مؤقتة وبهذا الجزم والوضوح يختلف التجاريون عمن جاء بعدهم. ويستند **Law** في تصوره الى وفرة الموارد الحقيقية العاطلة، ومنها العمل، وهذه جاهزة للتوظيف دون زيادة في الأسعار. وأيضا، فرضية ثبات غلة الحجم، بخلاف الكلاسيك، ولذا تكون دالة العرض خطأ افقيا بين نقطة الأصل ومستوى الاستخدام

الكامل إزاء مستوى الأسعار الثابت. وبالتزامن يرتفع الطلب المحفّز بالنقود لأستيعاب العرض دون زيادة الأسعار. ومن الممكن تحسن الميزان التجاري بإصدار نقود ورقية نتيجة لأنتعاش الانتاج ما يؤدي الى زيادة الصادرات. ومن الواضح ان هذه الأفكار تغاير كل الأنساق اللاحقة الى يومنا. وذهب Law أبعد من ذلك في حماسه الى التوسع النقدي لمعالجة مشكلات البطالة وتنشيط الانتاج الى الترويج لفكرة منحى عرض بميل سالب. اي ان الأسعار قد تنخفض نتيجة لوفورات الحجم الكبير ولذا لا يكون منحى العرض مع السعر خطأ أفقيا بل نازلا مع زيادة الانتاج.

ويُستبعد الإصدار النقدي الزائد طالما تستند النقود الى قيمة إسمية لثروة حقيقية ويتضمن هذا الفرض أن الائتمان يمول عملية حقيقية من تجارة أو إنتاج وليس مستقلا عنهما، وكأنه ضابط مؤسسي ينسجم مع مبدأ ان السببية تتجه من التداول السلعي والأسعار الى النقود وليس العكس. وأراد التجاريون كما يعبر عنهم Law إرساء ترتيبات في عمل المصارف تديم التفاعل الأيجابي بين النقود والانتاج ، بأن تعاد المصارف على إصدار نقود عبر قروض مضمونة بإنتاج مستقبلي ومع ترسيخ تقاليد العمل هذه تنشأ آلية مستديمة حيث يحفز الانتاج توليد النقود الملائمة لحجمه. وتشبه هذه الآلية بعمل مسنّات نقل الحركة، محكمة وبالقدر المطلوب، أي ينسجم التوسع النقدي تماما مع الطلب الكلي الحقيقي على السلع. وأضيف الى تلك الأفكار ضمان القروض بالأرض والتي تتزايد بإدخال المزيد منها الى دائرة الانتاج مع موجة أنتعاش جديدة ولم يزل العقار ابرز وسائل ضمان القروض. لكن ربط الائتمان بالأرض لا ينسجم تماما مع مثال حركة المسنّات آفا إلا إذا أضيفت الأرض لشرط إرتباط القرض بإنتاج مستقبلي. وتسمى ضوابط الائتمان المصرفي تلك مبدا الحوالات الحقيقية الذي سيهاجمه الكلاسيك في سياق تأسيس نموذجهم البديل لكل الاقتصاد وليس للنقود والائتمان فحسب.

، زيادة كمية النقود، في النظرية الماركنتيلية، ترفع مجموع الأنفاق وبالتالي الطلب الكلي السلعي مباشرة ، وبطريق غير مباشر تُخفّض كلفة تمويل الاستثمار فينتعش ويرتفع الطلب الكلي من هذه القناة ايضا. ولأن المستوى العام للأسعار يبقى ثابتا مع زيادة النقود ، لأسباب تبينت، لذا يكون انخفاض سعر الفائدة حقيقيا بالكامل عند زيادة النقود.

لقد قدم جيمس ستيوارت في مؤلفه عام 1767 إضافة جوهرية لأيضاح منظومة العلاقات السببية المتصورة من جانب العرض والتكاليف الى الأسعار. إذ تبدا سلسلة الأسباب من درجة المنافسة في سوق العمل الى معدلات الأجور ومنها الى الكلفة الأجرية لوحدة المنتج لتنتهي في أسعار المنتجات. ومثلما تحدد المنافسة والكلفة أسعار المنتجات كذلك المستوى العام للأسعار. وللنفوذ الأحتكاري دور في تحديد هامش الربح وهو من مكونات اسعار السلع، وهكذا تتحدد الأسعار النسبية والمستوى العام للأسعار بذات الآلية في القطاع الحقيقي. وبذلك يستبق جيمس ستيوارت الكثير من عناصر التنظير للكينزية وما بعد كينز والكينزية الجديدة في أساسها الجزئي للاقتصاد الكلي.

ومع الأسعار المعطاة تتعدل سرعة دوران النقود بحيث يكفي رصيدها لأستيعاب النشاط الحقيقي ، الى جانب فرضية الاكتناز وفك الاكتناز. فالنقود الزائدة عن حاجة التداول تُكتنز ولذلك لا تستخدم سوى الكمية المناسبة للإنتاج والتجارة، بالأسعار المحددة التي تحددها الآلية الموصوفة آفا. وإضافة على الاكتناز قد

يعمد بعض حائزي الثروة الى اذابة قسم من النقود المعدنية ليُحتفظ بها مصوغات من الحلي وسواها. وعندما تشح النقود يحصل العكس، فك الاكتناز وسك المعادن الثمينة نقودا مع إمكانية إصدار نقود ورقية.

ركز الكلاسيك في نقد الأفكار الماركنتيلية على ان الثروة ليست هي المعدن الثمين بل ارصدة الموارد الحقيقية، الأرض والعمل ورأس المال، وكفاءة إستخدامها وكأن الرسالة الأساسية لكتاب آدم سمث تنفيذ الأطروحة الماركنتيلية من هذه الزاوية. ورفض آدم سمث وريكاردو مبدأ الحماية لأن الكفاءة في رأيهما تتطلب حرية التجارة لينتفع البلد من المزايا المطلقة والنسبية ذات الصلة بالتخصص وتقسيم العمل.

قدم ديفيد هيوم عام 1752 الشرح المتعارف عليه في النظرية الكمية للنقود كونها بثبات سرعة دورانها تحدد المستوى العام للأسعار. وأنكر هيوم ان انخفاض كمية النقود يتسبب في تقلص حجم الانتاج والتبادل السلعي، إذ سينخفض المستوى العام للأسعار، بعد فترة وجيزة، كي تتلائم كمية النقود المنخفضة مع حجم السلع. وقد ردّ هيوم أطروحة Law في تحفيز النقود للنتاج مقرا بعدم حيادية النقود في الأمد القصير، وفي الأمد البعيد لا أثر للنقود في النشاط الحقيقي إذ يعود الناتج مستقرا عند مستوى الاستخدام الكامل وتتكيف الأسعار لتنسجم مع كمية النقود الجديدة. وبقي النسق الكلاسيكي هكذا، متمسكا بالموقف النظري الذي صاغه هيوم، مع النقوديين وميلتون فريدمان والكلاسيكية الجديدة، لوكاس وجماعته، والى يوم الناس هذا. ويعزو هيوم عدم حيادية النقود في الأمد القصير الى نقص المعلومات عند واضعي الأسعار Price-Setters، أي منتجو السلع وتجارها عن تغيرات كمية النقود ولذا تكون الأسعار عصية Sticky أو ليست مطاوعة في الأمد القصير. وبهذا يستجيب الانتاج لزيادة كمية النقود قبل ان يكتشف المنتجون من ملاحظة خزين السلع وسوق العمل ان الناتج تجاوز المستوى الطبيعي، أي التوازني، فترتفع الأسعار ويعود الاقتصاد الى الوضع الاعتيادي وتتلاشى المكاسب التي وصفها Law. وأضاف هيوم أثر توزيع النقود الاضافية إذ تتركز ابتداءا لدى فئة قليلة قبل ان تنتشر في عموم حيز التبادل وهو عامل آخر يعزز انحرافها عن حياديتها في الأمد القصير قبل ان تعود اليها.

واستند هيوم الى ذات الأساس لتخطئة السياسة الماركنتيلية في التجارة الخارجية فعندما يترادف تدفق المعدن الثمين الى البلد ترتفع الأسعار فتتخفف الصادرات وترتفع الأستيرادات والعكس صحيح. أي ان آلية التكيف التلقائي بين كمية المعدن الثمين والأسعار تضمن التوازن الخارجي، ولا توجد فرصة لفائض دائم في الصادرات. لكن الأسعار ليست بهذه الطواعية العالية بحيث تتكيف حسب مقتضيات التوازن بين الصادرات والأستيرادات دون اضطراب وصعوبات يعانيتها الناس في معيشتهم. ويمكن استبدال المعدن الثمين بالعملة الأجنبية، لمناقشة رد هيوم على الماركنتيلية، فهل يتمكن أي قطر، حل مشكلة ميزان المدفوعات بحركة تلقائية لسعر الصرف حسب مقتضيات التوازن، المسألة في غاية التعقيد سنأتي عليها في محلها.

وتمسك ريكاردو بنظرية كمية النقود في تحديد المستوى العام للأسعار رافضا تفسير حركته من جانب التكاليف متهما الماركنتيليين بعدم التمييز بين الأسعار النسبية والأسعار الاسمية المطلقة. وعنده ان ارتفاع التكاليف الأجرية، ويقصد الأجور الاسمية، لا يقود الى ارتفاع المستوى العام للأسعار دون زيادة في كمية النقود. وعند بقاء كمية النقود ثابتة حتى لو ارتفعت اسعار السلع الأجرية، يقصد أسعار محتويات سلة الاستهلاك للعمال، ستتنخفض أسعار مجموعات سلعية أخرى ليبقى المستوى العام للأسعار دون زيادة.

وأُنكر ساي Jean-Baptiste Say فيما نشر عام 1803 مشكلة نقص الطلب لأن قيمة السلع المعروضة هي تكاليف عناصر إنتاجها المدفوعة والكافية لشرائها وبهذا المعنى العرض يخلق طلبه. والقصد من ذلك، خاصة، الرد على الماركنتيليين في أن نقص النقود يؤدي الى عدم كفاية الطلب ومن ثم بطالة وكساد. ويفترض ساي ان الجزء المدخر من دخل عناصر الانتاج يأخذ طريقه الى الاستثمار من خلال المصارف وبالنتيجة لا يختلف الادخار عن الاستهلاك. وقد أسس كينز نظريته العامة على دحض هذه الفرضية بعدم وجود ضمانات من داخل آليات عمل السوق للتوازن بين الادخار والاستثمار وبذلك يبقى الاقتصاد معرضًا لعدم كفاية الطلب.

ورفض الكلاسيك نظرية الماركنتيليين بأن سعر الفائدة ظاهرة نقدية صرفة ويتفق ريكاردو وهيوم وهنري ثورنتن ان سعر الفائدة مقدار حقيقي Real يتحدد بالإنتاجية والتوفير Thrift بمعنى الأمتناع عن الاستهلاك. أي ان الطلب على الاستثمار، الحقيقي، دالة بالإنتاجية الحدية لرأس المال وعرض الادخار يرتبط طرديا بسعر الفائدة الحقيقي وبالنتيجة يستتب التوازن بمساواة سعر الفائدة الحقيقي مع إنتاجية رأس المال عند الحد وهو سعر الفائدة الطبيعي، اي التوازني. والنقود ليست من العوامل التي تؤثر في سعر الفائدة الحقيقي الموصوف الذي يقاوم التغيرات النقدية ل يبقى محددًا بالعوامل الحقيقية لكنهم أقروا إمكانية انخفاض سعر الفائدة دون مستواه التوازني مؤقتًا نتيجة لزيادة النقود. وهذا الفرق بين سعر الفائدة النقدي، او المصرفي، وسعر الفائدة الطبيعي سوف يشغل عليه تنظيم Wickseil فيما بعد لتفسير تعاقب الأنتعاش والركود في دورات الأعمال. يرتفع المستوى العام للأسعار بزيادة النقود فتصبح تكاليف المشاريع الاستثمارية أعلى ويزداد الطلب على القروض وينخفض عرضها، في نفس الوقت، لأن النقود المطلوبة لأنجاز المعاملات اصبحت أكبر؛ وايضا تخشى المصارف من نفاذ إحتياطياتها ومحصلة هذه الحركات ارتفاع سعر الفائدة مجددا فيعود الى المعدل الطبيعي وتصف هذه العملية مقاومة سعر الفائدة للتغيرات النقدية. والمقصود ان سعر الفائدة الاسمي هو الذي يتكيف لتغيرات النقود ل يبقى سعر الفائدة الحقيقي عند المعدل الطبيعي أي التوازني المحدد بالعوامل الحقيقية.

تسمى الأفكار الماركنتيلية في عرض النقود والائتمان المدرسة المصرفية Banking School والتي تشجع التوسع الائتماني ، كما تقدم، بضمانات قيمة الأرض أو أوراق تجارية مرتبطة بعمليات إنتاج وتجارة تمولها القروض. وقد انتقد الكلاسيك ومنهم خاصة هنري ثورنتن، Thornton، وبشدة تلك الأطروحة بدعوى ان القروض مرتبطة بقيم اسمية ، للأرض أو الانتاج والتجارة، ترتفع مع ارتفاع المستوى العام للأسعار نتيجة التوسع النقدي بالقروض ذاتها. وبذا يصبح المستوى العام للأسعار غير قابل للتحديد ويدخل الاقتصاد في حلقة تغذية متبادلة وصاعدة لا استقرار لها بين الائتمان، والنقود، والضمانات والأسعار.

وأعدت بريطانيا قابلية عملتها للتحويل الى الذهب عام 1821 وتبلورت أفكار الكلاسيك في الائتمان والاصدار النقدي فيما أصبح يسمى مدرسة العملة Currency School واستمر الجدل بين المدرستين حتى عام 1850 ما يعني من جهة أخرى حضور فعال للماركنتيلية في القرن التاسع عشر. واستندت مدرسة العملة على آراء الرواد الكلاسيك في النقود والائتمان، ومنهم ديفيد ريكاردو وهنري ثورنتن، ومفادها عدم الحاجة الى ضوابط حكومية لمنع الإفراط في الاصدار طالما تكون العملة قابلة للتحويل الى ذهب. لأن الأخير يؤدي الى ارتفاع الأسعار في بريطانيا وطالما تحول العملة الى الذهب بسعر صرف ثابت

يزداد الأستيراد طلبا لأسعار أدنى وسوف تلاحظ المصارف إستنزاف موجوداتها من الذهب فتضطر الى تقليص العملة المصدرة ، وتعود الأمور الى نصابها. وتكررت الأزمات النقدية في العشرينات والثلاثينات من القرن التاسع عشر ما اضطر مدرسة العملة ، الكلاسيكية، الى مراجعة فرضياتها بعد ان أقنعتها التجارب بعدم كفاية القابلية للتحويل للسيطرة على الاصدار. ولذا أكدت على ضرورة وجود ضوابط صارمة تمنع الأسراف النقدي الورقي، بالحفاظ على نسبة بين النقدين بحيث يجري تقليص المُصدّر من العملة الورقية مع بداية إستنزاف الذهب، اي ان الاعتماد على حكمة المصارف وعقلانيتها لم يكن في محله لأنها تُستدرَج الى الهاوية. واستطاعت مدرسة العملة إصدار قانون عام 1844 يشترط ضمان كل العملة الورقية بالذهب 100% وهي قاعدة الذهب، عدا كمية قليلة من العملة تصدر مقابل أوراق دين حكومي ( Humphry ,1999).

لدى ماركس وظيفة النقود وسيلة للتداول ، إنجاز المبادلات، ضامنة لوظيفتها في حساب الأسعار لكن التوافق بينهما ليس ضروريا. ولا يتبنى ماركس سرعة دوران النقود إذ يرى ان الدوران في الحقيقية للسلع، أو أن كلاً من النقود والسلع تتحركان بإتجاه معاكس: النقود من المشتري الى البائع والسلع من البائع الى المشتري، لذا يعتمد بدلا من  $MV = PQ$  صيغة أقرب الى ما أصبح يسمى معادلة كيمبرج بمستوى معين للأسعار؛ وهناك جزء آخر من النقود يحتفظ به للأحتياط وبذلك يقترب ماركس من كينز كثيرا. وأيضا، النقود لا تحدد المستوى العام للأسعار لأن تكوين الأسعار يبدأ من تحول القيمة بدلالة العمل الى القيمة بالذهب عبر نسبة العمل المبذول في إنتاج السلعة الى مقدار العمل لوحدته الذهب، فلو فرضنا ان سلعة ما تتطلب 15 ساعة عمل والوحدة من الذهب ثلاث ساعات يكون سعر السلعة خمس وحدات من الذهب؛ وفي حالة العملة القانونية او الورقية تظهر الأسعار بوحداتها حسب سعر الصرف بين العملة المعدنية والذهب.

## عرض النقد واتجاه العلاقة السببية

في نماذج التنظير والقياس الاقتصادي نوعين من المتغيرات داخلية وخارجية. وفي نظرية الإحصاء يصنف المتغير داخليا عندما يُفسّر النموذج حركته بفعل علاقاته المباشرة وغير المباشرة مع متغيرات أخرى حاضرة في النموذج. أما المتغير الخارجي فإن قيمته معطاة من خارج المنظومة، وأحيانا عندما يعتمد المتغير على عوامل لا يتضمنها النموذج، ومتغيرات داخلية متخلفة زمنيا، يقال إن خارجية هذا المتغير ضعيفة **Weak Exogeneity**. ولا يحتاج المتغير الخارجي إلى تفسير من داخل المنظومة أي إن التنظير الذي يصف النقود بأنها متغير خارجي يراها سببا وليست نتيجة، بمعنى لها دور في تعيين المستويات التي تكون عليها المتغيرات الداخلية. اما وصفها بالخارجية الضعيفة فينصرف الى عدم تأثيرها في الدخل الاسمي، او حجم التداول مقيما بالأسعار في نفس الزمن ولكنها تستجيب لتغذية عكسية من الدخل والأسعار لفترة سابقة.

غير أن تلك الخارجية الضعيفة قد يسميها البعض داخلية، ولو أضاف اليها صفة ضعيفة ربما أقرب الى الدقة النظرية. وعندما يسمح البنك المركزي لعرض النقد بالتلاؤم الأنبي مع احتياجات المصارف وهي تحت تأثير عناصر خارجة عن سيطرته فهذه السياسة التكيفية، الأحتوائية، تدعم الاعتقاد بأن النقود متغير داخلي. لأن العملية تقاد بالتفاعل بين المصارف وقطاعات العوائل والأعمال تفاعلا محكوما ذاتيا

Autonomous ما يكفي في رأي البعض للقول بداخلية عرض النقد، بمعنى وجوب البحث عن محدداته في اليات العمل التلقائية للأسواق.

وعندما ينظر إلى النقود بأنها خارجية Exogenous في نموذج الاقتصاد الكلي فذلك لتحكم البنك المركزي بالأساس النقدي، واعتماد النقود على ذلك الأساس بنسبة ثابتة، يعبر عنها المضاعف النقدي. ويستطيع البنك المركزي التحكم بزيادة أو إنقاص صافي الائتمان المحلي في ميزانيته أو حتى تغيير نسب الاحتياطات الإلزامية على الودائع التي في حوزة المصارف. لكن هذه الصلاحية لا تكفي لوحدها لوصف النقود بأنها خارجية إلا في حالة تغيير البنك المركزي للأساس النقدي باستقلال وليس استجابة لتغيرات الدخل، الفائدة، ميزان المدفوعات، أو الأسعار.

وثمة مسألة أخرى مهمة تتمثل في عجز الموازنة العامة الذي يعتمد على الضرائب وحجم الأنفاق وهذه المتغيرات ليست طيبة بيد السياسة المالية ذاتها دون البنك المركزي. ويضطر الأخير، أحيانا، لشراء المزيد من أوراق الدين الحكومي في حالة عجز الموازنة العامة للحفاظ على سعر الفائدة ضمن المدى الذي يناسب السياسة النقدية، ما يعني عملية خلق للنقود انطلقت بدايتها من المالية العامة. أما عند تمويل العجز بتدفقات رأسمالية خارجية، أي يشتري الأجانب إصدارات الدين الحكومي، يزداد الطلب على العملة المحلية عبر مبادلتها بالعملة الأجنبية، ويرتفع صافي الموجودات الأجنبية أي الاحتياطات الدولية للبنك المركزي فيزداد الأساس النقدي ثم عرض النقد. وحتى إذا أصدرت الحكومة أوراق دين بالعملة الأجنبية فسوف تبادل العملة الأجنبية الداخلة بالعملة المحلية وتنتهي العملية بزيادة صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي، وبهذا انتقل التأثير إلى الأساس النقدي ثم عرض النقد. بتعبير آخر إن النظام الاقتصادي بطبيعته لا يسمح باستقلال العمليات النقدية عن المالية العامة.

لقد حظي النقاش حول هل ان النقود متغير داخلي Endogenous أو خارجي Exogenous باهتمام وافر لصلتها بالتحقق من اتجاه السببية من الدخل والأسعار إلى النقود أم بالعكس. وذلك إلى جانب أهميتها لمعرفة مدى قدرة السلطة النقدية في التأثير على عرض النقد. ويرى تيار النقوديين سبب التقلبات الدورية للاقتصاد في التذبذب بين التوسع والتقييد النقدي والمسؤولة عنه البنوك المركزية التي تتحكم بعرض النقد لذلك يُعد عرض النقد، في رأيهم، متغيرا خارجيا. ويستند موقف النقوديين إلى أبحاثهم التي بينت أو رجحت أسبقية التغيرات في كمية النقود على التغيرات الاسمية في النشاط الاقتصادي. بينما يرى كينزيون وآخرون أن تغيرات عرض النقد تتحدد داخليا بين قطاع الأعمال غير المالية والمصارف التجارية، وتأثير هذه الكيانات كبير بحيث يتضاءل معه عمل السياسة النقدية لمعاكسة التقلبات. وبالتالي فإن تغيرات عرض النقد استجابة سلبية Passive للطلب على النقود المولد عن النشاط الاقتصادي.

وينطوي دور الائتمان في خلق النقد على خاصية مجارة دورة الأعمال لأنه ينخفض زمن الفتنور والكساد و يرتفع زمن الانتعاش ( Karic, p 39 ). ولهذا تجد البنوك المركزية صعوبات في معاكسة الدورة بسياساتها النقدية. كما إن رغبة الجمهور الاحتفاظ بالعملة Cash يجعل المضاعف النقدي أقل مع نفس المقدار من الأساس النقدي. ولا يستبعد النقوديون التغذية العكسية من متغيرات النشاط الحقيقي على النقود وخاصة في خضم الدورات لكنهم يرونها ثانوية طالما يسيطر البنك المركزي على الأساس النقدي. ولا نجادل هذا الرأي بذاته كثيرا لكن، وكما سلف، يضطر البنك المركزي إلى تقبل إملاءات الطريقة التي يعمل بها النظام الاقتصادي ومن زاوية النظر هذه لم يعد مستقلا لتأكيد خارجية عرض النقد.

ولا يجوز إغفال انعكاس تغيرات ميزان المدفوعات في صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي ومنها في الأساس النقدي، خاصة مع ثبات سعر الصرف، وبذلك تؤثر تقلبات ميزان المدفوعات، مبدئيا وبثبات أثر العوامل الأخرى، في عرض النقد عند استقرار المضاعف النقدي. ولا يستطيع البنك المركزي، مباشرة على الأقل، تقرير وضع ميزان المدفوعات. ويرى بعض النقوديين، أيضا، إن عرض النقد في الاقتصاد المفتوح الذي يعتمد سعر الصرف الثابت داخلي، أي يصبح في هذا الصنف من الاقتصاد تابعا لمقتضيات

إدامة ثبات سعر الصرف، وبذا تفقد السلطات النقدية الوطنية السيطرة على عرض النقد في مثل هذا الوضع (Karic, P41). وهذه الخاصية مؤكدة للاقتصاد العراقي والدول ذات النظام النقدي المشابه (الباحث، الاقتصاد المالي الدولي والسياسة النقدية). وفي رأيهم إن التغيير في عرض النقد على المستوى الوطني يتحدد بوتيرة التوسع النقدي العالمي، ومن الصعب قبول هذه الأطروحة على إطلاقها. و نرى أن في نظام الاقتصاد المفتوح ( تجاريا ) وهو الاقتصاد الواقعي يحدد سعر الصرف الثابت حركة الاحتياطات الدولية للبنك المركزي، في ظل المستويات الجارية لعرض العملة الأجنبية والطلب عليها، ومن هذا الباب يتغير الأساس النقدي تبعا لحركة الاحتياطات الدولية ويصادر قدرة البنك المركزي على التحكم بعرض النقد، وهو حاصل في العراق. ومع الانفتاح المالي تظهر مشكلة العلاقة بين حركة سعر الفائدة وصافي التدفقات المالية الخارجية والتي تؤثر في الوفرة النسبية للعملة الأجنبية ومنها في الطلب على النقود ولا بد لعرض النقد أن يستجيب.

ولدى الكينزيين الجدد، مثل توبين وليدر، الطلب على النقود يحدد عرضها في الأمد القصير والطويل على حد سواء. ويرى بالي ان مفهوم النقود الداخلية يتركز حول الاقراض المصرفي في المقام الأول. وفي ظل قاعدة الذهب حيث الخزين الكلي منه معطى في أية لحظة لكن تخصيصه بين الاستخدام النقدي والوظائف الأخرى يحدد داخليا حسب كلفة الفرصة البديلة لاستعماله نقدا. وتتطوي استجابة البنوك المركزية على إشكالية عدم التمييز بين السيطرة وداخلية عرض النقود. فقد يستجيب البنك المركزي بزيادة عرض النقد لتلبية حاجة المصارف الى مزيد من الاحتياطات، أي شراء حوالات بحوزتها في مقابل النقود، فترتفع الاحتياطات الفائضة للمصارف وتمكنها من توسيع الائتمان بقدر ما تسمح به الاحتياطات الإضافية، وأيضا للحفاظ على أسعار الفائدة عند مستوياتها. لكن البنك المركزي لا يستطيع التحكم في بقية العمليات التي تؤدي الى عرض النقد الجديد، أي عمليات خلق النقود بالائتمان. وعندما تتوسع المصارف بالاقرض تتوقع من البنك المركزي المساندة والمجارة Accommodation وعلى فرض عدم الاستجابة يحصل انهيار.

ومن المفاهيم ذات الصلة في سياق النظرية النقدية الحديثة أن الصفقات تصنف الى عمودية Vertical و أفقية Horizontal. العمودية هي التي تجري بين القطاع الحكومي، وهو تعبير يشمل البنك المركزي والخزانة ( وزارة المالية)، والقطاع غير الحكومي. اما الأفقية فتعني ما يجري داخل القطاع غير الحكومي ما بين الأفراد والمنشآت، بما فيها المصرفية. وتدرج الصفقات الخاصة مع المتعاملين الأجانب، بيعا و شراء، ضمن الأفقية. وفيما بعد صار التصنيف يستعمل لآليات خلق النقد فإن كانت من البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة وإقراض المصارف سميت عمودية، ويلاحظ أنها بين القطاع الحكومي والخاص من الأول الى الثاني، أما مكاثرة النقود بالاقرض المصرفي الى القطاع الخاص فهذه أفقية. وعندما توصف عملية خلق النقود بأنها أفقية فيتضمن ذلك معنى الداخلية، وحينما تهيمن العمليات الأفقية على خلق النقود وتكون العمليات العمودية استجابة لها يتعذر، منطقيا، إدراج النقود في فئة الأسباب الابتدائية ولا تصنف ضمن ما يطلق عليه المتغيرات الخارجية.

أي عندما نكتشف أن النقود داخلية، من خلق النظام الاقتصادي، والبنك المركزي يستجيب فقط لمجاعة زيادة الطلب عليها، في هذه الحالة النقود ليست سببا بل نتيجة. وحتى عندما يقال التضخم ظاهرة نقدية، فهذا صحيح، لكنه لا يعين السبب الأول. وحتى مع التسليم بعدم استمرار المستوى العام للأسعار في الارتفاع دون تعزيز نقدي إذ لا يمكن لسرعة دوران النقود مواصلة التزايد بعد حد تتوقف عنده، تقررته تقنيات التبادل وأنظمة عمل المصارف وما افه الناس. ولا يفيد الإقرار بأن التضخم ظاهرة نقدية إمكانية السيطرة عليها بمعدل تغير يضمن ثبات الأسعار بمعرفة معدل نمو الناتج وسرعة دوران النقود ويتحقق ذلك دون خسارة اقتصادية. فهذه الشروط، بمجموعها، وهم كبير ليس بلا ثمن عندما تصرف الأذهان عن السبل الأكثر واقعية لخدمة أهداف الاستقرار والنمو والتشغيل والرفاه العام.

كما تقدم، تتلخص الصفقات الأفقية داخل القطاع الخاص في خلق الائتمان ومكاثرة النقود بتسلسل التعاقب بين قرض يتحول الى وديعة ثم إئتمان، بعد احتجاز الاحتياطات الإلزامية ... وهكذا. ولأن احتياطات المصارف قابلة للزيادة بالاقتراض، من سوق ما بين المصارف أو البنك المركزي، تقلل هذه الفرص من المعنى العملي لمفهوم المضاعف، إذ في هذا الحالة يتحكم حساب الأرباح و الخسائر بقرار المصرف في التوسع الائتماني من عدمه.

وتسمى النقود التي تخلق مصرفيا عبر عمليات الائتمان نقود من الداخل Inside Money بينما يطلق على الأساس النقدي، العملة في التداول والاحتياطات المصرفية نقود من الخارج Outside Money. والصنف الأول من النقود غير مستقر بطبيعته، حسب رأي منسكي، لأن المصارف تسعى الى تعظيم أرباحها ولذلك تتوسع بالإقراض طالما ينسجم هذا المسعى مع هدف تعظيم الأرباح. ورغم محاولة البنك المركزي الوقاية من عدم الاستقرار عبر عمليات توسيع أو تقليص الأساس النقدي لكن ذلك لا يكفي، كما تبين، لوصف النقود بأنها خارجية. وهذا التعبير، النقود من الداخل، يعني أنها من خلق القطاع الخاص، بما فيه المصارف، وليس البنك المركزي والحكومة. ومن زاوية محاسبية فإن هذه الأصول المالية، النقود من الداخل، في حوزة القطاع الخاص هي في ذات الوقت مطلوبات عليه. فالودائع التي هي أصول في ميزانيات الشركات والعوائل تظهر في الميزانيات العمومية للمصارف في جانب المطلوبات. وصافي الاستحقاق Net Worth وهو الأصول ناقصا المطلوبات للقطاع الخاص بأكمله مقداره صفر. أما نقود البنك المركزي، الأساس النقدي، أي العملة في التداول واحتياطات المصارف فهي أصول للقطاع الخاص ومطلوبات على جهة في القطاع العام و تمثل صافي استحقاق له ولذلك تسمى النقود الخارجية Outside Money. ويتمثل المصدر الآخر لداخلية النقود في قيد الموازنة الحكومية:

$$D = G - T + iB = dB + dM$$

حيث D العجز، G الأنفاق الحكومي، T الضرائب، i سعر الفائدة، B رصيد الدين الحكومي، dB زيادة المديونية، dM زيادة الأساس النقدي. وهذه المتطابقة تبين أن تأثير العجز في عرض النقد يعتمد على مدى إسهام البنك المركزي في تمويله. وأكدت الكينزية الجديدة، ضمن التيار الرسمي، على قناة الائتمان ومن جانب المصارف التجارية عبر إدارة الموجودات والإحلال فيما بين عناصرها بتفاعل مع الميزانية العمومية لمنشآت الأعمال [3]. وتؤثر قناة الائتمان بالدرجة الأولى في الاستثمار ومنه الى الانتاج، بمعنى أهمية الخلق الأفقي للنقود من داخل القطاع الخاص. وبذلك يتحدد عرض النقد داخليا ضمن النظام الاقتصادي وبدوافع حاجة الاقتصاد بنطاقه الواسع للائتمان. والمرتكز الأساس لهذه المقاربات إن البنوك المركزية تسيطر على أسعار الفائدة وليس عرض النقود وهو ما تؤكد ملاحظة العمل الفعلي لعدد من البنوك المركزية في العالم التي تدير أسعار الفائدة وليست المجاميع النقدية. بل نضيف إن هذه الممارسة أصبحت شائعة في الوقت الحاضر، وقد زاول البنك المركزي الأوروبي العمل على الفائدة وكمية النقود معا لكن تقييم ذلك المنهج أفضى إلى عدم جدوى اعتماد كمية النقود الى جانب سعر الفائدة. ويذكر ان المجارة والاحتواء المسبق أو العرض النقدي الأفقي، أي من المصارف إلى قطاع الأعمال من ضمن توجهات هذه المدرسة. والتي تقوم على أرجحية الاستجابة لحاجة منشآت الأعمال للقروض، أو احتياجات زيادة الطلب الكلي الذي ينوب عنه طلب القروض.

ولا ينفي من يعتقد بخارجية النقود، وكونها منطلقا لعلاقات سببية، أن الميل للإيداع والطلب على الائتمان يتحددان بأحوال السوق وخصائص الوحدات الاقتصادية. وتشتت هذه الرؤية استقرار دالة الطلب على النقود (Haghighat, p 62) والذي يسمح بسياسة نقدية فعالة للسيطرة على الطلب الكلي الذي يساوي الناتج الوطني النقدي عند التوازن. وتتضمن هذه الرؤية، النقودية، إن عرض النقد هو أداة السياسة ومنطلق الية البث Transmission Mechanism.

أما خط البنيوية Structuralism فينطلق من آراء منسكي ويقر بدور الكيانات الاقتصادية ومنشآت الأعمال، لكن البنك المركزي له الدور الرئيسي، ومعه المصارف التجارية، في تلبية الاحتياجات الاضافية

من الاحتياطات أولاً، ولا يعارض هذا المنحى في التحليل اتجاه العلاقة السببية من النقود الى الدخل. والذي يوصف بتفضيل السيولة فيؤكد دور تفضيلات القطاع العائلي والجهات الأخرى التي تظهر ودائعها في جانب المطلوبات للميزانيات العمومية للمصارف. فهي التي تمكن الأخيرة من الاستجابة للطلب على الائتمان إضافة على عنصر مهم آخر يتمثل في إدارة المصارف لموجوداتها.

وعلى سبيل المثال، وفي اقتصاد نفطي، توصلت إحدى الدراسات من بيانات إيران السنوية وللمدة من 1968 الى 2009، باستخدام اختبارات الجذر الأحادي Unit Root واسلوب التكامل المشترك Co-integration واختبار غرانجر granger Test، إن الاتجاه الأرجح إحصائياً للسببية يتجه من الاقراض المصرفي الى كل من: الأساس النقدي، والمضاعف النقدي، وعرض النقد؛ ومن عرض النقد الى الدخل ( Haghghat, PP72-74 ). وفي العراق وإن لم تسمح البيانات، بعد، باختبارات للسببية ذات نتائج واضحة ومستقرة لكن العملة الأجنبية والأنفاق الحكومي وتمويله، هذه العوامل، تتحكم بالظاهرة النقدية وعلى مختلف أبعادها.

لقد ساعد نموذج تدفق الأموال على فهم أعمق لآليات خلق النقد في سياق ترجيح مفهوم النقود ذات الأساس الائتماني، بديلاً عن الفهم النيوكلاسيكي، بأنها معطاة تحددها السلطة النقدية. وذلك لأن هذا النموذج يتابع سلسلة المقبوضات والمدفوعات عبر القطاعات وفائض السيولة وشحتها ويسلط أضواء كاشفة على دور النقود والمصارف. وهو نموذج يكامل القطاعين الحقيقي والنقدي ويستند الى حسابات قطاعات العوائل، والأعمال والحكومة في المجرى الاعتيادي للصفقات.

ويعود الفضل الى كوبلاند الذي بدأ اقتراح هذا النموذج مستعيراً فكرة دورة الكهرباء. ويناسب هذا التصور ما يجري فعلاً في يوميات المحاسبة ذات القيد المزدوج. لأن إظهار الصفقة دائنة في حساب معين يقتضي في نفس الوقت جعلها مدينة بنفس المبلغ لحساب آخر. وبذلك لا يوجد تفاوت زمني بين العرض والطلب للأموال المتدفقة مثلما لا يوجد فاصل بين العرض والطلب في الكهرباء.

## نظريات سعر الفائدة منذ العهد الكلاسيكي

### الفائدة في توليد وتوزيع القيمة

الفائدة التي أصبحت من بين العناصر التي يقوم عليها النظام الاقتصادي في العالم تثير، في نفس الوقت، الكثير من المشكلات والتساؤلات الفلسفية والأخلاقية والدينية، في منشأ الدخل، موضوعياً وشرعياً. و محددات السعر في الية النظام الاقتصادي المعاصر ودوره في الطلب على النقود والنشاط الاقتصادي الحقيقي وبالعلاقة مع سعر الصرف والتضخم. وهي القناة الرئيسية للبحث النقدي الذي تشتغل عليه السياسة النقدية المعاصرة. ويتناول هذا المبحث مقدمات ضرورية لما سيأتي من أبحاث هذا الكتاب. ولا تسمح طبيعة الفائدة وشبكة علاقاتها بتجنب التداخل والعودة المتكررة للمقدمات، وهكذا يستمر سعر الفائدة إلى نهاية المطاف.

ولا يوجد لحد الآن تمييز قاطع بينها وبين مفهوم الربا الذي حرمه القرآن الكريم. ويفهم من (Zarlenga) أن الكنيسة في أوروبا الغربية، وربما تحت ضغوط، تسامحت في التمييز بينها وبين الربا تدريجياً، والديانة اليهودية في أصلها لا تجيزه بين أتباعها. ويذكر أن أرسطو قد شجب الربا بقوة منطلقاً من عقم النقود التي لا تلد نقوداً مثلها. وتعارفت الحضارات القديمة في بلاد سومر وأشور ومصر الفرعونية على ربا القروض التي كانت في الأساس حبوباً ومواشي. بدعوى أن الحبة تُزرع لتنتج حبوباً أكثر والحيوانات تلد، ولذلك في اللغة السومرية (ibid) تستخدم نفس كلمة العجل، ماس، لما نسميه الفائدة. وكانت تلك القروض تسدد بنفس النوع، وربما تداخل مفهوم القرض مع أشكال أخرى من العقود تندرج ضمن المشاركة بين ممول ومنتج أو

تاجر. وعندما دخلت النقود، والقروض أكثرها للزراعة والتي تخضع لدورات رخص الانتاج مع الفائض أو فشل الموسم، لجفاف أو فيضانات أو آفات، كان يتعرض المقترضون إلى كوارث قد يخسرون حريتهم إذ يبيعهم المقرض عبدا سادا لدينه، ومن تلك الوقائع كان الربا بغيضا مدانا. وعمدت الشرائع القديمة إلى وضع حدود عليا له ويذكر أن حمورابي جعل حدّه الأعلى الثلث. وفي القانون الروماني 12.5 بالمائة، وخفضه جوستنيان في القرن السادس إلى ما بين 4 إلى 8 بالمائة. وبقيت الولايات المتحدة الأمريكية تضع حدا أعلى له حتى بداية الثمانينات وفي العراق الحديث حتى عام 2004.

وفي إطار نظرية القيمة، في الاقتصاد، لم ينته البحث والجدل حول منشأ هذا الدخل الذي يسمى الفائدة. ونفهم ان الفائدة عند آدم سميث (Cenceni p170) هي الربح أي الزيادة فوق القيمة المستعادة لرأس المال التشغيلي. وعند ريكاردو تفسر بزمّن التخلي عن جزء من الدخل لفترة معينة. وهي مكافأة للمجتمع على التراكم، في لغة ادارة الانتاج المعاصرة هي فترة الانتاج. وبهذا يقترب ريكاردو من مفاضة الحاضر بالمستقبل، او التفضيل الزمني، ولكن يبقى اصل الفائدة في خلق القيمة يعوزه الوضوح. فعند الكلاسيك القيمة خاصة جوهرية في الأشياء المنتجة مضمونها وقت العمل أو العمل ومدخلات أخرى. ومع اعتراف الكلاسيك بالقيمة التبادلية لكن القيمة لا تعتمد على الأسواق، والقيمة ليست مساوية للسعر في أصلها أي انهما حقيقتان متميزتان. وفي التفكير الريكاردو العمل هو المحدد الجوهرية لما تستحقه السلعة المنتجة. وعندهم الأسعار في الامد البعيد تعينها التكاليف التي تسمى في كتاب ثروة الأمم الأسعار الطبيعية. ويشكل العمل، على الأغلب، جوهر القيمة عند الكلاسيك. يسميه آدم سميث العمل المطلوب لإنتاج السلعة Labor Commanded Value. وميز ماركس بين القيمة الاستعمالية، ما تقدمه السلعة لمن يشتريها، والقيمة التبادلية وهي ما يطلبه بائع السلعة من وقت عمل عوضا عنها، وقيمتها وقت العمل الضروري اجتماعيا لإنتاجها، واجتماعيا هنا تُحيل الى التكنولوجيا والتنظيم السائدان في النطاق المكاني للتبادل.

ولقد كان اهتمام التنظير الكلاسيكي في صلب الموضوع لفهم العمليات الاقتصادية ذاتها، مع وضوح الفحوى الاجتماعية والسياسية للتكوين الاقتصادي الذي أخذت أبعاده تتضح بعد الثورة الصناعية. ولا شك أن معيار القيمة الذي يتردد بين الجهد البشري لخلق الأشياء المادية النافعة، ومقاييس ذلك الجهد، من جهة، وتلك الأشياء النافعة بذاتها من جهة أخرى، كان مهما عندهم وهم على حق.

كما أن توزيع ثمار العمليات الاقتصادية على أسس تنسجم مع الحقائق الموضوعية وترضي ضمائرهم كان همًا يستولي عليهم . لكن جهدهم النظري لم ينته إلى وضوح بشأن توزيع ما نسميه اليوم فائض العمليات بين الربح والفائدة، وهو المتوقع لما يكتنف هذا الموضوع من تعقيدات نظرية ومضامين طبقية شائكة. وأيضا، دور الأسعار في توزيع القيمة المضافة الكلية، الدخل، بين قطاعات ووحدات النشاط الاقتصادي. وتغيرت اتجاهات البحث في المنهج النيوكلاسيكي عند النظر إلى قيمة السلعة شيئا أو خدمة، ليست سوى سعرها المحدد في أسواق المنافسة التامة. بل تساوي الكثير من الكتابات النيوكلاسيكية بين قيمة الشيء وسعره بغض النظر عن التنافسية، المهم وجود السوق وبدونه ليست ثمة قيمة، وحتى في ظل الاحتكار طلب السوق يحدد السعر عند الكمية التي يختارها المحتكر (Desai , p 1).

وقد يفهم البعض التساؤل هل أن المال المقترض أو رأس المال الموظف مشارك في خلق القيمة أم يستحوذ على جزء منها لأسباب مؤسسية هو فلسفي لا يسهم في تعميق فهمنا لعمل النظام الاقتصادي. من الطبيعي عند القول ان وقت العمل بالذات هو القيمة فان الانتاجية والانتاجية الحدية والقيمة النقدية للإنتاجية الحدية لا تفسر الفائدة ولا تبرر التوزيع السائد بين اطراف العملية الانتاجية. إن عملية إنتاج القيم وتبادلها حظيت ببحث مستفيض، وإن لم يكتمل بعد، ومن المعلوم أن العمل البشري ينخرط في العملية الانتاجية مع أصول عينية متراكمة من عمليات إنتاج سابقة، رأس المال المادي، تستخدم لخلق القيم الجديدة، على أرض مع مواد أولية وخدمات وتسهيلات من بناء تحتي مادي ومؤسسي. والمشكلة لا زالت في توزيع الناتج بين العمل وحائزي العناصر الأخرى.

تبعاً لرأي wicksell تعزى القيمة للعمل والطبيعة لا غير ولكن عندما تستخدمان لمدة اطول تكون انتاجيتهما اعلى، وهكذا يُفهم تراكم رأس المال ومن هنا تأتي الفائدة. أي أن الادخار يحوّل العمل والأرض، في نظره، إلى رأس مال. ويفسر استثمارهما في الانتاج مرورهما غير القابل للانعكاس من رأس مال تشغيلي الى رأس مال ثابت. وسعر الفائدة على هذا الأساس مكافأة على تحويل رأس المال الى سلع أدواته بمعنى أدوات انتاج. اما الاقراض للمستهلكين فان الفائدة عليه، تبقى خارج العملية الانتاجية، و هي تمثل تنازلاً عن جزء من دخل المقترضين الى المقرضين وليست دخلاً صافياً .

كلفة الفرصة البديلة تبدو أكثر إقناعاً، من الزاوية الاقتصادية دون الشرعية، والعائد على رأس المال كلفة فرصة بديلة. وهنا لا بد من التمييز، المهمل أو المسكوت عنه، بين القيمة المضافة عدا تعويضات المشتغلين، والعائد على رأس المال الذي هو جزء من ذلك الفائض عن كلفة العمل. ويتطلب انخراط وحدة إنتاجية جديدة في الانتاج وضع مبلغ من المال لتغطية الأنفاق على العمل والمستلزمات لحين اكتمال دورة الانتاج وبيع المنتجات، ويُعدّ التخلي عن دخل قابل للاستهلاك خلال تلك الفترة من شروط الانتاج. إلى جانب ذلك توجد الأصول الثابتة التي أنفق عليها ولا تستعاد قيمتها إلا بعد عدة دورات إنتاجية. وهذه من الحقائق الاقتصادية التقنية المستقلة عن جهة التمويل ومن يضطلع بالمخاطرة الاستثمارية، طالما توجد أموال أنفقت تستعاد في المستقبل ولا يرضى الأطراف ذوي العلاقة مجرد استعادتها دون زيادة.

### التصور الكلاسيكي لسعر الفائدة

طالما يمكن توظيف القرض لتمويل حيازة رأس المال في النطاق الانتاجي، صار مألوفاً تفسير سعر الفائدة بالربح ضمن الأوساط التي ترى ان رأس المال من عوامل إنتاج القيمة المضافة على المدخلات الوسيطة والاندثار. أما عند النظر الى العمل مُنتجاً وحيداً للقيمة المضافة ( ريكاردو، ماركس، الريكارديون الجدد ...) فإن الأرباح، والفوائد تبعاً لذلك، مقتطعة من قيمة انتجها العمل ولذا تفسر مؤسسياً بحقوق الملكية وموازن قوى إجتماعية - سياسية وأعراف وتقاليد إستقرت في أنماط سلوك راسخة تبدو وكأنها قوانين طبيعية منبثقة عن العلاقات التقنية الضرورية للإنتاج.

من حق المقرض، عند آدم سمث، استلام مدفوعات فائدة لأنه يُمكن صاحب العمل، المنظم، من الربح، وهو فهم معياري يبدو مستقلاً عن نظرية آدم سمث في القيمة، وقد أشار الى ان مدفوعات الفائدة ثابتة وعند انخفاض الربح دونها يضطر المقرض الى تسديد الفرق من مصدر آخر. ويمكن فهم جملة سمث الأخيرة بمثابة تحفظ إذ تنطوي العلاقة بين المقرض، صاحب المال والمقرض، صاحب العمل، على عدم إتساق طالما يتحمل عبئ المخاطر طرف واحد ( Becirovic,2011 ).

يرى آدم سمث ان معدل الربح في تقلب دائم ويصعب تقديره بيد ان التقريب المقنع له هو سعر الفائدة يتحركان معاً، لكنهما لا يتساويان عنده بل يتصور ان الأول ضعف الثاني على الدين واطى المخاطر. ولذا استدل على تناقص معدل الربح من ميل سعر الفائدة، او العائد، على السند الحكومي البريطاني الى التناقص الذي أظهرته البيانات واضحاً بين عامي 1700 و 1770. وقد إقترح على الحكومة عدم ترك عرض النقد للمصارف الخاصة إذ لا بد من سيطرة حكومية بشكل ما، وايضاً وضع ضوابط لسعر الفائدة بعض الأحيان. واتجه التنظير الاقتصادي، فيما بعد، الى التعرف على المساواة بين سعر الفائدة ومعدل

الربح عند التوازن او بلغة الكلاسيك عند تطابق الأسعار الطبيعية مع الفعلية. لكن تلك المساواة تثير تساؤل حول عائد التنظيم او مكسب المنظم Entrepreneur وقد اثار مارشال، لاحقا، وهو من البارزين في منهج التحليل النيوكلاسيكي مثل هذا التساؤل.

لقد ورد في سياق مقارنة ريكاردو بين الأفتراض وفرض الضريبة ان توقع ارتفاع سعر الفائدة بالاقتراض الحكومي يزيح الاستثمار عن القطاع الخاص، بمعنى ان إقراض الحكومة إقتطاع من الادخار الخاص الذي كان بخلاف ذلك يتجه الى الاستثمار. وقد توافق الكثير من مراجعي التفكير الاقتصادي الكلاسيكي بعدم وجود نظرية لديهم لتحديد مستوى الدخل سوى قبولهم لمبدأ ساي ان العرض يولد طلبا يستوعبه، ويقبل ريكاردو، افتراض حصول فائض عرض في نطاق جزئي من الاقتصاد وعلى نحو مؤقت . لكن مالثوس يغير الكلاسيك إذ يقترن عنده انخفاض الأجور بزيادة السكان وتؤدي زيادة الأرباح التي تستثمر في الإضافة إلى رأس المال وبالتالي الطاقة الانتاجية، وفي نفس الوقت ينخفض الطلب، يعني ان نقص الطلب عند مالثوس سببه توزيع الدخل وكذلك لدى ماركس.

ترسخت المقاربة الكلاسيكية لسعر الفائدة بإسهام العديد من رواد التنظير الاقتصادي وهي حقيقية تتحدد في سوق السلع، بالتوازن بين عرض الادخار والطلب على الاستثمار. ويسمى المستوى التوازني لسعر الفائدة الحقيقي سعر الفائدة الطبيعي Natural Rate of Interest. ويكون الأخير عند المستوى التوازني بين الادخار والاستثمار و بين العرض الكلي والطلب الكلي. وذلك ينبثق عن تعريف الادخار، وهو الجزء الذي لا يستهلك من الدخل، والاستثمار بصفته مجموع السلع غير الاستهلاكية. إذن سعر الفائدة الحقيقي ويتعين في النطاق السلعي بعوامل حقيقية هي الامتناع عن الاستهلاك، وإنتاجية رأس المال او عائدة الحدي أو معدل الربح الى رأس المال. ولأن العائد الحدي لرأس المال متناقص يكون الطلب على الاستثمار دالة متناقصة بسعر الفائدة. إذ عندما يرتفع سعر الفائدة يصبح معدل الربح المنتظر من رأس المال لعدد من المشاريع دون سعر الفائدة الجديد. وعندما ينخفض يمكن إضافة مشاريع اصبح معدل العائد على راس المال فيها أعلى من سعر الفائدة. أما الادخار فهو دالة متصاعدة مع سعر الفائدة طالما يتزايد استعداد الناس لتأجيل الاستهلاك أي تخصيص جزء إضافي من الدخل للادخار مع ارتفاع سعر الفائدة. الادخار عرض والاستثمار طلب على نفس المجموعة السلعية منظورا إليها من وجهين. وسعر الفائدة الطبيعي هو سعر الاستثمار بمعنى كلفة استخدام وحدة واحدة من الدخل أضيفت الى الأصول الرأسمالية لمدة سنة ، وهو في نفس الوقت سعر الادخار أي عائد أو عوض عن تأجيل الاستهلاك لمدة سنة. لكن السبب الأساس لتحديد سعر الفائدة، عند الكلاسيك، يتمثل في العائد الحقيقي على رأس المال، وليس التقدير الذاتي أو العامل السيكولوجي لمقايضة الحاضر بالمستقبل. ماركس يرفض مفهوم سعر الفائدة الطبيعي بمعنى الذي يكون عند التوازن بين العرض الكلي والطلب الكلي ، إذ عنده يختلف سعر الفائدة عن نسبة الربح أو الاجر، وكينز كان أيضا مترددا حول قبول فكرة سعر الفائدة الطبيعي وهو أقرب الى موقف ماركس في هذا. ومع ذلك ثمة نموذج شائع لسعر الفائدة بالعلاقة بين الادخار والاستثمار. حسب الفهم الكلاسيكي يتحدد سعر الفائدة بعيد الامد في القطاع الحقيقي عند التوازن بين الاستثمار الذي يرتبط عكسيا مع سعر الفائدة والادخار الذي يتزايد طرديا معها. ويتضمن هذا التصور تزايد حجم الاستثمار لحين التعادل بين معدل العائد وسعر الفائدة وعند ذاك يتساوى الاستثمار مع الادخار، وكما يلي:

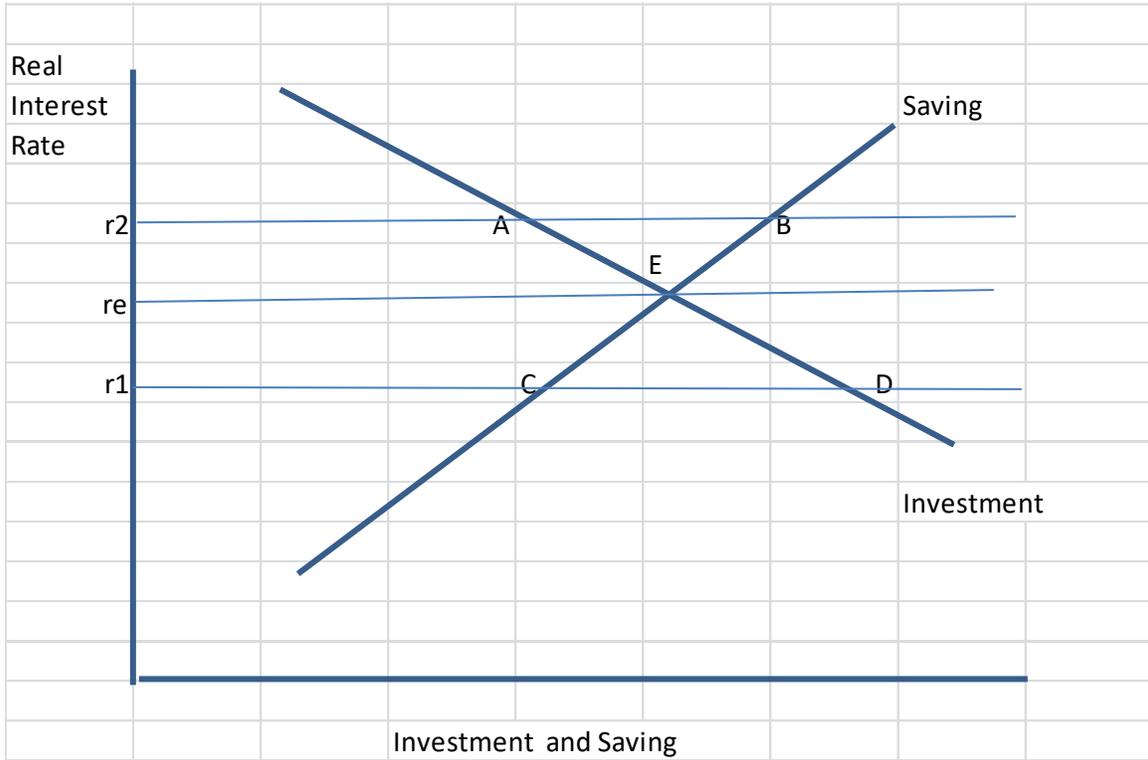
الادخار S والاستثمار I كلاهما دالة بسعر الفائدة r ويكتب شرط التوازن:

$$I(r) = S(r)$$

ويعرض الشكل رقم (3) دوال الاستثمار والادخار وآلية التعديل Adjustment للوصول الى التوازن. إزاء سعر الفائدة  $r_1$  الادخار عند النقطة C أقل من الاستثمار عند النقطة D والفارق تبينه المسافة الأفقية بينهما. وإرتفع سعر الفائدة إلى  $r_2$  فصار الادخار أكبر من الاستثمار بالمسافة بين A و B. وتبين النقطة E التوازن الذي يستتب مع سعر الفائدة الطبيعي  $r_e$ ، ويتصور الكلاسيك ان سعر الفائدة الحقيقي يتحرك تلقائيا لضمان توازن سوق السلع.

### الشكل رقم (3)

سعر الفائدة الحقيقي عند الكلاسيك



المصدر: إعداد الباحث.

لكن، لا يستنتج من ملاحظة تصرف الأفراد بالدخل ان الفائدة هي سبب الادخار، الامتناع عن الاستهلاك، فالكثير منهم يدخر ولا يُفرض ولا يستثمر ما ادخر. ويرى كينز ان الادخار يعتمد على الدخل ولا أثر يعتد به لسعر الفائدة. ويدخر الأفراد تحوطا للمستقبل وربما لتغطية الاستهلاك في سنوات الشيخوخة وهو ما ذهب اليه مودغلياني في نموذج المعروف ادخار دورة الحياة. وميلتون فريدمان في سياق الإطار المفاهيمي للدخل الدائم يفترض ان الاستهلاك يعتمد على متوسط الدخل المتوقع ولذا يكون المسار الزمني للاستهلاك ممهدا وتكون نسبة الادخار عالية من الزيادات الطارئة في الدخل. والادخار سلوك مغروس في طباع البشر. ولم تظهر علاقة موجبة ويعتد بها إحصائيا بين سعر الفائدة الحقيقي ونسبة إجمالي الادخار الى الناتج المحلي الاجمالي من البيانات الدولية المجمع، دول وسلاسل زمنية، للمدة 1976 – 2019. بل

كان الارتباط سالبا منخفضا (0.124) بمعنوية إحصائية عالية، وقد يفسر هذا الارتباط العكسي بأن انخفاض الادخار يرفع سعر الفائدة؛ وكان ارتباط متغير الادخار، بالتعريف أنفاً، مع متوسط الناتج المحلي الاجمالي للفرد موجبا 0.152 وبمعنوية إحصائية عالية، لنفس الدول والسنوات حسب توفر البيانات.

من البيانات الفصلية للولايات المتحدة الأمريكية بين يناير، كانون الثاني، 1960 والشهر المماثل من عام 2020، بين تحليل الارتباط بين الميل للادخار، من الدخل الشخصي الممكن التصرف به، وسعر فائدة الأموال الفدرالية Federal Funds Rate النتائج التالية:

الارتباط بين سعر الفائدة الأسمى والميل للادخار 0.434 ومستوى الدلالة 0.000 ؛ وبين سعر الفائدة الحقيقي والميل للادخار 0.143 ومستوى الدلالة 0.026 . والارتباط بين منسوب سعر الفائدة الاسمي، الى مستوى الفصل السابق، والميل للادخار قريب من الصفر وليست له أية إعتمادية إحصائية؛ والارتباط بين الميل للادخار ومنسوب سعر الفائدة الحقيقي، إلى مستوى الفصل السابق، 0.134 ومستوى الدلالة 0.038 وبذا لا تستبعد فاعلية سعر الفائدة في تحديد الادخار إضافة الى متغير الدخل.

سعر الفائدة والانتاجية الحديدية لرأس المال او سعر خدماته:

يعيد التحليل الحدي، الذي ظهر أواخر القرن التاسع عشر، عرض قضايا الاقتصاد على أنها مسألة قرار تتخذها الكائنات العقلانية بالمقارنة بين وحدات إضافية من التكاليف، الأضرار أو قيمة موارد أو خسارة فرصة في رفاه عاجل، مع وحدات إضافية من المنافع، العوائد أو الطيبات، للوصول في النهاية إلى نقطة حيث لا توجد بعدها فرصة لزيادة المنافع الصافية وتلك اللحظة تعرف التوازن.

و يتضمن هذا التحليل، فكرة الإحلال الحدي بين الاستخدامات البديلة لنفس المورد وصولاً إلى تعظيم المكاسب الصافية. وأيضاً يفترض التحليل الحدي خضوع القرار إلى قيد، أو قيود، الموارد أي أن الاستثمار المقيد قوام التحليل الحدي. وأصبح الاستثمار المقيد الذي جاءت به الطريقة الحديدية الأداة الرئيسية بل ربما الوحيدة للمدرسة النيوكلاسيكية التي نهضت بديلاً عن النهج الكلاسيكي لتضفي سيماء الإحكام والصفة العلمية على الشكل الذي تقترحه للمعرفة الاقتصادية.

ظهرت نظرية جون بيتس كلارك (Clark) عام 1909 وبدء بحثه في أصل الفائدة، من المسائل التي طرحها Bohm- Bawerk في "النظرية الوضعية لرأس المال"، وهما هل إن الفائدة ينتجها رأس المال أم غير ذلك، وأصلاً هل ينظر إلى رأس المال بأنه صرة أموال تمثل عاملاً دائماً من عوامل الإنتاج، أم السلع التي يتجسد ذلك المال فيها. ولماذا يخلق ويديم، ذلك المبلغ من المال لمالكه، دخلاً بنسبة معينة من المال نفسه. ويرفض كلارك تفسير الفائدة بالزمن وامتداد مسار عملية الإنتاج من المدخلات إلى المنتج النهائي. وكلارك هو الذي أرسى مبدا ان الفائدة هي قيمة الانتاجية الحديدية لرأس المال ، كما ان الأجر قيمة الانتاجية الحديدية للعمل.

ويفسر النيوكلاسيك، التيار الرئيس، حصة مالكي رأس المال من الناتج بأنه سعر لخدمات رأس المال يتطابق مع إنتاجيته الحديدية التي تعتمد على كمية رأس المال المستخدم. والأخير يتراكم تدريجياً وتكون كمية الاستثمار الجديد عندما يتساوى السعر الذي يعرضه المستثمرون لخدمات رأس المال مع المكافأة التي يطلبها المدخرون. وبما أن رأس المال يتزايد مع الزمن ينخفض العائد الحدي لرأس المال وكذلك سعر خدماته التي يعرضها المستثمرون للمدخرين. وبذلك يتساقط مفهوم الانتاجية الحديدية لرأس المال وسعر خدماته مع الذرة النسبية التي هي أساس تحديد الأسعار النسبية في عملية تبادل السلع.

وفي المفردات المتداولة، هنا، سعر رأس المال يقصد منه سعر خدمات رأس المال في الإنتاج وهو العائد على رأس المال والذي يتطابق، في هذا التنظير عادة، مع سعر الفائدة. ومثلما أن سعر السلعة يطابق عندهم

كلفتها الاقتصادية، كلفة عناصر إنتاجها، كذلك يمثل عائد رأس المال الكلفة الاقتصادية لخدماته، وكأنه الأصل الذي يفسر سعر الفائدة ويبرره. وهو، أي سعر الفائدة، سعر الأموال المعدة للإقراض ( Loanable Funds) الذي يدفعه المقترض ويستلمه المقرض. والمشكلة في هذا النموذج والتي درج الاقتصاد الأكاديمي، في الغالب، على التغاضي عنها اختفاء مفهوم الربح وهو الهامش الذي يتحقق للصناعي، منظم الإنتاج، على التكاليف وماذا عساه أن يكسب عن إدارته للعملية.

ولا يوجد حل لهذا الأشكال النظري، إلا عندما يكون متوسط العائد على رأس المال أعلى من العائد الحدي الذي يساوي سعر الفائدة. وبخلاف ذلك يتطابق مفهوم وسائل الإنتاج مع مبلغ التمويل ناهيك عن مشكلات أخرى منها ثمن مخاطرة الاستثمار، والتي أجاز مارشال للمستثمر عوضا عنها علاوة فوق سعر الفائدة التي يتقاضاها المقرض، أي المدخر. وتلك المقاربات النظرية، بما فيها معالجة مارشال، لا تنسجم تماما مع النظر إلى التنظيم بأنه عامل مستقل من عوامل الإنتاج وبالتالي لا بد من عائد لهذا العامل. لكن التنظيم لا يطاوع التحليل الحدي بالانقسام إلى عدد لا نهائي من الوحدات الصغيرة لأنه ألصق بوحدة الكيان ورب العمل.

ويمكن لمن يتبنى المنهج النيوكلاسيكي القول ان تفسير توزيع الدخل على العناصر المرتبطة بالعملية الانتاجية: العمل، والتنظيم، والتمويل، والأرض، وسواها بالتجزئة أو الإضافة مهمة مستقلة عن النظر في أصل القيمة. وبالتالي عندما يقال في التنظير النيوكلاسيكي ان عوائد عناصر الإنتاج تمثل قيمة الانتاجية الحدية لتلك العناصر هي محاولة لبيان الية توزيع القيمة وليس موقفا منها بذاتها. وان دوال الإنتاج تشرح هندسة الإنتاج على المستوى التجريدي. ومن المنطقي ان تنسجم تلك الهندسة مع توزيع نتائج العملية في نظام اجتماعي معين والا كيف يعاد انتاج النظام. فهل يمكن تناول هذه الأطروحة جديا بان نظرية الإنتاج والتوزيع النيوكلاسيكية ليست بديلا ناقضا لنظرية القيمة الكلاسيكية، او أية نظرية أخرى ومنها مثلا القول بان القيمة مصدرها العمل أو هو والموارد الطبيعية الصرف أو غير ذلك، وهو مبحث آخر.

أثار نقاد نظرية الانتاجية الحدية لرأس المال لتحديد سعر الفائدة مشكلة تقييم خزين Stock رأس المال ذاته، إذ طالما تعتمد الأسعار على التكاليف لذلك تتغير بنيتها عندما يتغير توزيع القيمة المضافة التي يسميها بعضهم فائض، على المدخلات عدا العمل، (Grieve , p 145) . وهكذا يدخل مفهوم العائد على رأس المال في دوران، لمعرفة قيمة رأس المال لأبد من معرفة العائد ومعدل العائد يقتضي معرفة قيمة رأس المال أي قيمة الأصول الموظفة في العملية الانتاجية. وفي واقع الحال هذه المشكلة نظرية لأنه توجد أسعار لمكونات الأصول العينية وتحسب تكاليف المشروع ورأس المال التشغيلي قبل الانخراط الفعلي في العملية الانتاجية.

ويمكن تقييم رأس المال بصافي العوائد التشغيلية لسنوات عمره الانتاجي مخصومة بسعر الفائدة آنف الذكر. ولا تتساوى القيمة تلك مع كلفة الاستبدال إلا في المشروع الحدي حيث يتعادل سعر الخصم مع معدل العائد الداخلي. لكن هذا الفهم بعيد عن النموذج النيوكلاسيكي لدالة الإنتاج ومفهوم الانتاجية الحدية لرأس المال بموجبها. بتعبير آخر إن نحض التنظير النيوكلاسيكي لتحديد سعر الفائدة لا ينفي، منطقياً على الأقل، الصلة بين سعر الفائدة، سعر التوازن في سوق الأموال، والعائد على رأس المال الموظف في القطاع الحقيقي . ويلاحظ تفاوت سعر الفائدة الحقيقي، الذي تظهره البيانات زمنيا وفيما بين البلدان، بمديات واسعا لا ينسجم مع وجود آلية لتحديده باستقلال عن سعر الفائدة الاسمي. كما أن اعتماد قيمة رأس المال على عوائده المتوقعة لا يعني عدم التحديد في الواقع بل التحديد المتبادل، مثل قيم السندات وأسعار الفائدة، والإيجار وقيم العقار.

Walras كان واضحا متبسطا عندما نظر الى سعر الفائدة بصفته سعرا لخدمات رأس المال. وان سعر الفائدة هو المرجع الحسابي للسعر التعاقدى على تلك الخدمات. بل أقام علاقة بين سعر خدمات رأس المال،

سعر الفائدة، وسعر سلعة رأس المال. أي ان سعر خدمات رأس المال، وهو صافي دخلها، يعبر عنه سعر الفائدة ويحدد سعر سلعة رأس المال في نفس الوقت. ويرى ان شرط التساوي بين قيمة سلع رأس المال الجديدة مع فائض الدخل عن الاستهلاك هو الذي يحدد مع معدل الدخل واسعار سلع رأس المال. وللإيضاح يقصد بسلع رأس المال الجديدة الاستثمار الحقيقي على المستوى الكلي كما في متطابقات الحسابات القومية حالياً، أما صافي الدخل فهو الفائدة، وفائض الدخل عن الاستهلاك هو الادخار. و بذلك قدم Walras النظرية النيوكلاسيكية لتوازن الادخار مع الاستثمار و تحديد سعر الفائدة في الاقتصاد الحقيقي و ليس في سوق النقد.

وتلازم الشروحات الوالراسية العمليات الاقتصادية الحقيقية عندما تؤكد على ان الادخار بالمعنى الحقيقي هو قيمة سلع راس المال الجديدة المعروضة وهو تصريح يكافئ ما يقال بان الادخار والاستثمار على المستوى الفعلي **expost** يتساويان. وعنده يمثل سعر الفائدة ايجار الوحدة المرجعية من سلع رأس المال لمدة من الزمن. وهنا لو كانت صيغ التعاقد على اساس الإيجار، بالفعل، يلتقي هذا الفهم مع ممارسات أصبحت شائعة في الصيرفة الإسلامية. وبذلك لا يحتاج هذا التحليل إلى التفضيل الزمني أو ما يسمى التوازن عبر الأزمان **Inter-temporal** بل التوازن بين صافي دخل خدمات سلع رأس المال الجديدة وسعر الفائدة.

ينبثق مفهوم الكفاءة الحدية لراس المال من الشروط التقنية للإنتاج، وموضوعياً توجد علاقة إيجابية بين إنتاجية العمل من جهة وحجم العدة التقنية ونوعيتها وتنظيم وإدارة الإنتاج من جهة أخرى.

ولاشك ان العمل البشري ينتج، في وقتنا هذا، خيرات أكثر مما كان في الزمن القديم ويعزى الفرق الى تغير شروط الإنتاج ومنها التكنولوجيا ارتباطا مع متوسط رأس المال للعامل. وان رأس المال بمعنى الموجودات العينية الموظفة في الإنتاج لها دور في خلق العمل للقيم النافعة بغض النظر عن الموقف الفلسفي والأخلاقي من التوزيع " الوظيفي" للقيمة المنتجة. لكن هذا الفهم ينقل مدار مفهوم القيمة من منبعها الى النتائج المادية للعمل وأ قيامها النقدية ولا يقدم حلاً نظرياً للمشكلة، وهي أصل الفائدة.

وقد ينظر الى الربح على انه الفائدة على رأس المال، بل يسمى سعر إيجار رأس المال، الذي وضعه رب العمل في العملية الانتاجية إشارة إلى كلفة الفرصة البديلة، وهو لا يقبل بمجرد استرداد القيمة دون زيادة. كما ان القيمة مع زيادة لا تتحقق ما لم تسمح بها شروط الإنتاج التي تعبر عنها في رأينا الكفاءة الحدية الموجبة كي تسمح العملية بدفع اجور العمال التي لا يمكن النزول دونها وتحقيق تلك الزيادة. وبخلاف ذلك تنعدم حوافز التراكم في اقتصاد الملكية الخاصة، بل في أي اقتصاد، وتتوقف عملية التراكم.

## نظرية الأموال المعدة للإقراض

هي نظرية نيوكلاسيكية **Neo-classical** لسعر الفائدة وتقترن بالاقتصادي السويدي **Wicksell** والبريطاني روبرتسون وآخرين. وقد تطورت النظرية عبر إضافة مختلف المصادر المغذية للائتمان الى جانب الادخار والاستثمار، فجمعت العوامل الحقيقية الى النقدية وسوق السلع الى سوق المال. في جانب عرض الأموال المعدة للإقراض **Loanable Funds**: الادخار، فك الاكتناز، الزيادة في عرض النقد، خفض الاستثمار **Disinvestment** والذي يشمل بيع الأصول، أو تقليص النفقات، الرأسمالية، ومبالغ القروض المطفأة؛ وفي جانب الطلب: الاستثمار، والطلب الإضافي لاكتناز النقود. وثمة سعر فائدة توازني بين العرض والطلب وكلاهما تدفقات **Flow** وليست أصولاً. ويلاحظ ان هذه الأطروحة أقرب الى موازنة مصادر واستخدامات لتمويل الاستثمار منها الى نظرية كاشفة عن نمط سلوك. وتنطوي على مشكلة في تعريف المفاهيم فإن كان المقصود بالاستثمار هو الحقيقي أي تكوين رأس المال المعروف في محاسبة الاقتصاد الكلي يقتضي التوازن بين الاستثمار والادخار ان تكون جميع العناصر في جانب العرض عدا

الإدخار مساوية للطلب الإضافي لأكتناز النقود. أو توسيع تعريف الاستثمار كي يتجاوز النطاق الحقيقي أو إضافة استخدامات أخرى للأموال في جانب الطلب.

تفترض النظرية ان فك الأكتناز مرّن مع سعر الفائدة، وتستبق هذه الأفكار النظرية العامة لكيّنز لأن مرونة فك الأكتناز مع سعر الفائدة لا تختلف جوهريا عن مبدأ تفضيل السيولة الذي يقيم علاقة عكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة. وعرض النقد خارجي تؤثر فيه السلطة النقدية ومستقل عن سعر الفائدة. والتوازن جزئي Partial، مارشالي، أي ان سعر الفائدة هو المتغير المستقل الوحيد ولا يتفاعل مع بقية متغيرات الاقتصاد الكلي. أو بتعبير آخر افتراض ثبات جميع المتغيرات التي من الممكن أن تؤثر في عرض الأموال المعدة للإقراض أو الطلب عليها عدا سعر الفائدة. وعادة يضاف افتراض ثبات مستوى الدخل عند الاستخدام الكامل، للعمل، وجميع الموارد؛ وتكامل السوق وحركية الأموال المعدة للإقراض والمنافسة التامة بحيث يسود سعر فائدة واحد.

وتمثل نظرية الأموال المعدة للإقراض صيغة عملية للفهم الكلاسيكي تقترب من واقع سوق المال وتنتظر في مصادر واستخدامات الأموال المعدة للإقراض. ويتعين سعر الفائدة بالتوازن بين عرض الأموال المعدة للإقراض، الائتمان المحتمل، والطلب على تلك الأموال من المقترضين. وفسرت النظرية تغير عرض الأموال بالسلوك الإدخاري وتغيرات عرض النقد والقطاع الخارجي. ويستقر سعر الفائدة بالتوازن بين الاستثمار والإدخار من جهة وتوازن سوق النقد من جهة أخرى، ويضاف عليها في الصيغ الأحدث للنظرية توازن التدفقات الخارجية. بمعنى اتجاه نظرية الأموال المعدة للإقراض نحو صيغة أكثر مرونة تقترب من الوصف التقريري لآلية تحديد سعر الفائدة. بيد أن الجماعة التي تبنت نظرية الأموال المعدة للإقراض تصر، مع ذلك، على الأصل الحقيقي لسعر الفائدة لأن المسألة في نظرهم متعلقة بالاستعداد لكبح الدافع الاستهلاكي Thrift وإنتاجية الاستثمار في القطاع الحقيقي وهي الإنتاجية الحديدية لرأس المال (Harris, p 308)، بينما يؤكد كينز الطبيعة النقدية لسعر الفائدة.

## نظرية التفضيل الزمني وعلائقها

يجمع جيفونز، وهو من مؤسسي النهج الذي سمي فيما بعد نيوكلاسيكي، بين الانتظار ودورة الإنتاج في فهم سعر الفائدة. ويعرفه بزيادة المنتج تبعا لزيادة المدة المطلوبة بين المدخلات والمبيعات. وكلما استطالت دورة الإنتاج  $t$  كذلك إنتاجية رأس المال  $F(t)$  تزداد بمقدار مشتقتها الأولى  $dF(t)/dt$  ومقسوم المشتقة على الدالة هو سعر الفائدة وسماه سعر الفائدة الطبيعي. وهذا الفهم يماثل الإنتاجية الحديدية لرأس المال أو يقترب منه وقد إعتده فيكسل. ويرى ان الإنتاجية الحديدية، بهذا المعنى، متناقصة ليؤيد ما درج عليه الاقتصاديون منذ آدم سميث في مبدأ تناقص معدل الربح. أي ان سعر الفائدة يتحدد في القطاع الحقيقي وهو وجه آخر لمعدل الربح. وتتجلى وظيفة رأس المال عند جيفونز في إطالة دورة الإنتاج، وعند الكلاسيك هو تراكم لصنف من السلع بصفة وسائل إنتاج، ومخصص الأجور الذي لا بد منه لتشغيل العمال قبل تحقق قيمة المنتج في نهاية دورة الإنتاج. وفي كل الأحوال لا تجد في التنظير إفصاحا كاملا مستقرا لتعريف رأس المال في مضمونه السلعي – التقني كما أصبح منذ نهاية أربعينات القرن العشرين.

والذي تحدّث بوضوح أكثر عن البعد الزمني في تعريف رأس المال هو Bohm-Bawerk الذي إستخدم تعبير متوسط فترة الإنتاج، وعرفَ سلع رأس المال وسائل لإنتاج سلع الاستهلاك ولا يختلف عن جيفونز في النظر الى سعر الفائدة بدلالة الزمن، كما في آنفا.

طرح سنيور Nassau William Senior في بحثه عام 1836 مبدأ معاناة الأمتناع عن الاستهلاك Abstinence، في الحاضر، تبريرا لاستحقاق الفائدة، فهي ثمن التأجيل و Abstinence يأتي أيضا بمعنى النقشف وقريب من الصّوم. ولا يختلف هذا المبدأ عن الانتظار أو التفضيل الزمني.

وايضا، ظهر في تاريخ التنظير الاقتصادي مثل Bohm bawerk وسواه من يرى ان عوامل الانتاج الأساسية هي العمل والأرض، شاملة بمعناها الاصطلاحي لكل الموارد الطبيعية، أما مفهوم رأس المال فينصرف الى خاصية إطالة مسار عملية إنتاج سلعة الاستهلاك النهائي، عبر زيادة الانتاجية المرتبطة بطول المسار أو مدة الانتاج أو الدوران Roundaboutness أي مراكمة سلع من درجة أعلى، سلع رأس المال، لأنتاج سلع من درجة أدنى وصولا الى الاستهلاك النهائي. وبالتالي فإن رأس المال مدخلات وسيطة بين العمل والأرض من جهة والسلعة الاستهلاكية النهائية من جهة أخرى. وهي بذاتها أي سلع رأس المال لا تنتج قيمة مضافة بل أن زيادة الانتاجية بفعل إطالة المدة أو طول المسار الذي يتطلب زيادة كثافة رأس المال التي يعبر عنها الدوران Roundaboutness. ولذا، وفي إطار هذه النظرية، لا بد من البحث عن مصدر للفائدة Interest من غير رأس المال طالما ان الأخير سلع وسيطة وبذا لا تختلف عن المواد الأولية التي لا ينسب لها توليد القيمة المضافة، كما سيتضح.

من المعروف عموما ان رصيذا من الأموال يمكن إستثماره في ماكنة انتاجية يوّد إيرادا صافيا، من الأندثار، متوصلا الى ما لا نهاية ويبقى رأس المال كما هو. أي ان قيمة المخرجات، بعد تسديد قيمة المدخلات الوسيطة والأجور، اعلى من سعر الماكنة والفرق هو سعر الفائدة. يرى النيوكلاسيك ان رأس المال يقدم خدمات إنتاجية تكافا بسعر الفائدة. وإن ملكية رصيذ رأس المال Capital Stock

تجيز أو ترتب استحقاق هذا الدخل، ويتعذر تصور تلاشيه بالتنافس على المكائن، سلع رأس المال، وهذا لا يعني إن رأس المال ينتج تلك القيمة باستقلال عن السلع الرأسمالية، إنما التوظيف التقني لرأس المال في العملية الانتاجية الذي تعبر عنه تلك السلع شرطا ضروريا.

وقدّمت المدرسة النمساوية ( Mises ، Menger ، Bohm Bawerk وآخرون) صيغة ضمن النسق النيوكلاسيكي مفادها أن ملكية رأس المال تقدم خدمة إنتاجية هي الانتظار Waiting ضرورية للأنتفاع من ثمار عملية الانتاج ذات المسار الأطول. ولا بد من الفائدة لتعويض مالكي رأس المال عن الانتظار وتشجيعهم لتقديم تلك الخدمة، وبخلافه لا يمكن فهم عدم ارتفاع سعر الشجرة بالتنافس كي يساوي قيمة الثمر الذي تنتجه خلال عمرها كله، او سعر الماكنة كي يختفي فائض قيمة ما انتجت عن سعرها. ثمة عامل هو الانتظار تعوضه الفائدة، والمقصود بالانتظار تأجيل الأنتفاع من القيمة التي إستثمرت في الماكنة أو الشجرة أو القطيع. لكن التأجيل أو الانتظار لا يبرر الفائدة لولا افتراض ان الناس عموما يقيّمون الأنتفاع بنفس المقدار من الاستهلاك في الحاضر على المستقبل لأكثر من سبب ولذا يبادل إستهلاك الحاضر، بوحدات أكبر منه في المستقبل والفرق هو الفائدة التي تعني سعر الانتظار(Kirzner, 2011).

البحث عن أسباب وجود الفائدة، عند بوم بأفرك، من موضوعات نظرية القيمة، اما محددات سعر الفائدة فهي في نظرية الأسعار وعمل الأسواق. وبأفرك من المدرسة النمساوية مثل كارل منجر عندهم قيمة السلعة منفعتها الحدية ولذا لا بد ان يتصل وجود الفائدة بعوامل ذاتية Subjective كما هي المنفعة. والفائدة

موجودة لأن السلع في الحاضر، في نظر المستهلك، تستحق قيمة أعلى من نظيرتها في المستقبل بنفس الكمية والنوعية، ويفسر هامش الحاضر على المستقبل Agio بعوامل ثلاثة: لأن دخل الحاضر عموماً أدنى من دخل المستقبل، الشباب في مقتبل العمر أقل دخلاً من الكهول عموماً، وربما كان النمو الاقتصادي في ذهنه وبذا يتطلع الناس إلى مزيد من فرص الرفاه في المستقبل. وهكذا تتناقص المنفعة الحدية للدخل مع الزمن ولأن القيمة هي المنفعة الحدية يكون نفس المقدار من الدخل أعلى قيمة في الحاضر منه في المستقبل. السبب الثاني التقدير المنخفض للمستقبل وقد يرتبط هذا التصور، كما أرى، بعدم التأكد ولأن الإنسان كائن محدود في الزمن.

والعامل الثالث هو علاقة طول مسار طريقة الإنتاج، أو كثافة رأس المال، Roundabout بالإنتاجية، وهو موضوعي. العمل والأرض، الموارد الطبيعية، عند بافرك، هما منبع القيمة: يتصافران لإنتاج سلع رأس المال وتستخدم هذه السلع معهما لإنتاج سلع أخرى إنتاجية أعلى. أي الإنتاج بالعمل والأرض بصورة غير مباشرة من خلال سلع رأس المال المنتجة بالعمل والأرض. وزيادة الإنتاجية بالدوران متناقصة وهو مبدأ تناقص الإنتاجية الحدية. ومع زيادة الدوران تزداد الإنتاجية لكن ليست سلع رأس المال ذاتها هي علة سعر الفائدة بل الانتظار، الاستعداد لتأجيل الاستهلاك سبب التراكم وهذا الأخير سبب وجود رأس المال وهكذا أي أرجاع الموضوع إلى سبب ذاتي.

كان الكلاسيك، في نماذجهم النظرية، يفترضون رأس المال مجموع نقدي أو مخصص أجور Wage Fund يساعد على تشغيل القوى العاملة بين المباشرة بالإنتاج ونهاية الدورة وبيع المنتجات ليحدد المخصص ... وهكذا. أي أنه، على المستوى الكلي، سلع إستهلاك لمعيشة العمال وقيمة تلك السلع مخصص الأجور أو الكفاف كما يسمى أحياناً. لكن ريكاردو ضرب مثلاً ماكنة في أحد نماذجه لحساب القيم النسبية ملتزماً بأن العمل أساس القيمة. و كلارك John Bates Clark (1899) أقرب إلى الكلاسيك في إهتمامه بالتوزيع والأسعار الطبيعية، التوازنية في الأمد البعيد، لكنه يختلف عنهم في تعريف رأس المال، في نموذجه النظري، بأنه مخصص أو رصيد من الثروة الإنتاجية الدائمة، ولا يعتد بكونه، أي رأس المال، تجميع من السلع. وعنده أن رأس المال يولد الأرباح تلقائياً بشكل فائدة Interest ويرتبط سعر الفائدة عكسياً مع الوفرة النسبية لرأس المال أو حجمه ولا يتأثر بظاهرة التفضيل الزمني. وأتخذت جماعة شيكاغو (نايت، ستغلر، فريدمان ...) من مقاربات كلارك منطلقاً لها. وعدا ذلك تعترض المدرسة النمساوية على كلارك لأعماده منهج والراس في التوازن العام حيث تتفاعل المتغيرات بنفس اللحظة أنياً ويستبعد المراحل والتعاقب أي أنه الغى الزمن، كما أن رأس المال في نظر بوم بافرك ليس متصلاً متجانساً بل سلع بعينها تُنتج ويختارها المنظم ويركبها. ولا يوافق بافرك، في مقارباته الأولى، على أن سعر الفائدة يحدد بالإنتاجية الحدية لرأس المال وهو تنظير كلارك ومن على نهجه. وعند بافرك لو كانت نظرية الإنتاجية الحدية صحيحة لأدى التنافس بين المنظمين إلى رفع أسعار سلع رأس المال حتى تستوعب جميع قيمة الناتج المستقبلي بحيث يتساوى الناتج مع التكاليف ولا يبقى فائض. يعود الجدل بينهما إلى رفض بافرك للموضوعية في تفسير سعر الفائدة وكل الأسعار وأن رأس المال سلع وحسب وليس عاملاً أصيلاً من عوامل الإنتاج؛ كما يرفض كلارك التفضيل الزمني، وعنده رأس المال عامل من عوامل الإنتاج الأساسية لا بد له من عائد إلى جانب الحفاظ على قيمته بصفة دائمة.

يستند بأفرك الى فرضية تُخالف التيار الرئيس للتنظير الاقتصادي وهي ان التكاليف لا تحدد الأسعار بل العكس، ويتحمل المنتجون التكاليف إذ يتوقعون أن قيمة السلع التي ينتجون تتجاوز التكاليف؛ وأقيام السلع ، وهي المنافع الحدية، تعين الأسعار. وهكذا بأفرك وعموم المدرسة النمساوية ينطلقون من الذاتية Subjective دون الموضوعية Objective حيث التكاليف اساس الأسعار. وتنتهي المدرسة النمساوية ، وبأفرك خاصة، الى الممارسة الشائعة وهي مساواة قيم الأصل بالقيمة الحالية لعوائده المستقبلية. أي ان اسعار المنتجات المنتظرة في المستقبل تنعكس في قيم الانتاجية الحدية لرأس المال وعندما تخصص هذه مجتمعة طيلة العمر الانتاجي لسلعة رأس المال فالنتيجة هي تكاليف رأس المال أو سعر السلعة الرأسمالية وسعر الخصم هو سعر الفائدة. ومن الضروري التذكير بان بأفرك في نموذج النظري لتحديد سعر الفائدة إعتد، ربما للتبسيط تعريف كلاسيكي لرأس المال وهو مخصص أجور بما لا ينسجم مع مفهوم الدوران Roundabout الذي هو الأساس، عنده في فهم سعر الفائدة إرتباطا مع الزمن.

وعندما تفسر الفائدة بالزمن يأتي ذلك ارتباطا بدور رأس المال أي اطالة دورة الانتاج من المواد الخام الى المنتج النهائي او ما يسمى Roundaboutness، عند بوهم باورك، وارتباط ذلك بتفضيل الحاضر على المستقبل لنفس المقدار من السلع. والفائدة هي فرق القيمة لنفس الشيء بين الحاضر والمستقبل. وأن القرض مبادلة حقيقية لسلع حاضرة مقابل سلع في المستقبل. وأن السلع الحاضرة تمتلك ذاتيا قيمة أعلى من السلع المستقبلية، بمعنى أن السلع الحاضرة تتضمن علاوة Agio على السلع المستقبلية التي تماثلها تماما. وبذلك لا يتحقق التكافؤ إلا عندما يستعاد رأس المال مع فائدة (Mutualist, P1). ولا يقبل بأفرك الجمع بين مبدا التفضيل الزمني وفكرة ان الفائدة عوض التخلي Abstinence عن جزء من الثروة لمدة معينة، ولا أي تفسير آخر.

ويتفق أرفنج فيشر (Cohen, 2011) مع بأفرك في ان سعر الفائدة علاوة، تعبر عن تفضيل الحاضر على المستقبل فالنفضيل الزمني يجمع بينهما. وعند فيشر رأس المال مخزون Inventory من أشياء عينية فهو رصيد Stock وينتج تدفقات من خدمات إستهلاكية يسميها خدمات الدخل ويقصد بها الناتج من سلع استهلاكية. وتنشأ الفائدة من مبادلة عبر الزمن بين رأس المال والسلع المنتجة. لكن الثروة الرأسمالية وخدمات الدخل، وهي لغة فيشر، من طبيعة ووحدات قياس مختلفة ولذا لا وجود لمفهوم سعر الفائدة مالم تتجاوز السلع بصفاتها الفيزيائية، العينية، نحو معيار موحد. ولذا ينطلق من الدخل ليعود الى رأس المال. في عالم الكميات، عنده، تتجه العلاقة السببية من ثروة رأس المال الى خدمات الدخل، بينما في عالم القيمة من الدخل الى رأس المال. والعلاقة الثانية مشتركة بين فيشر والمدرسة النمساوية، فمن الصحيح القول لأن البستان بتلك المساحة والأشجار فقد أنتج ثمارا بهذا المقدار؛ لكنه يستحق قيمة 100 مليون دينار لأنه ينتج قيمة سنوية مقدارها خمسة ملايين دينار وليس العكس. ويحدد سعر الفائدة عند فيشر، وهو سعر خصم، بعاملين: معاناة تأجيل الاستهلاك Impatience وهو تعبير آخر عن التفضيل الزمني؛ وكلفة الفرصة البديلة للاستثمار. ويظهر المفهوم الثاني في سياق تعظيم صافي القيمة الحالية عبر الاختيار بين مسارات بديلة للتدفقات، وسعر الفائدة الذي يساوي القيمة الحالية لتلك التدفقات المختلفة هو المقصود بكلفة الفرصة البديلة. ولا يختلف فيشر على تناقص الانتاجية الحدية لرأس المال، فعند المفاضلة بين كثافات مختلفة لرأس المال يستمر الاستثمار في المسار البديل لحين تكافؤ معدلات العائد مع كلفة الفرصة البديلة.

ولتقريب الفكرة بمثال حسابي نقترحه مشروع إستثماري عمره الانتاجي 10 سنوات صافي دخله السنوي 200 مليون دينار يكافئ مشروع ثاني عمره الانتاجي 20 سنة صافي دخله السنوي 144.348 مليون

دينار، ويكافئ كل منهما مشروعا ثالثا صافي دخله السنوي 125.668 مليون دينار وعمره الانتاجي 40 سنة، إن كان سعر الفائدة، الخصم، 10% سنويا. فسر الخصم ذاك كفيل بمساواة القيمة الحالية لتلك التدفقات السنوية البديلة وهي 1228.91 مليون دينار في الحالات الثلاث. والقيمة الحالية لصافي التدفقات السنوية 1228.91 وهي قيمة رأس المال المستثمر، وبهذا إتضح مقصود فيشر بان علاقة القيمة تتجه من الدخل الى رأس المال.

أما Wicksel فقد إعتد طريقة بوهم بافرك وأضاف أهمية تحويل سلع رأس المال الى كم متجانس بإرجاعها الى قيمة خدمات الأرض والعمل التي أنتجتها. وقيمة رأس المال، بصفته كم من السلع، هو محصلة قيمة الانتاجيات الحدية لمقادير العمل والأرض التي وظفت لأنتاجه مركبة بسعر الفائدة لمدة الاستثمار. ويرى أن الانتاجية الحدية لرأس المال لا تساوي دائما سعر الفائدة. وفيما بعد إنتهى الى المساواة بين سعر الفائدة والانتاجية الحدية لرأس المال. وعند فيكسل والنيوكلاسيك سعر الفائدة الطبيعي هو التوازني. وقد سمى كينز جميع من سبقة كلاسيك بما فيهم فيكسل الذي توصل مع ميردال الى إستنتاج يماثل ما توصل اليه كينز في ان الاقتصاد لا يعمل افضل إذا ترك لوحده دون تدخل حكومي.

فيكسل يعتمد سعر الفائدة الطبيعي ويساويه بالانتاجية الحدية لرأس المال، لكنه يقول بعدم إمكانية مشاهدته، وفي نفس الوقت يفسر الحركة الدورية للاقتصاد بالفرق بين سعر الفائدة الطبيعي وسعر الفائدة الجاري. فعند انخفاض سعر الفائدة الجاري دون الطبيعي يزداد الاستثمار والاستهلاك، اي الطلب الكلي الفعال، وتنزع الأسعار نحو الارتفاع والعكس صحيح. سعر الفائدة الطبيعي عند فيكسل ليس نقديا بل في القطاع الحقيقي. وهو مدفوعات خدمات رأس المال عندما تكون جميع عناصر الانتاج في وضع الاستخدام الكامل. وحاول فيكسل، مع ذلك، الأقتراب من تعريف واقعي لسعر الفائدة الطبيعي بمقسوم دخل إيجارات المساكن على قيمتها السوقية وهو قريب من معدل العائد البسيط على رأس المال. فإن كان سعر الفائدة الطبيعي، بهذا التعريف، أعلى من سعر الفائدة الجاري يتجه الأفراد لمزيد من الاستثمار في المساكن فترتفع قيمتها. ويمكن القول ان سعر المسكن هو القيمة الحالية لعوائده في عمره الانتاجي اي الأيجارات مخصومة، لكن بأي سعر إن كان معدل الأيجار الى سعر المسكن هو سعر الفائدة الطبيعي، هنا السببية دائرية Circular Causation أي ان قيمة رأس المال تحتاج معرفة سعر الفائدة. الانتاجية الحدية عند النيوكلاسيك، وسعر الفائدة بهذا المعنى يحتاجان معرفة قيمة رأس المال. ومع ذلك عمليا تخصم الأيجارات المستقبلية بسعر الفائدة الجاري ولأنه أدنى من سعر الفائدة الطبيعي المحسوب من الأيجار ترتفع القيمة الحالية للمسكن. لكن الدائرية المشار اليها أنفا مشكلة نظرية اما في الواقع يوجد دائما سعر خصم مستقل ومختلف عن معدل العائد على رأس المال. وتعتمد ممارسة السياسة النقدية خلال العقود الأخيرة في الدول المتقدمة والدول الناهضة ذات العمق المالي على سعر الفائدة وتفترض هذه السياسات إمكانية تقدير سعر فائدة طبيعي بمعنى توازني.

وقد شكك البعض ومنهم Patinkin، (Cencini p151)، ان الفائدة عوض مقايضة الحاضر بالمستقبل بل يطرح العكس أي ان تلك المقايضة نتيجة لسعر الفائدة. هذه كلها أدلة على مدى العمق الموضوعي والشرعي لمسألة الفائدة التي ظهرت الصيرفة وأسواق المال الإسلامية في محاولة لإيجاد تسوية لمشكلاتها في الجانب الشرعي، أما في المضمون فان مبادلة قيمة حاضرة بأعلى منها في المستقبل لا تخفى على أحد في المعاملات النظرية للإقراض والإقتراض.

وقد اعترض Wicksell على تصور ان الفائدة سعر الادخار اذ لا تستقيم هذه العبارة عندما يكون سعر الفائدة 10 بالمائة فيقال عشرة الاف دينار سعر الادخار لمبلغ 100 ألف دينار. وهذا صحيح اذا التزمنا

المعنى اللغوي الحرفي دون المجازي أو الاصطلاحي. ولم ينته الى حل للأشكال عندما قال ان الفائدة جزء من الدخل الاجتماعي، فهل هي مجرد اقتطاع أملته تقاليد ام عائد لعنصر من عناصر الانتاج، أم هو ثمن استخدام الادخار لمدة معينة مثل أجرة اعادة ماكينة او شيئاً نافعاً تستخدمه لمدة من الزمن لتعيده كما هو. وهكذا يبدو ان مسألة الفائدة تبقى مطروحة لنقاش لا ينتهي. و لا يتردد Wicksell كثيراً عن مساواة سعر الفائدة الطبيعي، الذي يعده محور التوازن في سوق المال وبين الادخار والاستثمار، بالانتاجية الحدية لرأس المال. وهو منحى في التفكير يختلف عما تبناه النيوكلاسيك فيما بعد تأثراً بأطروحة فيشر بان الفائدة ثمن الانتظار وبالتالي التفضيل الزمني ويتحدد مستواها التوازني عندما تتساوى مع المعدل الحدي للإحلال بين الحاضر والمستقبل.

وينشأ التباس بين أصل الفائدة، منبعها، واليات تحديدها لأن الانتظار بذاته، والزمن، ليس عنصراً من عناصر الانتاج. كما ان نفس المقدار من السلع والخدمات لا تكون قيمته موضوعياً أقل في المستقبل بل هو موقف ذاتي. وعندما يبقى التساوي في القيمة قائماً موضوعياً يثار السؤال حول مصدر هذا الدخل الذي يسمى الفائدة. بل النظر ملياً في سلوك حائزي الدخل يفيد ان الأشخاص قد يقيمون دينار الغد بقيمة ذاتية، أعلى من دينار اليوم، وقد يزداد هذا الفارق مع ارتفاع مستوى الدخل، ويتأكد أكثر عندما يفرض الدخل عن المستويات العليا الممكنة للرفاه الاستهلاكي في سياق اجتماعي – ثقافي معين. دالة تفضيل السيولة الكينزية:

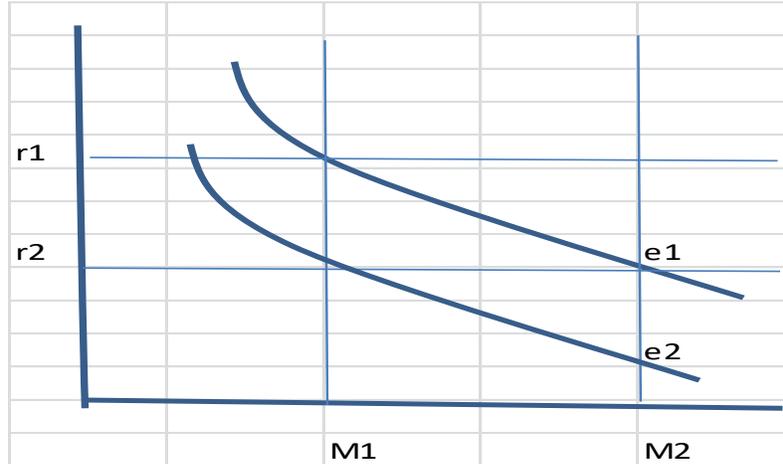
يرى كينز ان نظرية الكلاسيك في سعر الفائدة يمكن دحضها لأن النقود تخلقها المصارف ولا قيود على التمويل، وأن الاستثمار I يحدد الادخار S وعلى المستوى الكلي هما وجهان لنفس الظاهرة ولذا لا وظيفة لسعر الفائدة، فالمسألة ليست توازن إنما مطابقة  $I=S$  دائماً (Tily, P 59). لأن الدخل Y يساوي الاستهلاك C والادخار وفي نفس الوقت يساوي الاستهلاك والاستثمار:  $Y=C+S$ ؛  $Y=C+I$ . يقصد ان الطلب الكلي، ومنه الاستثمار، يحدد دخلاً يستوعبه ومن المتطابقتين أنفاً، لأن الاستهلاك مشترك، لا بد من المساواة بين الادخار والاستثمار. بتعبير آخر يتغير الدخل عبر سلسلة من التعديلات لحين الوصول الى المساواة بين الادخار والاستثمار وهو المقصود بمبدأ الطلب الفعّال. وعندما يرد في النماذج الكينزية الاستثمار دالة بسعر الفائدة هذا لا يعني انها أداة توازن بل يحفز انخفاضها الاستثمار بثبات أثر العوامل الأخرى. ومضمون هذا التصور الكينزي ان سعر الفائدة لا يحدد بالقطاع الحقيقي بل هو ظاهرة نقدية. بتعبير آخر تحديد سعر الفائدة لا يتعلق بالادخار بل يأتي دوره بعد إتخاذ قرار الادخار. يبدأ التنظير الكينزي لسعر الفائدة من الثروة بمجموعها وليس إدخار الفترة الجارية فحسب، وتخصيص القيمة المجردة لتلك الثروة بين أشكال مختلفة للاحتفاظ بها بدرجات مختلفة من السيولة. إذ يقرر حائزو الثروة ما هو المقدار الذي يراد الاحتفاظ بجهزته التامة للاستخدام ويحتفظ به نقوداً أو ما يكافئها، وهو الجزء من الثروة الذي يتصف بالسيولة التامة، والباقي الذي يمكن تأجيل التصرف به لمدة من الزمن. وبموجب هذه النظرية التي سميت تفضيل السيولة liquidity preference سعر الفائدة لا يتحدد بالتوازن بين عرض الادخار والطلب عليه بل بين عرض الأصول Assets والطلب عليها بصفتها وسائل للاحتفاظ بالثروة ومنها النقود وسيلة لحفظ القيمة. وتشمل آلية تحديد سعر الفائدة عرض الأصول والطلب عليها لمختلف درجات السيولة. سعر الفائدة مكافأة عن حيازة الأصول غير السائلة ومكافأة الاحتفاظ بالنقود هي السيولة عينها. وطالما ان جميع اشكال الثروة وسائل لحفظها لماذا يفضل الناس الاحتفاظ بها نقوداً زيادة على متطلبات المعاملات والأحتياط الضروري، كينز يرى ان العلة في عدم التأكد حول سعر الفائدة المستقبلي. وهذه سوف تتضح أكثر في دراسة العلاقة بين أسعار الأصول وسعر الفائدة أي إذا ما ارتفع سعر الفائدة غدا فسوف تنخفض

أسعار السندات، وما إليها، التي أتخذت وسيلة لحفظ الثروة، أو ستكون كلفة السيولة التي سيقترضها حائز الثروة غدا أعلى من عائد التخلي عن السيولة التي كانت لديه. وملاحظة سلوك حائزي الثروة يفيد على نحو واضح ان السبب الذي قدمه كينز لا يكفي، بل أرى ان إستشعار الخطر في جميع الوسائل البديلة للنقود بدرجات مختلفة يفسر أيضا قوة تفضيل السيولة حتى زمن التضخم. وكينز ايضا وسّع نطاق عدم التأكد ليشمل مستقبل الاقتصاد بأكمله أو أن عدم التأكد حول سعر الفائدة مثل غيره أو تابعا لذلك كله. لأن الهدف من مراكمة الثروة إنتظار نتائج محتملة منها في المستقبل ومعرفتنا بالمستقبل يكتنفها عدم التأكد وهي متقلبة. وربما أراد القول ان سعر الفائدة ليس مثل سعر القمح أو أجر العمل. بل تؤثر في تحديده، التوقعات حول مستقبل يكتنفه الغموض، أو الروح الحيوانية Animal Spirit إشارة الى زخم العواطف في قرار الاستثمار خاصة زمن الاضطراب أو أوضاع السوق غير الاعتيادية.

يعبر الطلب على السيولة عن الموازنة Balance بين الأصول السائلة وغير السائلة وسعر الفائدة عند التوازن Equilibrium بين عرض الأصول غير السائلة والطلب عليها. النقود التي يحتفظ بها بدافع التحوط Precautionary Motive تعبر عن الرغبة في تأمين مقدار من الثروة سائلا لمواجهة نفقات طارئة أو فرص تتاح لمشتريات ذات مزايا يقتنعها من تتوفر لديه سيولة فورية. أما دافع المضاربة فهو المعنى بسعر الفائدة فمن يتوقع ان أسعار الفائدة سوف ترتفع وبالتالي سوف تنخفض أسعار السندات يحتفظ بكل الثروة المخصصة للمضاربة نفودا؛ ومن يتوقع العكس يشتري بنقود المضاربة سندات؛ لكن التوقعات تختلف بين المضاربين في نفس الوقت، ولذلك دائما توجد نقود وسندات في آن واحد.

الشكل رقم (4)

دالة تفضيل السيولة



المصدر: إعداد الباحث.

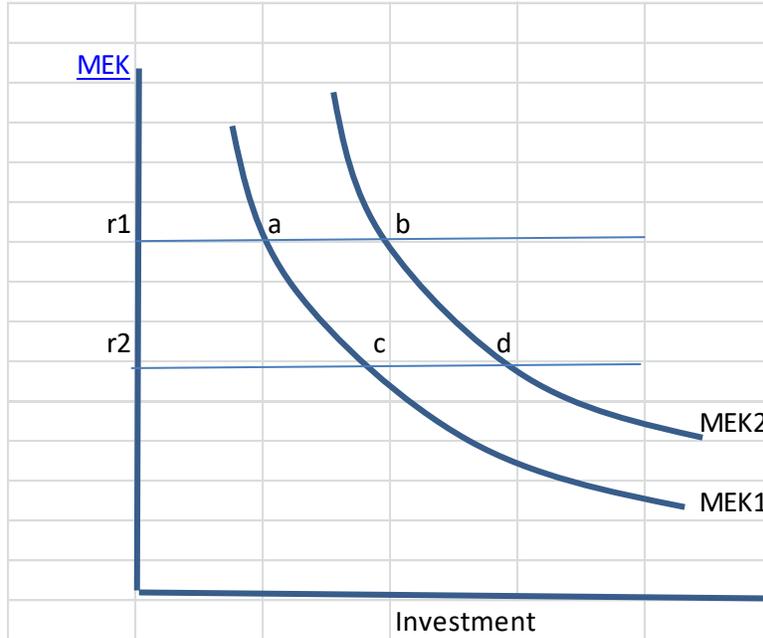
ويرجح كينز تكوين التوقعات إستنادا الى الوضع القائم والسايكولوجيا الجمعية Mass Psychology للسوق وعلى هذه المقدمات أخذ الكينزيون بالتوقعات التكميلية أي ان مستقبل الظاهرة يعتمد على ماضيها. وبفعل التوقعات قد لا تؤدي زيادة عرض النقد الى خفض سعر الفائدة وقد تنخفض أسعار الفائدة

دون زيادة في عرض النقد. ولا شك ان إضافة عنصر التوقعات يحرر التنظير من تأكيد نمط محدد للعلاقة بين المتغيرات لتفسير عدم الانتظام، ولا ينكر ان التوقعات حاضرة فاعلة في القرار الاستثماري.

ينخفض سعر الفائدة بزيادة عرض النقد عند ثبات التوقعات وعندما تتغير التوقعات تتحول دالة تفضيل السيولة: الى اليمين عند توقع ارتفاع اسعار الفائدة، انخفاض أسعار السندات؛ وإلى اليسار عند توقع انخفاض أسعار الفائدة، ارتفاع اسعار السندات. نلاحظ في الشكل (4) انخفاض سعر الفائدة مع نفس المقدار من عرض النقد M1 عند تحول دالة السيولة الى e2 أي إذا توقع المتعاملون انخفاض اسعار الفائدة في المستقبل. ومع دالة السيولة كما هي ايضا ممكن ان يتحقق الوصول الى سعر الفائدة r2 بزيادة عرض النقد الى M2. وفي الشكل (4) تحولت الدالة من e1 إلى e2 مع توقع ارتفاع أسعار الفائدة ولذا أرتفعت أسعار الفائدة رغم زيادة عرض النقد من M1 الى M2 .

الشكل رقم (5)

الطلب على الاستثمار بالعلاقة مع سعر الفائدة والكفاءة الحدية لرأس المال



المصدر: إعداد الباحث.

نتصور عرض النقد  $M^{sup}$  وطلب الاحتفاظ بالنقود لغرض المضاربة  $M^{sp}$ ، ونغض النظر عن نقود التحوط، يبقى من النقود لأجراء المعاملات  $M^y$  المقدار  $M^{sup} - M^{sp} = M^y$  وبما أن عرض النقد ثابت و  $M^{sup}$  متناقصة مع سعر الفائدة إذن  $M^y$  متزايدة مع سعر الفائدة:

$$M^{sp} = f(r), \quad dM^{sp}/dr < 0 ; \quad M^y = f(r), \quad dM^y/dr > 0$$

سعر الفائدة عند كينز نقدي صرف ويضمن توازن الطلب على النقود مع عرضها، وهو يؤثر في الاستثمار دون الادخار الذي يعتمد على الدخل كما في الشكل (5) حيث  $MEK2$  و  $MEK1$  منحنى الكفاءة الحدية

لرأس المال قد تحول الى يمين نقطة الأصل بحيث يستدعي سعر فائدة أعلى ، المحور العمودي، مع نفس حجم الاستثمار، المحور الأفقي. ولذا لا يؤدي سعر الفائدة الوظيفة التي تصورها الكلاسيك في توازن القطاع الحقيقي، بين العرض الكلي والطلب الكلي، فهذه تتولاها آلية تحديد مستوى الدخل ومن خلال المضاعف في النموذج الكينزي.

لقد عطل كينز الفكرة التقليدية بأن سعر الفائدة يوازن بين الادخار والاستثمار لأن مستوى الدخل، في رأيه، هو الذي يضمن التوازن بين الادخار والاستثمار، ويستدعي مستوى الطلب الكلي دخلا بمقداره فاذا كان الادخار المشتق من ذلك الدخل يتساوى مع الاستثمار عند ذلك يتحقق التوازن. سعر الفائدة حسب المنحى الكينزي في التنظير يتحدد بعرض السيولة والطلب عليها، والسيولة هنا هي العملة في التداول وأرصدة الحسابات الجارية في المصارف القابلة للاستخدام فورا والتي يطلق عليها النقود بالمعنى الضيق. والرغبة في حفظ الثروة في شكل نقدي سماه كينز تفضيل السيولة.

وتفسير آخر كون المبلغ المقترض جزءا من الادخار الذي يستثمر ويُغل الانتاجية الحديدية لرأس المال. اما القروض الاستهلاكية فان الفائدة عليها تبرر بكلفة الفرصة البديلة. هذه مبررات الفائدة بذاتها باستقلال عن المخاطر وبنيتها باختلاف الأجل فتلك مباحث أخرى. وهناك محاولات نظرية للقول بالاستقرار عند تساوي معدل التفضيل الزمني مع الانتاجية الحديدية لرأس المال وهو ما درجت عليه الكثير من الأوساط، وتعاملت معه معاهد العراق في ادبيات تحليل المشروعات الاستثمارية، والتحليل المالي والاقتصادي لبرامج الاستثمار. ويعرّف كينز الكفاءة الحديدية لرأس المال، عند التوازن أو للمشروع الحدي في أدبيات الموازنة الرأسمالية **Capital Budgeting**، بانها مساوية لسعر الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للعوائد المتوقعة من الأصل الرأسمالي في عمره الانتاجي مساوية لسعر العرض لذلك الأصل، ومن هنا يفهم حراك الطلب على الاستثمار.

الطلب على الاستثمار دالة في معدل العائد المتوقع بعلاقة طردية، وعكسيا مع المخاطر المقدرة، وعندما يرتفع معدل العائد المتوقع، بثبات المخاطر يزداد الطلب على الاستثمار. وطالما تعززت التوقعات الإيجابية يستمر الطلب عليه بالتزايد. وينعكس ذلك في الاقتصاد الحقيقي، زيادة الانتاج والتشغيل في قطاع انتاج السلع الاستثمارية والذي يعم الاقتصاد بأكمله حسب مفهوم المضاعف الكينزي نفسه، أو تفاعل المدخلات - المخرجات التي عبر عنها نموذج ليوننتيف أو ما يسمى التوازن العام القابل للحساب، وفي القطاع المالي زيادة الطلب على التمويل ومنه ارتفاع اسعار الفائدة. ويساعد هذا المقترح، كما نرى، على تفسير فخ السيولة عندما اصطدمت السياسة النقدية اليابانية بالحاجز الصفري ولم ينهض سعر الفائدة المنخفض بالنشاط الاقتصادي وهو التحدي الذي يواجه الأتحاد الأوروبي والولايات المتحدة الأمريكية الآن. اي أن المشكلة في العائد المتوقع، وهو في نفس الوقت يفسر المستوى المنخفض للاستثمار الخاص في العراق. والتفاؤل في زيادة الطلب الفعلي يرفع العائد المتوقع وينشط الاستثمار إلا مع وجود مشكلة في بنية الأسعار- التكاليف مثلما هي في العراق بسبب المرض الهولندي.

وتساهلت المدرسة الكينزية في تفسير الفائدة بتفضيل السيولة وبالتالي تتحدد بعرض السيولة والطلب عليها. ولا شك ان التمحيص في طلب السيولة وعرضها يحيل مجددا الى التفسيرات أنفة الذكر أو غيرها: المقايضة بين الأزمان **Inter-temporal** والانتاجية الحديدية وسواها. ولقد تضمن التحليل الكينزي أيضا ان الطلب على الاستثمار يعتمد على معدل العائد المتوقع على المشاريع الجديدة وان سعر الفائدة المرتفع يثبط الاستثمار، ولا يختلف هذا الفهم عن الدارج في تقاليد تحليل المشروعات حيث يصنف المقترح الاستثماري فاشلا عندما ينخفض معدل عائدته الداخلي عن سعر الفائدة السائد الذي يسمى سعر الخصم. ويقلل التحليل الكينزي الاصلي من أهمية سعر الفائدة من جهة ان الادخار دالة بالدخل وحسب. وأظهر التركيب الكينزي النيوكلاسيكي لهيكس- هانسن دورا لسعر الفائدة في الاقتصاد الحقيقي بسبب تأثيره في الاستثمار الذي لا ينفيه كينز. وفي النهاية يوجد سعر فائدة ينسجم مع توازن الادخار- الاستثمار.

والمفروض ان سعر الفائدة هذا له دور مهم في توازن سوق النقد حسب مبدأ تفضيل السيولة الكينزي لأن الطلب على النقود لأغراض المعاملات يحدده مستوى الدخل اضافة على طلب النقود للاحتياط حسب التصنيف الكينزي ذاته. وتتطلب شروط التوازن في سوق السلع مساواة الاستثمار مع الادخار بالنتيجة وبغض النظر عن سعر الفائدة.

واراد كينز التأكيد على ان الاستثمار متغير خارجي والادخار داخلي كونه دالة في الدخل. وتلك الخاصية سبب عدم الاستقرار الذي يصبح، بهذا المعنى، من طبيعة النظام.

اهتمام الاقتصاد الكلي، في نموذجه الأصلي، بالطلب الاستهلاكي والاستثماري لتحديد مستوى الانتاج من اسباب اقضاء حقيقة مهمة عن الوعي وهي ان الاستثمار عملية انتاج سلع تضاف الى خزير رأس المال. وتحدد القدرة على انتاج هذه السلع سقف الاستثمار. ويؤثر سعر الفائدة في تمويل الأنفاق الاستثماري ولذلك قد لا يساعد خفض سعر الفائدة، بثبات أثر العوامل الأخرى، على زيادة الاستثمار الا في حالة وجود فائض في طاقة انتاج السلع الاستثمارية. ومن هذه الزاوية يمكن البدء لمتابعة العلاقة بين اسعار سلع راس المال الجديدة، الاستثمارية، وسعر الفائدة والتضخم. ومن الصعب حصر الشرط الضروري لتفضيل السيولة بعدم التأكد حول مستقبل سعر الفائدة، بمعنى تفضيل اصحاب الثروة الاحتفاظ بها سائلة لأن سعر الفائدة قد يرتفع مستقبلا. فهل لو تيقنوا ان سعر الفائدة الحالي هو الأعلى حتى نهاية الأفق الزمني للقرار لأقرضوا أموالهم، ليقترضوا بسعر فائدة أدنى عند الحاجة في المستقبل، هذا مشكوك فيه لوجود احتمالات فشل الائتمان لإخفاق المقترضين أو عدم اكترائهم الأخلاقي، ومخاطر أخرى.

لقد بقيت الثنائية بين الاقتصاد الحقيقي والنقود قائمة، فالأخيرة، في نظر الكلاسيك ومن على نهجهم، تحدد المستوى العام للأسعار أما الأسعار النسبية والتبادل فهذه ميدانها الاقتصاد الحقيقي. وحاول كينز الربط بينهما بالمساواة بين العائد الحدي لرأس المال وسعر الفائدة، الاول يتحدد في أسواق السلع والثاني في سوق النقد. ولكنهما، أي العائد الحدي لرأس المال وسعر الفائدة، من طبيعتين مختلفتين.

منحنى العائد الحدي لرأس المال يحدد الطلب على تمويل الاستثمار مع سعر فائدة معين من زاوية المستثمر، بينما يعين منحنى سعر الفائدة الأموال المعروضة. وسعر الفائدة في هذه المنظومة الكينزية هو سعر التخلي عن السيولة في مقابل الاحتفاظ بها. إذن هو التوازن بين استعداد المستثمر للدفع لقاء الاقتراض واستعداد حائز السيولة للتخلي عنها في تلك الفترة.

### العلاقة بين سعر الفائدة وسعر السند

سعر الأصل Asset بصفة عامة ، على اساس مبدأ التفضيل الزمني، هو القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية من العوائد والقيمة المتبقية نهاية المدة. وفي الأصول المالية القيمة المتبقية هي القيمة الاسمية أو سعر الاصدار الاول للسند أو ما يماثله. وعلى فرض أن السند بفائدة ، قسيمة، مبلغها السنوي  $d$  والقيمة الاسمية للسند  $F$  . ويعبر عن التفضيل الزمني سعر الفائدة السائد لحظة الخصم او بيع الأصل في السوق ؛ ويسمى سعر الفائدة، في هذا السياق، سعر الخصم Discount Rate إذن يحسب سعر السند  $B$  بالصيغة التالية:

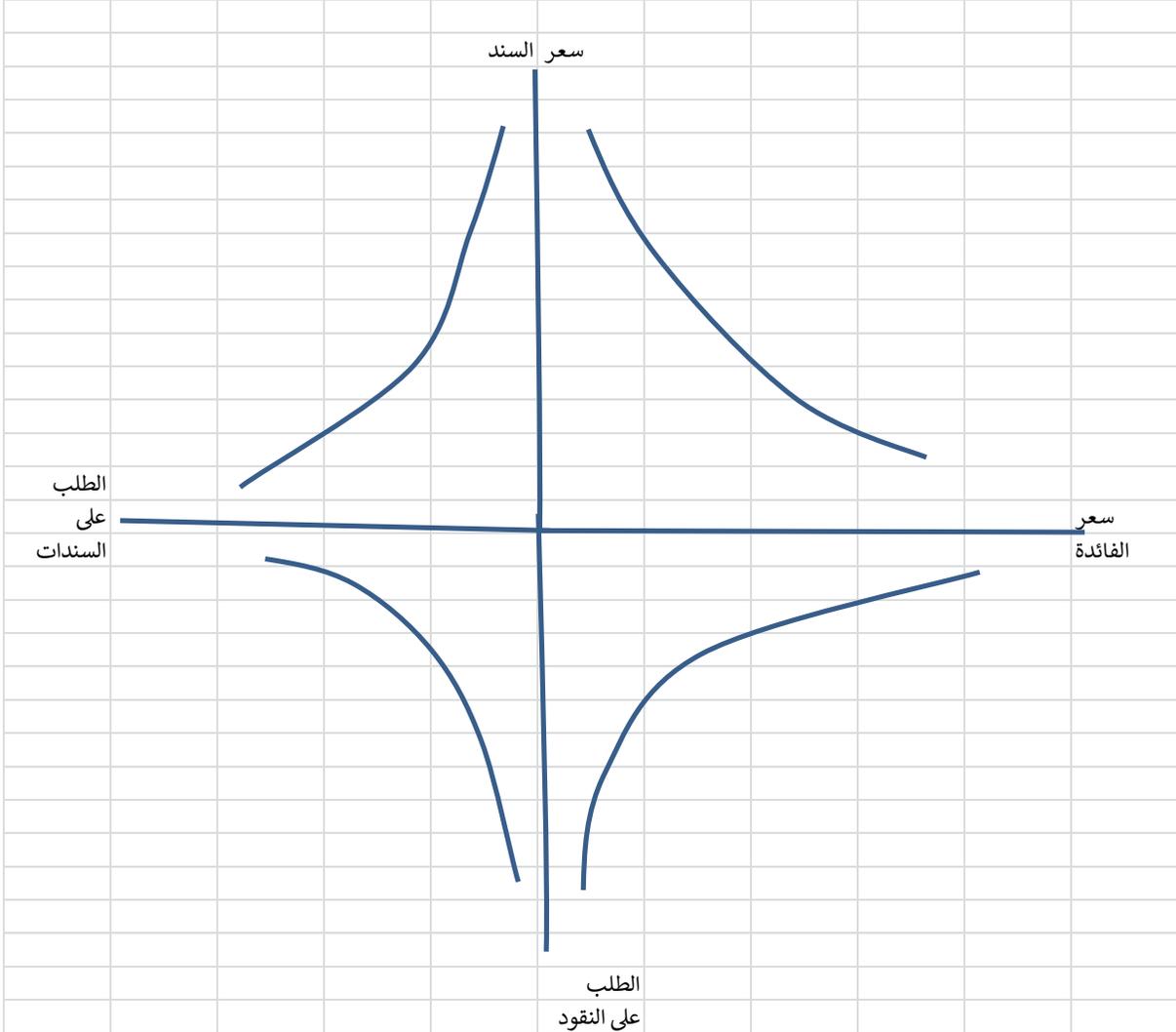
$$B = [d\{1 - [1/(1+r)^n]\}/r] + F[1/(1+r)^n] \dots\dots\dots(1)$$

ومن الواضح ان العلاقة عكسية بين سعر الفائدة ، الخصم، وسعر السند فعندما يرتفع  $r$  ينخفض مقدار الحد الأول وكذلك الثاني لينخفض سعر السند  $B$ . وفي حالة  $n$  ما لانهاية  $\infty$  والسند دائم Perpetual يختفي الحد الأيمن من المعادلة والمقدار  $[1/(1+r)^n]$  يصبح صفرا ليكون سعر السند او الأصل بصفة عامة:

$$B=d/r \dots\dots\dots(2)$$

الشكل رقم (6)

العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وسعر السند واسواق النقد والسندات



المصدر: إعداد الباحث.

والمعادلة الثانية هي التي تستخدم عادة لعرض العلاقة العكسية بين السند وسعر الفائدة ، علما ان السند الدائم كان يصدر في بريطانيا فعلا. ولفهم العلاقة العكسية بين الأصل وسعر الفائدة على نحو أبسط وأعمق نشير الى نظرية Turgo، الفرنسي من جماعة الفيزيوقراط، أواخر القرن الثامن عشر، حول نظريته في الربيع والتي تسمى التثمير Fructification. وهي ببساطة ان بوسع مالك الأرض تحويلها الى رأس مال ليحقق عائدا سنويا بمعدل r وهو سعر الفائدة، فكم تستحق الأرض سعرا. أن الأرض أصل دائم ، رياضيا، يبقى الى

ما لانهاية والعائد السنوي للأرض هو الربح A وعند العودة الى معادلة القيمة الحالية أنفا يكون سعر الأرض :  $P_L$

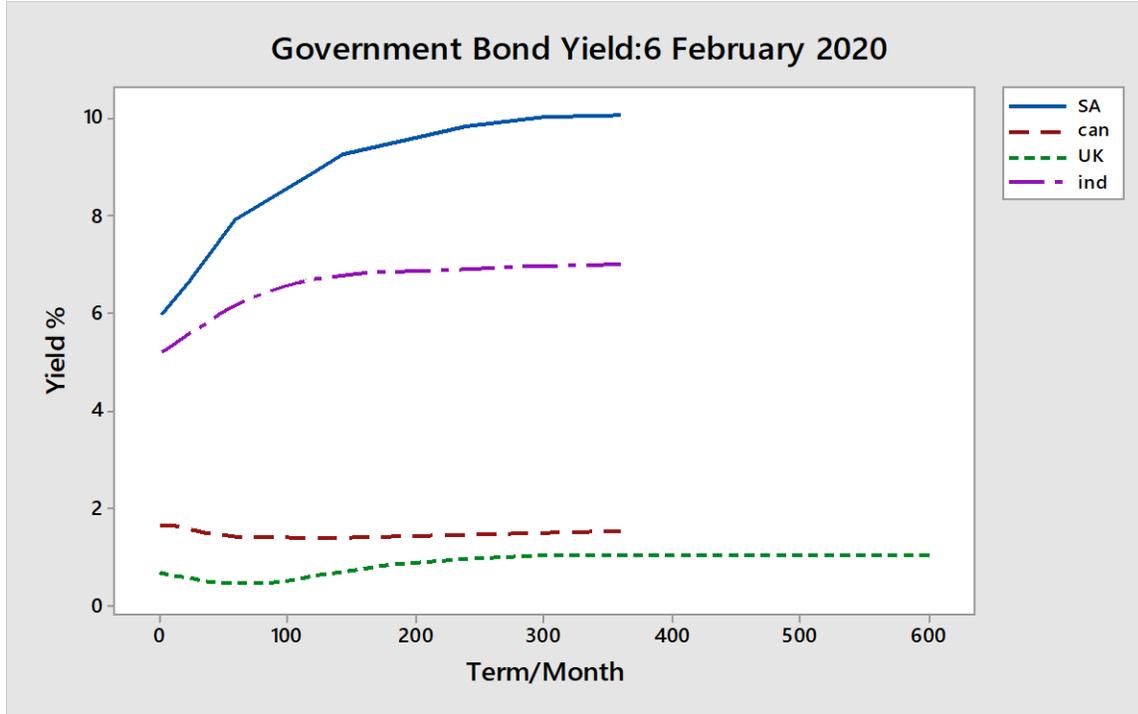
$$P_L = A/r \dots\dots\dots(3)$$

إذن علاقة سعر الأرض عكسية مع سعر الفائدة فلو كان الربح 1000 وسعر الفائدة 5% يكون سعر الأرض 20000 ، وعندما يرتفع سعر الفائدة الى 10% يكون سعر الأرض 10000، اما إذا إنخفض سعر الفائدة الى 2% يرتفع سعر الأرض الى 50000 . ويعبر الشكل التالي (6) عن المعادلة (2) ومعادلة سعر الأرض للاقتصادي الفرنسي Turgot (3):

إن تماثل السلوك بين السند والسهم تجاه سعر الفائدة المفترض في النموذج الكينزي طوره توبين فيما بعد إلى ما يسمى Tobin's q Theory. والرمز q عند توبين هو مقسوم القيمة السوقية للمنشأة على كلفة استبدال رأس المال، والمقصود بالقيمة السوقية للمنشأة مجموع قيمة أسهمها في السوق وكما أن سعر السند يرتفع مع انخفاض سعر الفائدة كذلك سعر السهم. وعندما يرتفع q تصدر المنشأة أسهما جديدة لتمويل أنشطتها الاستثمارية. والعكس صحيح عند انخفاض q لأن المنشأة في هذه الحالة تستطيع التوسع بشراء منشأة أخرى بأقل من تكاليف بناء طاقات جديدة بنفس الحجم. وقدم توبين بهذه النسبة، بين كلفة السوق وكلفة استبدال رأس المال، تفسيراً لاستمرار الركود بعد انهيار أسعار الأسهم عندما تصل، أحيانا، حتى الى 10 بالمئة من كلفة الاستبدال.

الشكل رقم (7)

منحنى العائد على السند الحكومي في السادس من شباط 2020 لأربع دول

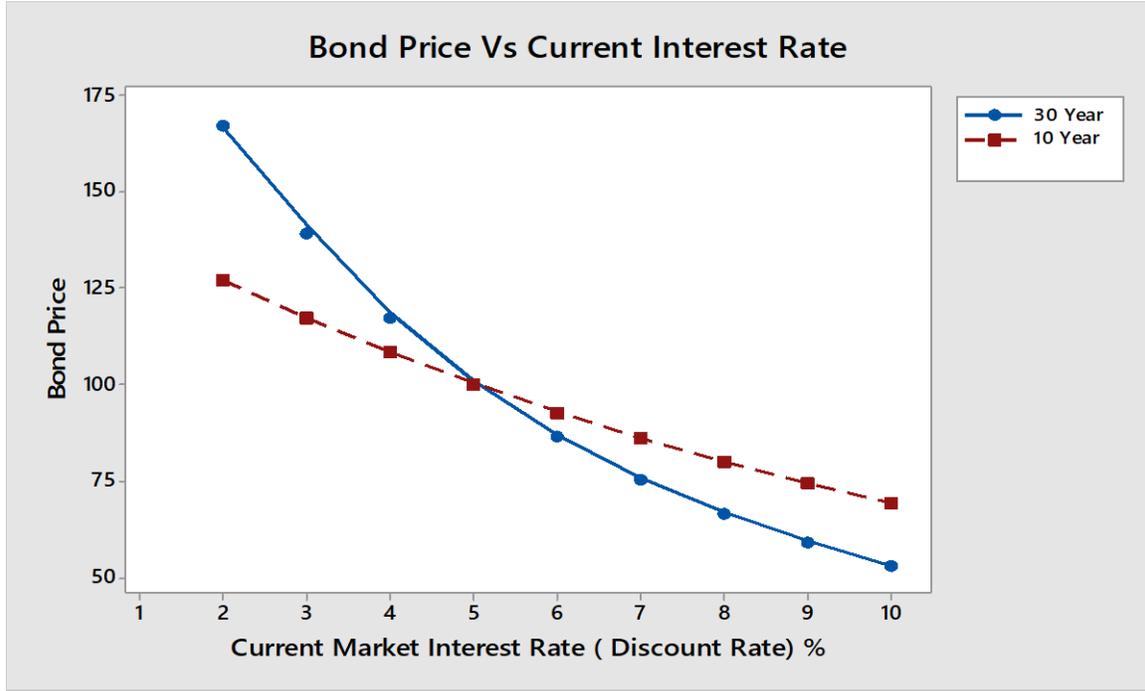


إعداد الباحث، من بيانات الموقع الإلكتروني World Government Bond .SA جنوب أفريقيا؛ can كندا؛ UK المملكة المتحدة ؛ ind الهند.

ومن هذه الزاوية تتدخل السياسة بالتوسع النقدي ( خفض سعر الفائدة و تيسير الائتمان) الذي يدفع الناس للبحث عن مجالات للإنفاق ومنها الأسهم فتعاود أسعارها الارتفاع ليتحرك الاستثمار وتدور العجلة.  
الشكل رقم (8)

سعر السند الحكومي لأجلين 30 سنة وعشر سنوات بأسعار فائدة مختلفة

مثال افتراضي إيضاحي



المصدر: إعداد الباحث. القيمة الاسمية المفترضة للسند 100 ، والقسيمة السنوية 5%.

### بنية سعر الفائدة: الآماد والمخاطر

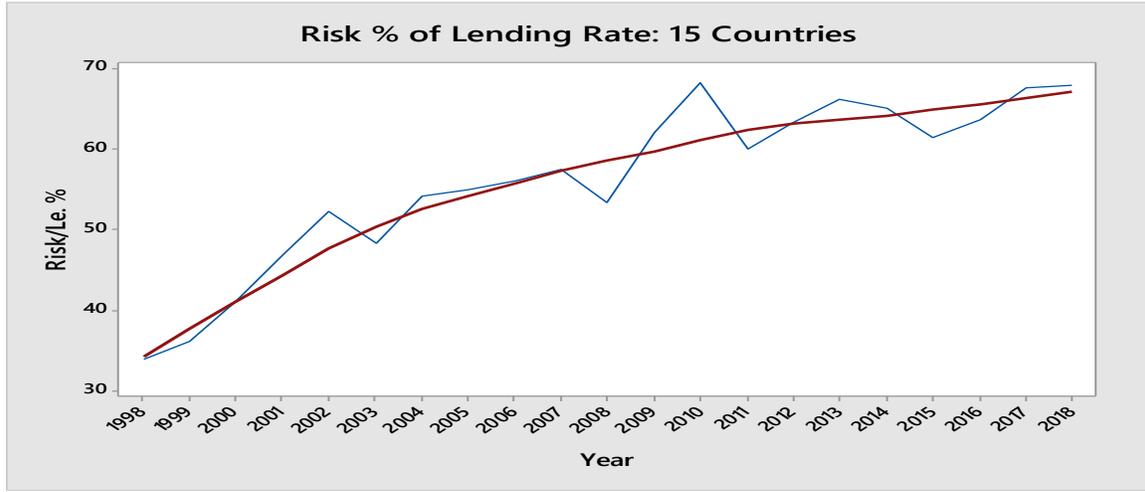
أسعار الفائدة على جميع السندات لمختلف آماها تنزع الى الارتفاع والانخفاض سوية، وبموجب التصورات النظرية السائدة، في النمط المرجعي، تحافظ أسعار الفائدة على المسافات النسبية بينها ارتفاعا وانخفاضا. إذ تكون أسعار الفائدة للأمد البعيد أعلى منها للأمد القصير، عادة، بيد ان الانقلاب وارد أحيانا ويُفسر بالاضطراب في اسواق المال، ويستدل من هذا الانحراف على اقتراب الاقتصاد من فتور او ازمة ليغذي التوقعات المتشائمة. ولذا تحرص السياسات، قدر الأمكان، على إستتباب النمط الاعتيادي في البنية الزمنية لسعر الفائدة أي تدرجها صعودا تبعا لأبتعاد وقت الاستحقاق.

تفسر نظرية التوقعات Expectation Theory سعر الفائدة في الأمد البعيد بتوقع المستثمرين ارتفاع سعر الفائدة قصير الأمد في المستقبل. ولذا، بموجب هذه النظرية، يتكافأ سعر الفائدة في الأمد البعيد مع متوسط العائد على إعادة الاستثمار بادوات قصيرة الأمد، او أن أدوات الاستثمار تتكافأ من جهة العائد بغض النظر عن الاماد. ولكن لماذا دائما يتوقع المستثمرون ارتفاع سعر فائدة الأمد القصير في المستقبل.

الاستثمار في الأمد البعيد يعني التخلي عن السيولة لمدة أطول أو عدم الأنتفاع من إحتمال ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل. ثم هناك علاقة بين الأمد الزمني للاستثمار والمخاطرة وبالتالي يتعذر الفصل بين هامش المخاطرة والأمد الزمني لكن النظرية تفترض عند معالجة أثر الأمد الزمني في سعر الفائدة ثبات أثر المخاطرة وهو تجريد لا بد منه للتظير. ويصح هذا التجريد في أدوات الدين عالية الجدارة الائتمانية مثل سندات الحكومات في الدول المتطورة والعميقة ماليا مثل الولايات المتحدة وفرنسا وبريطانيا واليابان وسويسرا ... ودول أخرى. الوقائع لا تؤيد ارتفاع اسعار فائدة الأمد القصير في الاتجاه العام بل ربما العكس هو الصحيح ومع ذلك تبقى اسعار الفائدة بعيدة الأمد اعلى منها للأمد القصير. ويمكن تعديل النظرية بالقول ان المستثمرين ينشدون أسعار فائدة أعلى للأمد البعيد لتجنب الخسارة عن ارتفاع سعر الفائدة للأمد القصير في المستقبل وهو الأقرب للقبول.

الشكل رقم (9)

المخاطرة نسبة من سعر فائدة الاقراض %

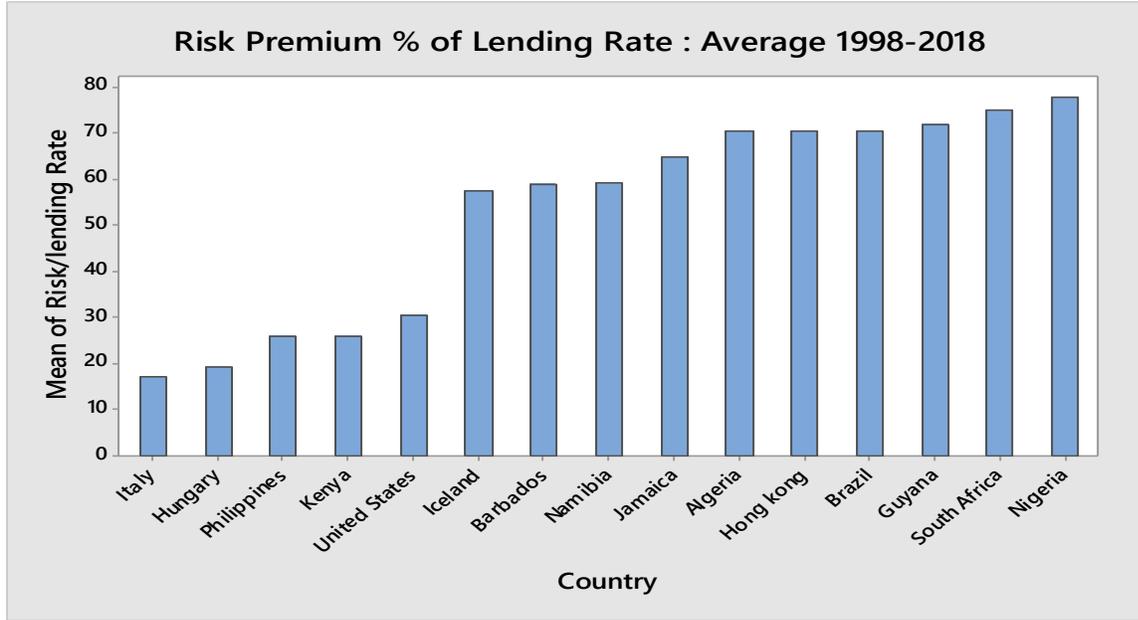


المصدر: إعداد الباحث، البيانات من موقع البنك الدولي WDI للسنوات 1998 الى 2018.

اما نظرية الأسواق المجزأة Segmented Markets Theory فتنتطق من اختلاف أهداف المستثمرين؛ وفي نظرهم، المستثمرين، ان السندات بآمد زمنية مختلفة ليست بدائل تامة أحداها للأخرى. وتبعاً لتلك الفرضيات لكل سند بآمد سوق خاص به ويتحدد سعر الفائدة بالعرض والطلب على تلك الفئة في سوقها. وهناك مؤسسات متخصصة بآمد دون سواه ، مثلاً، صناديق سوق النقد Money Market Mutual Funds تتعامل مع حوالات الخزانة وهي قصيرة الأمد سنة فما دون ولا يسمح لها إقتناء السندات الحكومية لأمد أطول. بينما شركات التأمين تستثمر بالأدوات بعيدة الأمد 20 سنة فأكثر. وتقدم هذه النظرية تفسيراً لارتفاع سعر فائدة السندات طوية الأجل فوق سعر فائدة حوالات الخزانة لكون المستثمرين في الأمد القصير أكثر بينما قلة منهم تتجه للاستثمار بعيد الأمد ، ولولا ان الأسواق متخصصة لما أمكن الحديث عن قلة هنا وكثرة هناك. تبقى تساؤلات لا تجيب عنها النظرية، في نظر البعض، مثل لماذا ترتفع اسعار فائدة ادوات الاستثمار قصيرة الأمد فوق نظيرتها للأمد البعيد أحيانا ؛ ولماذا أيضاً ترتفع أو تنخفض أسعار الفائدة معاً لجميع الأجل.

## الشكل رقم (10)

متوسط هامش المخاطرة نسبة من سعر فائدة الاقراض % لتمدة 1998-2018 في عينة من الدول



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من موقع البنك الدولي WDI للسنوات 1998-2018 .

والتفسير الثالث علاوة السيولة Liquidity Premium وفحواها ان المستثمر لا يفضل الأمد البعيد إذا تساوت العوائد اي عندما يكافيء سعر الفائدة للأمد البعيد سلسلة عوائد الاستثمار في الأمد القصير. وتتضمن هذه الاطروحة طلب علاوة للأمد البعيد فوق سعر فائدة الأمد القصير. وتدل تسمية النظرية ان الفرق هو ثمن إحتجاز السيولة لمدة طويلة. فلو صادف ان اسعار الفائدة إرتفعت فسوف تتحرر الأموال المستثمرة في حوالات الخزانة بعد مدة قصيرة لينتفع المستثمر من فرص السوق الجديدة. اما في حالة الاستثمار بعيد الأمد فسوف تنخفض الأسعار السوقية للسندات دون سعر الاصدار Face Value ولذا يضحى المستثمر بجزء من القيمة عند تسهيل سندات الأمد البعيد لإعادة الاستثمار بادوات جديدة. اما التفسير الذي نقتصره لأختلاف أسعار الفائدة حسب الأمد فيبينه، بمنتهى البساطة، الشكل (8) إذ لو فرضنا سعرا موحد في القسائم لجميع الأمد فإن نسبة القيمة الحالية للسند بعيد الأمد الى نظيرتها للسند قصير الأمد تنخفض مع ارتفاع سعر الفائدة الجاري. ولذا لا تتعادل الأقيام الحالية للسندات ، أسعارها، إلا بتفاوت أسعار الفائدة عليها، هذا بغض النظر عن المخاطر والأعتبارات الأخرى.

وبجانب عامل أختلاف الأجل ، أنفا، تتفاوت أسعار الفائدة لتفاوت المخاطر ومنها: مخاطرة الفشل الائتماني وهو إحتمال عدم وفاء المقترض بالألتزامات فيعجز او يمتنع عن سداد فوائد القرض او أقساطه جزءا او كلا. وتقدر المصارف التكاليف المحتملة للفشل الائتماني وتستوفي ما يعادلها بعلاوات على اسعار الفائدة على الدين الخالي من المخاطر لنفس الأجل. ولذا لا يظهر منحني العائد على السندات ، العلاقة بين العائد السنوي ومدة القرض، عندما يرسم من ديون مختلفة المخاطر بل عند ثبات عنصر المخاطرة. وايضا، كلما إزدادت سيولة السندات ينخفض سعر الفائدة بثبات أثر العوامل الأخرى وتقاس السيولة بسهولة البيع

وانخفاض تكاليفه. ترتفع أسعار الفائدة مع تزايد كلفة المعلومات وهو تعبير يتضمن تكاليف تقييم الائتمان من زاوية المخاطر ، ويندرج في هذا الباب عدم التأكد من الجدارة الائتمانية للمقترض إضافة على المشروع الذي يموله القرض او السند. وللضريبة دور في اسعار الفائدة لأن العبرة من جهة المستثمر بالعائد بعد الضريبة ولهذا يتوزع عبء الضريبة على المقترضين علاوات على أسعار الفائدة.

## الطلب على النقود

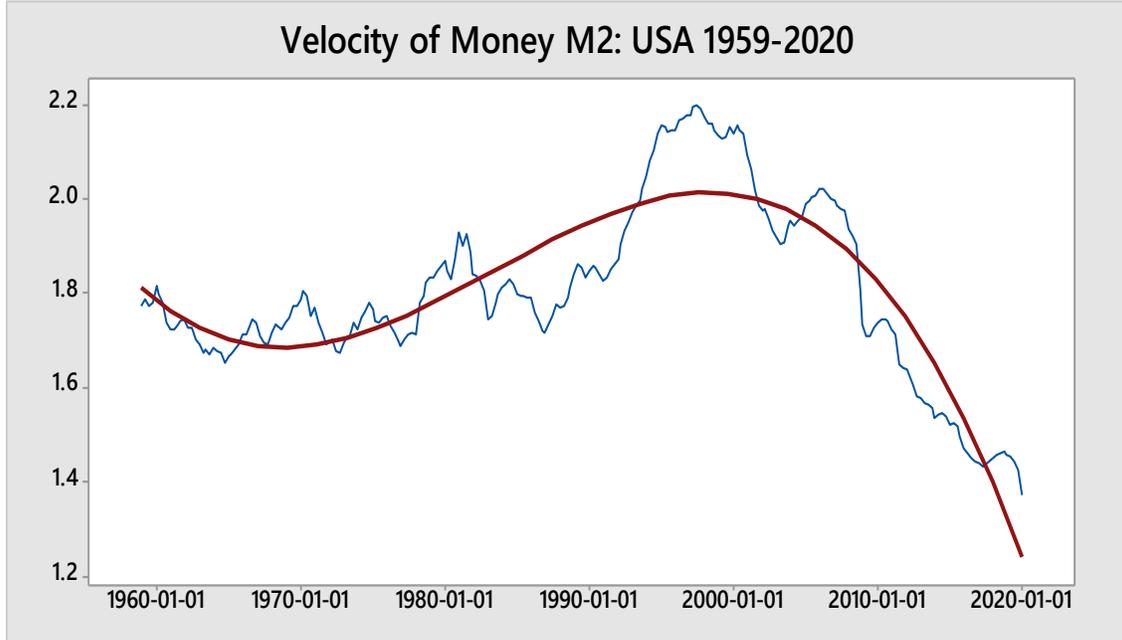
تتسع دراسة الطلب على النقود للكثير من مسائل النظر في الاقتصاد النقدي خاصة في علاقته بسعر الفائدة ومرونة الطلب مع الدخل الحقيقي، وسرعة دوران النقود. وكيف ينظر للطلب على النقود في توازن مع حيازة أنواع أخرى من الأصول. ومن جهة ثانية يفسر الاقتصاد النقدي حراك أسعار السلع والأصول بتغيرات الطلب على النقود. وايضا كانت هذه المسألة من محاور الخلاف بين المدارس كما سيتضح، وتهتم بها السياسة النقدية لأكثر من سبب.

## بين النظرية الكمية الكلاسيكية والأطروحة الكينزية

وضع الاقتصادي الأمريكي فيشر، Irving Fisher، نظرية كمية النقود الكلاسيكية في أوضح صيغة عام 1911 وينظر لها في الوسط ذي الميول الكلاسيكية بأنها دالة طلب على النقود و تكشف الخلل النقدي في أن واحد. بينما هي بذاتها متطابقة لا تؤدي لوحدها هذه المهام. وقد عرّف مجموع الأنفاق بأنه حاصل ضرب الأسعار  $P$  في كميات السلع والخدمات المنتجة  $Y$  أي  $P*Y$  و النتيجة هي الناتج المحلي الاجمالي النقدي ( الاسمي). ويسمى الرابط بين أرصدة النقود ومجموع الأنفاق متوسط سرعة دوران النقود :  $V=(P * Y)/M$ ، حيث  $M$  هي رصيد النقود الاسمية، ومن هذا التعريف ظهرت معادلة كمية النقود التي تسمى أيضا معادلة التبادل :  $M * V = P * Y$

وبين فيشر في حينه أن سرعة دوران النقود من المعالم المحددة مؤسسيا فمثلا استخدام الصكوك، وفي زماننا هذا كارت الائتمان والمستحدثات الإلكترونية الأخرى، تجعل كمية أقل من النقود تنجز نفس الحجم من المعاملات وبالتالي ترتفع سرعة دوران النقود  $V$ . ومن الواجب التذكير بان الصيغة الأصلية لفشر كانت تستخدم مجموع الصفقات  $T$  في مدة معينة و لتكن السنة، ولأن هذا المفهوم صعب القياس استبدل بالناتج المحلي الاجمالي الحقيقي  $Y$ . وعندما يفترض ان سرعة دوران النقود في الأمد القصير ثابتة، بمعرفتنا لكمية الأرصدة النقدية الاسمية ومعامل سرعة دوران النقود يتحدد الناتج المحلي الاجمالي النقدي. وبقسمة الأخير على المستوى العام للأسعار يكون الناتج الحقيقي قد تبين. أيضا، من جهة أخرى، عندما نبدأ بمستوى معين للناتج المحلي الاسمي وبقسمته على سرعة دوران النقود يكون الطلب عليها قد تحدد. وهكذا، يبدو هي متطابقة وليست علاقة سببية. ومع ذلك، وعلى بساطتها، فقد كانت التفاتة عبقرية لإيضاح مسألة كبيرة حتى ولو بالفهم الحسابي البسيط لما تنتهي اليه عمليات التفاعل النقدي – الحقيقي.

الشكل رقم (11)  
سرعة دوران النقود في الولايات المتحدة الأمريكية: بيانات فصلية



المصدر: إعداد الباحث، البيانات من FRED Economic Database.

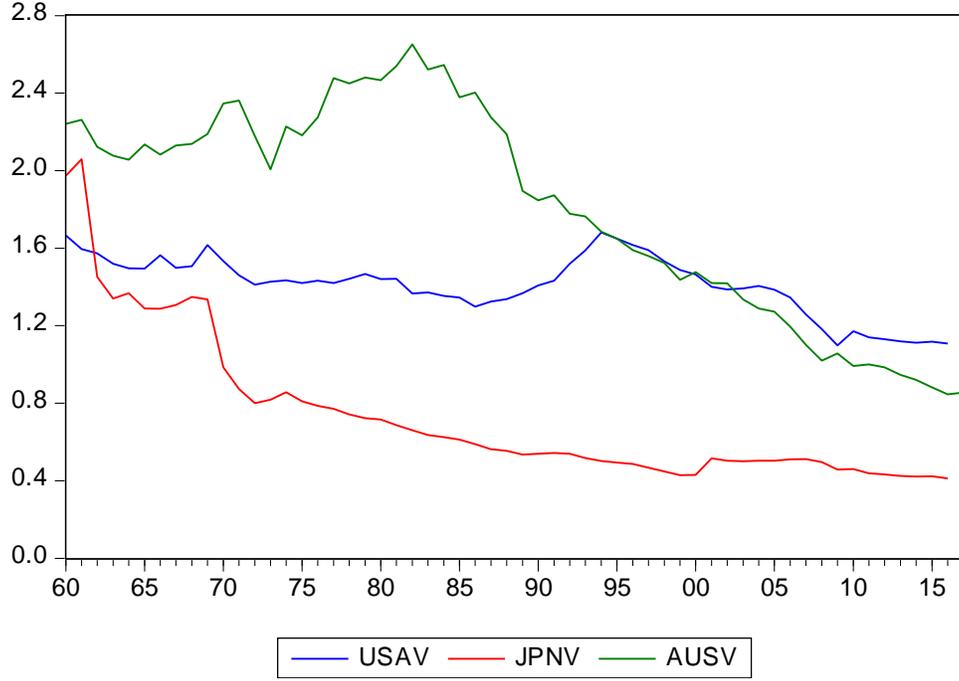
يتضح في الشكل (11) تذبذب سرعة دوران النقود بالتعريف الواسع، وتغيرات عنيفة وهبوط سريع بعد عام 2000 في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي الشكل (12) مسارات سرعة دوران النقود لثلاث دول، الولايات المتحدة واليابان وأستراليا، منذ عام 1960 حتى أحدث السنوات التي توفرت عنها بيانات، ولا تفيد تلك المسارات نزوع نحو متوسط مع احتمال تغير واسع في مدة قصيرة.

في الشكل (13) الفرق اللوغاريتمي للناتج المحلي الاجمالي والأرصدة النقدية M3 وكلاهما حقيقيان. يبدو ان تغيرات النقود أبعد مدى ، في الغالب، من تغيرات الناتج، والارتباط ضعيف وفي العقدين الأخيرين يبدو سالبا من عدم انسجام إتجاه الحركة. من هذه الوقائع وغيرها من الجائز النظر الى سرعة دوران النقود بانها متغيرة وعموما تتباطأ في الإتجاه العام مع إتساع تعريف النقود. ولو كانت سرعة الدوران ثابتة يكون التضخم مساويا للفرق بين نمو النقود ونمو الناتج الحقيقي بالتعريف:

$$MV=YP; \ln M+\ln V=\ln P+\ln Y; (dM/M)+(dV/V)=(dP/P)+(dY/Y)$$

## الشكل رقم (12)

سرعة دوران النقود

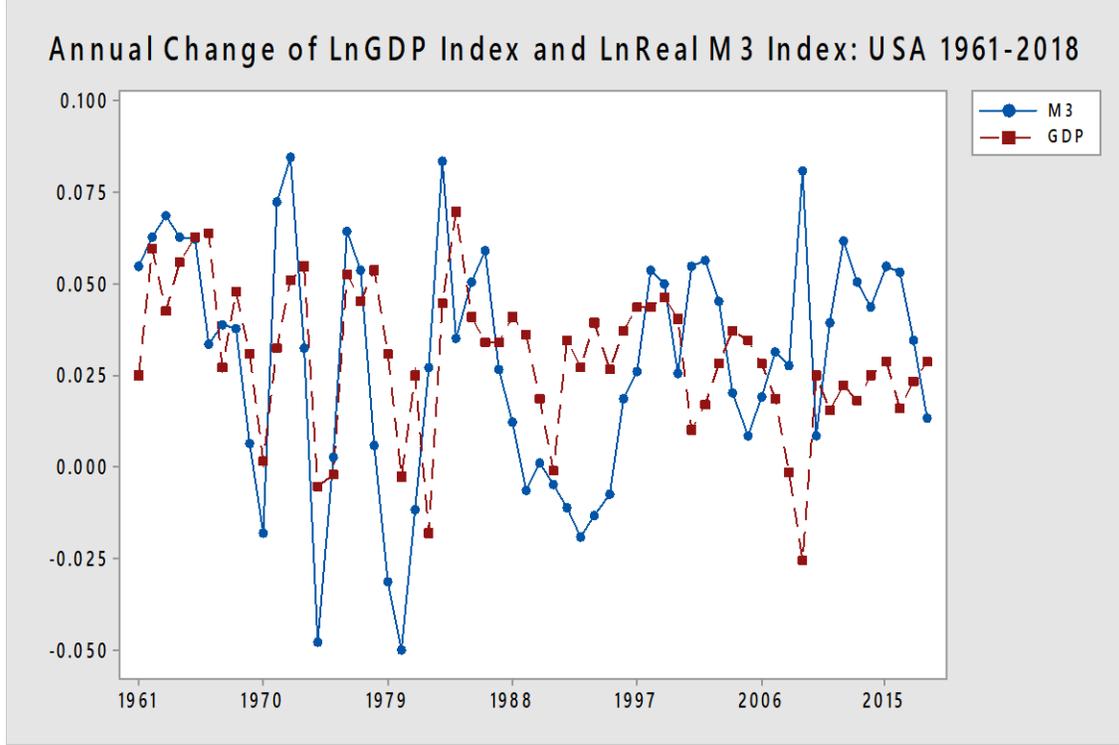


المصدر: إعداد الباحث.

المتطابقة في اليمين تقرأ أن التغير النسبي لكل من النقود وسرعة دورانها مجتمعان يعادلان مجموع التغير النسبي لكل من المستوى العام للأسعار والنتائج. وعلى فرض سرعة دوران النقود ثابتة يكون التضخم مساويا لنمو النقود مطروحا منه نمو الناتج. وللتحقق من هذه العلاقة ننظر في الارتباط بين إنحراف كل من نمو النقود والتضخم عن الاتجاه العام. والنتائج معروضة في الجدول (7) لدول متفاوتة التطور وللمدة 2017-1960. في تسعة دول من 21 كان الارتباط موجبا ومعنويا بمستوى دلالة 0.05 وادنى وهذه لا تكفي لتأكيد تفسير التضخم بالنقود.

وحسب السياق النظري للمتطابقة، ولأن الكلاسيك كانوا يعتقدون بالمرونة التامة للأسعار والأجور، عادة، أو غالبا، يعمل الاقتصاد عند الاستخدام الكامل للطاقة الانتاجية والعمل، وان الناتج الحقيقي أيضا ثابت في الأمد القصير. فاذا تضاعف عرض النقد، بثبات الناتج الحقيقي وسرعة دوران النقود، يتضاعف المستوى العام للأسعار. ولكن فيما بعد فسخ المجال نظريا بإمكان زيادة الناتج الحقيقي مؤقتا وليس في الأمد البعيد عند زيادة النقود. وفي الحالة الاستثنائية، في نظرهم، يتوزع أثر زيادة النقود بين الناتج الحقيقي والمستوى العام للأسعار. وفي الأطار الديناميكي ينمو الاقتصاد بنمو الطاقة الانتاجية الكلية عبر التراكم وتكون زيادة النقود مساوية لمعدل نمو الناتج المحلي الحقيقي والتضخم بثبات سرعة دوران النقود بيد ان ابحاث هذا الكتاب بينت، في مكان آخر، أن سرعة دوران النقود ليست ثابتة بل هي متغيرة و تؤيد الاختبارات الإحصائية هذا التغير سواء عند تعريف النقود بالمعنى الضيق أو الواسع.

الشكل رقم (13)  
التغيرات السنوية في اللوغاريتمات الطبيعية للناتج المحلي الاجمالي الحقيقي  
والأرصدة النقدية الحقيقية M3 في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1961-2018



المصدر: إعداد الباحث. البيانات من FRED Economic Database. بيانات الناتج المحلي الحقيقي GDP والأرصدة النقدية الحقيقية M3 حولت الى ارقام قياسية قبل معالجتها، لأزالة الخلاف بوحدات القياس وتسهيل مقارنة التغيرات.

وقد تحول الاقتصاد المعاصر تدريجياً بحيث أصبح التعريف الواسع للنقود هو الأكثر تمثيلاً لأداء هذا المتغير ما يعكس التعميق المالي المستمر والذي كان متسارعاً في العقود الثلاثة الأخيرة. وبينت أبحاث أخرى رجحان عدم ثبات سرعة دوران النقود بالتعريف الضيق والواسع، للأمد القصير والبعيد، خلال فترة طويلة بين عام 1915 و عام 2002 ( Mishkin, p520 ). وسوف يتضح من دراسة بيانات العراق، في هذا الكتاب أن سرعة دوران النقود قد تتغير بمديات واسعة حتى أن الارصدة النقدية الحقيقية قد تتناقص لسنوات متعاقبة ما يجعل معادلة كمية النقود والنقود ذاتها ليست ذات دلالة قطعية، ويستبعد أن تشكل قيوداً على حركة المستوى العام للأسعار .

## الجدول رقم (5)

الارتباط بين انحرافات التضخم ونمو النقود M2 عن الاتجاه العام للسنوات 1960 – 2017

الدولة	البرازيل	كندا	سويسرا	كولومبيا	الأكوادور	مصر	بريطانيا
الارتباط	0.638	0.148	(0.359)	0.663	(0.111)	0.490	0.057
مستوى الدلالة	0.000	0.316	0.007	0.003	0.415	0.000	0.675
الدولة	تركيا	الولايات المتحدة	باكستان	اندونيسيا	الهند	ايران	نيوزيلاندا
الارتباط	0.898	0.229	0.137	0.139	(0.019)	0.072	0.508
مستوى الدلالة	0.000	0.090	0.309	0.347	0.892	0.608	0.000
الدولة	ماليزيا	المغرب	اليابان	نيجيريا	المكسيك	كوريا الجنوبية	استراليا
الارتباط	0.441	0.557	0.107	0.251	0.609	(0.127)	0.400
مستوى الدلالة	0.001	0.000	0.435	0.062	0.000	0.348	0.002

المصدر: إعداد الباحث؛ البيانات من موقع البنك الدولي WDI.

ولقد ظهر تباطؤ سرعة دوران النقود خلال السنوات الأخيرة في العديد من البلدان بحيث ان النمو الاقتصادي والتضخم لا يستغرقان تغير كمية النقود. وهذه الظاهرة تقلل من قيمة المعلومات التي يقدمها متغير النقود. ومن جهة أخرى عدم كفاية الناتج الحقيقي والأسعار في تقدير الطلب عليها، بمعنى ان:  $M = (PY)/V$  ليست مستقرة و التي ينظر اليها على أنها دالة طلب على النقود على افتراض ثبات  $V$ ، وعادة تصاغ شكليا بصفة دالة طلب على النقود عند ابدال  $1/V$  بمعامل  $k$  لتكتب:

$$Md = k (PY)$$

والتي تسمى معادلة Cambridge البريطانية وقد طورت بالتزامن تقريبا مع محاولة فيشر، الا إنهم أضافوا دافع الاحتفاظ بالنقود مخزنا للثروة الى جانب التبادل ولم يغيروا مدخلات العلاقة، ربما لأن الدخل هو أيضا يعبر بشكل ما عن الثروة كما ظهر فيما بعد بمحاولة فريدمان لأعاده صياغة النظرية الكمية. والملاحظ في الحالتين لا دور لسعر الفائدة في الطلب على النقود.

وقد انطلق كينز في انتقاد النظرية الكلاسيكية الكمية من عدم ثبات سرعة دوران النقود. وهي ملاحظة ذكية لأنها أسست لأطروحة بديلة انطلاقا منها. وذلك ليقترح سعر الفائدة من محددات الطلب على النقود. وهو لم يعترض على الفهم الكلاسيكي للطلب على النقود من أجل المبادلات وان كمية النقود المطلوبة لهذا الغرض متناسبة مع حجم الصفقات، أو الناتج الكلي، لكنه اضاف دوافع أخرى للاحتفاظ بالنقود: السيولة، الى جانب دافع الدخل وهو ما يتعلق بالمستهلكين خاصة، ودافع الأعمال والذي قد ينصرف الى الجزء النقدي من رأس المال التشغيلي عندما يترجم عمليا، ودافع الاحتياط وهو عام، ودافع المضاربة، والأخير، ربما، هو الأوثق ارتباطا بما سمي الشرط الضروري لتفضيل السيولة.

وقدم هذا التصنيف أدوات تحليل فعالة تساعد على توصيف دالة الطلب على النقود ما فسح المجال لمناقشات مفتوحة على الاختبارات التجريبية كما فعل ميلتون فريدمان عندما حاول بيان ضعف تأثير سعر الفائدة في طلب النقود. وفي رايها، لم يختبر فريدمان تماما الفرض الكينزي لأن الأخير تحدث عن عدم التأكد حول مستقبل سعر الفائدة وليس سعر الفائدة الجاري بالذات ومن هذه الزاوية تأتي أهمية دوافع التحوط والمضاربة.

دافع المضاربة، كما لدى كينز، وثيق الصلة بسعر الفائدة وبالتالي عرض النقود. لكن المقصود بالسيولة يبقى مهماً لأن الودائع الجارية في المصارف التي تُعد سيولة تامة، كما في تعريف النقود بالمعنى الضيق، تختلف عن العملة المحفوظ بها خارج الجهاز المصرفي، لأنها في مأمن من مخاطر إخفاق المصارف أو إجراءات تقييد السحب على الحسابات الجارية لأي سبب. فهي من الناحية أكثر سيولة وأكثر اماناً، بيد أن الحسابات الجارية تجعل عمليات الدفع والمقاصة أيسر وهذه من التسهيلات المطلوبة في الاقتصاد المعاصر. وثمة مشكلة تثيرها المدرسة النمساوية بشأن الحسابات الجارية كونها من الناحية المبدئية أموالاً ليست معدة للإقراض لكن المصارف تعاملها من جملة مصادر تمويل الائتمان الذي تمنحه للحكومة و القطاع الخاص.

وترى، تلك المدرسة، في هذا السلوك سبباً رئيسياً لأزمات المصارف والاضطراب الذي ينشأ من القطاع المالي وتقتصر أن تخضع الحسابات الجارية للاحتياطات الإلزامية 100 بالمائة. يعني الاحتفاظ بالسيولة استجابة لدوافع الأعمال والدخل والتحوط التي أوردتها التحليل الكينزي لا يستقيم عملياً إلا عندما يقصد بالسيولة النقد Cash بالمعنى الحرفي وخارج المصارف. أما الودائع الجارية فهي من وجهة نظر مالكي الثروة سيولة لكنها عند المصارف من جملة الأموال المعدة للإقراض. ولا تنتقص هذه الملاحظات من فاعلية مبدأ تفضيل السيولة. لأن كمية النقود عند كينز هي الحيابة الفعلية للنقد Cash بمعنى تضمين أرصدة الحسابات الجارية في ذلك المفهوم، ربما، لأن المصارف تتحوط بتهيئة العملة التي تتوقع حاجة الزبائن إليها وما يفيض عنها تعيد إيداعه في البنك المركزي.

وعندما ينظر إلى الادخار بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي وظف لشراء موجودات (Cencini p165) ينبغي في هذه الحالة النظر إلى أرصدة النقود بأنها من جملة هذه الموجودات، والادخار هو جزء من الدخل، أي قيمة السلع والخدمات النهائية، ولا يتحقق التوازن إلا عندما تنتهياً وسائل تمويل كافية لشراء ذلك الجزء المتاح من الدخل المدخر ويضطلع القطاع المالي بهذه المهمة. أي أن الأرصدة النقدية الإضافية العاطلة، الاكتناز، Hoarding، قد جرى تعويضها بوسائل تمويل من مكان ما كي يتحقق التوازن والذي يتضح حسابياً عند تجميع وتوحيد وتسوية Consolidate ميزانيات جميع القطاعات لتكون الميزانية الموحدة متطابقة تماماً.

وبهذا المعنى لا يكون الادخار انقاصاً من الطلب لأنه لا ينعكس من القوة الشرائية المتاحة لاستيعابه. ومن هذه الزاوية يأتي دور المصارف والأسواق المالية، والبنك المركزي ضمن منظومة قطاع المال. إذ ينظر إلى العملة المحفوظ بها خارج المصارف كأنها شهادة إيداع لدى البنك المركزي وهي فعلاً مطلوبات عليه. يرى Palley أن كينز في مؤلفه بحث حول النقود Treatise on Money لعام 1930 ميز بين دورتين للنقود، المالية والتي تتجه لشراء الأصول وما يحتفظ به، والحقيقية التي تستخدم لإنجاز المبادلات السلعية وتعتبر عنهما المعادلة:

$L_d(i, y) = L_F(i, y) + L_R(y)$  ، حيث الجزء الأيسر هو الطلب على النقود دالة بسعر الفائدة  $i$  والدخل  $y$  ، و  $L_F(i, y)$  هو الطلب على النقود للدورة المالية دالة بسعر الفائدة والدخل، والجزء الأخير هو الطلب على النقود للدورة الحقيقية دالة بالدخل. وكان يرى أن كمية النقود معطاة ولكن تخصيصها حسب القطاعات داخلي أي تحكمه متغيرات الدخل وسعر الفائدة. أما في النظرية العامة فقد ميز بين دوافع المعاملات والتحوط ولهما الجزء  $L_1(y)$ ، والطلب على المضاربة ويعبر عنه  $L_2(i)$  وللمرور ذات المعاني أنفا :

$$L_d(i, y) = L_1(y) + L_2(i)$$

ينظر كينز إلى الطلب على النقود بأنه طلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، وأن السندات هي البديل عن الاحتفاظ بالنقود لغير دافع المعاملات. ولذلك جاءت معادلة الطلب على النقود الكينزية دالة لتفضيل السيولة وهي تعديل على معادلة كمية النقود بإضافة سعر الفائدة :

$$Md/P = f(i, Y)$$

وان سعر الفائدة يؤثر سلبيا في الطلب على النقود، بثبات اثر العوامل الأخرى، فعندما ترتفع تخفض الطلب على النقود لأن الحائزين يفضلون الاحتفاظ ببدايل النقود في هذه الحالة. ولهذا يقال ان سعر الفائدة ظهر في دالة تفضيل السيولة استجابة لدافع المضاربة. أما الدخل الحقيقي فيؤثر ايجابيا في الطلب على النقود وزيادته تستدعي رفع الطلب على النقود لأجراء المعاملات وخدمة الدوافع الأخرى المرتبطة بالدخل ومنها التحوط، أو ان الدخل متغير نائب عنها. وتتضمن دالة تفضيل السيولة أعلاه تغير سرعة دوران النقود، اذ مع نفس المقدار من الدخل الحقيقي عندما يرتفع سعر الفائدة يقل الطلب على النقود، ولأن الطلب على النقود يساوي عرضها فعند التوازن نصيح مع نقود أقل عند نفس المستوى من الدخل، أو دخل أعلى عند نفس الكمية من النقود وهو الأظهر، كما سيتضح، و في الحالتين ترتفع سرعة دوران النقود مع ارتفاع سعر الفائدة، حينما يتأكد اثر جوهري لسعر الفائدة على النقود.

ثمة إشكال حول دور سعر الفائدة في دالة تفضيل السيولة، هل هو الفعلي ام المتوقع. اذا توقع حائزو الأسهم ان سعر الفائدة سوف يرتفع، وبما ان السعر الجديد هو، في نفس الوقت، سعر خصم للسندات فسوف تنخفض قيمتها الحالية وتبعا لذلك أسعارها في السوق. لذلك يتخلى عنها الحائزون تفضيلا للسيولة عليها انتظارا لأسعار الفائدة الجديدة. ولذا يقال ان الطلب على النقود ينخفض عند توقع ارتفاع اسعار الفائدة. وللتنسيق بين هذه العلاقة ودالة تفضيل السيولة الكينزية يمكن القول ان توقع ارتفاع اسعار الفائدة يكافئ انخفاض سعرها الفعلي والعكس بالعكس. وعندما تتعزز توقعات السوق بارتفاع أسعار الفائدة تنخفض سرعة دوران النقود والعكس صحيح. وهكذا هيا لنا سعر الفائدة أدوات اضافية لدراسة الطلب على الأرصة النقدية وتقلبات سرعة دوران النقود. ان زيادة سرعة دوران النقود مع نفس المقدار منها يعني اما زيادة الناتج الحقيقي او المستوى العام للأسعار او التضخم المتوقع.

### منهج توازن الحافظة في الطلب على النقود

تؤكد نظرية حقيقية الأصول أو المحفظة Portfolio الاستثمارية وظيفه النقود لخرن القيمة. وتنطلق من اختلاف العوائد والمخاطر التي تقدمها النقود مقارنة بالأصول الأخرى. وتقوم نظرية المحفظة على التشكيلة المثلى لخفض المخاطر وتعظيم العوائد وهناك مقايضة لا بد منها بينهما، والتنوع أحد أهم وسائل خفض المخاطر وليس له بديل. ومن التوصيفات الشائعة لدالة الطلب على النقود ضمن المحفظة إن حائزي الأصول أو أصحاب الثروة يفاضلون بين النقود والأسهم والسندات. وتخضع تلك المفاضلة لقيد الموارد المتاحة والمتمثل بمجموع الثروة التي بحوزتهم:  $(M/p)_d = L(r_s, r_b, E_p, W)$  حيث  $M$  النقود،  $P$  المستوى العام للأسعار،  $(M/p)_d$  الأرصة النقدية الحقيقية المطلوبة،  $r_s$  معدل العائد الحقيقي المتوقع على السهم،  $r_b$  معدل العائد الحقيقي المتوقع على السند،  $E_p$  التضخم المتوقع،  $W$  الثروة الحقيقية (Mankiw , p 557).

وينطوي مثل هذا التوصيف على مشكلة كون معدلات العوائد الحقيقية المتوقعة على الأسهم والسندات تتضمن التضخم المتوقع بالتعريف، ولو اعتمدت معدلات العوائد الاسمية المتوقعة بدلا من الحقيقية تصبح المشكلة أكبر إذ تتضمن ارتباطا خطيا متعددا صريحا فيما بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity وقد يبرر التوصيف أنفا باستقلال العوائد الحقيقية عن التضخم. ومن جهة أخرى وجود مجموع الثروة ضمن منظومة المتغيرات التفسيرية يجعل الدالة أنفا صيغة مختزلة. لأن مجموع الثروة قيد أي أن الأصل وجود دالة يراد تعظيمها بشرط الإذعان للقيد وهو عدم تجاوز النقود وقيم الأسهم والسندات، وعناصر أخرى مثل خزين السلع والموجودات الحقيقية لمجموع الثروة. وقد تعرف الثروة في النطاق المالي فقط لأن موضوع المفاضلة تخصيص الثروة المالية فيما بين الأصول المالية والنقود من جملتها.

ويرتبط الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية في أنفا سلبا مع التضخم والعوائد الحقيقية لكل من الأسهم والسندات، وتكون علاقته موجبة فقط مع الثروة الحقيقية. وتبقى هناك مسألة العلاقة بين العوائد على السندات والعوائد على الأسهم لأن الغالب الأعم على طلب الأسهم أخذ المكاسب الرأسمالية بالاعتبار أي توقع ارتفاع سعر السهم و ليس عوائد ملكيته من أرباح الشركة، ولهذا يوجد نوع من العلاقة بين عوائد الأسهم وعوائد السندات تعترض الأساليب الإحصائية في تقدير تلك الدالة.

وعندما يقصد النقود بالمعنى الواسع، أرى من الأنسب إضافة سعر الفائدة على الودائع الثابتة و الودائع الزمنية الى منظومة المتغيرات التفسيرية. وهنا تبرز أهمية إعادة النظر في معنى العلاقة العكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة فالمقصود سعر الفائدة على بدائل النقود.

وعندما ينظر الى النقود بأنها من جملة الأصول فإن مكوناتها من عملة في التداول وودائع بأنواعها هي أصول فرعية لان الطلب على النقود أو التخلي عنها لا ينفصل عن قرار تشكيل المحفظة الاستثمارية. ولأداء سوق المال وكفاءته، وما ينتقص منها، دور في تشكيل المحفظة. ولذلك تهتم الدراسات الأحدث بالاحتكاك، وهي مفردة للتعبير عن مختلف أشكال الإعاقة والعراقيل. وتبسيطا ينظر المستثمر إلى تكاليف الصفقات والضرائب وتقلبات أسعار الأصول الى جانب العوائد المتوقعة ليقرر مدى حيازته لهذا الأصل أو ذاك والوزن النسبي للأصل في المحفظة. وبما أن المخاطر والعوائد والتكاليف كلها نسبية فالمسألة، في النهاية، هي أوزان مكونات المحفظة.

وتصنف المعرقلات (الاحتكاكات) إلى: تكاليف الصفقات، والضرائب، والضوابط التنظيمية (Regulations)، وعدم قابلية الأصول للانقسام مثل العقارات والشركات غير المساهمة، وأصول غير القابلة للإتجار. ويشار في الأدبيات المعاصرة إلى رأس المال البشري بانه من الأصول غير القابلة للإتجار، ومشاكل المعلومات، والوساطة والفصل بين الادارة والملكية والتي تسمى مشكلة التناقض بين مصالح الأصيل و أهداف الوكيل **Principal-Agent Problem**.

في العراق مثلا يوجد الكثير من الأصول العقارية غير القابلة للإتجار بسبب متعلقات الأثر أو التزامات اجتماعية. ولا يستهان بمشاكل نقص المعلومات والوساطة (الدلالة) والادارة نيابة عن المالك، والإجراءات البيروقراطية لتحويل الملكية، والخوف من عدم الوفاء بالالتزامات التعاقدية وعوامل أخرى تعمل باتجاه تخفيض سيولة الأصول الحقيقية، وحقوق الملكية خارج الشركات المساهمة، وتقيد تشكيل المحافظ الرأسمالية لصالح النقود واشباهها.

وتشمل تكاليف الصفقات نفقات إجراء المعاملة التجارية وكلفة الفرصة البديلة للوقت المطلوب لتجميع المعلومات والاتصال بالبائعين (أو المشتريين) المحتملين. وربما تسهم الوسائط الإلكترونية للوصول إلى المعلومات أو إجراء المدفوعات في تخفيض هذا الجزء من التكاليف.

في دراستهم لدالة الطلب على النقود لمنطقة اليورو (Hall, Stephen G., et al) أرجعوا عدم استقرار الدالة لغياب متغير الثروة من منظومة التفسير. وعندما انطلق نظام اليورو مطلع عام 1999 تبني هدف السيطرة على نمو عرض النقد المعرف M3 بمعدل 4.5 بالمائة سنويا. وكانوا قد أولوا هذه المسألة عنايتهم لاعتمادهم بانسجام ذلك الهدف مع استقرار الأسعار للأمد المتوسط. وباستثناء فترة قصيرة بين منتصف عامي 2000 و 2001 تجاوز نمو النقود المؤشر المرجعي أنف الذكر بين 2 إلى 5 بالمائة سنويا. ومن بين الأفكار التي طرحت آنذاك بأن التحولات في توازن المحفظة Portfolio والتي تنعكس في عدم استقرار الطلب على النقود أدت الى ذلك الانحراف. وتركز الانتباه نحو انخفاض أسعار الأسهم وتذبذبها الذي عزز الميل صوب النقود. وقاد هذا النقاش إلى أهمية تحسين بيانات الثروة المالية والعقارية كي تضاف إلى جانب الدخل والفائدة. واتجه هول و زملاؤه (ibid, p7) إلى نموذج لتوازن المحفظة على خطى برينارد وتوبين Brainard - Tobin بخصوص أهمية العائد الحقيقي على الأسهم والدالة هي:

$$M-P = f(y, w, r_m - \rho, r_e - \rho)$$

حيث  $M$  اللوغاريتم الطبيعي للنقود الاسمية  $M3$ ،  $P$  اللوغاريتم الطبيعي للمستوى العام للأسعار،  $y$  اللوغاريتم الطبيعي للدخل الحقيقي،  $w$  اللوغاريتم الطبيعي للثروة،  $r_m$  معدل العائد على النقود،  $r_e$  معدل العائد على الأسهم،  $\rho$  المعدل المتوقع للتضخم. وبافتراض التجانس الصفري للعوائد، أي إن تغييرها بنفس النسبة يُبقي القيم الحقيقية كما كانت، تبسط الدالة وبنفس التعاريف السابقة للمتغيرات إلى :

$$M-P=f(y, w, r_e - r_m)$$

والعلاقة طردية مع كل من  $y$  ،  $w$  وعكسية مع  $r_e - r_m$ . ولعدم توفر بيانات عن الثروة استخدموا نسبة الأسعار الحقيقية للأسهم إلى الدخل الحقيقي. وجرى التقدير بنموذج يجعل أرصدة النقود الحقيقية، والدخل الحقيقي، ومقسوم الثروة على الدخل متغيرات داخلية، أي تابعة، وبقية المتغيرات إضافة على سعر النفط تفسيرية أي خارجية، مع متغيرات وهمية لالقاط تغيرات أسعار العقار، والبيانات المستخدمة للتقدير فصلية.

وقدر النموذج على طريقة متجه تصحيح الخطأ والذي يحتوي فروقات المتغيرات إضافة على متغيرات المستوى. وتوصلت الدراسة إلى دعم أطروحة تأثير الثروة في الطلب على النقود. ولكن الذي يستنتج من مجموع المحاولة إن الطلب على النقود سلوك معقد من الصعب اختزاله في معادلة كمية النقود أو حتى دالة تفضيل السيولة، وأظهرت البيانات التي عرضها انخفاض منتظم في سرعة دوران النقود  $M3$ .

تقوم نظرية المحفظة على مفاضة المخاطر بالعوائد أي كلما كانت المخاطر أعلى ارتفع معدل العائد المطلوب لقبول تلك المخاطر، والتي تعرف عادة بتذبذب العوائد. ويقيم الأصل في المحفظة بالعوائد، وهي عنصر موجب، والمخاطر وهي عنصر سالب. وتوجد تشكيلات مختلفة من العوائد والمخاطر، خط الفرص، في السوق يعبر عنها خط العلاقة بينهما أي كيف يمكن زيادة العوائد بقبول مخاطر أكبر أو الفرص المتاحة لمختلف مستويات العوائد مع المخاطر المرتبطة بها. وهناك تفضيلات الأفراد، اختياراتهم من العوائد في مقابل المخاطر، يمثلها منحنى سواء المنفعة أي التشكيلات المختلفة من المخاطر والعوائد التي يرونها متكافئة، والاختيار الأمثل هو في التشكيلة التي تتطلب أقل ما يمكن من الموارد للوصول إلى مستوى معين من المنفعة ويكون عند نقطة التماس بين منحنى سواء المنفعة وخط الفرص أنف الذكر. وللتبسيط نتصور أن الثروة  $W$  تتألف من نقود  $M$  وسندات  $B$  وتوجد مختلف النقاط الممكنة من  $M/(M+B)$  وإزاء هذه النسب، التشكيلات، عوائد  $u_w$  وفي نفس الوقت مخاطر  $\sigma_w$  :

$$\mu_w = f_u(m/w) ; \sigma_w = f_\sigma (M/W)$$

و منهما ستكون علاقة بين العوائد والمخاطر، خط الموازنة، ودالة منفعة :

$$\sigma_w = \mu(\mu_w) = \lambda \mu_w \quad \text{خط الموازنة}$$

$$d\sigma_w/d\mu_w = \lambda \quad \text{ميل خط الموازنة.}$$

$$U = u(\mu_w, \sigma_w) \quad \text{دالة المنفعة}$$

$$dU = (\partial U/\partial \mu_w) d\mu_w + (\partial U/\partial \sigma_w) d\sigma_w = 0 \quad \text{منحنى سواء المنفعة}$$

الميل الحدي للإحلال بين المخاطر والعوائد هو ميل دالة المنفعة:

$$d\sigma_w/d\mu_w = - (\partial U/\partial \mu_w)/(\partial U/\partial \sigma_w)$$

وتكون المحفظة المثلى عند التساوي بين ميل خط الموازنة مع ميل منحنى سواء ، أي التماس بينهما:

$$d\sigma_w/d\mu_w = - (\partial U/\partial \mu_w)/(\partial U/\partial \sigma_w) = \lambda$$

وعند تخصيص الثروة بين النقود والسندات ولأن النقود خالية من المخاطر لذلك ترتبط عكسيا مع حصة النقود من الثروة بينما تزداد العوائد طرديا مع حصة السندات. ولشكل دالة المنفعة أي تغيير التفضيل النسبي مع تغير النسب أثر في تعيين توازن المحفظة، أي لولا تناقص منفعة الإيراد الحدي وتزايد أضرار الخطر

الحددي حسب تقدير صاحب الثروة لا يفسر نظريا الاحتفاظ بالنقود والسندات في آن واحد. وطالما يمثل سعر الفائدة العائد فلا بد من انخفاض نسبة النقود في المحفظة مع ارتفاع سعر الفائدة، بثبات أثر العوامل الأخرى. ولكن هل لو انتفت المخاطر سوف لا يحتفظ الناس بالنقود وكيف يتسوق هذا الاستنتاج مع القول بعدم ارتباط الطلب على النقود لأغراض المعاملات بسعر الفائدة. لقد أجاب توبين على هذا السؤال بتكاليف الصفقات أي لو وظف الناس أموالهم سندات يُسَيَّل منها المقدار المطلوب للمعاملات قد تزداد تكاليف الصفقات بما يفوق عوائد الفائدة، وعرف صافي العائد:

$$\mu = r(W_a - M_a) - cn$$

حيث  $\mu$  ،  $r$  ،  $W_a$  ،  $M_a$  ،  $c$  ،  $n$ ، هي على التوالي، من اليمين إلى اليسار، صافي العائد، سعر الفائدة، متوسط الثروة، متوسط النقود المحتفظ بها، كلفة الصفقة للسند، عدد مرات الاستثمار في السندات ثم التسهيل  $2W/2M$  وعند تعويضها في المعادلة أعلاه نكتشف الحجم الأمثل من النقود المحتفظ بها لتعظيم الأرباح عند مساواة المشتقة الجزئية بالصفر:

$$\partial \mu / \partial M_a = -r + c2W_a / 2(M_a)^2 = 0$$

و منها

$$M_a = \text{sqr}(c2W_a / 2r)$$

حيث  $\text{sqr}$  الجذر التربيعي للمقدار بين القوسين. أي تتناسب النقود المحتفظ بها عكسيا مع سعر الفائدة و طرديا مع تكاليف الصفقات. ويخضع نموذج المحفظة جميع دوافع طلب الاحتفاظ بالنقود: المعاملات، التحوط، المضاربة لمبدأ واحد: تعظيم العائد واستدناء الخطر، وتمثلت الاختلافات فيما بينها بتكاليف الصفقات والفروقات بين سعر الفائدة الجاري والمتوقع. وتثار تساؤلات حول تعريف الخطر في هذا النموذج للمحفظة الذي ينحصر بالخسارة الرأسمالية وهو مبرر وجود النقود. وفي رأي النقاد , Harris (p215) توجد مخاطر الدخل ذاته جراء تغير سعر الفائدة ولكن هذا النوع من الخطر يرتبط بتغير القيمة الرأسمالية بالضبط وبالتالي تنوب عنه الأرباح والخسائر الرأسمالية. ومن جهة أخرى عندما ينظر إلى النقود بصفقتها أداة لتسهيل المبادلات فحتى مع انتفاء المخاطرة وعدم التأكد تبقى موجودة وبهذا لا بد من تقييد اختيار عناصر المحفظة بمحددات الطلب على النقود لغرض المعاملات.

وثمة ملاحظة على حصر الاختيار بين السندات والنقود وهو لا واقعي والأفضل التعامل مع الطيف الأوسع للأصول المالية. ولا يغير هذا التحول منهج التحليل بل بالنتيجة نتعامل مع أصل مركب ليضم كافة الأصول البديلة عن النقود في مقابلها. ويبقى تحديد سعر الفائدة الذي يُعامل بصفة معطى من الخارج وهذا لا يصح على المستوى الكلي. لأن حركة المحفظة تصنع العرض، في هذه الحالة، مثلما تصنع الطلب وفي النهاية تصبح الأسعار داخلية فالتخلي عن النقود أو أي صنف من أصناف الأصول يؤدي إلى انخفاض قيمتها ورفع سعر الفائدة (العائد) عليها، وكذلك يتجلى مبدأ التنوع لتقليل المخاطر في نمط سلوك باتجاه تقارب العوائد.

أعاد باش (Pasche, 2009) الاهتمام بمفهوم عدم التأكد الأساسي Fundamental Uncertainty لكيّنز ونايت والذي قدم نموذج للمحفظة في ضوءه ومعتمدا فرضية العقلانية المحدودة. وأن متخذي القرارات يستندون إلى فهمهم الذاتي للعالم ويفهمون بأن التصورات عن المستقبل تنتشر وبذلك يكون لها أثر واقعي، أي لا يوجد نموذج "حقيقي True". وثمة أكثر من تصور قبلي Apriori بسبب كثرة المستجدات وفرادة الوقائع الاستثمارية، وفي هذا السياق لا يؤيد مفهوم المخاطرة أصلا بدعوى عدم إمكانية حساب احتمالاته انطلاقا من المعرفة بالواقع المتحقق تاريخيا.

و بهذا يميز باش، وهو على حق، بين المخاطرة وعدم التأكد الأساسي. وعندما أضاف الدين بصفته من مصادر تمويل المحفظة توصل إلى استنتاجات لها صلة بالأزمة الأخيرة وعلاقتها بسلوك المصارف التجارية في سياق عدم التأكد الأساسي.

التغير في تقييم الثروة المالية للقطاعات يعدل ميولهم للاستهلاك والاستثمار، وتساعد بيانات التدفق المالي على حساب هذا الأثر، ( ECB, ibid, pp. 23- 25 ). وكشفت بيانات منطقة اليورو على تغيرات عالية الإيحاء فقد ارتفعت نسبة ثروة القطاع العائلي، الأصول المالية والمساكن، الى الدخل من أربعة أمثاله عام 1980 الى حوالي سبعة أمثاله عام 2007. وتلعب الأسعار النسبية دورها في تغيرات الثروة وتنعكس في تصرفات الادخار والاستهلاك والاستثمار. وأفادت البيانات إن ثروة القطاع العائلي، في منطقة اليورو، نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي أقل من نظيرتها في اليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية. وإن المساكن في منطقة اليورو تشكل نسبة أكبر من مجموع ثروة القطاع العائلي مقارنة مع الولايات المتحدة واليابان .

وقد تسهم هذه الحقائق في تفسير بعض الاختلافات في السلوك. ويقر التنظير السائد بوجود ارتباط موجب بين الثروة والاستهلاك. وقد لا يسهم ارتفاع أسعار المساكن بزيادة الأنفاق، لكن اليات عمل القطاع المالي تسمح، في بعض البلدان ومنها الولايات المتحدة في تسهيل الزيادة في سعر المسكن. و على العكس قد يؤدي ارتفاع أسعار المساكن الى زيادة الإيجار فيخفض الدخل الممكن التصرف به للمستأجر وينعكس، ربما، في الاستهلاك. وقد يفند هذا التصور على أساس إن زيادة الإيجار لا تعني سوى تحويل دخل من فئة الى فئة أخرى ضمن القطاع العائلي. لكن هذا التحويل يعيد توزيع الدخل، وعند النظر الى الدوال الكلية بأنها متوسطات موزونة لدوال جزئية فإن إعادة التوزيع تغير في الأوزان. ولم تعد هذه الملاحظة هامشية في رأي الاقتصاديين الذين أثاروا مشكلات التجميع. ويبدو أن ارتفاع اسعار المساكن أدى الى ارتفاع الاستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية بالمحصلة. وقد لوحظ ارتفاع مرونة الاستهلاك مع الثروة في منطقة اليورو في العقود الأخيرة ويقدر الميل الحدي للاستهلاك من الثروة هناك 3 بالمائة.

### فريدمان ومعادلة كمية النقود الحديثة

انطلق ميلتون فريدمان منظر النقوديين من معادلة كمية النقود وعدها دالة طلب على النقود، وليست بذاتها تمثل الية تحديد المستوى العام للأسعار. والأطروحة الأخيرة متداولة على نطاق واسع كون معادلة كمية النقود متطابقة أكثر منها علاقة سببية. ولذا قد يصعب النظر اليها بصفة دالة طلب على النقود. كذلك يرى النقود أصلا Asset لخزن القيمة من قبل حائزي الدخل او القطاع العائلي وبأنها رأس مال في قطاع الأعمال.

وذهب فيما بعد الى بيان الأشكال التي تتخذها الثروة بأنها: النقود؛ السندات؛ الأسهم؛ السلع العينية؛ ورأس المال البشري. ليقول، مستعيرا مفهوم توازن المحفظة الاستثمارية، ان الطلب على أي من هذه الأشكال يعتمد على العائد النسبي. ويجزئ الدخل الى مفهوم الدخل الدائم Permanent Income والدخل الانتقالي. ثم يعرف الثروة بانها صافي القيمة الحالية لتدفقات الدخل ويمكن التعبير عنها بالدخل الدائم مقسوما على سعر الخصم.

وقد بدء ملتون فريدمان من نظرية الطلب على الأرصد لمراجعة النظرية الكمية الكلاسيكية للنقود. مبينا ان الطلب على النقود هو دالة في الموارد المتاحة للأفراد أي ثروتهم والعوائد المتوقعة على الموجودات من غير النقود نسبة الى العائد على النقود. واعتمد المتغير التابع الأرصد الحقيقية للنقود كما المعادلة أدناه:

$$M_d / p = f ( \bar{y}, r_b - r_m, r_e - r_m, h, \pi - r_m )$$

$M_d/p$  الطلب على الأرصد النقدية الاسمية  $M_d$  مقسوما على المستوى العام للأسعار  $P$ ؛  $\bar{y}$  الدخل الدائم وهو متوسط الدخل المتوقع للأمد البعيد وهو عبارة عن معدل العائد على الثروة، والأخيرة عرّفها بانها الدخول المستقبلية المخصومة اي مجموع القيمة الحالية لها؛  $r_b$  متوسط العائد على السندات؛  $r_e$  متوسط

العائد على الأسهم ؛  $\pi$  معدل التضخم المتوقع ؛  $r_m$  معدل العائد على النقود ؛  $h$  نسبة رأس المال البشري من مجموع الثروة.

وفي الدالة أنفا يؤثر الدخل ايجابيا في الطلب على النقود. والعوامل الأخرى: عوائد السندات وملكية الأسهم ومعدل التضخم المتوقع، مستبعدا منها العائد على النقود، كلها تؤثر سلبا في الطلب على النقود. أما  $h$  ، نسبة رأس المال البشري من مجموع الثروة، فعلاقته حسب رأي فريدمان ايجابية في الطلب على النقود لأن الثروة البشرية أقل سيولة من أشكال الثروة الأخرى، وبالتالي يكون من يعتمد عليها أكثر ميلا للاحتفاظ بالنقود تعويضا عن نقص السيولة، لأن رأس المال البشري غير قابل للتداول في السوق بل يستخدمه حائزه لتوليد دخل. أو بتعبير آخر لا يستطيع الشخص بيع نصف رصيده المعرفي أو مهارته لتعويض انقطاع الدخل ( Harris , pp 119-129 ) .

اختيار فريدمان لمفهوم الدخل الدائم والذي ينوب عن متغير الثروة يراد منه القول ان الطلب على النقود لا يتقلب بنفس تقلبات الدخل في دورات الأعمال والأزمات، ويضم ايضا ان الطلب على النقود المرتبط بالدخل الدائم هو بذاته عنصر استقرار، ( Mishkin, pp 529-530 ) . ويعبر التضخم المتوقع عن عائد الاحتفاظ بالسلع بديلا عن النقود ولذلك عندما يرتفع يقلل الطلب على النقود لصالح السلع. والعلاقة بين التضخم والطلب على النقود ثرية بالدلالات النظرية. ومنها ان توقع ارتفاع التضخم يغذي التضخم فعلا ويدفع نحو تحققه عندما يتخلى الناس عن النقود لشراء المزيد من السلع والإكثار من الخزين السلعي في مختلف مراحل الانتاج والتجارة. وينسجم هذا التصور مع الفكرة الجوهرية في نموذج التوازن العام وهي ان فائض الطلب في سوق ما لا بد وأن يقابل بعرض زائد في الأسواق الأخرى، وفي مبحثنا هذا انخفاض الطلب على النقود، العرض الزائد منها، يقترن بطلب زائد في سوق السلع والأسواق الأخرى. ويعني انخفاض سعر النقود بسبب زيادة العرض منها انكماش القوة الشرائية للوحدة النقدية، والتي تقاس بمعكوس المستوى العام لأسعار السلع، وبذلك يرتفع الأخير.

تعمل معادلة الطلب على النقود لفريدمان على غرار توازن المحفظة، الذي تقدمت دراسته، وتدخّل السلع بصفتها خزين Stock بينما المستوى العام للأسعار علاقة بين تدفقات الطلب الكلي والعرض الكلي للسلع والخدمات. والعائد على الاحتفاظ بالنقود هو قيمة الخدمات التي تقدمها المصارف للمودعين في الحسابات الجارية وأيضا سعر الفائدة اذ تدفع بعض المصارف فوائد على تلك الودائع. لأن فريدمان تعامل مع أكثر من سعر فائدة الأول هو العائد على السند والثاني هو الذي نعته بالعائد على الاحتفاظ بالنقود وكأنه افترض ان النقود يحتفظ بها ودائع في المصارف تدفع عنها فوائد وعند ذاك فالعبرة بين سعر الاقراض، الذي سماه العائد على السند، وسعر الايداع، العائد على النقود وانتهى الى التقليل من اثر سعر الفائدة على طلب الاحتفاظ بالنقود، وأيضا ابتكر مبررات حاول تدعيمها بالإحصاء للوصول الى الأهمية الحاسمة للدخل الدائم أو :

$$M_d/P = f(\bar{y})$$

اقتصرت الصيغة الأخيرة لدالة الطلب على النقود التي اعتمدها فريدمان على الدخل الدائم متغيرا تفسيريا، لأن الطلب على النقود ذو حساسية منخفضة للتغيرات في سعر الفائدة فيما انتهى اليه. ولذا يتصف الطلب على النقود بالاستقرار النسبي لأن دورة الأعمال وتقلبات النشاط تؤثر بالدرجة الأولى على الدخل المقاس،

عبر الدخل الانتقالي، وليس الدخل الدائم. ولأن الأخير لا يتذبذب إلا قليلا، اثناء التقلبات تنحصر تقلبات الطلب على النقود ضمن مدى أضيق من سعة التذبذب في المتغيرات الكلية الأخرى. [4] والنتيجة ان التنظير الكينزي ونموذج فريدمان كلاهما يسمحان، نظريا، بتغيير سرعة دوران النقود: تكون أدنى زمن الركود والكساد واعلى أيام الانتعاش.

والأفضل عدم الاعتماد على فرضية ثبات سرعة دوران النقود بعد ما تبين المدى الواسع لتغيرها، وعلى سبيل المثال بين كانون الثاني عام 2008 ونفس الشهر من عام 2012 في الولايات المتحدة الأمريكية ازدادت النقود بالمعنى الضيق M1 بنسبة 61.1 بالمائة، بينما كانت زيادة الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك بنسبة 6.4 بالمائة، والنتاج المحلي الاجمالي الحقيقي بنسبة 4.3 بالمائة، وهكذا تكون زيادة قيمة السلع بنسبة 11 بالمائة أي أن سرعة دوران النقود انخفضت بنسبة 50 بالمائة تقريبا فهل بعد هذا ثبات. وقد حصل العكس تماما، في ذلك البلد، بين عامي 1996 و2000 عندما ارتفع الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي بنسبة 19.1 بالمائة وأسعار المستهلك بنسبة 9.8 بالمائة لتكون زيادة قيمة السلع والخدمات بنسبة 30.8 بالمائة بينما بقيت كمية النقود على حالها فهي عام 2000 أقل مما كانت عليه عام 1996 بنسبة 0.3 بالمائة، أي أن سرعة دوران النقود ازدادت بنسبة 30.5 بالمائة في تلك الفترة، وبذلك لا بد من معاملة سرعة دوران النقود على أنها متغيرة وليست من الثوابت.

ويبقى الدخل، المعبر عن الثروة المادية والبشرية، هو الأساس في الطلب على النقود عند فريدمان بينما لسعر الفائدة الدور الكبير في دالة تفضيل السيولة الكينزية. والدخل عند ميلتون فريدمان من مكونين: دائم وانتقالي، أو طارئ، والجزء الانتقالي بمثابة الخطأ العشوائي الذي يفترض عادة الصفر متوسطا له. ويمثل الدخل الدائم القيم الاتجاهية للدخل والقيمة المتوقعة بالمتوسط. وعند النظر الى الاستهلاك في الأمد البعيد بانه نسبة ثابتة من الدخل الدائم:  $C = a(Y_p)$ ، يساعد ذلك على حل ما يسمى لغز الاستهلاك لصعوبة تفسير انخفاض الميل المتوسط للاستهلاك في الأمد القصير وثباته في الأمد البعيد. لأن الدخل الطارئ في الأمد القصير يكون الميل للاستهلاك منه منخفضا وفي الأمد البعيد لا يبقى سوى الدخل الدائم. ( Mankiw p514 ).

زيادة عرض النقود تظهر ابتداءا بشكل اختلال في سوق النقد، إي فائض العرض النقدي، يقود الى هبوط سعر الفائدة الاسمي. والوجه الآخر لهذه الواقعة في سوق السلع فائض في الطلب عليها فيزداد الاستهلاك والاستثمار. وبصورة غير مباشرة تتطلب فاعلية السياسة النقدية أن يكون الطلب على النقود غير مرن تجاه سعر الفائدة، بينما الطلب في سوق السلع عالي المرونة تجاه سعر الفائدة حسب هذا النموذج. وعلى وفق هذه المقاربة يبدو التضخم نتيجة للعرض الزائد من النقود لأن الطلب الكلي بالمستوى الجديد يضغط لرفع الأسعار عندما يقترب من حدود القدرات القصوى للجهاز الانتاجي. ضمن هذا التصور تنعكس زيادة النقود في ارتفاع الطلب الكلي النقدي وبالتالي الدخل الاسمي، وهذا الارتفاع محصلة لإنتاج إضافي وتضخم، وتعتمد حصة كل من المكونين على عوامل منها خاصة مرونة الجهاز الانتاجي، وفي شروط معينة، أو نظريا، قد تكون كل الزيادة في الدخل الاسمي من الانتاج الحقيقي في الأمد القصير. أما في الأمد البعيد فإن زيادة الانتاج لا تعزى الى النقود في نظر ميلتون فريدمان بل للعوامل الحقيقية وحدها.

إن دعوة ( Milton Friedman ) اعتماد معدل نمو ثابت لعرض النقد ( Orphanides, P3 )، اقترحه 4 % عام 1960، ينطوي على افتراض ان معدل التضخم المرغوب يقترب من الصفر، وان سرعة تداول النقود ثابتة ونمو الناتج المحلي هو 4 بالمائة سنوياً. وبالتعبير عن مطابقة كمية النقود الكلاسيكية بالطرق اللوغاريتمية يتضح ذلك :

$$g_m = \pi + g_q + g_v$$

حيث  $g_v$ ،  $g_q$ ،  $\pi$ ،  $g_m$  على التوالي ، من اليمين، معدل نمو النقود معدل التضخم، معدل نمو الناتج الممكن، معدل التغيير النسبي في سرعة دوران النقود. ومع الأسف لم ينتفع تحليل فريدمان من وعيه لعدم ثبات سرعة دوران النقود. فإن نمو النقود بمعدل 4 بالمائة، أو حتى صفر بالمائة، لا يشكل قيوداً على حركة الأسعار أو الناتج كما تبين أنفاً من بيانات الولايات المتحدة الأمريكية بالذات، والذي ستؤكدته بيانات العراق في محلها.

وربما تأثر ميلتون فريدمان بدراسة سابقة تنسب لكارل سنايدر (Snyder) عام 1934 توصل فيها إلى إن نمو التجارة، بمعنى السلع المتداولة، هو 4 بالمائة سنوياً وكأن فريدمان استعار هذا التصور لمعادلة كمية النقود التي يعبر فيها عن كمية السلع والخدمات بالناتج أو نحو ذلك. وعند ثبات سرعة دوران النقود ( $v$ ) يكون معدل نمو النقود مساوياً لمعدل نمو الناتج والتضخم. وتصبح قاعدة فريدمان مطابقة نمو النقود مع نمو الناتج بالقيمة النقدية. هذه العلاقة تفترض أن منشأ التضخم هو جانب الطلب حصراً وتعبير عنه كمية النقود ولا تأخذ بالاعتبار الصدمات من جانب العرض مثل التغييرات التكنولوجية أو المواسم الزراعية أو التضخم المستورد أو الضغوط الاجتماعية والسياسية التي تؤدي إلى رفع الأجور وهذه أغلبها عوامل خارجية على النموذج الكلي. وأيضاً كأن هذه القاعدة تنفي الخاصية الدورية للنشاط الاقتصادي أو هناك تصور مسكوت عنه مفاده إن تغييرات عرض النقد باجتهاد البنوك المركزية هي سبب الطابع الدوري في اقتصاد السوق. ثم إن الثبات الدائم في المستوى العام للأسعار أمر صعب تخيله في الزمن الحاضر وبالتالي فإن نمو عرض النقد على النحو المقترح لا يُفسر إلا بالخوف المبالغ به من التضخم ويضيق فرصاً في النمو والتشغيل .

والتجربة في البلدان الناهضة والمتقدمة على حد سواء بين مجازاة الدورة أو معاكستها. وبذلك من الصعب قبول سياسة عدم الاستجابة والتزام معدل نمو ثابت لعرض النقد. وفي العقود الأخيرة فضلت أكثر المؤسسات ثقة بالمنهج النقودي عدم الركون إلى عرض النقد بذاته ولوحده، على الأقل، أساساً للسياسة النقدية بما في ذلك البنك المركزي الأوروبي وقبل الأزمة المالية الأخيرة التي بدأت عام 2007.

## نماذج النقود في دالة المنفعة

نقدم فيما يلي مفاهيم النقود في دالة المنفعة وذلك لأن الكينزية الجديدة New Keynesian، وعبر محاولات تأسيس نموذجها للاقتصاد الكلي على فرضيات السلوك الجزئي، وظفت مفهوم المنفعة لاشتقاق دالة الطلب السلعي IS ، كما سيأتي ونتحفظ عليه في محله.

تنتمي مقارنة المنفعة أساساً إلى النهج النيوكلاسيكي في سياق التحليل الحدي لسلوك المستهلك، وتتماشى مع منهج المحفظة طالما يخضع الطلب على النقود، في هذه النماذج، إلى تعظيم المنفعة بالإذعان للقيد الذي يتمثل بمجموع الثروة. وتوظف هذه الطائفة من النماذج أساليب الاستمثال المقيد في الرياضيات Constrained Optimization وخاصة البرمجة غير الخطية. ومن المناسب الإشارة إلى أن هذا اللون من التنظير قابل للعرض بأشكال مختلفة تبعاً لتعريف محتويات دالة المنفعة التي تضاف إليها النقود وعناصر الثروة، ويمكن أن تعرض النتيجة التي يشتغل عليها القياس والاختبار بصياغات قد تبسط للأغراض العملية (Jensen). وتتطلق النظرية من مقدمة بسيطة بأن دالة المنفعة التي يراد تعظيمها للفرد في القطاع الأسري بمدخلين: الاستهلاك والنقود:

$$U_t = f(Z_t, C_t)$$

حيث  $U_t$  هي المنفعة الكلية للفرد،  $C_t$  متوسط الاستهلاك للفرد في الزمن  $t$ ، و  $Z_t$  خدمات النقود. وهنا اقترحنا أن تكون الدالة للفرد كي تنسجم المقدمات مع الخطوات اللاحقة للبناء النظري والحساب لإزالة الالتباس بين افتراض إن المنفعة هي للأسرة (Household) الممثلة للقطاع العائلي، ومن ثم القول إن الاستهلاك هو للفرد كما لدى والس ( Wallis, Chapter 2 ) ويؤكد هذا فيما بعد عند قسمة المجاميع، الناتج ورأس المال ... ، على السكان للوصول الى المتوسطات بمعنى إن المقصود هو الفرد. وللدالة تلك الخصائص المتعارف عليها: المنفعة الحدية لكل من الاستهلاك وخدمات النقود موجبة ومتناقصة وهو ما يعبر عنه رياضياً بأن المشتقة الجزئية الأولى لدالة المنفعة مع الاستهلاك أكبر من الصفر والمشتقة الجزئية الثانية لها مع الاستهلاك سالبة. وكذلك مع خدمات النقود تكون المشتقة الجزئية الأولى للدالة موجبة والمشتقة الجزئية الثانية سالبة.

ويفترض عادة التناسب بين خدمات النقود والقوة الشرائية للأرصدة النقدية والتي تمثل قيمتها الحقيقية، على أساس ان معكوس المستوى العام للأسعار  $(1/p)$  هو سعر وحدة النقود. وبذلك فإن مقسوم الأرصدة النقدية الحقيقية  $M_t/P_t$  على السكان  $N_t$  وهو  $1/N_t (M_t/P_t)$  يعوض عن  $Z_t$  ويرمز له  $m_t$  ويمكن إعادة كتابة دالة المنفعة آنفة الذكر كما يأتي :

$$U_t = f( C_t , m_t )$$

وعندما يقال المنفعة الحدية مع  $m$  موجبة لكنها متناقصة فهذا يعني، وهو المتعارف عليه مع دوال المنفعة بصفة عامة، إن المنفعة الكلية تتزايد مع  $m$  بثبات العناصر الأخرى لتصل إلى نهاية عظمى وبعدها تتناقص. وليس هناك معنى لتجاوز مقدار النقود الحقيقية تلك النقطة التي تبدأ عندها المنفعة الحدية للنقود بالتناقص. ويلاحظ سعي الفرد، العائلة، نحو تعظيم مجموع القيم الحالية للمنافع المستقبلية بكيفية تعبر عنها المعادلة التالية:

$$TU = \sum (1/(1+r)) U_t$$

حيث  $r$  هو سعر الخصم وبقية الرموز لها معانيها آنفة الذكر أو المتعارف عليها. والبعض ( Hurnik ) مثلاً يفضل كتابة دالة التعظيم أعلاه لمجموع القطاع الأسري بالصيغة :

$$TU_h = \sum (1/(1+r)) f(C_t , M_t/P_t , N_t )$$

والمتغيرات  $C_t$ ،  $M_t/P_t$  هي لمجموع القطاع الأسري، مع إضافة  $N_t$  وهو مجموع السكان. و تدعى عملية الأستمثال لقيود الموازنة التالي:

$$Y_t + N_t(g_t) + (1-d) K_{t-1} + (1+i_{t-1}) B_{t-1}/P_t + M_{t-1}/P_t = C_t + K_t + M_t/P_t + B_t/P_t$$

والمتغيرات في قيد الموازنة:  $Y_t$  الدخل،  $N_t$  السكان،  $g_t$  صافي التحويلات من الحكومة الى القطاع العائلي ( الإعانات ناقصا الضرائب)،  $d$  نسبة الاندثار،  $K$  رأس المال،  $i$  سعر الفائدة،  $C$  الاستهلاك،  $B$  السندات،  $M$  النقود،  $P$  المستوى العام للأسعار،  $t$  الزمن. أي أن العائلة تستطيع توزيع مواردها بين الاستهلاك، والاستثمار الاجمالي في رأس المال، ومراكمة السندات التي سعر الفائدة عليها  $i$  والنقود.

ويمكن القول تبسيطا إن متوسط الثروة للفرد هي استهلاك، ورأس مال عيني في الأصول الحقيقية، وسندات تتوب عن الاستثمارات المالية، وأرصدة نقدية وكلها حقيقية. وحائزي الثروة يسعون الى تعظيم حصيلة منافعهم. وثمة مشكلة، في المفاهيم، إذ يمنع هذا التصور التدفقات مع الخزين طالما ينظر ألي الاستهلاك من زاوية تخصيص الموارد له وهي معرفة بصفة الأصول  $Assets$ . ويضاف ناتج هذا العام على المتراكم من الأعوام السابقة ويعاد التخصيص. ولا يخفى إن هذا النموذج كلاسيكي تبناه النيوكلايسك محاولة لتحديد الطلب على النقود التي يحقق الاحتفاظ بها، حسب هذا النموذج، منفعة مستمدة من الخدمات التي تؤديها.

وأصبحت المسألة واضحة، فلدينا دالة منفعة، ويراد تعظيم مجموع القيمة الحالية للمنافع المستقبلية مع الإذعان لشرط وهو قيد الموارد. ومن السهولة ملاحظة أن الاستهلاك  $C$  هو عنصر في متطابقة الموارد بمعنى أن مقداره المذكور في دالة المنفعة يستخرج من متطابقة الموارد هذه. كما إن الناتج  $Y_t$  دالة بخزين رأس المال للفترة السابقة  $K_{t-1}$  والقوى العاملة  $N_t$ :

$$Y_t = F ( K_{t-1} , N_t )$$

وهنا يتضح أن النموذج يقيس السكان والقطاع العائلي والقوى العاملة بوحداتها وهو تبسيط يفترض إمكان الانتقال عبر هذه الوحدات بمعاملات. ولا ضير من الإبقاء على هذه التقاليد. وإن متوسط الناتج للفرد حسب تعريف الوحدات آنفا  $y_t$  دالة في متوسط رأس المال للعامل :

$$y_t = Y_t / N_t = F ( K_t / N_t )$$

وثمة توصيف آخر لتضمين النقود في دالة منفعة هو :

$$U(.) = U(x^1, \dots, x^k, n, m^h)$$

و الطرف الأيسر هو المنفعة الكلية، والمتغيرات المستقلة في الطرف الأيمن هي سلع  $X^k$  بعدد  $K$ ، وساعات عمل  $n$ ، وأرصدة نقدية حقيقية  $m^h$ . ولأن الأرصدة النقدية، والمالية عموماً، لا تستخدم مباشرة في الانتاج أو الاستهلاك وتستمد قيمتها من مبادلتها مع السلع أي أن قيمتها في قوتها الشرائية ولذلك لا تدخل في دالة المنفعة بصفة أرصدة حقيقية وليست إسمية (Handa, pp.89-91)، وتكون المنافع الحدية من السلع والنقود ووقت العمل كما في التالي:

$$\begin{aligned} U_k = \partial U / \partial x^k &> 0 && \text{المنفعة الحدية مع السلع موجبة و لكنها متناقصة.} \\ U_n = \partial U / \partial n &< 0, && \text{المنفعة الحدية مع العمل سالبة أي يسعى الإنسان إلى تجنب المشقة.} \\ U_m = \partial U / \partial m^h &> 0 && \text{المنفعة الحدية مع الأرصدة الحقيقية موجبة و لكنها متناقصة.} \end{aligned}$$

وثمة تحفظ على تضمين النقود مباشرة في دالة المنفعة بحجة عدم توليدها لمنفعة مثل السلع ووقت الفراغ بالنسبة للعامل. بل هي فقط تسهل التبادل بدلالة الاقتصاد في الوقت المطلوب لإجراء المدفوعات ولذلك تعاد صياغة دالة المنفعة على النحو:

$$U(.) = U(c, L)$$

حيث  $c$  الاستهلاك الذي يعبر عن مجموع السلع،  $L$  وقت الفراغ  $leisure$  والذي يخضع للمتطابقة:  $L = h_0 - n - n^T$  حيث  $h_0$  كل الوقت المتاح،  $n$  وقت العمل،  $n^T$  وقت إجراء المبادلات الذي يعتمد على الاستهلاك و الأرصدة النقدية المتاحة :

$$n^T = n^T(m^h, c)$$

و بما أن  $h_0$  ثابت يمكن الاستعاضة عن  $L$  بالمتغيرين  $n$  و  $n^T$  ولأن  $n^T$  يعتمد على  $m^h$  و  $c$  إذا يمكن الانتقال الى دالة المنفعة أدناه والتي تسمى غير المباشرة Indirect:

$$V(.) = V(c, n, m^h)$$

و ثمة مقترحات لتوصيف دالة المنفعة المباشرة على غرار الصيغ المستخدمة في دوال الانتاج، وهي الدالة ذات المرينات الثابتة (CES) Constant Elasticity of Substitution:

$$U(c_t, m_t) = [\alpha c_t^{1-\alpha} + (1-\alpha) m_t^{1-\alpha}]^{1/1-\alpha}$$

والدالة ذات المرنة الأحادية:

$$U(c_t, m_t) = c_t^\alpha m_t^{1-\alpha}$$

وبعد التفاعل بين شروط التوازن مع القيود نستخلص معادلة قابلة للتقدير تبين الطلب على النقود بدلالة متغيرات قابلة للقياس. وأستخدم بارنت وزملائه، (Barnett, William A. , et al PP 6-24)، مفهوم النقود في دالة المنفعة لأقتراح أساس جديد للمجملات النقدية. ويقوم، ذلك الأساس، على ترجيح مكونات النقود بأوزان ذات علاقة بكلفة الفرصة البديلة للأصل. لأن التعريف النافذ للمجملات النقدية في البنوك المركزية ودوائر الإحصاءات المالية والنقدية يقوم على الجمع البسيط لقائمة من الموجودات المالية التي تعد مصدرا للخدمات النقدية مثل العملة في التداول والودائع الجارية وما إليها لتشكل الصنف عالي السيولة M1؛ ثم تضاف عناصر أخرى لنصل إلى الصنف التالي M2؛ ثم صنف أوسع وهكذا، ويضمها جميعا تعبير الأصول السائلة Liquid Assets. ويفترض هذا التجميع البسيط تماثلها في القيمة رغم اختلافها في كونها مودعة بفائدة أم لا وأمد الايداع وربما مواصفات أخرى تتباين فيها العناصر التي تؤلف المجلد النقدي. كما يتضمن هذا التجميع أن تلك العناصر بدائل تامة.

وانطلقوا من دالة المنفعة للأفرا U الذين يختارون تخصيص مواردهم بين السلع C، ووقت الفراغ، وخدمات الأصول النقدية X :  $U=U(C,L,X)$  وتخضع خيارات المستهلك لتعظيم منافعه U بالإذعان لقيود الموارد:  $q'c + \pi'x + wL = y$

حيث q هو متجه أسعار السلع يضرب بمتجه كمياتها C والنتيجة الأنفاق الاستهلاكي، و  $\pi$  متجه كلفة المستخدم للأصول النقدية يضرب بكميات مختلف الأصول X لتقييمها، و w وسعر الظل لوقت الفراغ والذي يمكن للتبسيط مساواته بالأجر. و y هو الدخل بتمامه. وبذلك نكون إزاء دالة منفعة:

$$U=U ( c_1, c_2, \dots c_n, L, x_1, x_2, \dots, x_m)$$

و قيد موارد:

$$q_1c_1 + q_2c_2 + \dots + q_nc_n + \pi_1x_1 + \pi_2x_2 + \dots + \pi_mx_m + wL = y$$

و لحل هذه المسألة نستدعي دالة مضاعف لاكرانج (L) Lagrange Multiplier :

$$LM= U ( c_1, c_2, \dots c_n, L, x_1, x_2, \dots, x_m) + \lambda(q_1c_1 + q_2c_2 + \dots + q_nc_n + \pi_1x_1 + \pi_2x_2 + \dots + \pi_mx_m + wL - y)$$

والشرط الأول لتعظيم دالة لاكرانج أن تكون المشتقات الجزئية مع مفردات الاستهلاك والأصول النقدية ووقت الفراغ مساوية للصفر، أي :

$$\partial L / \partial c_1 = \partial U / \partial c_1 + \lambda q_1 = 0 \dots \partial L / \partial c_n = \partial U / \partial c_n + \lambda q_n = 0$$

$$\partial L / \partial x_1 = \partial U / \partial x_1 + \lambda \pi_1 = 0 \dots \partial L / \partial x_m = \partial U / \partial x_m + \lambda \pi_m = 0$$

$$\partial L / \partial L = \partial U / \partial L + \lambda w = 0$$

والمعادلات أعلاه بعدد  $n+m+1$  عندما تحل أنيا يتحقق توازن المستهلك بكميات من السلع ومقادير من الأصول النقدية ووقت فراغ بدلالة الأسعار  $q$  وتكاليف الفرص البديلة للأصول النقدية  $\pi$  وسعر الظل للوقت  $w$  مع الإذعان لقيود الموارد وبذلك يمكن التوصل إلى المعادلة:

$$\pi_i = p^*(R-r_i)/(1+R)$$

حيث  $\pi_i$  معرفة أنفا و  $p^*$  الرقم القياسي لكلفة المعيشة وعمليا الرقم القياسي لأسعار المستهلك و  $r_i$  هو العائد المتوقع للاحتفاظ بالأصل النقدي  $i$  ، و  $R$  العائد الأقصى المتوقع للأصل البديل وهو العائد المرجعي في السوق المالية. ويفترض هذا النظام أن الأفراد حائزو الأصول النقدية يفاضلون بين كلفة استخدام الأصل النقدي  $i$  وهي  $\pi_i$  والمنفعة الحدية التي يعينها شكل دالة المنفعة ولتكن مثلا:

$$U = C_1^{\alpha_1} \dots C_n^{\alpha_n} x_1^{\beta_1} \dots x_m^{\beta_m} L^{\beta}$$

وتستمر هذه المفاضلة أنيا لتشمل كافة السلع ووقت الفراغ، وقت العمل وهو المكمل له من مجموع الوقت، وتكون النتيجة الاحتفاظ بهذا المقدار من العملة او الودائع الجارية أو سواها في ضوء مقتضيات تعظيم المنافع انسجاما مع قيد الموارد بمجموعها  $y$ . وتسمى المجاميع النقدية على اساس كلفة الفرصة البديلة الرقم القياسي للخدمات النقدية وتنتشر من موقع الاحتياطي الفدرالي في St Louis ولا تعد رسمية وهي تختلف عن البيانات الاعتيادية. فمثلا لعام 2012 الشهر الأخير M2 الاعتيادي 10397.2 مليار دولار ورقم الخدمات النقدية M2 أقل هو 10266.4 مليار دولار للولايات المتحدة الأمريكية وكلاهما معدل موسمي ، وتلاحظ ضئالة الفرق بينهما بما لا يتناسب مع تعقيد الحساب. وتوجد العديد من الصيغ، تقريبا بعدد الباحثين، لتوصيف دالة المنفعة ومدخلاتها وقيد الموارد والفرضيات التبسيطية للتوصل إلى معادلة أخيرة للطلب على النقود.

## النقود في الإنتاج

على غرار النقود في دالة المنفعة لقطاع الأسر، تحتفظ المنشآت الانتاجية بالنقود لتسهيل عمليات الإنتاج والمبيعات. وعند قراءة الميزانية العمومية لمنشأة صناعية، على سبيل المثال، تجد في جانب الأصول نقد في الصندوق وفي المصرف. في نماذج التنظير يقصد بالنقود ، عادة، الأرصدة الجارية للمنشآت في المصارف ، وتدفع فوائد عن تلك الودائع في الدول المتقدمة وأخرى ناهضة وهي ممارسة ليست معهودة في العراق. ولذا تكون الكلفة الاسمية للاحتفاظ بالنقود هي الفرق بين معدل الفائدة على الأصول غير السائلة، الودائع الثابتة أو السندات  $R$ ، والفائدة على الودائع الجارية  $R_m$ .

ولأستكمال البحث نفترض ان سعر المنتج للمنشأة النمطية  $P_f$ ؛ وتستخدم رأس مال ثابت حقيقي  $K$ ؛ ورأس مال عيني حقيقي متغير  $V$  وهو خزين السلع الوسيطة ومنتجات تحت التصنيع ونهائية تنتظر البيع؛ وأرصدة نقدية حقيقية  $m^f$ ؛ وقوى عاملة  $n$ ، بمتوسط أجر نقدي  $W$ ؛ ودالة إنتاج  $F(n, K, V, m^f)$ ؛ وسعر الوحدة من رأس المال الثابت  $P_k$ ، ومن رأس المال المتغير  $P_v$ ؛ والتغير النسبي في سعر رأس المال الثابت  $\pi_k$ ، ورأس المال المتغير  $\pi_v$ ؛ والاندثار  $\delta$ . وتبعاً لذلك تكون دالة الأرباح  $\Pi$  التي يراد تعظيمها:

$$\text{Max}\Pi = P_f F(n, K, K_v, m^f) - \{ (W)n - [(R - \pi_k + \delta) P_k K] - [(R - \pi_v) P_v V] - (R - R_m) p m^f \} \dots \dots \dots (1)$$

نلاحظ كلفة استخدام الوحدة لكل من رأس المال الثابت  $P_k (R - \pi_k + \delta)$ ، ورأس المال المتغير  $P_v (R - \pi_v)$ ، والدينار، أو الدولار، الحقيقي  $p (R - R_m)$ . وترمز  $F_x$  للمشتقة الأولى لدالة الانتاج مع المتغير  $x$  والمشتقة الثانية  $F_{xx}$  ومن الخصائص المعروفة عن دالة الانتاج:

$$F_n, F_k, F_v, F_{mf} > 0 : F_{nn}, F_{kk}, F_{vv}, F_{m^f m^f} < 0$$

والشرط الضروري لتعظيم الربح أن تكون جميع المشتقات الأولى لدالة الربح مساوية للصفر:

$$P_f F_n - W = 0 \dots\dots\dots(2)$$

$$P_f F_k - (R - \pi_k + \delta) P_k = 0 \dots\dots\dots(3)$$

$$P_f F_v - (R - \pi_v) P_v = 0 \dots\dots\dots(4)$$

$$P_f F_{m^f} - (R - R_m) p = 0 \dots\dots\dots(5)$$

ونقل الحد الثاني للمعادلات الى الطرف الأيمن والقسمة على المستوى العام للأسعار  $P$  يكون الطرف الأيسر للمعادلات (6) الى (9) القيمة الحقيقية للأنتاجية الحدية والطرف الأيمن الكلفة الحقيقية لأستخدام عنصر الانتاج المعني:

$$(P_f/P) F_n = W/P = w \dots\dots\dots(6)$$

$$(P_f/P) F_k = (R - \pi_k + \delta) P_k/P \dots\dots\dots(7)$$

$$(P_f/P) F_v = (R - \pi_v) P_v/P \dots\dots\dots(8)$$

$$(P_f/P) F_{m^f} = (R - R_m) \dots\dots\dots(9)$$

ويتحدد طلب المنشآت على الأرصدة النقدية الحقيقية  $m^f$  بالحل الآني للمعادلات (1) إلى (5)؛ وتبعاً لذلك يفسر بالسعر الحقيقي للمنتج، والأجر الحقيقي، والأسعار النسبية لرأس المال الثابت والمتغير والكلفة الاسمية لأستخدام كل منهما، والفرق بين سعري الفائدة:

$$m_d^f = m_d^f \{ (P_f/P), w, (R - \pi_k + \delta) P_k/P, (R - \pi_v) P_v/P, (R - R_m) \} \dots\dots\dots(10)$$

ولكل من رأس المال الثابت والمتغير دالة طلب، وللمنشآت دالة عرض لمنتجاتها، ايضاً، بنفس المتغيرات التفسيرية للمعادلة (10). ولا يتغير الطلب على عناصر الانتاج، بما فيها الأرصدة النقدية الحقيقية، ولا عرض المنتجات، عندما تتغير أسعار المنتجات والمدخلات والمستوى العام للأسعار والأجور بالتناسب في حالة بقاء  $(R - \pi_k + \delta)$  و  $(R - \pi_v)$  و  $(R - R_m)$  ثابتة، وهي خاصية للمعادلات ذات التجانس الصفري، أو بتعبير آخر مجموع المرونات يساوي الصفر في الصيغة (11):

$$Z=AX_1^{\alpha_1}X_2^{\alpha_2} \dots X_n^{\alpha_n} \dots\dots\dots(11)$$

$$\alpha_1+\alpha_2+ \dots +\alpha_n=0$$

الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يرتبط عكسيا مع الفرق بين سعري الفائدة وطرديا مع المتغيرات الأخرى في دالة الطلب. وكذلك الطلب على العمل وكل من رأس المال الثابت والمتغير يرتبط عكسيا مع الكلفة الحقيقية لأستخدامه وطرديا مع العناصر الأخرى في دالة الطلب. والكلفة الحقيقية لأستخدام العنصر هي الطرف الأيمن للمعادلات (5) إلى (9)؛ ويعتمد عرض المنتجات طرديا على أسعارها وعكسيا مع بقية المتغيرات.

## تقدير دوال الطلب على النقود واختبار تفضيل السيولة

نحاول في التالي دراسة دالة الطلب على النقود لدول بعينها في محاولة للحوار بين الواقع التجريبي ونماذج التنظير الشائعة، ولهذا الغرض تعمدنا أن تكون الدول من الممثلة للنظام الاقتصادي السائد والتي كان التنظير يعينها في المقام الأول. وفي هذا المبحث أجرينا تقدير دالة الطلب على النقود  $m_1$  في كندا وأستراليا وبالمستويات لمتغيرات الدالة وليس بالفروقات. ولاشك أن مشكلات الارتباط الذاتي والجزر الاحادي ماثلة دائما في متغيرات سعر الفائدة والنقود والناجح، وقد أمكن التغلب عليها باختيار المتغيرات المتخلفة المناسبة.

بيانات أستراليا فصلية وكندا سنوية، وفي الحالتين أستخدم الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك مخفضا للنقود الاسمية ولسعر الفائدة الاسمي. سعر الفائدة في أستراليا هو سعر الخصم و في كندا سعر الفائدة على أوراق الدين الحكومي لمدة سنة. بيانات كندا السنوية بين عامي 1961 و 2011 أي 51 مشاهدة سنوية وهي عينة كبيرة نسبيا لبيانات بطيئة التردد. والبيانات الفصلية لأستراليا بين تموز 1969 وكانون الثاني 2013 وعدد المشاهدات 175 وهي عينة كبيرة لبيانات فصلية. مزايا العينات الكبيرة أنها تغطي مدة من الزمن طويلة مع تباين الاوضاع الاقتصادية ما يساعد على الثقة بقدرة الدالة على اختبار الفرضية موضوع البحث، وأيضا لتسهيل اختبار التكامل المشترك co-integration . البيانات حولت جميعها إلى وحدات نسبية، بالقسمة على المشاهدة الاولى، وبعد ذلك لوغاريتمات طبيعية لتهديبها قدر الإمكان ولان النماذج النظرية تجعل دالة الطلب على النقود ثابتة المرونة :  $M=Ay^a i^b$  ولذلك هي خطية باللوغاريتمات.

### دالة الطلب على النقود في كندا

في البدء أجرينا اختبار الجزر الاحادي ، في الجدول (7)، وللاختصار نعرض فقط  $t$  لمعامل انحدار فرق المتغير  $\Delta y$  مع المتخلف لفترة واحدة  $y_{t-1}$ ، وهو مدار الاختبار، وأيضا مقياس درين – واتسن. ونبين أن الانحدار لدالة الاختبار للنتائج المحلي الاجمالي والنقود مقوى Augmented بالفرق السابق  $\Delta y_{t-1}$  للتخلص من الارتباط الذاتي، فقط سعر الفائدة لم يكن بحاجة إلى تقوية.

وعند مقارنة  $t$  مع القيم المعيارية Dicky- Fuller فهذا يعني لا نستطيع رفض فرضية عدم الاستقرار (الجزر الاحادي) لسعر الفائدة والنقود بمستوى دلالة 0.01 و 0.05 ، بينما ترفض هذه الفرضية للنتائج بمستوى دلالة 0.05 بمعنى أنه مستقر. ورفض فرضية عدم يعني أن معامل الانحدار في دالة الاختبار يختلف عن الصفر بالمعنى الاحصائي. وهذا يعادل القول أن معامل الانحدار الذاتي للمتغير ( المتغير مع مستواه السابق) يختلف عن الواحد الصحيح إحصائيا. وعند حساب معامل الانحدار الذاتي تبين أنه لسعر

الفائدة 0.99051 ، وللناتج 0.9778 ، اما للنقود فهو 1.02283 والذي يفهم بأنه انفجاري أي تتكاثر النقود ذاتيا وهي خاصية تتكرر مع متغيرات اقتصادية ونقدية أخرى وتشير إلى منتهى عدم الاستقرار Non- Stationary. ومن الواضح لماذا لم ترفض فرضية العدم لسعر الفائدة لأن معامل الانحدار الذاتي قريب من الواحد الصحيح، بينما للناتج ليس قريبا جدا. وفي واقع الحال ليس الفرق بين سلوك سعر الفائدة والناتج كبير.

الجدول رقم (7)  
اختبار الجذر الاحادي لمتغيرات دالة الطلب على النقود في كندا

فرق المتغير	t لمعامل الانحدار مع المتغير المتخلف	درين- واتسن
سعر الفائدة الحقيقية	(0.18)	1.838
النقود M1 الحقيقية	0.83	2.026
الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP	(3.07)	1.867

المصدر : إعداد الباحث.

ورغم اختلاف نتيجة الاختبار للناتج عن سعر الفائدة والنقود لا نستبعد إمكانية التكامل المشترك بين النقود من جهة وسعر الفائدة والناتج من جهة أخرى مستنديين على القول بعدم ضرورة أن تكون جميع المتغيرات المستقلة من نفس درجة تكامل المتغير التابع، ولكن لا يجوز أن تكون جميعها بدرجة مختلفة عنه في تكاملها. ونجري اختبار التكامل المشترك وتستمر هذه العلاقة موضوعا للبحث والتدقيق. وقبل الذهاب إلى التقدير نسلم أن المتغيرات الكلية، كما لاحظنا شديدة الارتباط الذاتي، وهذه الخاصية تلقي ظللا من الشك على وجود العلاقات السببية أي أنها جميعها محمولة بقوة الاتجاه لتتلاءم مع مقتضياته، ولذا حتى مع استخدام أساليب أخرى للتقدير نتحفظ على الجزم بإتجاه العلاقة السببية.

وعند البداية أجرينا تقدير الطلب على النقود بدلالة الناتج وسعر الفائدة ولكن المعادلة تعاني مشكلة الارتباط الذاتي، ولذلك لا تعتمد، وظهرت معاملات الانحدار عالية المعنوية والقدرة التفسيرية الاجمالية للمعادلة بدلالة معامل التحديد 97.3 بالمائة. ومرونة الطلب على النقود مع الناتج موجبة 0.75431 وهي بعيدة عن الواحد الصحيح أي لا تدعم النظرية الكمية للنقود. اما مرونة الطلب على النقود مع سعر الفائدة فهي ( 0.216 ) أي سالبة بالاتجاه الذي تفترضه نظرية تفضيل السيولة.

وإذا رمزنا لنمو النقود والناتج وسعر الفائدة  $g_m$  ،  $g_y$  ،  $g_i$  على التوالي من اليمين إلى اليسار فإن:  $g_m = 0.7543 g_y - 0.216 g_i$  وهو نمو النقود الحقيقية أما النقود الاسمية فتتنامو بالمعدل أنفا مضافا اليه نمو المستوى العام للأسعار أي التضخم. بيد أن التحفظ على التقدير يبقى قويا بسبب الارتباط الذاتي والذي للتخلص منه لا بد من إضافة سوائف المتغيرات ودالة الانحدار، بعد ذلك.

الجدول رقم (8)

دالة الطلب على النقود في كندا للسنوات 1961 - 2011

جميع المتغيرات حقيقية باللوغاريتمات الطبيعية

المقدرات	التقدير	الخطأ المعياري	T	مستوى الدلالة
الثابت	(0.016)	0.027	(0.6)	0.55
الناتج	1.131	0.345	3.28	0.002
سعر الفائدة	(0.084)	0.0151	(5.55)	0.000
سعر الفائدة السابق	0.039	0.02	1.97	0.056
النقود السابقة	1.158	0.1261	9.19	0.000
النقود قبل فترتين	(0.293)	0.121	(2.43)	0.020
الناتج السابق	(1.032)	0.345	(2.99)	0.005
معامل التحديد	997%	اختبار التكامل المشترك ( انحدار فرق الخطأ العشوائي على الخطأ السابق )		
معامل التصحيح	99.7%	معامل الانحدار	t لمعامل الانحدار	درين - واتسن لدالة التكامل المشترك
درين - واتسن	2.065	(1.035)	(7.02)	1.991

المصدر إعداد الباحث.

يفيد اختبار التكامل المشترك رفض فرضية العدم بمستوى دلالة 0.01 حسب القيم المعيارية في جداول Mackinnon الجديدة ( الجدول رقم 2 ) المبينة في المصادر لأن t في الاختبار أعلاه أقل من القيمة المناظرة لنفس عدد المتغيرات وحجم العينة بعد طرح التصحيح، حسب حجم العينة، من القيمة المعيارية بمستوى دلالة 0.01، والتي كانت 5.51233 - لعدد المتغيرات 7 ومستوى دلالة 0.01 والتصحيح - 29.576/50 69.398/2500

وبذلك تصبح القيمة المعيارية تقريبا 6.132 - ومقدار t في الاختبار أعلاه 7.02 - وهو أقل من القيمة المعيارية، أي أكبر بالقيمة المطلقة، ولذلك ترفض فرضية العدم كما تقدم لتقبل الفرضية البديلة بوجود التكامل المشترك. نلاحظ أن القيم 50 و 2500 هما حجم العينة ومربعها . وفي المرات القادمة نستخدم نفس الطريقة دون ذكر هذه الاجراءات بل نبين نتيجة المقارنة.

القدرة التفسيرية للمعادلة كبيرة 99.7 بالمائة ولان المعادلة بالمتغيرات وسوالها فالعبارة بمجموع معاملات المتغير، ويلاحظ تعاكس الاشارات للرجوع إلى الوسط. ومجموع معاملات الانحدار للدالة أي مجموع المرونات 0.92104، دون الواحد الصحيح، وهو أدعى للاستقرار. لكن الدور الاكبر لمتغيرات النقود المتخلفة ذاتها، ولذلك تختلف الاستنتاجات عما ورد آنفا عند التقدير الاول للدالة، وهو الاكثر انسجاما مع النظرية لولا مشكلة الارتباط الذاتي والتي لم يساعد التقدير بالفروقات الاولى على التخلص منها.

دالة الطلب على النقود أعلاه عند الاستقرار وبعد إرجاع المتغيرات إلى وحداتها الأصلية يمكن كتابتها على النحو التالي عند غض النظر عن الخطأ العشوائي:

$$M=0.98Y^{0.7333}R_i^{-0.333}$$

ومجموع المرونات قريب من الواحد الصحيح. ونلاحظ التقارب بين هذه المعادلة والمعادلة الأولى التي رفضت بسبب الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية في مرونة الطلب مع الناتج. المهم أن هذه الدالة تنسجم مع النموذج النظري لتفضيل السيولة.

### دالة الطلب على النقود في أستراليا

وهنا أيضا ندرس الجذر الاحادي للمتغيرات الثلاثة. وتقدير دالة فرق المتغير على مستواه السابق. ولم يتطلب متغير الناتج تقوية بالفرق السابق، أما سعر الفائدة والنقود فقد كانت بها حاجة إلى التقوية سبيلا للخلاص من الارتباط الذاتي. وندرج أدناه  $t$  لمعامل الانحدار مع الخطأ السابق ودرين - واتسن.

الجدول رقم (9)

اختبار الجذر الاحادي لمتغيرات الطلب على النقود في أستراليا

فرق المتغير	$t$ لمعامل الأنحدر مع المتغير المتخلف	درين- واتسن
الناتج المحلي الاجمالي	(0.28)	2.057
النقود	0.3	2.041
سعر الفائدة	(1.09)	1.911

المصدر إعداد الباحث.

والواضح أنها جميعا متكاملة من الرتبة واحد أي لا يمكن رفض فرضية العدم لأن  $t$ ، أكبر بالقيمة المطلقة، أقل من القيمة المعيارية لجدول Dicky- Fuller لاختبار الجذر الاحادي Unit Root .

وفي الجدول (9) دالة الطلب على النقود في أستراليا. لقد توفرت في الدالة شروط الصلاحية الاحصائية، فهي سليمة من الارتباط الذاتي حسب درين- واتسن، لكن معاملات الانحدار للناتج غير معنوية والمفروض هو المحدد الاهم للطلب على النقود وجميع معاملات الانحدار معنوية، والقدرة التفسيرية الاجمالية للمعادلة عالية حسب معامل التحديد الخام والمصحح. ونبين أن معاملات الانحدار مروونات لان المتغيرات باللوغاريتمات الطبيعية، كما في حالة كندا. وكما تقدم وبنفس الطريقة ترفض فرضية العدم في اختبار التكامل المشترك لأن  $t$  في أعلاه أقل من القيمة المعيارية في الجداول أنفة الذكر بمستوى دلالة 0.01 . وليبان كيفية اختلاف الدوال المقدره بحسب التوصيف والاجتهاد نقدم تقديرا آخر لنفس الدالة في الجدول (11). وقد ظهرت معاملات الانحدار لجميع المتغيرات التفسيرية معنوية وبمستوى دلالة دون 0.05 ، وأيضا خالية من الارتباط الذاتي. واختبار التكامل المشترك ناجح بشكل واضح إحصائيا لان  $t$  وهي (11.77) أقل من القيمة المعيارية النظرية بمستوى دلالة 0.01.

وبقيت مشكلة مروونات الطلب مع الناتج تقترب من الصفر بمجموعها والذي يعني أن النقود تعتمد على ذاتها في الحركة مع تأثير واضح لسعر الفائدة. ومن الصعب الدفاع، نظريا، عن دور الناتج الذي أظهرته هذه التقديرات.

الجدول رقم (10)

دالة الطلب على النقود في أستراليا للفترة من تموز 1969 إلى كانون الثاني 2013

جميع المتغيرات حقيقية باللوغاريتمات الطبيعية

المقدرات	التقدير	الخطأ المعياري	T	مستوى الدلالة
الثابت	0.000153	0.006	0.03	0.980
الناتج	0.2353	0.2149	1.09	0.275
سعر الفائدة	(0.08882)	0.023	(3.86)	0.000
النقود السابقة	1.08731	0.07718	14.09	0.000
سعر الفائدة السابق	0.0562	0.024	2.33	0.021
النقود المتخلفة لفترتين	(0.13201)	0.0744	(1.78)	0.078
الناتج السابق	(0.2414)	0.2137	(1.13)	0.260
معامل التحديد	99.8%	اختبار التكامل المشترك ( معادلة انحدار فرق الخطأ العشوائي مع الخطأ السابق)		
معامل التصحيح	99.8%	معامل الانحدار	t لمعامل الانحدار	درين- واتسن لدالة الاختبار
درين - واتسن	2.0349	(1.02175)	(13.36)	1.97

المصدر: إعداد الباحث.

الجدول رقم (11)

دالة الطلب على النقود في أستراليا توصيف بديل: جميع المتغيرات حقيقية باللوغاريتمات الطبيعية

المقدرات	التقدير	الخطأ المعياري	T	مستوى الدلالة
الثابت	(0.0021)	0.0063	(0.33)	0.748
النقود المتخلفة	0.9527	0.0147	64.66	0.000
سعر الفائدة	(0.0946)	0.023	(4.11)	0.000
سعر الفائدة المتخلف	0.0587	0.0242	2.43	0.016
الناتج	0.3208	0.1535	2.09	0.038
الناتج المتخلف لفترتين	(0.3298)	0.1503	(2.19)	0.038
معامل التحديد	99.8%	اختبار التكامل المشترك ( انحدار فرق الخطأ العشوائي على الخطأ السابق)		
معامل التصحيح	99.8%	معامل الانحدار	t لمعامل الانحدار	درين- واتسن
درين- واتسن	1.7874	(0.8968)	(11.77)	1.974

المصدر: من إعداد الباحث.

ولتدقيق هذه المسألة أجرينا الحساب لتقدير معادلة بين الفرق اللوغاريتمي للنقود والفرقات اللوغاريتمية للناتج المتزامن واربعة سابقات وأضيف إليها الفرق اللوغاريتمي السابق للنقود والنتيجة هي :

معاملات الانحدار للنواتج جميعها ليست معنوية باستثناء المتخلف الثالث كان معنويا بمستوى دلالة 0.003 لكن إشارته سالبة، أما الفرق اللوغاريتمي السابق فكان معامل انحداره معنويا وموجبا لكن القدرة التفسيرية للمعادلة واطئة، معامل التحديد 12.8 بالمائة والمصحح 9.6 بالمائة. والدالة قوية، دربن - واتسن 2.0342، ونجحت في اختبار التكامل المشترك، t لمعامل انحدار دالة الاختبار (13.15) دون الحاجة إلى تقوية، ودربن- واتسن لمعادلة اختبار التكامل المشترك 1.9977.

من الضروري الانتباه إلى أن النقاد موضوع البحث حقيقية وهي M1، وتنمو في استراليا بأسرع من الناتج الحقيقي. وفي محاولة لتفسير تلك العلاقة غير المتوقعة بين الناتج الحقيقي والطلب على الارصدة الحقيقية، جرى حساب معاملات الارتباط البسيط بين: نمو الناتج الحقيقي، التضخم، نمو سعر الفائدة الحقيقي، نمو النقود الحقيقية، ونمو النقود الاسمية، والنتائج أدناه:

- لم يكن الارتباط معنويا بين نمو الناتج وكل من النقود الاسمية والحقيقية وكان موجبا في الحالتين أي في الاتجاه الصحيح، 0.08 مع الاسمية و0.12 مع الحقيقية. وظهر ارتباط الناتج مع التضخم سالبا (0.115) وليس معنويا وتوجد دلالة على أن هذا الارتباط يمثل الاثر العكسي لزيادة الناتج على التضخم وليس العكس. وللناتج ارتباط شبه معنوي موجب مع سعر الفائدة الحقيقي، سيأتي.

- ظهر للتضخم ارتباط عكسي (0.351) بدرجة عالية من المعنوية مع نمو النقود الحقيقية، وكان منخفضا ولم يكن معنويا مع نمو النقود الاسمية، كما لو أن النقود الاسمية والتضخم يتحددان باستقلال، وبالمحصلة تنخفض القوة الشرائية للنقود الاسمية بسبب التضخم، وكان ارتباط التضخم مع سعر الفائدة الحقيقي موجبا، 0.137، وبمستوى دلالة 0.07، وهذا يفسر بالسياسة النقدية المستهدفة للتضخم فترفع سعر الفائدة بنسبة أعلى لكبحه.

- لسعر الفائدة الحقيقي ارتباط موجب، 0.124، مع الناتج وبمستوى دلالة 0.1، وهذا يفهم أيضا بتحفظ السياسة النقدية على النمو فترفع سعر الفائدة النقدي كما فعلت مع التضخم. ولسعر الفائدة الحقيقي ارتباط عكسي (0.229) وبمستوى دلالة 0.002 مع النقود الاسمية، ومع النقود الحقيقية (0.27) وبمستوى دلالة 0.000، وتؤيد هذه الارتباطات نظرية تفضيل السيولة .

ولازالت علاقة النقود مع الناتج غامضة. وفي محاولة أخرى جرى حساب معادلات انحدار بين النقود الاسمية والحقيقية والتضخم والناتج. والمتغيرات معرفّة بفروقاتها اللوغاريتمية، أي معدلات نمو، وعدد المتخلفات أربعة لجميع المتغيرات. وعدد المشاهدات الصافية ( الفصول ) 170 ونستعرض النتائج بدلالة القدرة التفسيرية الاجمالية الخام للمعادلة ونكتفي بذلك، لأن المطلوب التعرف على تفاعل المتغيرات.

بصفة عامة الدوال بالفروقات اللوغاريتمية أعلاه لا تفسر إلا جزءا قليلا من التباين. والناتج أكثر تأثيرا من التضخم في النقود الاسمية وأقل منه في النقود الحقيقية. وعند ملاحظة إشارات معاملات الانحدار للناتج في معادلة النقود الاسمية كانت إشارة المتزامن والسابق موجبة والمتخلفات الثلاثة الاخرى سالبة ومجموع المعاملات سالب. وفي معادلة الارصدة الحقيقية كانت معاملات الانحدار للناتج المتزامن والسابق والمتخلف الرابع موجبة والمتخلف الثاني والثالث سالبة والمجموع سالب لمعاملات الانحدار مع الناتج.

وهكذا بقيت مشكلة علاقة الناتج مع الطلب على النقود بلا إجابة كونها تخالف النظرية والمألوف في هذه الحالة الدراسية.

#### الجدول رقم (12)

معامل التحديد بالمائة لدوال انحدار النقود الاسمية والحقيقية بالفروقات اللوغاريتمية

المتغيرات التفسيرية ← المتغيرات التابعة ↓	التابعة المتخلفة لوحتها	مع نفسها والتضخم	مع نفسها والناتج
النقود الاسمية	6.3	8.7	9.2
النقود الحقيقية	9.6	20.0	14.7

المصدر: إعداد الباحث.

#### الطلب على النقود الاسمية في الولايات المتحدة الأمريكية

تتصف متغيرات دالة الطلب على النقود الاسمية في الولايات المتحدة الأمريكية بعدم الاستقرار، حيث معامل الانحدار الذاتي لهذه المتغيرات هو الواحد الصحيح تقريبا. وقبل إجراء اختبار جذر الوحدة نعرض معادلات الانحدار الذاتي للنقود الاسمية والناتج المحلي الاجمالي الحقيقي وسعر الفائدة وجميعها باللوغاريتمات الطبيعية.

#### الجدول رقم (13)

معادلات الانحدار الذاتي للنقود الاسمية و الناتج الحقيقي وسعر الفائدة الاسمي

في الولايات المتحدة الأمريكية

المقدرات	النقود M2	الناتج المحلي الاجمالي	الناتج المحلي الاجمالي	سعر الفائدة	سعر الفائدة
الثابت	0.01748	0.0103	0.0069	(0.0205)	0.0064
معامل المتخلف الأول	0.999	0.997	1.3239	1.00498	1.4488
معامل المتخلف الثاني	455.5	885.8	20.9	84.9	24.22
معامل التحديد المصحح بالمائة	99.9	100	100	97.0	97.6
درين- واتسن	1.9	1.34	2.05	1.11	1.87

المصدر: إعداد الباحث.

الأرقام السفلى في سطور معاملات الانحدار هي  $t$  وتلاحظ المستويات العالية للمعنوية. للناتج المحلي الاجمالي وسعر الفائدة أضيفت السوالف الثانية لتجاوز مشكلة الارتباط الذاتي، ولذلك ارتفعت قيمة معاملات الانحدار مع المتخلف الأول لتكون مع الثاني سالبة، وهي عملية التعديل الذاتي، ومجموع المعاملات يقترب من الواحد الصحيح. وعندما يكون معامل الانحدار الذاتي، أو مجموع معاملات الانحدار

الذاتي قريبة من الواحد الصحيح تبقى الصدمات مستوعبة في قيمة المتغير لأنه يعيد ،ذاتيا، مستوياته السابقة وهو معنى عدم الاستقرار. وهذه الخاصية يؤكدها اختبار الجذر الأحادي التالي.

#### الجدول رقم (14)

اختبار الجذر الأحادي: معادلات انحدار الفرق الأول مع المتخلف الأول

المقدرات	النقود M2	الناتج المحلي الاجمالي	سعر الفائدة النقدي
معامل الانحدار مع المتخلف الأول	(0.000967)	(0.00192)	(0.01097)
معامل التحديد المصحح بالمائة	(0.44)	(1.76)	(1.01)
درين- واتسن	0.0	12.2	19.7
ملاحظات	1.9	2.05	1.87
لا يمكن رفض فرضية العدم أي أن قيمة المعامل لا تختلف عن الصفر بسبب صغر القيمة المطلقة لتقديره ، وقبول الفرضية البديلة بمعنى الجذر الأحادي	لا يمكن رفض فرضية العدم ، أي قبول الفرضية البديلة و هي الجذر الأحادي. مع التقوية بالفرق السابق للتخلص من الارتباط الذاتي.	لا يمكن رفض فرضية العدم ، أي قبول الفرضية البديلة و هي الجذر الأحادي. مع التقوية بالفرق السابق للتخلص من الارتباط الذاتي.	لا يمكن رفض فرضية العدم ، أي قبول الفرضية البديلة و هي الجذر الأحادي. مع التقوية بالفرق السابق للتخلص من الارتباط الذاتي.

المصدر: إعداد الباحث.

ولأن المتغيرات متكاملة من الرتبة الأولى يحتمل حصول تكامل مشترك بينها من الرتبة صفر أي استقرار. وقدرت معادلة انحدار بين النقود متغيرا تابعا والناتج الحقيقي وسعر الفائدة النقدي متغيرات مستقلة. لكن مشكلة الارتباط الذاتي كانت قوية، درين – واتسن 0.07، ولأن المتغيرات لوغاريمية فمعاملات الانحدار مروونات. وظهر معامل الانحدار مع الناتج 2.0541 وهو مرتفع أي يزداد الطلب على النقود الاسمية بأكثر من ضعف معدل نمو الناتج بثبات أثر العوامل الأخرى. ومعامل سعر الفائدة (0.022699) أي يخفض الطلب على النقود بحوالي 2 بالمائة من التغير النسبي في سعر الفائدة. ولوجود الارتباط الذاتي لا نستطيع الثقة بالتقديرات. وللخلاص من تلك المشكلة لا بد من إضافة متخلفات المتغيرات، وفي البدء أضيفت جميع المتخلفات إلى حد الخامس. و بعد الاقتصار على المعنوي منها كانت النتيجة معادلة الانحدار في الجدول (15). وهي مستوفية للشروط الإحصائية، واجتازت اختبار التكامل المشترك بنجاح بمستوى دلالة 0.01. أما مضامينها فتنطوي على إشكالات. منها غياب سعر الفائدة من منظومة التفسير، ومجموع مروونات الطلب مع الناتج 0.0795 بمعنى التأثير الضئيل لنمو الناتج في نمو الطلب على النقود ويخالف هذا التقدير جذريا الصيغة الأولى بدون المتخلفات. بينما معامل متخلف النقود 0.96 ما يفيد استعادة هذه النسبة من النمو السابق في النمو الحالي للنقود. وقد تفسر هذه التقديرات بقوة الانحدار الذاتي للنقود التي تقدم بيانها بحيث تكتفي عملية إعادة خلق النقود بمقومها الذاتي.

الجدول رقم (15)

تقدير دالة الطلب على النقود الاسمية للولايات المتحدة الأمريكية

بيانات فصلية من تموز 1956 إلى نيسان 2013

المقدرات	التقدير	T	مستوى الدلالة
الثابت	0.010595	1.64	0.103
النقود المتخلف الأول	0.962	63.48	0.000
الناتج المتخلف الأول	(0.3864)	(0.3864)	0.002
الناتج المتخلف الرابع	1.4774	1.4774	0.000
الناتج المتخلف الخامس	(1.0115)	(1.0115)	0.000
معامل التحديد المصحح	99.9%	اختبار التكامل المشترك	
درين- واتسن	2.01	معامل انحدار فرق الخطأ مع الخطأ السابق	t درين- واتسن
		(1.01122)	(15.06)
			2.01

المصدر: إعداد الباحث.

وعند استخدام الفروقات اللوغاريتمية للمتغير اختلفت النتيجة كلياً، فلم تظهر الفروقات السابقة للنقود. وعند فحص معادلة الانحدار الذاتي للنقود بفروقاتها اللوغاريتمية تأكد ذلك إذ جرى تقدير انحدار الفرق اللوغاريتمي الأول للنقود على الفروقات السابقة إلى حد الخامس، وكان التقدير سليماً، درين- واتسن 2.01، إلا أن معامل التحديد الخام 0.04 والمصحح صفر أي تقريباً لا توجد علاقة، وجميع معاملات الانحدار ليست معنوية. وهكذا يغير سلوك متغير النقود بالمستوى سلوكه بالفروقات تماماً. وعند حساب معادلة الانحدار بالفروقات أدخلت فروقات النقود والناتج وسعر الفائدة إلى حد الخامس، وكانت المتغيرات ذات التأثير المعنوي: المتخلف الأول لسعر الفائدة بمعامل انحدار (0.05433)، المتخلف الرابع لسعر الفائدة بمعامل انحدار 0.02633، المتخلف الرابع للناتج 0.8072، ومستويات الدلالة للثابت ومعاملات الانحدار هي ، 0.007 ، 0.000 ، 0.036 ، 0.004 . أما معامل التحديد الخام فكان 14.9 بالمائة، والمصحح 13.7 بالمائة، ودرين - واتسن 2.11 . وكانت دالة الفروقات أكثر انسجاماً مع نظرية تفضيل السيولة، ومحصلة تأثير فروقات سعر الفائدة سالبة ومعامل الانحدار مع الناتج موجب. ونجحت الدالة في اختبار التكامل المشترك بمستوى دلالة 0.01 لأن قيمة t لمعامل الانحدار في دالة الاختبار (15.8)، ودالة الاختبار سليمة، درين - واتسن 2.0 بمعنى أن الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية صفر.

ولنفس الفترة والبيانات الفصلية جرى تقدير دالة الطلب على النقود الحقيقية RM2 بدلالة الناتج الحقيقي RGDP وسعر الفائدة الحقيقية للأموال الفدرالية Rfu . والبيانات باللوغاريتمات الطبيعية، والمعادلة هي بغض النظر عن الخطأ العشوائي :

$$RM2=0.09906+0.60301RGDP - 0.041767Rfu$$

وعند العودة إلى الوحدات الأصلية تكون:

$$RM2=1.104Y^{0.60301} Rfu^{-0.04176} \dots\dots\dots(1)$$

والمقدرات عالية المعنوية جميعها وبمستوى دلالة 0.000، ومعامل التحديد الاجمالي والمصحح 95.2 بالمائة. وتتفق الإشارات مع نظرية تفضيل السيولة، والدور الكبير للناتج، وإسهام قليل لسعر الفائدة الحقيقي بالاتجاه الصحيح وهو السالب. ومجموع المرونات أقل من الواحد الصحيح. لكن التقدير لا يمكن الاعتماد عليه بسبب الارتباط الذاتي لأن دربن – واتسن 0.19 . وعند فحص التكامل المشترك، مع ذلك، لم تنجح المعادلة على شروط Mackinnon لكن دربن – واتسن لمعادلة اختبار التكامل المشترك كان مرتفعا 1.9 وأصبح 2 بعد التقوية الثانية ولذلك قد تكون صحيحة بمعيار دربن- واتسن للتكامل المشترك الذي يناسب الدوال التي تعاني أصلا من الارتباط الذاتي. وعند إعادة التقدير بإضافة المتخلفات كانت النتيجة في الجدول (16).

#### الجدول رقم (16)

معادلة الطلب على النقود الحقيقية من البيانات الفصلية الأمريكية

المتغيرات حقيقية باللوغاريتمات الطبيعية

المقدرات	التقدير	T	مستوى الدلالة
الثابت	0.008404	1.08	0.281
النقود المتخلفة	0.92543	33.96	0.000
الناتج المتخلف الرابع	0.7688	2.73	0.007
الناتج المتخلف الخامس	(0.7249)	(2.57)	0.011
سعر الفائدة	(0.033208)	(6.16)	0.000
سعر الفائدة المتخلف الثالث	0.06381	4.17	0.000
سعر الفائدة المتخلف الرابع	(0.03506)	(2.63)	0.009
معامل التحديد بالمائة	99.2	99.2	
معامل التحديد المصحح بالمائة	99.2		
			اختبار التكامل المشترك انحدار فرق الخطأ مع الخطأ المتخلف
		معامل الانحدار مع الخطأ المتخلف	t لمعامل دربن- واتسن الانحدار
دربن- واتسن	2.04	(1.02756)	(15.34)

المصدر: إعداد الباحث.

مجموع المرونات 0.9644 يؤكد استقرار سلوك الطلب على النقود الحقيقية. الدور الذاتي للنقود 0.925 والباقي محصلة تأثير الناتج الحقيقي وسعر الفائدة الحقيقي وذلك في شكلها الحالي قبل التحول إلى الصيغة الأصلية، إذ سيرتفع دور الناتج حيث تجتمع الآثار المباشرة مع غير المباشرة. والمعادلة أعلاه عند مستوى الثبات وبعد التحول من اللوغاريتمات إلى الوحدات الأصلية تكون مع غض النظر عن الخطأ العشوائي:

$$RM2=1.1193Y^{0.5893} Rfu^{-0.0598} \dots\dots\dots(2)$$

ويلاحظ أن المعادلة (2) ليست بعيدة عن المعادلة رقم 1 خاصة في مرونة الطلب على النقود مع الناتج. ومن جملة ما يمكن استنتاجه أن دالة تفضيل السيولة ترجحها الوقائع في نطاق ما عبرت عنه البيانات.

و عند جعل البيانات نسبية لامتصاص ثابت الابتداء، ومن دالة الطلب على النقود:  $M/P = Y^a i^b$  وطالما أن  $b$  سالبة تكون علاقة سعر الفائدة مع سرعة دوران النقود الحقيقية طردية إذ عندما ترتفع تقل الطلب على النقود وبالتالي تكون سرعة دوران النقود أعلى بمعنى أن سعر الفائدة عندما يرتفع يسمح بنمو الناتج بوتيرة تفوق نمو الأرصدة النقدية الحقيقية وبالتالي المقدار  $Y/(M/P)$  أقل مما كان عليه سابقاً. لكن هناك عناصر لها دور في الطلب على النقود من غير الدخل ( الناتج ) وسعر الفائدة ومنها التوقعات. وعلاقة التوقعات بالطلب على النقود معقدة ومن المتداول والمقبول أن ارتفاع التضخم المتوقع يقلل من الطلب على النقود بثبات أثر العوامل الأخرى، ويعني تقليل الطلب على النقود زيادة الطلب على السلع وهو بدوره ضغط تضخمي ما يفيد أن توقع التضخم يؤثر في التضخم لأنه ينعكس في سلوك واقعي. ومن جهة أخرى نستفيد مما تقدم وجود علاقة طردية بين التضخم المتوقع وسرعة دوران النقود، وهذه العلاقة موجودة بين التضخم الفعلي وسرعة دوران النقود، ولا غرابة في ذلك طالما أن التضخم المرتفع يشكل بيئة مناسبة لزيادة التضخم المتوقع.

الجدول رقم (17)  
تقدير دالة الطلب على النقود M3 في كندا: للمدة 1960-2018  
النموذج المنتقى ARDL(3, 3, 0, 0)

المتغيرات	المقدرات	الخطأ المعياري	مقياس t	مستوى	الأختبارات والمقاييس ، وتعريف المتغيرات
				الدلالة	معامل التحديد
			t-Statistic	Prob.*	Rsqadj المصحح
M(-1)	1.201	0.148	8.119	0.000	99.9%
M(-2)	-0.010	0.246	-0.040	0.969	2.188 d.w
M(-3)	-0.333	0.142	-2.337	0.025	6.32 F
Cbr	0.148	0.187	0.791	0.434	التكامل المشترك
cbr(-1)	0.111	0.206	0.538	0.594	متحقق بمستوى دلالة 0.01
cbr(-2)	-0.399	0.180	-2.221	0.033	M النقود الحقيقية
cbr(-3)	-0.333	0.182	-1.833	0.075	M3؛ gdp الناتج المحلي الاجمالي
Gdp	0.178	0.060	2.958	0.005	الحقيقي؛ cbr سعر
Inf	-0.003	0.002	-1.356	0.183	فائدة البنك المركزي الحقيقي؛
C	0.695	0.222	3.128	0.004	Inf التضخم؛ c الثابت

المصدر: إعداد الباحث.

معادلة الأمد البعيد:

$$M = 4.91 - 3.347cbr + 1.259gdp - 0.022inf \dots\dots\dots(3)$$

$$T \quad 2.66 \quad -2.092 \quad 7.935 \quad -1.168$$

$$PV \quad 0.01 \quad 0.04 \quad 0.00 \quad 0.25$$

## خاتمة الفصل

قد تحول الاقتصاد المعاصر تدريجياً ليصبح التعريف الواسع للنقود هو الأكثر تمثيلاً لأداء هذا المتغير ما يعكس التعميق المالي المستمر والذي كان متسارعاً في العقود الثلاثة الأخيرة. وتتطلب السيطرة على عرض النقد استقرار المضاعف النقدي الذي لا تؤيده الوقائع التي عبرت عنها بيانات الدول، متقدمة ونامية. وذلك لتغيير احتياطات المصارف، وهي مكون مهم في الأساس النقدي، وارتباطاً بالحجم النسبي للسيولة الفائضة. وغالباً ما يسمح البنك المركزي لعرض النقد بالتلاؤم الآني مع احتياجات المصارف وهي تحت تأثير عناصر خارجة عن سيطرته، وتدعم هذه السياسة السلبية الاعتقاد بأن النقود متغير داخلي. وللمصارف دور كبير في تكاثر أو تقليص النقود من خلال عمليات الائتمان وبصلة وثيقة مع أوضاع قطاع الأعمال. وثمة مسألة أخرى مهمة تتمثل في عجز الموازنة العامة الذي يعتمد على متغيرات تصعب السيطرة عليها ويستجيب البنك المركزي لمتطلبات تمويل العجز للحفاظ على أسعار الفائدة ضمن المديات المقبولة، وأيضاً لتجنب فتور أو انخفاض الحجم الكلي للنشاط الاقتصادي عندما يكون العجز ناجماً عن انخفاض في الإيرادات في مثل حالة العراق عند هبوط أسعار النفط، أو في الكثير من الدول للتعامل مع صدمة كورونا.

سعر الفائدة وهو من بين أهم العناصر التي يقوم عليها النظام الاقتصادي في العالم يثير، في نفس الوقت، الكثير من المشكلات والتساؤلات الفلسفية والأخلاقية والدينية إضافة على منشأ دخل الفائدة في إطار نظريات القيمة المغايرة للنهج النيوكلاسيكي. وعملياً يبدو أن تفسير تفسير الفائدة، وبنيتها السعرية الاسمية، بكلفة الفرصة البديلة والمخاطرة ينسجم مع الوقائع. ويتساق هذا الفهم مع نظرية تفضيل السيولة والتي رجحتها الاختبارات الإحصائية لدالة الطلب على النقود. وكشف التحليل عن تغيير واسع النطاق في سرعة دوران النقود الحقيقية وإلى الحد الذي يتعذر معه الاعتقاد أن النقود تشكل قيوداً على النشاط الاقتصادي وحركة المستوى العام للأسعار ليس في الأمد القصير وحسب بل وحتى عند امتداد فترة التحليل لمدة أطول من خمس سنوات. وبيّنت أبحاث هذا الفصل ضعف العلاقة بين النقود والتضخم، بل كانت علاقة النقود مع متغيرات الاقتصاد الكلي هي الأضعف.

وراجعنا أساسيات النموذج الكينزي في حوار مع المدارس الأخرى. ومساهمة ميلتون فريدمان في النظرية الكمية الحديثة، وكيف أنه استلهم نظرية المحفظة الكينزية ووظف القيمة الحالية لتدفقات الانتفاع من الثروة في مفهوم الدخل الدائم. ويبدو أن الثروة إذا ما أضيفت إلى دوال الاستهلاك والطلب على النقود يمكن أن تسهم في زيادة قدرة النماذج على التفسير. ولهذا الغرض يقدم النظام الإحصائي لتدفق الأموال فرصاً سانحة لتطوير أبحاث الاقتصاد النقدي.

تعذر تقدير دالة طلب على النقود بالشروط الإحصائية للكفاءة والاتساق دون إضافة المتغيرات المتخلفة وعندها أمكن تقدير تلك الدوال لتجتاز اختبار التكامل المشترك لدول مختارة، وعندما تدرس العلاقة بين تغيرات الناتج والنقود والفائدة تظهر تلك العلاقات في منتهى الضعف. وينتظر التقدم نحو فهم أعمق وأكثر تحديداً نماذج جديدة للتنظير قد تسمح بها التقاليد الأكاديمية في المستقبل.

## الفصل الثاني : نماذج التوازن ومحددات التضخم والأداء الكلي

ليس من المبالغة القول أن علم الاقتصاد الكلي والتنظير النقدي الذي رافقه ظهرا في خضم البحث عن أسباب عدم الاستقرار التي افصححت عن قوتها التدميرية في الكساد الكبير. وتشكّل هذا الحقل المعرفي في البدء من النظرية العامة لكينز: شرحها ومحاولة التعبير عن أطروحاتها بالأساليب المعتمدة في اوساط أكاديمية كانت مترممة، وتركيبها مع تصورات نظرية سابقة لها، وفيما بعد استكمالها بتحريك الأسعار ودراسة التضخم والانفتاح التجاري والمالي، او إرسائها على أساس جزئي. وبالتوازي مع هذا الاتجاه كانت المدارس المغيرة تطور منظومات نظرية بديلة لأثبات مصداقية الأطروحات الكلاسيكية والنيوكلاسيكية. وتزيد عليها بتوظيف أدوات البحث الجديدة التي تولدت عن ثراء المعرفة الاقتصادية ذاتها ومنطقها الخاص، أو بالانتفاع من الأدوات الإحصائية لاختبار الفرضيات والتنبؤ لخدمة السياسات الاقتصادية فيما أصبح يعرف بالاقتصاد القياسي. وتلك المسائل هي ما نتناوله في هذا الفصل استكمالاً لمباحث الفصل الأول.

في هذا الفصل يتواصل البحث النظري لدراسة التوازن السلعي النقدي التقليدي ونموذج النقود في دالة المنفعة ومستحدثات الكينزية والكلاسيكية الجديتين . ويعالج دوال التضخم مع التقدير الإحصائي لاختبار الفرضيات. وتحليل العلاقة بين التضخم والفائدة والنقود. وآراء المدرسة النمساوية في منشأ الاضطراب وشروط الاستقرار. ويقارن بين دوال التوازن السلعي IS التقليدية والجديدة، ويقدم دالة السياسة النقدية في صيغتها الأصلية وتوسيعها ، وكيف يتغير نموذج التوازن السلعي النقدي في ضوءها. ويستعرض موقف مدرسة التوقعات العقلانية من فاعلية السياسات، ويراجع مفهوم التوازن الديناميكي الستوكاستيكي (غير اليقيني) وتفسير التقلبات بالصدمات وعلاقة هذه التصورات النظرية بالتوقعات ذات النظرة الأمامية. ويتكامل مع الفصل السابق والجزء الأول من الفصل الثالث ضمن النطاق المتعارف عيه أكاديميا للنظرية النقدية، وفي حوار مع الوقائع ذي صلة بالأسئلة التي أثارها التطورات الأخيرة.

ينتهي البحث عن شروط استقرار الاقتصاد الكلي عند التوظيف الكامل، للعمل والطاقة الانتاجية، واستدامة النمو إلى تنظير مختلف وقناعات متباينة، بهذا القدر أو ذلك. لأن النشاط الاقتصادي سلوك بشري وهو محصلة تفاعل بين الحرية وقيود الموارد والإمكانات المؤسسية. ولذا يستعصي على التنميط المحكم في أوضاع تتسم بعدم التأكد وكثرة المستحدثات وتعارض المصالح. وفي هذا المبحث نراجع ونشارك في هذا الحوار المتشعب والمتكاثر، والذي يمهد للفصلين التاليين.

### في النموذج الكينزي للاقتصاد النقدي

#### بين سوق المال وسوق السلع

بعد صدور النظرية العامة لكينز عام 1936 بدء اتجاه جديد في البحث أسس لما يسمى الآن الاقتصاد الكلي ومن تلك البدايات كانت أطروحات هيكس Hicks عام 1937 وهانسن Hansen عام 1953 أكثرها تأثيراً والتي تسمى نموذج IS-LM أو التوازن السلعي النقدي. ومع إسهامات أخرى من ساميولسن

ومودغلياني وكلاين تطور النموذج الكينزي، وهو يختلف، بهذا القدر أو ذاك، عن اقتصاد كينز نفسه. المهم لقد عبر النموذج عن مبدأ التجميع في الاقتصاد، وبهذا يأتي بجديد على التقاليد السابقة للنظرية العامة. وهذا لا يعني ان علم الاقتصاد لم يبحث في الاقتصاد على المستوى الوطني قبلئذ لكن الجديد في الوضوح التحليلي لتناول الاقتصاد بصفته وحدة واحدة. الى جانب المنهج السابق الذي يتخذ من سلوك المنتج والمستهلك مادة للتعليم أو النموذج النظري للتوازن العام عند والراس الذي يدرس تحديد الأسعار النسبية لعدد لا نهائي من السلع المفردة. في النموذج الكينزي، والاقتصاد الكلي لاحقا، يُفترض وجود سوق للسلع بمجموعها لا تميز بينها في جانب العرض إنما في الطلب تصنف بمجموعتين، استهلاكية واستثمارية، لأن محددات الطلب على كل منهما مختلفة. وقد جرى العرف فيما بعد وعند إضافة الحكومة إلى النموذج تصنف السلع والخدمات من جانب الطلب إلى استهلاك واستثمار وإنفاق حكومي ثم تضاف الصادرات في النموذج المفتوح مع ضم الاستيرادات إلى العرض المحلي (الناتج المحلي الاجمالي) أو الاكتفاء بصافي الصادرات في جانب الطلب ليبقى الناتج المحلي ( الدخل) في جانب العرض. وثمة انسجام بين نظام الحسابات القومية الذي تطور بعد الحرب العالمية الثانية والنموذج الكينزي للاقتصاد الكلي. وبذلك لم يعتن النموذج بالأسعار النسبية وشروط العرض حتى للمجموعات الكبيرة ( استهلاكية، استثمارية، وسيطة ) أو قطاعات مثل زراعة، تعدين، صناعة... وغيرها. ولقد درج الاقتصاد الكلي على هذا التقليد حتى أصبح من المستغرب في الوسط الأكاديمي إثارة تساؤلات من هذا النوع. وأيضا يوجد سوق للنقود، وسوق للسندات والذي يمثل جميعا لكافة الأصول المالية عدا النقود وبذلك يوجد سعر واحد للفائدة، في أصل النموذج النظري، وليس بنية سعرية حسب الأجل أو أنواع الأصول كما في المناهج الأحدث للاقتصاد النقدي. وسعر الفائدة هو السعر النسبي للنقود بدلالة السندات أو سعر الفائدة على السند. وأيضا لا يوجد سوق لخزين رأس المال العيني صراحة، إنما العائد المتوقع على الاستثمار يساوي سعر الفائدة عند التوازن وينظر للسند والسهم بصفة بدائل. وهناك سوق للعمل بجميع أصنافه كما لو أنه متجانس بأجر واحد.

ولنبداً من السوق المالية في النموذج وقوامها سوق النقد أما أسواق الأسهم والسندات والائتمان المصرفي وسواها فهذه مضمرة في تحليل سوق النقد أو تذكر في مقابل النقود. والفكرة الأساسية هنا عندما يزداد عرض النقد يتغير معدل التبادل بين النقود والسندات، التي تمثل بقية الأصول المالية، بحكم الوفرة النسبية للنقود. وبذلك يرتفع السعر النسبي للسند وبما أن سعر السند هو القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية فهذا يتضمن انخفاض سعر الخصم وهو سعر الفائدة، وبحكم تماثل سلوك الأصول الأخرى من غير النقود تنخفض معدلات عوائد الأصول الأخرى أيضا ومنها العائد على رأس المال. وعندما ينظر الى الأخير بأنه قيمة الانتاجية الحدية فلا يحصل التناقص إلا بزيادة رصيد رأس المال العيني ولا بد، إذن، من زيادة الاستثمار لهذا الغرض. وتظهر الصيغة المختزلة لتلك الآلية في العلاقة العكسية بين الاستثمار وسعر الفائدة في دالة سوق السلع فعندما يرتفع الاستثمار يرتفع مجموع الطلب والذي يستدعي إنتاج مقدار أكبر من السلع والخدمات أي تشغيل الطاقة الانتاجية الكلية بدرجة أعلى وبالتالي توظيف أوسع للعمل ويعبر عنه بخفض نسبة البطالة.

ويستند هذا التفاعل بين سوق النقد وسوق السلع إلى علاقة عكسية بين سعر الفائدة ( متغيرا مستقلا أو داخليا) والطلب على النقود الذي يتوازن في النهاية مع عرض معطى منها تحدده السلطة النقدية عبر التأثير في الأساس النقدي، من جهة، وعلاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار من جهة أخرى.

والفرق الأساسي بين نظرية كينز والكلاسيك حول سوق النقد ارتباط الطلب على النقود عند كينز بالطلب على السندات، لأن جزءاً من النقود يُحتفظ به للمضاربة، بيعاً وشراءً، بالسندات والأصول الأخرى من غير النقود. ويرتبط هذا الجزء عكسياً مع سعر الفائدة.

أما في سوق السلع فإن الطلب، الاستهلاكي والاستثماري، دالة بسعر الفائدة في النموذج الكلاسيكي وبالعلاقة عكسية. وتفسير ذلك عندهم أن ارتفاع سعر الفائدة يعني زيادة العائد على الادخار وتبعاً لذلك خفض الاستهلاك، وفي حالة الاستثمار يقلل ارتفاع سعر الفائدة صافي القيمة الحالية للمشروع، وعندما يصبح صافي القيمة الحالية سالبا مع سعر فائدة مرتفع يعني تخلي المستثمر عن المشروع. والحد الأدنى لصافي القيمة الحالية المقبول هو الصفر أي تساوي معدل العائد الداخلي للمشروع مع سعر الخصم وهو سعر الفائدة السائد.

العرض الكلي في النموذج الكلاسيكي هو تجميع قرارات العرض للمنشآت والتي تتحدد عند مساواة الأجر الحقيقي بقيمة الانتاجية الحدية للعمل ومع مرونة الاسعار والأجور يكون الانتاج عند الاستخدام الكامل. أما الطلب فيعتمد كما تقدم على سعر الفائدة والمقصود هنا الحقيقي. فإن كان الطلب أدنى من العرض فالادخار المخطط قد تجاوز الاستثمار المخطط ولذلك سينخفض سعر الفائدة ما يؤدي إلى زيادة الاستهلاك والاستثمار وصولاً إلى المستوى التوازني للطلب الكلي، وتسمى هذه النزعة التلقائية نحو التوازن في التصور الكلاسيكي قانون ساي.

ولا يختلف النموذج الكينزي عن التصور الكلاسيكي في العرض المخطط Exa ante وأنه يحدد من سوق العمل وتبعاً لذلك الناتج ( الدخل ) دالة في العمل إذ يفترض ثبات الطاقة الانتاجية الكلية في الأمد القصير بمعنى ثبات رأس المال العيني. أي ينظر إلى الاستثمار بصفته جزءاً من الطلب الكلي ولا يعتنى بما يمثله من إضافة إلى رأس المال المتراكم ودوره في النمو الاقتصادي، تلك الوظيفة للاستثمار درست فيما بعد. وجانب الطلب، أيضاً، استهلاك واستثمار، لكن الاستهلاك دالة في الدخل الفعلي وليس بسعر الفائدة. والاستثمار دالة بسعر الفائدة، لكن سعر الفائدة لا ينفرد بتحديد الاستثمار إذ يسمح النموذج بجزء مستقل ومن هذه القناة يكون للحكومة دور في الحجم الكلي للاستثمار والطلب الكلي. كما أن للاستثمار آثاراً مضاعفة، في النموذج الكينزي، ومفهوم المضاعف Multiplier هو الأساس لتبرير الدور الحكومي وأهمية السياسة المالية النشطة للحفاظ على المستوى المرغوب من الناتج والتشغيل.

## نموذج التوازن السلعي - النقدي

يختص هذا المبحث بدراسة التوازن السلعي- النقدي الذي يهتم بجانب الطلب إذ تتجه الحركة منه إلى العرض، كما قدمه نموذج Hicks- Hansen والذي يسمى IS- LM، وبعد ذلك ينتقل إلى التصورات النظرية الجديدة.

يعبر تساوي الاستثمار مع الادخار عن شرط توازن سوق السلع، وتوازن سوق النقد بين الطلب على النقود وعرضها وهو معطى خارجي يعينه البنك المركزي. ويعرّف التوازن السلعي النقدي بمزدوج من سعر الفائدة والدخل وكلاهما حقيقي لأن المستوى العام للأسعار لا يتغير في أصل النموذج. وتتغير نقاط، مزدوجات، التوازن بفعل متغيرات خارجية، ولأن الحل التوازني يختص بمتغيرين داخلين، الدخل وسعر الفائدة، لذا يتطلب النموذج معادلتين.

المتغيرات التي يشتمل عليها توصيف النموذج: الناتج (الدخل)  $Y$ ، الاستهلاك  $C$ ، الاستثمار  $I$ ، الادخار  $S$ ، سعر الفائدة  $i$ ، الأنفاق الحكومي  $G$ ، الضرائب  $T$ ، الأستيرادات  $IMP$ ، الصادرات  $X$ ، النقود  $m$ ،  $m_s$ ، عرض النقد معطى من السلطة النقدية؛  $a, C_0, I_0, t_0, m_0$  هي المقادير المستقلة من الاستهلاك والأستيرادات والاستثمار والضرائب والنقود المطلوبة على التوالي من اليمين؛  $b, c_1, d, t_1, \alpha, \theta$  ميول

حدية واستجابات، و f رمز الدالة. الأنفاق الحكومي والصادرات وعرض النقد متغيرات خارجية؛ الاستثمار دالة بسعر الفائدة، الطلب على النقود دالة بسعر الفائدة والدخل؛ المتغيرات التي هي دالة بالدخل فقط: الادخار، الاستهلاك، الأستيرادات، والضرائب. الدوال جميعها خطية، والنموذج، أساسا، للأمد القصير أي ان الناتج المحتمل ثابت وكذلك الطاقة الانتاجية الكلية، وهنا يركز التحليل على وظيفة الاستثمار في تحديد الطلب الكلي وليس في النمو، كما ان النموذج في صيغته هذه ستاتيكي Static إذ لا يدرس حركة المتغيرات عبر الزمن فضلا عن الفرضيات آنفا.

دالة التوازن السلعي IS:

$$C=C_0 +c_1(Y-T) \dots\dots\dots (1)$$

$$IMP = a+bY \dots\dots\dots (2)$$

$$S= Y- C \dots\dots\dots (3)$$

$$I= I_0 +di \dots\dots\dots (4)$$

$$T= t_0 + t_1Y \dots\dots\dots (5)$$

$$c_1, b, t_1 > 0, d < 0$$

$$Y = C+ I + G + X- IMP \dots\dots\dots (6)$$

$$Y= C_0+c_1\{Y-(t_0 + t_1Y)\}+I_0+di+G+X-(a+bY)\dots\dots\dots(7)$$

$$Y= C_0- c_1t_0+ I_0+G+X-a +c_1Y-c_1t_1Y-bY+di \dots\dots\dots(8)$$

$$Y= C_0- c_1t_0+ I_0+G+X-a+di+Y(c_1-c_1t_1-b) \dots\dots\dots (9)$$

$$Y[1-(c_1-c_1t_1-b)]=( C_0- c_1t_0+ I_0+G+X-a)+di \dots\dots\dots (10)$$

للتبسيط نجعل:

$$(c_1-c_1t_1-b)=\lambda$$

$$(C_0- c_1t_0+ I_0+G+X-a)=\beta$$

$$Y(1-\lambda)= \beta+di$$

$$Y = \{\beta/(1-\lambda)\}+\{d/(1-\lambda)\}i \dots\dots\dots (11):IS$$

$$m_s= m=f(Y,i)=m_0+\alpha Y+\theta i \dots\dots\dots (12)$$

$$\alpha > 0, \theta < 0$$

$$Y=(m/\alpha) - (\theta/\alpha)i - (m_0/\alpha) \dots\dots\dots(14):LM$$

(1-λ) مقدار موجب دائما و d سالب إذن تكون علاقة Y مع i عكسية في دالة IS؛ ولأن (θ/α)

مقدار سالب تكون علاقة Y مع i طردية في دالة LM. المقدار  $\frac{1}{1-\lambda}$  هو المضاعف الكينزي المعروف؛

وعند إستبعاد الضرائب والتجارة الخارجية يكون  $\frac{1}{1-mpc}$  حيث  $mpc$  الميل الحدي للأستهلاك.

يتحقق التوازن السلعي النقدي بتقاطع منحنى IS مع LM أي اقتران سعر فائدة توازني مع مستوى دخل توازني في معادلتى السوقين في آن. والقصد من هذا العرض انه لا توجد ميزة لجعل المتغير المستقل سعر الفائدة i في معادلة LM والناتج الحقيقي Y في معادلة IS لأن سعر الفائدة والناتج، في هذه المنظومة، كلاهما متغيرات داخلية Endogenous. أو يفترض هكذا لأن المطلوب اكتشاف سعر الفائدة والدخل

بالانطلاق من مجموعة معطيات هي: الأنفاق الحكومي والضريبة وعرض النقد، والصادرات الى جانب المقادير المستقلة من الاستهلاك، والأستيرادات، والاستثمار، والطلب على النقود؛ وانماط سلوك تعبر عنها المعاملات التي تسمى الميول الحدية والاستجابات. وتستطيع السياسة الاقتصادية التأثير بالمعطيات لتصل الى الثنائي المرغوب من سعر الفائدة والدخل. والظريف في الموضوع اذا انعدم تأثير سعر الفائدة في الطلب على النقود والاستثمار ينتفي التحديد Determination لأن المعادلتين بمتغير داخلي واحد فتكون الحلول لا نهائية نظريا. يفترض النموذج ان جميع المتغيرات حقيقية، بما فيها النقود، وكان المستوى العام للأسعار يبقى ثابتا. وبذلك عندما يرتفع المستوى العام للأسعار تنخفض الأرصدة النقدية الحقيقية ويتحول منحنى LM إلى اليسار نحو نقطة الأصل، بمعنى انخفاض الانتاج مع نفس المستوى من سعر الفائدة. لكن ارتفاع المستوى العام للأسعار يخفّض سعر الفائدة الحقيقي بنفس المستوى من سعر الفائدة الاسمي فيدفع منحنى IS الى اليمين أي بالاتجاه المعاكس لنقطة الأصل.

النموذج الكينزي مكتمل من جهة توصيف العلاقات بين الأسواق لكن فرضياته الأساسية لا تسمح بتحريك الاقتصاد تلقائيا نحو التوازن عند التوظيف الكامل للعمل والتشغيل التام للطاقات الانتاجية على المستوى الكلي Macro. ومن أسس التنظير الكينزي أن البطالة الإجبارية حقيقة في الاقتصاد وليست كل البطالة اختيارية كما تطرح مدرسة التوقعات العقلانية أي الكلاسيكية الجديدة مثلا، بأن القوى العاملة تعزف عن العمل اختياريا للانتفاع من متعة الفراغ. ومن النظر في أوضاع التشغيل نجد هناك فرق بين العزوف عن العمل لمختلف الأسباب، الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، وعدم إيجاد فرص عمل بالأجر السائد. وتكون البطالة الإجبارية مع حالة توازن سلعي - نقدي وتسمى توازن التوظيف الناقص للعمل Underemployment Equilibrium. ولو افترضنا مرونة الأجر النقدي انطلاقا من وضع البطالة توجد، نظريا، فرصة للعودة إلى التوازن عند التوظيف الكامل للعمل دون تدخل حكومي وعبر المسار التالي:

البطالة ← انخفاض الأجر النقدي ← انخفاض كلفة المنتج بالمتوسط ← انخفاض المستوى العام للأسعار ← زيادة الأرصدة النقدية الحقيقية ← تحرك منحنى LM إلى اليمين عندما تكون نقطة الأصل إلى اليسار ← انخفاض سعر الفائدة ← زيادة الاستثمار ← انتقال مستوى الطلب الكلي الفعال إلى مستوى أعلى ← زيادة الناتج ( الدخل ) ← زيادة الطلب على القوى العاملة ← استمرار حلزون الصعود الإيجابي عبر المضاعف ← توازن الاستخدام الكامل.

لكن هذه العملية تتعطل في النموذج الكينزي بسبب عدم مرونة الأجور وتصلب الأسعار. ولذلك لا بد من التدخل في مفصل أو أكثر من تلك المبينة آنفا وهي:

- زيادة الأرصدة النقدية ( عرض النقد) وفي ظل تصلب الأسعار في الأمد القصير تتحول إلى زيادة في الأرصدة الحقيقية، ونظريا يمكن بدء الحركة من هناك والاستمرار إلى الأخير. لكن هذه السياسة لم تثبت فاعليتها كما بينا في التعقيب على أطروحة ملتون فريدمان لأن التغير واسع المدى في سرعة دوران النقود يجعلها وكأنها لا تشكل قيودا على الناتج والأسعار حتى في مدة طويلة حسب البيانات الأمريكية والعراقية.

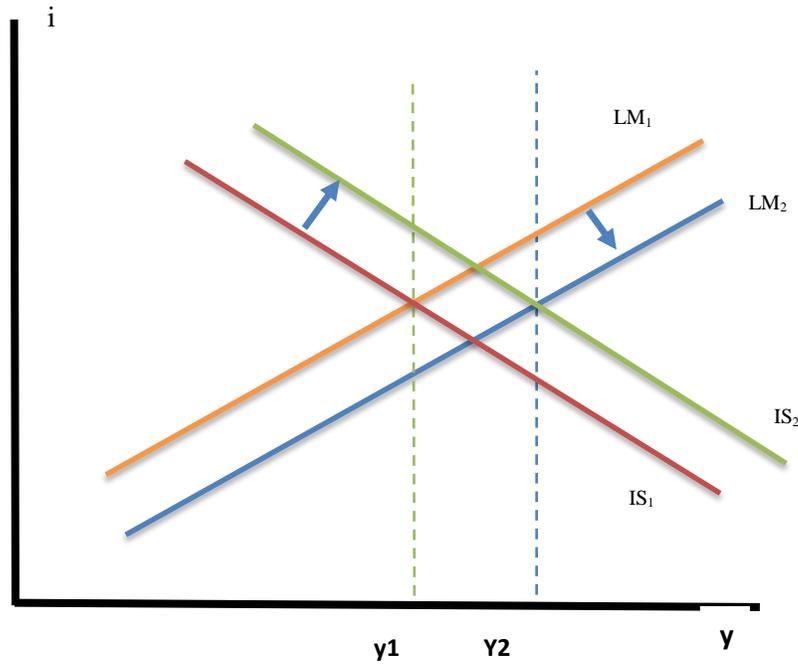
- خفض سعر الفائدة بسياسة البنك المركزي لتبدأ الحركة من هذه النقطة في التسلسل آنفا. وأيضا في سنوات الأزمة الأخيرة انخفضت أسعار الفائدة الأساسية إلى الصفر فعلا، أو تقريبا، ولم تُفلح في تحريك النشاط الاقتصادي نحو الاستخدام الكامل.

- زيادة الطلب الكلي بدفعة قوية مستقلة لتبدأ الحركة من انتقال مستوى الطلب الكلي الفعال إلى نقطة أعلى، والأكثر فاعلية أن تبدأ من زيادة الاستثمار. وعند اعتماد هذه السياسة بعد فشل السياستين السابقتين سوف تنتفع من الوفرة النسبية في النقود وانخفاض سعر الفائدة ويستمر زخمها مدة أطول وبقوة ما يرجح احتمالات سرعة الوصول إلى الاستخدام الكامل.

وهكذا لا يفسر التوازن عند مستوى منخفض من التشغيل فقط بصلابة الأجور بل أيضا احتمال أن تصبح مرونة الطلب على النقود عند مستوى منخفض لسعر الفائدة لانهائية وهو ما يسمى فخ السيولة. وفي هذا

الوضع لا تؤدي زيادة عرض النقود دورا إيجابيا لحفز النشاط لأن تلك الزيادة لا تستجيب لها الفائدة بالانخفاض. وعند الاصطدام بالحاجز الصفري كما هو الحال في الفترة الأخيرة بعد الأزمة فإن القيد بذاته فخ ويعنى وصول السياسة النقدية إلى التعطل التام. ومن جملة ما يتضمنه فخ السيولة بالتعريف أن العرض الزائد من النقود يستوعب في صنف الأرصدة النقدية المحتفظ بها للمضاربة Speculative Balances.

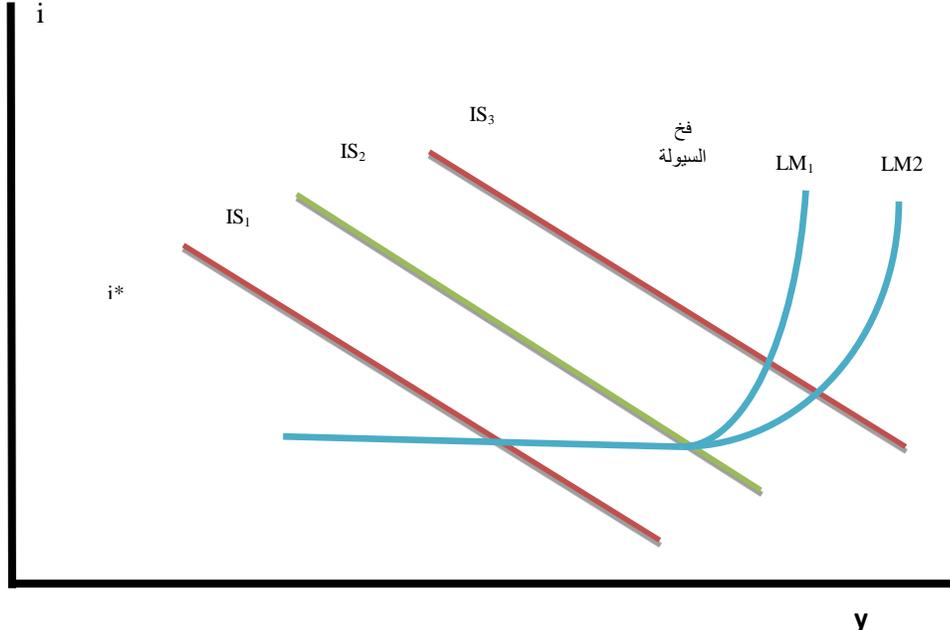
الشكل رقم (1)  
التوازن السلعي - النقدي IS-LM



المصدر: إعداد الباحث؛ يمثل الشكل (1) نموذج هيكس- هانسن، المحور العمودي سعر الفائدة  $i$  والمحور الأفقي الناتج (الدخل الحقيقي)  $Y$ .

نلاحظ في الشكل (1) علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومستوى الطلب التوازني السلعي يعبر عنها منحنى IS، وتمثل كل نقطة من نقاطه مساواة بين الاستثمار والادخار، يتناسب مع مستوى معين من الدخل حسب الميل للادخار، عند سعر فائدة معين. ومنحنى LM، الذي يقترن مع عرض معين للنقد يُظهر علاقة طردية بين الدخل وسعر الفائدة، أي يمكن مع نفس العرض من النقود إدارة كم أكبر من السلع والخدمات  $Y$  عندما يرتفع سعر الفائدة. لأن العلاقة العكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة تسمح بتحرير مقادير متزايدة من النقود، كانت محتجزة للمضاربة، لإنجاز معاملات تبادل بحجم أكبر. وفي هذا النموذج يمكن زيادة الناتج  $Y$  بزيادة عرض النقد، نقطة التقاطع بين  $IS_1$  و  $LM_2$  أو تحول منحنى السلع مع نفس المستوى من عرض النقد، تقاطع  $IS_2$  مع  $LM_1$  أو تغييرهما معا، تقاطع  $IS_2$  مع  $LM_2$ .

الشكل رقم (2)  
توصيف فح السيولة



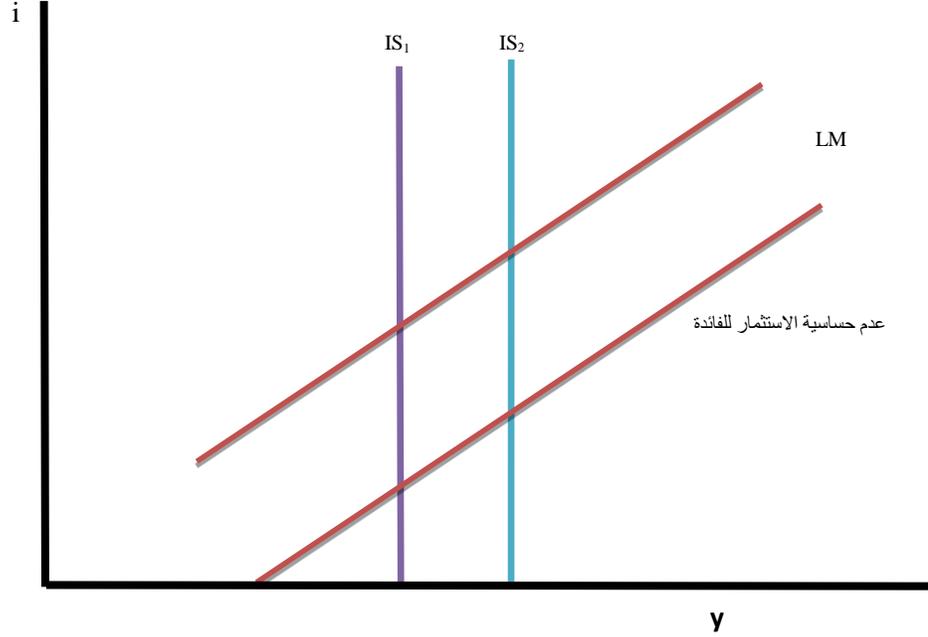
المصدر: إعداد الباحث.

يبين الشكل (2) مشكلة فح السيولة فعندما ارتفاع عرض النقد إلى LM2 لم يتغير المستوى التوازني للنتائج إلا مع زيادة الطلب السلعي إلى IS2 ، وعند مستويات أعلى من الطلب السلعي IS3 يظهر أثر إيجابي لزيادة عرض النقد بالتحول من نقطة تقاطع IS3 مع LM1 إلى نقطة تقاطع IS3 مع LM2 لينخفض سعر الفائدة ويزداد الناتج.

ويعبر الشكل أعلاه ، تقريبا، عن أوضاع دول السوق المتقدمة في أعقاب الأزمة المالية الدولية التي بدأت عام 2007. ولكن منحنى LM أوطأ لأن سعر الفائدة الأساسي يقارب الصفر ولم يصل الاقتصاد هناك إلى IS3 بل هو بين IS2 ونقطة الأصل في حين استمر عرض النقد بالزيادة أي تفرع LM من جهة اليمين.

يعكس الشكل (3) أوضاعا محيرة للسياسة النقدية تماثل مشكلة الاصطدام بالحاجز الصفري. ومهما زاد عرض النقد، تحرك LM إلى اليمين، وانخفض سعر الفائدة لا يؤدي ذلك إلى تحريك النشاط الاستثماري. ويبقى مستوى الناتج وبالتالي التشغيل محددًا بالمستوى التوازني IS. ما يعني أن الحكومة تستطيع النهوض بالاقتصاد ليس عبر التوسع النقدي بل بزيادة الأنفاق. أو تحديث قفزة في الصادرات، وهي شكل من أشكال الطلب المستقل، تؤدي أيضا إلى تحريك IS نحو اليمين. وربما يتغير بعد ذلك سلوك الاستثمار، أو حتى الادخار، حسب الفهم الكلاسيكي والنيوكلاسيكي، فتعود استجابة مستوى الطلب السلعي لسعر الفائدة ويظهر IS بشكله الاعتيادي مجددا بعد زول الظروف الاستثنائية.

الشكل رقم (3)  
عندما لا يتأثر الاستثمار بسعر الفائدة



المصدر: إعداد الباحث. يصور الشكل انعدام العلاقة بين الاستثمار وسعر الفائدة وفي هذه الحالة يتحرك الطلب الكلي السلعي بتأثير عناصر الطلب المستقل ومنها خاصة الأنفاق الحكومي.

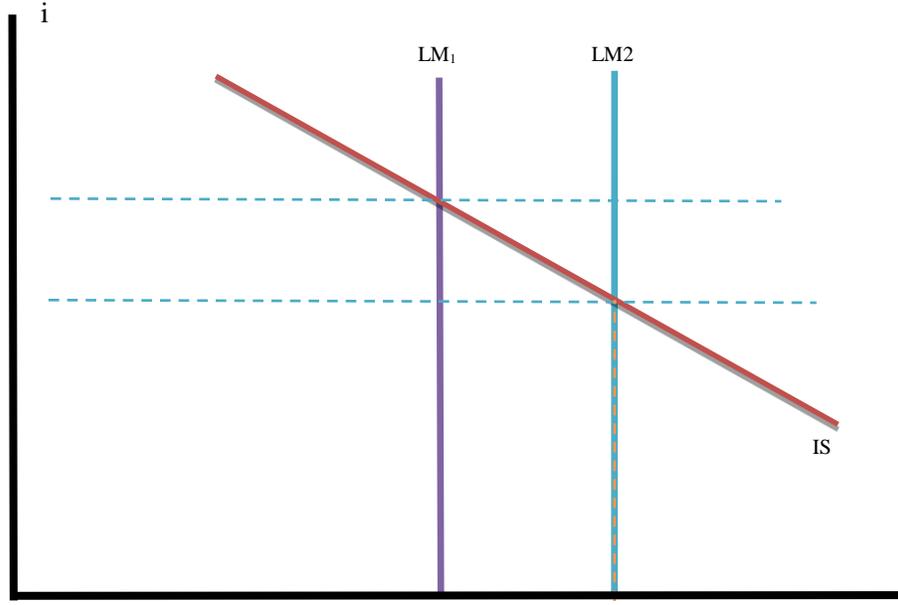
أما الشكل التالي (4) فهو يعبر عن حالة خاصة وهي التصور الكلاسيكي حيث الطلب على النقود مستقل عن سعر الفائدة. وبهذا لا توجد سوى نقطة توازن واحدة مع عرض النقد المعطى الذي يبينه LM. ما يفيد عدم إمكانية زحزحة مستوى التوازن الكلي إلا بزيادة عرض النقد. أما تحرك IS إلى اليمين فإنه يرفع سعر الفائدة دون زيادة الناتج. لكن هذه الصيغة تثير تساؤلاً حول تفسير ارتفاع سعر الفائدة طالما يبقى مستوى الطلب الفعلي والناتج على حالهما، وكذلك النقود. المهم ان هذه الصيغة تصور أوضاعاً يكون عليها الاقتصاد تتاح فيها فرصة سانحة للسياسة النقدية الكمية، أي زيادة السيولة. ومع تحرك LM إلى اليمين ينخفض سعر الفائدة ويزداد الناتج. لكن هذه الاستجابة للتوسع النقدي تفترض بطالة واسعة في الوضع الابتدائي، وكان الاقتصاد ينهض من كساد كبير.

يبين الشكل (4) حالة دالة الطلب الكلاسيكية على النقود عندما تنعدم العلاقة بين الطلب على النقود وسعر الفائدة وعند ذلك لا توجد فرصة لمستوى توازني آخر للناتج مهما تغير سعر الفائدة إنما فقط عندما يزداد عرض النقد ليسمح بمستوى أعلى من الناتج عند تقاطع IS مع LM2 التي تمثل عرضاً أكبر من النقود.

ويبدو من الضروري التمييز بين فخ السيولة بمعنى عدم استجابة سعر الفائدة لزيادة عرض النقد بمعنى ممانعة سعر الفائدة من الانخفاض ومشكلة أخرى تتمثل بعدم استجابة الاستثمار للانخفاض في سعر الفائدة وبالتالي تنقطع العلاقة بين الناتج وسعر الفائدة في منحنى IS. أي ان مشكلة فخ السيولة في سوق النقد، بينما

مشكلة عدم استجابة النشاط الاقتصادي لسعر الفائدة المنخفض هي التي ظهرت في الأزمة الأخيرة وفي تجربة اليابان من قبل والتي تختلف عن فخ السيولة.

الشكل رقم (4)  
الطلب على النقود لا يتأثر بسعر الفائدة



المصدر: إعداد الباحث.

يتضمن التنظير الكينزي، كما أصبح واضحاً، إمكانية تأثير النقود على الناتج الحقيقي، فلو كانت نقطة البدء عند مستوى مرتفع من سعر الفائدة فإن زيادة النقود تقود إلى خفض سعر الفائدة، فيرتفع الاستثمار نتيجة لانخفاضها. ومع مستوى أعلى من الاستثمار يكون الناتج، الدخل، أعلى. ولا ينكر أن تأثير النقود عبر سعر الفائدة في الاقتصاد الحقيقي حسب الفهم الكينزي يُضمر افتراض مرونة الجهاز الانتاجي حيث يستجيب العرض للطلب دون زيادة الأسعار. ولقد عارض دعاة مدرسة دورة الأعمال الحقيقية Real Business Cycle Theory اتجاه العلاقة السببية من النقود الى الناتج اذ لاحظوا ان النشاط الحقيقي اثناء الدورة هو الفاعل في النقود وليس العكس.

ويشكك النقوديون أصلاً بمفهوم المضاعف Multiplier ويميلون الى تأكيد تأثير النقود في الدخل الاسمي وليس الحقيقي. ويعترض النقوديون على الكينزيين بانهم ضيقوا المدى المحتمل للسياسة النقدية بحصره عبر قناة الاستثمار متجاهلين الاستهلاك. وفي رأيهم من الصعب التوصل الى توصيف بنيوي دقيق وشامل لانتقال آثار السياسة النقدية ولذلك يرجحون صيغتهم المختزلة: النقود M تؤثر في الناتج Y وحسب، والاحتكام الى الاختبار التجريبي. ويدافع النقوديون عن صيغتهم المختزلة بأنها تحتوي ضمناً على آثار اصول أخرى أهملها الكينزيون مثل الأسهم والعملية الأجنبية وخزين السلع وغيرها وأكتفوا بواحد من أسعار الأصول، هو سعر الفائدة. بيد ان الكينزيين غالباً ما أشاروا بان سعر الفائدة أيضاً واطىء الفاعلية على الأكثر. ولعل الظاهرة الحالية لانعدام تأثير سعر الفائدة عقب الأزمات الحادة والتي شهدتها اليابان لاحظها الكينزيون ايام الكساد الكبير عندما انخفض سعر فائدة الأمد القصير الى 1 بالمائة أو نحو ذلك دون انعاش الاقتصاد. وهذه الواقعة التجريبية مهدت لتأكيد فاعلية السياسة المالية في النهوض بالطلب الكلي الفعال ومن

ثم الناتج. وقد التزموا تصورا ساعد على تدعيم نظري لما ذهبوا اليه من سياسة ألا وإن الطلب يحدد العرض في اقتصاد يعمل مع مرونة كافية في جهازه الانتاجي يؤكد لها وجود فائض ملموس في طاقاته الانتاجية، لذا ستكون لدفعة جديدة من الطلب المستقل، وبالذات الأنفاق الاستثماري الحكومي، آثار مضاعفة تنتشل الاقتصاد من حضيض الكساد.

القص من تناول التوازن السلعي النقدي على هذا النحو المبسط التوطئة لمراجعة البحث التجريبي وتقييم الأسس النظرية لسياسات الاقتصاد الكلي والنقدية منها بالذات. ومن المتوقع بعد أن واجهت السياسة النقدية حاجز الصفر أن يستعاد الاهتمام بدور السياسة المالية، خفض الضريبة أو زيادة الأنفاق، مع العجز الممول بالدين أو الاصدار النقدي. ولقد أتضح لدينا فعل الأنفاق الحكومي في تحديد مستوى الناتج ، او على الأقل لا توجد دلائل قوية على عدم فاعليته.

في الجدول (1) تقدير دالة IS من البيانات الكندية السنوية للمدة 1960-2018 حيث nex الأنفاق القومي، اي الطلب الكلي، rcb السعر الحقيقي لفائدة البنك المركزي ؛ inf التضخم . نلاحظ سلوك الدالة يتفق مع التصور النظري ، لكن لا يمكن التعميم إذ أخفقت محاولات تقدير هذه الدالة لدول أخرى. مع ذلك يبقى نموذج التوازن السلعي النقدي الكينزي أداة تحليل في الاقتصاد الكلي والنقدي وهو السائد في الأوساط الأكاديمية.

الجدول رقم (1)  
دالة IS في كندا للمدة 1960 – 2018: المتغير التابع الأنفاق القومي الحقيقي  
النموذج المنتقى للتقدير ARDL(1, 1, 2)

المتغيرات	المقدرات	الخطأ المعياري	مقياس t t-Stat.	مستوى الدلالة Prob.*	الأختبارات والمقاييس	تعريف المتغيرات
nex(-1)	0.978	0.005	187.921	0.000	معامل التحديد	nex
rcb	0.521	0.156	3.344	0.002	المصحح %99.9	الأنفاق القومي الحقيقي
rcb(-1)	-0.735	0.155	-4.731	0.000	d.w 1.881	
inf	0.007	0.002	3.226	0.002	F 54.86	rcb
inf(-1)	-0.014	0.003	-4.905	0.000	التكامل المشترك	سعر البنك المركزي الحقيقي
inf(-2)	0.005	0.002	2.653	0.011	متحقق بمستوى دلالة	
C	0.282	0.119	2.367	0.022	0.01	Inf التضخم

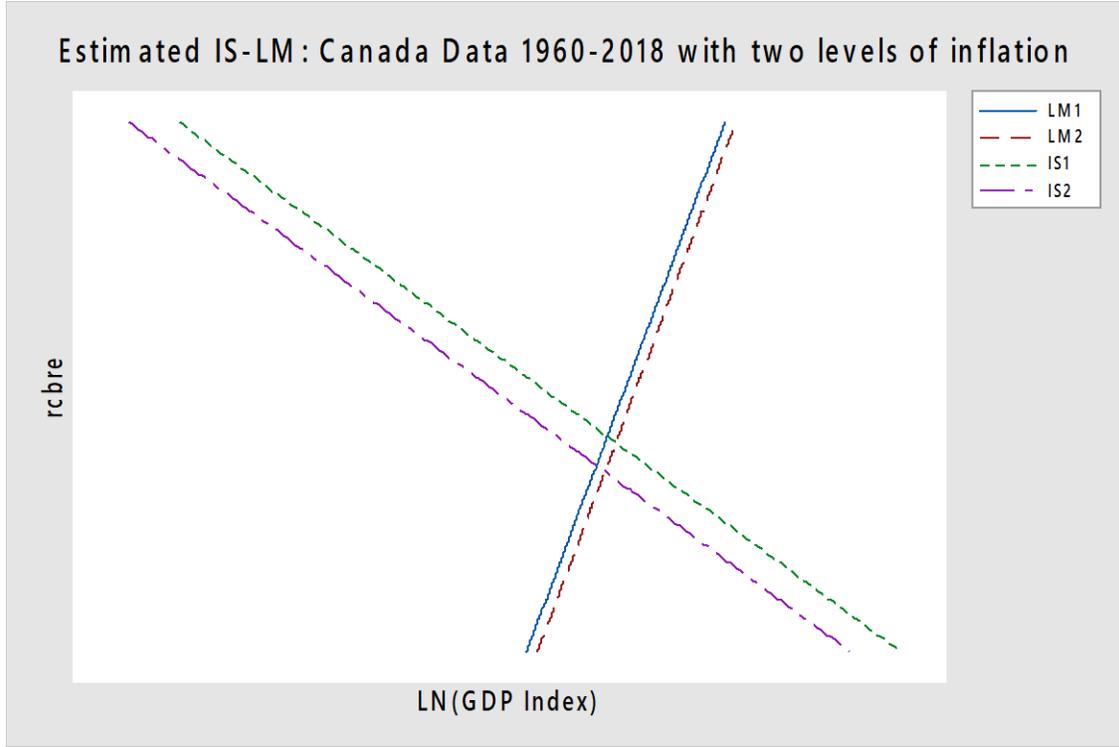
المصدر: إداد الباحث.

دالة الأمد البعيد:

$$\text{nex} = 12.743 - 9.674 \text{ rcb} - 0.102 \text{ inf} \dots\dots\dots(15)$$

t	2.45	-1.92	-2.68
PV	0.02	0.06	0.01

الشكل رقم (5)  
التوازن السلعي النقدي IS-LM في كندا  
بيانات السنوات 1960-2018 مع مستويين من التضخم



المصدر : إعداد الباحث من معادلات الانحدار التي قدرها IS في الجدول (1) و LM من دالة الطلب على النقود المقدره في الفصل الأول. البيانات من موقع البنك الدولي WDI.

وقد شكك المدافعون عن النموذج الكلاسيكي بمصداقية المضاعف. ويبدو لي أن أساس فكرة المضاعف هو التناسب بين الاستثمار ومجموع الطلب الكلي. ومن بين ما يعنيه التوازن استعادة التناسب فعندما يتحرك الاستثمار يتوالد الطلب لحين الوصول إلى دخل كلي تكون نسبة الاستثمار منه مساوية لما كانت عليه قبل الحركة. وهذا التصور معقول في نطاق الزيادات التي ترفع الاستثمار إلى مستوياته المعتادة عند التوظيف الكامل للعمل، ولا يعني البتة مضاعفة حجم الاستثمار ليزداد الدخل القومي إلى أربعة أمثاله، بل يزداد الدخل لحين الوصول إلى الاستخدام الكامل للطاقة الانتاجية والعمل.

والمسألة الأساسية في نموذج كينز عدم وجود آلية تلقائية للوصول إلى التوازن عند قصور الطلب الكلي لأن انخفاض الطلب الكلي مدعاة لتشاور قطاع الاعمال وتبعاً لذلك انخفاض العائد المتوقع على الاستثمار و بالتالي تراجع الاستثمار إلى مستويات أوطأ. وهناك مشكلة عدم مرونة الأسعار والأجر النقدي بالذات في حين المرونة كانت مفترضة في التفكير الكلاسيكي. لكن هناك فرصة ضئيلة لتصحيح تلقائي، نظرياً، وهي أن انخفاض الناتج يترتب عليه فائض في النقود، ولأن سعر الفائدة يتحدد في سوق النقد عند كينز فقد ينخفض سعر الفائدة فيساعد على تنشيط الاستثمار وليس الاستهلاك لأن الأخير دالة بالدخل دون الفائدة. وتلك الفرصة، انخفاض سعر الفائدة، قد لا ينتفع قطاع الأعمال منها لتراجع العوائد المتوقعة بسبب

انخفاض مستوى الطلب الفعال بالذات فوجود طاقات إنتاجية عاطلة في كثير من القطاعات يجعل من غير المقنع زيادتها بالاستثمار.

والخلاصة أن دوال الانتاج و عرض السلع لا تختلف في النموذج الكينزي عن الكلاسيكي (Harris, PP 157-161)، فالإنتاج دالة بالقوى العاملة ويتحقق العرض الأقصى عند توازن سوق العمل. ولا يتنافى هذا التصور مع دور الأجر في عرض القوى العاملة و الطلب عليها. أما في سوق النقد فالطلب على النقود يعتمد على المستوى العام للأسعار والنتاج الفعلي عند الكلاسيكي، وفي النموذج الكينزي إضافة على المستوى العام للأسعار والنتاج الفعلي هناك جزء يعتمد على سعر الفائدة والذي يسمى طلب النقود لأغراض المضاربة و يعكس مبدأ تفضيل السيولة والذي تسمى دالة الطلب على النقود الكينزية باسمه. ويعتمد الطلب على السلع عند الكلاسيكي على سعر الفائدة، وعند كينز على سعر الفائدة و الدخل. وثمة اتجاه في التحليل الكلي للتوفيق بين تقاليد التنظير الكلاسيكي والمنهج الكينزي، لتختص نظرية الأموال المعدة للإقراض في الأمد البعيد، بينما تفسر نظرية تفضيل السيولة توازن الأمد القصير ( Yang and Yanochick ).

## النيوكلاسيك، النقوديون، والكلاسيكية الجديدة

### أساسيات التنظير في المنحى الكلاسيكي

الكلاسيكية في الاقتصاد الكلي أقرب الى كل الأثر النظري ما قبل كينز وهو ما قصده في النظرية العامة. والكلاسيكية الجديدة New Classics أرادت بعث الحيوية في التنظير السابق لكينز ولذا يرى البعض ان نتائج النقوديين تمثل الطور الأول من الكلاسيكية الجديدة وإن تجاوزتها الأخيرة في مسائل عدة بحيث أصبحت الكلاسيكية الجديدة مقارنة مستقلة ضمن نسق التفكير الكلاسيكي الذي يجمعهم، وأهم مرتكزاته المشتركة استمرار التوازن في جميع الأسواق. وتشددت الكلاسيكية الجديدة في نفي أي دور إيجابي للتدخل الحكومي بالسياسات المالية والنقدية فهي في نظرهم عقيمة وخطرة أيضا. واستعادوا بذلك التحفظ الكلاسيكي الأصلي على الدور الحكومي وخاصة مع تزايد الأخذ بالتوقعات العقلانية. ومن المعلوم ان عميد الكلاسيكية الجديدة روبرت لوكاس هو تلميذ ميلتون فريدمان في شيكاغو. وقد أكد لوكاس على ضرورة ان يركز التحليل الكلي على اساس جزئي بمعنى نظرية سلوك المستهلك والمنتج وتظهر في متغيرات النموذج الكلي. وتأكيد ما يرى انه العنصر الديناميكي وهو التوقعات التي، في نظره، تعزز توازن الأمد البعيد. وهو مضمون مفهوم التوقعات العقلانية ووظيفتها لترجيح النزعة الكلاسيكية كما يراها لوكاس وهي ان النظام توازني جوهريا. والنموذج الكلي يصبح عنده ستوكاستيكا اي ينطوي على عدم التأكد، وبهذه يستطيع الجمع بين مبدا نزوع النظام نحو التوازن في الأمد البعيد والاضطرابات الظاهرة لينظر اليها بمثابة خروج عن الاتجاه العام يماثل الخطأ في دالة الأنحدار وهو كذلك على مستوى الأبحاث الجارية. ومفهوم الأمد البعيد يتعامل مع الزمن المنطقي أو المفاهيمي CONCEPTUAL وليس الزمن الواقعي الذي يتعامل به التنظير الكينزي الأصلي، والكيزيون ما بعد كينز. فالأمد البعيد لا يعدو ما يسمى الرجوع الى الوسط Reversion to the Mean وهو المقصود عندما يذكر الأمد البعيد الى جانب ثبات الناتج المحتمل او عرض الاستخدام الكامل، او ثبات حجم التوظيف عند الاستخدام الكامل. لأن الأمد البعيد الواقعي التاريخي يغير عرض الاستخدام الكامل والسكان والقوى العاملة وليس فقط حجم التوظيف من مجموع القوى العاملة او المسافة بين الناتج الفعلي وناتج الاستخدام الكامل، فتوازن الأمد البعيد لا يختلف عن القول بالوضع الطبيعي. والى جانب لوكاس توماس سارجنت من نيويورك ونيل والاس من جامعة مينيسوتا.

دالة الانتاج النيوكلاسيكية:

$$y = f(k, n, t) ; f_k, f_n, f_t > 0; f_{kk}, f_{nn}, F_{tt} < 0 \dots\dots\dots(16)$$

حيث:  $k$  رأس المال؛  $n$  المشتغلين؛  $t$  التكنولوجيا؛  $f_t$  المشتقة الأولى وهي الانتاجية الحدية لعامل الانتاج  $t$  وتكون موجبة، و  $f_{tt}$  المشتقة الثانية لعامل الانتاج  $t$  وهي سالبة وتفيد تناقص الانتاجية الحدية. وفي الأمد القصير إذ يفترض ثبات رأس المال والتكنولوجيا يبقى التشغيل هو العامل المتغير وبالتالي المحدد للنتاج.

$$y=f(n) f_n > 0 ; f_{nn} < 0 \dots\dots\dots(17)$$

نتاج الاستخدام الكامل  $y^{fu}$  هو ذاته ناتج الأمد البعيد  $y^{LR}$  يقترن بالتوظيف الكامل للقوى العاملة  $n^{fu}$  وهو ايضا مستوى تشغيل القوى العاملة للأمد البعيد  $n^{LR}$ . والأمد البعيد، في هذا السياق، لا يختلف عن الأمد القصير نظريا في بقاء كل من راس المال والتكنولوجيا على الثبات مع غياب العقبات التي تجعل الأجور والأسعار متصلبة بل تستجيب بالكامل للتغيرات المالية والنقدية. وعرض القوى العاملة دالة متزايدة بالأجر الحقيقي والطلب على القوى العاملة دالة متناقصة به. ويضمن التفاعل في سوق العمل، وبين سوقي العمل والسلع، تحقق التوازن عند التساوي بين قيمة الانتاجية الحدية والأجر الحقيقي. أي ان المدرسة الكلاسيكية تؤسس الاقتصاد الكلي على منهجها في الاقتصاد الجزئي.

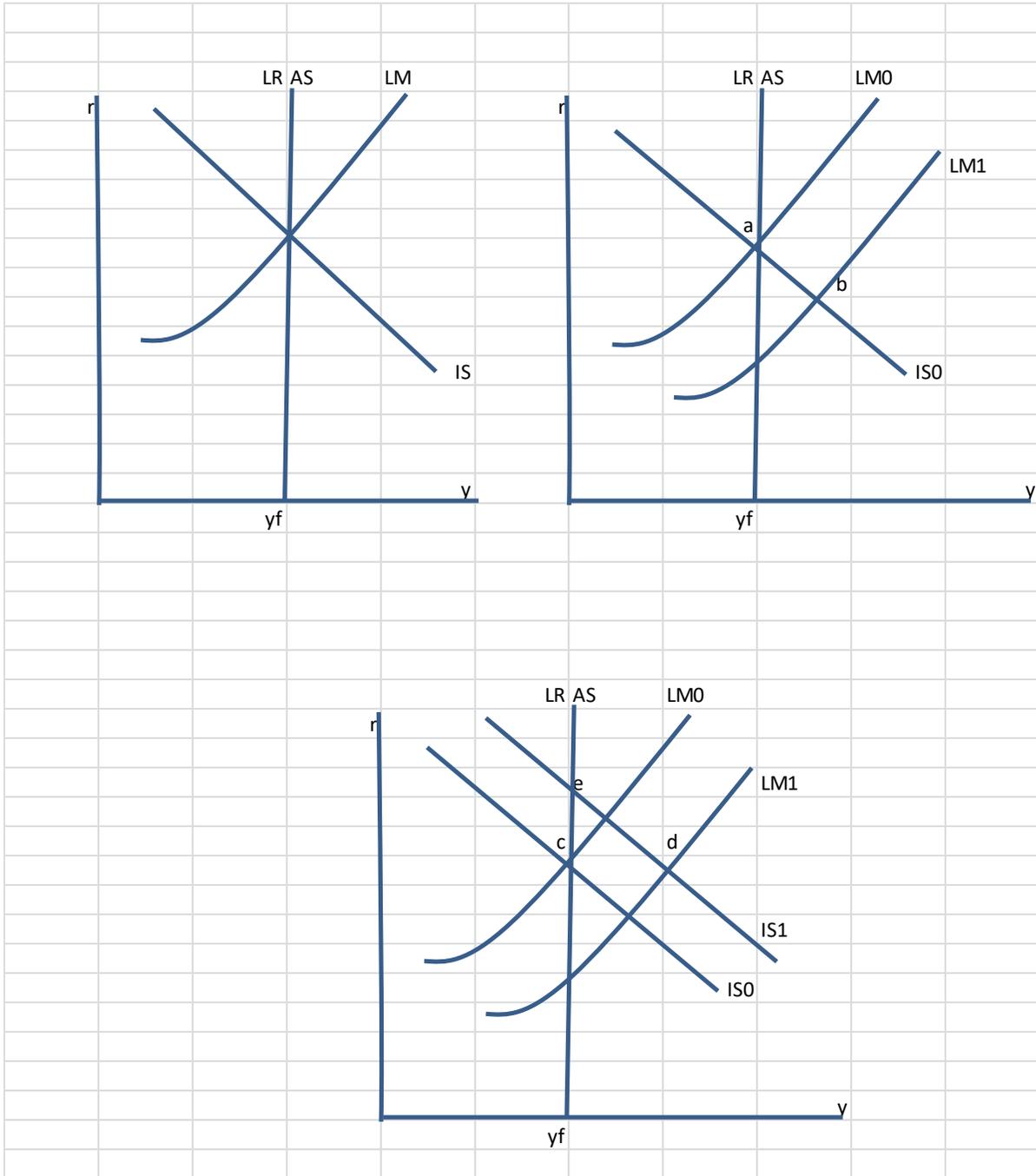
$$n=n^{LR}=n^{fu} \dots\dots\dots(18)$$

$$y=y^{LR}=y^{fu} \dots\dots\dots (19)$$

وللمقارنة بين المنهج النيوكلاسيكي والمقاربة الكينزية نظام { IS-LM } أو { IS-IRT } يحدد الطلب الكلي  $y^d$  وهذا يعين العرض  $y^s$  الذي لا يكون بالضرورة، نظريا، عند التوظيف الكامل للعمل او عند مستوى الناتج الممكن. بينما في التنظير النيوكلاسيكي العرض يحدد من جانبه وعند التوظيف الكامل وهو عرض الأمد البعيد. وتتنصر وظيفة الطلب في تحديد المستوى العام للأسعار. تقبل المدرسة النيوكلاسيكية نظام IS-LM أو IS-IRT ، المعادلات (1)-(20) لتحديد الطلب التجميعي Aggregate Demand  $y^d$  ، بالمتغيرات المالية والنقدية. وعند قبول فرضية المكافئ الريكاردي، في نطاق هذا التنظير، لا يمكن للسياسة المالية تحريك الطلب الكلي من خلال العجز الممول بالقروض، إذ يتوقع دافعو الضرائب ان الدين سوف يسدد بضرائب تستوفى منهم في المستقبل فيدخروا تحسبا لها وبالتالي لا يؤدي الأنفاق الحكومي الممول بالقروض الى زيادة الطلب. ومع فرضية المكافئ الريكاردي لا يظهر متغير الأنفاق الحكومي في دالة IS وتبقى السياسة النقدية وحدها مؤثرة في الطلب الكلي والأسعار.

الشكل رقم (6)

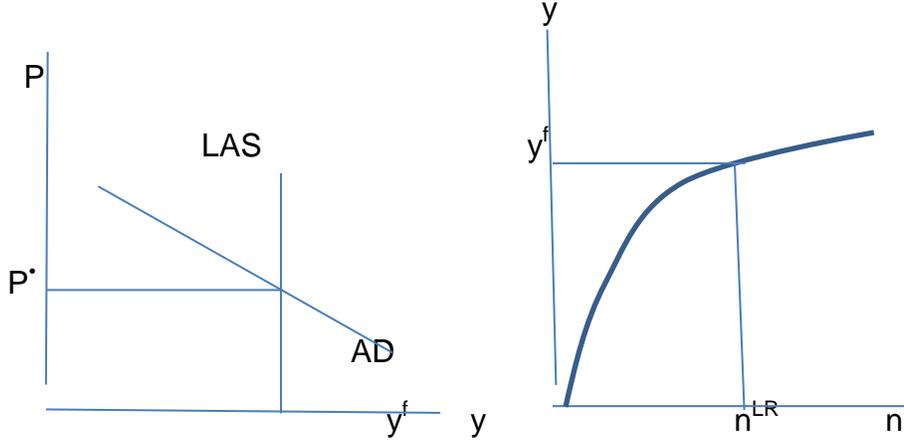
التوازن السلعي النقدي IS-LM في التنظير النيوكلاسيكي



المصدر: إعداد الباحث.

الشكل رقم (7)

التوازن الكلي في المنظور النيوكلاسيكي



المصدر: إعداد الباحث.

وفق منظومة التوازن السلعي النقدي الكينزية السياسة المالية عبر الأنفاق الحكومي تحرك منحنى IS والسياسة النقدية بزيادة النقود تغير موقع منحنى LM ومنهما يتغير مستوى الطلب الكلي التوازني ثم الناتج ، الدخل، وتبعاً لذلك حجم المشتغلين والبطالة. في النموذج النيوكلاسيكي يقترن التشغيل بمستوى معين للناتج بمعزل عن الطلب الكلي، ولذا لا تؤثر السياستان المالية والنقدية في نسبة البطالة بل في المستوى العام للأسعار والتضخم، وبذلك لا توجد مقايضة بين التضخم والبطالة على غرار منحنى فيليبس.

ويعرف عادة معدل البطالة الطبيعي Natural rate of Unemployment ورمزه  $u^n$  بمعدل البطالة للأمد البعيد  $u^{LR}$  والأخير بالتشغيل بعيد الأمد  $n^{LR}$  وحجم القوى العاملة L.

$$u^n = (L - n^{LR}) / L \dots\dots\dots(20)$$

**بين حيادية النقود وفعاليتها في المتغيرات الحقيقية**

تعني حيادية النقود ان زيادتها تنعكس في المستوى العام للأسعار بالتناسب دون أثر في المتغيرات الحقيقية، ومنها خاصة الناتج والتشغيل فهما عند مستويات توازن الأمد البعيد؛ كما ان انخفاضها لا يتسبب في تقلص الناتج والتشغيل. وبذلك يكافئ مبدأ حيادية النقود عدم فاعلية السياسة النقدية، وعادة ما يجتمع حياد النقود مع تأكيد ان حركة المتغيرات الحقيقية مستقلة عن سياسات الطلب الكلي عموماً.

لكن هيمنة الكينزية بعد الحرب العالمية الثانية، والنجاحات التي رافقت إنتشار مقارباتها، والأقبال على الدراسات الأستقرائية في الاقتصاد الكلي والنقدي، ادت الى تراجع ضمن المدرسة النيوكلاسيكية عن حيادية النقود في عدة اوساط أكاديمية ومهنية ومنها جماعة الاحتياطي الفدرالي في سانت لويس St. Louis وميلتون فريدمان، النقوديون Monetarists؛ وضمن الكلاسيك ، قبل ذلك، يوجد من أقر بدور حقيقي للنقود زمن الأختلال وحتى لمدد زمنية قد تطول ومنهم هيوم، ومارشال، وفيشر، وبيغو Pigou.

ومن الأطروحات الشائعة لبيغو أثر الأرصدة الحقيقية Real Balance Effect ومفاده ان انخفاض الطلب يقترن بهبوط الأسعار فترتفع القيمة الحقيقية ، القوة الشرائية، للثروة المالية ما يؤدي الى زيادة الاستهلاك. والمقصود بالثروة المالية للنقود: الطلب ينخفض، تنخفض الأسعار، فيرتفع المقدار M/P بمعنى مكاسب إضافية تحققت لحائزي الثروة فيزداد طلبهم على السلع. وأصبح هذا المبدأ، فيما بعد، مستوعبا في نموذج IS-LM، لأن منحنى LM ترسمه الأرصدة النقدية الحقيقية وليست الاسمية ولذا يؤدي انخفاض المستوى العام للأسعار الى حركته نحو اليمين والعكس صحيح. والعبرة في مستوى الناتج فما دام دون مستوى الاستخدام الكامل يستجيب العرض لزيادة الطلب بالانتقال الى نقطة انسجام جديدة بين IS و LM.

واقعا تتفاوت إستجابة الأجور والأسعار للحقن النقدي والدفعات الاضافية من الأنفاق المستقل بحسب خصائص الأسواق ومديات ارتباط الأسعار والأجور بعقود مسبقة، والفجوة الأبتدائية بين الناتج الفعلي والناتج المحتمل. ولقد بينت دراسة تاريخ الاقتصاد منذ الثورة الصناعية ان مرجعية الاستخدام الكامل للأمد البعيد تفتقر المقابل الموضوعي، ولا يمكن التغاضي عن فعل النقود، وسوق المال، في الاضطراب والطابع الدوري للاقتصاد. ويبدو ان الإصرار على فرضيات التنظير الكلاسيكي، والتي حافظ عليها النهج النيوكلاسيكي عدا إستثناء محدود زاوله النقوديون، ترتبط وثيقا بالخوف من السياسات الاقتصادية للدولة.

قد تكون متغيرات الاقتصاد الكلي، داخلية او خارجية، في المنظومات النظرية بالمتحقق الفعلي كما تظهر في البيانات التاريخية؛ أو بما ينتظر ان تنتهي اليه عند توازن الأمد القصير أو البعيد؛ او ما يتوعده لها المتعاملون في الأسواق. ويستند تصور التوقعات الى فرضيتين: التكيفية Adaptive Expectation والعقلانية Rational Expectation. ويحاكي السلوك التكيفي للتوقعات حركة المتغير عبر الزمن الماضي وهي بذلك لا تعدو كونها معالجة للبيانات التاريخية بكيفية ما وتسمى لذلك النظرة الى الوراء Backward Looking وهذا الطراز من السلوك التوقعي شائع عند الكينزيين ما بعد كينز، وكذلك ميلتون فريدمان. اما التوقعات العقلانية فتتجه الى المستقبل وتسمى Forward Looking، وعلى اساس ان المتعاملين في الأسواق يستبقون نتائج السياسات فضلا عن معالجة المعلومات في اللحظة الحاضرة بطريقة اقرب الى التحليل النظري والتي يعبر عنها الأستمثال عموما ، تعظيم المنافع بالأذعان لقيود الموارد وتعظيم الأرباح. بيد ان الأهم وراء فرضية التوقعات العقلانية ما تنتهي اليه بأن المتوقع عقلانيا هو التوازن بعيد الأمد للمتغيرات موضوع التوقع. والمراد من ذلك تأكيد نزوع أصيل في نظام اقتصاد السوق نحو توازنات الأمد البعيد. وصار لفرضية التوقعات العقلانية دور محوري في المدرسة الكلاسيكية الجديدة New Classic، وأخذت الكينزية الجديدة New Keynesian بالمفهوم.

وعند ميلتون فريدمان لولا اخطاء التوقعات لكان توازن الأمد القصير مطابقا لمستوى الأمد البعيد في الناتج والتشغيل. وعلى رأي فريدمان، ان توقع المنشآت للأسعار صائب، لكن من الصعب تصور صواب توقعات القطاع الأسري (Handa, opcit, pp 481-485). وتبدأ المسألة النظرية من دالتي عرض القوى العاملة والطلب عليها. إذ ان الطلب على القوى العاملة دالة متناقصة بالأجر الحقيقي المتوقع، وعرضها دالة متزايدة به. لكن تعريف الأجر الحقيقي يختلف فمن جهة المنشآت هو الأجر النقدي مخفّضا، مقسوما على، الأسعار المتوقعة لمنتجاتهم ؛ بينما من جهة الأسر Households، عارضي العمل ، هو الأجر النقدي مقسوما على متوقع المستوى العام للأسعار. والمستوى العام للأسعار هو تجميع أسعار منتجات المنشآت الموظفة للعمل. فالتغيرات في الطلب الكلي، والمقصود هنا فعل السياسات على وجه الخصوص، ما كان لها إحداث تغيرات في التشغيل والناتج لولا انها تسببت في تغيرات سعرية لم تكن منتظرة Unanticipated او ما تسمى المفاجآت في أدبيات أخرى. أي ان السياسات النقدية ، وربما سياسات الأنفاق المستقل عند من لا يعتد بفرضية المكافئ الريكاردي، اتاحت فرصة لمنشآت الأعمال بالانتفاع من أسعار أعلى وأجور أوطأ لم تكن متوقعة. ولذا تختلف مستويات توازن الأمد القصير للناتج  $y^*$  والتشغيل  $n^*$  عن نظيراتها للأمد البعيد  $y^{LR}$  و  $n^{LR}$  بسبب إختلاف توقع المستوى العام للأسعار  $P^e$  عن الفعلي  $P$  وبالصيغة اللوغاريتمية:

$$\ln(n^*) = \ln(n^{LR}) + \alpha(\ln P - \ln P^e) \quad \alpha > 0 \quad \dots\dots\dots(21)$$

$$\ln(y^*) = \ln(y^{LR}) + \lambda(\ln P - \ln P^e) \quad \lambda > 0 \quad \dots\dots\dots(22)$$

وفي المعادلتين (21) و (22) يزداد التشغيل والناتج فوق مستويات توازن الأمد البعيد بعلاقة طردية مع الفرق بين الأسعار الفعلية والمتوقعة ، وأيضا إذا نزلت الأسعار الفعلية دون المتوقعة ينخفض توازن الأمد القصير عن مستوى الأمد البعيد. لأن الأسعار المتوقعة هي التي حكمت الأجور المتعاقد عليها وتلك التوقعات خاطئة وهو ما يفسر، عندهم، إنحراف توازن الأمد القصير عن مستوى الاستخدام الكامل.

مطابقة الأسعار الفعلية بالمتوقعة يسمى توازن الأمد البعيد للتوقعات وهو شرط إنسجام توازن الأمد القصير مع مستويات الاستخدام الكامل للأمد البعيد. ويراد من تلك المقدمات النظرية مناقشة العلاقة العكسية بين البطالة والتضخم أو بتعبير آخر فاعلية السياسات. وطالما ان الانتاج والتشغيل يعتمدان على فرق الأسعار الفعلية عن المتوقعة كذلك نسبة البطالة الفعلية  $u^*$  عن المعدل الطبيعي للبطالة  $u^n$ .

$$\ln u^* = \ln(u^n) + \beta(P - P^e) \quad \beta < 0 \quad \dots\dots\dots(23)$$

المعادلة (23) لا تختلف عن مضمون المعادلة (21) فطالما العلاقة بين التشغيل وفرق الأسعار طردية تكون عكسية مع البطالة بالتعريف. عند إستبدال مستويات الأسعار وتوقعها في المعادلة (23) بالتضخم وتوقعه، تكون المعادلة (24)، وهي صيغة منحنى فيليبس المضمخ بالتوقعات EAPC.

$$\ln u^* = \ln(u^n) + \beta(\pi - \pi^e) \quad \beta < 0 \quad \dots\dots\dots(24)$$

لكن الكينزية الجديدة لا تتفق مع هذه الأطروحة وصيغة منحني فيليبس في المعادلة (28)، لأن الأمر لا يتعلق فقط بأخطاء التوقعات بل أن الأسواق ذاتها لا تتصف بالكمال وليست في حالة توازن دائما. والصيغة الشائعة لدى الكينزية الجديدة New Keynesian أن التضخم  $\pi$  يعتمد على فجوة الناتج  $x$ ، بين الفعلي والمحتمل، والتضخم المتوقع  $E_t \pi$  ومصادر إضطراب أخرى  $v$ ، في المعادلة (29):

$$\pi_t = \alpha x_t + \beta E_t \pi_{t+1} + v_t ; \quad \alpha, \beta > 0 \dots\dots\dots(25)$$

والمعادلة (25) تسمى، أيضا، دالة التعديل السعري وهي في نفس الوقت دالة عرض، وفجوة الناتج أكثر من دلالة فهي من جهة تعتمد على مستوى الطلب الكلي ومن جهة ثانية لها علاقة بالكلفة الحدية.

دالة العرض عند Lucas لا تختلف عن (23) و (24) غير تأكيد الانطلاق من الأساس الجزئي النيوكلاسيكي، دالة المنفعة للمستهلك وتعظيم الأرباح للمنتج، وينتقل الى المستوى الكلي عبر التوازن العام، نموذج والراس، عدا فرضية المعلومات الكاملة يسمح بانحراف الأسعار المتوقعة عن الفعلية، في الأمد القصير. او، على المستوى الجزئي، مقارنة المنتج بين حركة أسعار منتجاته وما توقعه للمستوى العام للأسعار. فإن يرتفع السعر النسبي، بهذا المعنى، توسع في الإنتاج والعكس صحيح. لكن هذه الانحرافات مؤقتة طالما ان التوقعات عقلانية، والتي تعني ان انحرافها عن الفعلي متغير عشوائي. وعندما ينسجم المتوقع مع الفعلي يختفي الفرق بين كل من توازن الأمد القصير والبعيد.

فرضية التوقعات العقلانية وتسميتها قدمها John Muth عام 1961، وكان هربرت سايمون عام 1956 قد سبق الى تصور مشابه دون التسمية. وقد تبنى لوكاس مبدأ التوقعات العقلانية بديلا عن التوقعات التكيفية وصارت من مرتكزات النهج الكلاسيكي الجديد New Classic الذي أسهم Wallace و Sargent مع Lucas في بلورته.

وهي الفرق بين الناتج الفعلي  $x_t^s$  وللاقترب من لغة الكينزية الجديدة لتسهيل المقارنة تكون فجوة العرض و الفرق مستوى الأسعار عن توقعها والمتغيرات  $x_{t-1}^s$  وناتج الاستخدام الكامل دالة بالفجوة الماضية اللوغاريتمية. في الأصل كانت دالة العرض عند لوكاس في المعادلة (26)، ومن ملاحظة قوة الارتباط الذاتي لمتغير الفجوة أضيفت الفجوة المتخلفة للتوصيف في المعادلة (27).

$$x_t^s = b(p_t - p_t^e) \quad b > 0 \dots\dots\dots(26)$$

$$x_t^s = a x_{t-1}^s + b(p_t - p_t^e) \quad 0 \leq a \leq 1, b > 0 \dots\dots\dots(27)$$

ومن المعلوم ان الطلب الكلي  $y^d$  في منظومة LM-IS دالة بالمتغيرات المالية  $g$  والنقدية  $m$  والمتغيرات باللوغاريتيمات في الصيغة (32)؛ لكن المدرسة الكلاسيكية الجديدة لا تحبذ إظهار المتغيرات المالية ضمن محددات الطلب الكلي. ويعلل ذلك بأن المالية العامة إن كانت فاعلة فمن خلال النقود. ويفهم من هذا الموقف ان العجز يمول كليا بتنقيد الدين، أولا، وعدم تمييزهم بين زيادة الأنفاق المستقل واية زيادة

في عرض النقود ثانياً. ومن جهة أخرى يستحضر المكافئ الريكاردي لأبطال فاعلية المالية العامة. وهكذا تستبعد متغيرات المالية العامة لتكون دالة الطلب بدلالة النقود في المعادلة (29).

$$y_t^d = f(g_t, m_t) \dots\dots\dots(28)$$

$$y_t^d = h(m_t - p_t) + \mu \dots\dots\dots(29)$$

$\mu$  متغير عشوائي أي ان الطلب دالة بالأرصدة النقدية الحقيقية لأن  $m$  و  $p$  هي اللوغاريتمات الطبيعية وتفيد المعادلة (33) إختزال نظام LM-IS الى متطابقة كمية النقود الكلاسيكية لا غير، وكان لو كاس أصلاً قد جعل الطلب دالة بالمستوى السابق دون إضافة متغيرات أخرى سوى الخطأ العشوائي. ويتضمن هذا التنظير ان السياسة النقدية تعين عرض النقود تبعاً لفجوة الناتج في الفترة السابقة في المعادلة (30).

$$m_t = m_0 + \Phi x_{t-1} + \delta \dots\dots\dots(30)$$

الحد الأخير في المعادلة (30) خطأ عشوائي؛ والمعادلة قاعدة للسياسة النقدية تشتغل على كمية النقود بدلالة فجوة الناتج، بينما الممارسة الشائعة في البنوك المركزية للدول المتطورة تتخذ من سعر الفائدة هدفاً عملياتياً بديلاً عن النقود من مدة طويلة. ولأستكمال النموذج يضاف شرط التوازن بأن العرض يساوي الطلب في سوق السلع. وايضاً قاعدة التوقعات العقلانية:

$$y_t = y_t^s = y_t^d \dots\dots\dots(31)$$

$$p_t^e = E_{Ra}(P_t) \dots\dots\dots(32)$$

الرمز  $Ra$  للتذكير بأن التوقعات عقلانية: حيث تستخدم كافة المعلومات المتاحة بما فيها الأسعار السابقة، وعقلانية الأفراد، واستعدادهم لتصحيح أخطاء الماضي، وعدم التحيز في التنبؤات، وتضاف أحياناً معرفة الأفراد بكيفية عمل الاقتصاد وماذا يمكن أن تفعل السياسات.

تنتهي المعالجة الرياضية للنموذج الى ان فجوة الناتج مرتبطة ذاتياً، وبالنقود، والأسعار بفجوة الناتج والنقود؛ والفرق بين النقود وتوقعها متغير عشوائي. وبالتالي يصبح النظام الانتاجي، والتشغيل من ضمنه، مستقلاً عن السياسات، بالنتيجة، ويفسر التذبذب والاضطراب بالمتغيرات العشوائية بما فيها أخطاء التوقعات فهي عشوائية أيضاً.

## بين دورة النقود و دورة الأعمال الحقيقية

يساعد التوغل في البنية المالية للاقتصاد المعاصر على تقليل ما يختلف عليه من أطروحات نظرية بما في ذلك هل ان الادخار يقود الاستثمار أم ان الاستثمار بالنتيجة يحكم الادخار. لا شك ان المصارف تخلق نقود وتقدم وسائل تمويل مستحدثة، فهل هذه الخاصية تجعل الاستثمار يسبق الادخار نحو توازن لاحق **Exposit** . وعندما ينظر الى تخصص الانتاج بين سلع وخدمات استهلاكية وإنتاج لا استهلاكي، ألا يعني هذا إن تخصيص الدخل بين الاستهلاك والادخار له أساس في القطاع الحقيقي وان تحفيز الاستثمار ممكن طالما تسمح شروط الانتاج بتوجيه موارد أكثر لإنتاج سلع رأس المال. ومن هنا يفهم الاشتراط المتبادل بين قطاع المال والقطاع الحقيقي وشروط التوازن أو حتى السيطرة على التضخم. إن تغير دور مؤسسات القطاع المالي ، بين المصارف والمؤسسات الأخرى التي تزاول تقديم القروض من جهة والقروض المصرفية ووسائل التمويل غير المصرفية وما يماثلها من جهة ثانية لا بد أن له مضامين في أداء القطاع المالي وفاعلية السياسات.

ويبدو ان خلق النقود الائتمانية يساعد على إدامة زخم الاستثمار والنمو الى أن يصطدم بعقبة ما ذات طابع مؤسسي. وليس لأن وسائل التمويل تجاوزت قدرات الاقتصاد الحقيقي بالضرورة لتتدرج بمستويات تضخم تضطر السلطة النقدية لمواجهتها بتقييد عملية توسيع الائتمان. فيحدث خلل بين التدفقات المالية الداخلة والخارجة للقطاعات فينتشر العسر المالي لينحدر النشاط وربما وصولا الى الأزمة. ومن الصعب مساواة عدم القدرة على السداد بالفشل وبمقاييس الكفاءة دائما. إذ أن كثيرا من الفشل قابل للتغطية باليسر التمويلي ولو إلى حين ، بينما قد يؤدي عسر التمويل إلى تدمير شركات وإخراجها من الأسواق وهي كفؤه بالمقاييس الاقتصادية وإنها واجهت العسر المالي نتيجة توسع سريع أو أن لها مطلوبات على الغير أضحت ديونا معدومة .

الفهم الأكثر واقعية للصلات بين دورة الأعمال الحقيقية وحركة الائتمان وخلق النقود وتداولها ربما تقتضي إعادة النظر بما ألفناه من التجريد والتجميع في الاقتصاد الكلي النقدي، أو التحول نحو ما يشبه نظام تدفق الأموال.

تعرف الأصول المالية بأنها وسائل دفع وهي مطلوبات على جهة ما، أي أن الأصل المملوك للدائن تقابله مطلوبات يقرها المدين، باستثناء الذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة. والأصول المالية بصفة رئيسية هي العملة، والودائع، وأوراق الدين، وأسهم شركات القطاع الحقيقي وشركات المصارف ذاتها وأسهم الصناديق النقدية المشتركة (**Mutual Funds**) ، والقروض، واحتياطيات التأمين، والحسابات الأخرى التي تسمى القابلة للقبض والقابلة للدفع، وتصنف حسب درجة سيولتها. ويقترب النظام الإحصائي لتدفق الأموال **Flow of Funds** من واقع العمليات الاقتصادية والمالية أكثر مقارنة بالفهم المدرسي الشائع. ويساعد على دراسة التمويل بالعجز جيدا مع النظر الى أن أية زيادة في دين الحكومة تعني زيادة مقابلة في الأصول لجهات أخرى، فالحكومة تنفق الضرائب التي اقتطعت من العوائل وأنشطة الأعمال ولكنها أيضا تعتمد على الاقتراض بأشكال مختلفة وتمول بالأجل لسد العجز أو حتى، أحيانا، لدفع الفوائد على ديونها ( **ECB** , **Paper Series NO.105**).

وتستخدم بيانات تدفق الأموال في حساب تغير المراكز المالية للقطاعات: العائلي، الحكومي، المالي، الأعمال غير المالي، والمركز المالي تجاه العالم الخارجي الذي تطورت بياناته كثيرا في السنوات الأخيرة وله نظام مفاهيم ونشرة منتظمة من صندوق النقد الدولي بعنوان المركز الاستثماري الدولي **International Investment Position**. والمديونية المتزايدة لقطاع الشركات قد تتدرج بالخطر وتعرض تلك الشركات والدائنين للاضطراب عند الصدمات. وهذه تراقب استنادا الى مؤشرات مثل: نسبة الدين الى الناتج المحلي الاجمالي، ونسبته الى صافي الاستحقاق لقطاع الشركات، ونسبته الى فوائض العمليات، والى قيمة الموجودات. وفي ظل هذا التوجه لم يعد الاستقرار شانا للقطاع المالي لوحده بل للنظام

المالي بأكمله. وبذلك يساعد نظام تدفق الأموال سياسات الاستقرار المالي ويستخدمه البنك المركزي الأوربي في التحليل النقدي ويهتم بمدىونية القطاع غير المالي إضافة على قطاع المال. ويمكن لهذه الفعاليات أن تتكامل مع ما يسمى الرقابة التحوطية الكلية Macro-prudential Supervision التي تعالت الدعوة لها منذ الأزمة الأخيرة.

ومنذ عام 1955 ينشر النظام الاحتياطي الفدرالي إحصائيات تدفق الأموال لكن الاقتصاد النقدي الأكاديمي لا يتعامل بهذا المفهوم في المقررات التعليمية، ولذلك يستمر التجريد والتجميع التبسيطي في النظر الى السيولة ودور النقود. وفي الأونة الأخيرة تحول الاحتياطي الفدرالي نحو النظام الأوسع الذي يسميه Financial Accounts والذي يشمل: تدفق الأموال، والميزانيات العمومية التجميعية للقطاعات، والحسابات الاقتصادية الكلية المتكاملة الذي يضمن انسجام نظام الحسابات المالية مع نظام الحسابات القومية في إطار مفاهيمي موحد. ويتناول الموجودات والمطلوبات والاقراض والاقترض حسب القطاعات والأدوات بكافة أشكالها ومصنوفة العلاقات المالية عبر القطاعات. أما المكون المسمى الحسابات الاقتصادية الكلية المتكاملة فيشمل: الانتاج والدخل والادخار وتكوين رأس المال ويرتبط مع الميزانيات العمومية وتدفق الأموال وتبعاً لذلك يظهر صافي الاستحقاق Net Worth حسب القطاعات. وبذلك يسمح بتجريب الكثير من الفرضيات النظرية لخدمة السياسات التي تتجه للاستقرار المالي إضافة على مهمات السياسة النقدية. وعلى سبيل المثال بينت النشرة الأخيرة أن صافي استحقاق القطاع العائلي في الولايات المتحدة الأمريكية ارتفع من 48027 مليار دولار عام 2003 الى 66862 مليار دولار عام 2007 ثم انخفض الى 54164 عام 2008 وعاود الارتفاع الى مستوى أعلى قبل اندلاع الأزمة فوصل 67346 مليار دولار عام 2012. ونما دين قطاع الأعمال غير المالية بنسبة 10.9 بالمائة عام 2006 و13.6 بالمائة عام 2007 الذي سبق الأزمة مباشرة. وتناول النظام مصادر واستخدامات الأموال في 42 صنف لقطاعات: العوائل والمنظمات التي لا تستهدف الربح، والأعمال غير المالية، وحكومات الولايات والحكومات المحلية، والحكومة الاتحادية، والقطاع المالي، والعالم الخارجي. وكذلك الموجودات والمطلوبات لتلك القطاعات وتصنيف للموجودات والمطلوبات يسمح بالتحليل الاقتصادي والنقدي ويربط بشكل واضح بين متغيرات الادخار والتراكم وأرصدة الأموال. ويغطي النظام سوق الائتمان بالتفصيل حسب القطاعات و الأدوات.

عندما يقرر البنك المركزي عدم مجارة المصارف في تقديم مزيد من الأموال للمقترضين، يؤدي هذا الموقف الى تعثر في عملية خلق النقود الائتمانية ومن جرائه قد لا تستطيع الكثير من الأنشطة المعتمدة على الدين مواصلة العمل بتمويل بديل، لأن التقييد النقدي يعم السوق بأكمله، ومع آثار المضاعف والتغذية العكسية للتدفق النقدي. فعندما يعجز المستثمر عن تسديد مجهزي المكائن والمقاولين تكون التدفقات الداخلة الى هؤلاء الزبائن لا تفي بتسديد التزاماتهم وينعكس هذا الوضع على آخرين وهكذا. أي أن مفهوم نظام تدفق الأموال يبين أن انهيار المؤسسات نتيجة للوضع الذي أصبح عليه القطاع المالي وعدم انتظام التدفقات فيما بين الأنشطة وهذه المصارف وغيرها. وفي نظريات الاقتصاد الكلي الأكثر نفوذاً في مناهج التعليم إن السياسة النقدية لا تؤثر في الأمد البعيد (Villanueva). وينتهي فعلها في التضخم، زيادة أو خفضاً، أما النمو الاقتصادي فيعتمد على المدخلات الحقيقية للإنتاج ( العمل ورأس المال والتكنولوجيا ) فهي التي تحدد الانتاج الممكن potential output ونموه. وهنا تثار عدة تساؤلات منها لماذا الخوف، إذن، من التضخم، وما معنى العلاقة بين الائتمان والاستثمار (الإضافة الى رأس المال) من جهة، والأخير والنمو من جهة أخرى. وقد يتبين، عند التدقيق والاحتكام الى التجارب الفعلية، أن نفي فاعلية عرض النقد والسياسة النقدية في الاقتصاد الحقيقي جاء من فرضيات تبسيطية أي من قيود جهاز التنظير الاقتصادي.

إذا سلمنا بدور السياسة النقدية في مسار التضخم، وتأثر الاستثمار بالتضخم، أو توقع التضخم عبر أكثر من قناة، فلا بد من مراجعة هذا الموقف النظري. ولماذا تقيم السياسات ، ومنها النقدية، بمعيار مدى تدخلها

في تخصيص الموارد، وهي متدخلة شئنا ام ابينا، فهل يمكن القول، أيضا، أن معدل النمو لا علاقة له بتخصيص الموارد. وقبل الخوض في هذا الموضوع بتفصيل أكثر، من المفيد التذكير أن تقاليد البحث الاقتصادي التي فصلت بين الأمد القصير والبعيد، والاقتصاد الحقيقي وعالم النقود لم تكن بصدد تصوير الواقع نظريا، بل ان ذلك الفصل كان هدفة تسهيل دراسة الاقتصاد.

تنتقل نظرية دورة الأعمال الحقيقية من فكرة ان دورات النشاط الاقتصادي يمكن توليدها بالتقلبات العشوائية في الانتاجية. والبحث الذي يتبنى هذه النظرية يحاول الكشف عن كيفية استجابة الأفراد، المستوى الجزئي، للصدمة وكيف تؤثر تلك الاستجابة على المستوى الكلي.

وقد يتسع هذا المنحى للنظر في نتائج الصدمات وردود الأفعال على سياسات الاقتصاد الكلي ومنها السياسة المالية. وربما التحري عن أنماط ليست مشخصة لاستجابة الحكومات لمثل تلك الصدمات، في حين لازال النظر الى تلك الاستجابة الحكومية من زاوية معيارية واجتهادية. وقد تساعد أبحاث من هذا النوع الى نظرية وضعية Positive عن السياسة المالية.

عندما يدخل الاقتصاد في طور الانتعاش تتغير توقعات الحكومات حول مستقبل الإيرادات وتنعكس على قرارات الأنفاق والاقتراض. ويعد هذا النمط من التنظير بمثابة توثيق لصلة السياسات الكلية بالاقتصاد الجزئي. ويقرن هذا التنظير الانتعاش، Boom، بارتفاع مستوى الانتاجية والتراجع، Recession، بانخفاضها. ولا يخفى ان ارتفاع الانتاجية في زمن الانتعاش وانخفاضها زمن الهبوط من الخصائص المعروفة في الاقتصاد، وقد يفسر بزيادة البطالة المقنعة عند انخفاض الانتاج نزولا الى حضيض الدورة و تقلصها عند الصعود. ومن الصعوبة الفصل بين دور العوامل المؤسسية، للاحتفاظ بالقوى العاملة أو تسريحها، من جانب وصدمة التكنولوجيا والموارد الطبيعية التي تعرّف بأنها خارجية من جانب آخر في النماذج المتداولة للاقتصاد الكلي .

إذن لا تعدو نظرية دورة الأعمال الحقيقية أن تكون مقارنة جديدة لفهم الحقائق المشخصة على نحو مغاير بهذا القدر أو ذلك. وبينما تعرف السياسات المالية المناهضة للدورة “fiscal counter-cyclical” policy حسب المنهج الكينزي بارتفاع الأنفاق وانخفاض الضريبة في مرحلة الهبوط. يطرح المنهج النيوكلاسيكي ثبات نسبة الضريبة والموقف التقديري، Discretionary، تجاه الأنفاق. وهناك مقترح آخر ( Barseghyan p 2 ) يتخذ الدين معيارا لهذه السياسة إذ يرتفع زمن الهبوط والكساد وينخفض أيام الانتعاش ويتسق هذا الفهم، أيضا، مع المنهج الكينزي . وثمة ملاحظة حول امكانية تدخل التوقعات بطريقة تمنع عمل هذه السياسة أو ظهور هذا الطراز من التعاقب. وقد تحول محدودية فرص الاقتراض في البلدان النامية دون هذا التعاقب فتكون السياسة المالية بالأمر الواقع متماشية مع الدورة وليست معاكسة لها. وهذا ما حصل في العراق عام 2009 عندما واجهت الحكومة عقبات سياسية لأزاله أثر انخفاض إيرادات النفط عن الأنفاق. وهكذا ، تبدو السياسة المالية توسعية زمن الانتعاش ومنقلصة عند الهبوط والصدمة السلبية.

ولم يتوصل البحث التجريبي الى موقف حاسم من فاعلية السياسات المقترحة والتي تبدو مقنعة لمواجهة دورة الأعمال في معاكستها ، على الأقل فيما يتعلق بالضرائب والدين. ويبدو ان مقارنة دورة الأعمال الحقيقية تحاول تجنب المتغيرات النقدية، وتناهى بمسافة عن الأسواق المالية وسعر الفائدة وإن أشارت الى الكلفة الحدية للتمويل فمن زاوية أداء الاقتصاد الكلي. ويقدم منهج دورة الأعمال الحقيقية الية نظرية لكيفية اشتغالها انطلاقا من الانتاجية ( Kiyotaki p 198 ) ويشرح تغيرات الاستهلاك والعمالة والانتاج ورأس المال في سياق الدورة. فعندما ترتفع الانتاجية فجأة وموقتا يفترضون إن الناتج الحدي للعمل يرتفع عقب الصدمة، وقد لا تقبل هذه الأطروحة بسهولة لأن الصدمة يمكن أن تفهم بتحول منحى الانتاجية الحدية المرسوم رياضيا الى الأعلى أما تغير الانتاجية فيتطلب ازالة قيود العوامل الأخرى عن فاعلية العمل.

بمعنى تحول العناصر النادرة من الشحّة إلى الوفرة أو إزالة اختناقات وغيرها، وبتعبير آخر لا نستبعد زيادة الانتاجية الحديدية بعد الصدمة بل هي مسألة أخرى.

وتأسيسا على زيادة الانتاجية الحديدية يرتفع الأجر الحقيقي وعرض العمل. والتأثير المركب من إنتاجية أعلى وتوظيف أكبر للعمل سيرفع الناتج. ولأن الزيادة في الانتاجية مؤقتة فسوف تكون زيادة الناتج في المستقبل أقل مما هي الآن. لكن بفعل زيادة الاستثمار حسب شرط التوازن وتبعاً لذلك رصيد رأس المال للفترة القادمة فإن الانتاجية الحديدية للعمل تزداد بفعل التراكم، هذه المرة، ما يقود الى دورة ايجابية جديدة، وهكذا الى أن تنحسر بفعل احداث أخرى تتدخل فيما بعد. ولكن الزيادة الطارئة في الانتاجية قد لا تكفي لأحداث زيادة مؤثرة في الاستثمار والأخيرة لا تضيف مقدارا يعتد به الى رصيد رأس المال القابل للتشغيل وعوامل أخرى مثل أثر الثروة وغيرها تؤدي الى تبديد إيجابيات زيادة الانتاجية إلا إذا كانت الصدمة كبيرة و متشبهة.

وأضيفت إلى النماذج فيما بعد صدمات حقيقية أخرى دون الانتاجية مثل الانخفاض الحاد بالطلب العالمي ينعكس على الصادرات وينتشر. وأيضا تفتح نظرية دورة الأعمال الحقيقية على الائتمان. وبما انه مقيد بقيمة الضمانات بالنتيجة سوف تتفاوت الوحدات Agents في سلوكها وفرص زيادة الانتاجية الحديدية لديها تبعاً لصادفي استحقاقها أي قيمة الثروة التي تحت تصرفها في نهاية الفترة ناقصا الدين الواجب السداد. ويمكن إيجاد ربط بين معامل توبين، اسعار الأسهم نسبة الى كلفة الاستبدال، الذي يرتبط طرديا مع اليسر الائتماني، والنشاط الاستثماري، إذا نظرنا لسعر الفائدة الذي أشار توبين الى أثر انخفاضه في إنعاش الائتمان. ونجد في هذه المرحلة ان نظرية دورة الأعمال الحقيقية قد فتحت نافذة على السياسة النقدية. وأيضا، سوف تجد المنشآت التي أتاحت لها فسحة في الاقتراض أنها راكمت أصولا ممولة بالمديونية تصل الى حدود الرافعة المتعارف عليها Leverage، نسبة الدين الى صافي الاستحقاق، وتتوقف عن الاقتراض. وهنا حلقة الوصل بين قطاع المال ودورة الأعمال الحقيقية عندما يتضاءل الطلب الاستثماري للمنشآت عالية الانتاجية بسبب القيد الائتماني وكذلك طلبها على الأرض وعناصر الانتاج الأخرى وسوف تهبط أسعار الأصول نتيجة لذلك ويتدهور مركزها المالي أكثر فأكثر وكلما كان وزن تلك المنشآت كبيرا في مجموع الاقتصاد تسبب ذلك في هبوط أكبر لأسعار الأصول وتبعاً لذلك، وعبر معامل توبين أيضا، نشاطها الاستثماري وبالنتيجة تراجع الاقتصاد. وقد نجازف بالقول ان هذه اللحظة الأخيرة تماثل، تقريبا، بداية الأزمة المالية الأخيرة عندما يصل التدهور الى عجز عن التسديد وفشل ائتماني فتنقل دورة الأعمال نهاية هذا الطور الى دورة مالية تنعكس في نهايتها مجددا على القطاع الحقيقي.

ولأن طلب المنشآت عالية الانتاجية على الأصول، الأرض و سلع رأس المال، يصطدم بقيد الائتمان كل حسب صافي استحقاقها، الذي يساوي مدخراتها السابقة، سوف تحتاج الى زمن كي تستعيد عافيتها بعد هبوط في صافي الاستحقاق. وفي هذه الأثناء تنحدر أسعار الأصول جراء التوقعات باستطالة أمد ركود الطلب عليها، وينعزز هذا النمط من التوقع لتتخفف أسعارها نحو مستويات أدنى.

في نموذج دورة الأعمال الحقيقية بغياب القيود على الاقتراض يتحفز الاستثمار بالصددمات من مصادر التكنولوجيا ليؤدي إلى انتعاش سريع في رصيد رأس المال والناتج. وبالعكس مع العسر الائتماني فأن التقادم التكنولوجي، مثلا، تؤدي الى العكس.

والآن يمكن تصور العملية تبدأ من قطاع المال: تبدأ اسعار الأصول بالارتفاع ؛ يتزايد حجم الدين بأسرع من قيمة الأصول والناتج وتزداد تبعاً لذلك قيمة مجموع الأصول في حوزة المنشآت الى صافي الاستحقاق. وقد يستقبل البلد تدفقات رأسمالية كبيرة، كما حصل للولايات المتحدة قبيل الأزمة الأخيرة وآسيا في السنوات 1997-1998. وفي ظل القيد الائتماني ووصول رافعة الدين الى أعلاها، ومع واقع عدم التجانس في الانتاجية، وفرص الاستثمار المتنوعة، إذا ما حصلت صدمة غير ملائمة من مصدر ما سوف تؤثر في أسعار الأصول فالائتمان والناتج والتشغيل ويصل الاقتصاد الى الوضع الذي يسمى في هذه الحالة

أزمة مالية. وهناك تداخل بنطاق مشترك بين دورة الأعمال الحقيقية ودورة المال، ومن الصعب التشبث بتفسير إحداها بصفة آلية مستقلة عن الأخرى حتى ولو لغرض تحليلي.

نظريات دورة النقود **Monetary Circuit** تقلل كثيرا من دورها بوصفها مخزن للثروة وتؤكد وظيفتها في المبادلات بمعنى المدفوعات والدور التشغيلي لها في نظرهم. وتظهر على حقيقتها عند مبادلتها بسلعة وأيضا تنتقل من أرصدة جهة معينة الى أخرى في هذه المبادلة. وعندما تحفظ النقود عاطلة تكف، في هذه الحالة عن وظيفة التبادل لتصبح مخزن للثروة وحسب. وتعارض نظريات الدورة النقدية الفهم النيوكلاسيكي الذي يخزنل النقود الى وسيط للمبادلة بل هي وسيلة دفع وعندما تستخدم شركة ما السحب على المكشوف من المصرف فإنها تستطيع حيازة السلع وتشغيل قوى عاملة دون تقديم أية سلعة حقيقية في مقابل تلك النقود المخلوقة مصرفيا (Graziani p17). وبذلك تزاوّل النقود دورها الاقتصادي الكلي عندما تبادل لشراء البضائع وليس عندما يحتفظ بها.

نظريات دورة النقود لا ترى في تفضيل السيولة الكينزي، أو طلب المضاربة على النقود، العامل الرئيسي للتقلبات. وفي تأكيد الدور التبادلي لا تتفق مع المنحى الكلاسيكي والنيوكلاسيكي حول حيادية النقود. وترى في نموذج التوازن السلعي النقدي ISLM اغفالا للتفاعل المهم بين قطاع المصارف ومنشآت الأعمال.

وهي لا تتفق أيضا مع الكينزيين ما بعد كينز من الجيل الأول (كالدور، جوان روبنسون، وخان) لأنهم لم يعترفوا بأهمية عرض النقد بدعوى أن السلطات النقدية تستجيب لطلب السوق على النقود فيكون عرضها لا نهائي المرونة. وحتى لو قيدت السلطات النقدية الائتمان المصرفي فسيجد السوق وسائل أخرى وبالنتيجة لا تكون السيولة قيّدا جديا على النشاط الاقتصادي (Graziani p23). وتبعا لأطروحتها (نظريات دورة النقود) تقترب من الجيل الثاني للكينزيين ما بعد كينز (واينتراوب، دايفسون، منسكي،...) الذين أبدوا اهتماما أكبر لمشاكل عرض النقد وتمويل المنشآت. وتشارك هذه النظريات مع آخرين بأهمية توزيع الدخل بين الأجور والأرباح. وتتبنى إطار المفاهيم الذي يستنتج ان المنشآت هي التي تقرر الأجور الحقيقية لأن السلع الأجرية على المستوى الكلي يعينها قرار الإنتاج وهو بيد المنشآت. أي في السوق يستطيع العمال فقط المساومة على الأجر النقدي أما الأجر الحقيقي فتحكمه عوامل أخرى. أو على الأقل ان الأجر النقدي حقيقة لا جدال فيها أما الأجر الحقيقي فتلك مسألة فيها نظر.

وفي هذا السياق ينظر الى التضخم من زاوية دوره في توزيع الدخل بين الحكومة والقطاع الخاص عبر ما يسمى ضريبة التضخم. ويختلف في تفسيره من جهة كفاءة عمل نظام السوق فالمدرسة النيوكلاسيكية تعدّه انحرافا بينما في نظر كالييتسكي-كينز، هو في هذه الجزئية يخدم أرباح المنشآت ولا تعترض نظريات دورة النقود على هذا الفهم. وعند هذه المدرسة يلعب الائتمان دورا يحظى بالأهمية في خلق النقود والغائها عند التسديد.

والظاهر، وعلى المستوى التجريدي على الأقل، لا تبدو هذه النظريات مقنعة لأول وهلة عندما تفترض ان المنتجين فقط يستفيدون من الائتمان وان القدرة الشرائية التي تحت تصرفهم ليست محدودة بدخولهم وثروتهم الحقيقية. في حين أن المجموعة الثانية مستلمو الأجور لا يتجاوزون في انفاقهم ما تحت أيديهم. لأن هذا الفرض لا يستقيم، في الظاهر، مع الحجم الكبير لائتمان القطاع العائلي، في الدول المتقدمة على الأقل، وإن كان لا يتناسب في الواقع مع مديونية القطاعات الأخرى، وبذلك تنفق مع جوهر الأطروحة وهو تفاوت الفئات والقطاعات في امكانية الوصول الى الائتمان.

تتمسك التقاليد النيوكلاسيكية بنماذج توازن لا نقدية للتبادل والإنتاج ثم يضاف إليها عرض النقد بصلة مباشرة مع المستوى العام للأسعار. وفي هذا السياق ينظر الى النقود بوصفها متغير خزين **Stock** تحت السيطرة المباشرة للبنك المركزي. والذي يقدم الكمية الملائمة من النقود لضمان استقرار الأسعار عند الاستخدام الكامل. ولأن عرض النقد عبارة عن الأساس النقدي مضروبا بالمضاعف النقدي، والأساس النقدي عبارة عن: العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي وإحتياطيات المصارف أو العملة المصدرة من البنك المركزي زائدا ودائع المصارف لديه، لذلك يستطيع التحكم بعرض النقد عبر الأساس النقدي.

وعندهم ان الطلب على النقود تحدده معادلة كمية النقود بمعرفة الناتج من دالة الانتاج. وبذلك يكون المستوى العام للأسعار قد تحدد بكمية النقود، ومع ثبات سرعة دورانها يتغير المستوى العام للأسعار بتغير النقود مطروحا منه تغير الناتج الحقيقي. وهكذا تكون النقود معزولة عن الانتاج والنمو والتبادل، هي تسهل الأخير دون أن تؤثر فيه ولا دخل لها بالمتغيرات الحقيقية، بل فقط تعين المستوى العام للأسعار مع ناتج معطى.

وأحيانا توافق هذه المدرسة على تأثير مؤقت للصدمة النقدية ولا يمثل هذا الموقف المنحى الرئيسي للمدرسة. لكن الكينزيين ما بعد كينز يتحاشون مثل الماركسيين والمؤسسين عزل النقود عن الانتاج والتبادل. ويقولون بالحاجة الى نظرية انتاج نقدية خاصة وإن النشاط الاستثماري لقطاع الأعمال ذو دور رئيسي في ديناميك النمو. ويتضمن هذا النشاط إنفاق النقود وقد تعترضه عقبات التمويل لرأسمال التشغيل أو لتأسيس وحدات إنتاج جديدة. وينتظر، عادة، من المصارف سد فجوة السيولة بالاقتراض منها. والمصارف تقرض الحكومة أيضا والقطاع العائلي إضافة إلى قطاع الأعمال غير المالي. وهذا الدور لمؤسسات الاقراض أحد موضوعات البحث لنظرية الانتاج النقدية. ويرى هذا التيار العريض، من كينزيين ما بعد كينز ويساريين ومؤسسيين، إن هذا العنصر يرتبط بنظام النقود ذات الأساس الائتماني-credit based system of money. أي إن الائتمان، بمنتهى البساطة، يخلق النقود. فعندما توضع وديعة جديدة في المصرف يحتجز جزءا منها، الاحتياطي الإلزامية، ويقرض الباقي، وهذا الباقي الذي يقرضه، للحصول على فائدة، يسمى احتياطي زائدة وهي بمثابة نقود جديدة خلقت مصرفيا. إن تحويل الاحتياطي الزائدة الى قروض عملية تسير جنباً الى جنب مع الأنفاق لتمويل مشتريات وتؤثر في النشاط الاقتصادي وبذلك لا يمكن الفصل بين النقود بهذا المعنى والانتاج.

والنقود ذات الأصل الائتماني هي متغير تدفق داخلي، Endogenous Flow Variable، وهذا التصور مغاير للتقاليد النيوكلاسيكية التي تؤكد أن النقود متغير خارجي على نموذجها للاقتصاد الكلي. لكن الرعيل الأول من الكينزيين ما بعد كينز ومع إقرارهم بالطبيعة الداخلية للنقود الائتمانية يفهمون ان النقود تستجيب للطلب على التمويل ولا تشكل عائقا بل قالوا إن الاستثمار ذاتي التمويل وهو تعبير غامض. المهم ان التوجهات النظرية التي تضع النقود والانتاج في الية تفاعلية انطلاقا من العلاقة بين المصارف وقطاع الأعمال تستفيد من التطورات في أنظمة البيانات وخاصة تدفق الأموال ما بين القطاعات flow-of-funds والتي بواسطتها يمكن اقتفاء أثر النقود في سلسلة الدخول والخروج من لحظة البداية الى نهاية الدورة بين المؤسسات المالية؛ منشآت الأعمال غير المالية؛ الحكومة؛ والقطاع العائلي.

## نقد المدرسة النمساوية لمقاربات التيار الرئيسي

إن الطبيعة عالية التجريد التي تكتنف علاقات النقود بأشكالها المختلفة تجعل تلك العلاقات صعبة الفهم ومعالجتها النظرية معقدة ( Desoto Pxlilii ). ولا تفهم العمليات الائتمانية والنقدية وحركات أسعار الأصول دون فحص دقيق لدور المؤسسات التي استحدثتها الدول من بنوك مركزية وأجهزة رقابة وتشريعات. وان تكرار الأزمات موضع اهتمام للحكومات والاقتصاديين، على حد سواء، مثل ما حدث للدول الآسيوية في التسعينات وبعد سلسلة من الأزمات، وصولاً إلى الأخيرة التي لم يغادرها اقتصاد العالم بعد. وقبلها صدمة نهاية السبعينات وبداية الثمانينات من القرن الماضي والعديد من الإخفاقات والتقلبات ذات الطابع الدوري أو العشوائي منها مصرفية وأخرى في مجال العملة، وغيرها ، تنتشر لتعم اقتصاد الدولة أو عدة دول بهذا القدر أو ذاك. جميع تلك الاضطرابات أنتجت ردود أفعال على الأغلب فحواها التشكيك بكفاءة الأسواق والدعوى إلى التدخل الحكومي أو تغيير أساليب التدخل وفي نطاق ضيق. بينما ترتفع أصوات

تخالف التيار العام لتقول بان الهيمنة الحكومية سبب هذه الأزمات، من بينها المدرسة النمساوية. واستطاعت تقديم أطروحات بجدارة فنية عالية وهي على ثقة من عدم جدوى التنظيم الحكومي للحياة الاقتصادية أو حتى انه يلحق أضراراً ويكبد المجتمع خسائراً. بل تشكك هذه الأطروحات حتى في ضرورة إبقاء البنوك المركزية، وتتساءل هل الأفضل الاحتفاظ بهذا النوع من المؤسسات أو التحول إلى نظم الصيرفة الحرة .

قد اتجهت الدراسات والآراء للتوافق على وجود خلل لا يستهان به في النظام النقدي والمصرفي في العالم لكن المدرسة النمساوية لا توافق على تجاوز هذا الخلل بالمزيد من التنظيم الحكومي للأنشطة المالية وتوجيه السياسة النقدية نحو وظائف أوسع لمنع الأزمة، بل تدعو إلى إعادة قراءة الليبرالية الكلاسيكية بإحياء تقاليد المدرسة النمساوية ( فون مايسس وتياره ). وفي حين أصبح شائعاً تفسير الأزمة المالية الدولية الأخيرة بنقص الإشراف على المؤسسات المالية وكفاية الضوابط الملزمة فان ممثلي المدرسة النمساوية لا زالوا يصرون على المماثلة بين هيمنة الدولة على الاقتصاد بالمنظور الاشتراكي والضبط الحكومي للقطاع المالي في الدولة المعاصرة. وفي رأيهم مثلما من العبث السعي إلى تنظيم المجتمع والاقتصاد عبر الأوامر ذات الطابع الدكتاتوري كذلك فشلت الحكومات في إدارة القطاع المالي وتحاشي الدورات وخسائر الأزمات. وهذه تدعو إلى إبطال الكثير من المستحدثات المؤسسية نحو نظام مالي ومصرفي لا ينطوي على مخاطر في عمله ووجود ضمانات قانونية للوفاء الدائم بالالتزامات ( Desoto ,PP736 – 812 ).

ومن جملة هذه المقترحات حرية اختيار العملة بمعنى خصخصة إصدارها وإنهاء سيطرة الحكومة عليها بمعنى إلغاء ما يسمى ترتيبات العملة القانونية ونزع الصفة الوطنية عن العملة، عكس التأميم، حسب تعبير هابيك (Denationalization of money) . ولكن هذه المدرسة لا تقدم إيضاحات حول كيف ستظهر مثل هذه الأشكال البديلة عن النقود بل تترك الأمر للتطور عبر التجربة ليقود إلى خلقها. ويقتصر المقترح على الانتقال أولاً إلى الذهب وبعد ذلك تدريجياً يكتشف السوق والتفاعل الحر خيار الاستقرار عليه أو التحول إلى نقود أخرى. وبعدها تلغى البنوك المركزية أو أية أشكال للتدخل الحكومي في أسواق المال. و يتضمن هذا المقترح تخطئة لمسيرة التاريخ الم يكن الذهب من قبل، ومن جملة حجج التحول عنه أن إنتاجه محدود بشروط طبيعية ولا يمكن تطوير حجم التداول منه حسب مقتضيات النمو الاقتصادي. وقد واجه العالم مشكلة عدم كفاية السيولة عند البقاء عليه ومن الصعوبة قبول تقييد النشاط الاقتصادي بمقدار السيولة التي يعينها حجم الذهب. ولذا تحولت الدول نحو العملة الورقية تدريجياً. وحدثت تراجعاً نحو الذهب، وان قاعدة تبادل الدولار بالذهب التي قام عليها نظام بريتون وودز هي احدى أشكال ربط كمية النقود بالمعدن الثمين عندما كان يعرف الأونس منه بمبلغ 35 دولار. ولم تتمكن الولايات المتحدة الأمريكية، والتي كان لها نفوذ في المؤسسات المالية الدولية وحجم اقتصاد كبير من الحفاظ على تلك القاعدة. ما يعني أن سهولة إجراء المبادلات اقتضت ابتداءً نيابة عملة ورقية عن المعدن وبعد ذلك أرغمت الحياة الاقتصادية وتعقيداتها فك الارتباط بينهما من اجل حرية اكبر في تكيف النقود للاقتصاد. وترى المدرسة الليبرالية الكلاسيكية، النمساوية، في تلك النقود القانونية احد أسباب المشكلة.

والمبدأ الثاني الذي تتبناه المدرسة النمساوية الحرية التامة في الصيرفة أي يترك للأشخاص في السوق اختيار أشكال المصارف التي يريدون، من جهة إدارتها وتنظيمها وحجمها، وفيما إذا كانت شركة مساهمة أم لا. وفي رأيهم وجوب إخضاع الودائع الجارية للاحتياطات الإلزامية بنسبة 100 بالمائة، و هو ما يعني

إخراجها من تعريف الأموال المعدة للإقراض على مستوى القطاع المصرفي. وهنا أيضاً قد تعين جهة ما مهمتها التأكد من التزام المصارف بهذا المبدأ وتكون الرقابة قد نشأت من جديد. إضافة على موضوع النقود الذهبية إذ لا بد من عملة وهي في هذه الحالة أما أوراق تنوب عنها أو مسكوكات من نفس المعدن وبالتالي لا بد من جهة تشرف وتوزن وتعاقب .... وهكذا . و في تصور هذه المدرسة إن احتفاظ المصارف بالودائع الجارية بنسبة 100 بالمائة يساعد على الوقاية من الأزمات التي تنشأ عن نقص السيولة. وترى هذه المدرسة إن الأزمات المصرفية ظهرت مع الاحتياطات الجزئية (Fractional Reserves) وفي ظل هذه الأوضاع سيتحدد حجم القروض باستعداد المجتمع طوعياً للدخار وبالتالي لا يتجاوز الاستثمار المخطط الادخار الفعلي. إن الفقاعة سوف لا تظهر حسب، تصور هذه المدرسة، إذ لا توجد جهة تستطيع حقن النظام بسيولة مختلفة. وتذهب هذه المدرسة ابعده من النقوديين عموماً وحتى الذين اقترحوا أصلاً إلغاء الاحتياطات الجزئية على الودائع الجارية لأن البنك المركزي يبقى له دور في تصور النقوديين، بينما هذه المدرسة تفهم إن البنك المركزي يستطيع التلاعب في مستويات السيولة وبالتالي سعر الفائدة ويربك عمل السوق المالية. ولذلك ترى إن مقترحات النقوديين ليست جذرية بما يكفي لحل المشكلة. لكن المدرسة النمساوية الجديدة لا تتعهد بالقضاء على مسببات جميع الأزمات بل فقط تعاقب الازدهار والركود Boom and Recession .

ولا تقف هذه المدرسة مع الفهم النيوكلاسيكي في أن جميع الأزمات تسببها عوامل خارجية تغير من تفضيلات المستثمرين وعلى مبادلة المستقبل بالحاضر، وتنعكس في سعر الفائدة، فتؤثر على الطلب الكلي عبر زعزعة الثقة وتسهم في الاتجاه نحو الأزمة. بل يرون إنها على الأغلب داخلية يسببها النظام المالي – المصرفي ودور البنك المركزي. ومع هذا النظام الجديد، الذي يقترحون، والذي لا يسمح باضطراب الائتمان سيختفي السبب الأساس للآزمات. وسوف تضطر الحكومات للالتزام الحصافة المالية، وتعزز هذه المقترحات، في رأيهم، العقلانية بصفة عامة وربما ينخفض العنف والاستعداد للحروب.

وهي تتهم النظام المالي – النقدي الذي تسعى إلى إغائه بإفساد أنماط السلوك الاقتصادي للبشر حتى وصل الأمر، وهو من دلالات الفساد فيما يرون، إلى الادعاء بأن التضخم وتوسيع الائتمان ضروريان لتحفيز التطور الاقتصادي. لأن النمو الاقتصادي السريع المبالغ به عادةً ينشأ من سبب مختلق وسرعان ما يرتد نحو الركود. إن العملة المتداولة في النظام الجديد يحدد الذهب نموها، ويبقى للقروض دور في النظام الجديد لكن مصادر تمويلها حقيقية ومستقرة، ومع هذا النظام الجديد، ولأن الذهب ينمو بمعدل سنوي بين ( 1 بالمائة- 3 بالمائة ) تتوقع هذه المدرسة انخفاض الأسعار تدريجياً، ما يضمن ارتفاع الأجر الحقيقي تلقائياً دون الحاجة إلى مساومة ومفاوضات وضغوط.

وستكون المضاربة اخف وأكثر عقلانية وينضبط سلوك المتعاملين في أسواق المال لان عروض الشراء ليست ممولة بالوسائل المختلفة وجميع القروض مدعمة بادخارات حقيقية. ان النظام الحالي، في رأيهم، يخلق التمويل من لا شيء ويفسح المجال لظهور المصالح الفاسدة. وعندما يمنع النظام الجديد الحكومات من تمويل إنفاقها باليات خلق النقود والتضخم يضعف الاستعداد للحروب وشراستها. مع الذهب وهو عملة النظام الجديد في كل العالم تنتفي الحاجة إلى المؤسسات متعددة الحكومات للسيطرة على عرض النقد في العالم، بالإشارة إلى عدم الحاجة إلى صندوق النقد الدولي. ومن الانتقادات التي توجه إلى هذه المدرسة إنها

تؤدي، ربما، إلى اختفاء المصارف إذ لا يبقى لها نشاط يشجعها على الاستمرار، بينما تعتقد هذه المدرسة سهولة تنفيذ هذا الاعتراض بالقول أن المصارف تقدم خدمات كثيرة لزبائنها وهي مطلوبة، تلك الخدمات، وتحقق منها إيرادات بما في ذلك الاحتفاظ بالودائع الجارية بنسبة 100 بالمائة. وتقدم قروضاً مدعومة بادخارات، ودائع ليست جارية، وتستوفي أسعار فائدة وأجور خدمات تحددها الأسواق وهي كافية لاستمرار نشاطها. وثمة اعتراض آخر حول سعر الفائدة إذ يتوقع المعارضون لهذه المدرسة انه سوف يرتفع بسبب منع القروض الممولة بالودائع الجارية وتعتقد المدرسة إن سعر الفائدة النقدي سيكون منخفضاً نتيجة اتجاه الأسعار للانخفاض وارتفاع القوة الشرائية للنقود، وإن أسعار الفائدة تتحدد اسماً وتؤثر توقعات التضخم فيها كثيراً، لكن سعر الفائدة الحقيقي قد لا يرتفع مع النظام الجديد إذا ما انخفض الميل للإحلال بين المستقبل والحاضر بسبب تعزيز الثقة باستقرار النظام، وأيضاً لتوقع انخفاض الأسعار، وتتطلب هذه المسألة بالذات المزيد من البحث النظري لأن تأثير النظام المالي على المستوى الحقيقي للأسعار غير محسوم. وإذا تأكد إن الادخار الحقيقي يتحدد بسعر الفائدة الحقيقي إضافة على الدخل، فأن تغير النظام المالي إلى المقترح لا يؤثر على سعر الفائدة الحقيقي في الأمد البعيد. والبحث الضروري لاستمرار مناقشة المقترح الجديد للنظام المالي – المصرفي يتركز على فهم المعنى الاقتصادي لحجب الودائع الجارية عن الأموال المعدة للإقراض، والمقابل في سوق السلع أي في الاقتصاد الحقيقي لهذا الحجب. ويرى Desoto الذي يتبنى الصيغة الحالية للمدرسة النمساوية إن نقطة الضعف في التقاليد الانكوسكسونية في الاقتصاد هي النظر إلى الإنتاج والاستهلاك بأنهما يجريان أنياً بالتزامن. وان جون كلارك الذي يمثل هذه التقاليد في التفكير يفهم رأس المال رصيماً دائماً يولد إنتاجية تتخذ شكل الفائدة، وفي هذا أهملت تلك التقاليد البعد الذاتي لتفسير سعر الفائدة وهو التفضيل الزمني. لكن الواقع إن الاقتصاد المدرسي السائد يقدم التفسيرين معاً ويفترض أن التوازن يتحقق في تساوي الذاتي، التفضيل الزمني، مع ما يدعى انه موضوعي أي الإنتاجية الحدية لرأس المال. إن نموذج فالراس للتوازن ستاتيكي بمعنى انه يعرض التفاعل بلا زمن أو يجري فوراً لتحديد أسعار السلع والخدمات. وفي الواقع إن هذه العمليات لا تجري فوراً وليست بالضرورة كلها متزامنة أي إن النظام الفعلي لعمل النظام الاقتصادي أعقد من أن يوصف في نموذج فالراس Walras. والنظر إلى رأس المال بأنه كم متجانس وله إنتاجية حدية تعين سعر الفائدة وزيادته تعني انخفاض تلك الإنتاجية الحدية، سعر الفائدة، هو ما ينسجم تماماً مع العرض والطلب والتوازن الفالراسي.

يرى بوهم باورك من جانبه النظر إلى رأس المال رصيماً متجانساً خرافة، وفي الواقع لا يوجد رأس المال مجرداً، والموجود في واقع الإنتاج هي سلع رأسمالية معينة يعرفها المنظمون بخصائصها جيداً ينتجونها ويتقنونها لتتشارك في العملية الانتاجية.

النقوديون وانطلاقاً من معادلة كمية النقود يفهمون التضخم ظاهرة نقدية صرفة ويتوزع اثر الزيادة في النقود بالتناسب على جميع أسعار السلع في تصور كلي يهمل تماماً ما يجري على المستوى الجزئي. والواقع لا يؤيد، أبداً، هكذا زيادات للأسعار بنفس النسبة بل تتغير الأسعار النسبية كثيراً. ويمكن الخروج من هذا المأزق بدعوى إن الأسعار النسبية تحكم تغيرها آليات مختلفة عن المستوى العام للأسعار. لكن بغض النظر عن العامل الفاعل في تحديد الطلب على مختلف السلع والخدمات سواء كانت النقود أو الطلب الكلي الفعال، المحفز بالإنفاق المستقل، السؤال هو كيف يمكن الفصل بين تكوين المستوى العام للأسعار والأسعار النسبية، خاصة وأن مرونة الطلب الداخلية لا يمكن انعكاسها. ولا يستبعد النقوديون والكنزيون،

كلاهما، اثر النقود على الناتج في الأمد القصير وحتى مع استبعاد هذا الأثر يبقى الوهم النقدي. المهم من الصعب الفصل بين تكوين المستوى العام للأسعار والأسعار النسبية. وبالتالي فان العوامل المؤثرة في الطلب الكلي ليست محايدة بل تؤثر في بنية الانتاج في النهاية، هذه الحقائق تعترف بها المدرسة النقودية لكن على هامش الانكار.

تشبه المدرسة النمساوية تفسير النقوديين للارزمة والركود بتفسير سبب الحصبة بالحمى وترى ان التقلص النقدي الذي هو علة الركود عند النقوديين أثرا وليس سببا لها. لكنها في نفس الوقت ترى، أي المدرسة النمساوية، في التوسع الائتماني إساءة تخصيص للموارد وهذه الإساءة تقود إلى الأزمة والركود. لأن التوسع الائتماني لا تقابله زيادة في الادخار. وتبدأ المشكلة مع إنفاق الدخل النقدي الجديد الذي خلقه التوسع الائتماني على السلع والخدمات الاستهلاكية من قبل مالكي السلع الرأسمالية ووسائل الانتاج الأصلية. وكأن المدرسة النمساوية تريد القول أن شرط التوازن هو ادخار الدخل النقدي الجديد المولد بالتوسع الائتماني وهو شرط لا يتحقق في الواقع ولذلك تظهر الأزمة وتبدأ على المستوى الجزئي. ولما تقدم لا يوجد، حسب منهجهم، فرق جوهري بين التنظير النقودي والكينزي. أما التوسع الائتماني لمواجهة الأزمة، ورزم الإنقاذ وما إليها، فهذه تعالج الأعراض بصفاتها أسبابا وتؤخر التعديلات الحقيقية التي لا بد منها لاستعادة الوضع السليم.

إن زيادة النقود تدريجية وترتفع الأسعار تدريجيا أيضا، لذلك تنتفع الجهات التي تستلم هذه الزيادة أولا و قبل ارتفاع الأسعار. والذين يستلمون متأخرين يدفعون الثمن ولذلك يعيد التوسع النقدي توزيع الدخل والثروة فضلاً عن تغيير الأسعار النسبية. ولم تقدم تلك المدرسة بديلا واضحا بعد رفضها معادلة كمية النقود والنموذج الكينزي معاً، فقط نبهت إلى إن إهمال الزمن وعدم التجانس في مجموع السلع والخدمات الذي تضمنته معادلة كمية النقود وغموض مفهوم سرعة دوران النقود واعتمادها على بقية المتغيرات يجعلها مجرد مطابقة لا تقوى على تفسير ما يجري .

ثمة نقطة أخرى تثار حول مدرسة التوقعات العقلانية ومحور أطروحتها عدم تأثير السياسات المالية والنقدية الحكومية لأن المتعاملين في الأسواق يعرفون مسبقاً نتائجها، وأنهم أي المشاركين في الأسواق لديهم كافة المعلومات عن الوضع القائم. الرأي المعارض لهذه الأطروحة ينطلق من لا واقعية هذه الفرضيات حول إمكانية حصول جميع المتعاملين على كافة المعلومات وان لديهم المعرفة النظرية بما ستؤدي إليه السياسات الحكومية، مثلاً Desoto ، يتساءل أية نظرية. وهب أن نظرية اقتصادية صائبة تماماً من بين النظريات المتداولة لتفسير ما يجري هل يوجد اتفاق عليها كي ينتهي المتعاملون بالأسواق إلى نفس الموقف حول نتائج تفاعل سياسات الحكومة مع الوضع القائم. ثم إن رجال الأعمال وسواهم سوف يحاولون الانتفاع من أية أرباح يسمح بها التوسع الائتماني أو أية سياسات حكومية بغض النظر عن نتائجها الكلية حسب قناعاتهم النظرية. النقود ليست محايدة كما يرى مؤيدو مدرسة التوقعات العقلانية، ولا توجد دلائل نظرية وعملية كافية على إن الناس يعرفون كل شيء مقدماً ما يؤدي إلى إحباط السياسات المالية والنقدية. وحتى لو صحت هذه المعرفة على المستوى الكلي هيئات أن تصح على المستوى الجزئي حيث تعمل الكائنات الاقتصادية. وبعد ذلك لو كاس نفسه يصف الدورات بأنها نتائج حقيقية للصدمات النقدية غير المنتظرة من الفاعلين

الاقتصاديين. ويحار المرء كيف يوفق بين هذا الوصف للضرورة وبين التوقعات العقلانية للمتعاملين في الأسواق، وان حياد النقود مشروط بالتوقع الدقيق لمجرى الأحداث .

المدرسة النمساوية تعرض دائماً ملاحظات ذات معنى منهجي ولها إسهامات كبيرة في تقديم التحليل الحدي الذي أصبح أداة للتنبؤ والتحليل في كل الاقتصاد. ولكنها مع تبنيها للذاتية التامة في فهم وتفسير السلوك الاقتصادي وتحفظها أو رفضها للاقتصاد الكلي التجميعي والقياسي والاقتصاد التجريبي أصبحت خارج التيار الرئيسي منذ ثلاثينات القرن الماضي. لكن الاهتمام بأطروحاتها عاد تدريجياً. وفي الوقت الذي تسمى مدارس التيار الرئيسي موضوعية في مقابل الذاتية التي توصف بها المدرسة النمساوية، فإن التوقعات، الزمن، معرفة الأفراد بما يحيطهم أيضاً أخذت طريقها إلى التنبؤ الاقتصادي الكلي. لذلك يمكن القول إن التيار الرئيسي تعامل مع إسهامات المدرسة النمساوية تعاملًا انتقائياً وهذه من سنن التطور .

المدرسة النمساوية تجعل سعر الفائدة في النطاق الذاتي وهي تعكس المفاضلة بين المستقبل والحاضر من وجهة نظر الأفراد. وبوهم باورك يعرف الكثافة الرأسمالية بدرجة الدورانية Roundaboutness بمعنى تعقيد عملية الانتاج بتعدد المراحل من البدء إلى النهاية، حيث تنتج سلع رأس المال أولاً وبعدها، وبواسطتها، تنتج سلع الاستهلاك. وحسب نظريته قد يكون الطلب الاستهلاكي، وليس بالضرورة الادخار، هو الذي يحدد استثمار رأس المال في أية صناعة. ومنطقياً عندما قال في أية صناعة فهذا صحيح ولكن المسألة كيف تحدد على المستوى الكلي الذي تتحاشاه المدرسة النمساوية .

إنكار تأثير التوسع الائتماني في زيادة الاستثمار على المستوى التجميعي ينطلق من الفهم المحاسبي طالما ان المراكز المالية للمقرضين والمقترضين يلغي احدهما الآخر. ولكن في هذه الحالة لماذا يؤثر سعر الفائدة في الاستثمار حسب النظرية الكينزية إن لم يكن انخفاضه يعني زيادة في عرض الائتمان والأخير ينشط الاستثمار. وفي رأي المدرسة الكينزية الأصلية ان التوسع النقدي في الظروف الاعتيادية يمكن ان يحفز الاقتصاد والسؤال كيف يحفزه إن لم يكن دور للائتمان في ذلك .

يوصف Knut Wicksell الاقتصادي السويدي من مدرسة ستوكهولم، الذي تعرضنا لأطروحاته من قبل، بأنه اثر في الكينزية والمدرسة النمساوية معاً. كان معجباً بنظرية Leon Walras، من مدرسة لوزان وبوهم باورك، من المدرسة النمساوية، وديفيد ريكاردو من المدرسة الكلاسيكية البريطانية، وعمل على تركيب هذه الرؤى النظرية. وانطلق التدخل الحكومي في السويد ودولة الرفاه من مصادر مختلفة في التفكير والتنبؤ ومنها إسهامات Wicksell التي كانت متأثرة بالتحليل الحدي واختيار الجمهور Public Choice والرفاه العام.

وميز Wicksell بين سعر الفائدة النقدي وسعر الفائدة الطبيعي وإن الفرق بينهما سبب الاختلال ودورة الأعمال. وهذه الفكرة متأثرة بالمدرسة النمساوية التي ترى إن الانتعاش الاقتصادي سببه ارتفاع سعر الفائدة الطبيعي فوق النقدي. ويحدد سعر الفائدة النقدي في سوق رأس المال؛ بينما يحدد سوق السلع والخدمات سعر الفائدة الطبيعي الذي يكون محايداً تجاه الأسعار ويعبر عن شرط التوازن وهو أقرب ما يكون الى مفهوم الانتاجية الحدية لرأس المال.

مفهوم العملية التراكمية الذي قدمه Wickseil ينطلق من الاختلاف بين سعر الفائدة الطبيعي عن النقدي إذ مع الأختلاف لا يتساوى الطلب على الاستثمار مع كمية الادخار والقصد من هذا التعبير الادخار الحقيقي أو العيني. فعندما يكون سعر الفائدة النقدي أدنى من الحقيقي يحدث التوسع الاقتصادي وكذلك الأسعار وتستمر هذه العملية لمدة عبر التوليد الداخلي للنقود Endogenous Money أي التوسع الذاتي ومن خلال دور المصارف. وفي حين يبدأ تفسير أتباع النظرية الكمية للتضخم بإلقاء رزمة من النقود جاءت من الخارج يذهب فيكسل إلى أن النقود التي تتكاثر داخلياً تؤثر بالأوضاع النسبية للقطاع الحقيقي والمالي. وان وجود النقود الائتمانية هو الذي يفسر وجود سعر فائدة نقدي مغاير لسعر الفائدة الطبيعي. وفي هذا يتساوى مع المدرسة النمساوية في إن الائتمان منشأ الاختلال، ولذلك غالباً ما يُذكر فيكسل عند الحديث عن المدرسة النمساوية. بينما وضع كينز بداية الاختلال في القطاع الحقيقي، أي عندما لا ينسجم الاستثمار، وهو جزء من الطلب الكلي والأكثر فاعلية في تحديد المستوى الكلي للطلب الفعال، مع الادخار الذي هو دالة في الدخل، الأول خارجي والثاني داخلي وكلاهما في الاقتصاد الحقيقي. ويضيف كينز اثر النقود فيما بعد وعبر سعر الفائدة. وسعر الفائدة الطبيعي عند فيكسل هو العائد على رأس المال أو معدل الربح ويمكن النظر إليه تقريباً بما يكافئ الانتاجية الحدية لرأس المال، كما تقدم. وعند Wickseil سعر الفائدة النقدي هو سعر الفائدة على القروض Loan Rate وفي هذا يمكن التقريب أيضاً بين سعر الفائدة الطبيعي والعائد المتوقع للاستثمار.

## التوازن غير الالراسي في الاقتصاد الكلي

في نظر Walras التوازن Equilibrium هو نقطة الانطلاق لفهم الاختلال واضطراب الأسواق، وبذلك كلما تعرفنا بدقة على شروط التوازن اتضحت امامنا سبل الوقاية من الأزمات. وحتى لو سلّمنا بالمنطلق فإن ذلك الفهم وحده لا يقدم المطلوب للوقاية من الأزمات طالما يتعذر التحكم في عمل الأسواق لتجنبها، وعندما نصل الى هذا الحد نكون ازاء نظام اقتصادي آخر. إلا إذا أريد بفهم شروط التوازن توطئة لمغادرة هذا النظام الى غيره، وهذه ليست سياسة بل ترقى الى ثورة. وعندما يعرّف مصدر الاضطراب بكل الأسباب التي تؤدي الى انحراف النظام عن التوازن فهذه جملة لا تضيف الى المعرفة. لكن نموذج التوازن العام يقدم اضاءة عبر الترابط بين الأسواق لأن التوازن حسب هذا النموذج يعني التساوي بين العرض والطلب في اسواق السلع والخدمات والمال في آن، بل ومعها سوق العمل. ولو ان النموذج الأصلي يعتني بالتبادل لتحديد الأسعار النسبية في مختلف اسواق السلع مع كميات معطاة منها، وفيما بعد جرى توسيعه لقطاعات أخرى .

وربما يصعب احراز التوازن في عمل النظام، رغم تجاوز هذه المسألة بالمساواة التعسفية بين الحل الرياضي لمنظومة معادلات التبادل الخطية في الصيغة الشائعة. لأن المعطيات مستمرة في تغييرها والتوازن نقطة في فضاء تتقاطع عندها المعادلات، في المنظومة الخطية، وحتى لو عثر النظام على هذه النقطة سرعان ما تفلت منه لبيحث عنها من جديد (Cencini p 179).

لا شك أن مفهوم التوازن الذي يفترض العقلانية بالمعنى الذي تعارفت عليه النظرية الاقتصادية، أو البراكسيولوجية Praxeology، مسألة فيها نظر وكذلك امكانية التعبير عن السلوك البشري رياضياً. لأسباب منها ان حوادث سلوك الإنسان فريدة في حقيقتها والمستقبل لا يعيد الماضي وهي الظاهرة التي

يطلق عليها في الأبيستولوجيا Epistemology سهم الزمن الذي يتجه إلى الأمام دائما. ولذلك إن أمكن محاكاة تجربة ماضية في نموذج كمي يبقى ما نتوصل إليه مختلفا عن المطابقة وعادة ما تخفق محاولات فهم المستقبل على اساس تلك المحاكاة الا نادرا وتلك مشكلة التنبؤ Predictability، وهي من التحديات الكبرى للمعرفة الاقتصادية.

من الملاحظات التي قادت الى منهج التوازن العام غير الالراسي إن المنشآت تقرر اسعارها مسبقا قبل مواجهة الطلب الذي يتسم بعدم التأكد، بينما تكون الأسعار معروفة للمستهلكين عند اتخاذ قراراتهم. ولهذا تختلف الكميات الفعلية عن المخططة وتتجز الصفقات على هذا الاختلاف دون الوصول للتصفية التامة وهي حالة التوازن دون الاستخدام الكامل. وينتمي هذا التنظير إلى التيار الذي يرى المنافسة الاحتكارية نمطا غالبا والأسعار عصية Sticky وليست المنافسة التامة ومرونة الأسعار في مدار المساومة وعقد الصفقات. وهي، أي الأسعار، تميل إلى المكوث، وعادة ما يأتي التعديل على فترة من السابق.

وعلى المستوى الأكبر تتوزع القيود على الأسواق منها في جانب الطلب وأخرى في العرض ما ينفي صفة التجانس. والنتائج الكلي دون مستوى التشغيل التام للطاقة الانتاجية، مع وجود بطالة إجبارية في القوى العاملة. ويميز هذا التنظير الطلب النظري Notional في ظل التوازن المتصور عند الاستخدام الكامل والطلب الفعلي Effective الذي تسمح به أسواق تعمل مع فائض أو عجز في العرض أو الطلب. فمثلا، يترتب على فائض العرض في سوق العمل انخفاض طلب العمال على السلع، وهو من أشكال انتقال الخلل من سوق لأخر Spillover. ولو استوعبت المنشآت البطالة الإجبارية للقوى العاملة لا تواجه نقص الطلب على منتجاتها. لكن قوة العمل تعرض وكذلك السلع تطلب مقابل النقود التي تتوسط المبادلات، ولو كانت عملا في نظير السلع لا يحصل الاختلال في رأي البعض. بيد أن المقايضة تتطلب سلسلة من المبادلات وصولا إلى الاستقرار على تشكيلات نهائية عند الأفراد من مختلف السلع وهنا أيضا يواجه الأفراد عدم تأكد الطلب، ما يمنعهم من قبول المقايضة الأولى. وهي ذات المشكلة التي منعت المنشآت من توظيف العمال العاطلين إذ ليست في حوزتهم معلومات تفيد زيادة الطلب على ما ينتجون عند استيعابهم للقوى العاملة في اقتصاد يعتمد النقود.

وتتناول البعض دور النقود في الاختلال من جانب الطلب على النقود ومرورته تجاه سعر الفائدة والذي يعرقل في قطاع السلع تعديل أسعار سلع رأس المال التي ينتشر أثر جمودها في كل الاقتصاد. يفترض نموذج فالراس الأصلي جريان المبادلات في وقت واحد وبدون زمن حقيقي، وكل السلع ذات طبيعة آنية، والمعلومات تامة متاحة للجميع ودون تكاليف من أجل المعلومات أو إجراء الصفقات، وليس ثمة عدم تأكد. يلخص نموذج فالراس للتوازن العام بعدد (n+1) من الأسواق هي n من أسواق السلع مضافا إليها سوق النقود، ويكون مجموع الطلب الزائد (ex<sub>i</sub>) في جميع هذه الأسواق صفرا، وكذلك العرض الزائد وهو شرط التوازن Equilibrium حيث (x<sub>i</sub>(d) هو الطلب على السلعة i، و (x<sub>i</sub>(s) هو العرض من تلك السلعة، والنقود مثل غيرها من السلع وتسمى عادة السوق رقم n+1 :

$$\sum p_i(ex_i) \equiv \sum p_i((x_i(d)-x_i(s)) \equiv 0 ; i = 1,2,\dots,n,n+1$$

بينما طورت الكينزية الجديدة نظرية الاختلال في نموذج لا فالراسي (Harris,p283) بالتوازي مع المستحدثات في نظرية النقود للإجابة على سؤال مهم فيما إذا يقترن العرض الزائد في أسواق السلع والعمل مع طلب زائد على النقود حسب قواعد نموذج فالراس المعروف أم لا. ولهذا السؤال صلة في البحث عن دور النقود في الاختلال والبطالة الإجبارية.

لقد دافع الكينزيون الجدد، نتناول مستحدثاتهم فيما بعد، عن فرضية صلابة الأجور والأسعار وهي المرتكز لتبرير تحفيز الاقتصاد بالوسائل المباشرة لزيادة الطلب الفعال من خلال الأنفاق المستقل. ويبدو إن الأجور

النقدية أكثر صلابة من الأسعار. كما إن الأسعار لمختلف السلع والخدمات ليست على درجة واحدة من الصلابة ويجعل هذا التفاوت استجابة التكاليف والأرباح متفاوتة ، أيضا، لتوسع الأنفاق النقدي. ولأنماط السلوك هذه آثار، لا تستطيع السياسات التعامل معها لغياب المعلومات الكافية، لأن التباطؤ غير المتماثل في الاستجابة لصددمات الأنفاق والنقود يحرك الأسعار النسبية في مضمار التضخم وتكون لتغيراتها نتائج تخصيصية.

في دراستهم للأسعار (Ahrens and Sacht) من بيانات يومية للأرجنتين بين عامي 2007 و2011 توصلوا الى أن متوسط مدة بقاء السعر دون تغيير حوالي شهر ونصف في بيئة تتسم بالتضخم المرتفع. ولذلك يفضل افتراض الصلابة السعرية في نماذج السياسة للمدد الأقصر، شهر مثلا، أما النماذج التي تعتمد فترات زمنية فصلية أو سنوية فهذه تتسجم مع فرض المرونة السعرية.

وفي العراق مرونة أسعار المستوردات تامة تجاه تغيرات سعر الصرف Full pass Through وتستجيب بقية الأسعار للضغوط التضخمية بكيفية تسمح بافتراض الصلابة الواطئة لكن مدة مكوث السعر أو ما يسمى معامل Calvo غير مقدر في العراق. وطالما توفرت في العالم الموارد والمهارات لأجراء مسح إحصائية لهذا الغرض لم تعد المسألة أما صلابة أو مرونة تامة بل التدرج في المرونة. وعموما تتسم المواد الأولية بمرونة سعرية عالية واستعداد للتقلبات تبعا للعرض والطلب والتوقعات على نطاق دولي مثل النفط والحديد والنحاس والحبوب، ويقدر من الاستقلال، عن التضخم وسياسة الاقتصاد الكلي الوطني. وهناك مجموعة أخرى من السلع تتأثر بحركة العرض والطلب والتضخم على المستوى الوطني. ومجموعة ثالثة تتحكم التكاليف بأسعارها، الى حد كبير، وهي ليست مرنة الى الأسفل على الأغلب. أما الأجور فتغيرها بطيء ويمكن افتراض ثباتها في نماذج السياسة قصيرة الأمد، ويزداد ميلها للثبات مع اتساع نطاق الانتاج الكبير والتوظيف التعاقدى لفترات طويلة.

لكن العلاقة بين سعر الصرف وسعر الفائدة من جهة وأخير والتدفقات المالية الخارجية من جهة ثانية ساعدا نظريا على حضور التفسير النقدي للتقلبات والاستقرار والإمساك بدور محوري للسياسة النقدية. رغم أن العلاقة بين تغيرات سعر الفائدة وسعر الصرف ضعيفة وكذلك بين سعر الفائدة والتدفقات الرأسمالية الطوعية كما سيتضح.

ولقد أثار الكينزيون الجدد التساؤل حول العرض والطلب في النموذج أنفا هل سيكون فعليا Effective في كل الظروف أم نظريا مفترضا Notional بالمصادرة على التوازن. وهذا التساؤل في محله لأن الطلب والعرض في النموذج أنفا مخطط ex- ante. وكان الرأي الذي عرضه Clower إن النموذج لا يستقيم في ظل الاختلال، فمع عرض زائد من العمل لا يكون مجموع الطلب الزائد، في مجموع الأسواق، صفرا بل أدنى من الصفر. بمعنى اقتران البطالة بفيض السلع. لكن Tucker قدم تفسيراً للإبقاء على النموذج في كل الأحوال حتى بمعنى أن العرض والطلب فعليين ويصح النموذج لأن النقود وسيلة تبادل وليست قطاعا قائما بذاته إذ تعرض السلع وتطلب وكذلك العمل في مقابل النقود. ولذا لا يكون العرض الزائد في أسواق السلع والعمل والسندات إلا مقترنا بالطلب الزائد على النقود وكلها فعلية.

وينطلق هذا النموذج غير الفالراسي من تعظيم (Max) المنفعة U التي تعرّف دالة بالأرصدة النقدية الحقيقية، وهي الأرصدة النقدية الاسمية M مقسومة على المستوى العام للأسعار P، والاستهلاك من مجموع السلع C، (Licandro , p5)، وينسجم هذا المنحى مع التنظير للطلب على النقود بإضافتها إلى دالة المنفعة والذي يسمى (النقود في دالة المنفعة):

$$\text{Max } U = (C/b)^b \left(\frac{M/P}{1-b}\right)^{1-b} \dots\dots\dots(1)$$

والملاحظ إن مجموع مرونتي دالة المنفعة تساوي الواحد الصحيح:

$$C = \{ \sum (q_i/Q)^{1/h} C_i^{(h-1)/h} \}^{(h-1)/h} \dots \dots \dots (2)$$

و يخضع التعظيم لقيود الثروة المتاحة TR:

$$\sum P_i C_i + M = TR \dots \dots \dots (3)$$

المنظومة أعلاه للوحدة الممثلة للقطاع العائلي تستهلك من السلع  $i$  المقادير  $q_i$  حيث:  
 $l=1,2,\dots,n; h > 1; 0 < b < 1; \sum q_i = Q$ .

أما الناتج المتوقع من مختلف السلع  $E(y_i)$ ، فيكون نتيجة التفاعل بين الطلب الفعلي المتوقع  $E(d_i)$  وإنتاج الاستخدام الكامل  $y_f$  أيهما أقل،

كما في أدناه:

$$E(y_i) = ( E(d_i)^{-e} + (y_f)^{-e} )^{-1/e} \dots \dots \dots (3)$$

يوصف إنتاج الاستخدام الكامل بدلالة العمل، غالباً، للتبسيط. وينتهي حل النموذج إلى تعيين الأسعار بدلالة ثوابت دالة المنفعة، ومعامل يعبر عن عدم التحديد الذي يواجه المنشآت،  $e$ ، والذي يقدر من الدالة أعلاه والرصيد النقدي الاسمي المعطى وإنتاج الاستخدام الكامل.

$$\varphi_d = (E(y_i)/E(d_i))^e \dots \dots \dots (4)$$

و يعرف المعامل  $e$  بأنه مرونة الناتج المتوقع  $E(y_i)$  إلى الطلب المتوقع  $E(d_i)$  وتقود تلك المقدمات *ibid* (p16) إلى تعريف الناتج التوازني  $Y^*$  بدلالة  $h$ ، و  $e$ ، و ناتج الاستخدام الكامل  $y_f$ :

$$Y^* = ((h-1)/h)^{1/e} \dots \dots \dots (5)$$

حيث لا يتجاوز الناتج التوازني  $y_f$  ناتج الاستخدام الكامل .

و يكون المستوى العام للأسعار:

$$P^* = B(M/ y_f) \dots \dots \dots (6)$$

حيث  $B$  مركب من ثوابت المعادلتين (1) ، و(2) ، و المعامل  $e$  وهو بالنتيجة ثابت. ورغم اختلاف المقدمات النظرية عن المنحنى النيوكلاسيكي وخاصة المنافسة الاحتكارية وعدم تجانس الطلب كانت النتيجة الوصول إلى معادلة كمية النقود الكلاسيكية إذ تقوم  $B$  بدور سرعة دوران النقود مع تفسير لمكوناتها بمفاهيم المنفعة والعرض والطلب في القطاع الحقيقي. لأن المعادلة (6) هي:

$$Y_f P^* = BM$$

النموذج أنفا صغير ويتعامل في أصله مع ثلاثة متغيرات فقط : الناتج ، سعر الفائدة النقدي ، والمستوى العام للأسعار. وبقية المتغيرات ، إجرائيا ، مولدة من بيانات هذه المتغيرات وإن كانت نظريا مغايرة، وهذه مشكلة البحث الاقتصادي على المستوى الإحصائي. والنظر إلى الصدمات بأنها خارجية وتؤدي إلى الانحراف عن مستوى الثبات **Steady State** حيث لا فقاعة ولا انفجارها، أي تعزى التقلبات للصدمات الخارجية. ومثلما تعرضت نماذج الاقتصاد القياسي الكينزية بدأ من النصف الثاني لسبعينات القرن الماضي إلى نقد شديد خاصة من مؤسسي مدرسة التوقعات العقلانية، كذلك أظهرت الأزمة المالية الأخيرة ضعف الاقتصاد القياسي الحديث. ولكنه لم يعد محسوبا على مدرسة بعينها، لأن الكينزية الجديدة أسهمت في تطوير هذه الأدوات وعلى فرضيات مغايرة، بهذا القدر أو ذاك، لمدرسة التوقعات العقلانية والكينزية الأصلية. إذ طورت الكينزية الجديدة أساسا جزئيا مختلفا عن مارشال وفالراس، كما تقدم، إضافة على توسيع النظرية النيوكلاسيكية لدورة الأعمال الحقيقية بإضافة الخصائص الكينزية ومنها المنافسة الاحتكارية وصلابة الأسعار (R"ohe p8).

تنظر نماذج التوازن العام الديناميكي، بصيغها الكينزية الجديدة الأحدث عموما، إلى الاقتصاد في أقسام ثلاثة : العوائل، والمنشآت الانتاجية، والمؤسسة النقدية. تمثل العوائل الطلب على السلع والخدمات، وجانب العرض تتولاه المنشآت، وتدير المؤسسة النقدية سعر الفائدة حسب مستويات الناتج والتضخم أو للسيطرة على التضخم وحسب. وهكذا يدرس الاقتصاد الكلي بعدد قليل من المعادلات والمتغيرات:

الطلب، يعتمد على الناتج المتوقع والمتغيرات السعرية، وتلخص بسعر الفائدة الحقيقي المتوقع، أي سعر الفائدة الاسمي مطروحا منه التضخم المتوقع.

العرض، ويعتمد أيضا على التكاليف والأسعار، ويختزل إلى معادلة تفسر التضخم بالعوامل الحقيقية أي التضخم دالة بالتضخم المتوقع والناتج (المساوي للطلب الفعلي)، أو بالتضخم المتوقع وفجوة الناتج التي قد تعرف بالفرق بين الناتج الفعلي والمحتمل أو بالفرق بين الناتج الفعلي وناتج الاستخدام الكامل.

سوق المال، ويجري في الغالب الاقتصار على سعر الفائدة والسياسة النقدية والتي قد يعبر عنها بقاعدة تابلور. والتفاعل والتغذية المرتدة مضمونة في هذه التوصيفات من خلال الخاصية الأنبية للدوال وتأتي ، أيضا، من تفاعل المتغيرات عبر الزمن لوجود متغيرات متخلفة زمنيا عادة في هذه النماذج عند توصيفها للقياس.

وإضافة على الأنبة الواضحة من متابعة المتغيرات والآثار المتبادلة، يجد مفهوم الصدمة **Shock** دورا كبيرا مع هذا الطراز من التنظير والنمذجة، وهناك أربعة أصناف من الصدمات:

صدمة العرض ، ويقصد بها صدمة العوامل الخارجية **Exogenous** التي تؤثر في صافي الأرباح المتوقعة والفعلية ومنها على سبيل المثال ارتفاع أسعار الوقود في العراق بين عامي 2005 و2008 وقد انعكست على التضخم فعلا عبر رفعها لتكاليف الانتاج إلى جانب أثرها المباشر في المستوى العام لأسعار المستهلك. ويمكن أن تدخل في هذا الصنف الواسع من الصدمات تغيرات الضريبية.

صدمة الانتاجية، والتي تعكس التغيرات التكنولوجية، أو التغيرات البنوية التي تكون محصلتها كبيرة في لحظة تحول بين القطاعات، ولدورة الأعمال العنيفة صدمات إنتاجية بسبب وجود قوى عاملة زائدة عند نزول النشاط، ما يقود إلى ارتفاع كبير في الانتاجية لحين الوصول إلى الاستخدام الكامل للعمل الموظف.

صدمة الطلب، نتيجة زيادات مفاجئة في الأنفاق الحكومي غير الممول بالايادات الضريبية مثلما يحصل عند انتعاش موارد الصادرات النفطية وسواها.

الصدمة النقدية، وفي العراق ترتبط هذه بصدمة الطلب لأن الأنفاق الحكومي الممول من النفط يتحكم بالعرض النقدي. وينظر إلى هذه الصدمة بأنها خارجية أيضا.

لقد أصبحت النماذج الديناميكية الستوكاستيكية ( غير اليقينية) للتوازن العام عابرة للمدارس لمرونتها العالية في تناول موضوعات مختلفة، نقدية وحقيقية، تطاوع الميول النظرية للباحثين وأغراض متباينة. وتدرس النمو حسب التنظير النيوكلاسيكي، والنماذج النقدية للكينزيين الجدد بفرضياتهم المعروفة حول الاحتكاك وعدم التوازن، وغيرها. وهي تتناول مسائل الاستمثال عبر الزمن *Inter temporal* حسب قواعد القرار للمتعاملين في الأسواق. وتلك القواعد مستمدة من فرضيات حول التكنولوجيا والسياسات المالية والنقدية المعتمدة في الوقت المعين. وقد جاء الاهتمام بها في سياق تزايد الأقبال على دراسة الحركة المشتركة *Co movement* للسلاسل الزمنية لمتغيرات الاقتصاد الكلي لما يخدم السياسات الاقتصادية. ويجري تداول هذه النماذج الديناميكية بالتزامن مع الاهتمام بالكشف عن حقيقة العلاقات السببية بين المتغيرات. ومحاولة معالجة البيانات بكيفيات، مثل إزالة أثر الاتجاه العام وسواها، لتجنب المعادلات الزائفة *Spurious Regression* عندما تستخدم البيانات دون تعديل وبطرق تقدير لا تراعي السلوك الواقعي للخطأ العشوائي. وتعال هذه النماذج اهتمام البنوك المركزية لاختبار السياسات المقترحة. وحسب منظومة المفاهيم المتداولة في سياق هذا المنحى من التنظير والبحث التجريبي يظهر فعل الصدمات في المتبقي ( الخطأ العشوائي ). ويؤدي الخطأ دور الآلة التي تحول مسار المتغير إلى الأعلى أو الأدنى فينتقل هذا الفعل إلى مجموع النظام عبر الأنية.

ولذلك تعتنى النماذج الستوكاستيكية (غير اليقينية) بالخطأ العشوائي وسلوكه، والذي يسهم في التنبؤات بطريقة شبيهة بما يجري في نموذج تحليل السلاسل الزمنية بالانحدار الذاتي المتكامل مع المتوسط المتحرك للأخطاء العشوائية *ARIMA*. وتقول مدرسة التوقعات العقلانية *Rational Expectations School* إن السياسة الاقتصادية للحكومات لا تؤثر في مجرى الحياة الاقتصادية لأن المتعاملين يتنبؤون بنتائجها كما لو استخدموا نموذجاً قياسياً محكماً. وتتنحصر فرصة التأثير في المفاجآت *Surprise*. وهذه الأطروحة تترجم في الاقتصاد القياسي الحديث بالخطأ العشوائي  $e$  وهو الفرق بين القيمة الفعلية وتلك المقدره من المعادلة، أو بين القيمة الفعلية للمتغير الذي استوعب الصدمة والقيمة النمطية له المحددة داخليا من منظومة الأسباب وسلوكه الذاتي. ويعبر الخطأ العشوائي عن دور المتغيرات الخارجية التي لم تحظر في منظومة التفسير. وتأتي الصفة الستوكاستيكية *Stochastic* من الصدمات كونها خارجية وتمثل عدم التأكد في المنظومة وعدم التحديد في مقابل الجزء المحدد *Deterministic* من مكونات السلوك الذي يمثله خط الانحدار أو ما في حكمه.

لكن، وهذا حسب رأينا، هناك تقلبات تتولد داخليا أي يعمل النظام وحده دون صدمات خارجية ومنها تكوين الفقاعة وانفجارها بالحوار بين الائتمان وأسعار الأسهم، وإذا صح أن سياسة سعر الفائدة تحكمها قاعدة تايلور أصبحت في هذه الحالة داخلية أيضا، وبالتالي أضحت السياسات *Polices* جزءا من النظام أريد لها أن تعمل مثل المنظمات، *Regulators*، في المكان الحديثة وشتان بين الاقتصاد وآلة التكيف والثلاجة. ويبقى اقتصاد السوق بطبيعة عمله لا يضمن الاستقرار بل إن قرارات المستثمرين والمنتجين تتخذ في ظل عدم اليقين واستنادا إلى تقديرات للعوائد والمخاطر مرتبطة بالتوقعات. كما أن الصفة الخارجية نسبية لبعض المتغيرات وهي خاضعة للبحث والنقاش المستمر ومنها النقود. أي هناك فرق بين متغير خارجي للنظام الاقتصادي، مثل وفرة أو ندرة الموارد الطبيعية والمكتشفات الجديدة منها وإلى حد كبير الاختراعات والابتكارات ونمو السكان والمناخ وربما السلوك السياسي ...، ومتغيرات تكون خارجية نسبة إلى النموذج النظري الذي بين أيدينا للنظام الاقتصادي، وعند توسيعه يتقلص عدد المتغيرات الخارجية.

## الكينزية الجديدة والتوقعات العقلانية

تأسس النموذج الكينزي الجديد على أساس جزئي وهو النقود في دالة المنفعة، وبالتالي تجاوز التوازن بين الادخار والاستثمار لأشتقاق منحنى التوازن السلعي IS كما سيتضح. وأبدى مرونة واسعة في تعديل منحنى فيليبس التقليدي لإبراز دور التوقعات. وبذلك تقاربت منهجيات التحليل بين الكينزيين الجدد ومدرسة التوقعات العقلانية. ولأن هذا التنظير يعتني بالتضخم وتعبير دالته عن جانب العرض للاقتصاد الكلي لديهم أصبح متساوقاً مع دالة السياسة النقدية التي يتضمنها هذا المبحث.

### النموذج الكينزي الجديد

نستعيد في هذه المعالجة أساسيات نموذج النقود في دالة المنفعة ونجاريه لمعرفة الأصل النظري لمنحنى IS للكينزية الجديدة. ويمكن تعريف دالة منفعة الأسرة بانها متزايدة في الاستهلاك ومتناقصة مع وقت العمل. وتهدف الأسرة نحو تعظيم الرفاه في حياتها المديدة، وينشأ من هنا الترابط عبر الفترات وتظهر مقايضة الحاضر بالمستقبل. ويخضع تعظيم الرفاه إلى قيد الموارد. دالة المنفعة من جملة صيغها الممكنة (Romer, P.239-240):

$$u_t = B^t [u_t(c_t) + r(M_t/p_t) - V(L_t)]$$

$$U = \sum u_t$$

ويعرف قيد الموارد ببساطة:

$$A_{t+1} = M_t + (A_t + W_t L_t - P_t C_t - M_t)(1 + i_t)$$

حيث  $u_t$ : المنفعة في الزمن  $t$ ،  $B^t$  معامل خصم المنافع،  $c_t$  استهلاك الفترة  $t$ ،  $M_t/p_t$  النقود الاسمية مقسومة على المستوى العام للأسعار أي الرصدة النقدية الحقيقية،  $L_t$  وقت العمل،  $U$  تجميع المنفعة،  $A$  الأصول التي تملكها الأسرة الممثلة للسكان،  $W$  الأجر (الدخل المكتسب)،  $i$  سعر الفائدة النقدي. ولأن المنفعة الحدية متناقصة تُقترح، عادة، أشكال رياضية للعلاقة بين المنفعة و لاستهلاك للانسجام مع هذا النمط:  $u(c_t) = (1/1 - \Theta) c_t^{1-\Theta}$ ،  $\Theta$  مقدار موجب، والمشتقة الأولى لدالة المنفعة الاستهلاكية:

$$d u(c_t) / dc_t = 1/c_t^\Theta$$

وتقايض منفعة الاستهلاك في الزمن  $t$  مع منفعة الفترة القادمة عبر سعر الفائدة وتكون العلاقة أدناه للتعبير عن العلاقة بين سعر الفائدة متغيراً مستقلاً والاستهلاك متغيراً تابعاً:

$$\ln c_t = \ln c_{t+1} - (1/\Theta)r_t \dots\dots\dots(1)$$

حيث  $\ln$  اللوغاريتم الطبيعي و  $r_t$  سعر الفائدة الحقيقي. وثم، عبر افتراض أن دخل المستهلك يتساوى مع استهلاكه عند التوازن، يستبدل الاستهلاك بالدخل لنحصل على ما يسمى منحنى IS الكينزي الجديد:

$$\ln y_t = \ln y_{t+1} - (1/\Theta)r_t \dots\dots\dots(2)$$

ويقال في هذا المنحنى الجديد، المشتق من الأساس الجزئي، أن العلاقة عكسية بين الناتج في الزمن  $t$  وسعر الفائدة الحقيقي وبذلك تحافظ على ذات الخصيصة المعروفة في IS التقليدي. لكن لماذا لا يقال أن إنتاج الغد يتزايد مع سعر الفائدة حسب المعادلة. والأصل النظري أن المعادلة رقم (1) تبادل مقدارا من استهلاك الحاضر بأخر من استهلاك الغد يكافئه في المنفعة ومعيار المبادلة سعر الفائدة. وأن مساواة الاستهلاك بالدخل ويفترض، وفق هذا المنطق، أن يكون سعر الفائدة صفرا على فرض أن الادخار يتحدد بسعر الفائدة دون سواه، ولا يبدو الانتقال مقنعا من سعر الفائدة بصفته معيارا لمقايضة المنافع عبر الزمن إلى الوظيفة الجديدة لتحديد التوازن في سوق السلع. وعند قبول العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والطلب الاستهلاكي والاستثماري وأن الطلب الفعلي يساوي الناتج لتكون المعادلة رقم (2) :

$$\ln y_t = \ln y^* - (1/\Theta)r_t \quad \dots\dots\dots(3)$$

وأن  $y^*$  مستوى الطلب الفعلي الذي لا يتأثر بسعر الفائدة ضمن المدييات الجارية أو هو الطلب الفعلي السابق لتكون العلاقة مفهومة أكثر ولو أنها تفتقر إلى التنظير على أساس جزئي وهو المنحنى الجديد. وكان التنظير لمنحنى فيليبس التقليدي ذائع الصيت ينطلق من اقتصاديات المنشأة وسوق العمل، ويفترض ابتداء أن الأجر  $W_t$  يتكيف مع مستوى الأسعار السابق  $P_{t-1}$  و بذلك يقيم العلاقة المبسطة أدناه:

$$W_t = A P_{t-1}, \quad \dots\dots\dots(4)$$

و أن الانتاجية الحدية للعمل تساوي الأجر الحقيقي ،

$$F'(L_t) = W_t/P_t \quad \dots\dots\dots(5)$$

ومنهما:

$$F'(L_t) = A P_{t-1}/ P_t$$

و بما أن  $P_{t-1}/ P_t$  تساوي  $1/1+f$  حيث  $f$  نسبة التضخم إذن:

$$F'(L_t) = A/1+f , \quad \dots\dots\dots(6)$$

ويفهم من المعادلة (6) أن الانتاجية الحدية ترتبط بعلاقة عكسية مع التضخم ولأن الانتاجية الحدية متناقصة مع زيادة الانتاج إذن يرتبط الانتاج بعلاقة طردية مع التضخم، وبما أن الانتاج يرتبط بعلاقة طردية مع العمل يمكن القول يتزايد التشغيل مع التضخم، ومن هنا جاءت العلاقة العكسية بين التضخم والبطالة والتي يطلق عليها منحنى فيليبس التقليدي. ويعرف منحنى فيليبس هذا دالة عرض أي العلاقة الطردية بين السعر والانتاج. وبين نهاية الستينات وبداية السبعينات طرح ملتون فريدمان وآخرون مفهوم معدل البطالة الطبيعي Natural Rate of Unemployment والذي يحدده مجمل عمل النظام الاقتصادي، التوازن العام بالمعنى الالراسي وخصائص بنيوية من التكنولوجيا والتنظيم وتجميع ونشر المعلومات والبحث عن فرص عمل والانتقال إلى المهن والأماكن الجديدة ... وهكذا. ولذلك يعامل بأنه معطى، وهو الوجه الآخر للناتج بالمستوى الطبيعي أو المحتمل ومن الأفضل، في نظرهم، الا تحاول السياسات تجاوزه لأن التضخم يتزايد ويستمر بالتزايد مع الإصرار على تجاوز المستوى التوازني ذاك

( Romer , ibid, p 259 ) . ولما تقدم وتجربة التضخم الركودي في سبعينات القرن الماضي، الذي أضعف الموقف الكينزي، جرت مراجعات قادت إلى الكينزية الجديدة وصارت معادلة التضخم أدناه أكثر جاذبية :

$$f_t = f_t^* + \lambda(\ln y_t - \ln \bar{y}_t) + \varepsilon_t \dots\dots\dots (7)$$

حيث  $f$  و  $f^*$  التضخم الفعلي والتضخم الأساس على التوالي، و  $\ln$  اللوغاريتم الطبيعي. وفي رأيهم عندما يتجاوز الناتج الفعلي  $y_t$  الناتج التوازني  $\bar{y}_t$  يتغير التضخم، كما تقدم، وتتغير الطريقة الموصوفة في المعادلة (4) لتحديد الأجر ليؤخذ بالاعتبار التضخم المتوقع. ويراد من ذلك بقاء الانتاج عند المستوى التوازني والتشغيل عند معدل البطالة الطبيعي. وعندها يصبح التضخم مستقرا (stationary) عند  $f^*$ . أي يتحرك حول المستوى الأساس صعودا أو نزولا تبعا للصدمات التي يعبر عنها  $\varepsilon$ . وتسمى المعادلة (7) معادلة عرض كلي طالما تربط الانتاج بالأسعار التي يعبر التضخم عن حركتها. وطالما يكون الفرق بين الناتج الفعلي والمحتمل، المقدار بين القوسين في المعادلة، موجبا يصبح  $f$  أكبر من  $f^*$  ثم يستبدل  $f^*$  في آليات وضع الأجر بالتضخم المتوقع  $f^e$  وتسمى المعادلة الجديدة منحنى فيلبس المقوى بالتوقعات Inflation Augmented Phillips Curve .

$$f_t = f_t^e + \lambda(\ln y_t - \ln \bar{y}_t) + \varepsilon_t \dots\dots\dots (8)$$

أي تستقر التوقعات التضخمية ما لم تتدخل السياسات لتقليص البطالة دون المعدل الطبيعي. أما دالة العرض عند لوكاس فتفيد أن السياسة أصلا لا تنفع في زيادة الناتج وتقليص البطالة مادامت متضمنة في التوقعات، وينحصر التأثير في المفاجآت.

$$y_t = y_t^n + b(f_t - f_t^e) + \varepsilon_t \dots\dots\dots (9)$$

حيث  $y_t^n$  ناتج المستوى التوازني، ولأن التوقعات عقلانية يكون المقدار  $(f_t - f_t^e)$  صفرا على الأغلب وتنحصر حركة الناتج فوق أو دون المستوى التوازني بالمتغير ( الخطأ ) العشوائي  $\varepsilon$ . وإذا كانت المعادلات الثلاث السابقة تمثل العرض بدلالة التضخم، يقتضي الاتساق اقتراح معادلة للطلب بدلالة التضخم أيضا. ونعود إلى معادلة الطلب على النقود:

$$\ln(M/P)_t = a_0 + a_1 \ln y_t - a_2 r_t \dots\dots\dots (10)$$

ومنها نتوصل إلى دالة التوازن النقدي LM،

$$\ln y_t = (1/a_1) \ln (M/P)_t + (a_2/a_1) r_t \dots\dots(11)$$

وعند افتراض ثبات الأرصدة النقدية بالمجموع يصبح الناتج (الدخل) دالة طردية بسعر الفائدة الحقيقي وهي دالة LM المتعارف عليها لهيكس وهانسن. وعندما تكون مرونة النقود مع سعر الفائدة،  $a_2$ ، مساوية للصفر والأرصدة النقدية ثابتة يكون الناتج الذي تسمح به النقود، أيضاً كمية ثابتة وهو LM الكلاسيكي الذي يرسم عمودا على محور الصادات ( الناتج ) والذي تقدم بيانه.

ويكون المستوى التوازني يتقاطع IS مع LM، وعندما نريد إقامة علاقة بين الطلب السلعي والتضخم، نقول التضخم يرفع P ويقلل الأرصدة الحقيقية فيصبح نفس المستوى من الناتج يتطلب سعر فائدة حقيقي أعلى، وهو معنى تحول دالة LM إلى الأعلى لأن خارطة LM منحنيات متوازية الأيسر نحو نقطة الأصل يمثل أرصدة نقدية أقل. وهكذا يصبح الناتج المطلوب AD أدنى مع مستوى أعلى من التضخم. ويمكن إدخال قاعدة السياسة النقدية إلى المنظومة وهي أن سعر الفائدة الحقيقي دالة بانحراف الناتج عن المستوى المحتمل وانحراف التضخم عن المعدل المرغوب:

$$r_t = r_0 + \phi_f(f_t - f^*) + \phi_y(y_t - y^*) \dots\dots\dots(12)$$

وعندما يزداد f يزداد r لكبح التضخم وبما أن العلاقة عكسية بين الناتج y وسعر الفائدة الحقيقي تنشأ من معادلة السياسة النقدية علاقة عكسية، أيضاً، بين الطلب السلعي والتضخم. والشكل الهندسي لدالة السياسة النقدية عبارة عن خارطة بين r و y تماثل تماماً خارطة LM. الأولى تتحرك إلى الأعلى مع كل مستوى جديد من التضخم والثانية مع مقدار أقل من الأرصدة النقدية الحقيقية. أن نقاط التقاطع بين IS ودالة السياسة النقدية هي نقاط لدالة الطلب الكلي. لكن هل السياسة النقدية تتعامل فعلاً مع سعر الفائدة الحقيقي، واین هذا التصور من مبدا ثبات سعر الفائدة الحقيقي بصفته انعكاساً للعوامل الحقيقية ومنها أنه يمثل الانتاجية الحدية لرأس المال، هذا ما سوف يناقش في المكان المناسب.

### التوازن الديناميكي الستوكاستيكي ( غير اليقيني)

ضمن إطار التوازن الديناميكي الستوكاستيكي يعاد تقديم الدوال الثلاث : IS الكينزي الجديد، ومنحنى فيليبس، ودالة السياسة النقدية وعلى أساس النظرة الأمامية. والمتغيرات كلها انحرافات عن مستويات التوازن والتي عبرنا عنها في البحث التجريبي أنفاً فرق المتغير عن المتوسط المتحرك بعد التحويل إلى اللوغاريتمات الطبيعية، وقد تعرف بالفرق عن القيم الاتجاهية وهذه أدائها الإحصائي ضعيف وتكتفه مشاكل. ونستخدم نفس الرموز بصفحتها انحرافات عن التوازن ( Romer, pp353-354) ، الحرف E للتوقع و  $\varepsilon^{is}$  ،  $\varepsilon^f$  ،  $\varepsilon^m$  هي الأخطاء العشوائية لدالة IS ، والتضخم ، والسياسة النقدية على التوالي:

$$y_t = a E_t(y_{t+1}) - 1/\theta r_t + \varepsilon^{is} \dots\dots\dots(13)$$

$$f_t = b E_t(ft+1) + \phi_y r_t + \varepsilon^f \dots\dots\dots(14)$$

$$r_t = \phi_f E_t(f_{t+1}) + \phi_y E_t(y_{t+1}) + \varepsilon^m \dots\dots\dots(15)$$

و يقال، لتبرير ما سيأتي ، إذا كانت الأخطاء العشوائية مستقلة تماماً عن بعضها البعض أو أن خطأ اليوم لا يرتبط بخطأ أمس، وطالما أن النظرة أمامية تنتفي الأسباب المنطقية لتوقع المتعاملين في الأسواق انحراف المتغيرات عن مستويات ثباتها ( توازنها). ولذلك تكون متغيرات التوقعات للفترة القادمة أصفارا. وبتعويض r في المعادلة 13 بالمعادلة 15 وبعد ذلك تعويض y في المعادلة 14 بالمعادلة 13 تصبح كل المتغيرات بدلالة الأخطاء العشوائية :

$$y_t = y(\varepsilon^m, \varepsilon^{is}) \dots\dots\dots(16)$$

$$f_t = f(\varepsilon^{is}, \varepsilon^m, \varepsilon^f) \dots\dots\dots (17)$$

$$r_t = r(\varepsilon^m) \dots\dots\dots (18)$$

### إضافة النقود إلى منحني فيليبس

عند تأسيس البنك المركزي الأوروبي عام 1998 أعلن اهتمامه بنمو النقود إضافة على توقعات المستوى العام للأسعار. والتزم، فيما بعد، هدفا لنمو النقود حسب تعريفها الأوسع M3 بنسبة سنوية 4.5 بالمائة (Assenmacher-Wesche P1). ولذلك يفهم على نطاق واسع اعتماد البنك المركزي الأوروبي، آنذاك، سياسة نقدية ذات مرتكزين تتمثل في استهداف التضخم وكمية النقود في آن. وتكاثرت الدراسات التي بينت ضالة جدوى استهداف كمية النقود لصعوبة السيطرة عليها، وعدم وضوح صلتها بكل من التضخم وسعر الفائدة في الأمد القصير، على الأقل، وهو المدار الرئيسي للسياسة النقدية.

ويعبر، أحيانا، عن منهج المرتكزين بالجمع بين التحليل النقدي والتحليل الاقتصادي حول أسعار الفائدة والتضخم. وكان البنك المركزي الأوروبي يرى أن علة المرتكزين في عمله تأتي من الفرق بين الأمد القصير والبعيد في سلوك التضخم. في الأمد القصير يعزى الدور الأكبر للتفاعل بين العرض والطلب وفي الأمد المتوسط لنمو النقود الاتجاهي.

وفي عام 2003 أبدى البنك المركزي الأوروبي قناعته بالترابط بين التغيرات بعيدة الأمد لكل من التضخم والنقود. وأن التضخم في منطقة اليورو يمكن التعرف على مساره بمنحني فيليبس بعد إضافة حركة النقود للأمد القصير. ويعرف لديهم منحني فيليبس بالعلاقة بين التضخم ومقياس يعبر عن ضغط الطلب الكلي على الطاقة الانتاجية أو فجوة الناتج (الفرق بين الناتج الفعلي والمحمّل). وهو لا يخرج عن الأطار الأصلي لمنحني فيليبس الذي يربط بين التضخم والأجر النقدي والأخير مع البطالة. لكن البطالة تقاس، هذه المرة، بصورة غير مباشرة، بعتالة الطاقة الانتاجية والتي يسميها تقرير البنك درجة العتالة Economic Slackness (ibid p3).

إضافة النقود الى منظومة التفسير في دالة التضخم يصنف بأنه منهج كنيزي جديد مطور عن تقاليد منحني High فيليبس. وانسجاما مع المقدمات أنفا يجزأ التضخم في مكونين: الأمد القصير ويسمى عالي التردد وهي لغة تقنية تستخدم في Low Frequency والأمد البعيد ويدعى واطئ التردد Frequency الاقتصاد القياسي الحديث مستعارة من التحليل الطيفي والسلاسل الزمنية:

$$\ln f_t = \ln f_t^{hf} + \ln f_t^{lf} \dots\dots\dots (1)$$

و الجزء قصير الأمد يوصف بأنه دالة في فجوة الناتج g وانحراف عشوائي ε وكما في أدناه:

$$\ln f_t^{hf} = \alpha g_t + \varepsilon_t^{hf} \dots\dots\dots (2)$$

تعبر المعادلة (2) عن منحني فيليبس لكنه هنا مثقل بافتراضات تضمن بمجموعها إلغاء أثر العوامل الحقيقية على التضخم في الأمد البعيد. فمثلا تحسب فجوة الناتج g بطريقة تجعل متوسطها مقداره صفرا. وهذا الأجراء مبني على تعريف الناتج المحتمل وكأنه الاتجاه الزمني للناتج الفعلي لتكون فجوة الناتج انحرافا بنفس الاحتمال على جهتي خط الاتجاه. ولا يوجد اتفاق نظري حول هذه الطريقة في حساب فجوة الناتج لأنها تغفل دور عوامل الانتاج والتقدم التقني وتتنافى مع مضمون مفهوم المحتمل Potential. اما صدمات التكاليف مثل سعر الصرف وأسعار المستوردات والغذاء والنقود وما إليها فيعبر عنها الخطأ العشوائي المتعارف عليه ε ، ضمن تصور نظري مغاير، ( ibid p5 ) وهو بمتوسط صفر لأنه المتبقي من دالة الانحدار.

وينطلق التنظير الكينزي الجديد من تحديد السعر بالكلفة وهي أجر وهامش ربح نسبة إلى الأجر وأن الأسعار صلبة وتعدل تدريجيا والأجور النقدية ليست مرنة نحو الأسفل، على الأغلب، وعليه يتطلب الانسجام مع هذا التصور تراكم زيادات الأمد القصير في الأسعار وليست هي ذبذبات حول المتوسط لا تخلف شيئا للأمد البعيد. وغالبا ما يتسم منطق النمذجة، في هذا المضمار، بالتبسيط لتسهيل مهمة القياس، وقد يفوق التبسيط والاختزال إلى ترجيح تصور نظري على تصورات بديلة. أما الجزء بعيد الأمد فيوصف بأنه دالة في : نمو الناتج الحقيقي  $\gamma$ ، ونمو النقود  $\mu$ ، والتغير النسبي في سرعة دوران النقود. وكثيرا ما تداولت الأدبيات النقدية النظر إلى سرعة دوران النقود دالة في سعر الفائدة  $\rho$  وهنا، أيضا، للأمد البعيد. وجمع المكونين، الأمدين القريب والبعيد ، تكون المعادلة المعبرة عن المرتكزين:

$$\ln f_t = \alpha_0 + \alpha_g g_{t-1} + \{ \alpha_\gamma \gamma^{lf} + \alpha_\rho \rho^{lf} + \alpha_\mu \mu^{lf} \} + \varepsilon_t \dots\dots\dots(3)$$

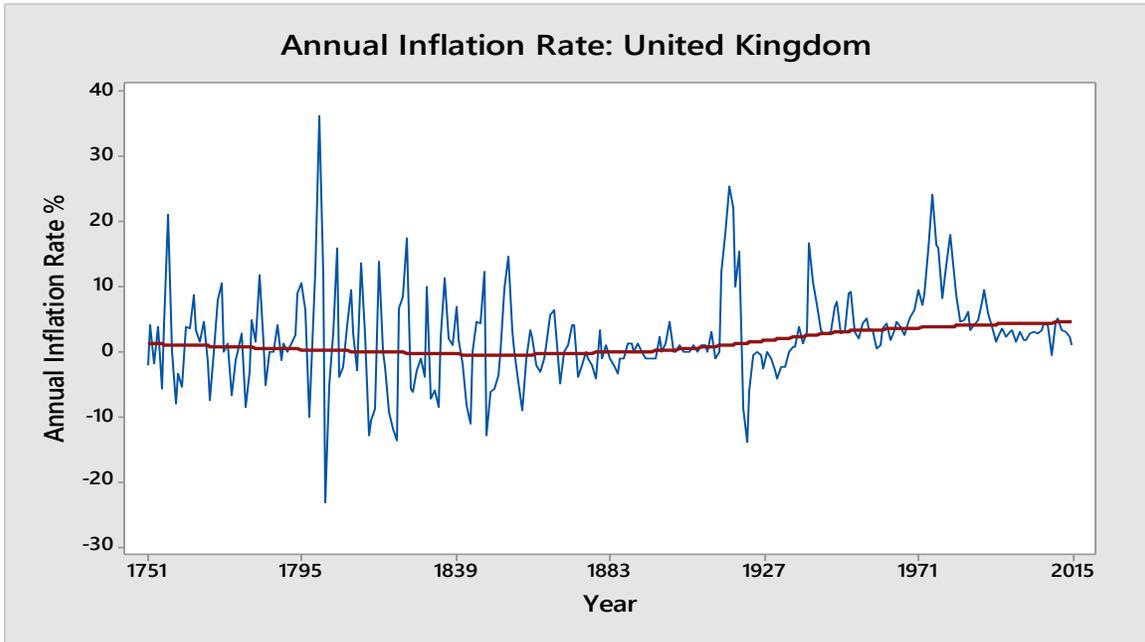
## اختبار دوال الطلب الكلي والتضخم

### تجارب تحليلية لأختبار الدوال الرئيسية

نحاول فيما يلي اختبار دوال التضخم والنشاط الحقيقي  $IS$  ومعادلة السياسة النقدية ولو على نطاق محدود والاستنتاجات التي يظهرها الاختبار الإحصائي غير قابلة للتعميم غير أنها تبين إمكانية أن يعمل الاقتصاد بالكيفية التي يبينها التقدير. في البدء نقدر منحى فيليبس الأصلي وبعد ذلك الصيغ الجديدة

الشكل رقم (8)

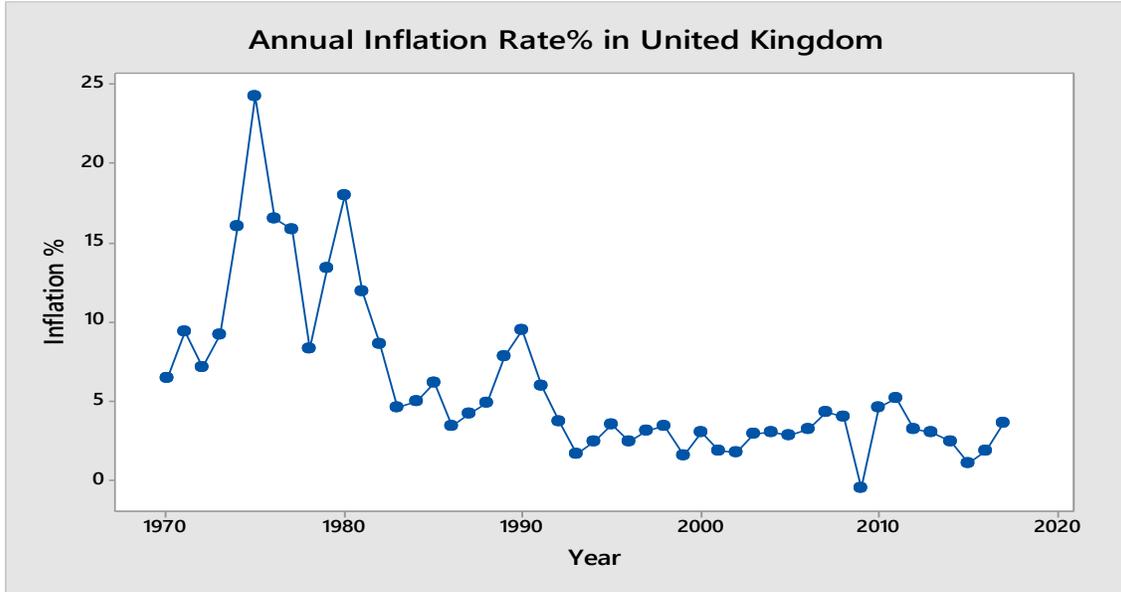
معدل التضخم السنوي في بريطانيا



المصدر: اعداد الباحث ؛ البيانات من Ian Webster. يكشف الشكل عن تحول حركة المستوى العام للأسعار من التقلب حول متوسط الأمد البعيد الى عصر التضخم حيث فقدت الأسعار مرونتها نحو الأسفل.

الشكل رقم (9)

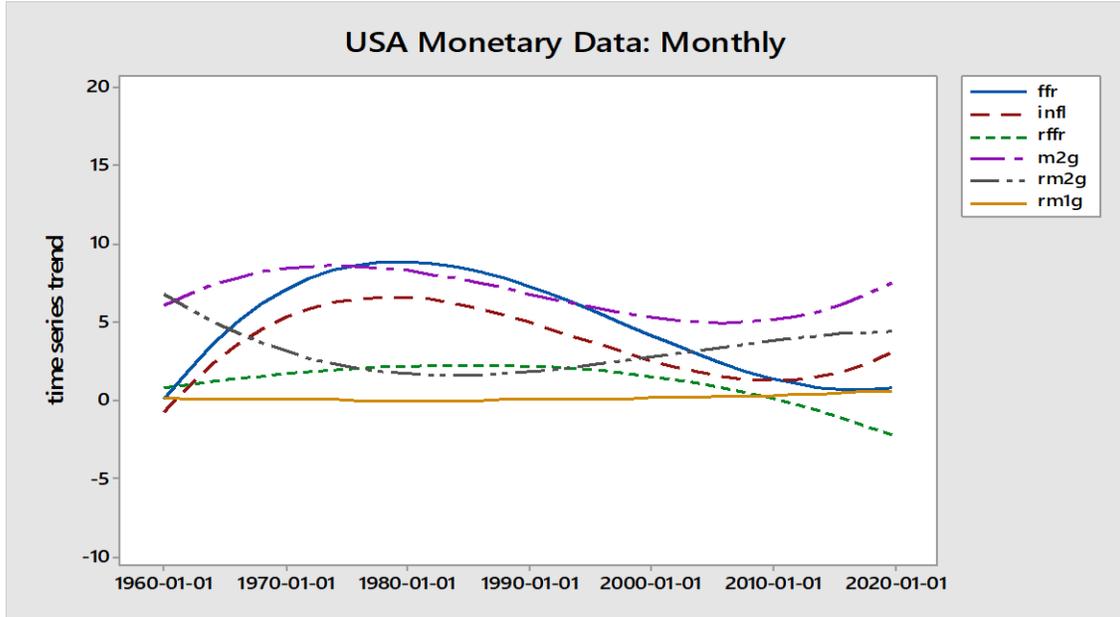
معدل التضخم في بريطانيا منذ عام 1970



المصدر : إعداد الباحث، البيانات Ian Webster. نلاحظ اتجاه التضخم نحو الانخفاض بوتيرة واضحة بعد عام 1980 دون بوادر بالانعكاس.

الشكل رقم (10)

نمط العلاقة فيما بين المتغيرات النقدية: الولايات المتحدة الأمريكية 2020 - 1960

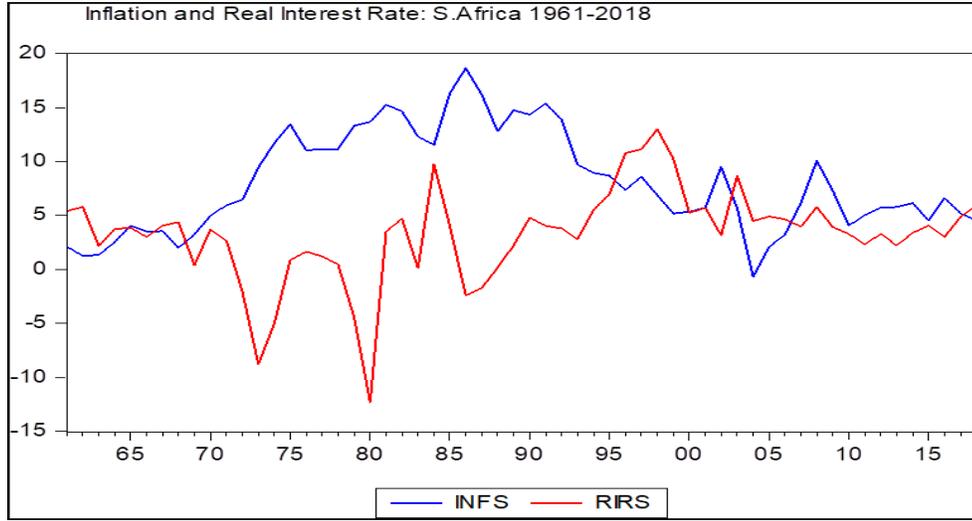


المصدر: إعداد الباحث، البيانات من FRED Economic Database.

الأنماط هي مرتسمات البيانات المقدرة من معادلات الأنحدار مع الزمن. من الواضح ان النقود ليست محايدة إذ توجد علاقة بين التضخم وسعر الفائدة الحقيقي، إن حيادية النقود من مرتكزات التنظير غير الكينزي ولا يوجد ما يكفي من الدلائل المستقرة على تلك الحيادية.

الشكل رقم (11)

التضخم وسعر الفائدة الحقيقي في كوريا الجنوبية للمدة 2018-1961



المصدر إعداد الباحث؛ البيانات من موقع البنك الدولي WDI.

يكشف الشكل عن تجربة كوريا الجنوبية في العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة الحقيقي وهي عكسية وبذا تضمنت نقضا لفرضية حياد النقود.

الارتباط بين النقود الاسمية والأسعار لا شك فيه وانه موجب ، لكن العلاقة بين نمو النقود والتضخم يكتنفها عدم التحديد حتى في الأمد البعيد كما سيتضح من دراسة الوقائع لمدة تزيد على اكثر من نصف قرن . ويواجه التنظير الذي ينطلق من معادلة كمية النقود الكلاسيكية، بانها نظرية لتحديد المستوى العام للأسعار، واقع عدم ثبات سرعة دوران النقود فضلا عن اتجاه العلاقة السببية بين تغير النقود والتضخم. ويختلف انتظام النقود الجارية M1 عن النقود بالمعنى الواسع M2 في الدوال الرئيسية للاقتصاد النقدي اختلافا يستدعي التأكد من تعريف النقود في المعادلة الكلاسيكية.

ولقد اصبح واضحا على الصعيد التجريبي ان سرعة دوران النقود تتغير. وكان يقال ، والى يومنا، ان النقود وان لم تتأكد حياديتها في الأمد القصير فان تلك الحيادية في الأمد البعيدة مضمونة، لكن هذه الأطروحة صارت موضع شك لصعوبة اثباتها بوسائل التحليل الكمي المتعارف عليها ، او على الاقل ليس من السهل دحض فرضية عدم حياد النقود.

ان تعاضم دور المصارف في مكاثرة النقود وظاهرة الأخلال النقدي، وعدم ثبات او استقرار سرعة دوران النقود مع تذبذب المضاعف النقدي كلها زعزعة القناعة بان النقود خارجية Exogenous بل وقدرة البنك المركزي في السيطرة على حركتها عبر الزمن او بالأنسجام مع اهداف تقرررت او استجابة لتغير احوال النشاط الاقتصادي الكلي.

في دراسات سابقة تبنت فرضيات النظرية الكمية للنقود وجدت ان الارتباط الموجب بين زيادة النقود والتضخم موجودة في نصف، او اقل، من الحالات التي تناولتها ( 7 ، p 5). ولإعادة فحص هذه العلاقة من المفيد تجنب احتمال الارتباط غير السببي اي ارتباط السياق العام والحركة المشتركة Co-Movement، وذلك باستبعاد الاتجاه العام للنظر في العلاقة بين نمو النقود والتضخم . إذ مع هذه الطريقة في التحليل يرجح ان انسجام الحركة بين المتغيرين يعبر عن سببية من نوع ما والنتائج معروضة في الجدول رقم (2)؛ التضخم هو المتغير التابع ، والمتغيرات المستقلة النقود ومتخلفاتها؛ وجميع المتغيرات معرّفة بالإنحراف عن الإتجاه العام..

#### الجدول رقم (2)

معادلة انحدار بطريقة OLS لتفسير التضخم بنمو النقود M2. للمدة 1960 – 2017

الدولة	التقدير ومستوى الدلالة	الثابت	المتزامن	المتخلف الأول	المتخلف الثاني	المتخلف الثالث	معامل التحديد R-Sq. %
استراليا	تقد	0.25	0.17	0.19	0.16	0.07	35.0
	م.د.	0.53	0.03	0.03	0.05	0.36	
كندا	تقد	0.46	0.02	0.02	0.03	0.02	8.0
	م.د.	0.28	0.32	0.28	0.25	0.47	
سويسرا	تقد	0.13	(0.11)	(0.07)	0.02	0.07	24.4
	م.د.	0.59	0.01	0.08	0.55	0.08	
كولومبيا	تقد	(1.1)	0.24	0.21	0.07	0.20	69.1
	م.د.	0.09	0.01	0.04	0.48	0.02	
مصر	تقد	0.52	0.00	0.28	0.07	0.17	46.0
	م.د.	0.44	0.99	0.02	0.29	0.13	
بريطانيا	تقد	0.42	(0.00)	0.01	0.04	0.06	7.4
	م.د.	0.48	0.97	0.87	0.44	0.18	
اندونيسيا	تقد	(15)	0.75	0.23	(0.02)	0.25	5.0
	م.د.	0.01	0.21	0.70	0.98	0.67	
الهند	تقد	0.26	(0.54)	0.50	0.43	(0.19)	17.3
	م.د.	0.70	0.02	0.05	0.09	0.41	
اليابان	تقد	0.21	0.04	0.05	0.01	0.12	17.0
	م.د.	0.63	0.50	0.37	0.80	0.01	
كوريا ج.	تقد	0.41	(0.04)	(0.06)	0.04	0.04	7.0
	م.د.	0.57	0.47	0.36	0.49	0.50	

المصدر: إعداد الباحث؛ ومصدر البيانات من World Bank , WDI.

التحليل الذي يعرضه الجدول (2) إستكمال لما بدأناه في الفصل الأول إذ اقتصر التحليل هناك على القدر الضروري لتقديم النظرية النقدية الكلاسيكية. بيانات معادلات الانحدار في الجدول (2) هي انحرافات معادلات التضخم ونمو النقود عن الاتجاه العام لكل منهما ، لاختبار مدى استجابة التضخم للتغيرات في نمو النقود.

وتبين المعادلات تأثير الصدمة النقدية في السنة ذاتها ولثلاث سنوات لاحقة. وأوضحت المعادلات ان تغيرات نمو النقود تفسر ما يزيد عن 40 بالمائة من تغيرات معدل التضخم في ثلاث دول ، وادنى من 40 بالمائة في بقية الدول. وقد كان تأثير المتغير المستقل في نفس السنة ايجابيا ومعنويا في دولتين من الدول العشر؛ وتأثير المتخلف الأول ايجابيا ومعنويا في اربع دول؛ والمتخلف الثاني في دولتين ؛ والمتخلف الثالث في دولتين. ويستنتج من عموم تجربة هذه الدول عدم التلازم بين زيادة النقود والتضخم على الأغلب.

منحنى فيليبس، العلاقة العكسية بين البطالة والتضخم ، نسبة الى A.W. Phillips الذي نشر دراسته عام 1958 حول البطالة وتضخم الأجر في بريطانيا للمدة 1861-1957 ، وأظهر التقدير من بيانات بريطانيا لتلك المدة ان مرونة تضخم الأجر للبطالة 1.394 وهي سالبة لأن العلاقة عكسية(6). ان تفسير التضخم بمنحنى فيليبس يُضمر تصورا للمستوى العام للأسعار بانه تعليمة لمتوسط الأجر، او ان الفائض ( الربح) يتناسب مع الأجر بمعامل مستقر وهو ما كان عليه الكينزيون حينها.

واعطي الارتباط بين تغير الأجر النقدي والبطالة تفسيرا يماثل آلية تعديل اسعار السلع والخدمات في اسواق المنافسة التامة ، حيث يرتفع السعر دالة بالطلب الزائد، الذي يستدعي تعديل السعر وهو الأجر في هذه الحالة.

وقد اعتنى فيليبس في ايضاح اسباب الانحراف عن خط المعادلة المقدره بعوامل مؤسسية: مثل اتحادات ارباب العمل ونقابات العمال والأضراب والمساومة وتقييس الأجور والقوانين ... والتي ازداد تأثيرها فيما بعد حتى اخفق المنحنى، في صيغته الأصلية، عن إظهار صلة ذات اعتمادية عالية بين البطالة والتضخم.

والدالة التي قدرها فيليبس يمكن ان تفهم بانها صيغة مختزلة لدوال عرض القوى العاملة والطلب عليها وشرط التوازن ( 5 p ، 6 ). وثمة مشكلة كانت ولا زالت وهي ان الطلب الزائد ابتدائي تتعذر مشاهدته احصائيا لأن البيانات تظهر الفعلي او نقاط توازن ، ان صح التعبير ، تعبر عن لحظات اتفاق العرض والطلب ، وسميت تلك المشكلة عدم التمييز واشتغلت عليها النمذجة لأشتقاق منحنيات مختلفة للعرض والطلب من تلك المشاهدات المزدوجة. ومن الأفضل عدم صرف الانتباه عن هذه المسألة الجوهرية في التنظير الاقتصادي والمتمثلة في ان عملية التعديل Adjustment وصولا الى التوازن هي مسبقة ، في النوايا والخطط، Exante والتي لا توثقها البيانات المنشورة التي تعبر عن الفعلي وهو اللاحق Expost الذي تنتهي اليه عملية التعديل.

في الأشكال البيانية انفا خطوط العرض والطلب ، عدا نقاط التقاطع ، افتراضية وهي صحيحة منطقيا في اسواق المنافسة لكنها ليست مشاهدة. ونقاط التقاطع تقع على منحنيات مختلفة وهي عرض وطلب في آن. ان توصيف دوال للعرض والطلب على اساس التمييز Identification قد تساعد على تقدير معادلات

تكون في احداها اشارة السعر سالبة وفي الأخرى موجبة لنقول الأولى دالة طلب والثانية دالة عرض ، لكن المسألة تبقى موضوعا لبحث دائم لأن غير المشاهد لا يخضع للأختبار. بيانات المزايدات تظهر العلاقة العكسية بين السعر والطلب في السلع والتجهيزات ، لكن في السوق بالمعنى التجميعي لا توجد مزايدات موثقة كما هي لا توجد على المستوى الاقتصادي الكلي.

الانتقال من تضخم الأجر الى التضخم السعري عبر معامل ثابت **Constant markup** فرضية تساعد على تبسيط الحساب للمقارنة لأن التضخم ، السعري، في هذه الحالة يساوي تغير الأجر النقدي مطروحا منه معدل نمو الانتاجية . بتعبير آخر ، وهذا له دلالة، لو تغير الأجر النقدي بتغير الانتاجية فان التضخم يساوي الصفر. ومن جهة اخرى فان التضخم ايضا يساوي نمو قيمة الانتاجية ناقصا نمو الانتاجية. وان ربط التضخم بالانتاجية والأجر يعني ان المستوى العام للأسعار يتحدد في الاقتصاد الحقيقي ومن جانب التكاليف . ولو كان نمو القوى العاملة مساويا لنمو السكان اي ثبات نسبة النشطين اقتصاديا الى مجموع السكان وثبات نسبة البطالة من مجموع القوى العاملة فان نمو الناتج للفرد يساوي نمو الانتاجية وايضا، على هذا الأساس يمكن توصيف دالة للتضخم بدلالة نمو الناتج للفرد وازافة البطالة. وعند ثبات نمو السكان فان نمو متوسط الناتج للفرد نسبة ثابتة من نمو الناتج المحلي وبهذا يمكن ربط التضخم بنمو الناتج ونسبة البطالة.

مرة اخرى التسعير على اساس الكلفة **Markup Pricing** يفهم انه لا ينسجم مع النموذج النظري التنافسي التام للاقتصاد، بل يتضمن افتراض المنافسة الاحتكارية هي السائدة. وارى ان تكوين الأسعار على اساس التكاليف يرتبط بالقطاعات المهيمنة في الانتاج اكثر من صلته بالبنية السوقية وان كانت اسواق القلة والاحتكار تجعل التسعير على اساس التكاليف ممكنا سهلا. ، او ان المحتكر الوحيد او المسيطر في سوق القلة يتحكم بحجم الانتاج الذي يناسب السعر المجزي الذي يغطي التكاليف ويحقق المستوى المطلوب من الأرباح ، اي ان دالة الطلب تعين العلاقة المستمرة بين الكمية والسعر وهو يحدد الكمية ازاء السعر الذي يريد ، وكأن المستوى العام للأسعار هو تجميع لآليات عمل اسواق ليست تنافسية.

في اطار التنظير النيوكلاسيكي ان التضخم دائما هو من جهة الطلب **Demand-Pull** لأن الأسواق في المنافسة التامة تعين كمية المنتجات من السلع والخدمات ومدخلات الانتاج والأسعار النسبية للمدخلات والمنتجات وعناصر الانتاج الأساسية ، اما المستوى العام للأسعار فتحدده النقود او الأنفاق النقدي ، ويسمى هذا التوصيف الأنشطار او الثنائية النيوكلاسيكية. ويقضي التنظير النيوكلاسيكي أنفا ان الاجور تنخفض مع زيادة البطالة كما تنخفض الاسعار نتيجة الفائض في الطاقة الانتاجية. لكن الظاهرة التي سميت التضخم الركودي **Stagflation** حيث ترتفع الاجور والأسعار مع البطالة وفائض الطاقة الانتاجية والتي برزت في السبعينات اضعفت مصداقية هذا المنحى من التنظير. وفي نفس الوقت لم يعد منحى فيليبس الأصلي معبرا عن النمط الجديد للوقائع ، هذا صحيح لكنه لا يكفي لدحض افتراض ان التضخم ينشأ من جانب التكاليف.

ربما ليس من الضروري ربط التضخم من جانب التكاليف بعوامل مؤسسية وجمود واسواق انحرفت في عملها عن آليات التنافس، لأن العلاقات التجارية الدولية لها دور في التضخم إذ لا تستبعد الزيادة المنتظمة

في اسعار المستوردات، وايضا ارتفاع تكاليف الانتفاع من الموارد الطبيعية هي من مصادر تضخم الكلفة. والضوابط البيئية ترفع التكاليف وان كانت هذه تدرج ضمن الأبعاد المؤسسية. لكن الفهم النظري للتضخم من جانب التكاليف لا بد وان يفتح على جميع مصادر تغير الكلفة لا سيما المستحدثات التكنولوجية والتي كانت من اهم عوامل خفض التكاليف ، فالعوامل الفاعلة في الكلفة ليست دائما ضاغطة نحو التضخم بل العكس صحيح.

ان فرادة المنتجات في تصاميمها وفروقات النوعية من اسباب المنافسة الاحتكارية وغالبا ما تنطوي اسعار المنتجات الجديدة على ارباح احتكارية ويمكن تسميته ريع المنتج الجديد وربما تنويع المنتجات ذو صفة مستمرة فيرشح هذا العامل لتفسير التضخم ايضا مثلما يسهم التطوير التكنولوجي ، او قد اسهم ، في خفض معدلات التضخم في العقود الثلاثة الأخيرة.

كما ان التضخم من جانب الطلب يسمح بتفسير لا يشترط المنظومة النيوكلاسيكية بل اقرب الى المنحى الكينزي وفحواه ان الطلب الكلي الفعال يتحدد بالاستهلاك المرتبط بالدخل واصناف الانفاق المستقل مثل الاستثمار والانفاق الحكومي ، وعندما يقترب الطلب الكلي من حدود الطاقة الانتاجية القصوى يبدا التضخم بالتصاعد (7).

ان صفاء العلاقة بين البطالة والأجر النقدي دليل المنافسة كما ان غموضها قد يفسر بتحول تدريجي نحو المنافسة الاحتكارية ام استقرار نسبة الفائض الى الأجر او ان السعر مضاعف الأجر بمعامل ثابت على المستوى الوطني فهو دليل على استقرار التوزيع الوظيفي للدخل.

ان هيمنة الشركات الكبرى والاتفاقات الصريحة والضمنية بين المنتجين في مقابل قوة وضعف التضامن بين الأجراء وضغوطهم السياسية كلها من مكونات النظام الاقتصادي. وهذه لا تعطل الصلات الضرورية بين العوائد والتكاليف وقوى العرض والطلب ولكنها تتدخل في عمليات التعديل وصولا الى التسويات وتؤثر في نتائجها في الكميات والأسعار.

لا زالت البطالة مؤثرة في الأجر لكن العوامل الأخرى اصبحت اكثر فاعلية واختلف نمط تأثيرها فلم يعد متساوقا مع تغير نسب البطالة هذه الفرضية في خلفية الكثير من الأبحاث التي حاولت التعرف على الآليات الفعلية الحاكمة لتغير الأجر النقدي وارتباطه بالتضخم السعري. ومن تلك العوامل معدلات الأرباح على حقوق الملكية وتغير الأرباح وتكاليف المعيشة والمنافسة الاحتكارية او العوامل المعرقة لعمل آليات المنافسة التامة.

حسب الأنشطار او الثنائية النيوكلاسيكية الأنفة البطالة تؤثر في الأجر الحقيقي اما الأجر النقدي ومستوى الأسعار فلا علاقة لهما بالطلب الزائد او العرض الزائد وان منحى فيليبس عمودي في الأمد البعيد ولا يؤثر التوسع النقدي بتقليص البطالة بصفة مستمرة. وان الأجر الحقيقي يساوي الانتاجية الحدية الحقيقية. ولا يقدم هذا المنهج النيوكلاسيكي النقودي تفسيراً لمنحى فيليبس الاصيلي او انه يعبر عن حالة خاصة.

في اطار هذا التنظير، النيوكلاسيكي، ان الأجر الحقيقي هو المقصود بالتعاقد، طويل الأجل، بين العمال وارباب العمل ، لكن العقود تكتب بالقيم الاسمية. ولذلك تتضمن التضخم المتوقع. فالمتعاقد عليه هو الأجر

الحقيقي المرغوب مضافا اليه التضخم المرتقب ولو جاء توقع التضخم مطابقا للواقع يتحقق الأجر الحقيقي المرغوب ، ولأن الأجر الحقيقي مستقل عن التضخم كذلك يكون التضخم مستقلا عن البطالة. ويبدو من المتعذر اختبار هذه الفرضية للتأكد من استقلال الأجر الحقيقي عن التضخم فعند استبعاد التضخم من الأجر النسبي ويلاحظ عمد استقرار الأجر الحقيقي او صلته بالبطالة يقال هذا نتيجة الخطأ في توقع التضخم.

اما انخفاض نسبة البطالة مع اجر نقدي اعلى فلأن العمال يتوهمون ان الأجر الحقيقي قد ارتفع فيزداد عرض العمل وارباب الأعمال يتصورون ان الأسعار قد ارتفعت بأزيد من الأجر فيزداد طلبهم على العمل فتتخف نسبة البطالة ، وعندما تنكشف الحقائق يعود الاقتصاد الى المعدل الطبيعي للبطالة مع مستوى اعلى للأسعار ( p 18 ، 6). بيد ان التضخم خاصية للاقتصاد المعاصر وعلى فرض ان زيادة عرض العمل والطلب عليه نتيجة اوهام حول القيم الحقيقية بسبب التضخم فان التضخم مستمر وكذلك الأوهام والعلاقة العكسية لمنحنى فيليبس. وهل ان التضخم الركودي نتيجة لتبدد الأوهام ام ثمة خصائص في الاقتصاد والأسواق ادت اليه.

لقد بقي التضخم في الدول المتقدمة، منذ انفلاق الفقاعة في الأزمة الأخيرة، دون المعدلات المستهدفة او المرغوبة وهي ظاهرة سماها صندوق النقد الدولي تراخي حركة الأسعار Lowflation وفي الولايات المتحدة صارت واضحة ، تلك الظاهرة منذ عام 2012. بينما ازدادت المطلوبات على الاحتياطي الفدرالي بين عامي 2008 و 2014 الى 4.5 ترليون دولار تقريبا بعد ان كانت دون ترليون دولار. وكان معدل البطالة قد وصل 10 بالمائة عام 2009 انخفض الى 4 بالمائة عام 2018 وفي نفس الوقت توقعات التضخم بقيت منخفضة دون 2 بالمائة اي ان الذي جرى يخالف مضمون منحنى فيليبس (P 3 ، 8).

عرضت النظرية النقدية – المالية للتضخم Monetary-Fiscal Theory of Inflation تفسيراً مضمونه ان البنك المركزي ليست لديه الأدوات الفعالة للتحكم في التضخم دون السياسة المالية ، وفي الأمد البعيد المالية العامة هي التي تحدد التضخم في نهاية المطاف. وضمن هذا الأطار النظري تكون ادوات البنك المركزي اقدر على خفض التضخم من رفعه، وفي كل الأحوال من خلال الدين العام ومصادر تمويله واسعار الفائدة.

ومثلما لم تظهر آثار واضحة للضخ النقدي عبر التيسير الكمي لرفع التضخم ، كذلك اخفق منحنى فيليبس لمثيل ما جرى منذ عام 2009 عندما كان معدل البطالة 10 بالمائة تقريبا ثم انخفض الى حوالي 4 بالمائة عام 2017 دون زيادة في التضخم تناسب الانخفاض في نسبة البطالة.

لذا تأتي النظرية النقدية- المالية الأنفة لمحاولة سد الفراغ النظري وخاصة في التجربة الأمريكية.

وفي حين تنطلق ابحاث السياسة النقدية الجارية من سعر فائدة البنك المركزي Policy Rate للتأثير في اسعار الفائدة عموما ومنها الى التضخم، تقارب النظرية النقدية المالية الموضوع من الدين العام ، دين البنك المركزي والحكومة ، للجمهور . وعلى اساس ان المستثمر يفاضل بين الاستثمار في راس المال الحقيقي ( العيني ) وادوات الدين العام والتي تختصر بالسند الحكومي والاحتياطيات التي يدفع عنها البنك المركزي

فائدة، وهو تعبير عن اقتراض البنك المركزي او احتجازه لمقادير من السيولة يمكن ان توظف في مجال آخر بخلاف ذلك.

السلطات المالية تعين مسار الأنفاق والضرائب وتبعاً لذلك مسار الدين ، ويحدد البنك المركزي اسعار الفائدة على السندات الحكومية والاحتياطيات وهي ودائع للمصارف في البنك المركزي. ولذا فان رصيد الدين العام هو حصيلة السياسة المالية، بينما تتحكم السياسة النقدية بتكاليف خدمة الدين.

وفي سياق هذا النموذج للسياسة المالية والنقدية آثار حقيقية متواصلة وربما دائمة على الاستثمار والانتاج. ويشترك النموذج مع التصور النيوكلاسيكي في ان السيطرة على المجاميع النقدية تسفر عن سيطرة على التضخم في الامد البعيد ، لكن البنك المركزي لا يستطيع لوحده رسم مسار المستوى العام للأسعار في الأمد البعيد دون السياسة المالية. ولا يختلف النموذج النقدي – المالي في مضمونه عن الأسس النظرية للسياسة النقدية المتعارف عليها على نطاق واسع في العقدين الأخيرين، والتي تفيد امكانية التحكم في التضخم بسياسات تؤثر على عوائد السندات الحكومية من خلال عمليات السوق المفتوحة عندما تكون الاحتياطيات، احتياطيات المصارف في البنك المركزي، نادرة او من خلال احتجاز احتياطيات في البنك المركزي بفائدة فوق المقادير القانونية ( 4 ، p 8 ) .

ومع ذلك يختلف هذا النموذج في عدم الجزم مقارنة بالتصور النيوكلاسيكي، ويمثل في نفس الوقت خطوة نحو النظر الى المؤسسات العامة بانها من مكونات النظام الاقتصادي المعاصر، الذي كان يجرد الى آلية سوق تتدخل فيها السلطة المالية ولا تترك اثرا مستمرا في عهد التعويم والأنفتاح المالي ، اما السلطة النقدية فلا يتجاوز تأثيرها القيم الاسمية دون الحقيقية في الأمد البعيد. وغالبا ما ينسب الاضطراب الى التدخل الحكومي او صدمات من خارج النظام في النيوكلاسيكية الجديدة والتوقعات العقلانية.

التنظير الجديد، النقدي – المالي ، لا يتعدى كثيرا وصف التجربة الأمريكية في اضافة صفة الأتصال والأستمرارية للتدابير التي اتخذها الاحتياطي الفدرالي. فمن جهة يستطيع البنك المركزي حيازة حوالات الخزانة في موجوداته وهو تنقيد الدين ويعني زيادة الاساس النقدي **Monetary Base** ، ومن جهة اخرى يستطيع احتجاز مزيد من احتياطيات المصارف بفائدة . وعند تقارب اسعار الفائدة على الاحتياطيات تصبح بديلا تاما او شبه تام لحوالات الخزانة في نظر المستثمرين الماليين وهم المصارف ومن ورائهم الجمهور صاحب الودائع. لكن من جهة اخرى السلطة المالية هي التي تعين مقادير ارصدة الدين ، وبالتالي فإن قدرة البنك المركزي على تقليص الأساس النقدي او توسيع عرض النقد بيد السلطة المالية في نهاية المطاف. رفع سعر الفائدة على الاحتياطيات والتشدد النقدي، الذي يرفع سعر الفائدة على السندات الحكومية، سياسة لخفض التضخم ، بينما خفض سعر الفائدة على الاحتياطيات والتيسير النقدي سياسة لرفع التضخم.

ويبدو ان النظرية النقدية – المالية لا تعدو ان تكون محاولة للتعبير النظري عن السياسة النقدية الجارية لإظهار الهيمنة المالية على سياسات اسعار الفائدة التي تزاولها البنوك المركزية. النمذجة تبقى تدور بين الناتج والتضخم وسعر الفائدة، من جهة، وبين الفعلي والمتوقع من جهة ثانية ، والتوازني والأعتيادي من جهة ثالثة.

الجدول رقم (3)

ارتباط التضخم مع تغير سعر وحدة الاستيرادات والصادرات وسعر الصرف

للسنوات 1980 - 2017

الدولة	تغير سعر المستوردات %		تغير سعر الصادرات %		تغير سعر الصرف %	
	م.د.	التقدير	م.د.	التقدير	م.د.	التقدير
استراليا	0.02	0.58	0.01	0.62	0.58	0.09
كندا	0.00	0.71	0.01	0.65	0.58	(0.09)
سويسرا	0.01	0.65	0.00	0.68	0.26	0.19
كولومبيا	0.29	(0.18)	0.58	(0.1)	0.00	0.62
مصر	0.65	0.08	0.55	(0.1)	0.01	0.44
بريطانيا	0.04	0.51	0.07	0.46	0.00	(0.48)
اندونيسيا	0.44	(0.13)	0.08	(0.3)	0.00	0.88
الهند	0.22	(0.21)	0.48	(0.12)	0.01	0.43
اليابان	0.65	0.12	0.55	0.05	0.26	0.15
كوريا ج	0.68	0.07	0.53	0.11	0.06	0.32
المتوسط	0.50	0.03	0.50	(0.12)	0.72	0.06

المصدر : إعداد الباحث.

ولتسهيل التقدير الأحصائي والتنبؤ تعرض العلاقات بصيغ مختلفة حسب المناسب. وفي الأخير تضاف دالة لعرض النقد على اساس ان نمو النقود الاسمية بالأنسجام مع نمو الناتج عند الاستخدام الكامل والتضخم للفترة السابقة ومقدار تصحيحي؛ والطلب على النقود بالاعتماد على الناتج الفعلي والتضخم الفعلي مع مطابقة توازن سوق النقد (12 ، 3) .

كان ميلتون فريدمان يفضل النظر الى معادلة كمية النقود الكلاسيكية على انها دالة طلب على النقود اساسا ، خاصة بعدما قلل من دور سعر الفائدة. لكنه في الأخير قدم فهما يختلف لتأكيد حيادية النقود بان الطلب على الأرصة الحقيقية من شأن الجمهور والسلطات النقدية تعين الأرصة الاسمية.

ينظر الى احتكار القلة Oligopoly مفسرا للتضخم من جانب الكلفة على اساس ان بنية السوق تسمح بتجاوز المستويات التنافسية للأسعار ولذلك تستوعب الزيادة في التكاليف التي تنشأ من جانب العمل المنظم نقابيا والضاغط نحو زيادة الأجور يسمى هذا التصور النظري market Power .

ان نمط الأسعار التي تعتمد الكلفة اساسا لها شائع في الاقتصاد المعاصر وتكاد الاسعار في أنشطة الصناعة التحويلية وما يماثلها تتحرك خلف التكاليف وتسمى Fix Price بخلاف منتجات القطاع الأولى الزراعية والتعدينية التي توصف اسعارها بالليونة والاستعداد للتقلب تبعا لتغيرات العرض والطلب وتسمى Flex Price. ومنذ منتصف الثلاثينات لم يشهد العالم تقلبات الأسعار التي كانت مالوفة قبل ذلك ، بل توصف الأزمت الاقتصادية آنذاك بالأنكماش وتتضمن هذه المفردة معنى البطالة وهبوط النشاط الاقتصادي لكنها في اصلها تعني انكماش الأسعار وهي مشكلة كبرى في ذلك الزمن . وفي الاقتصاد المعاصر فقد المستوى العام للأسعار المرونة نحو الأسفل ولذلك صار التضخم هو الصفة السائدة لتغير الأسعار وتتاثر نسب

البطالة بمديات التضخم وليس بتقلبات المستوى العام للأسعار. وعندما يوصف الاقتصاد المعاصر بدوام التضخم فلأنه صناعي خدمي اكثر من كونه زراعي تعديني هذا اضافة الى مقاومة الاجر النقدي للانخفاض لغلبة الصيغ التعاقدية في التشغيل والقوة التنظيمية والسياسية للمشتغلين من جهة اخرى.

لقد اسهمت نظرية القوة السوقية في الأهتمام بخصائص تكوين الأسعار في الاقتصاد المعاصر وامكانية تحويل زيادة التكاليف الى الأسعار. بيد ان الطلب ، حتى مع افتراض تبعية حركة الأسعار لتغيرات التكاليف، له اثر فاعل في مدى استيعاب السوق لزيادات الأسعار الناشئة عن التكاليف. وعندما ينحسر الطلب مع اسعار اعلى يتقلص الانتاج لصلابة الأسعار.

وبذلك تبقى فاعلية السياسات المالية والنقدية ممكنة لأن مستويات الطلب هي التي تسمح او لا تسمح باستيعاب الانتاج مع مقدار من التضخم . وعندما يرتفع مستوى الطلب الكلي قريبا من الحدود القصوى للطاقة الانتاجية تبدأ التكاليف بالتزايد فيرتفع التضخم .

بتعبير آخر لا ينحسر تأثر الطلب مع المنافسة غير التامة ، كما ان حركة الأسعار على المستوى الكلي لها صلة بطبيعة الانتاج المهيمن . فعندما كان القطاع الأولي مهيمنا في العالم كان تأثر التغيرات والصدمات من جانب العرض لا يستهان بها اما في الاقتصاد الصناعي – الخدمي تتخذ التغيرات في جانب العرض طابع النمو المنتظم وليس التذبذب. وايضا، يذهب منظور القوة السوقية الى ان التضخم حاصل حتى مع انحسار الطلب ، لكن على المستوى الكلي ومنذ نهاية الحرب العالمية الثانية لم يشهد العالم انخفاضا في الطلب الكلي إلا نادرا وبنسب لا تتجاوز 5 بالمائة في الاقتصاد المتقدم ولمدة لا تزيد على سنتين. ويبدو ان استقلال زيادات الأسعار عن الطلب بسبب احتكار القلة او ما اليه يناسب المستويات القطاعية وما دونها الى الجزئي بينما التضخم من موضوعات الاقتصاد الكلي. وطالما ان الأداة الرئيسة في السياسة النقدية هي الفائدة تكون مؤثرة عندما يرتبط الطلب الائتماني عكسيا بها ، كي يمكن خفض الطلب على السلع والخدمات عبر رفعها. لكن عندما يمكن للمقترض تحميل تكاليف الائتمان مهما ارتفعت على الأسعار عند ذاك لا تساعد في السيطرة على التضخم ، وهكذا في الضرائب.

اما المقاربة التي تقدم تنظيرا للسياسات المالية والنقدية للسيطرة على التضخم فتستند الى ان الطلب الزائد على العرض هو السبب الوحيد للتضخم ، وتسمى اختصارا سحب الأسعار بالطلب Demand- Pull. ويبدأ التضخم عندما يتجاوز الطلب التجميعي عرض الاستخدام الكامل للطاقة الانتاجية فيتحرك العرض متخفا عن الطلب وتلك هي فجوة التضخم.

النظريات البنوية للتضخم تفسره بجانب العرض والطلب والتفاعل المتواصل بين اسعار المنتجات وتكاليف عناصر الانتاج. وظهرت في سياق هذا النهج نظرية الرفع المتبادل بين الأسعار والأجور وتختصر بتعبير Mark-Up بمعنى ان التضخم حصيلة الأثر التراكمي لرفع الأسعار من جانبي التكاليف والطلب. لأن الزيادة في الأسعار تحفز على زيادة الانتاج والطلب على مدخلاته فترتفع اسعارها وتنعكس في التكاليف لتزداد الأسعار مجددا... وهكذا. وقد ترتفع الأجور بعض الأحيان دون حصول طلب زائد فترتفع الأسعار بالتناسب ، وعند زيادة اسعار مجموعة من المنتجات بسبب الشحة يرتفع المستوى العام للأسعار بمقادير تعتمد على استخداماته ، لأن الاستهلاكية تؤثر بوزنها في اسعار المستهلك اما الوسيطة فتعكس زيادة

اسعارها في منتجات اخرى ، وحتى الاستهلاكية إذ ترفع زيادة اسعارها تكاليف المعيشة ما يؤدي الى مطالبات برفع الأجور.

ويفسر التضخم ، ضمن النهج البنيوي، بالطلب الزائد على منتجات أنشطة معينة طاقاتها الانتاجية محدودة فترتفع اسعارها ويسمى لذلك تضخم الأختناقات **Bottle- Neck** . وقد شهد العراق مثل هذا التضخم في سبعينات القرن الماضي نتيجة ارتفاع الأنفاق الحكومي الممول بالموارد النفطي ، والاستثماري منه بالذات، وتفاوت القطاعات الانتاجية المحلية في الأستجابة للطلب. لكن من جهة اخرى لا يوجد في الواقع اقتصاد وطني يتوزع فيه الطلب الزائد على جميع القطاعات بالتناسب التام ،

وحتى مع اقصى مستويات الطلب تبقى هناك أنشطة لا تعمل عند الاستخدام الكامل لطاقاتها الانتاجية. ويسمح ارتفاع اسعار منتجات قطاعات الشحة او الأختناق بزيادة اجور العاملين واسعار المدخلات الانتاجية لمنافسة بقية القطاعات عليها ولذا تنتقل زيادات الأسعار والتكاليف الى القطاعات الأخرى لتعم الاقتصاد باسره . نمو المتغيرات، سنويا، بين سنتي 1960 و 2013  $CPIUSA$  5.038 ؛  $M1usa$  5.62332 ،  $GDPFUSA$  3.13472 ،  $GDPUSACU$  6.67563 .

والنمو الاتجاهي الأسي :  $CPIUSA$  5.826 ،  $M1usa$  5.589 ،  $GDPFUSA$  3.168 ،  $GDPUSACU$  7.128 . نمو النقود  $M2$  بين سنتي 1960 و 2013 سنويا 7.478 ، نمو النقود  $M2$  الاتجاهي الأسي 7.545 .

المتطابقة الكمية محور النظر الكلاسيكي والكلاسيكي الجديد للعلاقة بين النقود  $M$  والأسعار  $P$  مع مقدار معطى من الناتج الحقيقي  $Y$  او السلع والخدمات في مجموع صفقات التبادل، ومقدار القيمة الاسمية للصفقات التي تنجزها وحدة النقود  $V$  والتي تسمى سرعة دوران النقود ايضا:

$$VM=PY$$

ومنها:

$$V=PY/M ؛ P=VM/Y$$

وعلى فرض ان كلا من  $V$  و  $Y$  ثوابت فإن نمو النقود  $Mg$  يساوي نمو المستوى العام للأسعار  $Pg$  وهو التضخم. وعلى مسار النمو الاقتصادي  $Yg$  يكون التضخم بفرض ثبات  $V$ :

$$Pg= Mg -Yg$$

لكن هذه المتطابقة لا تبين منبع الحركة ومصبتها او اتجاه العلاقة السببية فضلا عن ثبات سرعة دوران النقود . ثم ان هذه المتطابقة تقاس لاحقا **Expost** ولذا يتعذر التأكد من حياد النقود فلو كانت النقود هي التي تحدد مجموع الأنفاق المرغوب او الطلب الفعال فقد يكون الطلب المحدد بالنقود قد حرّك النشاط الانتاجي . وحتى في الأمد البعيد لم يثبت دائما ان كل الزيادة في النقود التي لا تستغرقها عمليات التبادل

تذهب الى زيادة الأسعار طالما تتغير سرعة دوران النقود بمديات واسعة ولم تظهر البيانات نزعة العودة الى الوسط. وربما كان مفهوم الكلاسيك للنقود ينصرف الى المشغول منها بعمليات التبادل اي النقود الوطنية الجارية M1 وهي الودائع تحت الطلب والعملية في التداول لدى الجمهور. وليس النقود بالمعنى الواسع M2 التي تشتمل على الودائع لأجل والودائع بالعملية الأجنبية في المصارف الوطنية. لأنه ليس من المستغرب نظريا وصف الودائع بفائدة لأجل بانها نوع من القروض اي شكل من اشكال الاستثمار المالي خرجت عن تعريف النقود.

وما يستنتج من البيانات ان الدول تختلف في الأمد البعيد ، ما يزيد على اربعة عقود ، في مدى استيعاب زيادة النقود بالكامل في الأسعار والناتج ، وهو ما تبينه تغيرات سرعة دوران النقود . ثمة حدود لنمو الناتج ، او مجموع المتداول سلعا وخدمات، ويمكن الاشارة الى تجربة النمو في العالم ودوله المختلفة ، في المتقدمة منها لم تتعد 4 بالمائة سنويا لمدة تزيد 10 سنوات، وفي الدول الناهضة لم يحصل ان تجاوز النمو 8 بالمائة سنويا لعقدين من الزمن ، بينما النقود الاسمية قد تتضاعف عدة مرات في سنة واحدة . ولذا من المتعذر استمرار التضخم الجامح دون زيادات كبيرة في النقود والعكس صحيح حسابيا وتبقى السببية موضع بحث ونقاش. في الدول التي شهدت ما يسمى ازيمات العملة Currency Crisis اي النقص الحاد بالعملية الأجنبية يرتفع سعر صرف العملة الأجنبية فترتفع الأسعار ثم المزيد من انخفاض قيمة العملة الوطنية لتغذي موجة جديدة من التضخم وارتفاع سعر صرف العملة الاجنبية وتتواصل هذه العملية مع تكيف لاحق، على الأغلب، في حجم الأرصدة النقدية.

وتؤيد بعض الدراسات ( 3 ,P 2 ) ما توصل اليه Sargent من ان موجات التضخم الجامح اقترنت بتوسع نقدي وما ان تشددت البنوك المركزية في عرض النقد حتى تراجع التضخم واستقرت الأسعار. وتفهم تلك السياسة من زاوية اخرى حيث عادة ما تلجأ الحكومات الى النقشف الشديد وتحجم المصارف عن تقديم إئتمانات جديدة وفي هذه البيئة يتوقف البنك المركزي ، ايضا، عن تنقيد الدين فينخفض نمو النقود الى معدلات قريبة من الوضع الاعتيادي. وهنا يختلف التفسير تبعا للنظر الى النقود بانها خارجية فعلا Exogenous او داخلية Endogenous للنظام الاقتصادي او ما بينهما. فالمسألة ليست علاقة الأسعار بالنقود لأن الأسعار قيم السلع والخدمات بوحدة نقدية كما ان قيمة النقود بالحجم العيني لسلة السلع والخدمات التي تشتريها الوحدة النقدية. لكن دراسة البيانات تفيد ان نفس الكمية من النقود تسمح بمستويات مختلفة من الأسعار ، ونفس الزيادة في رصيد النقود لا تعين معدلا وحيدا للتضخم. وفي الأمد القصير ، تقريبا، تنعدم الصلة بين التضخم ونمو النقود ، وهذه حقائق لا يمكن للسياسات النقدية والمالية تجاهلها . ولتلك الأسباب لم تعد البنوك المركزية تنظر الى المجاميع النقدية بانها من ادوات السياسة Policy Instrument واتخذت من اسعار الفائدة وسيلة للتأثير في الطلب عبر الائتمان وقنوات اخرى. وفي كثير من الدول النامية يعتمد سعر الصرف الثابت او المدار ضمن مديات ضيقة للسيطرة على الأسعار ، وتبقى حركة الأسعار تقاوم محاولات السياسات لضبطها بسعر الفائدة او سعر الصرف .

ان فشل النموذج الكلاسيكي ، النقودي، للتضخم لا يختلف عليه في الأمد الذي تشتغل عليه السياسة النقدية ويفسر بعدم استقرار دالة الطلب على النقود والذي يوصف بانه مقتل النظرية الكمية او عقب اخيل ( 4 , P 2 ). ولذا فإن نمو النقود بمعدل ثابت ، الأطروحة الأصلية للنقوديين، لا يضمن ثبات معدل التضخم.

وذلك لا يعني اهمال متغيرات النقود بدءا من الأساس النقدي الى التعريف الأوسع وملاحظة المكونات وتغيرها، لإدارة السيولة واستقرار القطاع المالي، للتحوط ضد الأزمات وتكوين الفقاعات وانفلاقها وانتشار آثارها، وهو ما يجري فعلا.

حيادية النقود **Neutrality of Money** تجاه الاقتصاد الحقيقي فكرة رئيسية في النموذج الكلاسيكي ، إذ لا تتأثر مستويات الناتج الحقيقي واسعار الفائدة الحقيقية ، وجميع عناصر الاقتصاد العيني، بتغير الرصيد الاسمي للنقود. وترتبط فكرة الحيادية بالأنشطار او الثنائية الكلاسيكية **Classical Dichotomy** بين الاقتصاد الحقيقي والقيم الاسمية للمتغيرات والتي تتضمن، مثلا، ان الزيادة في النقود ترفع الأسعار ويرتفع الأجر النقدي بنفس النسبة فلا تستطيع السياسة النقدية تحريك عرض القوى العاملة او الطلب عليها. ولأن الوقائع تفيد امكانية تخلف زيادة الأجر النقدي عن التضخم لذا يقال ان الحيادية في الأمد البعيد، وقد تتحقق مكاسب زائلة في الأمد القصير نتيجة التوسع النقدي، وهذا ما تتبناه المدرسة النقودية. وتستخدم مفردة الحيادية الفائقة **Superneutrality** والتي تعني ان التحول في وتيرة النمو النقدي ايضا لا يترك أثرا حقيقيا في الأمد البعيد ، وليس لهذه المفردة ضرورة نظرية بل يراد منها تأكيد الحيادية. ولقد وردت الحيادية اول مرة في كتابات فردريك هايك مطلع ثلاثينات القرن الماضي واعترض عليها كينز ولا يعترف بالتنظير الكينزي بالحيادية في الأمد القصير والبعيد.

التيارات الرئيسية في التنظير الاقتصادي ، عدا جناح التوقعات العقلانية ودورة الأعمال الحقيقية او تفسير دورة الأعمال بالصدمات الحقيقية الخارجية ، تتفق على عدم حيادية النقود في الأمد القصير وإن اختلفت حول اثر النقود في الأمد البعيد .

ان عدم حيادية النقود في الأمد القصير يفيد فاعلية السياسة النقدية ، ومع ذلك ثمة خلافات بشأن آلية الفعل النقدي في المتغيرات النقدية والحقيقية.

ومن الأسس التي تستند اليها الفاعلية صلابة **Sticky** الأجور والأسعار في الأمد القصير ، إذ لا تستطيع الوحدات الاقتصادية او لا ترغب في تغيير الأسعار والأجور استجابة للتغير مفاجئ في عرض النقد. واحيانا يندرج تأخر استجابة المتغيرات الاسمية لتغيرات النقود بما يسمى العقلانية المقيدة او المحدودة **Bounded Rationality** اي ان المسألة ليست نتيجة لنقص المعلومات بل يتصرفون عن وعي يتعمدون اهمال التغيرات النقدية في قراراتهم ، ومنها لأسباب تعاقدية ونفسية تؤدي الى عدم المرونة الفورية للأسعار والأجور.

متطابقة فيشر :  $R = r + E\pi$  حيث  $R$  سعر الفائدة الاسمي او النقدي،  $r$  سعر الفائدة الحقيقي،  $E$  التوقع ،  $\pi$  التضخم في الفترة القادمة . وتعبر هذه المتطابقة عن مفهوم حيادية النقود لأن سعر الفائدة الحقيقي  $r$  باستقلال عن التضخم وبالتالي عن النقود التي تحدد التضخم حسب التنظير الكلاسيكي. بيد ان تحليل البيانات يفيد عدم استقرار سعر الفائدة الحقيقي باستقلال عن مسار التضخم.

من جهة اخرى ظهرت حيادية النقود في الرد على منحى فيليبس ، العلاقة العكسية بين التضخم والبطالة بفرضية المعدل الطبيعي للبطالة **NRH**، والتي مضمونها أن مستوى اعلى من التضخم لا يضمن بطالة

اقل على نحو دائم بل يعود الاقتصاد الى المعدل الطبيعي للبطالة مع اسعار واجور اعلى. ان فرضية معدل البطالة الطبيعي لا تتعارض بالضرورة مع امكانية انخفاض معدل البطالة دون الطبيعي لكن ذلك يتطلب تزايد مستمر في معدل التضخم وهذا من المستبعد في اقتصاد واقعي. لكن فرضية التوقعات العقلانية تستبعد ذلك حتى مع استمرار تصاعد التضخم على اساس ان الاجور النقدية تتغير في التعاقدات الجديدة لتستوعب التضخم المتوقع مسبقا، وبهذا تنتفي فرصة زيادة التشغيل بالانتفاع من التضخم.

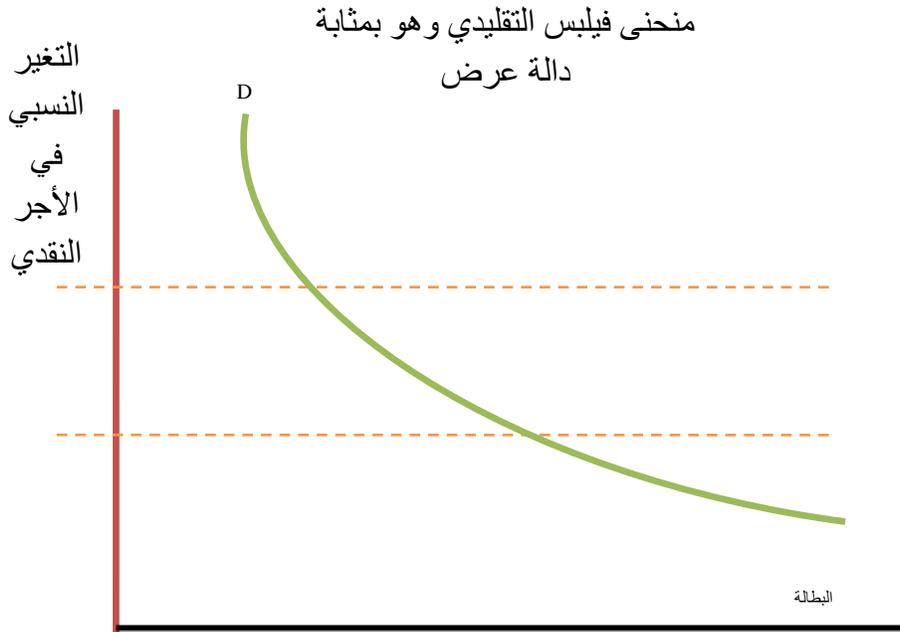
بيد ان العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة الحقيقي تبقى موضع اشكال لأن خفض التضخم لسعر الفائدة الحقيقي سوف يؤثر في الاستثمار والادخار ، ابتداءا، او لاحقا، فيرتفع معدل التراكم الرأسمالي ومسار النمو الاقتصادي وفي نفس الوقت قد لا يتناقض هذا مع الميل لبقاء البطالة عند المعدل الطبيعي.

### العودة الى منحني فيليبس التقليدي

فكرة، فيليبس الاساسية هي أن مستوى البطالة يحدد الاجر النقدي وينعكس الاخير في التضخم. وقد عبرت الدالة المقدره عن هذا الفهم بطريقة أخرى، انسجاما مع فكرة تمثيل الأجر للإنتاجية الحدية، والاخيرة تعين السعر بإضافة الهامش. وعند اشتداد الطلب على القوى العاملة تصبح البيئة مناسبة لرفع متوسط الأجر ويحصل العكس مع تراخي الطلب. وعبرت الدالة المقدره عن هذا الفهم بالتغير النسبي للقوى العاملة المشتغلة لأن حركة التشغيل ارتفاعاً أو انخفاضاً تعكس الوجه الاخر لتغير نسب البطالة.

الشكل رقم (12)

منحنى فيليبس التقليدي



المصدر: إعداد الباحث في ضوء دراسة فيليبس الأولى.

نلاحظ من الشكل رقم (12) عند الاتجاه نحو نقطة الأصل يزداد حجم القوى العاملة المشتغلة وبما أن الناتج في الامد القصير دالة بالعمل على المستوى الكلي يصبح منحني فيليبس دالة عرض طردية مع التضخم. لكن التضخم هنا يعبر عنه التغير النسبي في الأجر النقدي وعلى اساس التناسب بين التضخم والتغير النسبي في الأجر. في حين يكون الطلب دالة عكسية مع التضخم الفعلي نتيجة لحركة LM نحو اليسار وانخفاض الأرصدة النقدية الحقيقية مع ارتفاع الأسعار او من معادلة السياسة النقدية التي ترفع سعر الفائدة مع التضخم. فبموجب تلك المعادلة ومع سعر فائدة حقيقي معين تكون العلاقة بين الناتج والتضخم عكسية في دالة الطلب الكلي. بيد ان الطلب على النقود ينخفض مع التضخم المتوقع ويزداد بالمقابل الطلب على السلع بالتزامن مع حركة منحني LM نحو اليمين، الاتجاه المعاكس لنقطة الأصل، فينتعش الناتج وتتخفف البطالة. ونلاحظ، من آنفا، عدم إتساق بين فهم أثر التضخم في سياق نموذج هيكس- هانسن IS-LM ومضمون منحني فيليبس، وذلك لأن نموذج التوازن السلعي- النقدي الأصلي ستاتيكي ولا يهتم بتغير الأسعار إلا من جهة علاقتها بالأرصدة النقدية الحقيقية مع مقدار محدد من القيمة الاسمية لها. بينما يتساقق منحني فيليبس مع المقاربة الديناميكية لحركة الاقتصاد.

وحسب نموذج منحني فيليبس المقوى بالتوقعات التكميفية يفى بالغرض إدراج معدلات التضخم المتخلفة. وهذا ما يحصل في الدالة المقدره أدناه. وتظهر الكلفة الحدية في نموذج منحني فيليبس الجديد بصفتها محددة للتضخم مع التوقعات. ومع العلم بان الكلفة الحدية هي علاقة بين الاجر والانتاجية الحدية فان تضمين تغير انتاجية ساعة العمل في الدالة يساعد على التقاط هذا الاثر. وبذلك فقد اجتمعت المتغيرات المرشحة لتفسير التضخم من زوايا عدة وبالانسجام مع فحوى منحني فيليبس. وقد اظهر متغير الناتج الحقيقي لساعة العمل قدرة تفسيرية أعلى من إنتاجية العامل الكلي FP. وجربت تقديرات باستخدام معدل البطالة وفجوة الناتج أي الفرق بين الناتج المحتمل والفعلي..

#### الجدول رقم (4)

معادلة التضخم في الولايات المتحدة الامريكية  
كانت البيانات سنوية بين عامي 1971 و 2011

المقدرات	التقدير	T	مستوى الدلالة
الثابت	1.1296	1.28	0.211
العمل	0.2542	2.14	0.040
التضخم السابق	0.9740	6.73	0.000
التضخم الأسبق	(0.5186)	(3.05)	0.004
تغير الانتاجية الحقيقية لساعة العمل	(1.2770)	2.24	0.032
الاجر المتخلف لفترتين	0.3770	1.66	0.107

المصدر: إعداد الباحث.

والتوصيف الحالي هو الاكفاً وعندما وضع التضخم القادم في دالة متوسط الاجر كان فعالاً لالتقاط التضخم المتوقع لكن مشاكل احصائية تظهر عندما يراد تقدير دالة للتضخم مع اخرى للأجر أي نموذج معادلتين بين حركة المتغيرين بالاعتماد على سواها ومتغيرات سوق العمل والانتاجية، لذلك أصبح من الملائم العودة

الى التوقعات التكميلية. وقبل تقدير المعادلة جرى اختبار الجذر الأحادي للتضخم والأجر ورفضت فرضية عدم الاستقرار، للتضخم بمستوى دلالة 0.01 ، وللأجر بمستوى دلالة 0.025 حسب القيم المعيارية Dicky Fuller معامل التحديد 79.6 بالمائة، ومعامل التحديد المصحح 76.5 بالمائة، مستوى دلالة F 0.000، دربن- واتسن 1.84. وقد ظهر أن التضخم يخضع سلوكه للتعديل الذاتي الذي يظهره تعاكس الإشارات. ويرتبط طرديا وبمستوى دلالة 0.000 مع العمل، اي عكسيا مع البطالة، وعكسيا مع تغير الانتاجية بمستوى دلالة 0.032 ، بمعنى طرديا مع الكلفة الحدية. والقدرة التفسيرية الاجمالية للمعادلة عالية وهي خالية من الارتباط الذاتي. ونجحت في اختبار التكامل المشترك على شرط ماكينين ،الذي أصبح واضحا، بمستوى دلالة 0.05 وعلى نحو أدق بين 0.01 و0.05.

وقد ساعدت البيانات على اعادة اكتشاف منحنى فيلبس الكلاسيكي بين التضخم والبطالة في المانيا واليونان على الرغم من اختلاف خصائص الاقتصاد الوطني في كل منهما والبيانات شهرية:

ولقد استخدمت في تقدير الانحدار بيانات الفرق الاول، بين الشهر والذي يسبقه لتفادي مشكلتي عدم الاستقرار والارتباط الذاتي. ومعادلة الانحدار في المانيا هي:

$$f_t = 0.01124 + 0.8566f_{t-1} - 0.926 u_{t-1} + 0.884u_{t-1}$$

حيث :  $f_t$  و  $f_{t-1}$  هما فرق التضخم والمحسوب بالفرق اللوغاريتمي للرقم القياسي السنوي لأسعار المستهلك من البيانات الشهرية؛

و  $u_t$  و  $u_{t-1}$  هما فرق نسبة البطالة الشهري. و كانت المؤشرات الاجمالية للتقدير أدناه جيدة وتدل على خلو المعادلة من مشكلة الارتباط الذاتي:

معامل التحديد 77.2 بالمائة ومعامل التحديد المعدل 76.9 بالمائة ودربن- واتسن 2.23، أما معنوية معاملات الانحدار فهي عالية ومستويات الدلالة 0.01 لجميعها، وللثابت 0.07.

البيانات 198مشاهدة شهرية تنتهي في تموز 2013 ومصدرها Banque De France. ومن الواضح ان المعادلة ذات منحنى استقراري اذ تتآكل الزيادة في التضخم تدريجيا لأن معامل انحدار فرق التضخم المتخلف هو 0.85657 أما زيادة البطالة فلا تؤدي الى انخفاض مستمر في التضخم اذ تجري ايضا عملية تعديل لأثر البطالة على التضخم وصافي أثر الزيادة في البطالة هو الفرق بين معامل  $u_{t-1}$  وهو (-0.9261) ومعامل  $u_t$  وهو 0.8838. وثمة ميدان للبحث في الجزء غير المفسر بالبطالة وهو حوالي 23 بالمائة ولكي تكتمل المنظومة لا بد من معرفة دالة البطالة بدلاله الانتاجية والاجور ومستوى الطلب الفعلي وهو مبحث اخر.

معادلة اليونان:

وقد كانت اقوى مما هي عليه في المانيا مع اختلاف في حجوم المعاملات وتمائل اتجاهات التأثير ما يعطي لمنحنى فيلبس الكلاسيكي مصداقيه لا يستهان بها. والمعادلة:

$$f_t = 0.0147 + 0.917 f_{t-1} - 0.38 u_{t-1} + 0.357 u_{t-2}$$

والمؤشرات الاجمالية للتقدير: معامل التحديد 86.5 بالمائة ومعامل التحديد المصحح 86.2 بالمائة؛ و درين- واتسن 1.82، وتقديرات معاملات الانحدار عالية الاعتمادية الإحصائية وكانت مستويات الدلالة لها : معامل  $f_{t-1}$  0.000، معامل  $u_{t-1}$  0.025، معامل  $u_{t-2}$  0.037، والثابت لم يكن معنويا.

وما يلاحظ على العلاقة بين البطالة والتضخم في هذا البلد شبه الناهض، شبه المتقدم، أن التضخم ذو خاصية متشبهة حسب معامل  $f_{t-1}$  وهو 0.917، ومحصلة زيادة البطالة خفض التضخم ولكن بنسبة ضئيلة. ويدل عليها الفرق بين المعامل (0.380) ومعامل المتغير المتخلف للبطالة 0.357. ما يفسر إلى حد كبير الميل نحو التضخم الركودي. المهم ان معادلتى العلاقة بين البطالة والتضخم في المانيا واليونان كلاهما على السلوك القويم نظريا. ويؤكدان أن التضخم، مثل أكثر متغيرات الاقتصاد الكلي، تعتمد حركته على استمراره الذاتي بدلالة معامل الانحدار للمتغير التابع المتخلف.

### تقدير الدالة الجديدة للتضخم ومعادلة السياسة النقدية

معادلة التضخم بدلالة فجوة الناتج (7) قدرناها من بيانات الولايات المتحدة الأمريكية السنوية للمدة من 1955 إلى 2012 والمشاهدات الصافية 54:

معادلة التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية، منحنى فيليبس الجديد:

$$\ln f_t = -0.761 + 1.0322 \ln f_{t-1} - 0.452 \ln f_{t-2} + 0.309 \ln f_{t-3} + 26.18 (\ln y_t - \ln y_t^*)$$

s.e	0.647	0.134	0.193	0.127	9.93
t	-1.18	7.7	-2.35	2.45	2.64

$$R\text{-sq} = 75.6\% ; R\text{-sq (adj)} = 73.6\% ; \text{Durbin-Watson} = 1.97$$

حيث الرموز قد أصبحت معانيها واضحة، وقد توصلنا إلى هذه الصيغة بعد تجارب، وتبين أنها الأفضل. معنوية معاملات الانحدار عالية ومستويات الدلالة 0.023 فأدنى. درين واتسن يدل على خلو التقدير من مشكلة الارتباط الذاتي. التضخم يرتبط بمستوياته للسنوات السابقة إلى حد الثالثة ما يفيد الاستمرارية، ويعتمد على فجوة الناتج المتزامنة. اللوغاريتم طبيعي ومستوى الناتج المحتمل  $y^*$  هو المتوسط المتحرك لأربع سنوات، وهو أكفأ من الناتج المحتمل المنشور في موقع الاحتياطي الفدرالي، مصدر بيانات هذا التقدير. والمعادلة ترجح النظرة الرجوعية في التوقعات ضمنا، وقد نجحت في اختبار التكامل المشترك:

$$\Delta \varepsilon_t = 0.0058 - 0.9872 \varepsilon_{t-1}$$

t 0.03 -7.05

درين- واتسن لهذه المعادلة 2 و t المقدرة (7.05) أقل من القيمة المعيارية حسب جدول Mackinnon بمستوى دلالة 0.01، بمعنى رفض فرضية عدم وجود تكامل مشترك.

ولنفس الفترة والعدد الصافي للمشاهدات 57 قدرنا معادلة السياسة النقدية لسعر فائدة الأموال الفدرالية الفعلي Effective Federal Funds Rate النقدي (fu) :

$$fu_t = -0.720 + 0.979 fu_{t-1} + 0.6957(f_t - f^*_t) + 57.91(\ln y_t - \ln y^*_t) - 39.94(\ln y_{t-1} - \ln y^*_{t-1})$$

s e 0.534 0.067 0.1378 11.43 13.46

t -1.35 17.26 5.01 5.07 -2.97

R-sq =86.3; R-sq (adj)= 85.3 ; Durbin – Watson= 1.71

قدر معدل التضخم الأساس  $f^*$  بنفس طريقة تقدير الناتج المحتمل  $y^*$  وهو المتوسط المتحرك لأربع سنوات. درين واتسن يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بمستوى دلالة 0.01. والقدرة التفسيرية الاجمالية للمعادلة عالية. ونجحت في اختبار التكامل المشترك بمستوى دلالة 0.01، لأن معادلة الاختبار خالية من مشكلة الارتباط الذاتي، درين- واتسن 1.94 ، و t لمعامل انحدار فرق الخطأ مع الخطأ المتخلف (6.46).

وفي نفس الوقت قدرنا معادلة السياسة النقدية لسعر الفائدة الحقيقي للأموال الفدرالية Rdf والمتغيرات المستقلة بتعريفاتها السابقة وهنا يصبح عدد المشاهدات الصافية 56 وهي موجودة بالفعل كما في أدناه لكن سلوكها محير من جهة مجموع معاملات الانحدار مع فجوة التضخم كان سالبا. ومع ذلك نعرض التقدير في أدناه، ولأن معنوية معاملات الانحدار كانت عالية، ومستويات الدلالة لمعاملات الانحدار والثابت أدنى من 0.01 نكتفي بالمعادلة والمؤشرات الاجمالية للتقدير:

$$Rfd_t = -1.261 + 0.67 Rfd_{t-1} - 0.655 (f_t - f^*_t) + 0.4189(f_{t-1} - f^*_{t-1}) + 37.92(\ln y_t - \ln y^*_t)$$

R-sq =70.4% ; R-sq (adj) = 68.0 ; Durbin- Watson 1.60

درين- واتسن يدل على خلو المعادلة من الارتباط الذاتي بمستوى دلالة 0.01. وهي ناجحة في اختبار التكامل المشترك : درين- واتسن لمعادلة الاختبار 1.96، ومعامل انحدار فرق الخطأ مع الخطأ المتخلف سالب 0.8053 و t لمعامل الانحدار هذا سالب 6 ولذلك يوجد التكامل المشترك بمستوى دلالة 0.01.

أما لماذا كان مجموع تأثير التضخم سالبا في هذه الدالة فهذا يمكن تفسيره بمعامل الارتباط بين سعر الفائدة الحقيقي والتضخم والذي لم يكن موجبا بل ضعيفا سالبا 0.072 - ولكنه غير معنوي، فإن كنا لا نستطيع تأكيد سلبية العلاقة فهذا يكفي لعدم تأكيد كونها موجبة. وتبعاً لهذه الوقائع يصعب القول أن السياسة النقدية الأمريكية ترفع سعر الفائدة الحقيقي لكبح التضخم بل ربما تكفي بتغطية التضخم، في أحسن الأحوال، للحفاظ

على سعر فائدة حقيقي موجب. وللتأكد من العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة الحقيقي نلاحظ أن الارتباط بين سعر الفائدة الحقيقي على حوالات الخزانة لمدة سنة والتضخم 0.187 وهو معنوي بمستوى دلالة 0.000 ومن بيانات فصلية بين عامي 1962 و2013. وبين سعر الفائدة النقدي لتلك الحوالات والتضخم ومن نفس البيانات لنفس السلسلة 0.243 وبمستوى دلالة 0.000. كما أوضحت البيانات تلك أن الارتباط بين سعر الفائدة الحقيقي والنقدي كان مرتفعا 0.998 ومستوى الدلالة 0.000. وظهر أن الارتباط بين سعر الفائدة الحقيقي على الأموال الفدرالية وحوالات الخزانة لمدة سنة 0.96 ومستوى الدلالة 0.000. ونخلص مما تقدم أن البيانات الأمريكية تفيد وجود منحى فيليبس الجديد والذي يعبر عن دالة عرض وهي ليست حسب تصور مدرسة التوقعات العقلانية. وتوجد دالة السياسة النقدية ولكنها على الأرجح بسعر الفائدة النقدي وليس الحقيقي.

دالة التضخم حسب توصيف منحى فيلبس الجديد لها مصداقية تجريبية ، أما دالة IS الكينزية الجديدة فلم تظهر معالجتنا للبيانات الأمريكية لها حظا من الواقعية. ثم أن النتيجة التي أفضت إليها فرضية التوقعات العقلانية ، النظرة الأمامية في نمذجة التوقعات، أدت إلى تفسير حركة المتغيرات، حول مستويات ثباتها المزعومة، بالخطأ العشوائي. بينما أظهر تقدير الانحدار الذي اجريناه في أدناه رجحان الفهم التقليدي لدالة IS عند إضافة الأنفاق الحكومي، الاستهلاكي والاستثماري، وجرى تعريف المتغيرات باللوغاريتم الطبيعي:  $G_t$  يشير إلى اللوغاريتم الطبيعي للأنفاق الحكومي للسنة  $t$  مطروحا منه اللوغاريتم الطبيعي للمتوسط المتحرك للأنفاق الحكومي لأربع سنوات، وهو يكافئ اللوغاريتم الطبيعي لقسمة الأنفاق الحكومي على الوسط المتحرك له. وبالتالي يقيس المستوى النسبي ارتفاعا وانخفاضا لتحاشى عدم تجانس التباين Heteroscedasticity ويؤمن الاستقرار stationary. وجرى تعريف المتغير التابع  $y_t$  بنفس الطريقة، اللوغاريتم الطبيعي للنتائج المحلي الاجمالي الحقيقي GDP للسنة  $t$  مطروحا منه اللوغاريتم الطبيعي للمتوسط المتحرك له لأربع سنوات. والبيانات سنوية من عام 1929 وحتى عام 2012 وعدد المشاهدات الصافية 82 ، والمعادلة أدناه:

$$y_t = 0.2498 + 0.1142G_t - 0.0398G_{t-1} + 0.8262y_{t-1} - 0.3428y_{t-2}$$

$$s.e \quad 0.0036 \quad 0.0211 \quad 0.0218 \quad 0.0901 \quad 0.0790$$

$$R-sq = 83.1\% ; R-sq(adj) = 82.2\% : Durbin-Watson = 1.91$$

القدرة التفسيرية الاجمالية للمعادلة عالية وهي سليمة من جهة خلوها من الارتباط الذاتي حسب دربن - واتسن. والمقدرات، الثابت ومعاملات الانحدار، عالية المعنوية ومستويات دلالتها 0.000 باستثناء معامل الانحدار لمتغير الأنفاق الحكومي المتخلف  $\ln G_{t-1}$  فقد كان مستوى دلالاته 0.072. وبينت المعادلة أن حصيلة الأنفاق الحكومي موجبة في التأثير على المستوى النسبي للنتائج، وكان متغير الأنفاق الحكومي لنفس السنة مسؤولا عن 73 بالمائة من التباينات التي فسرتها المتغيرات المستقلة.

ومما يدعو إلى الثقة نجاح المعادلة في اختبار التكامل المشترك، فقد كان معامل انحدار فرق الخطأ العشوائي على الخطأ المتخلف 09565 - وتقدير  $t$  له 8.41 - ما يعني رفض فرضية العدم، أي عدم وجود تكامل

مشترك، بمستوى دلالة 0.01، والانحدار حقيقي، ومعادلة الاختبار موثوق بها لأنها خالية من الارتباط الذاتي، دربن- واتسن 1.96، ويعزز ما نستنتجه من دالة IS المقدرة أعلاه الحجم الكبير للعينة. ورب معترض بأن الاقتصاد تغير بعد السبعينات وأن التقدير آفا متأثر بالزمن القديم. ولذلك قدرنا معادلة الانحدار للمدة 1929 – 1984 وقد تبين عكس ما يقولون، فلقد كان تأثير الأنفاق الحكومي للحقبة السابقة لعام 1985 أقل مما أظهرته الدالة لكل الفترة. أي ان الطلب المستقل الكينزي صار أكثر فاعلية في تحديد مستويات الناتج مما كان عليه قبل عام 1985 . ومعادلة الانحدار أدناه لتلك الفترة::

$$y_t = 0.03218 + 0.0956G_t + 0.765y_{t-1} - 0.3714y_{t-2}$$

$$\text{s.e} \quad 0.0046 \quad 0.0198 \quad 0.1105 \quad 0.905$$

$$R\text{-sq} = 84.0 ; R\text{-sq (adj)} = 83.0 ; \text{Durbin- Watson} = 1.97$$

وهكذا يتضح أن تأثير الأنفاق الحكومي في تحديد الناتج لم يكن أكثر مما أصبح عليه فيما بعد بل هو أقل، وبما أن المعادلة أظهرت لكل السلسلة دورا أقوى للأنفاق الحكومي من السنوات السابقة لعام 1985 إذن هو لما بعد هذه السنة أقوى، وهذا الاستنتاج يستند إلى مجموع معاملات الانحدار مع الأنفاق الحكومي في هذه المعادلة والسابقة، وأيضا إسهام الأنفاق الحكومي في التباين الذي فسرتة المتغيرات المستقلة وهو في المعادلة الثانية أقل مما هو في الأولى .

المعادلة الأخيرة ، أنفا، نجحت في الاختبار المشترك. دربن- واتسن لمعادلة الأختبار 1.97 و t لمعامل انحدار فرق الخطأ مع الخطأ السابق -7.13 والذي يعني رفض فرضية العدم بمستوى دلالة 0.01 والانحدار صحيح.

ولاكتمال المنظومة قدرنا معادلة للبطالة un بدلالة فرق الناتج عن المستوى الاعتيادي له بنفس التعريف في المعادلات أنفا وهو ذاته في معادلة التضخم ، ودوال السياسة النقدية التي اعتمدها في هذا الفصل ، وفيما يلي معادلة البطالة:

$$un_t = 3.0664 + 0.786n_{t-1} - 50.32 y_t + 17.85 y_{t-1} - 5.22 y_{t-3}$$

$$\text{s.e} \quad 0.390 \quad 0.050 \quad 3.85 \quad 4.6 \quad 2.17$$

$$R\text{-sq} = 91.7\% ; R\text{-sq (adj)} = 91.2\% ; \text{Durbin- Watson} = 1.57$$

والنتيجة التي أظهرتها المعادلة أعلاه متوقعة فقد بينت التلازم المحكم بين مستوى الناتج والتشغيل، أو البطالة، أي عند معرفة الناتج يصبح التشغيل معلوما ما يفيد عدم انفصام العلاقة بينهما في فترات الركود والانتعاش بدليل معامل التحديد المرتفع.

دربن- واتسن لمعادلة اختبار التكامل المشترك 2.02، و t لمعامل انحدار فرق الخطأ مع الخطأ السابق سالب 6.33 أي ترفض فرضية العدم بمستوى دلالة 0.01 وايضا حسب جداول القيم المعيارية عند Mackinnon .

منحنى فيليبس من أكثر المبتكرات النظرية في علم الاقتصاد الكلي شيوعاً وحظي باعتراف واسع النطاق في الأوساط الأكاديمية. وفي صيغته الأحدث، كما تقدم، يربط التضخم المشاهد بالتضخم المتوقع والطلب الزائد، مع الاجتهاد في قياس الأخير أو اختيار المؤشرات الدالة عليه. لكن الشائع الغالب التعبير عن الطلب الزائد بالفجوة بين مستوى النشاط الحقيقي الفعلي والمحتمل، ورغم الجاذبية النظرية لهذه العلاقة إلا أن دلالاتها التجريبية متفاوتة. وقد سبق وبيننا الدلالة التجريبية لمنحنى فيليبس التقليدي، والكينزي الجديد حسب التعريف الذي اعتمدها للمتغيرات. وقدرة يعتقد بها لتفسير السلوك الواقعي. ولهذه الاستنتاجات أهمية بالغة في سياسة استهداف التضخم. وتبقى قضية التأثير في العوامل الحاكمة للتضخم، إذ وجدنا، مثلاً، تأثيراً قوياً للأفواق الحكومي في تحديد مستوى النشاط الاقتصادي، كما يفسر الأخير معدل البطالة ولذلك يصبح من الواجب الانفتاح على طيف التنظير الواسع والاهتمام الجدي بالمصادقية التجريبية للنماذج النظرية. ولم نجد أرجحية للفرضية التي يقوم عليها نموذج مدرسة التوقعات العقلانية، وهي النظرة الأمامية للتوقعات وما تقتضيه من مضامين. فعندما يستبدل التضخم المتوقع بسلسلة التضخم المتخلف، الرؤية الماضية Backwards looking، لوحظ إن فجوة النشاط الحقيقي سواءً قيست بالنتائج أو معدل البطالة، تفسر التضخم بقوة ومعنوية إحصائية عالية. بينما عند افتراض التوقع العقلاني للتضخم، كما في أحد النماذج الكينزية الجديدة لمنحنى فيليبس NKPE، تضعف الدلالة الإحصائية لتفسير التضخم بفجوة النشاط (Morly, p1). وفي بعض الحالات يلاحظ إن فجوة النشاط ليست معنوية إحصائياً أو حتى إن الإشارة مغايرة للمتعارف عليه.

والمسألة تدور حول كيفية تعريف المفهوم أو الاستدلال عليه فمثلاً في التنظير الكينزي الجديد تعبر فجوة النشاط عن الكلفة الحدية. صحيح إن الكلفة الحدية تتغير باتجاه الزيادة مع حركة مستوى الناتج نحو التشغيل التام للطاقة الانتاجية لكن منحنى الكلفة الحدية قد لا يطابق منحنى فجوة النشاط، ثم اين هي النقطة التي يبدأ منها تصاعد الكلفة الحدية على المستوى الكلي. وهذه المجموعة من النماذج تنطوي كلها على شكل ما من أشكال الارتباط الخطي Multi collinearity بين المتغيرات التفسيرية. فالأجر أهم محددات الكلفة الحدية ومعلوم ان الأجر النقدي يرتبط بالتضخم المتوقع. ومن جهة أخرى إذا ما فهمنا فجوة النشاط الحقيقي قياساً لضغط الطلب فكيف يمكن الحكم على استقلال هذا العامل عن التضخم المتوقع. وقد أضيف اتجاه التضخم Trend Inflation إلى المنظومة وفي هذه النماذج تبين إن فجوة التضخم أو الفرق بين التضخم واتجاهه العام يتأثر بفجوة النشاط. وهذه النتيجة لطيفة لمناقشة قاعدة تايلور Taylor Rule التي تقدم بيانها، والتي تربط بين سعر الفائدة المطلوب للسياسة النقدية وفجوتي التضخم والنشاط الحقيقي. أي تقوم القاعدة على الربط بين سعر فائدة السياسة النقدية عند مستوى معين لسعر الفائدة الحقيقي أو السابق، مع متغيرين هما مرتبطان أصلاً .

أرى ضرورة الانتباه إلى عدم وجود علاقة مباشرة بين التضخم والنمو، إنما هي علاقة مختزلة وغامضة المعنى، ومن اللازم، نظرياً على الأقل، فحص علاقة التضخم بالمتغيرات المشار إليها آنفاً، دون المجازفة بالحكم على محصلة لمنظومة علاقات نعاملها وكأنها صندوق مغلق.

لقد تحول الاقتصاد الكلي والنقدي تدريجياً نحو التركيز على معادلة السياسة النقدية، التحكم بسعر الفائدة للسيطرة على التضخم. ولا نبتعد عن الواقع عندما نفهم أن الاهتمام بالفجوة بين الناتج الفعلي والمحتمل كان

ثانويا، مخافة أن يراكم النمو المرتفع ضغوطا تضخمية تُخرج السياسة النقدية فيما بعد. لكن بقاء الاقتصاد في نطاق الركود بعد اصطدام السياسة النقدية بالحاجز الصفري أو ما يسمى فخ السيولة أعاد الاهتمام بالدور الممكن للسياسة المالية. ومن جهة أخرى توسعت البنوك المركزية في تنقيح الدين الحكومي أو مزاوله دور موازي للخزانة في سياسات الإنقاذ ما يفيد ضمنا الإقرار بعدم كفاية السياسة النقدية والتي أريد لها الانفراد بسياسات الاقتصاد الكلي منذ منتصف الثمانينات. لقد أظهرت الأزمة الأخيرة أن اضطراب القطاع المالي ذو أهمية كبرى، مع محدودية فاعلية السياسة النقدية التقييدية. ومن المتوقع أن يتغير النموذج الاقتصادي الكلي الذي كان يحظى بالثقة إلى غيره وكذلك التحليل (Romer, p 645). وتقرن المراجعة الحالية مع صدمة التضخم الركودي للسبعينات والتي قادت إلى بروز مدرسة التوقعات العقلانية والكييفية الجديدة التي شاكلتها وتقاربت معها تدريجيا في الأدوات وحتى في الموقف من السياسات.

وبما أن الحاجة أصبحت ماسة لسياسات تتناول مباشرة استقرار القطاع المالي **Stability Financial** إلى جانب تقوية الضوابط وتشديد الرقابة فهذه بمجموعها قد تنتهي إلى موائمة بين الفهم التقليدي لسياسات الاقتصاد الكلي في الخمسينات والستينات من القرن الماضي وشروط الانفتاح المالي واقتصاد ما بعد الصناعة في الزمن الحاضر.

### الارتباط بين التضخم وسعر الفائدة واتجاه التأثير

يركز هذا المبحث على العلاقة بين التضخم وسعر الفائدة في معادلة السياسة النقدية وبيانات المقارنة الدولية. والقصد تناول محاولة النظر إلى الموضوع من زاوية أخرى تهتم بالوقائع والسياسة كما تبدو في الممارسة. وهو بمثابة تمهيد للفصل الثالث.

العلاقة بين حركات التضخم والنقود من أقدم مسائل الاقتصاد النقدي. وغالبا ما تستند السياسات المقترحة على تصور، ضمنى أو مصرح به، بشأن انعكاس زيادة النقود بالتضخم. ومن هذا الباب تأتي أهمية الدليل التجريبي في تحديد السياسة الأكثر فاعلية. وعند إعادة بحث مثل هذه العلاقة لا يمكن إغفال النطاق الواسع للاعتقاد بقوة ارتباط التضخم مع النقود في الأمد البعيد. بتعبير آخر كان نمو النقود عاليا في البلدان التي تشهد تضخما مرتفعا لأمد طويل خلال نفس الفترة. بيد ان التماثل في وتيرة الصعود لا يفيد بالضرورة وجود رابطة سببية بمعنى إن النقود علة كافية للتضخم. الاقتران بين نمو الأسعار والنقود الاسمية كان جليا في العراق أيام الحصار ويكاد يرفض العقل بالبداهة تزايد الأسعار لسنوات عدة مع نفس الكمية من النقود ناهيك عن الأمد البعيد. وذلك لا يكفي للجزم بكيفية بعينها كانت عليها العلاقة بين النقود والأسعار تلك الفترة، بل ضيّع الجزم المسبق، وتساهل الوسط الأكاديمي معه، الكثير من حقائق هذا الموضوع في العراق وبلدان أخرى تعرضت، أو تتعرض، لأوضاع مماثلة.

لقد توصل سارجنت وسوريكو من معالجة بيانات الولايات المتحدة الأمريكية إلى أن السياسة النقدية تدخلت في العلاقة بين التغير النقدي من جهة وكل من التضخم وسعر الفائدة من جهة ثانية ولم تعد العلاقة التي وجدها لوكاس عام 1980 قائمة (Sargent, P24). فهل كانت السببية، في العراق، تتجه من التوسع النقدي إلى الأسعار أم من متغير آخر إلى كليهما وهو سعر الصرف. ثم عندما يفرض التدقيق إلى قناعة مفادها استجابة التوسع النقدي للأسعار مع تخلف زمني وبعد تردد، في هذا الوضع لم تعد النقود متغيرا خارجيا، صرفا، يتحكم به القرار الحكومي وبذلك لا يكتسب منطقيا صفة السبب. ومادامت الضغوط الابتدائية للتوسع النقدي لم تكن تغذية عكسية لتوسع نقدي سابق، بل لاحتواء زيادات في الأسعار جاءت من

سوق الصرف باستقلال عن حجم السيولة المحلية. ودليل القول بالاستقلال هو الانقطاع المفاجئ في المصدر الرئيس لعرض العملة الأجنبية. أي أن الذي حصل في سوق الصرف لا يمكن وصفه بالطلب الزائد، موضوعيا، بل النقص الاستثنائي في العرض مع طلب أقل.

ولكن لأن النقود لحظة التبادل تعبر عن دخل وتتنج الحركة، على المستوى الجزئي، من الدخل إلى الطلب لذلك توافقت القناعات على كون النقود سبب التضخم. أما على المستوى الكلي يكون الانطلاق من كيفية تحديد المستوى العام للأسعار بالتفاعل بين العرض والطلب ودور النقود لاحق لعلاقة كل من العرض والطلب بالأسعار.

التمييز بين بلدان عالية التضخم وأخرى واطئة التضخم في العلاقة بين التضخم والنقود أصبح مألوفاً في الدراسات الحديثة، إذ تضعف الصلة بين التضخم والنقود مع مستويات منخفضة من التضخم. ويؤثر التضخم المتوقع في الطلب على النقود، وعندما نفترض أن تكوين التوقعات تكيفي أي يعتمد على مشاهدات الحاضر والماضي القريب للمتغير لموضوع التوقعات عند ذاك يصبح التضخم، المترام والمختلف، في منظومة المتغيرات التفسيرية لدالة الطلب على النقود. ويُفسر ضعف الارتباط بين النقود والتضخم بصلابة الأسعار وتستغني النماذج النظرية التي تنطلق من صلابة الأسعار عن إظهار النقود بين محددات التضخم.

تنظر مدرسة التوقعات العقلانية إلى النقود أنها متغير خارجي وهي مصدر الصدمات التي تفهمها الوحدات الاقتصادية فوراً. بينما لاتزال كثرة الاقتصاديين مع التوقعات التكيفية وإن بتسميات بديلة مثل التوقعات الصلبة sticky expectations، التي تعدل ببطء (6 Marcet and Nicolini). ويشير اختباء النقود عن التضخم عند وصوله إلى مستويات واطئة موقفين مختلفين، أولهما انتفاء الحاجة لسياسة تتخذ من السيطرة على النقود مرتكزا لها، وثانيهما يصر على فهم متنسق للعلاقة بين النقود والتضخم بغض النظر عن مستويات الأخير. لأن رفع السيطرة عن عرض النقد قد يؤدي إلى التماذي في التوسع النقدي لحين الوصول لمرحلة التضخم الجامح. والبحث مستمر للتدقيق في مدى حكم النقود للتضخم في الأمد البعيد بعد ما ظهر ضعف أثرها في الأمد القصير ليكون لفجوة الناتج وعوامل الكلفة دور أكبر. وتتصل فجوة الناتج بالطلب الكلي الذي يعين درجة استغلال الطاقة الانتاجية والكلفة الحدية على جانبي منحى دورة الأعمال، صعوداً ونزولاً. ورغم قوة المنطق الاقتصادي في الأطروحات قد لا تجد لها تأييداً في البحث التجريبي. وعلى سبيل المثال لم يجد الباحث، في البيانات الأمريكية، الصلة التي كان يتوقعها بين درجة استغلال الطاقة الانتاجية والتضخم.

التفكير الكينزي التقليدي وخاصة الكينزيين ما بعد كينز Post Keynesian يفهمون أن المستوى العام للأسعار يتحدد في سوق السلع أي القطاع الحقيقي، التكاليف والعرض والطلب، ولم تبتعد الكينزية الجديدة عن هذا الإطار كما تقدم. لكن، مع ذلك، لا يزال تفسير حركة المستوى العام للأسعار بالنقود مؤثراً في الوسط الأكاديمي والرأي العام. إن ارتباط التغيرات في المستوى العام للأسعار مع عرض النقد فكرة قديمة وراسخة، لا شك في ذلك، وقد بدأها هيوم على ما يبدو عام 1752 ومنذ ذلك الوقت تتكرر ملاحظة الاقتصاديين للارتباط بين النقود الاسمية والأسعار. وبعد ذلك تبنى عدد من الاقتصاديين لهذا الارتباط الذي يضمنه البعض علاقة سببية، ومنهم، إضافة على فريدمان، Lucas عام 1980 و Dwyer و Hafer عام

1988 و Barrow عام 1993 و Dwyer عام 1998 وغيرهم. أما القول أن التضخم دائما وفي كل مكان ظاهرة نقدية فهو لميلتون فريدمان عام 1963 ( Dwyer J R .). ورغم التاريخ الطويل لهذه الفقاعة إلا أنها موضع نقاش مستمر لأن الارتباط بين التضخم والنقود في الأمد البعيد. أما في الفترات المتوسطة والقصيرة يصعب اكتشاف علاقة، بين النقود والأسعار تساعد على التنبؤ بكيفية تنفع منها السياسة النقدية، ولم يجد الباحث مثل هذه العلاقة المحكمة في عدد من البلدان بين عامي 1997 و 2007 بداية الأزمة الأخيرة. وتهتم السياسة النقدية في الأمد القصير، ربما أقل من سنة، لطبيعة مهامها.

يمكن كتابة معادلة كمية النقود على النحو التالي:

$$M/P = ky$$

حيث  $M$  كمية النقود،  $P$  المستوى العام للأسعار،  $k$  معكوس سرعة دوران النقود،  $y$  الناتج الحقيقي. وعلى فرض ثبات  $k$  لدينا ثلاثة مجاهيل ومعادلة واحدة ومن المعلوم رياضيا وجود مشكلة عدم تحديد، وعلى افتراض  $M$  خارجية معطاة من البنك المركزي، و  $y$  عند الاستخدام الكامل، يصبح المجهول هو المستوى العام للأسعار  $P$ . وللقول إن النقود هي التي تسبب الأسعار تعاد كتابة المعادلة:

$$P = (1/k) (M/y)$$

وعندما حاول Dwyer الرد على الباحثين الذين قللوا من دلالة التغيرات في عرض النقود على التضخم ودرس بيانات الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى أظهر ارتباطا في الأمد البعيد بين حركة الرقم القياسي للمستوى العام للأسعار ومنسوب كمية النقود. لكن في نفس الوقت لا تُخفي البيانات التي أظهرها التفاوت غير المنتظم بينهما فضلا عن عدم إمكانية حل المشكلة الأساسية وهي العلاقة السببية إذ لا يمكن القول إن التفاعل بين عرض النقود والطلب عليها حدد سعرها وهو معكوس المستوى العام للأسعار. لأن هناك آليات لتحديد أسعار السلع راجحة نظريا وتجريبيا والمستوى العام للأسعار هو متغير تجميعي وغير مستثنى من إشكالية التجميع Aggregation ذاتها. وإذا أنتفت خارجية النقود التي تناولها هذا الكتاب وعدت متغيرا داخليا تصبح الأسعار من ضمن المتغيرات التي تفسر حركة النقود وليس العكس. بتعبير آخر عندما يتضح إن سياسة البنك المركزي في عرض النقد تابعة، وقد تحولت البنوك المركزية من المتغيرات النقدية التجميعية إلى سعر الفائدة للتأثير في التضخم وغيره، وفي الكثير من البلدان سعر الفائدة وسعر الصرف. في هذه الحالة لم يعد للعلاقة بين النقود والمستوى العام للأسعار تلك الأهمية.

في دراسته ( Benati, p5 , p27 ) والتي استخدم فيها التحليل الشبكي Spectral للسلاسل الزمنية البعيدة الأمد لاحظ أن العلاقة بين نمو النقود والتضخم شهدت تغيرات جوهرية، وتختلف في أوقات التضخم العنيف والتغيرات النقدية الكبيرة عن سنوات التضخم المنخفض. وأنها لم تعد محكمة كما كانت قبل الحرب العالمية الثانية. ومع عدم الحسم بشأن العلاقة السببية اقترح تفسير عدم استغراق متغير النقود للتضخم بدور سعر الفائدة وكلفة الفرصة البديلة وما سماه التغيرات الداخلية Endogenous لسرعة دوران النقود. ومع ذلك بين إن الجزء الكبير من حركات التضخم في بريطانيا والولايات المتحدة ودول أخرى يُفسر بحركة النقود. تفسير الارتباط بين التضخم ونمو النقود ينطوي على أبعاد نظرية وليس فقط مشكلات القياس الإحصائي مثل درجة التكامل لكل من سلسلتي النقود والأسعار، أو التغير النسبي لهما. ثم هناك التداخل بين التضخم المتوقع والفعلي. وقد رأى بعض الباحثين ( Walsh, pp10-13 ) أنه لا وجود للارتباط بين نمو النقود والتضخم والناتج المحلي الحقيقي في الحالات التي درسوها، بل وجدوا ارتباطا موجبا بين نمو الناتج الحقيقي ونمو النقود، وليس التضخم ، في مجموعة من دول منظمة التعاون والتنمية ( OECD ). وبعض

الدراسات لم تكتشف، إحصائياً، علاقة بعيدة الأمد بين التضخم ونمو الناتج الحقيقي، وبعضها وجدت أثراً إيجابياً للتضخم على نمو الناتج عندما يكون معدل التضخم في نطاق منخفض والعكس عندما يتحرك ضمن مدى مرتفع مرتفع.

المهم المسألة لا زالت موضوعاً لبحث مستمر. إذ إن العلاقة بين النقود والقطاع الحقيقي والأسعار معقدة وتعاند التوصيف على أساس السببية ذات الاتجاه الواحد وقد لا تساعد البيانات والتمتير من وسائل التحليل الكمي ما يساعد على الحسم. وحول العلاقة بين نمو النقود وسعر الفائدة والتضخم فقد وجد التحليل الإحصائي مثل هذه العلاقات في البلدان المتقدمة والنامية ولكن النقود أو التضخم لا يفسران بالكامل سعر الفائدة الاسمي. في الأمد القصير ومن بيانات الولايات المتحدة الأمريكية وجد تأثير إيجابي للنقود  $M2$  على الناتج الحقيقي وأيضاً بين الأساس النقدي والناتج الحقيقي مع أهمية التوقيت في  $M2$ . وكذلك علاقات بين الناتج الحقيقي والمخفض الضمني وسعر الفائدة. ودرج الاقتصاديون، ومنهم لوكاس، الذين يتشددون في نفي العلاقة بين النقود والناتج في الأمد البعيد إلى تأثير التذبذب النقدي على المتغيرات الحقيقية في الأمد القصير. وكذلك فريدمان الذي يؤكد حياد النقود وينحو عليها باللائمة في تقلبات دورة الأعمال، ولاحظ، تحديداً، إن النمو الأسرع في النقود يتبعه زيادات في الناتج فوق خط الاتجاه، أو ما يسمى في السنوات الأخيرة تجاوز الناتج الفعلي للناتج المحتمل، أما تباطؤ نمو النقود فيؤدي إلى العكس.

الارتباط لوحده لا يشير إلى اتجاه العلاقة بين النقود والناتج. إذ طالما يستجيب الاحتياطي الفدرالي وقطاع المصارف للتطورات الاقتصادية لم تعد النقود خارجية *exogenous*. وبذلك، منطقياً، لا أحد يستطيع تأكيد اتجاه العلاقة السببية من النقود إلى المتغيرات الحقيقية. لأن النقود في هذه الحالة أصبحت تابعة لنظام الاقتصاد والجهاز المصرفي يستجيب (Walsh , p17). وكان توبين قد أشار إلى أن العلاقة التي لاحظها فريدمان وشوارتس وتصوروا أنها علاقة سببية تتجه من النقود إلى الناتج ربما في الحقيقة هي العكس تماماً. وإضافة على البيانات التي أوردنا أنفاً حول التغيرات العنيفة لسرعة دوران النقود بالمعنى الضيق في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد تبين من معاملات الارتباط لتغير النقود والمستوى العام للأسعار والناتج في تلك الدولة التالي:

لقد جرى حساب التغيرات لمدة خمس سنوات كي تلائم فرضية التأثير في الأمد البعيد وأيضاً كانت البيانات سنوية أصلاً، وجرى حساب الارتباط البسيط بين تلك الفروقات للمدة التي توفرت عنها بيانات سنوية. واتضح أن معامل الارتباط بين تغير المستوى العام للأسعار والنقود بالمعنى الضيق سالب ومنخفض ( $0.052$ ) ولا يعتد به إحصائياً لأن مستوى الدلالة  $0.775$  بينما كان الارتباط للمتغير مع النقود بالمعنى الواسع  $0.212$  لكنه غير معنوي لأن مستوى الدلالة  $0.288$ ؛ من جهة أخرى ظهرت علاقة لحركة المستوى العام للأسعار مع تغير الناتج المحلي الإجمالي بمعامل ارتباط موجب  $0.269$  ومستوى الدلالة  $0.052$ . وكانت العلاقة بين تغير النقود وتغير الناتج المحلي الإجمالي سالبة مع النقود بالمعنى الضيق معنوية ومع النقود بالمعنى الواسع ليست معنوية. من كل ذلك نفهم صعوبة التوصل إلى ما يدعم تحديد النقود للمستوى العام للأسعار والتضخم، ولا توجد دلائل كافية على تأثير النقود بالناتج، لأن علاقة النقود بهما معاً مرنة بمديات واسعة وكأنها لا تشكل قيوداً على أي منهما.

في أدناه بيانات لعدد من البلدان النامية، 18، وأخرى متقدمة، 11، من بيانات الكتاب السنوي للإحصاءات المالية الدولية لصندوق النقد الدولي عام 2012. ويعرف متغير النقود هنا بالمعنى الضيق تضاف إليها أشباه النقود أي أقرب إلى  $M2$ . وجرى تحليل البيانات على أساس التجميع في عينة واحدة *Pooling* للدول والسلاسل الزمنية كما يلخصها الجدول (5).

يظهر أن متوسط سعر الفائدة الحقيقي لجميع البلدان 1.81 بالمائة سنوياً وفي المجموعة النامية 2.06 بالمائة سنوياً. وحسب الوسط الصحيح يكون سعر الفائدة الحقيقي في جميع البلدان 1.49 بالمائة سنوياً وفي

المجموعة النامية 1.71 بالمائة سنوياً. لكن التفاوت واسع آخذين بالاعتبار الخطأ المعياري للوسط والذي يجعل أحد طرفي حدود الثقة باحتمال 90 بالمائة سالباً وطرفه الآخر موجباً فوق 3 بالمائة من متوسطات جميع الدول. والفرق بين نمو النقود ومعدل التضخم حسب الوسط الصحيح في جميع البلدان 9.02 بالمائة سنوياً يتجاوز معدل نمو الناتج ما يدل على انخفاض سرعة دوران النقود. وتبين معادلة الانحدار في الجدول (6) مدى اعتماد سعر الفائدة على نمو النقود وأشبه النقود:

#### الجدول رقم (5)

متغيرات نمو النقود وسعر الفائدة والتضخم : بيانات سنوية لعدد من البلدان النامية والمتقدمة

المؤشرات	النمو السنوي للنقود كافة البلدان	النمو السنوي للنقود في البلدان النامية	معدل التضخم السنوي في كافة البلدان	معدل التضخم السنوي في البلدان النامية	سعر الفائدة في كافة البلدان	سعر الفائدة في البلدان النامية
عدد المشاهدات	324	204	324	204	324	204
الوسط	14.67	18.42	5.77	7.79	7.58	9.85
الوسيط	13.6	16.3	4.00	6.30	5.16	6.50
الوسط الصحيح	13.91	17.67	4.89	6.73	6.38	8.44
الانحراف المعياري	11.59	11.43	7.01	8.01	8.51	9.68
الخطأ المعياري للوسط	0.644	0.800	0.390	0.561	0.473	0.678
القيمة الدينا للمتغير	19.4	19.4	3.7	1.7	0.100	0.180
القيمة العليا للمتغير	87.0	87.0	54.9	54.9	60.0	60.0

المصدر: IMF, IFS Year Book

وأظهرت المعادلة أعلاه صلة بين نمو النقود وسعر الفائدة بمعنوية عالية ولكن قدرتها التفسيرية الاجمالية واطئة، وهي في البلدان النامية أضعف منها لعموم العينة ما يدل على اختلاف في السلوك بين مجموعتي البلدان الذي سيتضح أكثر. أما علاقة سعر الفائدة بالتضخم فقد كانت اقوى كما في الجدول (7).

الجدول رقم (6)

معادلة انحدار سعر الفائدة على النقود واشباه النقود

البلدان النامية	العينة بأكملها	لكافة البلدان
3.900	2.395	الثابت
0.001	0.000	مستوى الدلالة
0.323	0.353	معامل الانحدار
0.000	0.000	مستوى الدلالة
14.5	23.2	معامل التحديد بالمائة
14.1	22.9	معامل التحديد الصحيح بالمائة
0.000	0.000	مستوى الدلالة F

المصدر: إعداد الباحث.

الجدول رقم (7)

انحدار سعر الفائدة على معدل التضخم

البلدان النامية	جميع البلدان	المقدرات
2.374	1.917	الثابت
0.000	0.000	مستوى الدلالة
0.9597	0.9819	معامل الانحدار
0.0000	0.0000	مستوى الدلالة
63.0	65.4	معامل التحديد بالمائة
62.9	65.3	معامل التحديد الصحيح بالمائة
0.000	0.000	مستوى دلالة F

المصدر: إعداد الباحث.

والارجحية الاحصائية لعلاقة سعر الفائدة بالتضخم واضحة. ولأن نواقص البيانات وطريقة التقدير مشتركة فلا يمكن ان ينسب هذا الفرق الشاسع، بين كل من علاقة سعر الفائدة بالنقود وعلاقتها بالتضخم لأي منهما، بل السياسة النقدية هكذا تعمل فتستجيب لتغيرات التضخم. والنتيجة ان سعر الفائدة قرين التضخم وليس النمو النقدي. وحاولنا تحسين التقدير بإضافة متغيرين وهميين أحدهما للمستوى المرتفع من التضخم وهو 15 بالمائة فأكثر. وثانيهما للمستوى المنخفض من التضخم اقل من 1.5 بالمائة ولم يؤثر ذلك على الارتباط جوهريا. ولكن البيانات أظهرت فرقا يستحق المزيد من الدراسة حول مقارنة ارتباط سعر الفائدة بكل من النقود والتضخم لمجموعة البلدان المتقدمة لوحدها كما في الجدول (8).

صحيح ان علاقة سعر الفائدة بالتضخم أقوى بدلالة حجم معامل الانحدار والقدرة الاجمالية للتفسير. لكن شدة ارتباط سعر الفائدة بالتضخم، معامل التحديد، أدنى بكثير منها لكل الدول. أما الدول النامية فقد قارب سلوك سعر الفائدة ما أظهره التقدير للعينة بأكملها. وربما يفسر هذا الاختلاف بين المتقدمة والنامية بالركود الاقتصادي في المجموعة الاولى خلال السنوات الاخيرة أو المستويات المنخفضة للتضخم. وان مديات سعر الفائدة كانت اوسع من نطاق التضخم للفترة بأكملها.

## الجدول رقم (8)

انحدار سعر الفائدة على النمو النقدي والتضخم في البلدان المتقدمة

المقدرات	نمو النقود	معدل التضخم
الثابت	1.828	1.536
مستوى الدلالة	0.000	0.000
معامل الانحدار	0.229	0.9378
مستوى الدلالة	0.000	0.000
معامل التحديد بالمائة	30.5	35.0
معامل التحديد الصحيح بالمائة	29.9	34.5
مستوى دلالة F	0.000	0.000

المصدر : إعداد الباحث.

ولتحسين التحليل جرى اختبار السببية من الجهتين وجرى في جميع التجارب اعتماد الفروقات الاولى للمتغيرات، ودون تعديلات وتبين عند اختبار علاقة سعر الفائدة بالتضخم للمجموعة بأكملها ومن بيانات الفروق المستقرة أن العلاقة السببية تتجه من اسعار الفائدة إلى التضخم. وإذا تأكد هذا المنحنى في اختبارات اخرى فهو جدير بالاهتمام إذ يؤكد صحة الفرضية التي تنطلق منها السياسة النقدية وهي التأثير على التضخم بسعر الفائدة. وكان مستوى الدلالة لاعتماد التضخم على سعر الفائدة 0.000013 بينما مستوى الدلالة لاعتماد الفائدة على التضخم 0.063. وفي دراسة العلاقة السببية بين النقود وسعر الفائدة في البلدان المتقدمة وجد ان السببية تتجه على الارجح احصائيا من سعر الفائدة الى النقود وليس العكس، فقد كان مستوى الدلالة للأولى 0.016 بينما للثانية 0.244.

وقد يكون من المفيد أيضاً أن اتجاه السببية لم يتغير عند تحليل الفروقات مع ما أظهره الاختبار على البيانات الخام. وكانت العلاقة السببية تتجه من سعر الفائدة الى التضخم بقوة في البلدان المتقدمة ومستوى الدلالة يقرب من الصفر وعند العكس كانت المعنوية واطئة. وتؤكد هذه النتيجة ما توصل اليه الاختبار عند دراسة مجموع دول العينة وكانت البيانات على استقرار واضح بعد التحول الى الفروقات. وفي اختبار سببية العلاقة بين النقود والتضخم في البلدان المتقدمة لم تظهر علاقة سببية ذات دلالة مقبولة في الاتجاهين.

## خاتمة الفصل

راجع الفصل التوازن السلعي النقدي التقليدي، ثم درس الحالات الخاصة، مثل عدم استجابة الاستثمار لسعر الفائدة و دالة LM الكلاسيكية وفخ السيولة. ويين أن فاعلية السياسة النقدية تعتمد، إلى حد كبير، على حساسية النشاط الحقيقي لسعر الفائدة وعلاقة الأخيرة بحجم الأرصدة النقدية. ويؤخذ النموذج على افتراض ثبات المستوى العام للأسعار، أو بتعبير آخر ترك الأسعار خارج النموذج. ولذلك جاءت إضافة منحنى فيليبس تطويراً مهماً. وبعد مراجعة نموذج النقود في دالة المنفعة، وتفسير مدرسة التوقعات العقلانية لعدم فاعلية السياسات، والتوازن العام غير الالراسي، والتوازن الديناميكي الستوكاستيكي تكون مستحدثات الكينزيين الجدد ومدرسة التوقعات العقلانية قد تمت مراجعتها بما في ذلك مفهوم الصدمات. والمشاركات بين هذه النماذج : الأساس الجزئي، واستيعاب الصدمات في الخطأ العشوائي والأهمية الفائقة

للتوقعات. ورأينا أن المنهج الكينزي الجديد في دالة التوازن السلعي ينتهي إلى الربط المباشر بين الدخل والفائدة. ولم يدعم التحليل الإحصائي هذا النموذج إضافة على التحفظ حول الأساس النظري وكيفية الانتقال من المقدمات إلى النتيجة. بل أيد الاختبار الإحصائي النموذج الكينزي التقليدي للتوازن السلعي وأوضح أن الأنفاق الحكومي له قدرة تفسيرية عالية للطلب الكلي الفعال وبالتالي الدخل الحقيقي، ولم تنخفض فاعليته في تحريك النشاط الاقتصادي في السنوات الأخيرة. ولأهمية التضخم في الاقتصاد النقدي جرى تقدير نموذج فيليبس التقليدي ووجدنا له مصداقية في دول أوربية والولايات المتحدة الأمريكية. وايضا تقدير دالة التضخم الكينزية الجديدة وظهر أداؤها جيدا مع أرجحية التوقعات التكيفية. ووجدنا أن ربط التضخم بفجوة الناتج لا يختلف جوهريا عن نموذج فيليبس التقليدي ولا يتعارض مع مفهوم معدل البطالة الطبيعي ولكن يختلف الأمر حول ما يستنتج بشأن فاعلية السياسات.

والملاحظ أن منهج الاقتصاد النقدي لم يزل ضمن النشأة الأولى للاقتصاد الكلي من جهة المتغيرات والعلاقات، وربما أثرت هذه التقاليد في السياسات التي بقيت على المستوى التجميعي تتهيب التعامل مع الأسعار النسبية والأنشطة في الاقتصاد الحقيقي كما في قطاع المال.

## الفصل الثالث: السياسة النقدية وأدواتها

يراجع هذا الفصل في قسمه الاول الميزانية العمومية للبنك المركزي وحساب الأساس النقدي. ويشرح كيفيات انعكاس التوسع النقدي وعمليات السوق المفتوحة والتعقيم في جانبي الموجودات والمطلوبات. ثم يدرس التجربة الدولية في استهداف التضخم وتوظيف سعر فائدة البنك المركزي لهذا الغرض، ومضامين تلك السياسة في التشغيل. ويتناول ظواهر اضطراب الأسواق المالية وازمات المصارف، في السنوات الأخيرة، ومراجعة دور البنوك المركزية في الاستقرار المالي، ومقترحات التنسيق بين المهام التقليدية للسياسة النقدية ووظيفة الوقاية من الأزمات والتصدي لتكوين الفقاعة. ويقدم سياسة التعقيم لامتناس السيولة الزائدة وأدواتها والموقف منها. ويعرض، ايضاً، مقاربات مغايرة للتيار الرئيسي في النظام المالي- النقدي. ويهتم بالمضامين الإجرائية للسياسات لفهمها بذاتها، والأبعاد المؤسسية لتعيين الأهداف واختيار الوسائل.

### مقدمة في أطر السياسة النقدية

اختلفت أطر السياسة النقدية في الدول المتطورة منذ التخلي عن إتفاقية بريتون وودز مطلع سبعينات القرن العشرين. ثم شهدت تحولاً في الأدوات والأهداف خلال الحقبة التي انتهت بأزمة الرهن العقاري وانفلاق فقاعتها عام 2008. ومنذ الأزمة، وللحد من تداعياتها ومعالجة آثارها وللأنسجام مع الحكومات والتحديات التي واجهتها، توسعت البنوك المركزية فيما أصبح يسمى السياسات النقدية غير التقليدية **Unconventional Monetary Policy**. وقبل الانتهاء منها والعودة الى الوضع الاعتيادي أصيب اقتصاد العالم بصدمة كورونا لتعود السلطات النقدية الى التدابير غير الاعتيادية، ومن بينها الحقن النقدي عبر مختلف القنوات لتسهيل تمويل عجوزات كبيرة في الموازنات الحكومية، ودعم الكثير من المؤسسات التي أشرفت على الأفلاس.

لقد إعتد الاحتياطي الفدرالي الأمريكي المجمات النقدية مستهدفات وسيطة بين بداية سبعينات القرن الماضي ومنتصف الثمانينات، وتخلي عنها لعدم انتظام علاقتها مع المتغيرات التي تمثل غايات السياسة النقدية **Goals**. وبعدها تحول الاتجاه نحو مستهدفات وسيطة اخرى مثل الائتمان والأصول السائلة على اساس وضوح علاقتها مع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. ومن ثم صار التوجه نحو الناتج المحلي الاسمي بذاته او متغيراً سوقياً مثل اسعار السلع او منحى العائد عل السندات. واخيراً استقرت الممارسة، في الدول المتطورة وعدد من الدول الناهضة، على سعر الفائدة قصير الامد لاستهداف التضخم والتشغيل. وفي هذه الحالة يُعد سعر الفائدة هدفاً وسيطاً وهو مسيطر عليه بعمليات السوق المفتوحة بوصفها أدوات للسياسة النقدية، إضافة على سعر الخصم وهو السعر الذي يقدم البنك المركزي بموجبه قروضاً للمصارف للتأثير في السيولة وتحقيق المستهدفات الوسيطة. أما الهدف النهائي **Goal** فقد يكون الناتج الحقيقي **Real Output** او المستوى العام للأسعار أو ميزان المدفوعات او سعر الصرف والأخير ينظر اليه، من زاوية أخرى، مستهدفاً وسيطاً عندما يستخدم مَثْبُتاً نقدياً، كما هو الحال في العراق ودول أخرى التزمت سعر الصرف المثبت تجاه عملة أجنبية أو سلة عملات.

وفي الطرف الآخر ادوات السياسة النقدية Instruments وهي عمليات السوق المفتوحة وسعر الخصم او الاحتياطيّات الالزامية او سقوف على اسعار الودائع . وهناك المستهدفات العمليّاتية Operating targets والتي يستطيع البنك المركزي الوصول إليها عبر استخدام الأدوات في الطريق إلى المستهدفات الوسيطة. ومن تلك المستهدفات العمليّاتية عناصر الأساس النقدي أي عندما يشغل البنك المركزي بعمليات السوق المفتوحة يستهدف السيولة واحتياطيّات المصارف لأحراز المستهدف الوسيط الذي هو سعر الفائدة أو أحد المجملات الائتمانية او النقدية والتي يمكن ، مبدئياً، اعتمادها للتثبيت النقدي Nominal Anchor . وفي لغة السياسة النقدية ترد مفردة المقاييس او المؤشرات الوسيطة والتي تعبر عن حالة الاقتصاد او الوضع النقدي، مثل شكل منحى العائد على السند للدلالة على المستقبل القريب للاقتصاد او يسر السياسة النقدية عندما يرتفع بحدّة. والمؤشر الذي يوصف بأنه جيد هو الأكثر ارتباطاً مع التضخم او الناتج الحقيقي (FRBNY, 1990) .

ولنعلم ان القرار ينصب على الهدف العمليّاتي ليطال المستهدف الوسيط، لكن صلة المستهدف الوسيط بالهدف النهائي ليست محكمة، وهذا التحفظ في محله وتؤيده الابحاث التجريبيّة بصفة مستمرة لجميع الاهداف النهائيّة وجميع المستهدفات الوسيطة. والسياسة النقدية لا تستطيع في أحسن الاحوال ضمان تحقيق الهدف النهائي بل المستهدفات الوسيطة وتبقى علاقة الاولى بالثانية محكمة بكل النظام الاقتصادي .

الاهداف النهائيّة للسياسة النقدية او الغايات يمكن ان تكون في دولة ناهضة مثل الصين مواصلة النمو الاقتصادي المقاد بالصادرات وهي بالفعل تكيف ادوات السياسة النقدية والمستهدفات الوسيطة فيما يبدو كي لا تتعارض مع الهدف النهائي . وهدف من هذا النوع هو ليس من اختصاص السياسة النقدية بذاتها، بل أن تعمل السلطة النقدية وكأن استمرار زخم النمو المقاد بالصادرات هدفا لها. أما هدف السياسة النقدية المعلن في بريطانيا قبل الازمة الاخيرة فقد كان ضبط التضخم كي لا يتعدى رقما معلنا 2 بالمائة مثلا. بمعنى في حالة بريطانيا ان استقرار المستوى العام للأسعار هدفا نهائياً للسياسة النقدية. وفي الولايات المتحدة الامريكية ومنطقة اليورو استقرار الاسعار والاستخدام الكامل هي الأهداف النهائيّة للسياسة النقدية وتسمى نظام الولاية الثنائية. وعلى اساس انها اهداف السياسة النقدية وتنجزها السلطة النقدية حسب النصوص الرسمية المعلنة. اما المستهدفات الوسيطة فهي التي تتوخى السلطة النقدية الوصول عبرها إلى الاهداف النهائيّة وفي السنوات الاخيرة قبل الازمة اتجهت البلدان المتقدمة لاتخاذ أسعار فائدة الامد القصير مستهدفات لها، في بريطانيا سعر إعادة الشراء، وفي الولايات المتحدة الامريكية سعر فائدة الاموال الفدرالية. وفي كثير من البلدان الاخرى سعر الصرف مثبتا نقدياً.

وحسب تقرير صندوق النقد الدولي لعام (AREAER 2013) ، من مجموع 188 دولة 92 منها تستخدم سعر الصرف مثبتاً نقدياً أي انه المستهدف الوسيط في سياستها النقدية والعراق يصنف ضمن هذه المجموعة. و26 دولة تعتمد المجملات النقدية مستهدفا وسيطا لها، و34 دولة صنفت بأنها تستهدف التضخم أطارا لسياستها النقدية . و39 دولة أخرى تلجا إلى أكثر من متغير لمزاولة سياستها النقدية أو أن منهجها لا ينضوي تحت تلك العناوين، وظهرت دول اليورو ضمن هذه الفئة وكذلك الولايات المتحدة

الامريكية، أي أنها لا تعد من بين الدول التي تستهدف المجملات النقدية أو التضخم . ولا توجد دولة تعتمد التثبيت الصلب أو التقليدي لسعر الصرف [20] تتخذ من استهداف التضخم إطارا لسياستها النقدية.

ويبين الجدول التالي رقم (1) التوزيع النسبي للدول حسب أطر السياسة النقدية بموجب التصنيف المعتمد لدى الصندوق.

#### الجدول رقم (1)

أطر السياسة النقدية والمثبتات الاسمية في العالم للأعوام 2010-2018

% من مجموع دول العالم

السنة والمعلومات	أسعار الصرف مثبتات إسمية						الأطر الكمية والسعرية
	الدولار الأمريكي	يورو	سلة عملات	عملات أخرى	المجاميع النقدية	إستهداف التضخم	
2010	26.5	14.8	7.9	3.7	13.2	16.4	17.5
2011	25.3	14.2	7.4	4.2	15.3	16.3	17.4
2012	22.6	14.2	6.8	4.2	15.3	16.8	20
2013	23	14.1	6.8	4.2	13.6	17.8	20.4
2014	22.5	13.6	6.3	4.2	13.1	17.8	22.5
2015	22	13.1	6.3	4.2	13.1	18.8	22.5
2016	20.3	13	4.7	4.7	12.5	19.8	25
2017	20.3	13	4.7	4.7	12.5	20.8	24
2018	19.8	13	4.7	4.7	12.5	21.4	24

مصدر البيانات:

#### Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018

وعلى العموم تختار السياسة النقدية المستهدف الوسيط في سياق الاجابة على السؤال كيف يستطيع البنك المركزي تحقيق الهدف النهائي فيختار الهدف الوسيط من بين البدائل المرشحة للتأثير في الهدف النهائي. والمستهدفات الوسيطة أما كمية أو سعرية وعادة توجد علاقة بين الكمية والسعر، فعندما يتخذ سعر الفائدة قصير الامد هدفا وسيطا ويراد خفضه فهناك علاقة بين الطلب على النقود، أو أحد عناصرها، وسعر الفائدة توظف لمعرفة المطلوب. ومن ثم لا بد من الربط بين النقود والأساس النقدي ليعرف البنك المركزي ما هو المقدار الضروري الذي يزداد به الاساس النقدي لتحقيق المستهدف الوسيط وهو سعر الفائدة . وعليه، وعبر عمليات السوق المفتوحة وهي الاداة، يشتري هذا المبلغ من حوالات الخزانة ليزداد الاساس النقدي.

وفي هذا الصدد يميز بين السياسة النقدية التي تقوم على القواعد Rules والأخرى التي تعمل بالاجتهاد Discretion . والفرق أن الأولى تلتزم بقرارات أو منظومة إجراءات أو مؤشرات توجيهية محددة مسبقا، بينما الثانية تترك للسلطة النقدية حرية واسعة في اتخاذ القرارات. بمعنى أن مجلس إدارة البنك المركزي أو لجنة عمليات السوق المفتوحة ... حسب الطريقة الأولى يكون مقيدا بقواعد سابقة للاجتماع الذي ينظر في

المعروض عليه من القضايا. أما السياسة النقدية بالاجتهاد فتعمل بملاحقة التغيرات أولاً بأول وتتخذ القرارات في ضوء ما يتيسر من معلومات وتحليل دون الالتزام بقاعدة سابقة .

وثمة ملاحظة أنه قد يستخدم نفس المستهدف الوسيط لخدمة أهداف نهائية متغايرة في بلدان مختلفة. فمثلاً عند تبني سعر الصرف هدفاً وسيطاً فقد يقصد منه السيطرة على التضخم، أو النمو الاقتصادي من خلال الحفاظ على القدرة التنافسية الدولية. وأيضاً سعر الفائدة قصير الأمد فقد يراد منه السيطرة على التضخم، أو تحقيق التوظيف الكامل للعمل، وربما التأثير على التدفقات المالية عبر الحدود . ومن المفيد التركيز على العلاقة بين مجموعتين من المتغيرات: أدوات السياسة النقدية والمستهدفات الوسيطة. أما ما يسمى الأهداف العملياتية **Operating Targets** فهي بين الأدوات والمستهدفات الوسيطة، في حين لا تعمل البنوك المركزية مباشرة على الأهداف النهائية بل تراقبها وتتابع البحث التجريبي حول فاعلية المستهدفات الوسيطة لتحقيق الأهداف النهائية.

## عمليات السوق المفتوحة

ننتقل في هذا المبحث إلى داخل البنك المركزي ونتعرف أولاً على ميزانيته العمومية، وماذا يعني بالضبط تغير عناصرها في جانبي الموجودات والمطلوبات. وذلك لفهم عمليات السوق المفتوحة، وإجراءات التعقيم السعرية والكمية بنسب الاحتياطيات الإلزامية على الودائع المصرفية. ولهذا المبحث صلة مع ما تقدم عن الأساس النقدي وعرض النقد والمفهوم الواسع للسيولة. وتقدم معالجات هذا المبحث الأساس العملي للتدابير التي تتخذها السياسة النقدية بغض النظر عن أولوياتها والفلسفة التي تصدر عنها.

## العمليات النقدية والميزانية العمومية

لنتناول السياسة النقدية على مستوى الممارسة نعود إلى مفهوم الأساس النقدي وتغيره نتيجة لعمليات الصيرفة المركزية. تلك العمليات التي تصورها حركة عناصر الأصول ( الموجودات ) والخصوم (المطلوبات) اللتان تشكلان الميزانية العمومية للبنك المركزي، أي أن عمليات الصيرفة المركزية تتعلق بمقادير التغيرات في جانبيها زيادة أو نقصاناً. وتعتبر الميزانية العمومية للبنك المركزي عن مركزه المالي المحلي والدولي، ومطلوبات الجمهور وحائزي العملة الوطنية الآخرين عليه، والالتزامات المتبادلة مع الحكومة والمصارف والجهات غير المقيمة من حكومات وبنوك مركزية ومصارف لدول أخرى ومؤسسات مالية دولية وسواها. ونبدأ بعرض مبسط للميزانية العمومية:

لتصنيف الموجودات إلى محلية وأجنبية أهمية في العمليات النقدية والسياسة. والمعيار المعتمد للتصنيف مركز الإقامة فالمطلوبات لغير المقيمين هي أجنبية سواء كانت ودائع لبنوك مركزية أو لحكومات دول أخرى في البنك المركزي بعملةنا المحلية أو عملة أخرى. كما أن قروض البنك المركزي للأجانب هي موجودات أجنبية حتى لو قدمت بعملةنا المحلية. والمطلوبات للحكومة والمصارف المقيمة لا تعد أجنبية بغض النظر عن عملة تلك المطلوبات.

اي أن مقصد التصنيف، في النهاية، معرفة المركز المالي للبنك المركزي تجاه الداخل والخارج. والذهب النقدي وحقوق السحب الخاصة والمركز الاحتياطي للبنك المركزي في صندوق النقد الدولي لها قابلية التحويل دون عقبات على المستوى الدولي لذلك تضاف إلى الموجودات الأجنبية ليسمي المجموع الموجودات الدولية. وهنا نميز بين الاحتياطيات الأجنبية Foreign Reserve وصافي الموجودات الأجنبية. الاحتياطيات الأجنبية هي إجمالي الموجودات الأجنبية ناقصا المطلوبات الأجنبية قصيرة الأمد، وعندما تضاف موجودات الذهب وحقوق السحب الخاصة والمركز الاحتياطي للبنك المركزي لدى صندوق النقد الدولي تسمى النتيجة الاحتياطيات الدولية. فالاحتياطيات الدولية سيولة جاهزة للمدفوعات الدولية لدى السلطة النقدية. وللإيضاح البنك المركزي العراقي ليس مدينا للخارج ولذلك فإن الموجودات الأجنبية يطابق الاحتياطيات الأجنبية وعند إضافة الذهب والفقرات الأخرى تكون الاحتياطيات الدولية جميع موجوداته الدولية. وهنا يستخدم تعبير الاحتياطيات المملوكة للسلطة النقدية والمقصود بها الموجودات الدولية التي لا تقابلها مطلوبات. اما الائتمان المحلي فهو دين للبنك المركزي على الحكومة والمؤسسات المقيمة بأشكال مختلفة منها سندات حكومية وحوالات خزانة وقروض للمصارف لقاء ضمانات أو غيرها.

وفي جانب المطلوبات المحلية نجد ودائع الحكومة بعملة وطنية أو أجنبية. ومطلوبات للمصارف وهي : احتياطيات إلزامية على الودائع لدى المصارف، وقد تكون بنسبة ثابتة على مجموع الودائع أو بنسب مختلفة، وعادة تكون على الجارية أعلى منها على ودائع التوفير والزمنية. أما الودائع الأخرى للمصارف في البنك المركزي، غير المستثمرة، فهي احتياطيات فائضة. والمطلوبات الأخرى للمصارف منها ودائع بفائدة، مثلما يجري في العراق إذ تودع المصارف لدى البنك المركزي لمدد قصيرة متفاوتة وبأسعار فائدة مقررة سلفا من البنك المركزي، وهناك استثمارات للمصارف في شراء حوالات يصدرها البنك المركزي وتحدد أسعار الفائدة عليها بمزاد لهذا الغرض. ويقترض البنك المركزي من المصارف بهاتين الوسيلتين في إطار سياسة التعقيم، سيأتي بحثها، لامتناس جزء من الاحتياطيات الفائضة، وتسمى استثمارات المصارف لدى البنك المركزي أدوات السياسة النقدية Monetary policy Instruments.

أما المكون المهم الآخر من المطلوبات على البنك المركزي فهو العملة المصدرة وتحتفظ المصارف بجزء منها إلزاما بنسبة ثابتة من مجموع الاحتياطيات الإلزامية أو يترك الخيار للمصارف بما لا يزيد على نسبة معينة أو بين نسبتين. وفي العراق توجد نسبة إلزامية من الاحتياطيات المفروضة تحتفظ بها المصارف عملة. لكن المصارف قد تحتفظ بما يزيد على النسبة الإلزامية وتعد، في هذه الحالة من جملة الاحتياطيات الفائضة خارج البنك المركزي.

والجزء الآخر من العملة المصدرة تحتفظ به مختلف الجهات، خارج الجهاز المصرفي، التي تسمى اصطلاحا الجمهور. ويرتبط مفهوم الأساس النقدي، ومليا خلق النقود، بالموجودات والمطلوبات النقدية. اما الموجودات غير النقدية مثل الأبنية والمعدات المكتبية وأنظمة العمل الإلكترونية وسواها من الموجودات العينية، ورأس المال وصافي الاستحقاق في جانب المطلوبات، نغض النظر عنها ليركز التحليل على الموجودات والمطلوبات في المجال النقدي.

الجدول رقم (2)

الميزانية العمومية للبنك المركزي

الأصول ( الموجودات )	الخصوم ( المطلوبات )
<p>الموجودات الدولية الذهب النقدي حقوق السحب الخاصة وما إليها مطلوبات على الجهات غير المقيمة عملات أجنبية في الخزائن ودائع في الخارج حوالات خزانة لحكومات أجنبية سندات دين لحكومات أجنبية تسهيلات قصيرة الأمد لغير المقيمين أصول اتفاقيات مبادلة العملات مجموع الموجودات الأجنبية مجموع الموجودات الدولية الائتمان المحلي للحكومة سندات دين حكومي حوالات خزانة سحب على المكشوف وتسهيلات مؤقتة مجموع الائتمان للحكومة للمؤسسات المصرفية و ما إليها قروض التسهيلات القائمة قروض أخرى مجموع الائتمان للمؤسسات المصرفية مجموع الائتمان المحلي</p>	<p>المطلوبات للجهات غير المقيمة قروض بعيدة الأمد ديون ومطلوبات أخرى لأقل من سنة الودائع الحكومية بالعملة المحلية بالعملة الأجنبية مجموع الودائع الحكومية مطلوبات للمصارف احتياطيات احتياطيات إلزامية ودائع طليقة ( احتياطيات فائضة ) مجموع احتياطيات المصارف أدوات السياسة النقدية إيداع بفائدة حوالات البنك المركزي مجموع أدوات السياسة النقدية مجموع المطلوبات للمصارف العملة المصدرة العملة المحتفظ بها في المصارف إلزامية فائضة مجموع العملة المحتفظ بها في المصارف العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي مجموع العملة المصدرة</p>
مجموع الموجودات النقدية	مجموع المطلوبات النقدية
الموجودات غير النقدية	صافي الاستحقاق ( رأس المال ومتراكم صافي النتيجة المرسل )
مجموع الموجودات	مجموع المطلوبات و صافي الاستحقاق

المصدر: إعداد الباحث.

ونلاحظ كيف تتغير فقرات الميزانية العمومية ارتباطاً مع عمليات الصيرفة المركزية ولنبدأ بما يسمى عمليات السوق المفتوحة، **Open Market Operations** ، فلو اراد البنك المركزي توسيع السيولة يقدم على شراء أدوات ديون بحوزة المصارف وعادة هي ديون على الحكومة، وعلى الاغلب حوالات خزانة. يشتريها مباشرة بعملية خصم أو بوسيلة أخرى تسمى اتفاقيات إعادة الشراء **Repurchase Agreements** أي يتسلم البنك المركزي الحوالات من المصارف وتصبح بحوزته وتظهر على ميزانيته

العمومية لقاء تعهد المصارف بإعادة شرائها في وقت لاحق. أو يعمد البنك المركزي إلى العكس لتقليص السيولة، يبيع جزءا مما في حوزته من حوالات الخزانة للمصارف أو بعملية إعادة شراء عكسية Reverse Repurchase. ومن نتيجة ذلك يتغير ابتداء الائتمان المحلي للبنك المركزي، في الحالة الأولى يزداد وفي الحالة الثانية ينخفض. وعندما يزداد الائتمان المحلي ينعكس في جانب المطلوبات أول مرة بزيادة الاحتياطيات الفائضة للمصارف، وبعد ذلك وعندما تستخدم المصارف الأرصدة الجديدة تنخفض الاحتياطيات الفائضة وتزداد العملة المصدرة. وبالنتيجة ازدادت الميزانية العمومية للبنك المركزي في الجانبين، سنيين معنى هذا لاحقا. اما عندما دخل البنك المركزي بائعا لحوالات الخزانة فقد أنخفض الائتمان المحلي في جانب الموجودات وكذلك الاحتياطيات الفائضة للمصارف، وبالتالي تقلصت الميزانية العمومية للبنك المركزي. ثمة عملية أخرى عندما استخدمت المصارف جزءا من احتياطياتها الفائضة أودعتها في تسهيلات الايداع بفائدة، أو اشترت حوالات البنك المركزي، هذه العملية غيرت نوع المطلوبات للمصارف ولها معنى نقدي سيتضح في شرح سياسة التعقيم [7].

وعملية أخرى بادلت الحكومة مع البنك المركزي عملة أجنبية لقاء عملة محلية ستخفض فقرة ودائع الحكومة بالعملة الأجنبية وتزداد وديعتها بالعملة المحلية. ولأنها تريد استخدامها للدفع حولتها إلى المصارف، وبذلك تزداد الاحتياطيات الفائضة للمصارف ابتداءا ومن ثم عند تنفيذ المدفوعات ترتفع العملة المصدرة. وليبيان المضمون النقدي لهذه العمليات على نحو أسهل نعيد عرض الميزانية العمومية مبسطة:

- نغض النظر عن الموجودات والمطلوبات غير النقدية؛
- نطرح الودائع الحكومية من الائتمان للحكومة ومطلوبات أدوات السياسة النقدية من الائتمان للمصارف ثم نجمع لنتوصل إلى صافي الائتمان المحلي؛
- نطرح المطلوبات لغير المقيمين من الموجودات الأجنبية والفقرات الدولية لنتوصل إلى صافي الموجودات الدولية ونسميها صافي الموجودات الأجنبية حسب العرف في أدبيات الاقتصاد النقدي؛
- نجمع فقرتي احتياطيات المصارف الإلزامية والفائضة ونسميها احتياطيات المصارف ؛ لتكون الميزانية العمومية النقدية:

### الجدول رقم (3)

خلاصة الميزانية العمومية النقدية للبنك المركزي

المطلوبات	الموجودات
احتياطيات المصارف العملة المصدرة	صافي الموجودات الأجنبية صافي الائتمان المحلي
Reserve Money	مجموع صافي الموجودات = الأساس النقدي

المصدر: إعداد الباحث. الجدول (3) استعادة لما جاء في مقدمة الفصل الأول لمقتضيات تكامل البحث في هذا الفصل.

وأصبح واضحا أن العمليات التي تؤدي إلى زيادة صافي الائتمان المحلي تقود بالمقابل إلى زيادة المطلوبات على البنك المركزي أي زيادة الأساس النقدي بمعنى التوسع، والعكس صحيح. فعندما يقترض البنك المركزي من المصارف يخفص صافي الائتمان المحلي والصورة المقابلة في جانب المطلوبات خفض الأساس النقدي. وعندما يشتري المزيد من الدين الحكومي أو يقرض المصارف يزداد صافي الائتمان

المحلي ويزداد الأساس النقدي. وأيضا بيع العملة الأجنبية، لقاء العملة المحلية، ينقص صافي الموجودات الأجنبية وبالمقابل ينخفض الأساس النقدي في جانب المطلوبات والعكس صحيح. أي أن التوسع النقدي يقتضي زيادة مجموع صافي الائتمان المحلي وصافي الموجودات الأجنبية وتقليص السيولة المحلية يقتضي العكس. بقي أن نربط بين هذه العمليات وسعر الفائدة وعادة ما يستهدف البنك المركزي سعر الفائدة قصير الأمد وفي كثير من الأحيان ليوم واحد ليؤثر على سعر الفائدة ما بين المصارف وأحيانا يتعامل بأكثر من سعر فائدة متدرجة حسب الآمد وكلها قصيرة في الغالب الأعم ولحد الان . وهو يراقب سعر فائدة لإقراض واقتراض الاحتياطيات الفائضة ما بين المصارف فعندما يلاحظ ميل سعر الفائدة للارتفاع يبادر لتعزيز احتياطيات المصارف بتقديم قروض من تسهيلات الإيداع القائمة بسعر فائدة أخفض من سعر السوق بالقدر المطلوب للوصول إلى سعر الفائدة المستهدف. أو يعتمد إلى التوسع في عمليات السوق المفتوحة مشتريا للديون وهكذا لحين استقرار السوق عند سعر الفائدة المرغوب أو حواليه.

ولو كان البنك المركزي متبعا لسياسة التعقيم ولاحظ انخفاض سعر الفائدة دون المعدل المرغوب يتوسع في عرض حوالاته ويمتص المزيد من السيولة لحين الوصول إلى سعر الفائدة المستهدف. وعندما يواجه حالة عدم اتساق، مثلا، بين سعر الفائدة الليلي وسعر الفائدة على اوراق الدين لثلاثة أشهر او سنة يتصرف بتلك الأدوات بيعا او شراء لحين انسجام أسعار الفائدة. لكن البنوك المركزية كان اهتمامها بالبنية الزمنية لسعر الفائدة أقل من سعر الفائدة للأمد الأقصر. والملاحظ انها مؤثرة إلى حد كبير بأسعار الفائدة لما بين المصارف وحوالات الخزنة لسنة فما دون. أي ان تأثيرها، وهو المتوقع، في نطاق ادوات الدين التي تتعامل بها في عمليات السوق المفتوحة وسياسة التعقيم او التوسع.

وللتذكير إن العملة المصدرة، بمعنى الموجودة في المصارف ولدى الجمهور، تتغير بصفة مستمرة فعندما تريد المصارف تعزيز أرصدها لدى البنك المركزي تأتي بالعملة، التي وصلتها أساسا من المودعين، إلى البنك المركزي فيطرحها من العملة المصدرة ويضعها في خزائنه وفي هذه الحالة فقدت صفتها النقدية وأصبحت ورقا وحسب. وعندما تسحب المصارف أو الحكومة على ودائعها لدى البنك المركزي عملة Cash تضاف المبالغ التي استلمتها إلى رقم العملة المصدرة وتكتسب الأوراق النقدية المستلمة الصفة النقدية عندما تغادر خزائن البنك المركزي. وتكون ودائع الحكومة أو المصارف لدى البنك المركزي قد انخفضت بمقدار العملة المسحوبة، أي تحول قسم من المطلوبات على البنك المركزي إلى صنف آخر، كان ودائعا وأصبح عملة مصدرة.

وثمة نمط جديد من عدم التناظر ظهر في العالم بين البلدان المتقدمة واقتصاديات السوق الصاعدة، في المجموعة الأولى من الدول تبلورت وصفت البنوك المركزية الخالقة للسيولة ( الدائنة ) انسجاماً مع السعر المنخفض لسعر الفائدة والذي رفعته قبل اندلاع الأزمة أملاً في التأثير على مجريات تكوين الفقاعة. وكان التوسع الائتماني قد تحول إلى فشل وعسر ائتماني ما أعاد البنوك المركزية مجدداً إلى خلق السيولة وبمقادير لم يسبق لها مثيل في سياق سياسات الإنقاذ فتأكدت الصفة الدائنة للبنوك المركزية في تلك الدول وأصبحت خاصة. وفي المقابل ونتيجة انخفاض أسعار الفائدة في الدول المتقدمة اتجهت تدفقات رأسمالية لا يستهان بها نحو البلدان الناهضة تصيداً لعائد أعلى، وشهدت مجموعة أخرى من البلدان الناهضة ومنها النفطية تدفقات ضخمة من عوائد الصادرات بالعملة الأجنبية. ومع توسع الإنفاق الحكومي واجهت البنوك

المركزية في هذه المجموعة من البلدان، مثل العراق، خوفاً مزدوجاً من التضخم وارتفاع أسعار صرف عملاتها الوطنية نتيجة العرض الزائد من العملة الأجنبية فعمدت إلى استيعاب مقادير من السيولة في بنوكها المركزية عن طريق الاقتراض من المصارف بأكثر من وسيلة فأصبحت هذه المجموعة من البنوك المركزية مدينة . ولعدم التناظر هذا صلة بالنظام النقدي الدولي وكيف يعمل من جهة إصدار العملات الاحتياطية الدولية في التجارة الخارجية والاستثمار عبر الحدود. والاحتياطيات الرسمية لبلدان السوق الصاعدة والبلدان النامية هي صاحبة الحصة الأكبر منها تجاوزت 88 بالمائة عند تقييم الذهب بأسعار السوق وفوق 97 بالمائة عندما يقيم الذهب بالأسعار التاريخية. وقد أصبحت تلك الاحتياطيات ضخمة تجاوزت 12 تريليون دولار عدا الذهب عام 2012 وهي بمثابة كتلة سيولة تجوب العالم ويمكن أن تفعل الكثير خاصةً وان للعوامل السياسية والقرارات الإدارية دوراً كبيراً في حراكها .

الولايات المتحدة الأمريكية ومنظومة اليورو لا تهتم بأسعار صرف عملاتها كثيراً ولا تتدخل لهذا الغرض إلا نادراً وهي مستقلة تماماً في سياساتها النقدية ولا تراعي في تلك السياسات، وهو المتوقع، إلا متطلبات النمو والاستقرار في بلدانها. في المقابل البلدان الأخرى، الصاعدة والنامية، تربط عملاتها الوطنية ربطاً ثابتاً أو مرناً على الأغلب بعملة الدولار أو اليورو وتستخدمهما للتدخل وتكوين الاحتياطيات. حيث ان الولايات المتحدة ومنطقة اليورو اقدر على تعويم عملاتهما فكلهما يتصف بقدر كبير من التكامل الداخلي وبذلك هي اقل انفتاحاً على الخارج تجارياً وتبقى تقلبات أسعار الصرف محدودة في نطاق تأثيرها. ولتقدم الأسواق المالية وعمقها وما تنطوي عليه من تنوع توفر أدوات للوقاية من مخاطر أسعار الصرف وخاصةً كثرة المشتقات التي قوامها تغيرات أسعار الصرف وتغيرات أسعار الفائدة المرتبطة بها. ويرى ( McKinnon and Schnabel ) ان اقتصاديات البلدان النامية والأسواق الصاعدة لا تستطيع اختيار إطارها النقدي استناداً إلى أهداف اقتصادية باستقلال عن العديد من العوامل المتداخلة والمتفاعلة مثل شروط الاستقرار الاقتصادي الكلي والتجارة الخارجية والتدفقات المالية الخارجية ( Schnabel and Schubert P67 ) وعلى أساس من هذه الخلفية التحليلية يأتي ترجيح سعر الصرف المثبت ( Pegged Exchange Rates ) لعقل ( Anchor ) التضخم وتوقعاته وأداة للسيطرة على الأسعار.

استمرار التضخم وتراجع سعر صرف العملة الوطنية يشجع على استخدام العملة الأجنبية إلى جانب العملة الوطنية ما يسمى الدورة الجزئية لاتقاء مخاطر سعر الصرف. كما إن لتخفيض سعر صرف العملة الوطنية أثر في ميزان المدفوعات، إضافة على إن التخفيض يفاقم أعباء الدين على المؤسسات التي تكون المطلوبات بالعملة الأجنبية كبيرة في ميزانيتها العمومية. وهذه الحالة ليست موجودة في العراق لحد الآن نظراً لان القطاع الخاص لا يقترض من الخارج وكذلك الشركات العامة وقليلة هي الودائع الأجنبية في المصارف العراقية .

عدم التناظر بين اقتصاديات العملات الاحتياطية الدولية والبلدان النامية والناهضة يظهر في الميزانيات العمومية لبنوكها المركزية وآليات عمل السياسة النقدية: في المجموعة الأولى تقدم البنوك المركزية السيولة من خلال عمليات السوق المفتوحة ( OMO ) ولذلك تكون فقرة صافي الموجودات المحلية كبيرة ولهذا تسمى دائنة ( Creditor ). بينما في المجموعة الثانية تولد السيولة عبر شراء البنك المركزي للعملة الأجنبية مع اختلاف مصادرها. في العراق والبلدان النفطية المماثلة الصادرات الحكومية مصدر العملة

الأجنبية وتشتريها البنوك المركزية منها والمحطة الأولى للسيولة الجديدة هي الموازنة العامة، وفي بلدان آسيا صادرات قطاع الأعمال. في المجموعة الثانية من البلدان تكون صافي الموجودات الأجنبية هي الفقرة الرئيسية في جانب الموجودات للميزانيات العمومية للبنوك المركزية. ولأن العملة الأجنبية في المجموعة الثانية من البلدان تشتري بالعملة المحلية وعندما تصل السيولة المحلية إلى حجم كبير يهدد الاستقرار تقوم بالتعقيم لاستيعاب جزء منه ونتيجة لهذا التعقيم تتضاءل فقرة صافي الموجودات المحلية وأحياناً تصبح سالبة كما هو الحال في العراق ولذلك تسمى هذه البنوك المركزية مدينة ( Debtor ) .

تواجه البنوك المركزية الدائنة مشكلة عجز السيولة في الجهاز المصرفي بينما، على العكس، تواجه البنوك المركزية المدينة مشكلة فائض السيولة والعراق مثال واضح على المجموعة الثانية من البنوك المركزية حتى عام 2014. ولأن الحكومة هي البائع الرئيسي للعملة الأجنبية للبنك المركزي في النموذج العراقي بسبب عدم تناظر من نوع آخر. إذ إن إيراداتها بالعملة الأجنبية وإنفاقها الداخلي بالعملة المحلية فتبالغ أحياناً في البيع فوق حاجتها للمدفوعات النقدية الفعلية وتتراكم فوائض نقدية بالعملة المحلية ودائعا في الجهاز المصرفي وتصبح السبب الرئيسي للسيولة الفائضة وهو ما حصل في العراق .

يعتمد عجز السيولة وفائضها وخصائص البنك المركزي الدائن أو المدين على العناصر المحكومة ذاتياً (Autonomous) في جانبي الميزانية العمومية وهذه العناصر لا تنتمي إلى عمليات السياسة النقدية ( Schnable and Schobert P69 ) وهي حقائق بالغة الأهمية لم تكن حاضرة في الجدل حول السياسة النقدية في العراق. وتلك العناصر هي العملة في التداول في جانب المطلوبات وصافي الموجودات الأجنبية في الجانب الآخر. لأن الأولى تحدد كلياً من الجمهور وتفضيلاته والثانية ناتج عرضي لعرض العملة الأجنبية الذي لا يحدده البنك المركزي إلى حد كبير في ظل سعر الصرف الثابت. فان كانت العملة في التداول اكبر من صافي الموجودات الأجنبية يواجه البنك المركزي مشكلة عجز السيولة وهو دائن في البلدان المتقدمة والعكس صحيح في بلدان الفائض الناهضة والنفطية. وهكذا تصنف البنوك المركزية إلى دائنة ومدينة بحسب المكونات النسبية للأساس النقدي ومقارنة صافي الموجودات الأجنبية مع العملة المصدرة أو التي في التداول في جانب المطلوبات .

السياسة النقدية التي تقوم على استهداف التضخم في البلدان الصاعدة والنامية اكتسبت نفوذها بدعوى إنها حققت نجاحات في البلدان المتقدمة قبل الأزمة الأخيرة لكنها وفي نفس الوقت تواجه تحديات معترف بها أيضاً في الوسط الأكاديمي (Axel , et al P3). وفي مناقشة السياسة الهادفة للسيطرة على التضخم عدم إغفال حقيقة هامة وهي إن الكثير من البنوك المركزية في البلدان الناهضة والنامية ومنها العراق تزاوّل السياسة النقدية في بيئة تتسم بفائض السيولة. كما إن التزام سعر الصرف الثابت يجعل حركة السيولة تابعة لمتطلبات هذا الهدف أي استكمال عرض العملة الأجنبية من الاحتياطات الدولية للبنك المركزي بمعنى تقليص السيولة المحلية في هذه الحالة أو شراء العرض الزائد من العملة الأجنبية بمعنى زيادة السيولة المحلية وهو الأغلب والتي هي أصلاً فائضة. أي إن السياسة النقدية ليست مستقلة تماماً لاستهداف التضخم إلى جانب فائض السيولة المحلية وبهذا يكون استهداف التضخم سياسة مكلفة مع فائض السيولة.

إن التراكم السريع للاحتياطيات كان وراء فائض السيولة في العديد من البلدان خارج المجموعة المتقدمة ومنها العراق .

تقدم السلطات النقدية للولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو سيولة للنظام المصرفي بمزاولة عمليات نقدية صافية على جانب الموجودات من الميزانية العمومية للبنك المركزي. على العكس من ذلك تكون البنوك المركزية للدول المحيطة ومنها العراق مستوعبة للسيولة بسبب خصائص بنوية لهذا النوع من الاقتصاد ونظامه المالي النقدي. تكون صافي عمليات السياسة النقدية في جانب المطلوبات من الميزانية أي صافي موجودات محلية سالبة، بينما في البنوك المركزية الدائنة يتزايد حجم عمليات السوق المفتوحة على جانب الموجودات بالتزامن مع التوسع في العملة قيد التداول ( Currency in circulation ) على جانب المطلوبات. أما التغيرات في صافي الموجودات الأجنبية فهي صغيرة ودورها ثانوي. وتتركز عمليات السياسة النقدية في البنوك المركزية للدول مثل العراق على سعر الصرف، أما استقلال السياسة النقدية فهو محدود مع الانفتاح المالي أو ما يسمى الاستحالة الثلاثية ( Imposable Trinity ) أي السيطرة على السيولة المحلية والميزان الخارجي وسعر الصرف في آن معا. لأن هذه البنوك عليها استيعاب السيولة الزائدة للسيطرة على أسعار الفائدة والتضخم. وتمائل حركة أسعار النفط في دورها التدفقات الرأسمالية الطليقة في بلدان أخرى. وهذا ينعكس في ضخامة صافي الموجودات الأجنبية في الميزانية العمومية مما يحتم إجراء عمليات نقدية في جانب المطلوبات لاحتواء التضخم. فائض السيولة يمثل الاحتياطيات الزائدة للمصارف في جانب المطلوبات في ميزانية البنك المركزي وعندما تواجه المصارف الاحتياطيات الزائدة تحاول إقراضها في سوق ما بين المصارف فينخفض سعر الفائدة في هذا السوق ويسحب أسعار الفائدة إلى الأسفل ويتوسع الائتمان ويولد ضغوط تضخمية. لكن خيار الاقراض في سوق ما بين المصارف غير متاح في العراق كما إن مخاطر الائتمان وقيود أخرى تحول أصلاً دون تصريف فائض السيولة.

ويلجأ البنك المركزي أما إلى زيادة الاحتياطيات الإلزامية بالقدر الكافي لامتناع فائض السيولة أو يوفر للمصارف فرصاً أخرى مثل اقتراض تلك السيولة بسعر فائدة السوق للحفاظ على الاستقرار. وهذه العملية أي الاستيعاب المستمر للسيولة الفائضة أعطت صفة المدين لهذا الصنف من البنوك المركزية أي إن التعقيم أو تعطيل جزء من السيولة المولدة من بيع العملة الأجنبية لا مناص منه. وبالنتيجة فإن السيولة الفائضة لها علاقة بنسبة صافي الموجودات الأجنبية إلى العملة في التداول لأنها وسيلة استيعاب السيولة فكلما كانت نسبة الأولى إلى الثانية مرتفعة بدءاً من التعادل تزداد السيولة الفائضة وعندما تنخفض دون التعادل يتحول البنك المركزي إلى صنف البنوك الدائنة أي تنتقل صافي عمليات السياسة النقدية من جانب المطلوبات إلى جانب الموجودات. ومن الممكن أن تكون السيولة الفائضة بسبب تراكم الدين على الحكومة في جانب الموجودات من ميزانية البنك المركزي لتيسير تمويل إنفاقها، وفي هذه الحالة يماثل الائتمان للحكومة دور صافي الموجودات الأجنبية. فهي إدارة أيضاً لخلق سيولة لا يمكن استيعابها بالعملة المصدرة وودائع المصارف الإلزامية لدى البنك المركزي. وقد يكون السبب أيضاً الاقراض للمصارف بقصد الإنقاذ كما جرى في الأزمة الأخيرة وهو ما لم يحصل في البلدان النامية والناهضة إلا في نطاق ضيق .

وكان مصدر السيولة الفائضة في العراق مشتريات العملة الأجنبية من الحكومة، ولكن التدقيق في الآلية والنظر في حجم الودائع الحكومية لدى المصارف يظهر تماماً إن المشكلة أصلاً في إن الطلب على السيولة

المحلية اقل من عرضها والحكومة لها دخل في هذا الاختلال لأنها تستبدل العملة الأجنبية بدنانير عراقية تفوق حاجتها الأنية للمدفوعات. وان تراكم الموجودات الأجنبية لدى البنك المركزي لا يمثل عملية مستقلة ما يضعف بالمقابل استقلال السياسة النقدية وهو يشبه إلى حد كبير عدم الاستقلال فيما لو اجبر على تمويل إنفاق الحكومة بمراكمة حوالات الخزانة وتدويرها مع زيادة كما في زمن الحصار.

وأصبح واضحاً إن نسبة صافي الموجودات الأجنبية إلى العملة المصدرة دليل على وضع السيولة والنسبة فوق الواحد كما تقدم تعني إن البنك المركزي مديناً والنظام المصرفي يعمل مع فائض سيولة. وبالتأكيد إن هذه النسبة في العراق هي أعلى من الواحد الصحيح من بيانات ما بعد عام 2003 وحتى عام 2020. ويلاحظ تحول البنوك المركزية لأعداد متزايدة من البلدان الناهضة والنامية إلى الوضع المدين أي واجهت مشكلة فائض السيولة. إن معيار الواحد فاصلاً بين فائض السيولة وشحتها تقريبي لكنه يفيد بالغرض في أغلب الحالات إذ سبقت الإشارة إلى أوضاع قد تكون النسبة فيها دون الواحد الصحيح ومع ذلك يوجد فائض سيولة لوجود عناصر محلية في جانب الموجودات مستقلة عن عمليات السياسة النقدية.

وثمة سؤال لماذا لا يلجأ البنك المركزي إلى رفع نسبة الاحتياطيات الإلزامية وهي أيضاً سياسة تعقيم كمية. والإجابة على هذا السؤال تقتضي النظر في رد فعل المصارف إذ قد تلجأ إلى رفع أسعار الفائدة على القروض أو خفض أسعار الفائدة على الودائع لتعويض كلفة السيولة المحتجزة مجاناً. ثم إن نسب الاحتياطيات الإلزامية ليست حساسة للسوق كما هو الاستيعاب السعري للسيولة الذي يبقي حرية واسعة للمصارف لخفض أرصدها عبر تسهيلات الإيداع بفائدة لدى البنك المركزي.

البنك المركزي مقرض الملجأ الأخير يؤكد للأسواق امكانية توفير ائتمان للمؤسسات التي تكون في وضع مالي سليم في الظروف الاعتيادية حسب رأي البعض ( Fisher p11 )، واسناد مؤسسات مفلسة في أوقات الأضرار الواسع، وذلك لتهدئة المخاوف وتخفيف حدة الأزمة. لكن هذا يفترض قدرة البنك المركزي على خلق النقود بحرية والذي لا يتحقق في ظل قاعدة الذهب والترتيبات المكافئة لها في عصرنا، مثل نظام لجنة العملة Currency Board ، وعند اضطرار البنك المركزي لأداء هذه المهمة لا بد من تجاوز قواعد النظام.

بيد ان المسألة تبدو اسهل عند التعامل مع الصدمات الخارجية التي تنتج عنها مشكلات السيولة ناتجة. في هذه الحالات اما يحتفظ البنك المركزي باحتياطيات كبيرة أو يقترض من الأسواق المالية والمؤسسات الرسمية الخارجية والداخلية ويضع تحت تصرف المؤسسات الوطنية المتأزمة خطوط ائتمان لتجاوز عسر السيولة. في ظل هذه الترتيبات يكون البنك المركزي بمثابة مدير للأزمة، وتزاول الجهات التي اقترض منها دور مقرض الملجأ الأخير. ان الاقتراض من الخارج لمعالجة مشاكل السيولة المحلية بمثابة تكريس لقاعدة الذهب ونظام لجنة العملة وقد تصل هذه العملية الى نهاية مغلقة عندما تتطلب طبيعة العمليات الاقتصادية فك ارتباط السيولة المحلية بالاحتياطيات الدولية وترك الأخيرة تحدها متطلبات استقرار سوق الصرف. أما ان تكون الموازنة هي مقرض الملجأ الأخير ويتولى المركزي ادارة السيولة فهذا ممكن وأدعى الى الاستقرار في الأمد المتوسط والبعيد. ومن الضروري التفريق بين نموذج العراق، حيث تمول الموازنة العامة من المورد النفطي وهو عملة أجنبية، والاقتصاد الاعتيادي عندما تمول الموازنة من الضرائب والاقتراض من القطاع الخاص. في حالة العراق إذا زاولت الخزانة العامة دور مقرض الملجأ الأخير تتزايد الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي نتيجة مبادلة العملة الأجنبية من الخزانة بعملة وطنية لمعالجة

مشكلات السيولة أو الإفلاس. اما في الاقتصاد الاعتيادي فان العملية مستقلة عن الاحتياطات. وأيضاً، من الصعب تجاهل القناعة الراسخة وهي أهمية امتلاك مقرر الملجأ الأخير القدرة اللانهائية على خلق النقود. عدم الاكتراث الأخلاقي **moral hazard** هو العنصر الذي يُستدعى غالباً لتبرير المبالغة في تكاليف ألتامين فعلى سبيل المثال يقال ان المخزن المؤمن عليه ضد الحريق لا يقلق صاحبه من تعرضه للحريق او ربما لا يهتم بالضمانات الوقائية. بل يتضمن المفهوم بعض اشكال السلوك اللأخلاقي كأن يعتمد احراق الأموال المؤمن عليها للحصول على تعويضات تفوق قيمة الأموال المتضررة. ويستخدم المصطلح في العمل المصرفي وفي ادبيات صندوق النقد الدولي

اذ يقال ان توفير البنك المركزي لسيولة جاهزة ورخيصة للمصارف عند الحاجة يشجع عدم الاكتراث الأخلاقي، ويقال أيضاً عندما يتخطى الائتمان للقطاع الخاص النطاق الأمن بدلالة قيمة الممتلكات الضامنة ونوع المشاريع الممولة. وأيضاً ، تثار مسألة عدم الاكتراث الأخلاقي عندما يتوقع المقترضون اعادة هيكلة مديونياتهم بشروط ميسرة. لكن المبالغة في الخوف من عدم الاكتراث الأخلاقي يؤدي الى التشدد الذي تضيق معه فرص التصدي لبؤر الأزمات قبل انتشارها.

وبهذا قد راجعنا باختصار عمليات الصيرفة المركزية التي تغير الأساس النقدي والتي هي قوام السياسة النقدية. وبقيت عمليات بيع و شراء العملة الأجنبية ارتباطاً بسياسة سعر الصرف وعمليات التعقيم المترتبة عليها ستأتي في محلها.

## الاحتياطات الإلزامية والسيطرة على السيولة

تغيير الاحتياطات الإلزامية على الودائع المصرفية من الأدوات الكمية للسياسة النقدية، لأن خفض او رفع نسب الاحتياطات الإلزامية يؤثر في الكميات النقدية مباشرة، خاصة مع قطاع مصرفي لا يعاني فوائض غير اعتيادية في الاحتياطات المصرفية. وينتظر ان تؤدي هذه الأداة الكمية دوراً مهماً عندما تعطلت فاعلية سعر الفائدة في المدة الأخيرة عندما اصطدم بالحاجز الصفري. وعموماً تعد زيادة الاحتياطات المصرفية من وسائل التعقيم لخفض عرض النقد بوسيلة ليست سعرية وخارج عمليات السوق المفتوحة.

وينتظر من زيادة عرض النقد، مع صلابة إسمية في الأجور والأسعار، ارتفاع الطلب الكلي واستجابة النشاط الاقتصادي الحقيقي بالقدر الذي تسمح به مرونة الجهاز الانتاجي. وقد لا يترتب انتعاش اقتصادي نتيجة لزيادة كمية النقود بذاتها. وعندما تتغير الاحتياطات الإلزامية يتعدل المضاعف النقدي، ومنه عرض النقد. ويعتمد اشتغال المضاعف على الحجم النسبي للاحتياطات الفائضة ، كما تقدم.

ومادام البنك المركزي يستهدف سعر الفائدة و/أو سعر الصرف تصبح تغيرات الأساس النقدي داخلية **Endogenous** وعليه لا بد من التسليم بتبعية عرض النقد لمتطلبات تلك الأهداف، آخذين بالاعتبار أن البنوك المركزية إذا أرادت التحكم بعرض النقد فذلك لا يكون إلا بالأساس النقدي.

وقد ينظر إلى زيادة الاحتياطات الإلزامية وكأنها نوع من الضريبة على المصارف أي احتجاز جزء إضافي من الودائع ويرتفع، تبعاً لذلك متوسط سعر الفائدة على الودائع القابلة للإقراض ولكي تحافظ المصارف على معدلات عوائدها ترفع أسعار الفائدة على القروض. وإذا كان الطلب على الائتمان دالة بسعر الفائدة فسوف ينخفض بقدر، وبهذا المعنى يؤدي رفع الاحتياطات الإلزامية إلى ردع التوسع الائتماني وتقليص نسبي في الطلب الكلي. ولفهم الموضوع من زاوية المضاعف النقدي فإن رفع الاحتياطات الإلزامية يخفّض المضاعف والعكس صحيح.

بينما في العراق أغلب الودائع جارية، حكومية او خاصة، ولا تدفع عنها فوائد ولا تسهم تكاليف الاحتياطات الإلزامية جدياً في تفسير الفرق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع إنما أسباب أخرى. ولوجود احتياطات فائضة بحجم كبير فقد لا يؤثر تغيير نسب الاحتياطات الإلزامية في عرض النقد على

نحو يعتد به. ومن المبالغة النظرية القول أن رفع الاحتياطات الإلزامية يدفع المصارف إلى تخفيض أسعار الفائدة على الودائع ما يؤدي إلى تدفقات رأسمالية إلى الخارج وانخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وربما زيادة الاستهلاك لأن سعر الفائدة نزل دون المعدل المقبول لمبادلة المنافع الحدية بين الحاضر والمستقبل. فهذه التصورات النظرية تفترض أسواقا تعمل بمنتهى الكفاءة وان التدفقات الداخلة والخارجة شديدة الحساسية للتغيرات في أسعار الفائدة، وسعر الفائدة مهم في قرار الاستهلاك. ثم تبالغ هذه المتابعات المنطقية الصورية في دور أسعار الفائدة على الودائع في الاستثمار والاستهلاك وتقلل من أثر أسعار الفائدة على الاقراض في التأثير على الائتمان الاستهلاكي وأسعار الفائدة على الأشكال الأخرى للاستثمار المالي ومنها السندات.

ويضاف على ما تقدم متابعات منطقية أخرى ومنها تدهور المراكز المالية للمنشآت التي اقترضت بالعملة الأجنبية، لأن سعر صرف العملة الوطنية ينخفض بسبب رفع نسبة الاحتياطات الإلزامية في ظل نظام سعر الصرف المرن. ( Glocker P 68 ) فترتفع تكاليف تسديد القروض، أي ارتفاع قيمة المطلوبات مفاة بالعملة الوطنية، فينخفض صافي الاستحقاق لتلك الشركات.

لا ننفي صلة الاحتياطات الإلزامية بعملية خلق النقد إنما لا توجد في الواقع مثل هذه العلاقات المحكمة. إن تناول نسب الاحتياطات الإلزامية على هامش الحاجز الصفري لا يعني أنها ليست من بين أدوات السياسة النقدية، والاستقرار المالي، في الأوضاع الاعتيادية. ولم ينقطع الاهتمام بالاحتياطات الإلزامية في البلدان الناهضة بالعلاقة مع أرباح المصارف وأسعار الفائدة وعرض النقد.

إن زيادة الاحتياطات الإلزامية تعني زيادة مطلوبات البنك المركزي للقطاع الخاص وعلى المستوى التجميعي زيادة مطلوبات القطاع العام للقطاع الخاص. ومن زاوية أخرى قد نتصور البنك المركزي يوظف زيادة الاحتياطات الإلزامية لتنفيذ دين حكومي بمقدار الزيادة. وعندما يضاف إلى دالة هدف السياسة النقدية الاستقرار المالي صراحة ويقاس بالفرق بين حجم الائتمان المصرفي للقطاع الخاص والحجم الأمثل أو كلاهما نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي، مثلا، يمكن تخصيص نسبة الاحتياطات لخدمة هذا الهدف. وقد تكون نسبة الاحتياطات شديدة الفاعلية مع اقتراب الاحتياطات الفائضة لدى المصارف من الصفر.

وبذلك تعمل السياسة النقدية بأداتين و تزداد فاعليتها ومرورنتها. ولا يخفى أن السياسة النقدية مع سعر صرف ثابت تكون حاجتها إلى التعقيم أشد مع تزايد تدفق العملة الأجنبية من الصادرات أو الاستثمار الخارجي وزيادة الاحتياطات الإلزامية من أدوات التعقيم الفعالة. ويذكر أن الدول الناهضة مثل تركيا والبرازيل وكولومبيا والبيرو من بين أخرى تستخدم أسعار الفائدة والاحتياطات معا. وتصرح البلدان التي تستخدم الاحتياطات الإلزامية إلى جانب أسعار الفائدة أنها توظف الأولى للاستقرار المالي وبقية الاهداف يختص بها سعر الفائدة. لكن كيف يمكن تخصيص الاداة للهدف فهذه مسألة ليست سهلة إذ لا بد من ملاحظة استجابة جميع المتغيرات الهدفية للأداتين:

$$i_t = \phi_{fi}(f_t - f_t^*) + \phi_{xi}(X_t - X_t^*) + \phi_{li}(L_t - L_t^*)$$

$$RR = \phi_{fRR}(f_t - f_t^*) + \phi_{xRR}(X_t - X_t^*) + \phi_{lRR}(L_t - L_t^*)$$

المعادلة الأولى أعلاه تربط سعر فائدة السياسة النقدية أو تغيره حسب مقدار انحراف التضخم  $f$  وفجوة الناتج  $X$  والقروض  $L$  عن مستوياتها المثلى  $f^*$  و  $X^*$  و  $L^*$ . والمعادلة الثانية تربط نسبة الاحتياطات أو تغيرها بانحرافات ذات المتغيرات الهدفية عن مستوياتها المثلى. ولا يوجد حل وحيد لكون المتغيرات الهدفية أكثر من الأدوات. ونظريا، على الأقل، تستحضر دالة هدف مثل تقليل الخسائر التي يعبر عنها المجموع الموزون للانحرافات عن المتغيرات الهدفية الثلاثة كي تتعين المستويات المطلوبة من سعر الفائدة ونسبة الاحتياطات الإلزامية.

يعتمد الربط بين أدوات السياسة النقدية والأهداف أساساً على تقدير دوال سلوكية تبين مدى استجابة الناتج للتغيرات في سعر الفائدة، وكيفية اعتماد التضخم على فجوة الناتج، وفعل تغير نسب الاحتياطيات الإلزامية بالقروض، وتأثير الأخير على كل من الناتج والتضخم مباشرة وبصورة غير مباشرة. أن هذه العلاقات ليست يقينية وقد تتغير أنماط السلوك التي بينتها الدالة أو أصابها الاضطراب. وغالباً لا توجد معادلة مقدرة من بيانات فعلية تفسر تغيرات الموضوع المدروس بالكامل مثل التضخم والناتج والقروض أو حتى لو فسرت المعادلة 70 بالمائة، مثلاً، من التغيرات تبقى الشكوك تحيط بمدى استقرارها وقدرتها على التنبؤ خارج العينة. ولذلك يعتنى كثيراً بالخطأ العشوائي وهو الجزء غير المتوقع والذي تنعكس فيه الصدمات الخارجية.

ومع انخفاض فاعلية أدوات السياسة في المتغيرات الهدفية يتطلب الأمر زيادة أو إنقاص أسعار الفائدة والاحتياطيات الإلزامية بمقادير كبيرة لتصحيح الانحرافات. وأحياناً مهما بلغ مقدار التغير في سعر الفائدة كما في السنوات الأخيرة يصعب تحقيق المنشود. وتكون المهمة أسهل عند تحريك الأدوات بنفس الاتجاه بفعل التعزيز المتبادل. وأن إقراض المصارف وخصم أوراق الدين الحكومي التي بحوزتها، وفي نفس الوقت التوقف عن طرح حوالات بنك مركزي جديدة ثم زيادة نسب الاحتياطيات الإلزامية، هذه الإجراءات لا تعني بمجموعها سوى خفض تكاليف التعقيم وهي حركات ليست بنفس الاتجاه ف شراء أوراق الدين من المصارف أو إقراضها توسع نقدي بينما زيادة نسبة الاحتياطيات الإلزامية يؤدي إلى العكس. أما شراء أوراق الدين الحكومي من المصارف وخفض نسبة الاحتياطيات الإلزامية في نفس الوقت يعني دعوتها للتوسع في الائتمان للقطاع الخاص، أي توسع نقدي بإجراءات متساندة تقود إلى زيادة الطلب الكلي وتعتمد نتائجها في زيادة التشغيل والتضخم على فجوة الناتج أو بتعبير آخر المقدار النسبي للطاقة الانتاجية الكلية المتاحة غير المستخدمة وسوق العمل والتوقعات.

ومن الملاحظات الجديرة بالاهتمام ومزيد من البحث ما بينته دراسة (Glocker P 87) من وجود علاقة موجبة بين رفع نسب الاحتياطيات الإلزامية والتضخم، وتفسير ذلك من جهة تكاليف الإنتاج التي تزداد عند رفع نسبة الاحتياطيات الإلزامية. ومثل هذه الصلة لا تكون إلا عبر سعر الفائدة أي أن زيادتها تؤدي إلى زيادة التضخم بخلاف المتعارف. وحيثما يوجد مثل هذا الأثر لسعر الفائدة فهو من جانب العرض. بينما العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والتضخم التي تتناولها النظرية النقدية هي من جانب الطلب طالما كانت العلاقة عكسية بين الطلب الاستثماري وسعر الفائدة وربما بين الاستهلاك وسعر الفائدة ولو بدرجة أقل. بعض نماذج التنظير في الاقتصاد النقدي تصنف نشاط المصارف في مجموعتين، وحدات الإيداع ووحدات الإقراض، وعلى فرض أن المجموعة الأولى تقدم الأموال للمجموعة الثانية بسعر الفائدة لما بين المصارف الذي يتحكم به البنك المركزي. وبالتالي عندما ترتفع نسبة الاحتياطيات الإلزامية تنخفض أسعار الفائدة على الودائع نتيجة انخفاض الفوائد المقبوضة لأن الأموال المقرضة أصبحت أقل مع نفس الحجم من الودائع. إن الفصل بين وحدات الإيداع ووحدات الإقراض هو تعسفي، على الأغلب. وعندما تكون الأموال المعدة للإقراض أقل، بثبات أثر العوامل الأخرى، ترتفع أسعار الفائدة على القروض، وبإمكان وحدات الإقراض، في هذه الحالة، دفع فوائد أعلى لوحدات الإيداع، ولذلك لا تضطر إلى خفض أسعار الفائدة على الودائع بل حتى زيادتها ممكنة لاستقطاب المزيد منها.

تدفع بعض البنوك المركزية أسعار فائدة واطئة عادة على احتياطيات المصارف الفائضة والمودعة لديها تسمى أسعار دعم Support Rate.. لقد باشر البنك المركزي الأوروبي دفع فوائد على احتياطيات المصارف لديه منذ بداية عمله عام 1999 والولايات المتحدة واليابان منذ عام 2008. ويدفع الاحتياطي الفدرالي الأمريكي 2.2 بالمائة على الاحتياطيات الإلزامية والحررة دون تمييز في ايلول، سبتمبر، 2018. وعندما أصبحت احتياطيات المصارف بفائدة صارت من بدائل حوالات الخزنة وكلاهما من أدوات السيولة

لأن الحوالات تُقرض وتُفترض وتستخدم ضمانات للاقتراض قصير الأجل وتقريبا تضاعل الفرق بين تنقيد البنك المركزي للدين والاقتراض من المصارف والجمهور في تلك الدول المتقدمة.

لكن المصارف التي تنخفض احتياطياتها عن المستوى الإلزامي تضطر للاقتراض لتغطية الفرق وعندما تقترض من البنك المركزي تدفع سعر الخصم، والأفضل ان تحاول الاقتراض من المصارف التي لديها احتياطيات فائضة، ويسمى إقتراض المصارف من بعضها البعض سوق ما بين المصارف **Interbank Market** وسعر الفائدة في هذا السوق أدنى من سعر خصم البنك المركزي وأعلى من سعر الأسناد الذي يدفعه البنك المركزي عن الاحتياطيات الفائضة، ولوجود بنوك مركزية لا تدفع فوائد على الاحتياطيات تتضح مدى أهمية هذا السوق للمصارف المقرضة والمقرضة.

البنك المركزي العراقي، لحد الآن، لا يدفع فوائد على الاحتياطيات الفائضة بل كان وإلى عام 2020 يسمح للمصارف إيداعها لديه في نافذة تسمى تسهيلات الإيداع **Deposit Facility** أو بإمكانهم استثمارها في حوالات البنك المركزي، وفي الحالتين أسعار الفائدة عالية مقارنة بما يسمى سعر الدعم، وانتهج البنك المركزي هذه السياسة في سياق التعقيم. وفي الوقت الذي تتفق فيه الحكومة أكثر من إيرادها المستلم سوف ترتفع احتياطيات المصارف بقدر حاجتها الى الاقتراض فينخفض سعر الفائدة لما بين المصارف إلى الأدنى وقد يصل الى مستوى سعر الدعم. ولهذا ترى جماعة نظرية النقود الحديثة صلة عكسية بين زيادة الأنفاق الحكومي وسعر الفائدة قصير الأجل. ولكن في اوقات عدم التأكد لا يرغب السوق في الاقراض بعيد الأمد وعندما تصدر الحكومة سندات دين لأمد بعيد تؤثر في البنية الزمنية لسعر الفائدة ومن هذه الزاوية يكون اقتصار الحكومة على الاقتراض قصير الأمد أفضل. وبالعكس عندما تستلم الحكومة مبالغ ضرائب بدفعة كبيرة تفوق إنفاقها في الفترة المعينة بفارق مؤثر تهبط احتياطيات المصارف ويرتفع سعر الفائدة في سوق ما بين المصارف ويريد البنك المركزي إبقاءه منخفضا فيعتمد إلى زيادة السيولة.

المهم البنك المركزي يضيف الى السيولة أو يمتص جزءا منها، حسب الحاجة، بعمليات السوق المفتوحة، يبيعا وشراء لأدوات الدين الحكومي أو الأوراق التي يصدرها هو، في البيع يمتص السيولة وفي الشراء يوسعها. في عمليات السوق المفتوحة إضافة على البيع والشراء، النهائيين، هناك بيع وشراء مؤقتين تسمى اتفاقيات إعادة الشراء **Repurchase Agreements** واختصارا (**Repo**) وبموجبها يشتري البنك المركزي أوراقا مالية من المصارف التي بحاجة الى سيولة بشرط أن تعيد المصارف شراءها منه بعد مدة، وهذا الأجراء بمثابة اقتراض بضمانة الأوراق المالية لمواجهة احتياجات طارئة وقصيرة الأمد. وفي نفس الوقت هناك عمليات تسمى إعادة الشراء العكسي **Reverse Repo** وفي هذه الحالة البنك المركزي هو البائع ويتعهد المصرف إعادة بيع الأوراق للبنك المركزي في وقت لاحق. تلك العمليات تصنف عمودية لأنها بين البنك المركزي والمصارف، او بين الحكومة والمصارف عبر البنك المركزي، وبمجملها تؤثر في احتياطيات المصارف ومراكزها المالية وقدرتها على الاقراض.

رفع سعر فائدة البنك المركزي أو نسبة الاحتياطيات الالزامية يُبرر بمفهوم ضريبة بيغو **Pigovian Tax**. والتي تفرض على الأنشطة حيث تكون الكلفة الخاصة لوحدة المنتج أدنى من الكلفة الاجتماعية الحقيقية، وبالتالي فإن وظيفة الضريبة تصحيح الأسعار كي تطابق الكلفة الاقتصادية الكلية للمنتج، وعند ذاك يصبح الطلب على المنتج بالحجم الأمثل اقتصاديا. وبالمثل عندما يتجاوز حجم الائتمان المستوى الأمثل فإن

التكاليف الاجتماعية لذلك الائتمان أصبحت أعلى من الكلفة الخاصة ولا بد من التصحيح، لأن التوظيف الأدنى كفاءة للأموال تكاليفه على المجتمع أعلى من سعر الفائدة. ومثلما يشتغل مفهوم ضريبة بيغو بالاتجاه الآخر عندما تكون الكلفة الخاصة أعلى من الكلفة الاجتماعية ومن الضروري، في هذه الحالة، معادلة الفرق بالإعانة. كذلك عندما يكون حجم الائتمان أدنى من الأمثل اجتماعياً يتطلب الأمر خفض سعر الفائدة و/أو تخفيض نسبة الاحتياطيات الإلزامية.

## السيولة الفائضة وإجراءات التعقيم

عمليات تقليص السيولة لمعكسة إجراءات قادت إلى توسعها تسمى التعقيم Sterilization والمصطلح يشمل، أيضاً، العمليات التي تزاولها البنوك المركزية عقب زيادة الاحتياطيات الدولية التي تعني في نفس الوقت زيادة عرض النقد. لأن البنوك المركزية تشتري العملة الأجنبية بالعملة الوطنية فيرتفع الأساس النقدي من جانب المطلوبات أي العملة المصدرة واحتياطيات المصارف لدى البنك المركزي ومن خلال المضاعف يتكاثر عرض النقد. وفي هذه الحالة تواجه تلك البلدان فائض السيولة في النظام المصرفي والذي قد يؤدي إلى انخفاض في أسعار الفائدة والتوسع الزائد في الائتمان المحلي ويولد ضغوطاً تضخمية أو مشكلات أخرى للجهاز المصرفي نفسه. لذلك تعتمد تلك الدول على سياسة التعقيم أي يقوم البنك المركزي باقتراض جزء من السيولة الفائضة ومراكمتها في ميزانيته العمومية بصفة مطلوبات عليها بفائدة، وأحياناً مع رفع نسب الاحتياطيات الإلزامية. وهذه السياسة تسمى تعقيم تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف، أي تشتري العملة الأجنبية ثم تلغي أثر هذا الشراء على السيولة المحلية ولو جزئياً. ولكن التعقيم في العراق لأثر الإنفاق الحكومي على عرض النقد أي تعقيم شراء البنك المركزي للعملة الأجنبية من الحكومة. ويتخذ هذا التعقيم، في العراق، ثلاثة أشكال: الاحتياطيات الإلزامية عندما تحتفظ المصارف بجزء من الودائع في البنك المركزي وعملة لديها، وبيع العملة الأجنبية للقطاع الخاص لسحب جزء من السيولة التي نتجت أساساً من مبادلة الحكومة للعملة الأجنبية بالدينار، وتسهيلات الإيداع للمصارف لدى البنك المركزي بفائدة وعرض حوالاته على المصارف في مزاد. وتوجد وسيلة رابعة للتعقيم استخدمتها الدول وبإمكان العراق اتخاذ تدابير للانتفاع منها وهي أن الحكومة تحتفظ بفوائضها النقدية الدنارية في البنك المركزي. وتتطلب هذه الوسيلة تأسيس نظام لإدارة نقد الموازنة يسمى نظام الحساب الوحيد للخزانة في البنك المركزي. وحتى يصل الأمر إلى تعاون الحكومة مع البنك المركزي لإصدار حوالات خزانة بقصد التعقيم، ليس إلا، وتحتفظ بحصيلة المبيعات في البنك المركزي مجمدة وتحمل أسعار الفائدة وقد حصل هذا في الهند حيث لا يسمح القانون للبنك المركزي إصدار حوالات خاصة به. ويمكن أن يستخدم هذا الأسلوب في العراق والدول التي تسمح قوانينها للبنوك المركزية إصدار حوالات وذلك لتخفيف عبء الفائدة على البنك المركزي ولزيادة مرونة النظام خاصة عندما تكون مستويات السيولة متغيرة وليست كما هو الحال في العراق استمرار حالة الفائض لأسباب بنوية تناولناها في مبحث آخر. [10]

إن إصدار سندات أو حوالات البنك المركزي يسمى التعقيم الذي يستند إلى السوق Market based تمييزاً له عن نافذة تسهيلات الإيداع. لأن الإصدارية تُعرض في مزاد هو الذي يحدد سعر الفائدة. ولا يمكن الجزم وبحكم مسبق أي الأدوات هي الأكفأ للتعقيم إذ يعتمد ذلك على عوامل عدة في الوضع المعين. وإن إصدار حوالات أو سندات البنك المركزي للتعقيم يعمق السوق المالية والعراق بحاجة لهذا التعقيم.

وفي الدول الآسيوية التي زاولت إصدار أوراق البنك المركزي وازداد حجمها توجهت إلى إطالة الأمد الزمني ليتجاوز السنة وهي الحد الأقصى عرفاً للأمد القصير. وذلك من أجل السيطرة النقدية وأيضاً لكبح اتجاه المستثمرين الأجانب لتضخيم مراكزهم المالية قصيرة الأمد لأن هذه العلاقة للمستثمر الأجنبي مع السوق المالية ترفع حالات عدم الاستقرار. مثل هذه الخاصية ليست موجودة في العراق لأن تدفقات الاستثمار الأجنبي محدودة أصلاً وعلى الأغلب في الاستثمار المباشر لأن السوق المالية في العراق تقتصر على الأسهم، أما حوالات كل من الخزانة والبنك المركزي فيقتصر شراؤها على المصارف. بل حتى ودائع الأجانب في المصارف العراقية تكاد لا توجد حتى منتصف عام 2013. ومن المفيد الانتباه إلى إن متوسط أمد الإصدارات للحكومة والبنك المركزي في اقتصاد مفتوح مالياً يتأثر بالتدفقات الداخلة والخارجة إضافة على مقتضيات إدارة الدين في الحكومة والسيولة من جهة البنك المركزي. ويمكن فهم التعقيم في مثل حالة البلدان الآسيوية ذات الفائض التجاري وكأن البنك المركزي يراكم احتياطات دولية ممولة بقروض داخلية بالعملة المحلية. وعندما يتجاوز حجم صافي الموجودات الأجنبية العملة المصدرة يدخل البنك المركزي في تعريف البنوك المدينة أي انه يقترض بالعملة المحلية لتمويل حيازة موجودات أجنبية تمييزاً عن الحالة النمطية وهي إن المطلوبات المحلية على البنك المركزي تنمو تلقائياً في مقابل دينه على الحكومة والمؤسسات المالية.

وعندما تتراكم احتياطات المصارف فوق المقادير الإلزامية فيها تخشى البنوك المركزية أن يقود ذلك إلى التوسع في الائتمان ما يهدد استقرار الأسعار عبر انخفاض سعر الفائدة في الأمد القصير، دون المستوى المرغوب من البنك المركزي. وعند ذلك يصدر حوالاته عندما لا تكون لديه كفاية من حوالات الخزانة ي طرحها في السوق لامتناس السيولة الزائدة. بتعبير آخر إن البنك المركزي ينتهج التعقيم بإصدار حوالاته وسندياته عندما تعجز عمليات السوق المفتوحة المتعارف عليها بحوالات الخزانة **Open Market Operations ( OMP )** من أداء الغرض وهي التي تقوم أساساً على بيع وشراء أدوات الدين الحكومي للتحكم بالسيولة، أي سحب السيولة بالبيع وتوسيعها بالشراء. ويمكن إجراء العملية عن طريق تقديم قروض للمصارف بضمانة الحوالات أو عبر اتفاقيات إعادة الشراء أو إعادة الشراء العكسي التي تبينت معانيها.

ويمكن النظر إلى التعقيم بأنه شامل لأية عملية تؤدي إلى سحب السيولة المحلية إلى البنك المركزي ولذلك فإن بيع أو إقراض حوالات الخزانة تعد من إجراءات التعقيم وهي ضمن عمليات السوق المفتوحة. لكن في العراق، نستطيع القول، لا توجد عمليات سوق مفتوحة إنما التعقيم فقط. ومن الأسهل للبنك المركزي التحكم بالسيولة اعتماداً على أدوات سوقية دون إحداث تشوهات في السوق. وتظهر فاعلية التعقيم في تحجيم الائتمان المحلي، ولا تنسجم الدعوة إلى امتناس السيولة من المصارف إلى جانب الحث على تنشيط الائتمان المصرفي. وربما نكتشف إن اليات عمل الاقتصاد النفطي كما هو في العراق يشكل بيئة لا تساعد على بلورة الوعي بحقائق الاقتصاد والعلاقات الواقعية فيما بين العمليات الاقتصادية.

إن حوالات البنك المركزي عالية السيولة وبالتالي فإن حيازة المصارف لها قد لا تعيق نمو الائتمان ما لم تنته أوراق البنك المركزي عند زبائن المصارف. وفي هذه الحالة يفضل أن تكون أوراق البنك المركزي أبعد زمناً من السنة، ونفهم من هذا الاستنتاج الذي أفرزته التجربة الآسيوية إن إصدار سندات البنك المركزي لأمد بعيدة يقتضي تسهيل حيازة تلك السندات من الجمهور. ولحد عام 2020 لم تنشأ تقاليد حيازة

الجمهور لسندات دين المؤسسات العامة، في العراق، وقد حصل هذا لمرة واحدة قبل عقود من الزمن فيما سمي سندات قرض الانتاج ولم يستمر الاصدار بعدها. إن التماثل ممكن منطقياً بين العراق وبلدان استراتيجية النمو المقاد بالصادرات الصناعية. في تلك البلدان تستقبل المصارف التجارية حصيلة الصادرات بالعملة الأجنبية من التجار والمصدرين، ويشترى البنك المركزي تلك العملة الأجنبية من المصارف بينما في العراق الحكومة هي المصدر ويشترى البنك المركزي العملة الأجنبية مباشرة منها. وبعد وصول العملة الأجنبية إلى البنك المركزي يصبح التماثل قائماً فيما بعد عدا إن تلك البلدان أعمق مالياً بكثير من العراق وخاصةً في سوق أوراق الدين.

وتبين الأبحاث ( Mehrotra P5 ) في العقد الأول من القرن الحالي إن الارتباط بين الأساس النقدي والموجودات الأجنبية للبنك المركزي بات ضعيفا في دول آسيا الناهضة. بمعنى إن تلك الدول نجحت تماماً في تعقيم تدخلها في أسواق الصرف وبالتالي مراكمة احتياطات دولية دون أن يؤثر ذلك التراكم بذاته في عرض النقد. في البلدان عالية الانفتاح المالي قد تُفشل تدفقات رأس المال قصيرة الأمد عملية التعقيم إذ كلما اصدر المركزي حوالات جديدة تدفقت أموال من الخارج لشرائها أي إن هذه الأموال تبادل مقابل العملة الوطنية لشراء تلك الحوالات فيشتري الأجانب العملة المحلية، التي اشتراها البنك المركزي بالحوالات، في مقابل عملة أجنبية. ومع ازدياد الفرق بين أسعار الفائدة في الخارج التي توظف بها الاحتياطات وأسعار الفائدة في الداخل التي يتحملها البنك المركزي على إصدار أدواته تزداد تكاليف التعقيم وتهدد أيضاً جدارته في السياسة النقدية. وقد يضطر البنك المركزي أحيانا إلى ما يشبه التعطيل الجزئي للتعقيم بأن لا يتشدد نقدياً في مواجهة الضغوط التضخمية لئلا ترتفع الفائدة وتزداد تكاليف التعقيم. كما إن مدفوعات الفائدة هي أيضاً تكاليف لقاء تعطيل أموال عن الاستثمار في المجالات الحقيقية، فتكون مدفوعات لا تقابل توليد حقيقي للدخل ولذلك تنطوي جوهرياً على ضغط تضخمي.

من جهة المصارف أدوات التعقيم بسعر فائدة مصدر للأرباح دون مخاطر ولذلك يُخشى أن تؤدي إلى خفض الاستثمار الانتاجي وذلك بخفض الاقراض للمستثمرين في القطاع الحقيقي وكان هذا الموقف رائجاً في العراق عندما وصل التعقيم ذروته مع تجاوز أسعار الفائدة التي يدفعها البنك المركزي 20 بالمائة. وقد لاحظت بعض الدراسات ( Mehrotra P6 ) وجود ارتباط سالب بين نمو احتياطات البنك المركزي ونمو الاقراض المصرفي. وعادة ما تكون تكاليف التعقيم اقل عند هيمنة المصارف الحكومية. وعموماً لا يمكن الحكم على ضرورة إصدار البنك المركزي لحوالات أو سندات ما لم تستنفد الوسائل الأخرى ومنها احتجاز الفوائض النقدية الحكومية في البنك المركزي. أما أن تستمر الحكومة بمراكمة فوائض نقدية في المصارف ويقوم المركزي باقتراضها فهذه مشكلة تجعل استخدام البنك المركزي للأدوات ذات الأساس السوقي للتعقيم، تقريباً ، بلا معنى.

لأن المشكلة في هذه الحالة بين الخزانة والبنك المركزي. وفي العراق من الأفضل للحكومة، أصلاً، إبقاء هذه الأموال التي تمثلها السيولة الفائضة بالعملة الأجنبية سواء في حساباتها التي يديرها البنك المركزي أو ودائع لدى البنك المركزي فتحولها إلى العملة المحلية وقتما تقتضي الحاجة إليها. إلا إذا كانت تريد حل مشكلة خسائر المصارف وتهبئ لها موارد عن طريق إيداع فوائض نقدية لديها يقترضها البنك المركزي لتستلم فوائد تعطي نفقاتها بهذه الطريقة .

بدأت كوريا الجنوبية عام 1961 بإصدار سندات التعقيم وقد وصلت قيمتها عام 2005 نسبة 20 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي وانخفضت هذه النسبة إلى 15 بالمائة عام 2011. وفي اندونيسيا استخدمت الاصدارات للتعقيم ولكنها لا تزيد على 2 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي. وفي الصين ظهرت إصدارات البنك المركزي متأخرة بهدف التعقيم إلى جانب الأدوات الأخرى بما فيها الاحتياطات الإلزامية وأدوات الدين الحكومي وغيرها . وفي عام 2003 أصدرت الصين الشعبية حوالات لثلاثة أشهر، وستة أشهر، وسنة ثم أصدرت سنداً من البنك المركزي لثلاث سنوات وقد فسر المعنيون هناك إصدار السند الأخير لتسهيل إدارة دين البنك المركزي. بمعنى إن البنك المركزي الصيني متيقن من استمرار فائض السيولة. وانخفضت إصدارات البنك المركزي الصيني نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي عندما وصلت 6 بالمائة منتصف عام 2011 بينما كانت 15 بالمائة في السنوات 2006-2008 ( Mehrotra P8 ). وفي ماليزيا وتايلاند كانت أوراق البنك المركزي لمختلف الأمد 13 بالمائة في الأولى و10 بالمائة في الثانية وفقاً لأحدث البيانات. وفي الدولتين لم تقتصر سياسة التعقيم على إصدارات بأسعار فائدة بل استخدمت الأدوات الأخرى المتعارف عليها في عمليات السوق المفتوحة وفي تايلاند كانت مبادلات العملة الأجنبية Foreign Exchange Swaps أيضاً قد وظفت لهذا الغرض. وفي الهند تستخدم الاحتياطات الإلزامية إلى جانب إصدارات حكومية لغرض التعقيم. و في ماليزيا كان الرأي المساند لإصدار سندات البنك المركزي لأمد أطول بسبب إقبال المستثمرين الأجانب على استثمارات الأمد القصير وبالتالي مزيد من التدفقات التي ترغب في تحاشيها، كما إن إصدارات الأمد البعيد أقل كلفة عندما تكون أسعار الفائدة أوطأ. ومن الضروري الإشارة إلى إن سعر الفائدة للأمد الأبعد أعلى عادةً لكن الاقتراض بعيد الأمد في أوقات انخفاض منحنى سعر الفائدة مع الزمن يستند إلى توقع ارتفاع أسعار الفائدة في وقت لاحق. أي إن أسعار الفائدة المنخفضة الآن للأمد القصير لا تدوم ما يعني تدوير الدين بأسعار فائدة أعلى لاحقاً .

لم يتجاوز متوسط الأمد الزمني لأدوات البنك المركزي، في الصين سنة ونصف بين عامي 2008 و2011. وفي اندونيسيا ثلاثة أرباع السنة، وفي كوريا الجنوبية دون السنتين، وفي ماليزيا لا يزيد على نصف سنة. وفي تايلاند ثلث الأوراق الصادرة عن البنك المركزي أطول من السنة أمدًا. ويبدو، بسبب الانفتاح، يقبل المستثمرون الأجانب على حيازة حوالات البنوك المركزية في آسيا، ولكن طابع الاستثمار هذا متقلب إذ كان الأجانب يحتفظون بحوالي 52 بالمائة من إصدارات البنك المركزي الماليزي عام 2007 و 31.5 بالمائة عام 2010 لكن حيازتهم عام 2008 حوالي 9.5 بالمائة. ويلاحظ إن المتغيرات المرشحة لتفسير حجم المطلوبات على البنك المركزي بالحوالات والسندات نسبة إلى التعقيم بالاحتياطات الإلزامية هي الانتاج الصناعي، التضخم، الائتمان المحلي، التدفقات الاستثمارية الأجنبية لحيازة السندات، التدفقات لحيازة الأسهم، وأسعار الفائدة، وهذه أيضاً تفسر الأمد لكن العلاقة لم تكن محكمة إحصائياً. وتملي البيئة الاقتصادية الكلية والمالية إلى حد كبير مدى استخدام حوالات وسندات البنك المركزي للتعقيم. ويبدو أن العلاقة وثيقة بين التعقيم بالأدوات السوقية ونمو الائتمان. ولمتطلبات الاستقرار النقدي دور في اختيار أمد الاصدارات التي وجدناها تتراوح بين أقل من شهر إلى عدة سنوات لكن متوسط الأمد يبقى اقرب إلى القصير بصفة عامة ما لم تتدخل الأسباب الاستثنائية.

ومع زيادة معدل التضخم تميل أمد السندات إلى الارتفاع. ومن مبررات الربط بين السيطرة النقدية وأمد ورقة البنك المركزي هي إن الدول تحاول تنظيم نمو عرض النقد للأمد المتوسط . وعندما تكون الحيازة

الأخيرة لأوراق البنك المركزي لدى القطاع المالي والمؤسسات غير المصرفية تكون سياسة التعقيم بهذه الأدوات فعالة لأنها تقلل فعلاً من نمو النقود. ان الأسباب التي تدعو إلى إصدار أوراق تتجاوز الأمد القصير ليست موجودة في العراق لكن هذا لا يمنع إصدارها عندما تخفق أدوات الأمد القصير أو لا تكفي لاستيعاب السيولة الفائضة. ويعتمد اختيار أدوات التعقيم على مدى فاعلية وإمكانية استخدام الوسائل الأخرى، وأيضاً الكلفة النسبية. ويبدو ان الكلفة بدلالة الفرق بين سعر الفائدة على حوالات البنك المركزي وسعر الفائدة على الاحتياطيات الإلزامية مهم في اختيار وسيلة التعقيم. وكانت العلاقة عكسية بين كلفة التعقيم بأدوات البنك المركزي والحجم النسبي للسيولة المحتجزة بهذه الأدوات. ولكن هذه العلاقة لم تكن عكسية في ماليزيا والاحتياطيات الإلزامية بلا فائدة في ماليزيا وكذلك في العراق.

في الوضع الاعتيادي تكون عمليات السوق المفتوحة بأشكالها المختلفة الآلية الرئيسية التي من خلالها تقدم سيولة إضافية أو تمتص الزائدة منها. ولأغراض السياسة النقدية وإدارة السيولة يتزايد التركيز على الأدوات السوقية قصيرة الأمد وهي حوالات الخزنة وحوالات البنك المركزي وكلاهما واطئة المخاطر وعملياً لا توجد مخاطر ولذلك من المتوقع أن تكون أسعار الفائدة عليها هي الأوطأ. وتبقى حوالات الخزنة هي البديل الأفضل لكن البنوك المركزية تتردد، أحياناً، إصدار حوالاتها بعدم تطور سوق حوالات الخزنة وتتردد الحكومة في إصدار حوالات وتتحاشى الاقتراض. عندما تصدر حوالات الخزنة بهدف التعقيم تتراكم حصيلتها لتُجمد في البنك المركزي كما في تجربة الهند وبخلافه فهي أداة للتوسع النقدي عندما يشتريها البنك المركزي، وأداة لتحويل السيولة إلى القطاع الحكومي عندما تشتريها المصارف. أي عندما تصدر حوالات الخزنة بهدف توسيع الإنفاق فهذا قد لا ينسجم مع الهدف النهائي للتعقيم وهو الاستقرار الاقتصادي الكلي ولا حتى مع الهدف المباشر وهو تقليص السيولة إذ ستعود إلى السوق بعد إنفاقها. ولكنها تؤدي غرضاً لا يتناقض مع مطلب الاستقرار الكلي عندما يقترن فائض السيولة بركود اقتصادي .

وقد يساعد المنهج الكلي الذي يجمع آثار الضبط المالي والسيطرة على السيولة ارتباطاً مع مستوى الطلب الكلي الفعال بالمقارنة مع نسبة البطالة، ويساعد هذا المنهج على المفاضلة بين أدوات البنك المركزي وحوالات الخزنة. ومع ذلك لا زالت حوالات الخزنة هي الأكثر قبولاً في حين ينظر إلى حوالات البنك المركزي وسندياته بأنها أدوات تحتاج إلى تبرير ولا تمثل القاعدة العامة. ومن أسباب تفضيل استخدام حوالات الخزنة للتعقيم هي إن تكاليف التعقيم تتحملها الموازنة ولذلك سوف تخضع للمناقشات والتدقيق والشفافية الذي يكتنف نظام الموازنة. وستكون للهيئة المنتخبة كلمة في تلك السياسة، وهذا الفهم يريد الفصل بين الخصائص البنوية التي تنتج فائض السيولة وسياسات تهذيبها . أي إن التعامل مع تلك الخصائص من مسؤولية السياسة الاقتصادية ويُفضّل أن تتحمل الموازنة تكاليفها. لكن الاقتصاد النقدي لم يطور البحث في المفاضلة بين حوالات الخزنة والأدوات السوقية للبنك المركزي في سياسة التعقيم والسيطرة على السيولة.

بعض الدول تحولت من استخدام حوالات البنك المركزي إلى حوالات الخزنة لمزاولة سياسة التعقيم ومنها البرازيل. وبعد أيار 2002 اتفق البنك المركزي ووزارة الخزنة البرازيلية على استخدام حوالات الخزنة بدلاً عن حوالاته وسندياته، وتبعاً لذلك توقف عن إصدارها. وعندما تطفأ تصدر الخزنة حوالات محلها وتجدد حصيلتها في البنك المركزي في حساب خاص لا يستخدم إلا لتسديد ديون خارجية أو زيادة الاحتياطيات الأجنبية. وحسب مسح عام 2008 ( Nyawata P7 ) والذي شمل 84 دولة ظهر إن 29

دولة لا تستعمل إلا حوالات الخزانة لأغراض السياسة النقدية، و28 دولة تستخدم حوالات البنك المركزي، و27 دولة تستخدم الأدوات. ومن بيانات أخرى يذكر إن في 49.5 بالمائة من الحالات تستخدم حوالات البنك المركزي وفي 50.5 بالمائة من الحالات تستخدم حوالات الخزانة وذلك حسب قاعدة البيانات . ISIMP

وحسب تصنيف آخر ( Nyawata P8 ) 20 دولة نامية تستخدم حوالات الخزانة وتقتصر 14 دولة على حوالات البنك المركزي و15 دولة تستخدم الأدوات. وفي الدول المتقدمة أظهر المسح 7 دول 4 منها تستخدم حوالات الخزانة وتقتصر ثلاث دول على حوالات البنك المركزي.

إن مراجعة الممارسة الفعلية للحكومات والبنوك المركزية ضروري ولا غنى عنه لاختبار الفرضيات بل وحتى النماذج النظرية الراسخة وللتعرف على نسبية النصوص سواء التشريعية منها أو في الخطاب الرسمي للسياسة النقدية. لقد حدثت تحولات مؤسسية تضمنت إنشاء وكالات ( دوائر ) خاصة بإدارة الدين لكن لا زالت العديد من البنوك المركزية تتولى إصدار أوراق الدين نيابة عن الخزانة. ومن المتعارف عليه، على نطاق واسع، إن خدمة أهداف السيولة تتعلق بأدوات الأمد القصير اقل من 12 شهر بينما تتوخى خدمة أهداف الدين الأمد الأبعد. وبتعبير آخر أهداف إدارة السيولة مع الطرف القصير بينما إدارة الدين مع الطرف البعيد من طيف الأمد الزمني للأوراق المالية. لأن التمويل بأوراق قصيرة الأمد من شأنه زيادة مخاطر إعادة التمويل، أي تدوير الدين بإصدارات جديدة لتسديد الأوراق المستحقة، حفاظاً على حجم الدين . ولذلك اتجهت الكثير من البلدان لإعادة هيكلة مديونياتها باتجاه الأمد البعيد منذ منتصف التسعينيات ولذلك اظهر مسح ( ISIMP ) لعام 2008 إن حوالات البنك المركزي لأغراض إدارة السيولة عموماً تكون أمداءها، مع قليل من الاستثناءات، أقل من 12 شهر. ولكن هذه البلدان التي تصدر بنوكها المركزية أوراق دين بأطول من سنة عددها 10 عام 2008 ومنها الأردن ولبنان. بتعبير آخر إذا أراد العراق إصدار سندات من البنك المركزي متوسطة الأمد لخدمة سياسة التعقيم فان دولاً أخرى قد سبقته الى هذا الاختيار، لكنه في نفس الوقت ليس مضطراً طالما إن الوسائل الأخرى لم تستنفد بعد.

سوق الأوراق المالية في العراق بحاجة إلى تطوير جذري إذ في الوقت الحاضر لا توجد سوى حوالات الخزانة وحوالات البنك المركزي وكلاهما بحجم ضئيل نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي. انه يفتقر إلى أدوات الأمد البعيد، وكذلك إلى الأدوات المالية للقطاع الخاص. إن تعميق السوق وتنويعه بموازاة تقوية الوسائل الأخرى للسيطرة على السيولة، ومنها تجميع وتركيز الفوائض النقدية للحكومة في البنك المركزي، تعني بمجموعها إنجازات مهمة طال انتظارها. ومن الدول التي تسمح قوانينها إصدار البنك المركزي لسندات أطول من سنة: بوليفيا، كوستاريكا، الأردن، لبنان، ماليزيا، روسيا، طاجيكستان، وتايلاند، وأوزبكستان.

المهم لضمان سيولة السوق وتعزيز اتجاهات تطوير الأسواق المالية لا بد من الاتصال في طيف الأمد أي تتوفر أوراق مالية لفترات مختلفة. والرأي الغالب، لحد الآن، هو إن إدارة السيولة تستخدم الأمد القصير وان حوالات الخزانة يمكن أن تلعب الدور نفسه الذي من اجله تصدر حوالات البنك المركزي وهو عمق

وسيولة أسواق الأوراق المالية بالمجمل. وأيضاً تسعير الأدوات المالية وتطوير الأسواق من المسائل التي لا بد من العناية بها لضمان فاعلية السياسة النقدية بل وسياسة الاستقرار على المستوى الكلي.

بيانات أسعار الأوراق المالية وتغيرها مهمة أيضاً للتعرف على آفاق التضخم والنتائج. وان سندات الأمد البعيد الخالية من المخاطر والتي تصدرها الحكومة تؤدي، عادةً، وظيفة المقياس المرجعي لعوائد الموجودات ذات الدخل الثابت. وأيضاً لحوالات البنك المركزي والحكومة وظيفة أخرى إذ تقدم ضمانات ذات قبول عالي للانتمان ( Nyawata P12 ).

ويستفاد من تجربة البلدان الانتقالية إن البنوك المركزية اضطرت إلى إصدار أوراقها عندما لا تتوفر كفاية من أوراق الدين الحكومي لخدمة السيطرة على السيولة والتعقيم بعد تدفق العملة الأجنبية إلى تلك البلدان ومراكمة احتياطي كبيرة، وفي وقت كانت فوائض الموازنات العامة تجعل الدول في غنى عن إصدار أدوات دين. وأحياناً لا تتيح القوانين ذاتها للبنك المركزي فرصة لاستخدام حوالات الخزنة لأغراض السياسة النقدية. ولكن قانون البنك المركزي العراقي يسمح بشراء حوالات الخزنة من السوق الثانوية لخدمة الأغراض النقدية. ولا يستطيع البنك المركزي العراقي الانتفاع من هذا السماح إلا بعد أن يصل رصيد حوالات الخزنة مبلغاً يتناسب مع الحجم المطلوبة لإدارة السيولة. وتحاكي تجربة الدول الانتقالية خبرة الصين الشعبية، واندونيسيا، ولبنان، وصربيا في إن إصدار أوراق البنك المركزي جاء لتعقيم اثر التدخل في سوق الصرف لمواجهة تدفقات العملة الأجنبية الداخلة. وغالباً ما تهتم الدراسات بتكاليف سياسة التعقيم التي تعتمد على إصدار حوالات وسندات البنك المركزي لان الخسائر تتطلب تمويلاً من مصدر ما وفي هذه الحالة من الموازنة وقد تواجه البنوك المركزية صعوبات لأن مناقشة طلب التمويل لسد الخسارة قد تنتقص من استقلال البنك المركزي. ومن هذه الزاوية تصبح حوالات الخزنة وسيلة أفضل للتعقيم لأن موافقة الحكومة على تحمل التكاليف مضمونة مسبقاً. لكن هذه المخاوف تفترض وجود ضوابط قانونية تحتم على البنوك المركزية الاهتمام بتوازن ميزانيتها العمومية وتجنب الخسائر في عملياتها الجارية تبعاً لذلك. ولا توجد هذه الضوابط دائماً والبنك المركزي هو المؤسسة الوحيدة التي تستطيع تحمل أي حجم من الخسائر والمركز المالي للبنك المركزي لا يعني الكثير كما هو الحال مع مصرف تجاري أو شركة أعمال. لكن من وجهة نظر السياسة النقدية قد تكون للخسائر مضامين سلبية لأنها بالنتيجة إضعاف للمركز المالي الموحد للقطاع العام لأن الفروقات بين مصاريف البنك المركزي ( مدفوعات الفائدة ) وإيراداته ( مقبوضات الفائدة ) ممولة بمطلوبات للقطاع الخاص على البنك المركزي وبالتالي على القطاع العام وهو تمويل غير حقيقي في هذه الحالة. ومن نتيجة النقاش ان الحكومات قد لا تقتنع بتحمل تكاليف مالية لامتصاص السيولة، ومن هذه الزاوية تظهر أهمية نظام إدارة نقد الموازنة لأن مراكمة الفوائض النقدية للحكومة في البنك المركزي يعني عملية تعقيم بلا كلفة، بل ربما تساعد الحكومة على تقليل حاجتها للاقتراض قصير الأمد.

يوصف فائض السيولة، في مثل تجربة العراق قبل عام 2014 ودول أخرى، بأنه بنوي ويفضل استخدام الحوالات الحكومية لامتصاصه، هذا حسب الآراء السائدة في الاقتصاد النقدي. وتعمل سياسة التعقيم، عرفاً، مع سوق النقد وهو الطرف القصير من الأسواق المالية. وعندما تتوزع إصدارات البنك المركزي والحكومة على كافة الأماد فإنها تنتشر باتصال لتغطي طيف الأماد بأكمله وتقدم مقاييس مرجعية Bench marks لأسعار الفائدة. وعندما تنتوع إصدارات أوراق الدين من البنك المركزي ووزارة المالية سوف تتبلور البنية

الزمنية لأسعار الفائدة وهوامش المخاطرة. وما لم تباشر الجهات المعنية بتطوير سوق النقد أولاً وسوق الأوراق المالية الأشمل لا يستبعد احتمال تدخل عناصر ومؤشرات لا سوقية في رسم بنية سعر الفائدة . وابتداءً قد يكون ربط سعر الفائدة على تسهيلات الإيداع لدى البنك المركزي مع مزاد حوالاته يمثل خطوة في الطريق نحو دور أقوى للسوق في تحديد أسعار الفائدة وتوثيق الروابط بين أسعار البنك المركزي وأسعار الإقراض والإيداع. كما إن تفضيلات حائزي السيولة تنعكس أيضاً في إظهار خصوصية للفروقات بين أسعار الأمد القصير والمتوسط والبعيد والتقييم القطاعي للمخاطر. وعموماً فإن عدم التأكد حول القوة الشرائية المستقبلية الداخلية للعملة الوطنية، توقع التضخم، وهامش الانتظار، والمخاطر الخاصة بنوع الائتمان كلها تتفاعل لرسم بنية أسعار الفائدة في ضوء العرض الاجمالي للسيولة والطلب عليها مع مستوى معين للنشاط الاقتصادي الكلي والادخار والاستثمار والعلاقات المتبادلة فيما بين جميع هذه المتغيرات.

يفهم من دراسة التجارب وأطر المفاهيم السائدة في الاقتصاد النقدي إن الاختيار بين أدوات البنك المركزي والخزانة ينطلق من الأهمية التي توليها المدرسة السائدة لاستقلال البنك المركزي في عملياته. وأن تساعد الأوراق المالية للقطاع العام بغض النظر عن جهة إصدارها في تطوير سيولة الأوراق وتسهيل نقل إشارات السياسة النقدية. ولما تقدم من معايير رجحت أفضلية حوالات الخزانة كي تستخدم لوظيفتي الدين وإدارة السيولة. وينسجم هذا الأستنتاج مع منهج متكامل لتمويل القطاع العام، ولا بد للحكومة من دور في تطوير أسواق النقد. وإن أوراق الدين الحكومي تقدم عناصر ايجابية لتعزيز بقية الأدوات المالية لقطاعات الاقتصاد الوطني الأخرى، أي إن الأوراق المالية الحكومية تولد وفورات خارجية لبقية أنشطة الأسواق المالية .

إن التعامل بكفاءة مع فائض السيولة والذي يعني مبدأ أدنى التكاليف وبما يساعد على تعميق وتنويع الأسواق المالية يقتضي أن يكون لوزارة المالية الدور الأكبر في هذا المضمار. وتؤدي الأوراق المالية الحكومية، عادةً، دوراً نقدياً بل لا زال ثقلها هو الأكبر في الأسواق المالية وعمل البنوك المركزية لأغلب الدول إضافة على وظيفتها في تمويل عجوزات الموازنة العامة وإدارة الدين الحكومي .

وليس من الضروري، حسبما يستنتج من مراجعة سياسات الدول الأخرى، التشدد والقول بوجود الاعتماد أما على إصدارات البنك المركزي أو الخزانة لمعالجة فائض السيولة وإدارتها. وقد تأكدت أهمية التمييز بين الإدارة اليومية للسيولة، أو في الأمد القصير جداً، ومعالجة فائض السيولة المزمّن أو البنوي. إن تغير الاحتياطات الزائدة للمصارف بصفة مستمرة يعد من خصائص عمل المصارف وأسواق النقد. وعادة تعمل سوق ما بين المصارف على نقل الاحتياطات الزائدة إلى المصارف التي تتعرض لنقصها وذلك بصفة طارئة. وتختلف هذه عن فائض السيولة بالمجمل عندما يتخذ صفة مستمرة، أو العجز الشامل بالسيولة وهو الذي يعانيه القطاع المالي Financial Sector خلال الأزمات أو بعيدها. أي لا بد من التمييز بين قواعد العمل في الوضع الاعتيادي، تغير السيولة، وحالات أخرى عندما تتخذ السيولة حالة الفائض المستمر أو العجز المستمر.

من الناحية المبدئية تتوفر ثلاث أدوات لامتصاص السيولة الفائضة في النظام المصرفي: حوالات وسندات الخزانة، وحوالات وسندات البنك المركزي، وودائع المصارف لدى البنك المركزي بفائدة ولكل من هذه الأدوات مزايا ومثالب تقدم الحديث عنها في السابق. وهناك أدوات لا بد من العمل للانتفاع منها وأهمها

احتجاز الفوائض النقدية الحكومية لدى البنك المركزي بوسائل إدارية قوامها النظام الذي يسمى الحساب الوحيد للخرزانة لدى البنك المركزي STA والتسويات اليومية بين أرصدة الحكومة لدى المصارف وهذا الحساب، كما يمكن استخدام الاحتياطات الإلزامية بمرونة أكثر. ويمكن التفكير في تسهيلات الإيداع والاحتياطات معاً ضمن إطار موحد عبر دفع فوائد على الاحتياطات وقد تكون متدرجة أداها على المقدار الإلزامي وأعلى منها للشريحة التالية وسعر فائدة قريبة من مستوى السوق للشريحة الثالثة والمفتوحة. إضافة على حساب جاري للمصارف بدون فائدة يعزز يومياً ينقل الفائض منه إلى الأرصدة الأخرى في الشريحة الملائمة. وفي العراق، والدول النفطية، طالما لم تنجز السيطرة على نقدية الموازنة بعد لا يمكن الوصول إلى نظام محكم إذ بإمكان وزارة المالية أن تحول جزءاً كبيراً من رصيدها في الخارج إلى العملة الوطنية وتذهب بالحصيلة إلى المصارف، ما يعني بقرار إداري ألغت أثر حوالات البنك المركزي ونافذة الإيداع. ما يضطر البنك المركزي للجوء إلى الوسائل الكمية مثل فرض نسبة عالية من الاحتياطات الإلزامية على ودائع الحكومة المركزية في المصارف وقد استخدمت هذه الأداة فعلاً في العراق، من قبل، إذ وصلت إلى 75 بالمائة لمدة من الزمن. أو يعرّف الأموال المعدة للإقراض ويلزم المصارف بسقفها وفي معادلة التعريف يستبعد، كميماً النسبة التي يراها ملائمة من الودائع الحكومية. وفي مثل هذه البيئة من الصعب الحديث عن فاعلية سوق النقد أو حتى مزادات حوالات البنك المركزي، طالما تتحكم الإجراءات الكمية بعرض السيولة وبالتالي يتعاضد دور العوامل غير السوقية في تحديد أسعار الفائدة .

تتجلى العلاقة بين البنك المركزي ووزارة المالية، الخزانة، على مستويات مختلفة وهي مرتكز سياسات القطاع المالي Financial Policies. وتفيد دراسة الممارسات الأكثر رصانة ان تماسك السياسة النقدية مع سياسات التمويل الحكومي من مقومات نجاح ادارة الاقتصاد الكلي. ان ودائع الحكومة في المصارف وحركة نقد الموازنة العامة، تضع امام البنك المركزي صعوبات جدية في ادارة السيولة. والأخيرة لا بد ان تتسق بالسبل الإدارية مع سياسة الدين الحكومي والأرصدة النقدية للموازنة في المصارف. وسوف يتضح ان إدارة فعالة لنقد الموازنة العامة تغني عن الكثير من إجراءات التعقيم التي يزاولها البنك المركزي. ومما يسهل هذه المهمة، السيطرة، على نقدية الموازنة بنظام Cash Management كون البنك المركزي يقدم للحكومة الكثير من الخدمات، بما فيها، ادارة الاصدارات من حوالات الخزانة وارصدها في الخارج وهو، أيضاً ، القناة الوسيطة، بين الموازنة العامة والمصارف. لذلك يرتكز نظام ادارة نقد الحكومة على حساب رئيسي لها لدى البنك المركزي Single Treasury Account (STA) .

ورغم أهمية استقلال البنك المركزي عن سلطة المالية العامة الا انهما مسؤولان عن محصلة المركز المالي للحكومة أو ما يعبر عنه الميزانية العمومية للقطاع العام. ولكل منهما أولويات وتقديرات مختلفة للمخاطر ما يتطلب التنسيق كي لا تتعارض القرارات الى حد الحاق الضرر بالاقتصاد الوطني. وفي موضوعنا بالذات يمكن لوزارة المالية احباط تدابير البنك المركزي للسيطرة على السيولة اذا ما تدفقت فوائضها الى المصارف دون حدود.

ان تنظيم العلاقة بين السياسة النقدية واحتياطات المصارف لدى البنك المركزي من جهة ونقدية الموازنة العامة والدين الحكومي من جهة أخرى تساعد على تجنب الكثير من المشكلات وخفض تكاليف السياسات.

## استقرار المستوى العام للأسعار والأهداف الكلية

### مسار الوقائع والاستقرار

من نتائج الصدمة النفطية الأولى عام 1974 أرتفع معدل التضخم في تلك السنة إلى 11 بالمائة في الولايات المتحدة الأمريكية، وشهدت بقية البلدان الصناعية قفزة مماثلة. وتكرر المشهد بين عامي 1979 و1981 وكانت الذروة عام 1980 عندما وصل معدل التضخم حينها 13.4 على أثر القفزة الثانية في أسعار النفط. وقد تزامنت الصدمة الأولى مع ارتفاع أسعار الغذاء، والصعود الثاني في الأسعار رافق الإطاحة بالنظام الملكي في إيران والذي أعقبه توتر بين الجمهورية الإسلامية والولايات المتحدة الأمريكية وتقييد صادرات النفط الإيراني، والعراقي، ومخاوف جيوسياسية مع اشتعال الحرب بين العراق و إيران. هذه الأحداث حولت انتباه متخذو القرار في الغرب نحو السيطرة على التضخم. خاصة وأنهم عاشوا فترة طويلة من النمو الناجح. وأيضا تراكمت تحولات في بنية الاقتصاد منها بروز أهمية قطاع المال وقوة الليبرالية الجديدة، التي تبنت الخصخصة التي بدأتها بريطانيا عام 1979 وهي باكورة عهد جديد شعاره فشل الدولة ونجاح السوق في الاقتصاد.

ويصور الشكل البياني في أدناه مسار التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال قرن من الزمن بين عامي 1914 و 2013. ويبدو واضحا كيف أن التضخم كان حدوثه في الماضي عبر دورة أسعار يتعاقب فيها التضخم والانكماش. لكن بعد الحرب العالمية الثانية فقد المستوى العام للأسعار المرونة نحو الأسفل وأنقطع تماما عن نمط التقلبات السعرية المعروف في القرن التاسع عشر. وقد تساعد المقارنة بين مسلك التضخم قبل عام 1981 والفترة التي بدأت عام 1990، على إيضاح نمط التغيير، المبين في الجدول التالي. فيلاحظ أن المتوسط والتذبذب بدلالة الانحراف المعياري صار كلاهما أدنى منذ نهاية الثمانينات. كما اختفت وقائع هبوط المستوى العام للأسعار في التسعينات من القرن الماضي والقرن الحالي.

#### الجدول رقم (4)

معدل التضخم السنوي في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1914 و2020

#### بيانات شهرية

عدد المشاهدات الشهرية	الحد الأعلى للتضخم	الحد الأدنى للتضخم	الانحراف المعياري للتضخم	وسيط معدل التضخم	متوسط معدل التضخم	المؤشرات والمدة
432	23.67	(15.79)	7.588	1.697	2.747	1914 - 1950
252	9.36	(2.08)	2.117	1.727	2.377	1951 - 1970
300	14.76	1.1	3.182	4.589	5.669	1971 - 1995
144	4.69	1.07	0.803	2.638	2.602	1996 - 2007
148	5.6	(2.1)	1.301	1.752	1.767	2008 - 2020

المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من St. Louis FRED Economic Database

كما أن المدى الذي تحركت به الأسعار كان 27.8 بالمائة في المدة حتى نهاية عام 1980 في حين تراجع إلى 5.9 بالمائة في الفترة الأخيرة. وفي الحقبة الأولى تزايد معدل التضخم في الاتجاه العام سنويا بمقدار 0.0631 بالمائة، بينما في السنوات الأخيرة تناقص سنويا بمقدار 0.0609 بالمائة.

علما أن التضخم المدروس في الجدول آنفا والشكل البياني أدناه هو التغير النسبي السنوي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك. وهو الأكثر دلالة على القوة الشرائية للأجر وتكاليف المعيشة، والذي يؤثر في الأجور إذ ينعكس في عقود العمل الجديدة. وتكشف متابعة التضخم للولايات المتحدة الأمريكية عن الخلفية التي أثرت في التنظير والبحث الاقتصادي بعد الحرب العالمية الثانية.

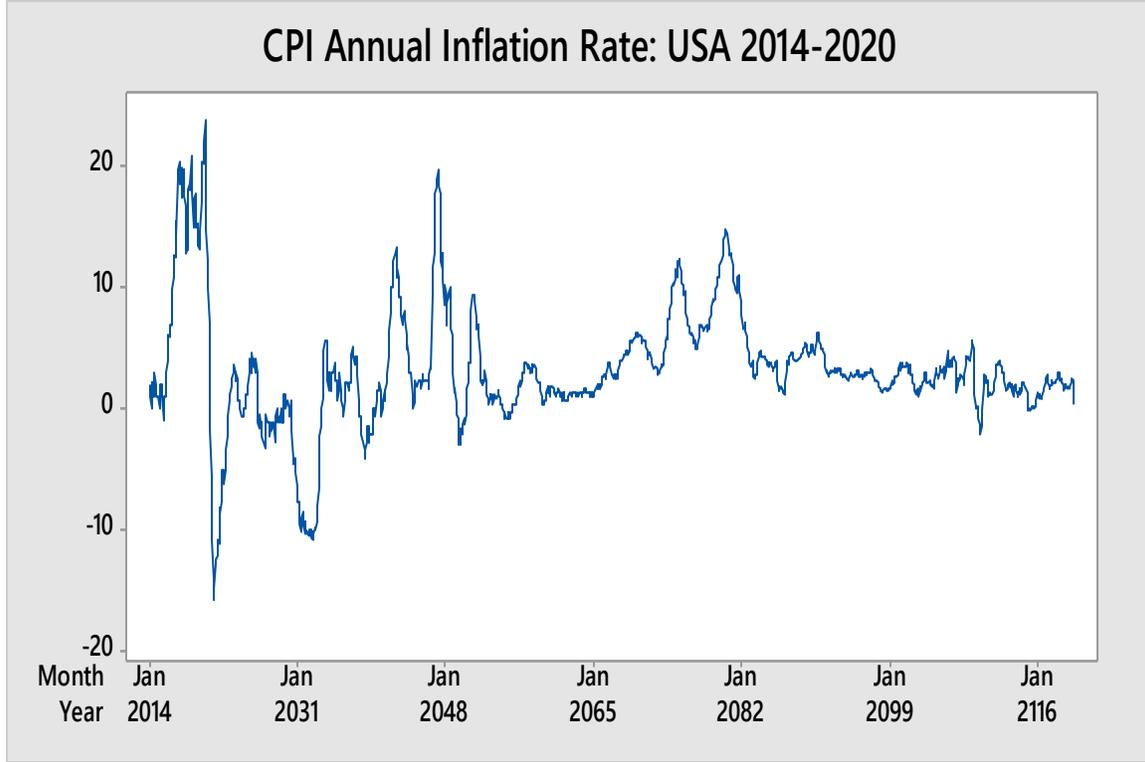
وربما أدت نهاية بريتون وودز عام 1971 وتعويم الدولار بعد أن كان معرفا بالذهب، 35 دولار للأونس الواحد، إلى قلق كون العملة الورقية القانونية لم تعد مرتبطة بمعيار معدني. وأثار ذلك التحول إشكالات نظرية، أيضا، مثل مشكلة عدم التحديد في المستوى العام للأسعار أي استقلاله عن الأسعار النسبية، ( ) Andolfatto, D. et al , pp1-5. أو بتعبير آخر العلاقة بين معادلة كمية النقود وتوازن والراس، وما هو معدل التضخم الأمثل ، بل وحتى التساؤل حول الجهة التي تتحمل مسؤولية النظام النقدي. ومن المقترحات غير المألوفة والتي قدمها هايك وفريدمان أن تدار النقود خارج السلطة الحكومية من القطاع الخاص. والعملة في هذه الحالة خاصة ومدعمة بالذهب، وقد تناولت مباحث الفصلين السابقين هذا المقترح ضمن عرض أفكار المدرسة النمساوية. ومن المتوقع في مثل هذه الأجواء أن تقدم السلطات الرسمية ضمانات للمستثمرين والمدخرين بالحفاظ على القوة الشرائية للعملة الورقية، وأن توكل هذه المهمة للبنك المركزي " المستقل" لتجنب القرارات الاجتهادية للسلطة المالية. والتضخم الذي ظهر في السبعينات الهب الجدل حول هذه المسائل في مطلع الثمانينات. ويراد من استهداف التضخم أساسا الحد من التوسع النقدي والذي أصبح ممكنا طالما غدت النقود بلا ضوابط سوى تقديرات السلطة. ويفهم من مراجعة ادبيات تلك الفترة أن المجتمع الأمريكي كان بالفعل متخوفا من زيادة الدين العام والذي ينتهي، حسب البعض في حينها إلى زعزعة ثقة العالم بالنظام المالي الأمريكي فيتولى الاحتياطي الفدرالي تمويل عجوزات الموازنة بتنقيذ المزيد من الدين وبذلك ينفلت التضخم.

وأثبتت التجربة أن تلك المبالغات كانت خلفها ربما أسباب نفسية على أثر انهيار نظام بريتون وودز، أي قاعدة السعر الثابت لتبادل الدولار بالذهب إضافة على بروز قوى التحول نحو الليبرالية الجديدة. بيد أن التوسع النقدي الذي، ينتظر من سياسة استهداف التضخم الحد منه، لا يأتي بالضرورة من تمويل عجز الموازنة العامة إنما الائتمان بمعناه الواسع ومنه قروض العقار وسواها. والأزمة الأخيرة لم يكن مبعثها الدين الحكومي إنما الدين الخاص، ولو أن العسر الذي واجهته المصارف كشف عن عدم توفر مقومات استدامة الدين الحكومي لعدد من الدول. وبالنتيجة انخرطت البنوك المركزية في معالجة المشكلة بإفراط نقدي يتنافى مع جوهر سياسة استهداف التضخم التي أريد لها أن تتخذ عنوانا لتزمت من طراز جديد يلغي الحاجة للمطالبة بنظام نقدي آخر. ومن المفارقات أن التساهل الائتماني مطلع القرن الحالي لم يسفر عن التضخم الذي كان يخشى منه وبقي في نطاق أسعار المساكن التي تزايدت ما أفضى إلى مزيد من الائتمان وانتعاش في استهلاك السلع المعمرة. ومن التفسيرات التي قدمت أن الأسعار المنخفضة لصادرات الصين كبحت المستوى العام لأسعار المستهلك. وبغض النظر عن الأسباب التي تضافرت لإبقاء التضخم منخفضا

فمن الصعب بعد الأزمة الأخيرة القول أن السيطرة على التضخم تضمن الأداء السليم للاقتصاد بعيدا عن الاضطراب العنيف.

الشكل رقم (1)

التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 1914 و 2020 ، البيانات شهرية



المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من St. Louis FRED Economic Database

تفسير التضخم بالطلب Demand- Pull Inflation لا ينحصر بكيفية محددة لتوليد الطلب الكلي كينزية أو نقودية بل هو يحاكي السعر التوازني في الاقتصاد الجزئي فمع بقاء منحنى العرض على حاله عندما يتحول منحنى الطلب ( إلى اليمين في التمثيل الهندسي المتعارف عليه) لا بد أن يصبح السعر التوازني أعلى. ولا يأتي الخوف التضخمي من النمو الاقتصادي المرتفع فقط من تجاوز حد الطاقة الانتاجية الكلية الاعتيادية، أو معدل البطالة الطبيعي، فترتفع الكلفة الحدية وتنعكس في الأسعار أما هناك حجة أخرى تتصل بالتوقعات. فالاقتصاد حين ينمو بنشاط يشعر الناس بالثقة حول المستقبل فينفقوا أكثر، للاستثمار والاستهلاك، فيتصاعد الطلب وعندما يتوقعون ارتفاع التضخم تنشأ عملية تؤدي إلى ارتفاعه بالفعل. ومن هنا يأتي استهداف التضخم بالسياسة النقدية ليعالج هذه المسألة. فعندما يفهم المستهلكون وأصحاب الأعمال أن الاحتياطي الفدرالي جعل هدف التضخم 2 بالمائة وهو يتحكم بسعر الفائدة الذي بحوزته وعمليات السوق المفتوحة، لإدارة السيولة، كي لا يتعد المعدل الفعلي عن ذلك الهدف يطمئنوا ويتخذوا قراراتهم على أساس بقاء التضخم منخفضا. أي أن أحد أهداف هذه السياسة تهديب التوقعات،

لكن عندما ينطلق الضغط التضخمي من جانب العرض Cost-Push Inflation تبدو سياسة استهداف التضخم بالوسائل النقدية ليست ملائمة. فالتضخم الذي حصل بعد ارتفاع اسعار النفط والغذاء التي واجهتها الدول المستوردة في السبعينات، أو سعر الصرف زمن الحصار نتيجة صدمة انحسار العملة الأجنبية، أو أسعار المنتجات النفطية بعد عام 2003 في العراق، أو قفزة في الأجور لأسباب جاءت من خارج السوق، في مثل هذه الحالات يؤدي الإصرار على خفض التضخم بالتشدد النقدي إلى تدني مستوى النشاط الحقيقي كثيراً مع تخفيض طفيف في التضخم أي حالة التضخم الركودي Stagflation. وتفسير التضخم بعوامل العرض ليس هامشياً أو استثناءً على قاعدة عامة هي تفسير التضخم بالطلب.

في دول آسيا بما فيها الهند والصين يعزى المكون الرئيسي للتضخم إلى صدمات العرض الداخلية والمستوردة ولهذا تميل البنوك المركزية إلى سياسة الاحتواء Accommodative Policy. وتتحاشى إتباع إجراءات نقدية لمواجهة التضخم قد تعيق النمو التي هي بأمرس الحاجة إليه ولا تسهم جدياً بتخفيض التضخم الذي يسببه ارتفاع التكاليف باستقلال عن مستوى الطلب المحلي إلى حد كبير. وفي هذه البلدان يشكل الغذاء والطاقة بالمتوسط 50 بالمائة من سلة المستهلك وفي الهند وإندونيسيا أكثر. وفي السنوات الأخيرة ظهرت دلائل على زيادة دور الطلب المحلي في تفسير التضخم إلى جانب العرض مع بقاء الأخير مهيمنا (Osorio, PP 1-4,18).

لقد تزامن التوجه، في الغرب المتقدم، نحو سياسة استهداف التضخم مع تحول عميق في النظر إلى دور الدولة، والدعوة إلى عدم مزاولتها لسياسة مالية يقصد منها التأثير على حجم النشاط الاقتصادي الكلي أو تخصيص الموارد، وعدم تدخلها في الشأن النقدي، والبنك المركزي وحده يتولى التدابير التي تساعد على الاستقرار.

لقد أصبح التحرير المالي من متطلبات الإصلاح البنوي (الهيكلي) حسب المنهج الليبرالي الجديد الذي عبر عنه توافق واشنطن عام 1984. وتتحيز معايير الاداء الحكومي، صراحة أو ضمناً، إلى حرية الاسواق والانفتاح المالي في الدول المتقدمة واغلب البلدان النامية. لكن الازمة المالية الدولية الاخيرة قادت إلى تعريض ذلك المنهج إلى نقد وإعادة تقييم. وكان الهدف الاساس للتحرير المالي الذي بدء الترويج له نهاية السبعينات لتسهيل انسياب الادخار نحو الاستثمار وليس لتحرير الصفقات الرأسمالية الدولية بأكملها. وتعارفت المؤسسات المعنية بالسياسات الاقتصادية واصدار الضوابط التنظيمية على ان حرية التدفقات المالية دخولاً وخروجاً من العناصر الاساسية للتوجه الجديد. وصار من المعتاد حيازة الاجانب لأسهم الشركات الوطنية من البورصة، وقبول المصارف الوطنية ودائع بعملات اجنبية وتقديم قروض بغير العملة الوطنية وهذه المعاملات من جملة ما ينطوي عليه مفهوم تحويل العملة (Convertibility). ولا يختلف العراق عن هذا النهج بعد عام 2003 مع اقتصار التعامل على الدولار ويجوز مبدئياً للأجانب الايداع في المصارف بعملة عراقية أو عملات أجنبية من غير الدولار. لاشك ان الدول المتقدمة ضغطت باتجاه تحرير رأس المال في ميزان المدفوعات وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية عندما جعلت الانفتاح على الاسواق المالية الدولية شرطاً لإعادة هيكلة الديون الخارجية لعدد من الدول النامية وخاصة في امريكا اللاتينية، ونجحت في اقامة اسواق للمديونية السيادية فيما بين البلدان النامية .

وقد يتدرج التحرير بمراحل من إطلاق اسعار الفائدة وتحرير الائتمان من السقوف والحصص، ثم حرية سوق الصرف وبعدها ازالة القيود الكمية عن التجارة الخارجية بالكامل، وفي المرحلة الأخيرة الانفتاح المالي التام. في التسعينات انتهت موجة التدفقات المالية نحو البلدان الناهضة بسلسلة أزمات: كوريا الجنوبية وبلدان اسبوية اخرى (1997-1998)، روسيا (1998)، البرازيل (1999)، تركيا والارجنتين (2001). وكانت لتلك الأزمات آثار سلبية واسعة وخسائر في التشغيل والنتاج. والخاصية المشتركة لتلك الازمات توقف مفاجئ في تدفقات رأس المال من الخارج وانعكاسها وانهيار أسعار الصرف. وقد فسرت تلك الأزمات في اطار تفاوت المعلومات وعدم اكتمال سوق المال واخطاء التدخل الحكومي. واحياناً يقال ان ضمانات الدولة لمطلوبات مؤسسات الإقراض ادت الى توسيع الائتمان وإنعاش قطاع الاعمال وزيادة اسعار الارض.

لقد شهد العالم بين عامي 1980 و 2006 سرعة التعميق المالي حيث تجاوزت نسبة الاصول المالية الى الناتج المحلي الاجمالي ثلاثة امثال ما كانت عليه. واقترن هذا التحول بتغير في موازين القوى وتوزيع الثروة والدخل نحو الفئات المنخرطة بقطاع المال في البلدان المتقدمة والمصنعة حديثاً. لاشك ان مستوى التطور الاقتصادي بدلالة متوسط الدخل للفرد والبنية القطاعية للإنتاج والواقع التنظيمي، خاصة مدى تجاوز الاقتصاد الوطني لنمط الانتاج السلعي الصغير نحو الشركات الكبيرة والمساهمة، كلها عوامل تؤثر في فاعلية التوجه الجديد ومدى ملائمته لمختلف البلدان. وايضاً العمق المالي للاقتصاد والذي من شأنه ظهور الاستجابة العالية لتغيرات طفيفة في سعر الفائدة وسعر الصرف لمواجهة تقلبات التدفقات المالية العابرة للحدود. وكانت البلدان المتقدمة ولم تزل، تقود التحولات في النظام المالي - النقدي الدولي وتحاول الدول في مختلف المراحل التكيف مع تلك التحولات أو تواجه ضغوطاً بأشكال مختلفة.

وتعزى الأزمات في نظر المدارس المعارضة للتحرير والانفتاح، بالمعنى المتداول، الى غياب دور الدولة في التنسيق والضبط، والسيطرة على القروض غير الحكومية ومن المصادر الاجنبية بشكل خاص، واسهم الإقراض بعيد الأمد بأدوات دين قصيرة الأمد في تغذية المخاطر. وتندرج هذه تندرج في اطار نظرية عدم الاستقرار المالي بصفته عملية داخلية (Endogenous) حيث تختلف الحاجة الى اعادة التمويل (Refinancing) حسب مراحل الدورة. وتكون الحاجة إلى إعادة التمويل قليلة في البداية وعندما يتحرك الاقتصاد مع مرحلة الصعود في الدورة تزداد الحاجة وتشتد المضاربة ايضاً، وتصبح مدد الإقراض والاقتراض اقصر فأقصر. في البداية ترتفع المطلوبات الخارجية نتيجة الثقة بالمؤسسات الاقتصادية عندما يتجه سعر الصرف الى التحسن او يحافظ على الاستقرار، ويستمر التمويل الخارجي بتكاليف واطنة. ويغذي التحرير المالي الخارجي هذه العملية ويوصلها الى الحدود غير الآمنة ثم تنعكس. ومما تقدم نجد أن التيار الرئيسي يجعل اسباب الازمة في عدم الاكتراث الاخلاقي (Moral Hazard) وتفاوت المعلومات واخطاء اجرائية في حين تضع المدارس المعارضة السبب في غياب دور الدولة والتحرير المالي ذاته .

أصبح التركيز على التضخم سمة بارزة للمرحلة السابقة لأزمة الرهن العقاري، والسيطرة عليه هدفاً رئيسياً للسياسة النقدية عبر التحكم بسعر الفائدة، وتلك هي القاعدة المعيارية، تقريبا، لعمل البنوك المركزية في الدول المتطورة. ويمكن تسمية السياسة النقدية للحقبة السابقة للأزمة، في البلدان المتقدمة خاصة، سياسة استهداف التضخم حتى لو لم يُلتزم، رسمياً، بهدف كمي معلى. وهذا لا ينفي تضمين معادلة السياسة النقدية،

كما تبين، أهدافا أخرى ومنها الحفاظ على الناتج قريبا من المستوى المحتمل والتشغيل عند المعدل الطبيعي للبطالة، وربما تضاف أهداف أخرى. ولأن سعر الفائدة لا يكفي لوحده، نظريا، لأحراز أكثر من هدف، بالضبط وفي آن واحد، لذلك لا بد من الترجيح والتسوية فيما بين الأهداف بحسب الأوزان التي تراها السياسة لكل منها. ويعتقد، على نطاق واسع، أن الأولوية كانت للسيطرة على التضخم. وتدار عمليات السوق المفتوحة والأدوات الكمية مثل الاحتياطات الإلزامية وإجراءات التعقيم، وسواها، بالانسجام مع تلك القاعدة. ويسود اعتقاد أن استقرار التضخم عند مستويات منخفضة يشجع النشاط الاستثماري، وهو رأي يضمن العلاقة الإيجابية بين التضخم المنخفض والنمو الاقتصادي، ولم يتأكد. [8]

من جهة أخرى يهيمن الاتجاه الكينزي الجديد على أساليب التفكير في السياسة النقدية حيث تولد الأسعار، والأجور، الاسمية أثارا في النشاط الاقتصادي الحقيقي ( الناتج وتوظيف العمل ). وليس الأمد البعيد في هذا التنظير هو المقصود بل الأمد القصير وهي الآفاق الزمنية المتعارف عليها للسياسة النقدية. ويتضمن إطار التفكير هذا صلابة الأسعار، والأجور، الاسمية التي تقاوم التعديل ولا تتغير إلا بين مدة وأخرى، وللتوقعات دور كبير في ترتيب وضعها الجديد. ولم تعد النظرة إلى كيفية تكوين التوقعات، تكيفية بنظرة خلفية أم أمامية عقلانية، عنصرا مهما في الاختلاف المدرسي بل وظيفة التوقعات في السلوك هي المهمة . والجدل حول تأثير التضخم لا ينفك عن العلاقة بين الأسعار والناتج في الأمد البعيد، وبالتالي لا بد من ربط تغيرات النقود واسعار الفائدة بالنمو ومسار التضخم لمدد زمنية أطول، ومحاولة تلمس آثارها في الاستهلاك والادخار والاستثمار والتشغيل.

وتذهب بعض التصورات النظرية إلى أن المعدل الأمثل للتضخم هو الصفر ( Orlando, et al , P3 ). وكلما ابتعد التضخم عن الصفر انخفض حجم الاستثمار لكن في نفس الوقت يساعد التضخم على تنشيط الناتج ليرفعه فوق المستوى المحتمل. بيد أن هذا الأثر السلبي للتضخم في الاستثمار مشكوك فيه. وأن التغير المتوقع في الطلب الكلي الفعال هو أقوى محددات الاستثمار .

بعيد الأزمة الأخيرة عام 2008 انخرطت البنوك المركزية في شراء أدوات الدين الحكومي بحجم كبير والذي يسمى التيسير الكمي Quantitative Easing بالتزامن مع مستويات منخفضة لسعر الفائدة أو عند حدها الصفري تقريبا. ويبدو أن هدف الجولة الأولى لهذا المضمار معالجة شحة السيولة التي كان يعتقد أنها سبب التراجع الفجائي في الائتمان. أما الجولات اللاحقة فلم تختلف إجراءاتها بل جاءت رد فعل على بقاء الركود، واستمرت سياسة حقن الاقتصاد بمزيد من النقود على أمل إنعاش الأعمال وسوق العمل. لم تكن لتلك السياسات التي سميت غير تقليدية نتائج مشجعة ما يستدعي إعادة دراسة دور النقود في النشاط الاقتصادي. والسياسة التي درجت عليها البنوك المركزية خلاصتها التركيز على سعر الفائدة قصير الأمد وعندما وصل إلى الصفر أصبحت فاعليتها محدودة. ودفع هذا الوضع للتحوّل من السعر إلى الكمية، إن صح التعبير، ما يستدعي فحص دور النقود في حركة الناتج والأسعار مجددا في هذه الظروف.

وتربط النماذج التي على غرار (Orlando, ibid) فجوة الناتج أيضا بالتضخم المتوقع وسعر الفائدة، وهو سعر الفائدة الحقيقي المتوقع. وعندما يراد لها التعبير عن شكل ما من أشكال IS، ويلعب الاستثمار دورا مهما في تحديد مستوى الناتج عبر المضاعف، فإن الزيادة المتوقعة للطلب الكلي الفعال للفترة القادمة والتي تعبر عنها فجوة الناتج المتوقعة تؤثر في المستوى الحالي للناتج والفجوة:

$$X_t = -\phi \cdot (i_t - E f_{t+1}) + E_t X_{t+1} + g_t$$

حيث  $\phi$  - معامل يعبر عن أثر تثبيط سعر الفائدة الحقيقي للنشاط الاقتصادي ومن الأفضل، وكما سيتبين أن يفهم هذا التثبيط عبر علاقة الاستثمار العكسية بسعر الفائدة مع ثبات أثر العوامل الأخرى. أما  $E_t$  و  $E_t f_{t+1}$  فهي المستويات المتوقعة للتضخم وفجوة الناتج. ويعبر  $g_t$  عن الخطأ العشوائي الصرف وتظهر في هذا المتغير العشوائي صدمات الطلب، التغيرات غير المتوقعة فيه، فتحدث حركة مفاجئة في الطلب الكلي تنتقل إلى بقية أجزاء النظام ثم تعود إلى الناتج من قنوات سعر الفائدة والتضخم وتغير التوقعات. أما دالة العرض الكلي فقد جرت التقاليد الكينزية الجديدة على توصيفها بمفاهيم منحني فيلبس المقوى بالتوقعات. لكن بدلا من القول أن الناتج يعتمد على الأسعار بهذه الكيفية تقرأ أن التغير في الأسعار، التضخم، يعتمد على فجوة الناتج والتضخم المتوقع وصددمات العرض.

$$f_t = \lambda X_t + B \cdot E_t f_{t+1} + u_t$$

وكل المتغيرات في الدالة اعلاه سبق تعريفها و  $\lambda$  تكون عادة موجبة وهو تفسير كينزي للتضخم يتحدد في النشاط الحقيقي. لكن التضخم المتوقع يؤثر أيضا وصددمات العرض  $u_t$  والتي تنتقل إلى التضخم ثم تعود إلى الطلب الكلي في دالة IS ويمكن معرفة نتائج صدمات كل من العرض والطلب على الوضع النهائي بالحل الأني للنموذج. وعند فرض البصيرة التامة في التوقعات Perfect Foresight تستبدل توقعات فجوة الناتج والتضخم للفترة القادمة بالقيم الفعلية لها، آنذاك، وتنقل إلى اليسار لتصبح المستويات الحالية لفجوة الناتج والتضخم دالة بمستوياتها السابقة وسعر الفائدة النقدي والصددمات. ويمكن متابعة المسار الديناميكي للمتغيرين بدلالة المستحدثات، الأخطاء العشوائية، وسعر الفائدة وهو أداة السياسة النقدية التي تستخدم لجعل دالة الخسارة في نهايتها الصغرى.

أما الدالة التي اقترحها (Comes, P5) للسياسة النقدية فهي واضحة، أيضا، وقابلة للقياس بصيغة إستدناء الخسارة  $V_0$  على مدى الزمن المستقبلي مخصومة لتكون بقيمتها الحاضرة:

$$\text{Min} V_0 = (1/2) E_0 \{ \sum B^t [a(X_t - X^*)^2 + (\pi - \pi^*)^2] \}$$

حيث:

$V_0$  الخسارة ،  $\text{Min}$  إستدناء،  $E_0$  التوقع عند زمن الأبتداء، يرمز اليه بالصفري،  $\sum$  علامة التجميع من سنة الأبتداء ، صفر ، الى ما لانهاية  $\infty$  ،  $B^t = 1/(1+r)^t$  معامل الخصم لتحويل الخسائر من الزمن  $t$  الى الزمن صفر، و  $r$  سعر الخصم ،  $a$  معامل موجب يحدد حسب أهمية تقليص فجوة الناتج  $X_t$  حيث  $X_t = \ln(y_t \cdot Y_t)$  ،  $\ln$  اللوغاريتم الطبيعي،  $y_t$  الناتج الفعلي،  $Y_t$  الناتج المحتمل ،  $X^*$  فجوة الناتج التي ترغب السلطات في الحفاظ عليها،  $\pi$  معدل التضخم الفعلي ، و  $\pi^*$  معدل التضخم المرغوب. وينظر إلى الناتج المحتمل مكافئا للمستوى التوازني دون عقبات. ويمكن التنسيق بين تصور التضخم معتمدا على إنتاجية العمل والتشغيل وارتباط التضخم بفجوة الناتج ، فعندما يرتفع نمو التشغيل وإنتاجية ساعة العمل تنتسج الفجوة الفعلية عن مستوى الاستقرار ما يؤدي إلى زيادة التضخم. لكن ارتفاع الانتاجية من شأنه رفع مستوى الناتج المحتمل وبالتالي يقلص الفجوة ويخفض التضخم وهذا ما ظهر لدينا من دراسة بيانات الولايات المتحدة الامريكية.

وفي واقع الممارسة تعالج البنوك المركزية البيانات بأكثر من طريقة وتجتهد أيضا في تقدير المستقبل القريب للتعرف على التغيرات المطلوبة في سعر الفائدة لجعل دالة الخسارة في نهايتها الصغرى. ومن الناحية العملية تحاول الوصول إلى المستوى الملائم من النشاط الاقتصادي دون السماح للتضخم بعبور الحد. أما أيام الأزمات وعند هبوط معدل التضخم دون المستوى المرغوب فيكون تركيزها على انتشار

الاقتصاد من الركود كما هو الحال مع الأزمة الأخيرة عندما خفضت سعر فائدة البنك المركزي قريبا من الصفر. ويعرف في ظل هذا التنظير مستوى الثبات **Steady State** بمزودج من التضخم والناتج.

لقد تزامن بدء التحول نحو النظام المالي الجديد مع فشل السياسات الكلية لمعالجة التضخم الركودي الذي أعقب الأزمة النفطية الأولى. وأسهمت موجة ارتفاع الاسعار، والتي إقترنت بالتخلي عن قاعدة التبادل بالدولار، بريتون وودز، وارتفاع اسعار الغذاء في النصف الاول من السبعينات، في تغذية دوافع التحول من الوسط الكنزي التقليدي الى الليبرالية الجديدة. وهو تحول ايدولوجي تساقق تدريجياً مع تبدل منهجيات التفكير والعمل للكوادر الاستشارية العليا في الدول الكبرى اقتصادياً وتسارع نمو القطاع المالي حجماً ودخلاً مع تغيرات مؤسسية على نطاق واسع ومبتكرات في ادوات الاستثمار والتكنولوجيا. وتخفيف الضوابط الحاكمة للاستثمار المالي بجميع اشكاله (Deregulation). ومع تصاعد التدفقات المالية عبر الحدود ظهرت ازمات التمويل واسواق العملات وقفاعات اسعار الاصول. وكان الرأي السائد في البداية التأكيد على دور البنك المركزي وتدعيم استقلاله ونفوذه من اجل السيطرة وتهذيب حركات الاسعار والتوقعات. واصبح استقلال البنك المركزي وارتكاز السياسات النقدية على استهداف التضخم بمثابة الاساس لما يسمى الممارسة المرجعية في العديد من البلدان عالية ومتوسطة الدخل.

وايضاً تحسن الاداء الاقتصادي الكلي لأغلب بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بدلالة انخفاض التضخم، والبطالة ونمو الناتج، والمدى الاضيق للتذبذب في هذه المتغيرات إضافة على سعر الفائدة المنخفض ومعدلات العائد الملائم على الاستثمار المالي وسميت هذه الفترة الاعتدال الكبير (Great Moderation) والتي عزاها التيار السائد الى السياسات الليبرالية الجديدة والتي من شعاراتها استقلال البنك المركزي واستهداف التضخم بل وإعلاء مكانة السياسة النقدية والتقليل من شأن السياسات الاقتصادية الكلية الأخرى.

لكن اللافت للنظر أن الازمة المالية الاخيرة كشفت عن مضامين أعمق كانت خلف تلك الشعارات فلقد بادر منظرو التيار الرئيسي بتقديم أطروحات جديدة تؤكد وظيفة البنك المركزي بصفته المقرض الاخير بل وصانع السوق، ونجحت في نقل عبئ خسائر القطاع المالي إلى المجتمع أو ما يمكن تسميته تشريك الخسائر. وتبدو هذه التوجهات منسجمة مع وجهات نظر أثرت من قبل تفيد اعلاء اهمية الاستقرار المالي على استقرار الاسعار، وآراء تدعو الى تحول السياسة النقدية نحو قطاع المال ومغادرة المحور التقليدي وهو المستوى العام للأسعار في القطاع الحقيقي. وتفيد هذه التغيرات بمجموعها أن السياسات الاقتصادية الكلية تعبر عن مسارات توازن وتنازع المصالح في اعماق البناء الاقتصادي- المالي للدول التي تقود المبادرات لإعادة تنظيم الحياة الاقتصادية على المستوى الوطني والدولي .

ولذلك من المتوقع، أيضاً، ان تملي مرحلة التطور في بلادنا، والخصائص البنوية للاقتصاد وتناقضات المصالح وشروط انسجامها، اشتراطاتها على السياسات وتقسيم العمل بين المؤسسات. وكانت الدعوة، على المستوى الدولي، الى تحول الاولوية نحو الاستقرار المالي محوراً للسياسة النقدية لها بدايات على اثر أزمات التسعينات بصيغة توازن الاهتمام بين استقرار الأسعار والاستقرار المالي. وبعد سريان سياسة استهداف التضخم اعدت دراسات دعمت تلك السياسة اذ بينت آثاراً ايجابية لها: في خفض التضخم، وتحسين

التوقعات، واستيعاب الصدمات، واستقرار الانتاج وايجابيات اخرى. ولكن ظهرت دراسات على الضد شككت بالعلاقة الجوهرية بين استهداف التضخم وما حققته دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD. لقد حاولت الدراسات الناقدة بيان عدم الفرق في التحسن الذي احرزته البلدان التي لم تعتمد سياسة استهداف التضخم مقارنة بالأخرى التي تعتمد تلك السياسة. وحول أثر استقلال البنك المركزي في خفض التضخم طرح الموقف الناقد مسألة السببية، هل أن الدول ذات الاستعداد للتضخم المنخفض روجت لاستقلال البنك المركزي ام إن الاستقلال كان سبباً لخفض التضخم.

ترتكز سياسة استهداف التضخم على عناصر منها : غياب مثبت (اسمي) نقدي آخر مثل سعر الصرف وعدم نجاح كمية النقود لأداء هذا الدور كما تقدم، وعادة يُعلن هدف التضخم في مدى بين حدين ادنى واعلى وأفق زمني قد يصل الى اربع سنوات وفي البلدان المتقدمة يعد معدل التضخم 2 بالمائة مؤشراً للاستقرار السعري .

بعد انهيار نظام بريتون وودز ازدادت إمكانية البنوك المركزية في استعمال سعر الفائدة لخدمة الاهداف التي تندرج في باب السياسات النقدية. واقترن ذلك بتحرر البنوك المركزية لاستيعاب الانسجام فيما بين عدة اهداف: استقرار الاسعار، النمو الاقتصادي بالمستوى المقبول، وتوظيف القوى العاملة ( خفض البطالة )، وبالتزامن مع استقرار وضع ميزان المدفوعات. وفي رأي بعض أجنحة اليسار إن هذا التحول جاء في سياق التأكيد على وتوظيفين رئيسيتين للدول هما الحفاظ على نظام العمل Labor System ونظام النقود، ووظيفة ثانوية هي تسوية النزاعات فيما بين المصالح المتفاوتة أو المتنازعة، لقطاعات رأس المال. وقد يفسر هذا التحول بأهمية ايجاد مثبت نقدي للاقتصاد، كما تقدم، بعد تعويم اسعار الصرف، فاتفقت قطاعات الفاعلين في التيار الرئيسي على اختيار المستوى العام لأسعار السلع. وقد لا تكون هناك ضرورة من مصالح او سواها لهذا الاختيار كما اتضح فيما بعد وربما قاد تعاضم قطاع المال والحجم الهائل للأصول المالية الى الاهتمام باستقرار الاسعار على اعتبار إن الثروة المالية معرفة بوحدة النقد وقيمة الاخيرة بقوتها الشرائية وهي معكوس المستوى العام للأسعار. ولكن هل يكفي هذا التفسير لترجيح خفض التضخم على تقليص البطالة، ويمكن ترشيح سبب آخر يتضافر مع ما تقدم وهو أن التوظيف الكامل للقوى العاملة وما يعنيه من الطلب الزائد عليها يؤدي الى رفع الاجور وتقليص الارباح مع تراجع استعداد العمال للانضباط. أي ينظر الى البطالة في علاقتها الطردية مع الانتاجية والعكسية مع الاجور. وقد يتفق هذا الفهم مع مضمون منحنى فيلبس. ولكن كالكاليتسكي كان يرى التوظيف الكامل للعمل من زاوية اخرى وهي تشغيل مرتفع للطاقة الانتاجية يرتبط بعلاقة ايجابية مع الارباح كونه يحزر الشركات من الحاجة الى التنافس على أسواق ضيقها المستوى المنخفض للطلب. بتعبير آخر إن الطلب الزائد يخلق ظروف للشركات تتسم ببعض خصائص الاحتكار وينسجم هذا المنحنى في التفكير الكاليتسكي مع اصل التنظير الكينزي الذي ينطلق من ان تصاعد الطلب الكلي الفعال المحفز بالاستثمار المتزايد ينتهي الى زيادة الادخار ايضاً. ويضم هذا التنظير علاقة ايجابية بين الارباح والتوظيف الكامل للعمل.

وجدت للعلاقة العكسية بين الانتاجية الحدية والبطالة دلائل في البحث التجريبي، وكذلك منحنى فيلبس قبل التضخم الركودي. وربما تُظهر السنوات القادمة ان التنظير ما بين نهاية بريتون وودز والازمة المالية الاخيرة كان انتقالياً. ومهدت الازمة الاخيرة الى مرحلة جديدة نحو اتخاذ القطاع المالي محوراً لسياسات

الاقتصاد الكلي. ولكن هل تسمح التكنولوجيا وانظمة العمل بالحفاظ على معدلات نمو مرتفعة للإنتاجية في القطاع الحقيقي كي يتحمل الاخير هذا البناء الشاهق من الاصول المالية التي باشرت طور التكاثر الذاتي وباستقلال نسبي عن القاعدة الانتاجية. وتتطلب الاجابة على هذا السؤال ايضاً طرازاً جديداً من الابحاث لا يبدو أن التقاليد الاكاديمية السائدة تدعمه. ويجري نقاش فيما بين المدارس ذات الموقف الناقد حول علاقة البنوك المركزية وسياساتها بالتنافس بين مجموعات المصالح الضاغطة وربما انحيازها، في وضعها الذي سبق الأزمة الأخيرة إلى المصالح المالية Financial Interests بالدرجة الاولى. وفي رأي البعض ان التحولات بين نهاية السبعينات والأزمة الأخيرة تبلورت في بنية النظام التي تتصف بهيمنة المال والقطاع المالي والذي يعبر عن مرحلة ما بعد الصناعة. وافترضت سياسات ما قبل الازمة اعتماد الاستقرار المالي على استقرار الاسعار، أو على الأقل أن التضخم المنخفض يساعد على الاستقرار المالي. ولقد تقاربت الكينزية الجديدة مع النقويين في أهمية تركيز البنك المركزي على استقرار الأسعار لما يمثله التضخم من تهديد جدي لتخصيص الموارد على الوجه الصحيح، ويلحق أضراراً بعملية النمو على المدى البعيد في رأيهم. وأن عمل قطاع المصارف يتأثر كثيراً بالتضخم غير المتوقع، ولذلك تستطيع البنوك المركزية خدمة الاستقرار المالي بالتأثير على توقعات التضخم. وذلك من خلال سياساتها المعروفة، قبل الازمة، مقارنة بالصيغ الاخرى مثل الضوابط أو التأمين على الودائع وغيرها.

عندما يسيطر البنك المركزي على سعر الفائدة تكون له الكلمة العليا، في نظر الكينزية الجديدة، للمقايضة بين التضخم وأهداف أخرى (Comes , P2). ويصر النقويون وجماعة التوقعات العقلانية على عدم وجود مقايضة بين خفض التضخم والنشاط الحقيقي في الامد البعيد وزيادة عرض النقد لا تؤدي إلا الى زيادة الأسعار مع امتداد الزمن. وقد أثر هذا الموقف بشكل أو آخر، باتجاه زيادة التركيز على التضخم هدفاً للسياسة النقدية. ولو كان الأمر يتصل، مثلاً، بتقسيم عمل بين السياستين المالية والنقدية بحيث تتولى الاولى مهمة استقرار النشاط الاقتصادي والثانية السيطرة على الاسعار لأختلاف مسار البحث. لكن المعترضين على دور فاعل للسياسة النقدية في النمو والتشغيل يتطرون أصلاً من تدخل الدولة عبر سياسة الانفاق العام. وقد سمي اختلاف تأثير السياسة النقدية بين الامد البعيد والامد القصير عدم الاتساق الزمني. ويفهم المتحمسون لنظرية حياض النقود أن تحريك سعر الفائدة تحكم بعرض النقد، أو أن النقود هي الهدف من خفض سعر الفائدة. وكأن الصلة محكمة وقطعية بين عرض النقد وسعر الفائدة، لكن العلاقة بين عرض النقد وسعر الفائدة ليست بهذا الوضوح حتى ولو كان المقصود سعر الفائدة النقدي. صحيح ان خفض سعر الفائدة يقترن بتيسير نقدي لكن استجابة النقود لسعر الفائدة يكتنفه الكثير من عدم التأكد.

وتوجد قناعات ضمن التيار العريض للسياسة النقدية الجديدة بأثر المتغيرات التجميعية النقدية مثل الاسعار والاجور على النشاط الاقتصادي الحقيقي (الناتج والتشغيل). وان الاسعار والاجور لا تتعدل بصفة مستمرة بل تبقى ثابتة لمدة تطول أو تقصر، وللتوقعات حول المستقبل دور في تحديد مستوياتها الجديدة وتتكون التوقعات عبر النظرة المتجهة للأمام. وأضحت هذه القناعات من المشتركات بين الكينزية الجديدة ومدرسة التوقعات العقلانية. لكن النظرة الامامية للتوقعات هذه ايضاً، اصابها التعديل فيما بعد، كما ان الشكل الرياضي لدالة الهدف كان موضوعاً للاختلاف.

من جهة اخرى بقيت السياسة النقدية ذات أطار زمني قصير وقد لا تتسجم مع نظرية النمو التي تستبعد المستوى العام للأسعار أيضاً. وكأنها تنطلق ابتداءً من حيادية الاسعار في الامد البعيد. ما هو اثر التضخم

وكذلك الانكماش السعري على الناتج وتوظيف العمل، ولا زال هذا السؤال مطروحاً لمزيد من البحث، والتضخم لا يعمل لوحده وأن آثاره، سلباً أو إيجاباً، تعتمد على فعله في تغيير الأسعار النسبية والتوقعات بشأن عوائد الاستثمار. القول ان الاستثمار لا يتحقق بالمستوى المحتمل الا عندما يكون معدل التضخم صفرأ هو فرض ولا يتعدى إلى قاعدة مثبتة.

أن العلاقة العكسية بين التضخم والاستثمار التي افترضتها بعض النماذج لا تستند إلى ضرورة نظرية. وعندما تثبتتها الوقائع آنذاك تعد من جملة الحقائق النمطية. وقد تم فحص البيانات الكندية بين عامي 1981 و 2012 وهي بيانات سنوية ولم تظهر علاقة عكسية بمعنوية إحصائية بين التضخم وتكوين رأس المال الثابت بل على العكس كان معامل الانحدار موجبا ولكنه ليس معنويا وفي إحدى التجارب كان قريبا من المعنوية. وكان المتغير المؤثر بالموجب ومعنوي إحصائيا بمستوى دلالة 0.000 هو الفرق اللوغاريتمي للناتج الحقيقي أي نمو الناتج. أما سعر الفائدة الحقيقي فكانت علاقته عكسية، كما هو المتوقع نظريا لكن معنويته ليست حاسمة. ويفهم من هذه النتائج قوة تفسير النشاط الاستثماري بتغير الطلب الكلي الفعال. ولم تكن علاقة تكوين رأس المال الثابت بمستواه السابق ذات معنوية إحصائية ما يفيد قوة ارتباطه السببي. والمعتاد في التوازن الحقيقي IS تفسير مستوى الناتج بالاستثمار، والاستثمار بالفائدة، مع فسخ المجال لتأثير الطلب المستقل، وفي النموذج الكينزي الجديد يعرف IS بربط فجوة الناتج مباشرة بسعر الفائدة، والأول أقرب إلى المصادقية من الثاني مع حاجته إلى إعادة نظر.

التقلبات العنيفة التي شهدتها اقتصاد العالم في الازمة الاخيرة لا تشير إلى امكانية استقرار التوقعات، او على الاقل كيف يمكن تفسير هذا التداعي السريع في اسعار الأسهم لو كانت التوقعات مستقرة. أما إذا كان مفهوم الاستقرار ذو علاقة باستقرار التوقعات حول اسعار الاصول المالية والحقيقية فلماذا كل هذا الاهتمام وحرارة الجدل حول اليات تكوين توقعات التضخم وتغيرها او ثباتها. التعامل مع البيانات يقود دائما الى تأكيد حقيقة ارتباط التضخم بمساره السابق، وهو من الحقائق النمطية. ولذلك وبقدر تعلق الامر بالاختبارات الاحصائية، يمكن القول ان التوقعات التضخمية تكيفية، وأيضا التأثير المحدود للتوقعات التضخمية في الاستقرار أو عدم الاستقرار المالي. ويبدو، ورغم قناعة الاحتياطي الفدرالي بنموذج الكينزيين الجدد للتضخم ويهتمون بصدمات العرض أيضا فهم يراعون المسارات المتوقعة لبقية المتغيرات الكلية الرئيسية لضمان الاتساق في توقعاتهم. وشمول الاهتمام ببقية المتغيرات الكلية لتأمين السيطرة على التضخم وخدمة أهداف النمو والتشغيل في سياسة سعر الفائدة.

### معادلة السياسة النقدية في الأختبار

دالة السياسة النقدية، كما تقدم، علاقة بين المتغيرات الهدفية للسياسة النقدية وأدواتها. والمتغيرات الهدفية تتمثل عادة بفجوتي الناتج والتضخم، وتعرف فجوة الناتج بالفرق بين المستوى الفعلي والمستوى الاعتيادي الذي يسمى الناتج المحتمل Potential Output أو ناتج الاستخدام الكامل عند غياب القيود ومع مرونة تامة للأسعار والأجور. اما فجوة التضخم فهي الفرق بين معدل التضخم، الفعلي او المتوقع، والمعدل المرغوب الذي يعبر عن الاستقرار. وأبرز ادوات السياسة النقدية هي سعر الفائدة قصير الأمد والذي يسمى سعر البنك المركزي، في الولايات المتحدة الأمريكية سعر الفائدة على الأموال الفدرالية Federal Funds Rate وهو سعر الفائدة ليوم واحد Overnight بقصد التأثير على سعر الفائدة لما بين المصارف، وفي بعض البلدان سعر الخصم أي السعر الذي يخصم به البنك المركزي ادوات الدين قصيرة الأمد بحوزة

المصارف، وفي العراق يسمى سعر السياسة النقدية ويقصد منه مؤشراً مرجعياً لتحديد سعر الفائدة على إيداعات المصارف لدى البنك المركزي وبالتالي تنظيم أسعار الفائدة في سوق الائتمان. وتضاف أحيانا أو تقترح متغيرات هدفية أخرى مثل انحراف حجم الائتمان الفعلي عن الحجم الأمثل، أو رافعة الدين، أو ميزان المدفوعات ... وهكذا. ومن جانب الأدوات تضاف الاحتياطات الإلزامية على الودائع ومعيار كفاية رأس المال. وكانت معادلة السياسة النقدية تسمى أساساً قاعدة تايلور Taylor Rule وهي بالفعل قاعدة كما سيتضح.

أصبح اعتماد سعر الفائدة للتأثير في الاقتصاد الكلي سياسة سائدة وتقريباً عابرة للمدارس ضمن التيار العام. ربما لأنها الأداة الأكثر طواعية بيد السلطة النقدية، وأيضاً لفاعليتها في الطلب الكلي. وقد حاول الاقتصادي ( wicksell ) في عشرينيات القرن الماضي تفسير التقلبات الاقتصادية بانحراف سعر الفائدة الفعلي عن مستواه الطبيعي والذي يستتب التوازن عنده في رأيه ( Orphanites, P5 ). ولكنه تحفظ بان سعر الفائدة الطبيعي مفهوم مجرد Abstract غير قابل للقياس. وبهذا يتضح أن wicksell لا يقصد بسعر الفائدة الطبيعي سعر الفائدة الحقيقي الذي اعتمده معادلة فيشر المعروفة وهي :

$$\text{سعر الفائدة النقدي} = \text{سعر الفائدة الحقيقي} + \text{معدل التضخم المتوقع}$$

ولهذا انتقل wicksell في قاعدته الأصلية إلى بديل عملي وهو أن البنك المركزي يغير سعر الفائدة تبعاً لمعدل التضخم، أو يرفع سعر الفائدة بمقدار الزيادة فيه. ويقال أن قاعدة wicksell لم تلق اهتماماً لأنها ركزت على الأسعار وأهملت الاقتصاد الحقيقي. وفي مطلع التسعينيات من القرن الماضي اتجه التركيز إلى ربط تغير سعر الفائدة بانحراف مجموعة من المتغيرات المستهدفة عن مستوياتها المرغوبة كما تقدم في تعريف معادلة السياسة النقدية، أي زيادة عدد المتغيرات التي يغير البنك المركزي سعر الفائدة استجابة لها لإبقاء الاقتصاد قريباً من التوازن. وفي البداية كان يعرف التوازن بمعدل منخفض للتضخم مع مستوى من النشاط الاقتصادي قريباً من المستوى الطبيعي، أو الاعتيادي والذي يقاس بالنتائج المحتمل، كما تقدم، أو النمو الفعلي قريباً من نمو الناتج المحتمل. وتنسب القاعدة تلك إلى تايلور Taylor، والذي اقترح لتبسيطها جعل كل من وزن الانحراف عن نمو الناتج المحتمل والتضخم مساوياً للنصف، والمستويات المرغوبة من التضخم والنمو 2 بالمائة. ومعدل التضخم الذي اعتمده هو التغير السنوي في المخفض الضمني للناتج المحلي الاجمالي . أما الانحراف الفصلي للناتج المحلي الاجمالي عن اتجاهه العام معبراً عنه باللوغاريتمات أو هو لوغاريتم حاصل قسمة الناتج الفعلي على الناتج الممكن. أي اتخذ من الاتجاه العام للناتج مقياساً للناتج المحتمل، وبهذا التبسيط ربط بين سياسة سعر الفائدة وفجوتي التضخم والناتج وأفاد بان معادلته تعبر عن سياسات الاحتياطي الفدرالي في الثمانينات ومطلع التسعينات. وفي البداية اعتمد العلاقة:

$$i=2+0.5(q-2)+0.5(f-2)$$

حيث  $i$  سعر فائدة الاحتياطي الفيدرالي ،  $q$  معدل النمو الفعلي للناتج،  $f$  معدل التضخم الفعلي. أي ان سعر الفائدة الأساس 2 بالمائة يتحرك تبعاً للفجوتين اللتان لهما نفس الأهمية في نظر السياسة. وهذه الدالة ترجمة مبسطة لدالة إستدناء الخسارة التي تقدمت دراستها لفترة واحدة. إن تلك الصيغة الأصلية لمعادلة Taylor قد لا تعبر عن تغيرات سعر الفائدة في العقد الأول من القرن الحالي. وتبين قواعد تايلور كيف يعدل البنك

المركزي سعر الفائدة بطريقة نظامية استجابةً لتطورات التضخم والنشاط الاقتصادي الكلي. وهي تقدم إطاراً نافعاً لتحليل السياسات المتخذة سابقاً. وكذلك لتقييم الاستراتيجيات البديلة التي كان يمكن اتخاذها لأهداف التشغيل واستقرار الأسعار. ويمكن تصميم السياسات لتهدئة اضطرابات الاقتصاد الكلي وامتصاص التقلبات في الأسعار والتشغيل. أي تنشيط الاقتصاد عندما يعمل دون مستواه الممكن ( Potential ) وذلك باعتماد سياسة نقدية داعمة لتحفيز الطلب الكلي الفعال. وعندما تزداد الضغوط التضخمية يمكن للتشدد النقدي المساعدة على استعادة الاستقرار السعري، بصفة عامة ، أما في العراق فقد كانت المصارف تعاني فائض السيولة عندما كان التضخم في الذروة.

قدم Kumhaf وزملاؤه قاعدة لسعر الفائدة على غرار قاعدة تايلور معدلة بإضافة الإنفاق الحكومي بالصيغة المبينة أدناه :

$$\ln(i_t/i_t^*) = a_1 \ln(f_t/f_t^*) + a_2 \ln(y_t/y_t^*) + a_3 \ln(g_t/g_t^*)$$

حيث :  $\ln$  هو اللوغاريتم الطبيعي،  $t$  الزمن، و  $i^*$ ،  $f^*$ ،  $y^*$  هي المستويات المستهدفة لسعر الفائدة ومعدل التضخم والناتج على التوالي، من اليمين إلى اليسار، و  $g$  الإنفاق الحكومي عند مستوى الثبات. و  $i$ ،  $f$ ،  $y$ ،  $g$  المستويات الجارية لسعر الفائدة والتضخم والناتج والإنفاق الحكومي على التوالي، من اليمين إلى اليسار. و  $a_1$ ،  $a_2$ ،  $a_3$  معاملات تبين كم يتغير سعر الفائدة نسبةً إلى المستوى المستهدف عندما ينحرف التضخم، والناتج، عن الهدف والإنفاق الحكومي عن مستوى الثبات. وادخلت هذه المعادلة في منظومة لتعظيم دالة الرفاه وهي مركبة من منفعة الاستهلاك ووقت الفراغ أو منفعة الاستهلاك صافية من جهد العمل. فوجد إن تعظيم الرفاه يتطلب أن يكون معامل التضخم في المعادلة آنفة الذكر سالبا وفسر النتيجة بالهيمنة المالية التي تكمن علتها في كون الإيرادات ( الضرائب ) خارجية ( Exogenous ). أي تتعامل معها السياسة الاقتصادية بانها معطاة ولا تستطيع التحكم بها كما إنها لا ترتبط بالدخل أو متغيرات أخرى بحيث تتحدد من داخل نظام الاقتصاد الكلي.

وينطبق ذلك الوصف على الموازنات التي تعتمد في تمويلها على الصادرات الطبيعية المملوكة للحكومة وهي عرضة للصدمات الخارجية أو المواسم. وإضافة على ذلك تكون النفقات في الغالب ملزمة للحكومة لا تستطيع التنصل عنها وهي بهذا أصبحت خارجية أيضاً. مع هذه الخواص ليس أمام البنك المركزي سوى مجارة الوضع المالي بتقديم القروض للحكومة أو تنقيدها للحفاظ على مستوى منخفض لسعر الفائدة. ولتلك الأسباب ظهر معامل التضخم سالباً في تجربة Kumhaf وزملائه ( P14 ) في المعادلة آنفة الذكر وكان موجباً مع المتغير المناط بالإنفاق الحكومي. وبين، أساساً، أن تضمين الإنفاق الحكومي أو الدين الحكومي في منظومة قاعدة سعر الفائدة للبنك المركزي من شأنه تحسين أداء السياسة النقدية ( Kumhaf P5 ). وعندما ادخل الدين الحكومي، معرفاً بالفرق بين الدين الفعلي والمستهدف، إلى معادلة السياسة النقدية ظهرت المعاملات المحسوبة للتضخم والدين الحكومي سالبة في هذه المعادلة. والذي توصلت إليه الدراسة إن الهيمنة المالية لا تسمح بسياسة نقدية فعالة وتعظيم الرفاه في ذات الوقت، وتحكم مبادئ الامثلية بضرورة التكيف مع الهيمنة المالية وعدم إدارة سعر الفائدة كما هو المتعارف في سياسات استهداف التضخم لاقتصاد اعتيادي.

الآن ننتقل إلى دالة السياسة النقدية من زاوية أخرى، إذا كانت السياسة تريد الحفاظ على سعر فائدة حقيقي  $r^n$ ، وكان تايلور، على سبيل المثال، قد اقترح الرقم 2 بالمائة له. ومثله للتضخم الأساس، ويقيم الانحراف عن التضخم الأساس بوحدات أوزان 1.5 وعن الناتج التوازني 0.5 وهذه المعايير الكمية مثال على اجتهادات متخذي القرارات. ولقد رجح تحليل البيانات الأمريكية الصلة بين سعر الفائدة النقدي والناتج والتضخم وليس سعر الفائدة الحقيقي. ومع ذلك عندما تؤخذ المقترحات، أنفا، التي تنسب إلى تايلور، أيضا، تكون دالة السياسة النقدية:

$$i_t = 2 + 1.5(f_t - 2) + 0.5(\ln y_t - \ln y^n)$$

حيث:  $i_t$ ،  $f_t$ ،  $y_t^n$ ،  $\ln$  هي من اليمين على التوالي سعر الفائدة، التضخم، الناتج الفعلي، الناتج المحتمل، اللوغاريتم الطبيعي. وقد تثار الصلة بين التضخم وانحراف الناتج عن المستوى التوازني وكان دالة السياسة النقدية تنطوي على مشكلة الارتباط التعددي Multi-collinearity، وهي كذلك. فعندما يضغط الطلب الكلي ويرفع الناتج فوق المستوى التوازني (المحتمل) يرتفع التضخم أيضا. وقد لا يظهر كل الأثر التضخمي لتجاوز مستوى الانتاج التوازني في نفس الفترة، وذلك لأن الزيادة الأولى في الأسعار تستمر في التفاعل وتؤدي إلى زيادات جديدة في فترات تالية عبر سلسلة من دورات المستخدم المنتج - Input Output قبل الاستقرار عند مستوى جديد. أي أن أثر صعود الناتج ينعكس على التضخم بالتزامن والتخلف. وقاد هذا التصور إلى اقتراح التشدد في مراقبة السياسة النقدية للناتج من أجل السيطرة على التضخم ولهذا الغرض أن يكون وزن فجوة الناتج في معادلة السياسة النقدية كبيرا وليس 0.5، ومن جهة أخرى تنتقد هذا المبالغة في الحذر كونها تضع فرصا في النمو. ثمة مسألة أخرى، تتمثل في حالات التضخم مع الركود أو نحوه من اجتماع البطالة الواسعة مع تضخم، وقد حصل مثل هذا في البلدان المتقدمة في سبعينات القرن الماضي، ويظهر في بلدان أخرى. وتضع هذه الحالة السياسة النقدية في مأزق، إذ يستدعي انخفاض مستوى الناتج دون التوازن مع بطالة خفض سعر الفائدة ومواجهة التضخم تتطلب العكس. أي أن الأداة الوحيدة، سعر الفائدة، لا تسمح بخدمة أكثر من هدف في آن واحد، ولهذا لا بد من اللجوء إلى تجميع موزون للأهداف أو توظيف أكثر من أداة وهو ما يتجه إليه التفكير في الآونة الأخيرة.

كيف يؤثر التضخم سلبا على الناتج ليس ثمة إجابة مقنعة ما لم يؤخذ البعد الخارجي للاقتصاد في الحساب. فمع ثبات سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية إذا زاد التضخم على المستويات الدولية يرتفع سعر الصرف الحقيقي لتلك العملة ما يقود إلى خفض الصادرات وزيادة المستوردات. ويساعد المستوى المرتفع لسعر الفائدة الوطني، مقارنة مع الخارج مع ثبات سعر الصرف الاسمي، على تنشيط التدفقات الداخلة وربما تكون لهذه العملية ضغوط تضخمية إلى جانب الدفع نحو رفع سعر الصرف. ولذا يزداد الأمر تعقيدا عند إضافة سعر الصرف الحقيقي إلى دالة السياسة النقدية. ومن المنطقي أن يقتضي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي خفض معدل التضخم وبالتالي رفع سعر الفائدة ولهذا الأجراء أثر خافض لمستوى الناتج. ومن جهة ثانية إذا أدى رفع سعر الفائدة إلى تنشيط التدفقات الداخلة فعلا واجهت السياسة النقدية تحديا جديدا. ومن هذا الجانب أيضا نرى عدم كفاية الأداة الواحدة.

وبقيت أسعار الأصول ومنها الأسهم والجدل حول استراتيجية عدم الفعل التي دافعت عنها البنوك المركزية إزاء الفقاعة. ونلاحظ عند إضافة أسعار الأسهم إلى معادلة السياسة النقدية أن الفقاعة تكونت ولم تكن معدلات التضخم مرتفعة. ولو عمدت البنوك المركزية إلى التشدد النقدي في حينها لأعاقه ارتفاع أسعار الأسهم لدخلت أيضا في تناقض مع أهداف الانتاج والتشغيل وربما ميزان المدفوعات عند قبول صلة سعر الفائدة بالتدفقات الداخلة. وقد تناول الكتاب سياسة التعقيم ومراكمة الاحتياطات الدولية في البنك المركزي، ونسب الاحتياطات الإلزامية من ضمن أدوات السياسة النقدية إلى جانب سعر الفائدة.

دراسة Woon and Wen أرادت التأكيد على الصدمات، وفي رأيهم إن قاعدة تايلور التي تعدل سعر الفائدة تبعاً لتغيرات الناتج والتضخم بغض النظر عن مصدر الصدمة Source of Shocks قد لا تكون مناسبة. وتساعد معادلة على غرار قاعدة تايلور، تأخذ الصدمات ومصادرها بالاعتبار، على تحسين فهمنا لردود أفعال السياسة النقدية في مواجهة مختلف الأوضاع الطارئة. ومن توصيات الدراسة التمييز بين صدمات الطاقة وأسعار المواد الأولية والاضطرابات المالية. واستناداً إلى البيانات الأمريكية صنفت الدراسة التغيرات في الناتج والتضخم وسعر الفائدة حسب مصادر الصدمات وتبين منها:

قبل عام 1979، أن المصدر الرئيسي لتغير الناتج يأتي من جانب الطلب 72 بالمائة، والتضخم أكثره من السياسات، ويفسر جانب العرض 65 بالمائة من تغيرات أسعار الفائدة. أما بعد عام 1979 فقد صار الطلب هو المصدر الرئيسي لصدمات التضخم وسعر الفائدة، وأصبح الناتج يتأثر بالعرض والطلب على نحو متعادل تقريبا. ويناسب هذا التحليل استخدام سعر الفائدة لمواجهة الصدمات، وسوف يتضح تدريجياً أن أداة واحدة لا تكفي لخدمة أهداف الاستقرار السعري والمالي عند المستوى الاعتيادي من التشغيل.

علماً إن تغير الناتج هو التغير في اللوغاريتم الطبيعي له والتضخم مقياس بالتغير في اللوغاريتم الطبيعي للمستوى العام للأسعار. وهنا يظهر اهتمام السياسة النقدية بالناتج أكثر عند التعرض لصدمات من جانب العرض ومنها، على سبيل المثال، أسعار المواد الأولية والطاقة. أما استجابتها لصدمات الطلب فقد أصبحت بعد عام 1979 أشد مع الناتج .

### قنوات البث النقدي وفاعلية السياسة النقدية

نحاول فيما يلي تسليط الضوء على جوانب أخرى لمنظومة العلاقات التي تكتنف المتغيرات النقدية و سلسلة الروابط التي تنشأ عنها وانماط الاستجابة وتركيز الانتباه على فاعلية أدوات السياسة النقدية في التأثير النهائي واتجاهاته لتقييم المدى الذي بلغته هذه الممارسة في إحراز الأهداف المعلنة. و ذلك لأن ما يصطلح عليه البث النقدي أي العملية التي من خلالها ينتقل فعل السياسة إلى الاقتصاد تبقى من أهم محاور البحث والاختلاف في الاقتصاد الكلي والنظرية النقدية. وما لم يعرف صانعو السياسات كيف تؤثر قراراتهم في متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج الاجمالي والعمالة وأسعار المستهلك ... تبقى القضية برمتها تنطوي على مدى واسع من عدم التأكد. وإن فاعلية السياسة النقدية بمختلف القنوات بحاجة إلى بحث مستمر للتأكد منها وفهم تفاوت الأداء فيما بينها ودرجة استقرار الفاعلية أو اختلافها حسب طور دورة الأعمال في ظروف الاستقرار والاضطراب المالي. وقدمت المباحث السابقة، والتي ستأتي، المنظومة التي تشتغل عليها السياسة النقدية نظريا وعلى المستوى التجريبي، وخاصة التفاعل بين النقود والنشاط الحقيقي وسعر

الفائدة والأسعار والتوقعات. وفي تلك السياقات جرى اختبار دوال النماذج النظرية للمدارس المؤثرة في التيار الرئيسي للاقتصاد النقدي والذي أظهر بوضوح عدم التأكد بشأن فاعلية البث النقدي في البلدان المتقدمة، أما في البلدان الناهضة فالمسألة تتعلق بالبنية الاقتصادية والعمق المالي والصنف الذي تنتمي إليه الميزانية العمومية للبنك المركزي دائما أو مدينا كما تقدم. وتبقى العمليات النقدية ذاتها أكبر من أن تختزل بالمفهوم المتداول للسياسة النقدية ، كما أن صلة العمليات النقدية بالمصارف وأسواق المال والمالية العامة وفي ظل الانفتاح المالي أوسع، وأعدت بكثير، من محاكاتها في نموذج رياضي قابل للقياس الإحصائي. ومن جهة أخرى وطالما أن أدوات السياسة التي تلخصها عمليات السوق المفتوحة وسياسة التعقيم وسعر الفائدة وسعر الصرف لا يمكن تقدير فاعليتها إلا في حدود معرفتنا بالعلاقات التي تكتنفها ، وبالذات كيف تنعكس تغيرات سعر الفائدة والأساس النقدي في التضخم والناتج والتوازن الخارجي.

جميع النماذج النظرية للاقتصاد الكلي التي تحتوي على متغيرات نقدية في منظومتها هي في نفس الوقت نظرية للبث النقدي ونلاحظ ، مثلا، ضمن الاطار الكينزي الروابط التالية:

(1) ينخفض سعر الفائدة النقدي وبسبب صلابة الأسعار ينخفض سعر الفائدة الحقيقي فيؤدي إلى ( 2 ) زيادة الاستثمار التي تقود إلى ( 3 ) رفع مستوى الطلب الكلي الفعلي ويستجيب الناتج وتتقلص البطالة بسبب مرونة الجهاز الانتاجي ما يؤدي إلى ( 4 ) اتساع فجوة الناتج لتكون سببا في ( 5 ) زيادة التضخم وعلى فرض بقاء سعر الفائدة النقدي على حاله فذلك يعني ( 6 ) انخفاض سعر الفائدة الحقيقي ثم إلى ( 2 ) مجددا وتستمر الدورة ... وعندما يتجاوز معدل التضخم المستويات المسموح بها ترفع السلطة النقدية سعر فائدة البنك المركزي لترتفع بقية أسعار الفائدة ويحصل العكس أي نفس الدورة نحو الانخفاض. وحسب هذا النموذج، ولأن قرار الاستثمار يعتمد على سعر الفائدة الحقيقي، تعمل سياسة سعر الفائدة طالما يوجد قدر من الصلابة السعرية وبخلافه وعندما تكون المرونة السعرية عالية فإن خفض سعر الفائدة النقدي لا يترجم بخفض للسعر الحقيقي. لذلك تكون الصلابة السعرية مهمة في فاعلية السياسة النقدية. وعند ذلك يستطيع البنك المركزي ردع الطلب بزيادة سعر الفائدة الاسمي الذي ينعكس في زيادة حقيقية أي ارتفاع في تكاليف التمويل أو كلفة مستخدم رأس المال التي لا تلغيها زيادة في الأسعار بسبب صلابتها. وتؤدي إلى تأجيل الاستهلاك أو خفض الاستثمار مثل ما يبين منحنى IS سواء في صيغته الكينزية التقليدية أو حسب توصيف الكينزية الجديدة. ومن المعروف أن الصلابة السعرية ليست دائمة بل هي في الأمد القصير وكلما كان تكيف الأسعار أبطأ ازدادت مكاسب السياسة النقدية. وحينما يعمد البنك المركزي إلى خفض أو زيادة سعر الفائدة لا بد من عمليات تجري على السبيل. وهنا قد يكون لتغير السيولة آثار طالما توجد صلة بين الأساس النقدي وعرض النقد والذي يؤدي تغييره إلى تحول في البنية النسبية للأصول ما تكون له انعكاسات أخرى كما سيأتي.

ومن جهة أخرى يسلك سعر الفائدة، وحسب النماذج النظرية للتيار الرئيسي، قنوات ليؤثر في الأسعار النسبية للأصول، معاضدا أثر السيولة أنف الذكر، ولهذه القناة نتائج في أكثر من مجال ومنها: ارتفاع قيمة الأصول الضامنة، عندما ينخفض سعر الفائدة، مثل المساكن فيرتفع حجم الائتمان وقيمة الأسهم ما يؤدي إلى تنشيط الاستثمار في القطاع الحقيقي. ومن جهة أخرى وعندما ترتفع أسعار الأصول يظهر أثر الثروة على الطلب الكلي بزيادة الأنفاق الاستهلاكي. وأيضا يفترض أن لانخفاض سعر الفائدة انعكاس في سعر

الصرف. ولا تتأكد جميع هذه الاستجابات المفترضة نظريا، وعلى رغم وجاهتها المنطقية، دائما في الواقع الذي تعبر عنه البيانات. ومن المعلوم أن عمليات السوق المفتوحة المرافقة لتحريك سعر الفائدة والتي تتطلب تعديلا في السيولة تطل الميزانية العمومية للبنك المركزي وتغير الأساس النقدي. فيقترن توسيع السيولة مع زيادة صافي الائتمان المحلي في الميزانية العمومية للبنك المركزي أي تزداد ديونه على الحكومة والمؤسسات المالية، بينما يؤدي تقليص السيولة إلى العكس كما تقدم في دراسة عمليات البنك المركزي. ولهذا التغيير دور في تعديل الأسعار النسبية للأصول حسب الفهم النيوكلاسيكي أو نموذج الحافظة .

في ظل نظام سعر الصرف المرن يقود خفض سعر الفائدة إلى هبوط سعر صرف العملة الوطنية وذلك حسب مبدأ تعادل أسعار الفائدة وانحسار التدفقات الداخلة ( الفصل السادس من هذا الكتاب) . ومن نتيجته تنتعش الصادرات وتنقلص المستوردات لزيادة سعرها بالعملة المحلية. وتؤدي هذه العملية إلى رفع التضخم من جهتين: زيادة الانتاج استجابة للزيادة الصافية في الطلب نتيجة لارتفاع الصادرات وخفض المستوردات أو ما يسمى إنقاص التسرب من الطلب الكلي، وأيضا لزيادة أسعار الاستيرادات بفعل تغير سعر الصرف وما ينعكس من تلك الزيادة على الأسعار. وعندما ينخفض سعر صرف العملة الوطنية، ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية، تتغير قيمة الموجودات والمطلوبات بالعملة الأجنبية وبالتالي يتأثر صافي الثروة حسب الثقل النسبي لتلك الموجودات والمطلوبات. وللثروة دور في تحديد الطلب زيادة على كونها ضمانات للقروض. وهنا تأتي أهمية الأصول المالية التي تتغير قيمتها مع تغير أسعار الفائدة، إذ طالما تُعرّف قيمة الأصل بصافي القيمة الحالية لتدفقاته المستقبلية فإن خفض سعر الفائدة يعني ارتفاع سعر الأصول وهذا ينعكس على مجموع قيمة الثروة.

معامل توبين (Tobin's q) والذي تتكرر الإشارة إليه ( Rummel ) كونه يفسر النشاط الاستثماري الحقيقي انطلاقا من سوق المال، ويقوم على تصور بسيط للعلاقة بين قيمة المنشأة في السوق بدلالة أسعار أسهمها وكلفة الاستبدال:

$$q = MP / RC$$

حيث MP قيمة المنشأة في السوق و RC كلفة الاستبدال، وهي كلفة المشروع الجديد لتحقيق نفس الطاقة الانتاجية بنفس التكنولوجيا. فإذا أصبح q أكبر من الواحد الصحيح يندفع رجال الأعمال نحو الاستثمار في المشاريع الجديدة أي زيادة تكوين رأس المال في القطاع الحقيقي. وهذا يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ومن ثم الناتج أو فجوة الناتج في الأمد القصير ويرتفع التضخم. وفي الأمد البعيد يسهم في زيادة مجموع الطاقة الانتاجية والنمو. ولهذا صار واضحا لماذا ينشط الاقتصاد في أوقات تصاعد أسعار الأسهم والعكس صحيح. أما إذا أصبح q أقل من الواحد الصحيح فإن إنشاء مشروع جديد يفضي إلى خسارة رأسمالية Capital LOOS ويفضل أرباب العمل، في هذه الحالة، التوسع بشراء منشآت قائمة. ويستند تصور هذه العملية بأكملها على العلاقة العكسية بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة. وهي إحدى الأشكال التي تظهر بها العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وأسعار الأصول بصفة عامة.

نعود مجدداً إلى أثر الثروة و فرضية الدخل الدائم Permanent Income Hypothesis والتي تفيد أن إنفاق المستهلكين يعتمد على مجموع الثروة وعندما تزداد أسعار الأسهم فهذا يعني زيادة الثروة. وعندما يزداد الاستهلاك بالنتيجة يزداد الناتج والتضخم. وبترافق خفض أسعار الفائدة مع أسعار مرتفعة للمساكن وزيادة في الاستهلاك. وزيادة أسعار المساكن ترفع قيمة الضمانات وتساعد على إنعاش الائتمان. وهناك ظاهرة تسمى سحب حقوق الملكية أو الاستفادة من صافي الاستحقاق في المسكن Mortgage Equity Withdrawal بمعنى إذا ارتفعت أسعار المساكن يستفيد حائزوها من الفرق بين القيمة الجديدة والمطلوبات على المسكن للمصارف ليقترضوا عليها بالانتفاع من قيمة المساكن الجديدة والتي هي ضمانات Collateral تسمح بمجموع اقتراض أكبر مما كان في ذمة المدين نتيجة ارتفاع قيمة الضمانات. وبالفعل فقد تحرك الاقتصاد الأمريكي في مرحلة التمهيد للأزمة الأخيرة بالتزامن بين زيادة أسعار المساكن وتوسع الائتمان وفي الانحدار نحو الأزمة بقي التزامن ولكن باتجاه سالب. والقناة التي تُعد بالغة الأهمية تتمثل بالارتباط بين تغير أسعار الفائدة قصيرة الأمد والتوقعات حول أسعار الفائدة في المستقبل القريب والأمد البعيد. وتلك التوقعات فعلها لتدعيم أو زعزعة ثقة المستهلكين ورجال الأعمال في المستقبل والتي تنعكس في تقدير العوائد والمخاطر وبالتالي برامج الاستثمار وأسعار الأصول تبعاً لذلك. وعندما تضعف الصلة بين سعر فائدة السياسة النقدية والتوقعات تضعف فاعلية السياسة النقدية وتظهر الحاجة إلى أدوات تدخل مباشر في السيولة والتحفيز وربما إصدار ضوابط جديدة وإجراءات رقابية، وبرامج إنقاذ ... وهكذا. ويكفي التزام السياسة النقدية بتحريك سعر الفائدة حسب التضخم لجعل التوقعات أمامية، بينما في البيئة عالية التضخم تكون التوقعات عادة رجوعية تكيفية. وما اعتاد عليه الناس في تكوين التوقعات يقلل من أثر السياسة في تغييرها. وعندما تخفق السياسة في تحقيق ما وعدت به تفقد مصداقيتها ولا تؤثر في التوقعات بالاتجاه المساند لما تريد وينعكس هذا في عقود الأجور.

و لعل من مقاييس قوة البث النقدي تأثير تغير سعر الفائدة على فجوة الناتج وتأثير الأخيرة على التضخم ولقد بينت الأبحاث التجريبية للفصل الثاني وجود علاقة بين التضخم وسعر الفائدة لكن العلاقة السببية لم يتأكد اتجاهها بالضبط وعلى نحو حاسم إذ اختلفت الدلالات. ما يعني إن اختيار أدوات السياسة النقدية أو المفاضلة بين السياستين المالية والنقدية في السيطرة على التضخم يصعب حسمها نظرياً ومن الأفضل تركها للبحث التجريبي.

ونظرياً تعمل قناة سعر الفائدة بنحو مختلف مع سعر الصرف المرن لأن زيادة سعر الفائدة تؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية ومنه خفض التضخم ولكن مع سعر الصرف الثابت ليس أمام السلطة النقدية، نظرياً أيضاً، سوى تنسيق سعر الفائدة الوطني مع المستوى الدولي خشية التدفقات الرأسمالية غير المسيطر عليها عندما يفترق سعر الفائدة الوطني عن الخارجي. بيد أن هذا التصور نتناوله بالاختبار في أبحاث الفصل الخامس من هذا الكتاب، حيث لم تتأكد علاقة وثيقة بين سعر الفائدة وأسعار الصرف المتوقعة أو الأجلة. من بين المرجح في الاقتصاد النقدي أن سعر الفائدة للأمد البعيد هو الأقوى في تحديد الطلب الاستثماري وبالتالي في تحريك الطلب الكلي الفعال. ولهذا السبب تقيم فاعلية سعر الفائدة قصير الأمد، والذي تستهدفه البنوك المركزية في سياستها لحد الآن، على ضوء دوره في رسم بنية سعر الفائدة لأمد أطول. وهذه الوظيفة لسعر الفائدة للأمد القصير لا تؤدي بمعزل عن تشكيل التوقعات حول مستقبل النشاط الاقتصادي ورضانته وبالتالي معدلات العوائد وتصور المخاطر. ولأن سعر الفائدة قصير الأمد هو محور

السياسة النقدية الجارية، لحد الآن، فإن فاعليتها بمجموع قنواتها المباشرة وغير المباشرة أصبحت منوطه بقوة الارتباط بين سعر الفائدة للأمد القصير وتكوين التوقعات بما في ذلك توقعات التضخم التي تنعكس في عقود العمل الجديدة مثلما تحدد سعر الفائدة الحقيقي حسب مطابقة فيشر.

### تحليل كمي لفاعلية قنوات السياسة النقدية

يفترض عمل قناة سعر الفائدة عبر السيولة وسعر الفائدة الحقيقي وتؤثر على مكونات الطلب الحساسة لسعر الفائدة مثل الاستثمار واستهلاك السلع المعمرة، والاستهلاك عموماً بصورة غير مباشرة ما دامت تحدد أسعار الأصول وبالتالي الثروة. لكن سعر الفائدة ليس مسؤولاً عن جميع حركات مستوى الناتج لوجود متغيرات أخرى فاعلة. وتعد قناة الائتمان امتداداً لقناة سعر الفائدة لكنها تعامل على حدة لوجود عوامل أخرى لها دور في تحديد الائتمان عدا سعر الفائدة. وعلى سبيل المثال عند تحليلنا للعلاقة بين أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وعلاقتها بسعر فائدة الأموال الفدرالية، وهو بمثابة سعر السياسة النقدية للأمد القصير وجدنا العلاقات التالية:

- الارتباط : بين سعر فائدة الأموال الفدرالية وعائد السند الحكومي لعشر سنوات 0.902 ومستوى الدلالة صفر.
- الارتباط بين عائد سند الشركات وسعر فائدة الأموال الفدرالية 0.849 ومستوى الدلالة صفر.
- الارتباط بين السند الحكومي وسند الشركات 0.978 ومستوى الدلالة صفر.
- ولكن عند دراسة الارتباط فيما بين المستويات النسبية أي مقسوم سعر الفائدة على ما كان عليه لفصل سابق كانت النتائج مختلفة: فهي على التوالي 0.327 و0.297 و0.866 ومستويات الدلالة على التوالي صفر لجمعها. ما يشير إلى قوة ترابط أسعار الأمد البعيد فيما بينها وضعف علاقتها بسعر السياسة النقدية للأمد القصير.
- أما ارتباط المستويات الحالية مع المتخلفة لسعر فائدة الأموال الفدرالية فلم تكن معنوية .
- وعند تقدير معادلات الانحدار للعلاقة بين عائد السند الحكومي وسعر فائدة الأموال الفدرالية فكان معامل التحديد 13.1 بالمائة، ومعامل التحديد المعدل 12.3 بالمائة، ومعامل الانحدار معنويًا مع نفس الفترة بمستوى دلالة صفر، ومع الفترة السابقة بمستوى دلالة 0.014 ودرين واتسن 1.66. وعند تقدير دالة انحدار العائد على سند الشركات مع سعر فائدة الأموال الفدرالية فكان معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل 9.1 بالمائة و8.3 بالمائة على التوالي ومعامل الانحدار مع المستوى المتزامن معنوي بمستوى دلالة صفر ومع المتخلف غير معنوي ودرين واتسن 1.5 والمشاهدات فصلية بعدد 235 بين عامي 1954 و2013.
- ومع القروض الخاصة وعدد المشاهدات الفصلية 164 كان ارتباط سعر الفائدة مع سعر فائدة الأموال الفدرالية 0.306 و0.291 و0.190 مع نفس الزمن والتخلف الأول والثاني على التوالي وهي معنوية بمستوى دلالة صفر وصفر و0.015 على التوالي.
- ولمعادلة الانحدار بين سعر فائدة القروض الخاصة وسعر فائدة الأموال الفدرالية كان معامل التحديد ومعامل التحديد المعدل 12.3 بالمائة و11.2 بالمائة على التوالي، ومعنوية معاملات الانحدار لنفس الزمن 0.009 وللمتخلف 0.022 ودرين واتسن 2.154، ورغم أن معامل الارتباط مع

المتخلف الثاني كان معنويا إلا أن معامل الانحدار لم يكن كذلك واستبعد من التقدير. وفي الولايات المتحدة الأمريكية كان تأثير سعر الفائدة على النشاط الحقيقي ضعيفا بينما كان أثر الأنفاق الحكومي واضحا جليا، وأيضا تأثير فجوة الناتج على التضخم كان كبيرا ملموسا ( الفصل الثاني من هذا الكتاب).

ونستعرض في الجدول أدناه معاملات الارتباط الثنائية بين سعر فائدة الأموال الفدرالية وأسعار الفائدة للأمد البعيد.

#### الجدول رقم (5)

مصفوفة الارتباط بين المستويات النسبية لسعر فائدة الأموال الفدرالية وأسعار الفائدة بعيدة الأمد

والناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة الأمريكية

الأموال الفدرالية	السند الحكومي لعشر سنوات	سند الشركات	الأموال متخلف لفترة واحدة	الأموال الفدرالية متخلف لفترتين	
0.393**	0.252**	0.149*	0.138*	(0.071)	الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي
0.090	(0.090)	0.050	0.430**		الأموال الفدرالية المتخلف لفترتين
0.433**	0.003	0.081			الأموال الفدرالية المتخلف لفترة واحدة
0.296**	0.866**				سند الشركات
0.327**					السند الحكومي لعشر سنوات

المصدر: إعداد الباحث. \*تعني بمستوى دلالة بين 0.05 وأكثر من 0.01 ؛ \*\* تعني بمستوى دلالة 0.01 فما دون.

يلاحظ أن عائد السند الحكومي لعشر سنوات يرتبط مع حركة سعر فائدة الأموال الفدرالية بالتزامن، أما مع أسعار فائدة الأموال الفدرالية المتخلفة فالعلاقة ليست معنوية. وكذلك يرتبط عائد سند الشركات معنويا بسعر فائدة الأموال الفدرالية لنفس الزمن ومع المتخلف لم يكن معنويا. وكانت أقوى علاقة بين عوائد سندات الشركات والسند الحكومي، ويفيد هذا بأن سندات الشركات تتخذ من العائد على السند الحكومي دليلا لها وليس سعر الفائدة للأمد القصير، وهي نتيجة تؤيد الدعوات التي ظهرت بعيد الأزمة لحث السياسة النقدية على التعامل مباشرة مع أسعار الفائدة للأمد البعيد. كما يرتبط الناتج المحلي الاجمالي بكل الأسعار معنويا، لكنه مع سعر فائدة الأموال الفدرالية أقوى. وبشكل عام كانت علاقات الارتباط بين سعر فائدة الأمد القصير للسياسة النقدية وأسعار فائدة الأمد البعيد معنوية ولكنها منخفضة بمعنى وجود عوامل أخرى كثيرة تتدخل في تحديد أسعار الفائدة السوقية ولا ينفرد بها البنك المركزي. وأيضا ومع وجود علاقة معنوية بين حركة الناتج المحلي الاجمالي وأسعار الفائدة لكنها ليست وثيقة ولا تفي بمطلب الاستقرار. وهو ما أثبتته أبحاث الفصل الثاني من غلبة الطابع الكينزي على حركة الناتج وقوة الأنفاق الحكومي. ويتغير الارتباط بين سعر فائدة البنك المركزي وسعر الفائدة لما بين المصارف وبقية أسعار الفائدة في البلد الواحد ويتفاوت

ما بين البلدان ( الفصل الخامس من هذا الكتاب). ولا تؤثر السياسة النقدية على قيم الأصول إلا بصورة غير مباشرة وعبر فعلها في أسعار الفائدة بعيدة الأمد وبالتالي فإن فاعلية سياسة سعر فائدة البنك المركزي على الائتمان وسوق الأسهم والاستثمار الحقيقي تتوقف على سرعة وقوة سريانها في قنوات وسيطة وكلها تحتاج إعادة فحص مستمرة لمعرفة ما يصل منها إلى هناك والتخلف الزمني في التأثير عليه. ومن بيانات المقارنة الدولية تبين، في الفصل الثاني من هذا الكتاب، وجود علاقة بين سعر الفائدة النقدي والنقود بالمعنى الواسع 2 ، وهي تؤكد ما أظهرته تقديرات دوال الطلب على النقود. والسببية تتجه من سعر الفائدة إلى النقود على نحو حاسم وليس العكس. كما توجد علاقة بين التضخم وسعر الفائدة في البلدان النامية في الاتجاهين ولكنها من سعر الفائدة إلى التضخم أقوى، وفي البلدان المتقدمة هي من سعر الفائدة إلى التضخم على نحو حاسم ما قد يفسر بفعل السياسة النقدية التي تعتمد قاعدة تايلور والتي صارت من ثوابت النظام. لكن من جهة أخرى تفيد البيانات ضعف العلاقة بين النشاط الحقيقي وسعر الفائدة. بيد أن معادلة السياسة النقدية موجودة و لها قوة تفسير عالية، وفي تلك المعادلة كانت علاقة سعر الفائدة الحقيقي على الأموال الفدرالية سالبة مع التضخم وهذه النتيجة مشروحة في مكانها.

ومن غير الممكن التقليل من أهمية النظر في حركة سعر الصرف الحقيقي من زاوية أهداف السياسة الاقتصادية في البلدان الناهضة. إذ تزداد فروقات الانتاجية لصالح القطاع المتاجر به والأسعار لصالح القطاع غير المتاجر به، وتتحرك الانتاجية والأسعار النسبيتين بذلك المعنى في الدول الناهضة لترتفع نسبة إلى المتقدمة، وهو الأساس لتزايد سعر الصرف الحقيقي في هذه المجموعة من البلدان، ومنها العراق على نحو صارخ، وهو ما تحاول الدول تحاشيه في سياساتها. وقد وجدنا، وهو مبين في محله من هذا الكتاب، إن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية يمكن استيعابه دون أن يترك أثرا سلبيا على النمو عندما ينطلق الاقتصاد من مستوى منخفض للأسعار بالمقاييس الدولية، وهو ما بينته تجربة اليابان. ولقد تبين من التجربة التركية أن انعكاس تغيرات سعر الصرف في الأسعار يصل إلى ذروته بحوالي ثمانية أشهر وينعكس منها عند الذروة تقريبا 64 بالمائة وبعد التعويم تأخذ طريقها تدريجيا وفي الذروة لا يصل ما ينعكس منها إلى 40 بالمائة. ويبدو أن الانعكاس يعتمد إلى حد كبير على ثقل المستخدمات المستوردة بمعنى كلما اشتد التكامل الداخلي للإنتاج انخفض تأثير تقلبات سعر الصرف على الأسعار. وأشارت الأبحاث في الاقتصاد التركي إلى تزامن تحسن سعر الصرف الحقيقي مع الانتعاش الاقتصادي والعكس صحيح، ويفيد هذا الاستنتاج اختباء الأثر السلبي لارتفاع سعر الصرف الحقيقي في الأمد القصير في حدود هذه الحالة الدراسية. ولعل حجم المطلوبات للأجانب في قطاعات المصارف والشركات يجعل سعر الصرف شديد الحساسية للتدفقات عبر الحدود. وكانت الودائع بالعملة الأجنبية تشكل تقريبا 41 بالمائة من مجموع ودائع القطاع العائلي في تركيا عام 2003 وانخفضت إلى 30 بالمائة تقريبا عام 2006 وهي التي يقصد بها الدولار (Basci et al). أما الدين الحكومي الذي يحتفظ به القطاع الخاص فلا يتجاوز 13 بالمائة من مجموع الدين الحكومي بمعنى استمرار هيمنة المصارف والأجانب على سوق الدين الحكومي هناك. وحصّة الأجانب في الدين الحكومي التركي لا تزيد على 10 بالمائة ولكنها قد تصل 60 بالمائة من رسملة الشركات، وهنا تظهر الدولار أيضا وتجعل سوق الصرف والنشاط الاقتصادي شديد الحساسية لاحتمالات انعكاس التدفقات. وهذه المشكلة من أبرز التحديات التي تواجه البلدان الناهضة في ظل الانفتاح المالي وتجربة الدول الآسيوية من الأمثلة على مدى خطورة هذه الظاهرة. والتي لم تتمكن تلك الدول من تفاديها

إلا بمراكمة احتياطات دولية ضخمة كما سيتضح. والصلة وثيقة بين سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية وتدفقات رأس المال إلى تركيا وهذه العلاقة موجودة في بلدان ناهضة أخرى .

وحسب دراسة ( Mishra , 2012 ) ظهر الارتباط قويا بين سعر الخصم وسعر الفائدة في سوق النقد للدول المتقدمة 0.82 وعند اكتمال الآثار في الأمد البعيد يكون الارتباط 0.95، ومعاملات الارتباط المناظرة للدول الناهضة 0.72 و0.59 وفي البلدان الأقل تطورا 0.29 و0.40 لكن الدراسة شملت فقط 26 دولة ناهضة و29 دولة نامية والبلدان المتقدمة 25. اما الارتباط بين سعر الفائدة لسوق النقد وسعر الفائدة على القروض وفي الأمد البعيد، أي عند اكتمال التفاعل فكان معامل الارتباط للمجموعات الثلاث: 0.35 ، و0.61 ، و0.29 على التوالي وعينة البلدان الأقل تطورا أكبر من سابقتها إذ شملت 42 دولة. وفي بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا فلم يكن تأثير سعر البنك المركزي على سعر فائدة القروض حاسما بل وجدت إحدى الدراسات علاقة عكسية في بعض السنوات ( Mishra,2011 ). وفي مصر والأردن ولبنان وتونس بين عامي 1990 و2006 كان اثر السياسة النقدية في الاتجاه الصحيح لكن العلاقات لم تكن معنوية إحصائيا إلا في تونس من هذه البلدان. وفي العراق أيضا العلاقة ضعيفة وفي الصعود تختلف استجابة سعر فائدة القروض لسعر فائدة البنك المركزي عنها في النزول. وفي حالة دراسية غطت أفريقيا جنوب الصحراء وجد أن لتغير أسعار البنك المركزي أثر قوى على المستوى العام للأسعار وسعر الصرف ولكن الناتج المحلي الاجمالي لم يتأثر. وفي سيراليون بين أواخر التسعينات ومنتصف عام 2006 أدى التشدد النقدي إلى خفض الائتمان المصرفي والناتج المحلي الاجمالي. وفي أوروبا الوسطى والشرقية بين عامي 1995 و2000 كانت قناة البث بين أسعار فائدة البنك المركزي واسعار الفائدة على القروض ضعيفة، وفاعلية الأخيرة في الطلب الكلي لا توجد عليها دلائل كافية ( Mishra, 2011, P31). وفي جمهورية التشيك وبولندا وهنغاريا وبعد استبعاد السنوات المبكرة من المرحلة الانتقالية بدأت تظهر استجابة للسياسة النقدية شبيهة بأوروبا الغربية لكنها ضعيفة وهذا الاستنتاج من بيانات تنتهي مطلع عام 2002. وفي امريكا اللاتينية عموما يلاحظ التفاوت الكبير في أنماط الاستجابة للسياسة النقدية، وفي كوستاريكا مثلا يذكر أن تغيرات سعر فائدة البنك المركزي تأخذ طريقها بالكامل إلى أسعار الفائدة على القروض والودائع.

وفي دول مجلس التعاون الخليجي، وهي المجموعة التي يشترك معها العراق في الخاصية النفطية والتقارب الثقافي، تُعد إدامة نظام سعر الصرف المثبت هي الوظيفة الأساسية للسياسة النقدية. وبهذا فقد قلصت البنوك المركزية نطاق السياسة النقدية الاجتهادية وتبعاً لذلك أصبحت المسؤولية الاساسية بشأن الاستقرار الكلي تقع على عاتق مؤسسات المالية العامة وعلى نحو أقل على الجهات الرقابية. أي أن نظام سعر الصرف الثابت يُفقد البنك المركزي القدرة على المناورة لأن المجاميع النقدية تكون تابعة لمقتضيات تثبيت سعر الصرف ( Cevik P4 ). والذي لا يعني انتفاء فعل هذه القناة بل ينتقل الدور لسعر الصرف الحقيقي وهو الذي يلخص فاعلية تغير الأسعار في الداخل نسبة إلى الأسعار في الخارج طالما يبقى سعر الصرف الاسمي ثابتا. ويمكن الاكتفاء بمتابعة تأثير السياسات على تغير الاسعار في الداخل في ظل نظام سعر الصرف الثابت.

## إعادة النظر في ضوء التجربة

لا شك في توسع نطاق عمل البنوك المركزية ومسؤولياتها يعد استفحال الأزمة الأخيرة وربما ذهبت بعيدا عن تقاليد تقسيم العمل في الدولة المعاصرة، وذلك لثقة الحكومات أنها تستطيع إيجاد حلول للمشكلات القائمة كونها مصنع النقود. ولقد خففت، البنوك المركزية، من عبء الأزمة بتوفير السيولة وسعر الفائدة القريب من الصفر. لكن الاعتماد على السياسة النقدية أكثر من الحدود التي ترسمها طبيعة المؤسسة ربما تنتهي إلى الإحباط خاصة عندما تولت مهامها لجهات أخرى. لأنها من الصعب أن تجمع إلى وظيفة استقرار الأسعار في الدول المتقدمة ضمان التوظيف الكامل للعمل واستدامة المالية العامة واستقرار المصارف وأسواق المال. وعلى الرغم من الفعالة الواسعة بقدرة البنوك المركزية على ضبط الأسعار لم يكن نجاحها فائقا إذ شهدت عشرات السنين الماضية في عصر العملة الورقية الكثير من موجات التضخم والانكماش وما ترتب عليها من اضطراب النشاط الاقتصادي. وبالرغم من مضامين تلك التجربة تقاربت توجهات الدول المتقدمة إلى سياسة استهداف التضخم والتي أصبحت إطارا مرجعيا للسياسة النقدية. وعندما أصبح استقرار الأسعار هو المهمة الأولى للبنوك المركزية ساعدها على كسب الاستقلال. وأعطاهما النجاح الذي أحرزته في التأثير على التوقعات والمرونة التي مكنتها من الاستجابة الفورية للأزمة وفي رأي البعض (P 5 , Orphanides) حال جهد البنوك المركزية دون انزلاق العالم إلى انهيار على غرار الكساد الكبير. وتلك الثقة التي يوليها الناس للبنوك المركزية لها علاقة بالاستقلال الذي أكسبها الجدارة. بيد أن انخراط البنوك المركزية، كما تقدم، في سياسات تستهدف استئناف النمو الاقتصادي الذي اعتادت عليه الدول المتقدمة أضرها لأن الأداء جاء مخيبا للأمال. فالتوقعات كانت عالية بعد عهد الاعتدال الكبير حول ما تستطيع البنوك المركزية من تحقيقه في الاستقرار الاقتصادي الكلي، أي التشغيل بمستويات قريبة من التوظيف الكامل للطاقة الانتاجية، واستقرار الأسعار، أي إبقاء التضخم بمستوى منخفض. وبعد الأخفاق الواضح في الأداء الكلي ودلالته القصور الكبير في النمو لا يكفي القول أن السياسة النقدية جنبت تلك المجتمعات مأساة الكساد الكبير.

البطالة واسعة في الدول المتقدمة، وهي دليل على فشل السياسات، بيد أن التشغيل ليس هدفا مناسباً تعمل السياسة النقدية من أجله على رغم اهتمامها بالطلب الكلي في الأمد القصير. ولا بد من سياسات أخرى فالسياسة المالية بوسعها تقديم حوافز لخلق فرص العمل والاستثمار، وكذلك سياسات التشغيل والتي تتوجه إلى تحسين كفاءة أسواق العمل. وفي دول مثل إسبانيا واليونان قد لا يكون نقص الطلب سببا للبطالة إنما أسواق العمل وقيود بنوية (P 7 , ibid). وفي مجال المالية العامة ليست السياسة المالية الرصينة مسؤولية البنك المركزي، وثمة فشل واضح أيضا عندما أصبح حجم الدين نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي في بلدان متقدمة بعيدا عن شروط الاستدامة بمعنى التحوط بعيدا عن احتمال الانهيار ارتباطا بالدين السيادي. ولا تستطيع البنوك المركزية حل هذه المشكلة التي تحتاج إلى توافق سياسي يقيم الانسجام بين متطلبات النهوض الاقتصادي حاليا وإرساء مقومات الاستدامة للأمد البعيد بتثديب الأنفاق العام و تنمية الإيراد الضريبي.

وبشأن استقرار قطاع المال هناك مسألتان : العمل الوقائي من الأزمات، وإصلاح الأوضاع ما بعد وقوع الأزمة. وهنا من الصعب إلقاء اللوم بعيدا عن منهج التفكير الذي حكم السياسة النقدية. ولذلك تكاثرت

مقترحات توسيع نطاق السياسة النقدية وعلى سبيل المثال اقترح (Adrian p 11) التحول إلى معادلتين للسياسة النقدية واحدة للسعر وأخرى للكمية ، السعر هو نفسه المعتمد حاليا أما الكمية فهي، نظريا، المجاميع النقدية لكن المقصود بها عمليا التيسير أو التشدد الكمي وبالنتيجة، كما نرى، يمكن أن تكون إحدى فقرات الأساس النقدي التي يسيطر عليها الاحتياطي الفدرالي ويحركها للسياسة النقدية. أما متغيرات الحالة State variable التي يستهدفها الاحتياطي الفدرالي، حسب المقترح، فهي: التضخم، والناج المحلي الاجمالي الحقيقي، ورافعة الدين حسب هذا المقترح. وفي سياق التوجه للكم يلاحظ الاهتمام بالضمانات والعلاقة بين نسبة القروض من الضمانات وكيف ترتبط بالهوامش على سعر الفائدة الاعتيادي للأجل المعين وقطاع الائتمان. أي أن الاقتطاع من الضمانات يرتبط بدرجة المخاطرة والأخيرة بسعر الفائدة. ومن الواضح عدم كفاية ضبط التضخم لضمان الاستقرار المالي، وهو ما نتناوله بتفصيل في المباحث التالية.

وحول تجربة التوحيد النقدي ومن مقارنة لأداء السياسة النقدية ( الية البث النقدي) قبل نظام النقد الموحد في أوروبا وبعده اتضح أن السياسة النقدية لم يتغير تأثيرها بدلالة سرعة استجابة البنك المركزي الأوربي لانحرافات الناتج والتضخم عن المستويات المرغوبة ولا تغيرت سرعة استجابة تلك المتغيرات لسعر فائدة البنك المركزي. لكن تذبذب الناتج والتضخم قد انخفض بفعل تغيرات عميقة حصلت في اقتصاد القطاع الخاص وإذا كان ثمة فرق بين النظام النقدي الموحد وما سبقه فهو نمط تأثير الأخير في التوقعات.

## الائتمان واستقرار الأسواق المالية التمويل والنشاط المصرفي

الاستقرار في نطاق القطاع المالي يتضمن بلا شك أن المؤسسات المصرفية ذات الثقل في الأسواق وشبكة التعاملات الواسعة لا تواجه مخاطر كبيرة من مختلف المصادر: مثل الاعتماد المبالغ فيه على ودائع وديون الأمد القصير في جانب المطلوبات في حين تتمادى في تمويل مشروعات لأمد بعيد، بحيث تتسع الفجوة كثيرا بين متوسطي أمد المطلوبات والموجودات. مخاطر أسعار الصرف عندما لم تتحسب في الحماية ضد تقلباتها. مخاطر الائتمان حينما تتوسع نحو المقترضين بمعايير واطئة ودون ضمانات كافية. وإلى جانب ذلك أن تكون نوعية موجوداتها عالية بالمتوسط، وكفاية رأس المال متحققة بدلالة نسبة صافي الاستحقاق في الميزانية العمومية إلى الموجودات المرجحة بالمخاطر. وعلى المستوى التجميعي لقطاع المصارف والذي تعبر عنه الميزانية العمومية الموحدة للقطاع المصرفي Consolidated Balance Sheet نجد تلك المقومات متوفرة أيضا بالمتوسط وهذا يكفي تقريبا طالما كانت المؤسسات الكبرى رصينة وفي مأمن. ومن متطلبات الاستقرار أيضا أن تكون السياسات النقدية ملائمة بحيث يتحاشى البنك المركزي المفاجآت العنيفة بما فيها التقلبات السريعة في نسب الاحتياطيات وأسعار الفائدة . وان تحرص المصارف من جانبها على التنويع وتتجنب التركيز الائتماني مهما كان مغريا.

أما في أسواق المال فمن دلالات الاستقرار أن تبقى حركة أسعار الأسهم وأسعار أدوات الدين ضمن مدى ضيق في الأمد القصير وأن تتحرك في الأمد البعيد بما ينسجم مع الأساسيات الاقتصادية: معدل النمو

الاقتصادي، والتضخم، وسعر الفائدة ومعدل العائد الداخلي في القطاع الحقيقي، وسعر الصرف ... وهكذا. وإذا تصورنا إمكانية ضبط المصارف بالقواعد التنظيمية والأشراف النزيه، فإن السيطرة على حركة أسعار الأصول تبقى بمنتهى الصعوبة وذلك لتدخل التوقعات وهو موضوع مباحث أخرى.

أشارت دراسة Krugman إلى محاضرة لوكاس عام 2003 في جمعية الاقتصاديين الأمريكية حيث قال إن المسألة المركزية في علم الاقتصاد الكلي، وهي منع حدوث الكساد على النحو الذي حصل بين نهاية العشرينات ومطلع الثلاثينات من القرن الماضي، قد حلت من الناحية العملية. وبين قبل ذلك إن نشأة الاقتصاد الكلي جاءت في سياق رد الفعل على تلك الأزمة الكبيرة. ويقصد إن دورات الأعمال وتعاقب الفتر والنشاط قد تم تطويعها وتهذيبها بسياسات الاقتصاد الكلي إلى حد كبير بحيث إن بذل المزيد من الجهد في هذا المجال يؤدي إلى تحسينات إضافية طفيفة لا قيمة لها. وهنا يبدو أن لوكاس كان يفكر بمنطق الكلفة – المنفعة في تقييم فاعلية السياسات الاقتصادية. وفي نفس الوقت يدعو إلى اهتمام الاقتصاد الكلي بتحديات جديدة من أهمها النمو في الأمد البعيد[9].

وكان برنسكي مع هذا الخط في النظر إلى دورة الأعمال بأنها أصبحت في نطاق يمكن تحملها وهي أقرب إلى المزعجات منها إلى مسألة كبرى. وتلك مبالغة في التفاؤل، خاصة عندما يقيم أداء مجموع النظام بوقائع الأزمة الأخيرة. وقد تجاهل لوكاس وبرنسكي إن ما ابعده شبح الكساد الكبير هي السياسات والتشريعات والمؤسسات التي استحدثت لتدارك فشل السوق وتعارض المصالح في الاقتصاد المعاصر. وليس ان الاقتصاد، ذاتياً، قد تغيرت خصائصه بحيث انتفت إمكانية تكرار أزمات كبرى مثل كساد الثلاثينات. وان تشكيك مدرسة التوقعات العقلانية، ولوكاس ابرز منظريها، بفاعلية التدخل الحكومي، ودعم الليبراليون الجدد للتخلي التدريجي عن الضوابط الرقابية على أداء المؤسسات المالية أو إضعاف حاكميتها العملية، تلك الاتجاهات وما تمثله من مصالح وضغوط سياسية أسهمت في تآكل الترتيبات المؤسسية للوقاية من الأزمات ومعالجتها.

التيار الرئيسي هو الذي أصر على مقايضة سياسة السيطرة على التضخم بالضوابط الحاكمة والرقابة الاحترازية وما إليها. بل اثبتت مسألة استخدام البنوك المركزية لنفس الأدوات حسب مقتضيات الاستقرار المالي لأن انخفاض التضخم لا يعني رسوخ مقومات الاستقرار كما بينت مجريات الأزمة الأخيرة وعواقبها. إن اختزال سياسات الاقتصاد الكلي إلى سياسة يتولاها البنك المركزي للسيطرة على التضخم والترويج إلى تنظير يشكك بجدي استخدام الأدوات المتعارف عليها للسياسات المالية والنقدية من أجل التأثير في سلوك متغيرات قطاع المال هو ما يتجه الانتقاد إليه. فإذا كانت تقلبات الائتمان وأسعار الأصول تصنع كل تلك الاضطرابات الخطيرة، إضافة على فاعليتها في المسار الدوري للاقتصاد، انتظامه وعدم انتظامه، فلماذا لا تحاول السياسة جدياً تفادي تلك التقلبات، إن أمكن، أو تهذيبها على الأقل. وقد تناولت الأبحاث التجريبية الصلة المفترضة بين استقرار الأسعار واستقرار المتغيرات المالية، بيد أنها لم تقف عند الأسباب الأعمق في البؤرة المولدة لعدم الاستقرار.

ومن الملاحظ ان الأزمة الأخيرة، وكذلك أزمة اليابان من قبل تكونت في وضع التضخم المنخفض. وان انخفاض التضخم يشجع البنك المركزي على التوسع النقدي مع أسعار فائدة واطئة وهذا يؤدي إلى تكوين

الفقاعة. بعد ظهور فقاعة تقنية المعلومات عام 2000 خفّض الاحتياطي الفدرالي الأمريكي سعر فائدة الأموال الفدرالية ( Federal Fund Rate ) إلى مستويات واطنة جداً وكذلك البنك المركزي الأوروبي وبدء الأول زيادتها عام 2004 والثاني عام 2006 وربما أدى هذا التخفيض ولمدة طويلة نسبياً إلى الأزمة المالية الأخيرة عبر التوسع في الائتمان بعيداً عن المدييات التي يمكن الحفاظ على الاستقرار ضمنها .

وحتى في الفترات التي شهدت نوعاً من الانسجام بين استقرار اسعار السلع والخدمات واسعار الاصول والائتمان فهذا لا يعني بالضرورة وجود علاقة سببية بل اتفاق نتيجة مجموعة ثالثة من العوامل. وان الالتباس بين الارتباط التوافقي والعلاقة السببية من المحاور المعترف بها للبحث الاقتصادي. وتكشف البيانات التاريخية عن المبالغة في اسعار الاصول وقد ينطوي رأي وودفورد على بعض التناقض عندما يجري القول بعدم امكانية معرفة تجاوز اسعار الاصول للمستويات التي تعينها الاساسيات وفي نفس الوقت ينصح بالانتباه الى اوضاع الشركات التي تمادت في تمويل شراء أصول خطيرة بالقروض. وعموماً اراد وودفورد تعطيل ذرائع عدم التدخل لمنع الاضطراب المالي او التقليل من أضراره في حالة عدم التمكن من منعه كلياً. ليقترح سياسة مرنة في استهداف التضخم تفسح المجال لخدمة اهداف اخرى منها ضبط السوق المالية. ويبدو من الواقعية قبول التعامل مع المستوى الجزئي لحماية الاستقرار المالي، ويأتي هذا من أهمية معرفة حجم الشركات التي يمنع عسر التمويل مواصلتها لنشاطاتها بالمستويات الاعتيادية في تقدير احتمال الأزمة. وقد لا يكفي سعر الفائدة لوحده من انجاز مهمة الاستقرار المالي لان زيادة كبيرة في سعر الفائدة وفي وقت قصير قد تردع الشركات التي بالغت في الاقتراض لكن مثل هذا الاجراء قد يقيد النشاط الحقيقي الى حد يعادل ضرر الأزمة. وقد تبين وجوب فرض ضوابط لرفع كفاية رأس المال واقتراح الاجراء الاخير يتطلب ايضاً دراسة آثاره على مجمل الحيوية الاقتصادية في ظروف اعتيادية. ومن المعلوم أن الايقاف المفاجئ لعمليات التوسع او تمويلها وحسب مفهوم المعجل المالي Financial Accelerator قد يفاقم الاوضاع، كما ان تصميم العلاقة بين الجهاز المصرفي والقطاع الحقيقي على اساس تحاشي المخاطر وبصفة دائمة له تكاليفه في فرص النمو والتشغيل. المهمة ليست سهلة، ومع ذلك تحتم الاضرار الضخمة للاضطراب الاخير المراجعة واعادة النظر بدور كل من السياسة النقدية والرقابة.

النموذج الذي اقترحه وودفورد لتعديل سياسة استهداف التضخم ينطلق من قيود الائتمان Credit Frictions. وعدم تجانس الأسر في المنفعة الحدية للدخل وتعرضها لقيود الائتمان. ويذهب إلى تصنيفها في فئتين، مقترضين ومدخرين، وتكون المنفعة الحدية للدخل عند المقترضين أعلى منها لدى المدخرين. وتسمح هذه المقدمة بالتعامل مع الفرق بين سعر الفائدة على القروض والودائع متغيراً تفسيرياً في دالة التضخم، وينتهي إلى تضمين عبئ الدين في دالة السياسة النقدية، ودالة العرض التي يعبر عنها منحى فيليبس. أي ان فرق أسعار الفائدة صار دالاً على درجة الاستقرار المالي، وذلك للانتقال من دالة السياسة النقدية لما قبل الأزمة إلى دالة جديدة تتعامل مع بنية سعر الفائدة للأجل واختلافها حسب درجات الخطر. ونجد هذا الاتجاه يتساق مع العناية بجانب الموجودات في ميزانيات المصارف وإخضاع بعضها إلى احتياطات إلزامية. ولا يوافق البعض ومنهم Svensson على توسيع مهام السياسة النقدية لتتناول الاستقرار المالي لأن سياسة الاستقرار المالي تختلف عن السياسة النقدية في المؤسسات والأدوات. وتتفق مع Svensson في مخاطرة التباس المفاهيم والعمل عند الجمع بين مهام السياستين، لكن التجربة بينت، أيضاً، عدم وجود مؤسسة أخرى مؤهلة لرعاية الاستقرار المالي غير البنوك المركزية. لكن الفصل بين

الرقابة Supervision، وربما معها الضوابط التنظيمية Regulations، والسياسة النقدية يبدو ضروريا لأسباب عدة، تناولناها في مكان آخر. بلغة بسيطة قد تدعو الحاجة العملية للتفريق بين عدة مهام ومنها مجموعة الضوابط التنظيمية والأشرف والتحوط الكلي من أجل الاستقرار المالي Financial stability، والاستقرار بالمعنى الاقتصادي الكلي التقليدي والذي يركز على التضخم أولاً وفجوة الناتج ثانياً. وقد يستطيع البنك المركزي دون التورط في تناقضات حادة تحمل مسؤولية الجانب السعري من الاستقرار المالي. أي إضافة للمستوى العام لأسعار الفائدة تفاوتها أيضاً: بين سعر الإيداع وسعر الاقراض، والاقراض الاعتيادي والخطر لنفس الامد، وبنية الآجال. وفي هذه الحالة قد يجمع بين سياسة احتياطات الزامية من جانب الموجودات إضافة على جانب الودائع، وتبنى أكثر من سعر فائدة للسياسة وتوجه من هذا النوع ليس من بين المقترحات المتداولة بتاتاً.

ويلاحظ الربط المؤسسي في أذهان الكثير من الباحثين بين الرقابة على المصارف وسياسة الاستقرار المالي، بينما الرقابة بذاتها تقدم معلومات وتساعد على فرض الضوابط. ولا تنكر علاقة الاستقرار المالي بأسعار الفائدة والعمليات النقدية التي يديرها البنك المركزي، إضافة على قواعد تنظيم مثل كفاية رأس المال وبنية الموجودات حسب الآجال والمخاطرة، وتغير قيم الضمانات، وانسجام طرفي الميزانية العمومية للمؤسسات المالية. وهذا لا ينفي عدم التطابق بين السياسة النقدية وسياسة الاستقرار المالي بالأدوات والأبعاد المؤسسية. ويذهب البعض الى رؤية الاختلاف بين السياسة النقدية والاستقرار المالي مثل اختلاف السياسة النقدية عن المالية. والأخيرة لها اهدافها في الاستقرار الاقتصادي والكفاءة بل حتى توزيع الدخل وادواتها لبلوغ تلك الأهداف، مثل الضرائب وأصناف النشاط المرتبطة بها وتؤثر في الانفاق وبنيتها، ولها سلطات تتمثل في وزارة المالية. اما السياسة النقدية فتهمم بالتضخم المستقر وتوظيف الموارد. وهنا أيضاً ملاحظات حيث تهتم السياسة النقدية الامريكية، حسب نصوص القانون، بالتنشغيل والنمو وحتى في قانون البنك المركزي العراقي. وايضاً عندما يقال السياسة المالية من بين اهدافها الاستقرار الاقتصادي فهل أن هذا الاستقرار لا يتضمن المستوى العام للأسعار. على الصعيد التشريعي، ثمة تقسيم للمسؤوليات بين المؤسسات، لكن تبقى من الناحية النظرية حدود تلك المسؤوليات غائمة بسبب وحدة النظام الاقتصادي والمالي على الأقل، وبالتالي تتضح الحاجة الماسة لمركز تنسيقي للسياسات وفي حدود ما يسمح به نظام الاقتصاد الحر بما في ذلك العمل الكفوء للأسواق. ويرى البعض ان السياسة النقدية تتخذ قراراتها في ضوء ما تفعله السياسة المالية والعكس صحيح بما يشبه المباراة Game وليس على اساس التوازن المنسق وهذه مشكلة في ادارة الاقتصاد تعانيها حتى البلدان النامية ومنها العراق. ويقترح البعض ان سياسة الاستقرار المالي Financial Stability ينبغي ان تؤدي أيضاً هكذا بالعلاقة مع السياسة النقدية.

لكن الجانب المؤسسي لسياسة الاستقرار المالي يمثل معضلة كبيرة لم تجد حلاً مقنعاً لحد الآن حيث ان الرقابة على المؤسسات المالية تتردد بين البنك المركزي وجهة او جهات اخرى. وتقاليد عمل دوائر الرقابة تستند الى اسس واجراءات لا يبدو ان هدفها الاول هو الاستقرار المالي وان كانت الضوابط التنظيمية تتوخى مثل هذا الاستقرار لان متطلبات الانسجام مع الضوابط لا تضمن الاستقرار المالي وان تكن، في كثير من الاحيان، شرطاً ضرورياً له.

انحرافات الائتمان عن الاداء الأمثل لها علاقة بفوارق اسعار الفائدة بين الاقراض والاقراض ويلاحظ أن نسبة سعر الاقراض إلى الايداع تتغير عبر الزمن وبين البلدان ويحبذ عموماً تقلص الفارق بينهما وفي

الاتجاه العام يلاحظ انخفاض الفرق مع مستوى التطور الاقتصادي كما يتضح من بيانات المقارنة الدولية. ولكن مدى التفاوت بين سعر الفائدة للأمد القصير والأمد البعيد بنفس المستوى من الأهمية وهو عالي الدلالة عند مقارنته حين الاقتراب من اندلاع الأزمة وفي خضمها ومرحلة تجاوزها، وتتشاء الأسواق المالية عند تجاوز سعر الفائدة للأمد القصير معدل العائد على سندات الأمد البعيد والتي تسمى حالة المنحنى المقلوب للعائد. ومن الموضوعي محاولة تناول رافعة الدين ومخاطر الائتمان مباشرة لأن العلاقة بين هذه وبنية أسعار الفائدة ليست محكمة. ويأتي الاعتراض على هذا الرأي من أهمية توفر الأدوات طالما يصعب التعامل مع الرافعة والائتمان مباشرة. لكن الاعتراض ينطلق من الوضع المؤسسي الحالي والذي أصبح تجاوزه ضروريا. ومن السهولة التعامل مع الرافعة مباشرة من خلال كفاية رأس المال أما الاتفاق على مقاييس لتعريف الائتمان الخطر لجعله موضوعا لسياسة فهو ليس بعيد المنال.

فعندما تعاني مجموعة من الشركات الكبيرة، والمؤثرة في الأداء الاجمالي للسوق، مشكلات سيولة حادة تزداد خشية السلطة النقدية من مباشرة سياسات تفضي إلى عسر ائتماني. لأن أوضاع الشركات تلك تتفاقم، مع صعوبات وتكاليف متزايدة تواجه حاجتها الماسة للاقتراض، وتنخفض أسعار أسهمها ولأنها مثقلة بالدين يصبح صافي الاستحقاق لتلك الشركات سالبا، ومع تزايد أعداد هذه الشركات التي تعجز عن إعادة التمويل والوفاء بالتزاماتها للدائنين تنهار مؤسسات أخرى ربما كانت أوضاعها سليمة لكن ديونها على الغير أصبحت بحكم المعدومة أو انخفضت قيمتها فأفلست بالنتيجة وهكذا ينتشر الفشل. وأن الخوف من التغذية العكسية السلبية وارد إلى حد كبير حينما يتأخر اكتشاف الخلل. ومع ذلك يتطلب الأمر بلورة سياسة جديدة للاستقرار المالي التي تناولتها مباحث أخرى.

استخدم Qiu نموذج توازن عام لدراسة العلاقة بين أسعار الأصول والمصارف وشركات الاستثمار، أي الصناديق المشتركة، والنموذج ثنائي الموقف من جهة المخاطرة وتحدد أسعار الأصول داخليا بالنموذج الذي يتضمن متطابقات الموارد ودالة منفعة. كذلك يعتمد فرضية الأجيال المتعددة والمتداخلة. والمصارف تخلق النقود داخليا Inside Money عبر الائتمان والنقود الخارجية، القروض من البنك المركزي، تساعد على الاستمرار في خلق النقود إلا أن السيولة أساسا تكاثرها المصارف. وقد استنتج الباحث المذكور أنفا ( Qiu, P325) إن استطاعة المصارف توسيع السيولة على المستوى التجميعي مفيدة للاستقرار المالي. وتبينت أهمية المرونة العالية للنقود الداخلية في إدامة استقرار أسعار الأصول، وهذه النتيجة تدعم دراسات أخرى بأدوات تحليل ومقدمات مغايرة. وتمكن النموذج من إثبات محدودية دور الصناديق المشتركة والمؤسسات غير المصرفية لتوفير السيولة، بل إن تلك المؤسسات تعمل في ظل مواصلة المصارف خلق السيولة وبخلاف ذلك ليس بإمكان حملة الأسهم الحصول على السيولة الكافية ما يؤدي الى مزيد من الانهيار في أسعار الأسهم عند الصدمات. وسلطت هذه الدراسة الضوء، وإن نظريا، على مسألة الدور المحوري للمصارف في الاستقرار المالي رغم تعاضم الأسواق المالية وتنوع أدواتها والحجم الكبير للأصول المتداولة فيها. بمعنى إن مؤسسات المشاركة في المخاطر، الصناديق المشتركة وغيرها، تساعد على تقديم ضمان ضد المخاطر عندما تعمل المصارف بمرونة عالية ويدعمها البنك المركزي بقروض واطنة الكلفة لإدامة يسر السيولة.

يبين نموذج Diamond–Dybvig أن المصارف تمول قروضا بعيدة الأمد، مثل المساكن و ما إليها و هي واطنة السيولة بطبيعتها، بالدائع قصيرة الأمد، على الأغلب، والتي قد يطلب المودعون سحبها في أي

وقت لذلك ينطوي نظام عمل المصارف على عدم الاستقرار خاصة له ، وينسجم هذا الرأي في الجوهر مع التنظير الذي قدمته المدرسة النمساوية. وبفضل المودعون إبقاء مدخراتهم سائلة في المصارف تحسبا لاحتياجات غير متوقعة قد تلجئهم في أية لحظة لاستعادتها أو جزء منها، في المقابل يريد المستثمر قرضا يسدده في أوقات متفق عليها كي يستطيع تمويل مشاريعه أو حيازة أصول حقيقية تدر عوائد في المستقبل، وتتطلب فترة طويلة قبل أن يكفي المتراكم من تلك العوائد لسداد ما انفق عليه. وتتوسط المصارف بين المقترضين والمودعين لأن أصحاب المدخرات الذين يتعاملون معها ليس لديهم الاستعداد للالتزام بالتخلي عنها لمدة طويلة أو لأي فترة زمنية. وتجنبي المصارف أرباحها من فرق أسعار الفائدة بين التي تتقاضاها على القروض مقابل التي تدفعها على الودائع وهي عالية. وذلك بسبب الزمن البعيد والمخاطرة وانخفاض السيولة في القروض بينما هي على الودائع واطئة لقصر الأمد أو الإتاحة في أي وقت، السيولة التامة، واختلاف المخاطر التي تواجه المودع مقارنة بالمقرض. ولأن الودائع تتجمع من عديد الأشخاص فمن غير المتوقع أن يتفق السحب عليها في نفس الوقت لاختلاف ظروفهم ولذلك تكتفي المصارف باحتجاز جزء يسير منها نقدا Cash لتغطية حاجة المودعين اليه.

وإذا تصادف، لأي سبب، أن المودعين جميعهم أو أكثرهم طلبوا استرداد ودائعهم فسوف تنفذ السيولة التي في متناول المصرف قبل التمكن من تلبية طلبات جميع المودعين. وإذا توقع المودعون أن سواهم في طريقهم لسحب ودائعهم تسود حالة من الهلع والتسابق على سحب الودائع بغض النظر عن سلامة سياسة الاقراض المصرفي وفيما إذا كان المركز المالي للمصرف رصينا أم لا.

وسلط النموذج أنف الذكر الضوء على نمط من السلوك المحفز بالتوقعات بحيث إذا توقع عدد كبير من المودعين إن الآخرين بصدد سحب ودائعهم يهرعون الى المصارف وتصل النتيجة الى عجزه وتسمى هذه الوقائع النبوءة المتحققة ذاتيا Self-Fulfilling Prophecy. و بذلك فالمسألة بأكملها تابعة لتوقعات المودعين فإذا توقع أغلب المودعين أن اغلبية الآخرين لا يسحبون من ودائعهم إلا بقدر حاجتهم للأنفاق هم يتصرفون هكذا أيضا والكل ينتفع. أما إذا كانت التوقعات الطاغية أن الأغلبية يسحبون ودائعهم ويغلقون حساباتهم فالكل يخسرون، السابقون فوائدهم واللاحقون مدخراتهم والفوائد. ومن الواضح كم يخدم النمط الأول من التوقعات مصالحهم ولكن هل تستطيع الجهات المعنية التأثير على تكوين التوقعات وتهذيبها لمصلحة المودعين أنفسهم، ويقال نفس الشيء حول التوقعات في أسواق الأسهم وغيرها. ولمعالجة هذه المشكلة اعتمدت الكثير من الدول أنظمة التأمين على الودائع، كلها أو جزء منها، إذا تجاوزت حدا أعلى لإلغاء الحاجة للهرع نحو المصارف. واقترح آخرون، كما مبين في المكان المناسب، إخراج الودائع الجارية من تعريف الأموال المعدة للإقراض أي إخضاعها للاحتياطات الإلزامية بنسبة 100 بالمائة وهو مقترح يصعب قبوله لأسباب كثيرة.

لقد حافظ الاحتياطي الفدرالي، والبنوك المركزية للدول المتقدمة على رعاية الانتعاش بين عامي 2002 و 2004. فبقيت اسعار الفائدة قبل الازمة الاخيرة منخفضة ومدى تفاوتها حسب الأجل ضيق جدا، وتنطلق تلك السياسة مما يسميه غرين سبان ادارة الخطر لخفض احتمال الكساد. فرضية منسكي مفادها ان المستثمرين في أيام الانتعاش، وتوفر موارد كافية، ينتقلون من النطاق الأمن الى المضاربات الخطرة والائتمان الرديء، وهكذا انتهت فترة الاعتدال الكبير الى الازمة المالية الدولية الاخيرة. وبرزت من داخل

المؤسسات الرسمية الممثلة للتيار السائد مواقف نحت باللائمة على السياسة النقدية ومنها ما اتخذ من حيثيات الازمة الاخيرة منطلقاً لها. وركز الانتقاد على دور السياسة النقدية في التعامل مع فقاعات الموجودات، ووظيفته الرقابية، ومشكلة الحد الصفري لسعر الفائدة.

لكن الازمة شجعت على مراجعة تلك التجربة لاسيما المفاضلة بين مطلبي خفض البطالة والسيطرة على التضخم باتجاه التشكيك في مدى موضوعيه ومشروعية اتخاذ السيطرة على التضخم هدفاً اسمي، تضاءلت أمامه أهمية التشغيل والنمو والحاجة للانتمان، ودليلاً على سلامة الاداء.

وفي الولايات المتحدة الامريكية فان النمو مرحباً به وترغب السلطات في ادامته طالما بقي معدل التضخم منخفضاً حتى تراكمت انحرافات وشوهدت دلائل على قرب انزلاق الاقتصاد الى أزمة. وفي هذا السياق اثرت مجدداً مسألة استقلال البنوك المركزية وحوكمتها وخضوعها للرقابة السياسية، وامور أخرى كان التنظير للسياسة النقدية يتجاوزها عبر افتراض ثبات اثرها مثل عدم انسجام الأجل بين المطلوبات والموجودات وثقل المديونية او ما يسمى الرافعة Leverage.

هل ينبغي التصدي للفقاعة المالية واعاقه استمرار تكوينها أم انتظارها حتى تنتفلق لتنظيف الميدان من مخلفاتها. كان الراي الغالب، قبل الازمة، هو الثاني على ان التدخل في تكوينها قد يؤدي الى اضرار اكبر. وقد اخفى هذا الموقف تريثاً لا يرتكز على سند قوي بأمل الانفراج دون الوصول الى الانهيار وإلا فان التدخل، وفي اسوا الاحوال، قد يؤدي الى التعجيل بظهور مشكلة المؤسسات المالية الخاسرة وتراجع حاد في الائتمان وانخفاض او توقف النمو وقد لاتصل الخسائر بمجموعها الى ما شهده العالم في الازمة الاخيرة وبعدها. وقد راج التحليل الذي يميز بين فقاعة يقودها الائتمان واخرى من سوق الاسهم حيث لا يكون للانتمان دور رئيسي فيها. وقد حفز الاتجاه الجديد في تناول الفقاعة الاهتمام بالأشراف التنظيمي على المصارف والمؤسسات المالية الاخرى. وردّ المنهج السائد على الدعوة لتدخل البنوك المركزية، في المصارف لمعالجة الفقاعة ذات المنشأ الائتماني، بالقول ان البنوك المركزية ليست لديهم ميزة نسبية في المعلومات ولذلك قد تنجم عن تدخلهم اضرار ليست مقصودة تفوق المنافع المنتظرة. وقد شكك الكثيرون بوجاهة هذا التحفظ الأمر الذي عزز الميل نحو دور اكبر للبنوك المركزية في الاشراف على المصارف فيما بعد. وعموما يوجد قبول واسع لفكرة ان الاشراف على المصارف يقدم للبنوك المركزية معلومات لا تنهياً له عادة عند استقلال وظيفة الرقابة عنه .

لقد اتسعت الهوة بين وجهات النظر الاصلاحية من داخل البنوك المركزية والايوساط ذات العلاقة ، اساتذة وخبراء الاقتصاد النقدي، وتلك التي قدمتها جهات خارجية فقد تجرأت الاخيرة على اعادة مناقشة مسائل يعتقد انها ثابته مؤسسية راسخة. وتضمنت الاطروحات في الولايات المتحدة الامريكية، ايضا، عن الاعتراف بأهمية الاحتياطي الفدرالي الذي ساعد الحكومة على الخروج من الازمة، وكان يقدم بصفة مستمرة الكثير من التسهيلات لتمويل عجوزات الموازنة العامة. ولكن الاحتياطي الفدرالي في نظرهم يكون جزءاً من المشكلة أحيانا وليس جزءاً من الحل، اذ يلام على عدم استخدام نفوذه بالشكل الصحيح.

ويرى البعض انه يحابي في سياسته مصالح السوق لإرضاء الطبقة المالية المتنفذة، ومن الدلائل على ذلك حماية المؤسسات الكبيرة من الانهيار تحت شعار "اكبر من ان ينهار" وهذا يشمل عمالقة المصارف وحصلوا من ذلك على محاباة سوق الائتمان لهم على أساس عدم تخلي البنك المركزي عنهم كي يتحاشى الاضرار التي يسببها انهيارهم .

ومن مفردات برامج الإصلاح المقترحة (pally p6) تغيير الفلسفة الاقتصادية، واصلاح السياسة النقدية، واصلاح قواعد التنظيم الرقابية، والنزاهة والاخيرة كانت فعلا مهمة داخل البنوك المركزية على انها ليست من مهام الرقابة على المصارف. وكانت الرقابة تركز على كفاية راس المال بالدرجة الاولى والسيولة والمركز المالي، وحتى في هذه المهام ليست وقائية بما فيه الكفاية والدليل تكرار الاخفاقات وعمق الازمة الاخيرة ونطاقها.

حرّضت الازمة على اعادة اكتشاف المضمون السياسي للاقتصاد وانعكاسه في السياسة النقدية وخاصة مقاومة اصحاب المصالح للضوابط التنظيمية، وتحرير المؤسسات من تلك الضوابط تدريجيا. وهذا النفوذ يسمى اصطلاحا امسك اصحاب المصالح لنظام القواعد الحاكمة ومن امثله رفض وزارة الخزانة ونظام الاحتياطي الفيدرالي (Pally p8) محاولات اخضاع سوق المشتقات للتنظيم مما ادى الى شيوع اجراء الصفقات خارج منصات الاسواق المنظمة (Over the counter markets). وقد اتاحت السنوات الاخيرة قدرا من الحرية والجرأة لإعادة الاهتمام بسيطرة المصالح على السياسة وقواعد الانظمة الرقابية ما وضع صعوبات متزايدة امام اخضاع القطاع المالي للانضباط وشروط الاستقرار.

وكانت في البداية معترف بها على المستوى الجزئي، اما الان فتتسع بلا عقبات جديدة لتفسر سلوك متخذي القرارات على المستوى الاقتصادي الكلي والسياسة النقدية (ibid). وان تأكيد السياسات على التضخم وايلاء البطالة اهمية ثانوية يعكس مصالح قطاع المال في هذه المرحلة من تطور النظام الاقتصادي. وان توظيف المزيد من ادوات الرقابة مثل قيود الميزانية العمومية، ومتطلبات الهامش في اسواق الأجل تتطلب تحديا للمصالح التي كانت تمنع من اخضاعها للضوابط.

وفي سياق نظرية المصالح القابضة (Capture Theory) لابد من التمييز بين راس المال المالي وراس المال الصناعي. ويفضل راس المال المالي التضخم المنخفض لحماية الثروة المالية، بينما يُعرف راس المال الصناعي بالميل القوي نحو اقتصاد حقيقي نشط وبطالة منخفضة، وتفضل القوى العاملة التوظيف الكامل من اجل رفع الاجور الحقيقية. ويمكن النظر الى الليبرالية الجديدة بانها ايدلوجية مرحلة ما بعد الصناعة والتي تكون الهيمنة فيها لقطاع المال. ويعبر عن هذه الخاصية مؤشر نسبة الاصول المالية إلى الناتج المحلي الاجمالي، ونسبة القيمة المضافة المولدة في هذا القطاع إلى مجموع الناتج المحلي الاجمالي.

ومن انصار المدرسة الرسمية من يدعو ايضا الى رفع معدل التضخم لأتاحه مرونة أكبر للسياسة النقدية. ومن بين الاصلاحات المطروحة اعتماد نظام متطلبات الاحتياط على الاصول والتي تمكن من السيطرة على الميزانية العمومية للمؤسسات المالية بالاتجاه المعاكس للدورة، وهذه السياسة مطلوب اعتمادها ايضا لمصارف الظل وصناديق الوقاية وتودع تلك الاحتياطات في البنك المركزي. وهذه الفكرة ليست جديدة تماما على الممارسة اذ تفرض تعليمات رقابية على المصارف ما يسمى التخصيصات وهي نسب من مبالغ الائتمانات الخطرة او الائتمانات التعهدية غير المغطاة لكن تلك التخصيصات تظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة ولا تودع في البنك المركزي.

لقد دلت التجربة في الازمة الاخيرة والعقد الاخير ان السياسة النقدية لا تستطيع تحقيق أهداف الاستقرار والنمو عبر استهداف التضخم بسعر الفائدة بل لابد من ادوات اخرى ومنها ما تقدم واخرى، لان سعر الفائدة لوحده يمكن ان يؤثر على الحجم الكلي للائتمان دون بنيته. وقد لا تتحاشى مؤسسات الاقراض ركوب المخاطر ومراكمة ديون على جهات لا تتمتع بالجدارة الائتمانية. وقد حصل مثل هذا ومعدل التضخم منخفض ومظاهر الاداء الاقتصادي الكلي مقبولة. ولهذا فان الافضل والاكثر امانا استهداف التضخم ارتباطا

بهدف الحد الأدنى للبطالة مع اتخاذ تدابير كمية للتأثير في بنية الميزانية العمومية لمؤسسات الاقراض والمؤسسات المالية الاخرى ذات الصلة وذلك للحد من تنامي الموجودات الخطرة اضافة على عدم التماهي في تفاوت الأجال ما بين مصادر التمويل وأصناف الموجودات في الميزانية العمومية للمصارف. والأفضل اتخاذ تدابير تمكن الرقابة من تمييز الاصناف الاكثر خطورة والحد منها، لان رفع سعر الفائدة قد يدفع مؤسسات الاقراض إلى قبول مخاطر أعلى طلبا للعوائد المرتفعة. بتعبير اخر على السلطات النقدية والرقابية التوسع في استخدام الاجراءات الجزئية والتغلغل في مفردات جانبي الموجودات والمطلوبات، بل ومن الضروري العناية بوقائع فساد المؤسسات المالية المصرفية اذ لا يعقل تجاهل هذه الوقائع . وفي عام 2012 كانت التوقعات مع بقاء أسعار فائدة البنوك المركزية على حالها لاستمرار سياسة احتواء الأزمة. وكان البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي قد اعلن عن نيته شراء أوراق الدين العقاري Mortgage Backed securities، والتي نشأت أساسا عن توريق Securitization القروض العقارية، وذلك بمعدل 4 مليار في الشهر، وشراء أصول اخرى ويستمر على هذه السياسة لحين تحسن الظروف. وقد وسع بنك انكلترا التيسير الكمي، وعمدت عدد من الدول المتقدمة في الآونة الأخيرة الى خفض أسعار فائدة البنوك المركزية. واستهدف اليابان رفع معدل التضخم ومواصلة التوسع النقدي بنسبة 5 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي خلال عام 2013 وقام بنك انكلترا، وهو البنك المركزي البريطاني، بإقراض المصارف حوالات خزانة بريطانية مقابل ضمانات اقل سيولة. وتبنت الحكومة البريطانية زيادة الموارد تحت تصرف المصارف لرفع نشاطها الائتماني وتحريك الاقتصاد عبر الاقراض لقطاع الأعمال وذلك بتخفيض تكاليف اقراض المصارف لتسهيل التوسع. وايضا مالت البلدان النامية والناهضة نحو التيسير لحفز النشاط الاقتصادي. وقد خفضت عدد من البلدان مثل الصين والبرازيل أسعار فوائد البنوك المركزية.

### الأسواق وكفاءتها وفاعلية أدوات السياسة النقدية

الاسواق المالية لا تعمل دائما بكفاءة، والشركات والافراد لا يستطيعون الاقراض بحرية عند سعر الفائدة المعلن لقيود شتى، وهذه الحالة مؤكدة في العراق وموتقة في دول المنطقة الأخرى والعالم. ومن الواضح ان قنوات السياسة النقدية أقوى في ذلك النمط من البلدان التي تعاني شح السيولة والتي تصنف ضمن فئة بلدان البنك المركزي الدائن، وحيث تكون الإجراءات الكمية للبنك المركزي في توسيع احتياطات المصارف أبلغ الأثر في النشاط الائتماني. ثم إن تعامل الجمهور مع المصارف لا تحكمه الاعتبارات السعرية فقط بملاحظة غلبة الودائع الجارية في المصارف العراقية، ولذلك يبقى حجم النشاط المصرفي نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي منوطا بميل الجمهور للاحتفاظ بالنقود لدى المصارف، وهذه الخصائص يصعب على السياسة النقدية تعديلها. وعندما لا تتوفر كفاية من الودائع الرخيصة لدى المصارف لا تلجأ عادة إلى مصادر تمويل مكلفة.

وفي البلدان المماثلة للعراق تواجه المصارف مشاكل مختلفة تتمثل بالتخلف التنظيمي للقطاع الخاص، ومنه عدم توثيق الموجودات الضامنة بطريقة يسهل الوصول إليها عند إخفاق المدين. وأيضا توجد تكاليف إدارية بشأن التقدير الدقيق لقيمة الضمانات، ولذلك تتحاشي المصارف التوسع في الائتمان حتى لو كانت أسعار الفائدة مناسبة. وفي نفس الوقت تضعف استجابة أسعار الفائدة السوقية لسعر فائدة السياسة النقدية نحو

الانخفاض. ويعني تخفيض البنك المركزي العراقي لسعر فائدته أن كلفة الفرصة البديلة وهي الايداع بفائدة لدى البنك المركزي صارت أقل، ومن هذه الناحية تستعد المصارف لقبول سعر فائدة أدنى. لكن الملاحظ أن لسعر فائدة الاقراض صلة ضعيفة بسعر فائدة البنك المركزي حيث يجاربه عند الارتفاع وينفصل عنه عند الهبوط. فعندما تجاوز سعر فائدة البنك المركزي 20 بالمائة تجاوزه سعر فائدة الاقراض بهامش واطى نسبيا، وحينما انخفض إلى 6 بالمائة بقي سعر فائدة الاقراض من المصارف في نطاق 14 بالمائة. صحيح في دول العالم الأخرى لا ينخفض سعر فائدة الاقراض دون حد معين حتى لو وصل سعر فائدة البنك المركزي إلى الصفر بيد ان الفرق في العراق بحوالي ثمان نقاط مئوية يعد لافتا للنظر، ما يدل على ارتفاع هامش المخاطرة في تقدير المصارف.

إن عدم استجابة قنوات الائتمان والطلب الكلي كما هو متوقع نظريا لتغيرات سعر الفائدة قد يعزى إلى خصائص البلدان الناهضة ذاتها (Basci et al, P2) مثل التأثير العالي لتغيرات سعر الصرف في الأسعار، هيمنة العملة الأجنبية على موجودات المصارف والشركات في بعض البلدان مثل تركيا، والقيود على التمويل الخارجي والهيمنة المالية ... وسواها. وقد يستنتج من هذه الوقائع أهمية تجريب منهجيات بديلة للسياسة النقدية، كي تناسب هذا الصنف من البلدان للتأثير على الوضع الاقتصادي حتى في ظل نظام الاقتصاد الحر، والانفتاح على الأسواق المالية الخارجية، لاختلاف بنية الاقتصاد والقطاع المالي. ثم إن السياسة النقدية لها حدود وهناك سياسات أخرى. بيد أن عوامل سياسية وغيرها روجت لانفرادها نظريا بمزاولة الدور الحكومي في الحياة الاقتصادية. ومن الواضح عدم تماثل البلدان الناهضة في الخصائص والموانع التي يعزى إليها ضعف استجابة الاقتصاد الكلي للسياسة النقدية، ما يدعو إلى النظر في مصداقية جميع النماذج النظرية المتداولة والتي تحتوي المتغيرات الهدفية للسياسة النقدية. المهم مثلا أن نعرف كيف يتولد التضخم وما هي الإجراءات المتاحة للتأثير في سلوك المستوى العام للأسعار، وكيف يؤثر سعر الصرف فيما عداه، وكيف يستقر الاقتصاد الكلي، والعلاقة الممكنة بين الاستقرار والنمو والتشغيل والموازنة العامة وميزان المدفوعات في وضع معين حيث يراد للسياسات أداء الغرض. وبالتالي تشخيص دور المتغيرات التي تحت تصرف السلطة النقدية والأخرى التي في حوزة السلطة المالية في هذه المنظومة كلها، أي يتطلب الأمر إرجاع البحث في فاعلية البث النقدي إلى نطاقه الأوسع. وفي العراق وبلدان نفطية أخرى تختلف أسباب ضعف ادوات السياسة النقدية، والتي بينها هذا الكتاب بقدر كافي من التفصيل، ومنها الهيمنة المالية على العمليات النقدية وخاصة في ظل الاعتماد التام للموازنة العامة على المورد النفطي وهو بالعملة الأجنبية. والمعلوم أن استقلال السياسة النقدية بالمعنى التشريعي لا يبطل أثر الهيمنة المالية في تعطيل آلية البث النقدي. ما يؤكد كون المسألة برمتها منوطة بمدى استقلال العمليات النقدية عن العمليات المالية، لأن القرارات النقدية المثلى لا بد أن تستمد من محاكاة دقيقة لعمل النظام النقدي في علاقته بالاقتصاد الحقيقي وبالتالي تعكس الهيمنة المالية مهما كانت درجة استقلال البنك المركزي.

في ظل التعويم أو التثبيت المستتب لسعر الصرف تصبح تغيرات الفائدة قائمة للتوقعات، وربما من أسباب نمط السلوك هذا سهولة متابعة الجمهور لحركتها وفهمها بدلالاتها العملية. بيد أن هذا النمط يتعطل عندما يتجه الاقتصاد نحو الأزمة وتتواتر أخبار تقييد الائتمان بمعزل عن سعر الفائدة، أو حينما تتحرك أسعار الأسهم بعنف. وفي حالة تركيا، مثلا، عندما تحولت إلى نظام سعر الصرف العائم، مطلع القرن الحالي اختلف هناك نمط التوقعات وأصبح سعر الفائدة قصير الأمد للبنك المركزي الذي يتحرك تبعا لاستهداف

التضخم أكثر تأثيراً من ذي قبل حسب رأي البنك المركزي التركي. وربما حصل ذلك التأثير ليس نتيجة التعويم واستهداف التضخم وحسب، بل لجملة من التغيرات منها توثيق العلاقة مع الاقتصاد الأوربي واستقبال تدفقات رأسمالية أكثر مكوثاً في تركيا. ولأن التعويم جعل سعر الصرف أشد تذبذباً ولذلك أصبح المحتوى المعلوماتي له أقل من ذي قبل وهذا أدى إلى تحسين التوقعات وتهدنتها والتي كانت مرتبطة على نحو وثيق بتعديلات سعر الصرف قبل التعويم. ومن المعلوم في البلدان التي تعتمد سعر الصرف المثبت رسمياً، والتي لا تستطيع الحفاظ عليه ثابتاً مدة كافية وتغيره بين أونة وأخرى، يزداد تعلق التوقعات بسعر الصرف ويكون التثبيت بهذا المعنى مصدراً للاضطراب، وليس لأن التعويم بذاته أفضل من التثبيت. وتتفاوت استجابة أسعار الفائدة للبعيد لتغيرات سعر الفائدة للأمد القصير. فالقروض العقارية تختلف عن قروض السيارات والعقار وهذه وتلك تختلف عن قروض الشركات، ولكل منها ميل حدي مختلف تجاه فائدة الأمد القصير. وللقول بتأثير سعر الفائدة للأمد القصير على أسعار الفائدة للأمد البعيد يكفي أن تكون بعض هذه الأسعار مستجيبة. ومن الأسباب التي رشحت لتفسير ضعف قنوات السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2002 تغير بنية القطاع المالي بهيمنة أسواق المال على حساب المصارف. وهذا الاتجاه عام في البلدان المتقدمة متمثلاً بتعاظم نسبة الأصول المالية من غير الائتمان المصرفي. ويمكن القول بسريان هذا التحول في العالم كله ولحقت عدد من البلدان النامية لتتشارك مع البلدان المتقدمة في هذه الخاصية واقتربت الأخرى. ومن المعلوم أن انحسار المصارف لصالح الأسواق المالية لا يضعف السياسة النقدية بل يستدعي طرازاً مختلفاً منها يضع شروط استقرار قطاع المال مرتكزاً أساسياً للنموذج البديل. ويذكر أن التوسع في توريق الديون Securitization من بين أسباب الضعف الذي أشاروا إليها (Kuttner et al). وأيضاً انخفاض احتياطات المصارف، وتغير مكونات النقود لصالح السيولة الفورية ومنها الاحتفاظ بحجم أكبر من العملة.

لقد تناقص المضاعف النقدي، للنقود بالمعنى الضيق M1 ، في الولايات المتحدة الأمريكية من حوالي 3 في النصف الثاني لثمانينات القرن الماضي إلى حوالي 2 نهاية القرن الماضي، وإلى ما دون الواحد الصحيح في السنوات الأخيرة. وقبل عام 1980 كانت السياسة النقدية تركز على المجاميع النقدية للتحكم بالائتمان ولكن بعد تحول النظام المالي نحو السوق أصبح المضاعف النقدي غير مستقر ويتغير بمديات واسعة. ومن نتيجة هذا التحول لم تعد للمجاميع النقدية تلك الأهمية التي كانت لها من قبل، ولكن عند وصول سعر الفائدة إلى نهايته الصفرية أخذت البنوك المركزية في الدول المتطورة ومنها الاحتياطي الفدرالي بعد الأزمة الأخيرة والبنك المركزي الياباني قبل ذلك وإلى الآن ، تزاوّل السياسات الكمية الهادفة مباشرة إلى تغيير الميزانيات العمومية للمصارف التي تسمى تسهيلات السيولة أو التيسير الكمي، وليس أمامها خيار آخر. ولكن حتى في الظروف الاعتيادية وقبل الأزمة الأخيرة حينما تريد السياسة النقدية، التي يزاوّلها الاحتياطي الفدرالي الأمريكي، تغيير سعر الفائدة فذلك يجري بالتزامن مع عمليات السوق المفتوحة. فإذا ما عمدت إلى رفعها تسحب المقدار المناسب من السيولة بالكيفية التي تقدم شرحها. وبذلك تغير حجم الاحتياطات ويتغير الأساس النقدي ومنه عرض النقد كي يتحقق الانسجام مع سعر الفائدة الجديد. لكن الفرق بين السياسات القديمة والتي هيمنت منذ نهاية الثمانينات أن الهدف الوسيط من العملية هو سعر الفائدة وليس عرض النقد. وسعر الفائدة الذي تستخدمه السياسة النقدية في الولايات المتحدة الأمريكية هو سعر فائدة الأموال الفدرالية والذي يأخذ طريقه عبر عدة قنوات ، حسب التصورات التي عرضت آنفاً.

ولعل من أسباب صعوبة الكشف عن فاعلية السياسة النقدية داخليتها، التشدد وقت الانتعاش والتساهل أوقات الركود، وقد يتخلف سريان رفع أو خفض سعر فائدة البنك المركزي في أسعار فائدة السوق وهذه في قرارات الاستثمار والاستهلاك. وتركز السياسة النقدية خاصة في نموذجها الأمريكي على سعر الفائدة للأمد القصير وإن سعر فائدة الأموال الفدرالية هو أصلا سعر فائدة ليلي. ويرى البعض (Adrian P 1) أن هذا السعر يفتقر إلى التأثير الاقتصادي بذاته، وفي النهاية يتوقف فعل السياسة النقدية على مدى تحريك الأسعار المهمة في السوق المالية مثل أسعار الفائدة بعيدة الأمد وأسعار الأسهم وسعر الصرف. ومن جهة أخرى يرى المؤيدون للممارسة الشائعة في عهد استهداف التضخم الدور الرئيسي لسعر الفائدة في تكوين التوقعات، وتعمل قناة التوقعات في نطاق معاملات الاحلال بين الحاضر والمستقبل أيضا أي تسهم في تحديد أسعار الفائدة للأمد البعيد. وهناك توصيات لزيادة التركيز على الميزانيات العمومية للمصارف والشركات لأن التقلبات في رافعة الدين أصبحت لها انعكاسات واسعة وهي من بين ما يفسر الأزمة الأخيرة. وتعمل قناة الميزانية العمومية حسب ما تعنيه في المصارف والشركات والعوائل عبر تغيرات الأرصدة النقدية الحقيقية، خاصة وإن للقروض دور في هذا المجال، لكن هذه القناة تتطلب عناية إضافية كونها لا بد أن تدرس في مقابل أو من خلال نموذج دورة الحياة Life Cycle وبالتالي مفهوم الدخل الدائم أو صافي الثروة، إضافة على مخاطر الائتمان آنفة الذكر.

ومن ضمن الترتيبات المؤسسية لفاعلية السياسة النقدية: افتراض الحماية القانونية للقروض والوفاء بالالتزامات التعاقدية في أسواق الائتمان. وأيضا، وجود سوق ثانوية لأوراق الدين الحكومي لأجل مختلفة. وأيضا، العمق المالي بصفة عامة وحجم مناسب من الرسملة، الأسهم، وأسواق عقار متفاعلة مع حركة اسعار الفائدة وبقية الأصول. وعلى المستوى النظري هناك ارتباط قوي بين فاعلية السياسة النقدية والحركية التامة لرأس المال وتعويم سعر الصرف (الفصل السادس من هذا الكتاب). بينما على المستوى التجريبي من الصعب اكتشاف نمط من الفاعلية يحاكي التصور النظري. اما في البلدان النامية فمن الصعب التعميم لأنها متفاوتة في العمق المالي وكفاءة المؤسسات وحتى سوق ما بين المصارف والأسواق الثانوية لأوراق الدين الحكومي فهي ليست غائبة في جميع هذه البلدان، او على الأقل التي تصنف بأنها ناهضة. ولذلك تختلف أنماط العلاقة بين تغير أسعار فائدة البنك المركزي وإجراءاته للتحكم بالسيولة وما تنجم عنه في نهاية المطاف في نطاق الائتمان والاستثمار والطلب الكلي والتضخم، ولا يعني هذا إغفال أهمية عدم اكتمال الأسواق المالية. وفي العراق مثلا لا توجد إصدارات دين حكومي لأمد بعيد، والتدفقات المالية عبر الحدود قليلة نسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، وسعر الصرف ثابت، وهذه لا بد من صلتها بفاعلية السياسة النقدية وسياسات أخرى. وقد اتضح كيف يختلف عمل قنوات السياسة النقدية كثيرا فيما بين البلدان تبعا لجملة عوامل منها: الوساطة المالية، مستوى تطور أسواق رأس المال، درجة استقلال البنك المركزي، والخصائص البنوية لكل بلد على حدة. ولا زالت النقود بالمعنى الواسع منخفضة نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي في دول الخليج النفطية وفي العراق كذلك. وهي مقياس العمق المالي بدلالاتها على مجموع الودائع لمختلف الأجل إضافة على ودائع المقيمين بالعملة الأجنبية. كما يلاحظ أن اسواق النقد الوطنية، الى جانب دورها المحدود، ليست سائلة مقارنة مع دول أخرى هذا في تجربة دول الخليج (Cevik P 23). والاقراض بين المصارف بضمانات ليس على نطاق واسع، وفي العراق يكاد يعدم سوق ما بين المصارف. وان أدوات الدين الحكومي وإصدارات البنك المركزي ليست متاحة للجمهور بل لا توجد اسواق لتنظيم

التعامل الثانوي بها. ويفتقر العراق إلى سوق لأوراق الدين بالمطلق لحد الآن وهذه من جملة الخصائص البنوية التي تجعل نطاق عمل السياسة النقدية محدودا. وحتى معامل توبين مؤجل عمله في العراق لأن مجموع قيمة الأسهم لا يتجاوز 7 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي وأكثرها للمصارف.

## استقلال البنك المركزي ودوره الرقابي

نتناول في هذا المبحث استقلال البنك المركزي في السلطة النقدية، أي الأبعاد المؤسسية في السياسة النقدية والأشراف على المصارف بالتركيز على محور الاستقلال. وذلك في ضوء الأبحاث التي استعرضت التجارب وأخضعها للتحليل الكمي، وأيضا بالانتفاع من تجربة العراق. والمسألة منوطة بالدور الممكن لأدوات البنك المركزي في نظام اقتصادي معين وبمختلف درجات العمق المالي المرتبطة إلى حد كبير بمرحلة التطور الاقتصادي. ومع النظر في وضع البنك المركزي حسب التشريعات النافذة والممكنة وبنية الدولة، نحاول إلى جانب ذلك، إمطة اللثام عن حقائق تساعد في تحسين أداء السياسة الاقتصادية والمصارف وتتطلب هذه المهمة استحضار ما قدمته المباحث الأخرى من هذا الكتاب.

### مفهوم الاستقلال في ضوء التجربة

ينصرف مفهوم استقلال البنك المركزي إلى تحرر متخذو القرارات النقدية من النفوذ السياسي والحكومي المباشر على مزاولتهم السياسة النقدية. وصار من دلالات الاستقلال عدم ارتباط البنك المركزي بوزارة المالية أو السلطة التنفيذية. إنما يعد البنك المركزي مؤسسة قائمة بذاتها تعمل بموجب قانونها، وتتولى السياسة النقدية بالكامل بما في ذلك اختيار الأدوات، مثل أسعار الفائدة وعمليات السوق المفتوحة وسواها، وكيفية إدارة العمليات لتحقيق الأهداف. ومن مظاهر الاستقلال مكوث كبار المسؤولين في وظائفهم فترة طويلة نسبيا، وعدم تغييرهم إلا في حالات التجاوز الفاضح على القانون، والا يجمعوا إلى وظيفتهم في البنك المركزي العمل في الحكومة أو عضوية السلطة التشريعية، وليست لهم علاقة بالمصارف والمؤسسات التي يشرف عليها البنك المركزي لتحسين القرارات من تدخل المصالح والولاءات على حساب سلامة الأداء. وهناك تمييز بين استقلال السياسة النقدية بالمعنى التشريعي والسياسي، واستقلال العمليات النقدية عن المالية العامة وهو ما يعرف بالاستقلال الفني *Technical Independence*، والأخير خاصية اقتصادية هي بدورها مستقلة عن التشريع والسلطة التنفيذية القائمة. وجرت دراسات لتقييم مدى جدوى الاستقلال، وفيما إذا أصبحت البنوك المركزية في ظله أكفا أداء لواجباتها. وركزت تلك الدراسات على الارتباط بين الاستقلال ومعدل التضخم وبعضها أضافت السمعة والثقة بالبنك المركزي ومدى تعزيزها بالاستقلال. وأيضا هناك مسألة تولى البنوك المركزية لوظيفة الرقابة على المصارف من عدمها ولها علاقة بالاستقلال. وقد جاءت الدعوة للاستقلال في أعقاب معدلات تضخم مرتفعة في البلدان المتقدمة. وفسرت باهتمام البنوك المركزية بالنشاط الانتاجي والتشغيل على حساب استقرار الأسعار وأن ذلك الاهتمام نتيجة التوق لإرضاء الحكومات، وحسب مدرسة التوقعات العقلانية، والنقوديين من قبل، هو ما يدفعها للتوسع النقدي الذي لا يثمر إلا التضخم.

وهكذا ارتكزت اطروحة استقلال البنك المركزي على أهمية مقاومة ميل الحكومة الى تضخم مرتفع لدفع الناتج نحو حده الاقصى وتقليص البطالة. ويدافع انصار الاستقلال بحجة ان منحى فيليبس عمودي في الامد

البعيد وبالتالي عندما يعمل الاقتصاد مع معدل مرتفع للتضخم هذا لا يؤدي في رايهم الى نقص البطالة او رفع درجة استغلال الطاقة الانتاجية الكلية. فقد تحصل زيادة في الناتج او التشغيل ولكن بصفة مؤقتة لان منحى فيليس في الامد القصير مشروط بالتضخم المتوقع وعندما يرتفع الاخير يتحول المنحى الى الاعلى فيقتضي اجرا أعلى مع نفس المستوى من التشغيل. وهذا التحليل المرتبط بمنحى فيليس المحمل بالتوقعات من موضوعات البحث المستمر تناولناه في معالجة سابقة .

وقد بين النقاد ان رؤساء بنوك نظام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يُعيّنون من مجالس ادارتها وهي مملوكة بنسبه 50 بالمائة لمصارف خاصة، ودعوا الى تأميمها بالكامل. وان يعين رؤساء تلك البنوك من الرئيس الامريكي ومصادفة مجلس الشيوخ. بل واكثر من ذلك يطلب هؤلاء النقاد ان يعين رئيس نظام الاحتياطي الفيدرالي من رئيس الجمهورية المنتخب ولمدة اربع سنوات احتراماً لأصوات الناخبين الذين وضعوا ثقتهم بالرئيس. وهذا ما ينبغي الالتفات اليه بصفة عامة لان الانفصام بين الانتخابات البرلمانية وادارة الهيئات المستقلة قد ينتقص من قيمة الانتخابات الديمقراطية ومدى خدمة الهيئة المنتخبة للأهداف التي جاءت من أجلها عبر دورها في السياسة الاقتصادية .

تعتبر اهداف السياسة النقدية عن النهج الاقتصادي العام للدولة الذي تتبناه الحكومات. وتبلورت قناعات واسعة القبول بأن تتخذ السلطات النقدية التدابير، لتحقيق تلك الاهداف، دون تعرضها للضغوط السياسية، المتأثرة بالأوضاع قصيرة الامد، وهو المعنى المتعارف عليه لاستقلال البنك المركزي. وتتجه اهداف السياسة النقدية، المصرح بها في جميع الدول، لخدمة الاستقرار وتحقيق اقصى نمو في الناتج والتشغيل مع العناية بشروط الاستدامة. ويرتكز استقلال السلطة النقدية، في المقام الاول، حول متطلبات السيطرة على التضخم من خلال تحاشي التوسع النقدي فوق ما تسمح به الطاقة الانتاجية الكلية. ويبقى الاستقلال، دائماً، "مشروطاً" بالشرعية السياسية، أي ان البنك المركزي لا يمثل سلطة قدرية فوق ارادة الشعب. ويرتبط، أي مفهوم الاستقلال، بتعريف اجرائي كي لا يبقى مفردة مجردة يستمر النزاع على محتواها في السياق العملي لإدارة الحياة الاقتصادية. ويتطلب الاطمئنان التام الى مهنية وكفاءة التشكيلات المتخذة للقرارات، داخل كيان السلطة النقدية، والمشاركة الفاعلة والمسؤولة لأعضاء تلك التشكيلات في القرار. اضافة الى الشفافية ونشر المعلومات التي تسمح بالرقابة والتدقيق. وعلى سبيل المثال أن لجان السياسة النقدية معلومة بأشخاصها ووقائع اجتماعاتها وقراراتها، والخلفيات التحليلية لتلك القرارات، في البنوك المركزية التي تعد نموذجية من جهة الاستقلال، ويتاح لك العلم، احياناً الى حد، من هو العضو في لجنة السياسة النقدية الذي ايد هذا الاتجاه او ذلك او تحفظ ولماذا. ومما تؤكد ادارات تلك البنوك ان السياسة النقدية، التي تفهمها، هي جزء هام ضمن الاطار الاقتصادي الكلي. ولا يوجد احد يدعم استقلال البنك المركزي دون شروط مؤسسية تضمن الوضوح التام في آلية اتخاذ القرارات والاطمئنان لكفاءتها من خلال استخدام ما يكفي من المعلومات والتحليل والخبرة. ومن المعلوم ان البنك المركزي العراقي، تأثر بظروف الانتقال والاضطرابات الاستثنائية، بدءاً من ايام سلطة الائتلاف المؤقتة، وبرنامج خفض المديونية، والترتيبات التي فرضها الخوف على أموال العراق في الخارج، اضافة على القرارات الدولية ما قبل عام 2003.

قادت معدلات التضخم المرتفعة وواخر السبعينات وبداية الثمانينات في العالم الى فحص اداء البنوك المركزية والدعوة الى استقلالها، ولاشك ان درجة الاستقلال تتفاوت من بلد لآخر. في عام 1997 اعلن استقلال بنك انكلترا عن الخزنة، ولكن بقي هدف التضخم يزود من الخزنة الى البنك حتى وقت قريب. وفي نفس العام اجري اليابان التعديل القانوني الذي منح البنك المركزي استقلالاً في ادارة العمليات. وفي الولايات المتحدة الامريكية كان الاستقلال عام 1978 وتعزز في السنوات اللاحقة. ويتحدث البعض عن البنك المركزي الاوربي بأنه الاكثر استقلالاً ومع ذلك، الزم، ايضاً، بدعم السياسات الاقتصادية العامة للمجموعة الاوربية، وفي تعبير اخر الامتثال لأسس محددة لكيفية الاستجابة للسياسات الاقتصادية، بل

ومجموع السياسات المعتمدة في المجموعة بما في ذلك الاجتماعية منها. وهو لا ينفرد بسياسة سعر الصرف بل يشاركه مجلس وزراء المجموعة الأوروبية بهذه السياسة حسب نصوص الاتفاقية، ويستطيع مجلس الوزراء صياغة توجهات عامة لسياسة سعر الصرف، وبالأغلبية دون التوافق التام، ويتعامل معها البنك المركزي الأوروبي بالأدوات التي تتوفر لديه. أي ان استقلال البنوك المركزية نتاج تطورات في العقود الأخيرة، وفي الجزء المتطور من العالم، وليس قانوناً "طبيعياً"، ولا هو جزء من الديمقراطية، أو صيغتها الفدرالية، وليست له علاقة بالنزاع بين الليبرالية السياسية والثقافة التقليدية وغيرها.

والسياسة النقدية، التي يتحدثون عن استقلالها، تتناول اسعار الفائدة قصيرة الامد، ومعدلات نمو المجاميع النقدية، وايضاً نافذة الخصم، وقروض الملجأ الاخير، وازيفت اليها في السنوات الاخيرة حيازة ادوات دين بعيدة الامد للحكومة والمصارف. وهذا المعنى للسياسة النقدية لم يعد من المنفق عليه تماماً، بعد مطالبة البنوك المركزية لاتخاذ تدابير تستهدف اسعار الاصول المالية، اي الانتقال، من مفهوم الاستقرار المرتبط بالمستوى العام لأسعار السلع، الى استقرار أداء النظام المالي بكفاءة واستقرار النشاط الاقتصادي الكلي وليس المستوى العام للأسعار فقط.

وأظهرت الازمة المالية الاخيرة سلوكاً للبنوك المركزية لا ينسجم مع تصورات ما بعد بريتون وودز للسلطة النقدية. اذ توسعت البنوك المركزية في الاقراض حجماً، وذهبت الى آحاد أبعد، وتجاوزت مجرد شراء حوالات الخزنة الى اقتناء سندات الحكومة وادوات الدين الفاشل وبعيد الامد لمؤسسات الاقراض في القطاع الخاص. وخفضت اسعار الفائدة دون نصف الواحد بالمئة نحو الصفر. وذلك لتوفير السيولة المطلوبة في تقسيم واضح للعمل مع الحكومات. وايضاً، تعاونت البنوك المركزية فيما بينها من خلال اتفاقيات تبادل العملات Currency Swaps لإسناد إجراءات الانتعاش الاقتصادي.

من المعلوم، لدى البنوك المركزية الأخرى، ان مسألة الاستقلال تحتاج التمييز فيما بين مختلف الأنشطة التي توكل ادارتها الى بنك مركزي، وتسمية المهام التي لا تقع تحت تعريف السياسة النقدية حصراً، ومعالجتها على اسس اخرى لان متطلبات حسن الاداء لتلك الأنشطة تختلف عن السياسة النقدية. في العراق يتولى البنك المركزي الرقابة على المصارف والمؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات الاستثمار والتحويل المالي والصرافة، واصدار ضوابط تنظيمية، واجراءات تفتيش، وتراخيص تأسيس لتلك المؤسسات، وموافقات على تعييناتها وهكذا. ولا تنضوي هذه المهام عرفاً تحت مفهوم السياسة النقدية. والممارسة في هذا النطاق متفاوتة حسب البلدان، حتى التي تتفق تماماً على مفهوم استقلال السلطة النقدية. وعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية لا ينفرد الاحتياطي الفدرالي في الرقابة على المصارف، والمؤسسات المالية المشابهة في دور الوساطة المالية، بل توجد جهات حكومية اخرى تشرف ولها ادوار معروفة. وحتى في العراق، ايضاً، تخضع المصارف المشاركة في سوق العراق للأوراق المالية لرقابة ذلك السوق. ولهذا فإن الحديث عن الاستقلال في السياسة النقدية لا ينسحب على مهام البنك المركزي في قطاع المصارف بنفس المضمون والدرجة، بل بالقدر الذي تتطلب المهمة وضرورات تقاسم العمل مع الجهات الاخرى والكيفيات الملائمة للتعاون.

كما اوكلت الى البنك المركزي مهمة تنفيذ قانون مكافحة غسل الاموال وتمويل الاجرام، واهداف هذا القانون مستقلة عن السياسة النقدية، ومتعلقة بالأمن ومكافحة الفساد الاداري. وهي، بالتعريف، تنفيذية صرفة ويتعذر أداؤها على الوجه الصحيح دون اشراف حكومي، او تغيير القانون، وهذا ما اقترحه، لاختيار جهة اخرى للتنفيذ. لان المصلحة العليا تقتضي عدم ارباك هذه المهام في الجدل حول استقلال السياسة النقدية. ان طبيعة اللجان والاختصاصات والخبرات وكيفيات اتخاذ القرار، في قطاع المصارف ومكافحة غسل الاموال، مختلفة تماماً عن تلك الملائمة للسياسة النقدية. وذوي الخبرة دائماً في خشية من طغيان مزاج السياسة النقدية، وتسلسلها الاداري، على المهام الاخرى ما يؤدي الى تهميشها على حساب اهميتها. كما يزاول البنك المركزي مهام اخرى ومنها ادارة المدفوعات لما بين المصارف، والتحويلات الى الخارج، وخدمات الصيرفة المركزية للحكومة، وهذه كلها ليست هي المقصودة بالسياسة النقدية ومفهوم الاستقلال

المرتبط بها. لان خدمات المدفوعات والتحويلات يمكن ان تؤدي من جهات اخرى. وهكذا يتضح ان توسيع مفهوم الاستقلال، لا يصب دائما" في خدمة الكفاءة والمهنية، بل يخلق ضجة ويحيط البنك المركزي بأجواء تسمح بحصول اضرار بالغة .

ان الزام الحكومة بتعويض خسائر البنك المركزي العراقي من المزايا التي لا تتمتع بها جميع البنوك المركزية، مثلا" بنك انكلترا لديه مثل هذا الضمان ولكن ليس شاملا" مثل حالة العراق، والاحتياطي الفدرالي الامريكي لا يعوّض الا في حدود لا تتجاوز، في الوقت الحاضر، 10 بالمائة من مجموع موجوداته في حين يزايد احتمال اخفاق المؤسسات التي اقرضها. ومن الواضح ان الاستقلال المالي للبنك المركزي يستند الى مقومات وتقاليد راسخة اضافة على السند القانوني. ولا علاقة لهذه الحقيقة بما يسمى استقلال البنك المركزي الذي يقصد منه في العمليات، والسياسة، النقدية بالمعنى المبين آنفا".

والبنك المركزي كان ولم يزل مستقلا" ماليا" منذ استحداثه، وهكذا كل البنوك المركزية في العالم، والحديث عن استقلال البنك المركزي لا علاقة له بهذه الصفة البتة. ومن المعلوم ان هذا لا يتناقض، ايضا"، مع كون البنك المركزي مؤسسة مالية مملوكة للدولة ورأسماله حكومي مدفوع اصلا" من الموازنة العامة، ويمكن للحكومة ان تطالب بجزء من ارباحه، وهو معمول به في البلدان الاخرى، وكان هكذا في العراق، ولكن الحكومة لم تطالب البنك المركزي بحصة من الارباح، والقانون الحالي سكت في هذا الموضوع. ومجلس الوزراء لا يستطيع التدخل في الميزانية العمومية للبنك المركزي أو نقل موجوداته ، كلا" او جزءا"، الى الموازنة العامة، وعدم الاستطاعة هذه لا علاقة لها بمفهوم استقلال البنك المركزي بالمعنى الاصطلاحي بل باستقلاله المالي، من جهة، ولأن التصرفات المالية للحكومة متعلقة بقوانين ومنها قانون الموازنة. ولا يمكن تحويل جزء من موجودات البنك المركزي الى الحكومة دون مقابل. كما لا تتوفر صلاحيات لدى الحكومة للاقتراض من البنك المركزي كما تشاء او يشاء البنك المركزي، بل يخضع ذلك للقانون وهو، في النهاية، من صلاحية مجلس النواب اصدارا" وتعديلا". ان وزير المالية ، مثلا" ، لا يستطيع نقل اموال من مصرف الرافدين الى الموازنة العامة، لان المصرف مستقل ماليا" رغم ارتباطه الاداري بالوزارة، ولا يستطيع وزير الصناعة ان يفعل الشيء نفسه مع اية منشأة صناعية عامة، فكيف يقال هذا بالنسبة للبنك المركزي. ويتطلب استقلال البنوك المركزية في سياسة السيطرة على التضخم ما يسمى الاستقلال الفني **Technical Independence** والذي يعني امتلاكه لأدوات كافية لتأمين استقرار الاسعار وهذه مسألة يحكمها الواقع ولا يكفي التشريع لضمانها وهي العقبة التي تواجه البنك المركزي العراقي .

اذا كانت السياسة النقدية مشروطة بمتطلبات الاستقرار، بدلالة ابقاء التضخم داخل حدود معلومة ، فنحن بحاجة ماسة الى تقدير مستوى الطلب الكلي الذي تنطلق عند تجاوزه موجات التضخم. وفي نفس الوقت ايضا" من الضروري التأكد من مدى فاعلية الادوات التي تحت سيطرة البنك المركزي في التأثير، وبالتالي مدى الاسهام المحتمل لتلك الادوات في تقريب الاقتصاد من الاستقرار. وفي كل الاحوال من الصعب اثبات ان السيولة تحدد فعلا" المستوى العام للأسعار، ومن المشكوك فيه ان اسعار الفائدة ونوافذ الاستثمار في البنك يمكن ان تشكل الية كافية لتحقيق مطلب التحكم بالسيولة. وفي نهاية المطاف ربما تؤكد الابحاث التجريبية ان وزارة المالية قد تكون هي الاقدر في السيطرة على التضخم ولا بد ان يحملها القانون تلك المسؤولية.

ان اقراض الحكومات ممارسة متعارف عليها في الصيرفة المركزية، وفي النموذج العام لجانب الموجودات في البنوك المركزية توجد ادوات الدين الحكومي. ولكن هناك فرق بين بنوك مركزية تحيز القوانين لها شراء الدين الحكومي من جهة اصداره مباشرة، واخرى لا يسمح لها القانون بذلك، ومنها البنك المركزي العراقي. اما شراء ادوات الدين الحكومي من السوق الثانوية فهو مبدأ متعارف عليه، في كل الاحوال وبغض النظر عن درجة استقلال البنك المركزي. والذي يمكن ان ينجز عن طريق الخصم او الاحتفاظ بأدوات الدين رهنا" لقروض يقدمها للمؤسسات المالية .

مما يذكر ان المهام الاضافية للبنوك المركزية تضعف استقلاليتها، فمثلاً، في رأي البعض كان البنك المركزي الاوربي يمثل الذروة في الاستقلال لان البنك ليس له دور في اصدار الضوابط التنظيمية للمصارف ولا يشرف عليها. بمعنى ان هذه الوظيفة عندما توكل لبنك مركزي لا بد ان يتقبل قدراً اقل من الاستقلالية حتى في مجاله الخاص. بل وبنك انكلترا وعلى الرغم من وجود مؤسسة منفصلة عنه للرقابة على المصارف، لكن دوره في الرقابة الكلية على القطاع المصرفي اضعف في نظرهم استقلاليتها. وتسلط ضغوط في الوقت الحاضر على البنك المركزي الاوربي ليتولى دوراً "رقابياً" على المصارف ايضاً. وهو لا يحتاجها فعلاً، في حين تحتاجها بنوك مركزية اخرى توسعت في اقراض مؤسسات فاشلة للمساعدة في انتشال الاقتصاد من الازمة. وقد الزم القانون البنك المركزي العراقي الحصول على ضمان من وزارة المالية لإقراض المصارف التي تعاني مشكلات السيولة.

يمكن النظر الى استقلال البنك المركزي بانه استثناء على الديمقراطية الدستورية وبالأخص عندما لا يخضع الى مراقبة البرلمان ومساءلته علماً ان البرلمان لا يستطيع، على الاغلب، تقييم أداء البنك المركزي بما يساعد على اصدار توجيهات فعالة اذ يفتقر عادة الى المعلومات التفصيلية بعمليات الصيرفة المركزية. لكن السلطة التنفيذية وبحكم مسؤوليتها المالية وتكامل الاجهزة التي تديرها تتمكن. ثم أن استقلال البنك المركزي عن الحكومة لا يعني عدم خضوعه لسيطرة مصالح اخرى تفتقر الى المشروعية في حين ان المصالح التي تسعى الحكومة لخدمتها عند توجيه البنك المركزي تبقى مشروعة على الاقل من الناحية الدستورية وان اختلفنا في مضمونها والزاوية التي تصدر عنها في تقييم السياسات الاقتصادية.

وعلى نظام الاحتياطي الفدرالي، في رأيهم ، ان يقدم سنوياً الى الكونغرس تقريراً يتضمن مدى تأثير المصالح الخاصة على عمل المؤسسات، وان يتناول التقرير والمناقشات في الكونغرس الخلفيات الاجتماعية والتجارية والسياسية للموظفين والادارة العليا في نظام الاحتياطي الفيدرالي وهذا النوع من الفحص ليس ضرورياً لإحكام الرقابة على البنوك المركزية فحسب بل هو ضروري للدولة بأكملها. من المفيد العناية بمثل هذه المقترحات في العراق ايضاً وفي هذا السياق يكون هدف التضخم خاضعاً للوصول الى الحد الأدنى المستدام من البطالة ويمكن تسميته معدل التضخم لنسبة البطالة الدنيا وذلك في تعارض مع المعدل الطبيعي للبطالة لملتون فريدمان والذي يطابق نقطة ارتكاز المنحني العمودي لفيليبس في الامد البعيد عندما تكون منحنيات فيليبس للأمد القصير محملة بالتوقعات. وثمة قضايا متعلقة بمفهوم استقلال البنوك المركزية تناولها هذا الكتاب من قبل عند بحث اليات البث النقدي، وأخرى ستأتي في محلها.

## تقسيم العمل بين السياسة النقدية والرقابة على المصارف

تاريخياً تأثرت الترتيبات المؤسسية للسياسة النقدية والرقابة على المصارف الى حد كبير بتقليدين متميزين. الانكليزي حيث السياسة النقدية والرقابة على المصارف يرتبطان تحت مظلة البنك المركزي، والتقليد الالمانى حيث تنفصل الوظيفتان في مؤسستين مستقلتين. ورغم ان بريطانيا تحولت عن تقليد الجمع عام 1998 إلا انه بقى يسمى انكليزياً واستمر هذا التمييز لان بريطانيا يعتمد قطاعها المالي على الأسواق المالية Market based. ولأنها توسعت في الاقراض عبر استخدام ادوات جديدة تتضمن عملية خلق للنقود بطريقة مختلفة وتحتاج الى ضمانات البنك المركزي. بينما طورت المانيا نظاماً مالياً يعتمد المصارف Bank-based وتحتل كفاية رأس المال أهمية كبيرة. ولزيادة الحصانة انفصلت الرقابة عليها عن سلطة البنك المركزي بين عامي 1986 و 2006 وهي فترة صعود الليبرالية الجديدة وبداية العصر الذي سمي

الاعتدال الكبير. ان جمع الرقابة على المصارف مع الرقابة بأنواعها، على المؤسسات الاخرى للقطاع المالي، فيه الكثير من الواقعية إلا ان الحاق هذا الكيان الموحد بالبنك المركزي أم وضعه في مؤسسة منفصلة يتحمل الكثير من النقاش. في العراق مثلاً تتولى الهيئة العراقية للأسواق المالية الرقابة على سوق الاسهم وتلثي الاسهم المتداولة في هذا السوق للمصارف الخاصة بمعنى ان توحيد الرقابة على المؤسسات المالية يتضمن ايضاً تطوير الرقابة على المصارف ذاتها. خاصة وان تحويل الملكية والتوسعات الرأسمالية للمصارف بطرح الاسهم الجديدة لها صلة بأداء المصارف وأفاق تطور ذلك الاداء. ويبدو ان التوجه لتوحيد الاجهزة الرقابية يرتبط عكسياً مع دور البنك المركزي في الرقابة على المصارف.

من تسعينات القرن الماضي، صاعداً الى الازمة الاخيرة، اتجهت الدول لمنح البنوك المركزية المزيد من الاستقلال من جهة وتقليص مهامها الرقابية أو تحويل تلك المهام الى مؤسسات اخرى. وعلى الاكثر، تتولى تلك المؤسسات البديلة الرقابة على جميع مؤسسات القطاع المالي: اسواق المال والتأمين وصناديق الاستثمار المالي والمصارف وسواها. حتى عام 2005، اقدمت بريطانيا، اليابان، وعدد من الدول الاسكندنافية على الغاء رقابة البنك المركزي على المصارف. واقترن ذلك التوجه بتركيز البنوك المركزية على التضخم ومنها استهدافه بنسبة محددة او مدى يضيق ويتسع بهذا القدر او ذلك. ولكن البنوك المركزية تتولى مهمات واسعة ولها الدور الحاسم عندما يهتز الاستقرار المالي، كما حدث منذ عام 2007. وتتصل اهمية دورها كونها مقرض الملجأ الاخير وفي ادارة السيولة ما بين المصارف، حتى في الظروف الاعتيادية. ولان الودائع هي الجزء الأكبر من النقود، في تلك الدول، تصبح المصارف شريكاً رئيسياً في السياسة النقدية والتي تركز على السيولة وادارتها. وفي الوقت الحاضر ضعفت آلية البث النقدي عبر المصارف واصبحت إجراءات السياسة النقدية تقريباً معطلة لهزال المصارف وانكشافها امام المديونية السيادية. وفي نفس الوقت يعتمد الاستقرار المالي على سلامة القطاع المصرفي، وتؤكد ذلك في تجربة السنوات الخمس الأخيرة على مستوى العالم. بيد أن البنوك المركزية ليست، دائماً وفي كل الدول، مشرفة على المصارف كي تمنع وقوع الازمات وان كان اشرافها قد لا يكفي للوقاية منها.

لكن الموقف أخذ بالتغير بعد الازمة الاخيرة نحو دور اكبر للبنوك المركزية في الرقابة على المصارف. واكتشفت منظمة اليورو إن وحدة النظام النقدي تتطلب آلية واحدة للرقابة على المصارف وأن يكون دور للبنك المركزي الاوربي في هذه الآلية. ومن المتوقع ان توكل له مهمة تنسيق النشاط الرقابي للبنوك الوطنية التي هي البنوك المركزية قبل الوحدة النقدية. والتي لازالت تؤدي الكثير من وظائف الصيرفة المركزية لاسيما ادارة حسابات الحكومات والمصارف في بلدانها. هذه التحركات جاءت لمعالجة آثار الازمة الاخيرة وللوقاية من أزمات مماثلة في المستقبل بالانتقال الى نظام مصرفي موحد يكون البنك المركزي الاوربي بمثابة مركز التنسيق لإكمال وحدة سوق الخدمات المالية، ولكسر الحلقة المفرغة بين عدم الاستقرار المالي Financial والسيادي (الموازنات العامة). وبما ان الاشراف على المصارف ليس من المسؤوليات الأساسية للبنك المركزي الاوربي، بل مزاولة السياسة النقدية لاستقرار الاسعار، لذلك أن الاوان للبحث في كيفية ارتباط السياسة النقدية مع الاشراف على المصارف. ويتيح اشراف البنك المركزي على المصارف معلومات مهمة لتشخيص البؤر المحتملة للاضطراب المالي والتعرف على فاعلية الضوابط والتدابير الرقابية وتدعم قاعدة معلومات البنك المركزي لتقييم الوضع الاقتصادي الكلي. ومن جهة ثانية، ما هي ضمانة الوقاية من طغيان إحدى الوظيفتين على الاخرى عندما تؤديان تحت سقف واحد. ومن أهداف الاتحاد المصرفي الاوربي ضبط السلوك المصرفي للوقاية من الازمات، لكن تكامل آلية الاشراف الموحد

على المصارف في البنك المركزي الاوربي يقدم، ايضاً، فرصاً لتحسين مزاولة السياسة النقدية ومهام اخرى وثيقة الارتباط بها. ويقدر أن 130-140 مصرف تهيمن على 80 بالمائة من الموجودات المصرفية ستكون تحت الرقابة المباشرة للآلية الجديدة.

تتفاعل السياسة النقدية مع السياسات الرقابية والتنظيم **Regulations** وقد يتناقضان، وعند تعريف اهداف مستقلة وادوات تدخل لكل منهما على حدة، من الممكن ان تتولى مؤسسة واحدة، في هذه الحالة البنك المركزي، مهمتي الرقابة والسياسة النقدية، وقد يكون هذا الخيار أفضل من استقلالهما في سلطات منفصلة. لكن التناقض متوقع خاصة على مستوى التحوط الكلي **Macro Prudential** والتي تزايدت اهميته استناداً الى ما يستنتج من الأزمة الاخيرة، وهو يعمل عبر قنوات وثيقة الصلة بشبكة السياسة النقدية. ومن المفيد التمييز بين الاشراف والرقابة على المصارف بالمعنى التقليدي وهو جزئي قوامه المصرف، والتحوط الكلي الذي يهتم بسلامة الوضع الاجمالي. ومن الناحية النظرية قد تكون جميع المصارف سليمة اذا ما أخذت كل على حدة لكن توجد مخاطر كبيرة تنذر بانهياف النظام .

وغالباً ما يهمل التمييز بين سلطة الاشراف وسلطة اصدار الضوابط التنظيمية **Regulations**، وان مزاولة المسؤوليتين من جهة واحدة لا يعني عدم التمييز بينهما. وهنا ايضاً مجال للتناقض او التكامل المثمر إذ قد تتحيز الضوابط لمهام السياسة النقدية في نطاقها الاضيق وهو السيطرة على التضخم وقد تحكم اصدارها متطلبات الاستقرار المالي او معايير الاداء المصرفي على المستوى الجزئي، والاخيرة عادة ما لا تستجيب لاهتمامات السياسة النقدية وخاصة اهداف الاستقرار الاقتصادي الكلي. ومن الممكن للبنك المركزي الاوربي ان يتخذ من مسؤولياته التحوطية وسيلة لتقليل الاعباء على ادوات السياسة النقدية. إذ يستطيع في الوضع الجديد اكتشاف الاختلال **Imbalance** والمخاطر مبكراً واستخدام صلاحياته الرقابية لتقليل احتمال الوقوع في الازمات او حتى الحاجة الى وظيفة مقرض الملجأ الاخير.

تتعرض العمليات النقدية للبنك المركزي الى المخاطر الائتمانية التي يحاول تغطيتها بالضمانات واساليب ادارة المخاطر الأخرى. ان الادارة الجيدة للأشرف والإجراءات التصحيحية الفورية تضمن سلامة الطرف المقابل في هذه العملية. وهكذا يحافظ البنك المركزي على ميزانيته ويضمن استقلاله بحيث لا يقع تحت ضغوط مطلب الانفاذ للمصارف المعسرة ولا يخضع لهيمنة المالية العامة التي يحتاجها لإنفاذ المصارف بديلاً عنه او ضامناً لما يقدمه لها من تسهيلات.

وهنا تثار استقلالية وظيفة الرقابة على المصارف عن وظيفة السياسة النقدية وهذا لا ينطبق على وضع العراق، حالياً، إذ لا يقدم البنك المركزي، عملياً، تسهيلات او قروض للمصارف. ان تشديد البنك المركزي للضمانات التي يطلبها لإقراض المصارف اذا تزامنت مع مواسم العسر الائتماني تكون بنفس اتجاه الدورة وتتناقض مع وظيفة السياسة النقدية، في حين ينبغي أن تعاكس الدورة كي تتحاشى الانزلاق الى الازمة. وعندما يتساهل البنك المركزي في متطلبات الضمان لإقراض المصارف يجازف في تعريض ميزانيته العمومية الى اضرار تضعف جدارته وسمعته. إن الاداء الجيد للوظيفة الرقابية يساعد البنك المركزي في عدم الاضطرار لاتخاذ تدابير مكلفة. في مضمون ما تقدم الخوف من التحيز هو أساس الاعتراض على قيام البنك المركزي بوظيفة السياسة النقدية الى جانب الاستقرار المالي وهو هدف الرقابة على المصارف. ومن نتائج التحيز الى متطلبات الاستقرار المالي التضحية باستقرار الاسعار من خلال المبالغة في تيسير السيولة لمنع انهيار المصارف.

ان تقديم قروض ميسرة بضمانات سهلة للمصرف المعسر يستند الى تقدير حجم الاضرار التي تترتب على انهياره. وربما يؤدي الحرص على اهداف السياسة النقدية الى ترك المصارف تنهار، او اقراض مصارف ليست مؤهلة من وجهة نظر الرقابة. ولحل هذا التناقض المحتمل توصي الجهات المعنية بالفصل بين الوظيفتين، الرقابة والسياسة النقدية، بحيث لا يهيمن مجلس ادارة البنك المركزي على القرار الرقابي. ولكن اذا كان الفصل مطلوباً فما هي الغاية إذن من اضافة الرقابة الى البنك المركزي، اليس في هذا تناقض، ولم يكن الرد على هذا التساؤل مقتعاً عندما يقال لا يقصد بالفصل Separation العزل Isolation وهذه براعة في اللغة، بل ايضاً يقال ان ادوات السياستين تختلفان وكذلك آليات اتخاذ القرار. ولكن هل يختلف الأمر عندما يصدر البنك المركزي الضوابط تحت مظلة السلطة التنفيذية للحكومة وليس جزءاً من الكيان الاداري للسلطة المالية. خاصة وأن التوجه لوضع الرقابة على المصارف في أوروبا بأمرة السلطة التنفيذية اصبح قويا بعد الازمة، ولا يصعب على اهل الخبرة في تصوير العلاقات بين العمليات الرقابية والصيرفة المركزية بكيفية مقبولة ومطمئنة. ومن المنطقي ان تخشى الحكومة من التكاليف المرتفعة لإعادة هيكلة المصارف وربما لوقائع الفساد المالي فيها أو فشلها وربما تضغط على الاجهزة الرقابية لتتخذ القرارات بالمنحى الملائم لوجهه نظر الهيئات المنتخبة. وايضاً، ينعكس هذا على البنك المركزي نفسه عندما يراد منه تحمل جزء من اعباء تمويل الانقاذ او تدابير اخرى فيقع تحت طائلة هيمنة مزدوجة من المالية العامة والقطاع المالي. واذا وصلت الامور فعلاً الى هذا الحد يضعف استقلال البنك المركزي الذي ارتبط اساساً بهدف السيطرة على التضخم، واعتماد سعر الفائدة وادارة السيولة ادوات لخدمة ذلك الهدف. ولم تكن الدعوة لاستقلال البنوك المركزية من اجل دورها في الاستقرار المالي او الرقابة على المصارف. وتحركت أوروبا لاستحداث ما سمي مجلس الخطر النظامي Systemic Risk Board وهو ما يعني مراقبة مجمل القطاع المصرفي، للوقاية من الفشل الشامل، أي تعزيز وظيفة الرقابة التحوطية الكلية. وفيما بعد، تم تطوير وقرار نظام الرقابة الموحد على المصارف، أنف الذكر. وعلى مستوى البلدان المفردة في أوروبا اقدمت المانيا، وهي المعروفة تقليدياً بفصل الرقابة على المصارف عن البنك المركزي والتي كانت تزاولها مؤسسة الرقابة الموحدة للقطاع المالي، على وضع الرقابة المصرفية تحت مسؤولية البنك الاتحادي Bundesbank، وهو المصرف الوطني لألمانيا الذي كان البنك المركزي قبل الوحدة النقدية الاوربية، وهو الان يزاول الكثير من وظائف الصيرفة المركزية مثل بقية البنوك الوطنية التي هي اذرع للبنك المركزي الاوربي في بلدانها. وبريطانيا التي كانت ايضاً قد جردت بنك انكلترا من الرقابة على المصارف واوكلتها الى سلطة الخدمات المالية، وهي الجهة الرقابية على جميع مؤسسات القطاع المالي، عادت ووضعت اهم الصلاحيات الرقابية بيد البنك المركزي. وفي ايرلندا دمجت الرقابة على القطاع المالي بالبنك المركزي. لكن هذا لا يعني اجماع دول العالم على حصر الرقابة على المصارف في البنك المركزي، بل لازال البديل الاخر ماثلاً وهو دمج الرقابة على المصارف مع الجهات الرقابية على بقية مؤسسات القطاع المالي في مهمة مستقلة عن البنك المركزي. لكن حتى في هذه الحالة اصبح للبنك المركزي كلمة مسموعة في المجال الرقابي.

ولقد أقر الكونغرس في الأونة الاخيرة زيادة دور الاحتياطي الفدرالي في الرقابة على المصارف، وقد أثيرت في النقاشات التي انتهت الى إقرار القانون مسألة السيطرة السياسية على الاحتياطي الفدرالي، بمعنى متابعة ومحاسبة من الكونغرس. وفي ماليزيا اتاح قانون البنك المركزي لعام 2009 له دوراً أوسع في الاشراف على المصارف. وحثت توجيهات بازل قيام البنوك المركزية بالتيسير النقدي زمن الاعداء

والعكس ايام الانتعاش والافراط الائتماني، أي معاكسة الدورات، وهذا يعني الرقابة على سلامة الاداء المصرفي لمتطلبات الاستقرار لمجموع النظام.

من هنا يفهم ان البناء المؤسسي في الدول يتغير مع المستجدات وليس كما قد يبدو احياناً انه يستند الى اسس نظرية مجردة عن الزمان والمكان. قبل الازمة كان البنك المركزي رقيباً على المصارف في 13 دولة من 27 في الاتحاد الاوربي . بعد الازمة اصبح في 17 دولة. وفي منظومة اليورو وبعد نقاش طويل لم يعط البنك المركزي الاوربي دوراً رقيباً على المصارف، وحتى في الولايات المتحدة الامريكية وحيث ليس للبنك المركزي سوى دور محدود في الرقابة على المصارف فان نقاشات كانت تجري في الكونغرس لأبعاد الاحتياطي الفدرالي عن رقابة المصارف وتأسيس جهاز رقابي فدرالي موحد لكل القطاع المالي، أسوة بما فعلت بريطانيا. وتلك السنوات التي سبقت الازمة الاخيرة شهدت صدور قانون جديد للبنك المركزي العراقي واستقلاله عن السلطة التنفيذية وتشده تجاه اقراض الحكومة اقترنت ايضاً بتراجع دور البنوك المركزية في الرقابة على المصارف. وهذا يفسر من بين عوامل اخرى، الاهمية الثانوية التي اولها البنك المركزي العراقي لأداء المصارف ورقابته عليها، رغم أن هذه المهمة من اختصاصه وحده. وذلك في اجواء دولية فحواها التخلي عن الضوابط الحاكمة لعمل المؤسسات المالية **Deregulation** ابتهاجاً بالاعتدال الكبير **Great moderation** ودرج البنك المركزي العراقي على التذكير بدوره في السياسة النقدية والاستقرار ويقصد بذلك ثبات سعر الصرف الاسمي والسعي لخفض التضخم عن طريق سعر الصرف ذاته واحتجاز جزء من ودائع المصارف لديه مع رفع فائدة البنك المركزي ابتداء من عام 2006 صاعداً لتصل 20 بالمائة ثم خفضها من عام 2009 الى ان استقرت عند 6 بالمائة. وقد كانت مهمات تطوير المصارف والقطاع المالي بصفة عامة ثانوية، سوى بعض الجوانب التي تتصل بالمعلومات والمدفوعات. ولعلمهم كانوا ينتظرون القطاع الخاص، بتلقائية تامة، يساعد العراق في امتلاك قطاع مالي يستجيب لاحتياجات النمو.

الجدل الذي دار حول فصل الرقابة على المصارف عن البنك المركزي او اضافتها الى مهامه يهتم بمدى التأثير المتبادل بين أداء البنك المركزي للمهمتين، اي هل يسيء الدور الرقابي الى السياسة النقدية او العكس أم ماذا؟ ان النقاش حول المسؤولية الرقابية للبنك المركزي يتركز حول الرقابة الجزئية بالدرجة الاولى.

اي الرقابة على المصارف المنفردة كل على حدة اما الرقابة على قطاع المصارف بأكمله فهذه يمكن أن يهتم بها البنك المركزي من جانب صلتها بأهداف السياسة النقدية. والاخيرة ترتبط بشكل او آخر مع دور البنك المركزي في ادارة السيولة لمتابعة اهدافه وترتبط بها، أيضاً، وظيفة مقرض الملجأ الاخير، ولكنها قد تؤدي من زاوية الرقابة الجزئية وحسب ضوابط ملائمة الاداء لمصرف بعينه اذا كان يعاني مشكلة في السيولة، وقد تتعارض او تنسجم مع اهداف السياسة النقدية . وحينما يتولى البنك المركزي الرقابة على المصارف تزداد مخاطر عدم الاكتراث الاخلاقي من جانب الاخيرة، خاصة وأنه يستطيع تقديم سيولة للمصارف، بينما الرقابة المستقلة عن البنك المركزي لا تقدم موارد للمصارف. وعندما يكون البنك المركزي رقيباً على المصارف فقد يصبح اسيراً لمصالحها (**Capture Risk**) وايضاً يمكن ان يخلق الدمج قوة بيروقراطية طاغية في البنك المركزي من نتائجها سوء أداء الوظيفتين. ويمكن ان ينتج عن الدمج عدم تأكد بشأن تدخل أو عدم تدخل البنك المركزي لإنقاذ المصارف، بسبب اختلاف قراراته في الحالات

المماثلة نظراً لتغير متطلبات السياسة النقدية او الاستقرار المالي من وجهة نظرة أي تتأثر تدخلاته برؤيته وممارسته للسياسة النقدية.

ولم تزل البلدان الاقل تطوراً في القطاع المالي تعاني اتفاق البلدان المتقدمة على توجهات سرعان ما تصبح نافذة وتواجه الدول التي لا تستجيب لها ضغوطاً على الاقل معنوية، لمجارة الدول المتقدمة فيما ذهبت اليه. لكن يمكن القول ان الدول المتقدمة تساهلت في الضوابط الرقابية عمدا فيما يسمى فترة الاعتدال الكبير **Great moderation** بين بداية التسعينات والازمة الاخيرة. وهذه ايضاً عكست موقف الاتحاد الاوربي وشمال امريكا من اوضاعها الاقتصادية، وفهمت النجاحات التي توصف بمعدل مقبول للنتائج المحلي الاجمالي مع انخفاض وتيرة التضخم، او ارادت ان تفهم، بانها نتاج حرية السوق وتلقائية عمل قطاع الاعمال الخاص باتجاه التوازن. ومن نتائج ذلك الفهم التراجع الكبير في فرض الضوابط الرقابية ثم تقليل الدور الرقابي للبنوك المركزية لإدامة "الاعتدال الكبير" بوسائل السياسة النقدية. وعلى الاغلب لم تتجاهل الدول سلبيات اعادة ربط الرقابة على المصارف بالبنك المركزي بل ذهبت الى ان ايجابيات الربط تفوق سلبياته خاصة من جهة المعلومات. إن ازدواج الرقابة على الصيرفة مع السياسة النقدية من الممكن ان يشجع المصارف على رفع منسوب الخطر القابل للتحمل طالما ان البنك المركزي، الرقيب، هو ذاته الذي يستطيع توسيع السيولة كما يريد وانقاذ المصارف المعسرة.

## نتائج الدراسات الكمية حول الاستقلال والدور الرقابي

فاعلية استقلال البنك المركزي في السياسة النقدية لها صلة بحضور أو غياب مهام أخرى يمكن أن تتناط به عادة. وتختلف الآراء بين تأييد انصراف البنك المركزي كلياً للعمليات، والسياسات، النقدية أو أن يجمع الأشراف على المصارف إلى جانب مهمته النقدية وهي الرئيسية. وينطلق الرأي المؤيد للفصل، بين السياسة النقدية والرقابة على المصارف، بان البنك المركزي سيكون اكثر مرونة في برنامجه لمكافحة التضخم، أو الحد من البطالة، عندما لا يتحمل مسؤوليات رقابية. إذ يؤدي التشدد النقدي الذي يضطر اليه البنك المركزي لمواجهة التضخم بأسعار فائدة مرتفعة الى انقاص ربحية القطاع المصرفي والتضييق عليه، وحينما يكون البنك المركزي رقيباً على المصارف تتوقع منه مراعاة مصالحها وتعاني إدارة البنك المركزي الحرج من هذا التناقض بين الوظيفة الرقابية ومتطلبات السياسة النقدية. وأيضاً، عند رفع نسبة الاحتياطيات الإلزامية، او زيادة رأس المال نسبة إلى الموجودات المصرفية، أو الحد من التركيز الائتماني او فرض تخصيصات للموجودات الخطرة والديون المشكوك في تحصيلها، في كل هذه الإجراءات والتي على شاكلتها يواجه البنك المركزي مشكلة تعارض المصالح مع المصارف. وعندما يتبع البنك المركزي سياسة سعر فائدة مرنة محاباة لقطاع المصارف فذلك يؤدي الى رفع معدل التضخم (lima P3). و لم يجد، ليما، في بحثه لدول OECD بعدد 25 دولة متقدمة بين 1975-2007 علاقة عكسية جوهرية بين فصل الرقابة على الصيرفة عن البنك المركزي والتضخم، وظهرت علاقة استقلال البنك المركزي بالتضخم عكسية بمستوى دلالة اكبر من 0.05 وهي ضعيفة (lima p 11). وكان التضخم وهو مدار السياسة النقدية في ربع قرن مضى محط اهتمام السياسة النقدية، وهو المعيار للحكم على ايجابيات وسلبيات ارتباط الرقابة على المصارف بالبنك المركزي او استقلالها، وهو المتغير التابع في نموذج بمعادلة واحدة اي لم يدرس النموذج

اثر التضخم على بقية المتغيرات اما المتغيرات التفسيرية فهي استقلال الرقابة على المصارف عن البنك المركزي، استهداف التضخم في السياسة النقدية، ونظام سعر الصرف، عضوية منطقة اليورو، وجود التأمين على الودائع، وفترة الاعتدال الليبرالي متغيراً وهمياً: الواحد الصحيح في حضور الحالة والصر في غيابها، ومتغيرين هما استقلال البنك المركزي والتركز في قطاع المصارف كانت ارقاماً قياسية Index، ونسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي، والانفتاح التجاري بمقياس نسبة الاستيرادات والصادرات الى الناتج المحلي الاجمالي، ونسبة استيرادات النفط الى الناتج المحلي الاجمالي، ودرجة الانفتاح المالي وهو مقياس Index يقوم على اساس مدى غياب القيود على حركة رأس المال، والناتج المحلي الاجمالي، والناتج المحلي الاجمالي للفرد وهما باللوغاريتمات. وتضمن البحث خمس تجارب تحليلية اولها بأدراج جميع المتغيرات التفسيرية آفة الذكر والثاني باستبعاد متغيرات العلاقات الدولية والانفتاح التجاري والانفتاح المالي، واستيرادات النفط والثالث باستبعاد تغيرات الناتج والناتج المحلي للفرد وازمات المصارف وازمات العملة. [13]

والنموذج الرابع باستبعاد نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي، والتركز المصرفي والخامس باستبعاد جميع المتغيرات المستبعدة آنفاً ومتغير الاعتدال الكبير حذف من النموذج الاصلي (الاول) والثاني والثالث وظهر في الرابع والخامس. وحسب المتداول فإن فترة الاعتدال الكبير هي السنوات 1983-2007 ، وكان البحث شاملاً لسنوات اخرى قبل الاعتدال الكبير اذ يغطي السنوات 1975-2007. وباستثناء استهداف التضخم والتأمين على الودائع لم تظهر لمتغير آخر علاقة جوهرية بمستوى دلالة 0.01 في جميع النماذج.

وكانت إشارة معامل متغير فصل الرقابة على المصارف عن البنك المركزي عكس المتوقع في نماذج اربعة وفي جميع الحالات ليست جوهرية، اما استقلال البنك المركزي فقد كانت اشارة المعامل بالاتجاه المتوقع اي ان علاقته عكسية مع التضخم، ولم تكن جوهرية سوى في حالتين لكن اعتماديتهما الاحصائية واطئة نسبياً لان مستوى الدلالة اكثر من 0.05. اما اعتماد نظام سعر الصرف المثبت فقد كانت علاقته عكسية بالتضخم كما متوقع نظرياً ولكن لا يعتمد عليها احصائياً في كل النماذج المقدره.

وهكذا من الصعب الوصول الى ترجيح حاسم لأطروحات الاقتصاد النقدي على اساس تجريبي. فما تثبته هذه الدراسة تنقضه دراسة اخرى واحياناً بمجرد تغيير البيانات أو إضافة متغير أو استبعاد آخر من المنظومة التفسيرية. وعلى هذه الخلفية لا يبدل عن الملاحظة المتأنية لفاعلية مختلف العوامل في وضع محدد، لان أنماط الاستجابة تتغير وكذلك كميّات التفاعل من وضع لآخر، فالسنوات التي قادت للازمة ينبغي ان تفهم بانها تمثل وضعاً يختلف عن السنوات اللاحقة لها. اي الى جانب الدراسات ذات الامتداد الزمني الطويل في الماضي تمس الحاجة الى دراسة فاعلية الخيارات المؤسسية البديلة وادوات السياسات في اضيق نطاق زمني والاسترشاد بمجريات الاداء الجاري لتحسينه. وحاولت الدراسة، آنفة الذكر (Lima, p13) تركيب متغير يجمع بين حالي استهداف التضخم وفصل الرقابة، واتضح ان لا أثر لفصل الرقابة بل الاثر لاستهداف التضخم، وذلك في جميع النماذج الخمسة المبينة من قبل. بل في النماذج، الاول والثاني والرابع انخفضت الاعتمادية الاحصائية، قليلاً، عند الانتقال من الدمج الى الفصل بارتفاع مستوى الدلالة من 0.01 الى 0.05، وقد وجدت دراسات اخرى آثاراً ايجابية لفصل الرقابة على المصارف عن البنك المركزي.

واللافت للنظر ان لا اثر جوهري لحجم الائتمان على التضخم بل حتى ان الاشارة لم تكن دائماً في الاتجاه المتوقع وهو العلاقة الطردية بين التضخم والائتمان. ولقد اجرى (Ioannidou) بحثه على الولايات المتحدة الامريكية مستفيداً من عدم احتكار الاحتياطي الفدرالي للرقابة على المصارف وبذلك تتاح المقارنة فيما اذا تؤثر مهام السياسة النقدية على الدور الرقابي ام لا. والاستنتاج الذي خرجت به الدراسة ان مسؤولياته النقدية قد أثرت على دوره الرقابي. ولعل هذه الدراسة ذات مغزى كونها تجري في دولة واحدة ولذلك يمكن التقاط اثر اضافة الرقابة الى مهام البنك المركزي من عدمها أي بثبات أثر العوامل الاخرى فعلاً. والاستنتاج ان السياسة النقدية الى انتهجها الاحتياطي الفدرالي للسنوات 1990-1998 اثرت على رقبته للمصارف ولكنها لم تؤثر على سلوك الرقباء الاخرين في الحكومة الفدرالية والولايات.

ولقد اظهر التحليل الاحصائي اكرات الرقباء بدورة الاعمال بدلالة نمو الناتج المحلي الاجمالي والبطالة، وهما ابرز متغيرات التقلبات الاقتصادية واطهر التحليل ان الاحتياطي الفدرالي عندما يتشدد نقدياً يخفف من اجراءاته الرقابية على المصارف (Ioannidou p82) كي لا يتقل عليهم من جهتين. ومرة اخرى لا يمكن الجزم بأرجحية اي من الاطروحات في الاقتصاد النقدي والسياسة الحكومية تجاه القطاع المالي تجريبياً ما يؤيد جدوى الانفتاح على كافة البدائل فقد تناوبت الاطروحات المتفاوتة والمتناقضة المصادقية التجريبية مع الزمن لتغير بيئة عمل القطاع المالي وبنائه الداخلي. ولقد كانت دراسة (Mester) شاملة للبلدان الانتقالية والنامية والمتقدمة وأجرت مقارنة فيما بين هذه المجموعات الثلاث في سلوك متغيرات التضخم والناتج والاداء المصرفي والبنية التنظيمية للبنك المركزي، وذلك للسنوات 1996-2000. وشملت 19 دولة انتقالية والصين واحدة منها و27 دولة متقدمة و51 دولة نامية منها الامارات العربية المتحدة والسعودية والكويت وعمان وتركيا والاردن ومصر وهي بلدان قريبة للعراق جغرافياً وثقافياً. وقد بينت الدراسة ان البلدان النامية تختلف جوهرياً عن المتقدمة والانتقالية في التضخم واداء السياسة النقدية وفي عدم انتظام معدل النمو الاقتصادي معاً، ولكن في معدل نمو الناتج المحلي ذاته لا يوجد فرق جوهري بين المجموعات الثلاث بالمتوسط في تلك السنوات. وفي تقلبات سعر الصرف اختلفت البلدان النامية عن المتقدمة جوهرياً ولكنها لم تختلف عن البلدان الانتقالية [14].

وطال الاختلاف بين البلدان النامية والمتقدمة والانتقالية الديون المتعثرة وعدد اعضاء مجالس ادارة البنوك المركزية ونسبة الاعضاء الخارجيين منهم ومتوسط مدة خدمتهم ودوراتهم واستقلال البنك المركزي ومسؤولياته الرقابية. ولم يظهر التحليل الاحصائي علاقة جوهرية بين المسؤولية الرقابية للبنك المركزي والتضخم في البلدان النامية. بينما وجد أن علاقتها موجبة مع التضخم في البلدان المتقدمة والانتقالية وهي نتيجة تخالف ما توصلت اليه ابحاث اخرى من عدم وجود علاقة، واستنتجت تلك الابحاث ان ربط الرقابة بالبنك المركزي لا تؤثر على دوره في السياسة النقدية. واطهر التحليل الاحصائي علاقة ايجابية بين التضخم واستقلال البنك المركزي في البلدان النامية والمتقدمة، وهذه النتيجة تضع حجج الدفاع عن استقلال البنك المركزي. وكانت العلاقة عكسية وبمستوى دلالة 0.10 بمعنى اعتمادية احصائية واطنة، بين الاستقلال والتضخم في البلدان الانتقالية.

وحول تذبذب سعر الصرف لا أثر لمسؤوليات البنك المركزي الرقابية عليه ولا توجد علاقة جوهرية بين الاستقلال وتذبذب سعر الصرف والاشارة كانت سالبة في البلدان النامية. في حين ترتبط المسؤولية الرقابية للبنك المركزي بعلاقة جوهرية مع تذبذب سعر الصرف في البلدان الانتقالية. وتوجد علاقة جوهرية بين الاستقلال وتذبذب سعر الصرف عكسية في البلدان الانتقالية وموجبة في البلدان المتقدمة.

وحول العلاقة بين مؤشر اداء السياسة النقدية المسمى Heritage ومحوره التضخم، أيضا للسنوات الثلاث السابقة لوقت المشاهدة، فان علاقته جوهرية مع الاستقلال في البلدان المتقدمة والانتقالية وعكسية وجوهرية مع الاستقلال في البلدان النامية. اما الوظيفة الرقابية للبنك المركزي فلا علاقة جوهرية بينها والاداء بموجب مؤشر Heritage في البلدان النامية والانتقالية والعلاقة عكسية وجوهرية في البلدان المتقدمة. والملاحظ ان القدرة التفسيرية للمعادلة واطنة في البلدان النامية رغم وجود 11 متغير تفسيري، فقد كان معامل التحديد المصحح تقريبا 60 بالمائة و12 بالمائة، و33 بالمائة للبلدان الانتقالية والنامية والمتقدمة على التوالي. هذا عندما كان المتغير التابع Heritage اما مع تقلبات سعر الصرف فان معامل التحديد المصحح 47 بالمائة، و5 بالمائة و8 بالمائة للبلدان الانتقالية والنامية والمتقدمة على التوالي. وبالنسبة للتضخم كان معامل التحديد المصحح للانتقالية والنامية والمتقدمة 8 بالمائة و16 بالمائة و14 بالمائة على التوالي.

## خاتمة الفصل

أنطلق هذا الفصل من عرض الميزانية العمومية للبنك المركزي وبقدر من التفصيل لجانبها بما يكفي لإيضاح عمليات خلق النقود وتيسير السيولة وامتصاص فوائضها. وبيان صلة عمليات السوق المفتوحة للتوسع النقدي بحجم الائتمان المحلي في جانب الموجودات، بينما في حالة هيمنة الأصول الأجنبية تصبح حالة فائض السيولة مزمنة وتكون سياسة التعقيم هي الغالبة. وتوسع الفصل في مناقشة مقترحات إعادة النظر بمنهج السياسة النقدية بزيادة الأدوات والأهداف معا. ورجح اعتماد سياسة خاصة باستقرار القطاع المالي. ويبدو من الضروري الانتقال من المعادلة الواحدة للسياسة والانفتاح لتجريب العمل مع معادلات يقدر الأدوات المقترحة إضافة على سعر فائدة الأمد القصير مثل: أسعار الفائدة للأمد البعيد ونسبة الاحتياطات ومتغير تنظيمي يتعلق بكفاية رأس المال... وهكذا. اما الأهداف فهي أصلا متعددة والمشكلة في عدم كفاية الأدوات للوصول إليها. لقد ارتبط يسر السيولة بميل المصارف لركوب المخاطر وخاصة مع ضعف السلطات الرقابية من جهة الضوابط والأشرف، والموقف السلبي تجاه رافعة الدين. وعزز استمرار النمو، مع تضخم منخفض في البلدان المتقدمة، الثقة بالتوجه الجديد وصرف الانتباه عن أهمية تقوية أسس الوقاية من الأزمات. ولاحظنا قوة الصلة بين الترويج للاكتفاء بدور السلطة النقدية في السياسة الكلية والتركيز على التضخم والانفتاح المالي وتعويم العملات الرئيسية في العالم. وأثبتت التجربة أن التضخم المنخفض لا يضمن الاستقرار المالي. وفي نفس الوقت لا تكفي الوسائل النقدية لتحفيز الاقتصاد الكلي ما يستدعي الالتفات جديا لتوظيف وسائل أخرى في متناول السلطة المالية وربما غيرها. في إجراءات التعقيم يمكن استخدام أدوات الدين الحكومي إلى جانب إصدارات البنك المركزي وتسهيلات الايداع بفائدة إلا ان الإصلاح البنوي لإزالة اسباب السيولة الفائضة هو الأفضل، وبخلاف ذلك ستصل العملية إلى طريق مسدود في كثير من الدول. ونستنتج أفضلية الاقتصار على وسائل الامد القصير دون البعيد في التعقيم. وفي عمليات السوق المفتوحة الاعتيادية أصبح من الضروري الانتباه إلى بنية الأجل لسعر الفائدة، وإذا تعاملت البنوك المركزية بسندات دين حكومي، لهذا الغرض بالذات خارج إطار سياسات الإنقاذ، سيكون لها تأثير في تهدئة الأسواق المالية. وينسق هذا على خلفية الارتباط بين أسعار الأصول وأسعار الفائدة وحركة الائتمان، وبغض النظر عن أصل العلاقة السببية فإن معامل توبين له مصداقية.

وقدمنا في هذا الفصل دالة السياسة النقدية ولاحظنا أن الربط بين سعر الفائدة وفجوتي التضخم والناج يتسم بقدر من الواقعية. ويمكن للسياسة الاستجابة للصدمات عند تمييز كيفية تأثيرها في المتغيرات الهدفية ومع إضافة أدوات أخرى إلى جانب سعر الفائدة. وبصفة عامة تحتاج النماذج النظرية إلى تكيف واجتهاد واسع في تعريف المتغيرات كي تقترب من تمثيل الوقائع وهذا ما بينته مباحث الفصل.

الأبعاد المؤسسية لعمل البنوك المركزية، بما في ذلك الجمع بين الدور الرقابي والمهام الاعتيادية، حظيت بعناية كبيرة في السنوات الأخيرة مع مبالغة في مفهوم استقلال البنوك المركزية بالسلطة النقدية، والتقليل من شأن الهيمنة الممكنة للمالية العامة وخاصة في البلدان النفطية. وكانت العناية في التفريق أو الجمع بين المهام الرقابية والعمليات النقدية قد طغى على المهم وهو محاولة اكتشاف سبل جديدة لتهديب سلوك قطاع المال. ولم يعد الموقف السلبي من تكوين الفقاعة مقنعا لكن وسائل التدخل لم تكن مهياة وخاصة مراقبة مصادر تمويل الائتمان، بما في ذلك التوليد الذاتي من داخل النظام المصرفي والأجل القصير، ونسب الموجودات الخطرة واحتمالات إخفاق الشركات الكبرى في تدوير الدين.

## الفصل الرابع : الدين الحكومي والصيرفة المركزية

أوراق الدين الحكومي وصلت إلى حجوم كبيرة نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي ومن مجموع الأصول المالية، ولإعادة تمويل ذلك الدين دور لا يستهان به في بنية أسعار الفائدة والسيولة والاستثمار المالي. كما ان الاستدامة المالية من العناصر المهمة في الاستقرار عموما وهي متعلقة اساسا بالعجز وتمويله ونسبته إلى الدخل القومي وآثاره في الطلب الكلي والتضخم وثقل المديونية العامة. ومن المسائل التي أولاها هذا الفصل مزيدا من العناية مفهوم تنقيد الدين وما يترتب عليه من نتائج في عرض النقد وأسعار الفائدة. وراجع ازمة الديون السيادية الأخيرة وصلتها بالقطاع المصرفي، والعلاقات المالية الخارجية للدول المدينة وبرامج الإنقاذ. وناقش النظرية المالية للمستوى العام للأسعار. دراسة الدين الحكومي وتمويله تساعد على فهم كفاءات توليد النقود. لكن أساليب البحث في هذا الفصل لا تخرج عن تقاليد اقتصاديات النقود وعمل البنوك المركزية والمصارف.

### الدين الحكومي وآثار التنقيد

#### الاقتراض الحكومي والعمليات النقدية

كانت قاعدة الذهب المثل الأعلى لرصانة النظام النقدي، وعندما ظهرت العملة الورقية كانت في البدء نائبة عن المعدن الثمين، ثم قابلة للتحويل اليه، وبعدها انفصلت عنه تماما. ولذا صار التأكد من وجود اساس موضوعي، يتصل مباشرة بالانتاج الحقيقي أو التجارة، لتوليد ومكاثرة النقود من أهم المسائل التي يشغل عليها الاقتصاد النقدي بصيغ تنسجم مع الزمن. ومن أقدم تلك الأهتمامات مبدأ الحوالة الحقيقية الذي يعود الى العهد الكلاسيكي عند التعطيل المؤقت لقاعدة الذهب. ويقصد بالحوالة الحقيقية Real Bill ورقة دين تجاري قصير الأمد تماثل الكمبيالة والسفينة والشيك الأجل في العراق، لكنها حقيقية بمعنى صادقة نشأت عن صفقة سلعية. وعلى سبيل المثال جهاز احدهم مصنع النسيج قطنا او صوفا لقاء تعهد موثق، او امر يصدره المجهز ويقره المصنع، لدفع المبلغ بعد ثلاثة اشهر، هذه هي الحوالة الحقيقية. وذلك تمييزا لها عن الحوالة المسحوبة على الشخص نفسه للحصول على قرض او سواها مما ليست منبثقة عن مبادلة تجارية فعلية. ويتخذ مبدأ Doctrine، الحوالة الحقيقية منها معيارا لخلق النقود. ولم يعد لهذا المبدأ حظا في البحث والنقاش عند النظر في النظام النقدي وبدايله منذ اربعينات القرن العشرين، لكنه في السنوات الأخيرة يحظى بقدر من الأهتمام في الوسط الأكاديمي. وتبعاً لهذا المبدأ ان النظام المصرفي يصدر الكميات التوازنية من النقود، العملة والودائع تحت الطلب، ولا يزيد عليها وليس المهم كم هو مقدار النقود مادام النظام المصرفي قد اصدرها مقابل حوالات حقيقية عرضت عليه وليس مقابل سندات حكومية او قروض. ولا يعد هذا المبدأ ملازما لقاعدة الذهب إذ يقال ان بنك انكلترا قد تخلى عن قاعدة الذهب في السنوات 1797 – 1819 ولم يتعد التوازن في اصدار النقود لأنه إقتصر على خصم الحوالات الحقيقية ( White, 2015). ويرى البعض ان من اسباب الكساد الكبير 1929-1933 التزام الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بمبدأ الحوالات الحقيقية او ما شابه بحيث لم يستجب للطلب على النقود بل تقلصت، ويرى آخرون ان التزام الاحتياطي الفدرالي في العشرينات قاعدة الذهب كبلته فلم يستطع الاستجابة بإتاحة ما يكفي من السيولة. وقد توصل ميلتون فريدمان وشوارتز عام 1963 ان الاحتياطي الفيدرالي كان متزمنا لم يستجب الى الطلب

الاضافي الضروري على النقود ولم يزاوول دور الملجأ الأخير ما ادى الى الأنهييار ( P1 ، Hortlund, 2006).

ويميّز، عادة، بين الحوالات الحقيقية والقروض الانتاجية التي لا يشرط الحصول عليها بخصم اوراق تجارية نشأت عن صفقة مبادلة سلعية بل ان يوظف مبلغ القرض لتمويل شراء سلع وسيطة أو راسمالية. ويوصي دعاة مبدا القروض الحقيقية ان يقتصر نشاط البنوك المركزية عليها لتيسير السيولة ولا يتعدها الى تمويل حيازة الأسهم وسواها من الأصول المالية. ويرى البعض ( Hortlund, ibid ، P 77 ) ان البنك المركزي الأمريكي، الاحتياطي الفدرالي، امتنع في السنوات 1929-1933 عن تمويل أنشطة المضاربة خاصة في سوق الأسهم وكان مبدا القروض الانتاجية دليله في العمليات النقدية. ويبدو ان القانون النافذ ايام الكساد الكبير يعرّف الاوراق، المستندات الورقية، التي تستحق ان يتعامل بها الاحتياطي الفدرالي، يقبلها من المصارف ايداعا او خصما، هي العملة واوراق الدين التي نشأت عن مبادلات تجارية حقيقية، صدرت لأغراض صناعية او زراعية او تجارية، وبهذا يجمع بين قاعدتي السندات الحقيقية والقروض الانتاجية.

بموجب مبادئ المدرسة المصرفية ليس من الضروري تقييد المصارف ولا البنك المركزي بضوابط كمية لتنظيم اصدار النقود، مثل خلق وديعة تحت الطلب للزبون بقرض من المصرف، او التوسع بها ما دامت قابلة للتحويل الى ذهب. وذلك لأن النقود الصادرة عن البنك مادامت تبادل بالذهب فهي محددة بالطلب اي داخلية ، حتى ولو جاءت نتيجة لتتقييد الدين الحكومي. بينما تفترض مبادئ الحوالات الحقيقية ان النقود محددة بالطلب ما دامت قد صدرت مقابل حوالات حقيقية. وتشارك جميع تلك المقاربات في البحث عن آلية لا تسمح بتجاوز القدر الضروري من النقود الى الفائض: ضمن مدة قصيرة كما في مبدا الحوالة الحقيقية او متوسطة في مبدا الائتمان، القرض الانتاجي، او التوازن المستمر بضمانة امكانية التحويل الى ذهب، وذلك على خلفية تفسير التضخم بنمو كمية النقود. والى جانب تلك القواعد يشار الى مبدا احتياجات التجارة وفي ضوءه يستحسن من المصارف والبنك المركزي الاجتهاد لأحتواء التقلبات في الطلب على النقود بصفقتها وسيطا للمدفوعات. ويمكن النظر الى مبادئ الحوالات الحقيقية والقروض الانتاجية واحتياجات التجارة بديلا عن قاعدة الذهب او التقييد المباشر لكمية النقود.

ينسب الى Mints عام 1945 إظهار مصطلح مبدا الحوالات الحقيقية Real Bills Doctrine عن آدم سميث الذي يرى خصم المصارف لحوالة مبادلة حقيقية، مسحوبة من دائن على مدين يسدها عند الاستحقاق فعلا، بمثابة سلفة. وسوف يستلم المصرف اصل المبلغ الذي دفعه للتاجر الدائن مع فائدة، ولا تتكلف المصارف عدا نفقات طفيفة وليس من الضروري لها سوى الاحتفاظ بالقليل من الاحتياطات ان اجتاحت لمزاولة تلك العمليات، هذا راي آدم سميث باختصار وتصرف ( Reissl , 2016 , P 3). ويمثّل المصرف في خصم الأوراق التجارية الحقيقية بحوض الماء الذي لا ينضب ولا يفيض، فالحوالات التي تستحق تدفقات داخلية والتي تخصم تدفقات خارجة، والفرق بين هذه وتلك قليل، زيادة او نقصانا، اي تبقى عملية خلق النقود محكومة بضوابط ذاتية للتوازن.

ويبدو ان آدم سميث كان يقترح اقتصار المصارف على إقراض صنف معين من الزبائن المحتملين وهم التجار الذين يقترضون لتمويل السلع في عمليات الانتاج والتبادل. وفي السنوات 1797-1821 عند تعليق

العمل بقاعدة الذهب راجت في انكلترا فكرة تنظيم الاقراض المصرفي لمنع الأسراف في خلق النقود وفي هذا السياق تقدم قاعدة الحوالات الحقيقية بديلا عن الذهب.

يضطر البنك المركزي مع زيادة حجم الدين الحكومي إلى تنقيذ جزء منه بالتوسع النقدي للحفاظ على سعر الفائدة بالمستوى المقبول. ولمواجهة الضغوط التضخمية قد يعود البنك المركزي إلى التشدد فيرفع سعر الفائدة وهنا تزداد تكاليف تدوير الدين، فيزداد حجم الدين الحكومي بقروض جديدة لتغطية نفقات الفائدة الاضافية مع سداد الأقساط المستحقة. وفي ظروف الأزمة الأخيرة لم يعد القطاع المالي قادرا على إقراض حكومات أزمة الديون السيادية ما يكفي لتدوير الدين فتبين خروج تلك الديون عن نطاق الاستدامة. ولو افترضنا أن الإيرادات الحكومية تتضمن الوقاية من التضخم، بحكم صلة الضريبة بالدخل النقدي دون الحقيقي، ونمو القيمة الحقيقية للدين في لحظة الابتداء بسعر الفائدة الحقيقي وهو أقل من معدل نمو الناتج الحقيقي فسوف تنخفض القيمة النسبية للدين تدريجيا. تلك الخاصية مع وجود من لديه الاستعداد للاحتفاظ بأوراق دين حكومي تشجعان الحكومات، على الدوام، لإبقاء الدين وربما زيادته أو ما يسمى مباراة بونزي Ponzi Game.

ولعل استمرار اتساع الحجم النسبي للحكومة بمقياس الأنفاق والاقتراض من القطاع الخاص يقاوم الميل نحو الركود المزمّن Secular Stagnation. وأثيرت مثل هذه المخاوف من وقت مبكر بعد ظهور النظرية العامة لكينز وخلال سنوات الحرب (Mankiw, p 498)، وذلك بعد تداول خصائص دالة الاستهلاك الكينزية: الميل الحدي للاستهلاك أقل من الواحد الصحيح، وينخفض الميل المتوسط مع زيادة الدخل، وضالة تأثير سعر الفائدة على الاستهلاك. وأساس تلك المخاوف ان الحكومة عندما ينخفض انفاقها فإن الادخار لا يجد فرصا كافية لاستثمار يستوعبه. أي ان الركود المزمّن سببه عدم كفاية الطلب الكلي وجاء هذا الاستنتاج نتيجة المبالغة في توقع انخفاض الميل المتوسط للاستهلاك وهو ما لم تؤيده التجربة فيما بعد. لكن حجم الحكومة ودورها في قطاع المال وحجم قطاع الانتاج غير السلعي غير الحكومي لها علاقة بمستوى الدخل و مرونة الطلب مع الدخل التي تكون منخفضة على السلع التقليدية.

يمثل العجز المالي إملاءات الأمر الواقع على الأغلب والتي من الصعب مقاومتها، وخاصة من جهة الأنفاق حيث لا يمكن النزول دون حد أدنى تفرضه الضغوط الاجتماعية والسياسية. أما الإيرادات فتتعدّر زيادتها فوق حد أعلى في مدة قصيرة من الزمن. وتبرر سياسة الدين الحكومي بأهمية وضرورة سد العجز الذي نشأ أما بسبب الخفض الضريبي لتحفيز الاقتصاد او لمواجهة نفقات إضافية لا بد منها. ولكن ثمة من يعترض على دور الخفض الضريبي في تحفيز الاقتصاد على اساس مبدا المكافئ الذي ينسب لريكاردو Ricardian Equivalence والذي يفيد عدم جدوى الخفض الضريبي للظفر بالهدف المنشود مادام الناس عقلانيون بما فيه الكفاية ولا تخفى عليهم حتمية تسديد الدين في المستقبل، ويدخرون من الآن تحسبا لزيادة الضريبة وقت السداد، ولهذا السبب تقابل زيادة الانفاق الحكومي بخفض في الانفاق الخاص. ونرى أن يعرض المكافئ الريكاردو على مفهوم الدخل الدائم الذي طوره فريدمان في النظرية الكمية الحديثة فإذا كان الافراد يتخذون الدخل الدائم، فعلا، اساسا لقرارات الادخار، ويتضمن تعريف الدخل الدائم، في نظرهم تغيرات الضريبة يصبح المكافئ الريكاردو فاعلا. لكن من غير المستطاع، لحد الآن، التثبت من تفسير الدخل الدائم للسلوك الادخاري. ثم أن عجز الموازنة سواء لعدم كفاية الإيرادات أو بسبب النفقات له علاقة بقوة الحكومة وضعفها وليس متعلقا فقط بالحساب الاقتصادي الكلي لجدوى العجز. وعادة توصف حكومات التمثيل النسبي، مثل العراق، بالضعف (Romer , P 626-628)، والحكومات قصيرة العهد والتي تواجه انقسامات مجتمعية هي ضعيفة أيضا تحاول تقديم ترصيات بالأنفاق الزائد.

بينما تلتزم مقاربات أخرى، ضمنا، فرضية العقلانية الكاملة لتفسير العلاقة بين إنفاق الحكومة وإيراداتها، العجز والفائض، بأنها أداة لسياسة اقتصادية من أجل السيطرة على التضخم وكبح البطالة ورفع النمو أكثر منها لتمويل نشاطات الحكومة في الأمن والخدمات وما إليها. وتنسب هذه الرؤية في أصلها الى الاقتصادي والإحصائي الألماني Knapp عام 1895، وأسهم فيها Mitchell وانتعشت فيما بعد بإسهامات كينز وأبا ليرنر وكانت تسمى Chartalism. والتي تعزو، في نفس الوقت، سريان النقود الورقية القانونية وقوتها إلى اعتماد الحكومة لها وخاصة لسداد الالتزامات الضريبية وقد سمي Knapp كتابه النظرية الحكومية للنقود وإنها مخلوق قانوني. وكان يريد مناهضة النظرية المعدنية للنقود أيام قاعدة الذهب. وتوجد بدايات للربط بين النقود الورقية والضريبة والسلطة الحكومية في كتابات آدم سميث، وساي، وماركس، وجيفونز. ومن الأشكال البدائية للنقود القانونية أنها ورقة دفع بالأجل تصدرها الحكومات لتمويل عجز الموازنة وتلزم دافعي الضرائب تسديد جزء مما يترتب عليهم بتلك الأوراق. ويكون المقرض للحكومة قد استوفى دينه بهذه الطريقة، أي إن الأساس الشرعي للورقة النقدية غير القابلة للتحويل، الى مكافئها المعدني المفترض أو ما يكتب عليها، هو قبول الحكومة لتلك الأوراق بنفس القيمة لاستيفاء ما لها على مواطنيها. يختلف أثر عجز الموازنة العامة في الاقتصاد الحقيقي حسب طريقة تمويل العجز وفي حالة تنقيده فإن الحكومة أودعت في المصارف، مباشرة أو بالنتيجة، أكثر مما سحبت وبالتالي أضافت أصولا مالية صافية للقطاع الخاص. ويتضمن الفائض اقتطاع الحكومة أصولا مالية من القطاع الخاص، بالضريبة أكثر مما أضافت بالإيداع. ومن هذه الزاوية الواضحة بالمحاسبة يقترن العجز بالتوسع النقدي والفائض بالعكس. وهذه الفاعلية لوضع الموازنة العامة تبينها المتطابقة التالية:

$$(G-T) = (S-I) - NX$$

حيث : G : الأنفاق الحكومي، T : الضرائب، S : الادخار الخاص، I : الاستثمار الخاص، و NX : صافي الصادرات والفقرات الأخرى في الحساب الجاري. وفي اقتصاد مفتوح ماليا يضاف صافي التدفق المالي من الخارج NFI الى الجانب الأيمن من المعادلة موجبا:

$$(G-T) = (S-I) - NX + NFI$$

فإذا كان المقدار  $(-NX + NFI)$  مساويا للصفر، عند ذلك، استوعب العجز الحكومي فائض الادخار الخاص عن الاستثمار الخاص. وفيما عدا ذلك تعتمد العلاقة بين عجز القطاع الحكومي والمركز المالي للقطاع الخاص على حصيلة فائض (عجز) الحساب الجاري والتدفقات المالية الخارجية بين الموجب والسالب. وعند إهمال القطاع الخارجي أو افتراضه متوازنا، بالمحصلة، وقبول أطروحة الطلب الكلي يحدد الناتج (الدخل)، فعند قصور الاستثمار الخاص عن الادخار الخاص يحصل التالي: أما ينخفض الناتج لخفض الادخار، لأنه دالة بالدخل، لتحقيق التوازن عند مستوى أدنى من النشاط الاقتصادي والتشغيل، أو يزداد الأنفاق الحكومي لامتناس الفرق، بين الادخار والاستثمار، ليرتفع التوازن الى مستوى أعلى في الدخل و بطالة أقل.

وعندما تعتمد الحكومة الى إصدار موازنتها العامة بالفائض فسوف ينخفض الادخار، مع دخل أدنى، ولا تؤيد النظرية النقدية ذات المنحى الكينزي فائض الموازنة إلا في حالات استثنائية عندما يهدد التضخم باضطراب كبير بل توصي استمرار تمويل الأنفاق العام بالعجز لتحاكي الانكماش.

ولنفترض ان الحكومة تنفق عن طريق حساباتها في المصارف وتستلم الضرائب من المكلفين بدفعها عن طريق المصارف ايضا، والحكومة والمصارف لديهم حسابات في البنك المركزي، وتبدأ العملية بحركة المقبوضات والمدفوعات بين حسابات الحكومة والمصارف لدى البنك المركزي أولاً . فعندما تنفق الحكومة تنقل مبلغاً من حساب عملياتها الجارية لدى البنك المركزي لتودعه في حسابات المصارف التجارية لدى البنك المركزي أيضاً. وبهذا تزداد احتياطيات المصارف وقدرتها على التوسع الائتماني، بثبات أثر العوامل الأخرى، بينما يؤدي استيفاء الضريبة الى العكس، إذ تسدّد من ودائع المصارف لدى البنك المركزي فتتخفّض احتياطيات الأخيرة. وعند النظر الى حجم القطاع الحكومي في الاقتصاد المعاصر، خاصة في الدول المتقدمة، من السهولة تصور وزنه في العمليات النقدية .

العلاقة بين عجز الموازنة العامة ونمو النقود والتضخم مسألة محورية في الاقتصاد النقدي. والصلة بين تنقيد عجز الموازنة العامة والتضخم من جملة الفناعات الواسعة القبول. لكن كيفية التأثير واتجاه العلاقة وسببيتها من موضوعات البحث ولا يوجد اتفاق حولها. سارجنت واليس Wallace يرون إن الحكومة لا تستطيع الاستمرار على نقل الأعباء إلى الأجيال القادمة وهذا فحوى تأكيدهم إنها في الحركة ما بين الأزمان Inter temporal وذلك في معرض التعقيب على تحذير النقوديين من تنقيد العجز بصفته تضخيمياً. وقد يؤدي التقييد النقدي في نظرهم إلى صعوبة إدامة الدين وربما إلى تضخم أكبر في المستقبل. لكن النقوديين ينطلقون من الضغوط التي يولدها العجز على الحكومة لتمويله بالتنقيد وذلك تلافياً للإفلاس Default. بمعنى عدم اكتفائهم بمجرد الاعتراض على تنقيد الدين بل التحذير من العجز ذاته، ووقوفهم مع التشدد المالي خوفاً من النتيجة وهي تنقيد الدين. ولذلك ينظر للتضخم على أنه ظاهرة نقدية من أصل مالي، وهذا تعميم ترد عليه الكثير من التحفظات خاصة وإن العراق شهد تضخماً عنيفاً دون عجز في السبعينات، لكنه قابل للتفسير بالأنفاق الحكومي الممول بالتوسع النقدي لطبيعة موارد الحكومة النفطية. المهم ليس العجز بذاته بل علاقة الأنفاق الحكومي بنمو الأساس النقدي (الباحث، الاقتصاد المالي الدولي و السياسة النقدية) والنظر إلى الميزانيات العمومية للبنوك المركزية يشجع على الاعتقاد بالتكاثف الداخلي للنقود Endogenous.

## النظرية المالية للمستوى العام للأسعار

المعادلة الأساسية في النظرية المالية للمستوى العام للأسعار تتمثل في قيد الموازنة الحكومية في الأمد البعيد، والذي يعبر عنه بشرط التساوي بين القيمة الحقيقية للدين القائم لحظة الابتداء والقيمة الحالية للفوائض الأساسية المستقبلية في الموازنة. وتبعاً لمنطق هذه النظرية فإن الفوائض الأساسية ليست هي التي تتكيف مع المستوى العام للأسعار لضمان توازن الموازنة في الأمد البعيد، بل إن قيمة الوحدة النقدية تتعدل كي تضمن مساواة القيمة الحالية للفوائض مع الدين القائم لحظة الابتداء (assetto, 2017 ، p2). وبهذا المعنى عندما يكون المستوى العام للأسعار تابعاً لشروط الموازنة العامة ينتفي الأساس النظري لتفسيره بكمية النقود أو إن النقود تابعة لمقتضيات تكيف المستوى العام للأسعار بشروط المالية الحكومية. وفي مقاربة أخرى، وعلى فرض الهيمنة المالية على السلطة النقدية فإن تمويل عجز الموازنة العامة يحكم عملية توليد النقود. فعند طرح المزيد من أوراق الدين، حوالات الخزنة وسندات الحكومة وما إليهما، تلاحظ السلطة النقدية مدى استعداد المصارف والجمهور لشراء تلك الديون الإضافية والسيولة المتاحة. وللسيطرة

على سعر الفائدة والحفاظ على استدامة المالية العامة تضطر الى شراء مقادير من اوراق الدين الحكومي التي بحوزة المصارف والجمهور، تنفيذ الدين، لأن البنوك المركزية لا تستطيع حيازة تلك الديون إلا بعملية توليد نقود. وقد لا تتعارض النظرية المالية للمستوى العام للأسعار مع النظرية الكمية للنقود، اي على فرض ان نمو النقود يحكم حركة المستوى العام للأسعار ما تضيفه النظرية المالية هو ان مسؤولية خلق النقود تقع على عاتق السلطة المالية اما البنوك المركزية فهي مستجيبة تابعة للقرار المالي الحكومي. بيد ان علاقة عجز المالية العامة، والاقتراض الحكومي، بالمستوى العام للأسعار والتضخم تسمح بالانطلاق من فرضيات بديلة دون المصادرة على تحديد النقود للمستوى العام للأسعار. إذ ان تمويل جزء من الأنفاق الحكومي من غير الإيرادات الضريبية، والأعتيادية الأخرى، ودون الاقتراض من الجمهور يعني اضافة مستقلة الى الطلب الكلي ليست ممولة باقتطاع من مجرى الدخل، وهو قيمة العرض الكلي من السلع والخدمات النهائية. ولذلك يكون لتنفيذ الدين، مبدئياً، الدور الأساسي في رفع المستوى العام للأسعار عندما يعمل الاقتصاد قريبا من الحدود القصوى للطاقة الانتاجية الكلية. وندرج، فيما يلي، علاقات اساسية ومتطابقات تساعد في متابعة البحث:

$$i B + G - TA = \Delta B + \Delta md \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$P_t = P_0 (1 + \pi)^t \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$\sum S_t (1/(1+r)^t) = B/P \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$1+r = \frac{1+i}{1+\pi} \quad \dots\dots\dots(4)$$

$$r \approx i - \pi \quad \dots\dots\dots(5)$$

$i$  سعر الفائدة النقدي؛  $r$  سعر الفائدة الحقيقي؛  $\pi$  التضخم؛  $\Delta$  الزيادة؛  $B$  الدين الحكومي للجمهور،  $md$  رصيد دين البنك المركزي على الحكومة (تراكم تنفيذ الدين)؛  $G$  الأنفاق الحكومي؛  $TA$  الضرائب؛  $S$  الفائض الأساس في الموازنة.

المتطابقة الأولى تبين ان: عجز الموازنة الأساسي مضافا اليه مدفوعات الفائدة على رصيد الدين القائم للجمهور يساوي الزيادة في الدين للجمهور والزيادة في رصيد دين البنك المركزي على الحكومة. والثانية ان المستوى العام للأسعار ينمو بمعدل التضخم السنوي. والثالثة ان القيمة الحقيقية الحالية للفوائض الأساسية المستقبلية تساوي رصيد الدين الحقيقي زمن الأبتداء. والرابعة تعرف سعر الفائدة الحقيقي وهو ايضا سعر الخصم، والخامسة سعر الفائدة الحقيقي تقريبا وهو الشائع في الاستخدام والذي يسمى متطابقة فيشر.

إعتمد هيجدورن (Hagedorn , 2017,) منهاجا عبرت عنه المعادلة رقم (6) يفترض

ثبات المالية العامة على مسار توازني وينمو الناتج المحلي بمعدل  $g$ ، وإهمال رصيد دين البنك المركزي على الحكومة ، ومساواة معدلات نمو القيم الاسمية للضريبة والدين الحكومي والأنفاق العام:

$$(1+\pi)(1+g)=\frac{\Delta G}{G}=\frac{\Delta T}{T}=\frac{\Delta B}{B} \dots\dots\dots(6)$$

المعادلة (6) اهتمت بصيد دين البنك المركزي على الحكومة وهو المنهج الذي اعتمده هيجدورن. وعند استبعاد معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي من الطرفين، ينمو رصيد الدين وإيرادات الضريبة والانفاق الحكومي بمعدل التضخم (Hagedorn, ibid ، P 11). وفي الحالتين، مع النمو الحقيقي أو بدون، تبقى نسبة الدين الى الناتج المحلي الاجمالي ثابتة. وهذه لا يستبعد تحققها، من خلال السياسة المالية دون القول ان ثمة آلية تلقائية ضامنة لها. ويراد من هذه المقاربات القول ان السياسة المالية تحدد التضخم لتختص السياسة النقدية بسعر الفائدة. وأرى من التعسف الجزم بالاتفاق بين المعادلة رقم (3) والمعادلة رقم (6) فهما نمطان مختلفان من الاستدامة وكلاهما يتضمنان دور السياسة المالية في المستوى العام للأسعار. ورياضيا، على الأقل، يتطلب شرط الاستدامة الذي بينته المعادلة (3) والذي يقره هيجدورن تحول العجز الى فائض لأطباء الدين القائم. أو ان القيمة الاسمية للدين تنمو بمعدل اقل. وبغض النظر عن الصيغة الرياضية فالمقصود من العلاقة (6) ان السياسة المالية تتحكم بالتضخم  $\pi$  كي لا ترتفع نسبة القيمة الاسمية للدين الى الناتج المحلي الاسمي، وبذلك تكون هي التي تعين المستوى العام للأسعار، وعند افتراض انه يتحدد بالنقد، وهو ما لم تؤيده إبحاث هذا الكتاب، يصبح توليد النقود ومكائرتها تابعا للمالية العامة ليختص البنك المركزي بتحديد سعر الفائدة في ضوء التضخم. بيد ان سعر الفائدة الحقيقي هو المهم في الأمد البعيد لأن عبئ الدين نسبة الى الناتج المحلي يعتمد على الفرق بين معدل نمو الناتج وسعر الفائدة الحقيقي. وما لم نتأكد من وجود آلية تجعل التوافق بين طرفي المعادلة (3) ضروريا لا يمكن تسمية النظرية المالية للمستوى العام للأسعار نظرية بل هي فرضية نحتكم بشأنها الى الأستقراء او هي سياسة.

ولمزيد من الوضوح نعيد كتابة المعادلة (3) عبر الزمن وبيان التضخم وسعر الفائدة الأسمى صراحة:

$$\sum S_t [(1+\pi)/(1+i)]^t = \{B_T / [P_0 (1+\pi)^T]\} / (1+r)^T = B_0 \dots\dots\dots(7)$$

وبالتعويض عن  $(1+r)$  بما يساويها، المعادلة (4) نتوصل الى المعادلة (8):

$$\sum S_t [(1+\pi)/(1+i)]^t = \{B_T / [P_0 (1+i)^T]\} = B_0 \dots\dots\dots(8)$$

تبين المعادلة (7) ان الرصيد الاسمي للدين يتحرك في الزمن ونهاية الأفق، السنة  $T$  ستعتمد قيمته الحالية على معدل التضخم وسعر الخصم الحقيقي والأخيرة محصلة لسعر الفائدة الاسمي والتضخم. ولكي تتحقق الاستدامة لا بد ان يكون مجموع القيمة الحالية للفوائض الأساسية عبر الزمن  $t$  من سنة الأبتداء، صفر، الى نهاية الأفق،  $T$ ، مساويا للقيمة الحالية للدين في السنة  $T$  وهذه مساوية لرصيد الدين الأبتدائي. ومن هنا تأتي أهمية معدل التضخم إذ أصبحت واضحة.

ولو فرضنا ان سعر الفائدة الاسمي يعينه البنك المركزي او سوق المال، باستقلال عن السياسة المالية فالأخيرة تفاضل بين تشكيلات بديلة من التضخم والفوائض الأساسية أو العجوزات للوصول الى النتيجة.

وبالرجوع الى المعادلة (1) نستوضح عن دور تنفيذ الدين ضمن هذا السياق بالزمن المتحرك:

$$B_T = \sum \Delta B_t = \sum_i B_t + \sum (G_t - TA_t) - \sum \Delta m_d_t \dots\dots\dots(9)$$

تراكم الرصيد الاسمي لتتقيد الدين، الحد الأخير من الطرف الأيمن، في المعادلة (9) يسهم في تعيين رصيد الدين الاسمي للجمهور  $B_T$  فضلا عن سعر الفائدة الاسمي  $i$  ولذا ثمة تحديد متبادل بين التضخم وتتنقيد الدين ورصيد الدين للجمهور وسعر الفائدة.

ولأن  $G$ ،  $TA$ ، تعينها السياسة المالية فالأرجحية لها لكن السياسة النقدية تقرر مقدار تنقيد الدين وبالتالي سعر الفائدة ما لم نسلّم بتكيفها مع السياسة المالية للأنسجام مع  $B_t$  المرغوبة، او استعداد القطاع الخاص لحياسة سندات الدين الحكومي بسعر الفائدة الحقيقي الذي افرزته السياسات.

التحديد المالي للمستوى العام للأسعار صار منطلقا لمنحى نظري يحاول التأسيس لبراداييم Paradigm جديد يتجاوز الأصل النظري لأطروحات التيار الرئيسي. ومن جانب آخر تريد الكينزية الجديدة New Keynesian إستيعابه ضمن منهجها والذي يتبناه هيجدون وفي المعادلة (6) خاصة. ويتساق مع البحث نظريا عن هيمنة المالية العامة على مسار نمو القيم الاسمية للضرائب والأنفاق العام والدين بمعدل نمو الناتج مضافا اليه التضخم. وكلها في سياق إهتمام بالتحفيز المالي لتحريك الاقتصاد من فخ السيولة. بيد ان الربط النظري بين تحديد المستوى العام للأسعار في سوق السلع، القطاع الحقيقي، وتكيفه حسب مقتضيات التوازن المالي في الأمد البعيد ينطلق من: ان التوازن بين ادخار القطاع الخاص المتجه الى سندات الدين الحكومي وعرض السندات هو الوجه الآخر للتوازن في سوق السلع، وتبقى النقود داخلية Endogenous؛ ويتحدد الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية بسعر الفائدة ومتغيرات اخرى؛ والطلب الكلي الاسمي دالة بسعر الفائدة والمستوى العام للأسعار وهو IS عند الكينزية الجديدة؛ ويتحدد المستوى العام للأسعار عند التوازن بين الطلب الكلي الاسمي وعرض معطى من السلع والخدمات.

وتفيد التجربة ان الدين الحكومي في الدول المتطورة في تزايد، وطالما يتطلب التوظيف الكامل للعمل والطاقت الانتاجية رفع الطلب الكلي دائما بطلب مستقل ، تتأكد الحاجة الى استمرار عجز الموازنات العامة. وفي نفس الوقت يبقى عبئ الدين العام ضمن حدود بدلالة نسبته الى الناتج المحلي، ومن هنا تنبثق ضرورة تنقيد الدين من جهة وان يبقى سعر الفائدة الحقيقي دون معدل نمو الناتج المحلي، بان ينسجم التضخم وسعر الفائدة النقدي مع هذا الشرط في الأمد البعيد.

واري، نظريا، إذا كان التضخم الفعلي يعتمد على التضخم المتوقع، حصرا او مع متغيرات اخرى، ويفسر التضخم المتوقع بعجز الموازنة العامة وافاق الفائض الأساسي لها، وتقرر السلطة النقدية حجم تنقيد الدين ارتباطا بسعر الفائدة النقدي الذي تختاره، يكون سعر الفائدة الحقيقي قد تعين ماليا ايضا.

قبل الأزمة المالية الدولية الأخيرة كان التنظير الغالب في الساحة الأكاديمية للدول المتقدمة قد انصرف، منذ ربع قرن او اكثر، عن الأهتمام بالمالية العامة في دراسة التضخم. على اساس ان الأنفتاح المالي وتزايد مقادير التدفقات العابرة للحدود في ظلّه ومرونة اسعار الصرف غيرت آليات عمل النظام الاقتصادي، بحيث لا توجد فسحة كافية لتأثير المالية العامة. واصبح من الشائع افتراض ان المالية العامة تتكيف لتمكين

السياسة النقدية من السيطرة على التضخم. ولم تكن الدول النامية، وحتى العراق، بعيدة عن مناخ التفكير في الدول المتقدمة والمؤسسات المعبرة عن النهج السائد في تلك البيئة.

وثمة حجة أخرى للتقليل من دور المالية العامة في التضخم مضمونها ان تصرفات السلطة المالية لا تؤثر في التضخم طالما يمتنع البنك المركزي عن تنقيد الدين ، لأن المستوى العام للأسعار يتحدد عبر توازن سوق النقد وليس في قطاع السلع حسب النظرية الكمية. اما اقتراض الحكومة فله سقف يحده يتمثل في استعداد القطاع الخاص لحيازة الدين الحكومي.

وأكتسبت النظرية المالية للتضخم، او المستوى العام للأسعار، زخما بعد الأزمة وخلصته ان المؤسسة النقدية لا بد ان تستجيب لتسهيل تمويل العجز الحكومي للحفاظ على رصانة الوضع المالي. ولكي يبقى دين القطاع العام ضمن النطاق الآمن نسبة الى الناتج المحلي، وللسيطرة على نفقات خدمة الدين. لأن الأخيرة عند تزايدها بأسرع من الدخل القومي الاسمي تكون سببا لتوسع العجز وصولا الى الأنهيان، تلك خلاصة المشتركات بين مختلف مقربات النظرية المالية للمستوى العام للأسعار وتفسير التضخم من جانب المالية العامة كما افهمها.

وبتعبير آخر ان العجز الأساسي خارجي Exogenous على السياسة النقدية، وهي خارجية قوية وثابتة، وتمثل هذه المقدمة قطيعة مع التصورات الراسخة لما قبل الأزمة بأن المالية العامة تتكيف لتسهيل دور السلطة النقدية في السيطرة على التضخم ، بل السلطة النقدية هي التي تستجيب للأسباب أنفا ( p 2 , Leeper 2011). وحتى في ظل النظرية الكمية للنقود، حيث نمو النقود يحدد التضخم من منظورها، فإن اضطرار السلطة النقدية الى توظيف قدرة البنك المركزي على خلق النقود لتنقيد الدين يجعل السياسة النقدية، على الأقل في الامد البعيد، مقادة باحتياجات استقرار الدين العام، وهكذا يصبح العجز الشامل للموازنة العامة بما فيه مدفوعات الفائدة هو العامل المسؤول عن التضخم.

ينطلق Leeper وزميله، في نمذجة التفسير المالي للتضخم، من تعظيم Max المنافع المخصصة للاستهلاك الأسري:

$$\text{Max } E \sum \beta^t U(C_t) \dots\dots\dots(1)$$

مع الأذعان لقيود موازنة الموارد مع الاستخدامات :

$$B_t/P_t + C_t + T_t = y + Z_t + (R_{t-1} B_{t-1})/P_t \dots\dots\dots(2)$$

حيث E التوقع، و  $\sum$  علامة الجمع والمدى الزمني للجمع لا نهائي، و  $\beta$  معامل الخصم وهو اقل من الواحد الصحيح، و  $C_t$  الاستهلاك في الزمن t، و U المنفعة و R سعر الفائدة الاسمي على الدين مضافا اليه الواحد الصحيح،  $B_{t-1}$  رصيد الدين نهاية السنة السابقة ، Z التحويلات الى القطاع الأسري، و T الضرائب، y الناتج ( Leeper, ibid , P11).

الطرف الأيمن من المعادلة (2) يبين موارد القطاع الأسري وهي الدخل ( الناتج) والمقبوضات التحويلية والقيمة الحقيقية للفوائد على ارصدة القطاع الأسري من الدين الحكومي والدين الحكومي كما كان نهاية الفترة السابقة. اما الطرف الأيسر فيبين استخدامات الموارد وهي رصيد الدين بالقيمة الحقيقية والاستهلاك

ودفع الضرائب. وعند تبسيط العلاقة (2) بفرض المساواة بين الاستهلاك والدخل، يؤدي الحل، من المصدر آنفا، الى :

$$1/R_t = \beta E_t (P_t/P_{(t-1)}) \dots\dots\dots(3)$$

حيث  $\beta$  معامل الخصم  $1/(1+r)$  و  $r$  سعر الفائدة الحقيقي و  $R$  هي  $(1+i)$  و  $i$  سعر الفائدة الاسمي. والمقدار  $E_t (P_t/P_{(t-1)})$  تعبير عن التضخم المتوقع ،  $E_t (\pi) + 1$ ، لتكون المعادلة (3) متطابقة Fisher وهي نتيجة الأستمثال المقيد من دالة الهدف (1) والقيد (2) يعد التبسيط بحذف الاستهلاك والدخل.

تلك محاولات لأكتشاف علاقات ضرورية بين الدين والضرائب وفوائض (عجوزات) الموازنة العامة وسعر الفائدة النقدي والتضخم والمستوى العام للأسعار، بحيث تكون تلك العلاقات ضامنة لاستقرار الدين وتحديد المستوى العام للأسعار والتضخم تبعا لذلك. او، من زاوية اخرى، ان المستوى العام للأسعار قابل للتحديد بالمالية العامة. بيد ان الأمر يبقى مرهونا للسياسات . كما ان البنوك المركزية لا تستطيع التوسع، دون حدود، في تنقيد الدين من اجل استقرار المالية العامة ونفقات خدمة الدين في النطاق المرغوب. وعند مناقشة تلك الأطروحات في اطار منطقة اليورو تثار مشكلة عدم التناظر بين تعددية السلطات المالية ووحدة السلطة النقدية، وتبعا لهذا تتفاوت سياسات الضرائب والدين العام ازاء سياسة نقدية واحدة.

وحسب النظرية المالية للمستوى العام للأسعار، كما تبين، ليست النقود هي التي تحدد الأسعار وتسبب التضخم بل الثروة المالية الاسمية، وبذلك يقال ثروة إسمية كبيرة تطارد سلعا قليلة لمعارضة " نقود كثيرة تطارد سلعا قليلة ". ولعل العلاقة السببية في نظر البعض ليست من العجز الى النقود بل من العجز إلى الأسعار ومن هذه إلى النقود. ولا يختلف هذ الفهم في المضمون عن النظر الكينزي في حالة الاستخدام الكامل أو ما يقرب منه.

النظرية الكمية للنقود ترى سرعة دوران النقود ثابتة أو خارجية وبذلك تتناسب الاسعار مع النقود بثبات الناتج وهذه القاعدة هي قلب النزعة النقودية. وفي سياق تصور نظري أكثر تعقيداً تتأثر سرعة دوران النقود بالمتغيرات الكلية الاقرب ومنها سعر الفائدة ويتحدد المستوى العام للأسعار آنيا مع بقية متغيرات المعادلة. وتحاول النظرية المالية معالجة عدم التحديد أو وجود اكثر من مسار للمستوى العام للأسعار في ظل معادلة كمية النقود والفهم النقودي. وعندما يكون سعر الفائدة خارجيا على النظام الاقتصادي بفعل السياسة النقدية، يغدو المستوى العام للأسعار غير محدد، أي غياب العنصر او العناصر التي تسمح بالتحديد التلقائي، ويصبح التضخم مثل البقع الشمسية إذ ينبعث من عدم اليقين وعبر التحقق الذاتي للتوقعات self-fulfilling. وتعبير آخر يؤدي تثبيت سعر الفائدة، أي عندما يتحكم بها قرار السياسة النقدية، الى تبعية سرعة دوران النقود لها، ويكون الناتج الحقيقي وسعر الفائدة مستقلان عن النقود والمستوى العام للأسعار في المعادلة. وبالتالي تنخفض الارصدة النقدية الحقيقية  $M_t/P_t$  للانسجام مع زيادة سرعة دوران النقود مع دخل حقيقي معطى. ولكن عند انخفاض الأرصدة النقدية الحقيقية لا يمكن تعيين مقدار حركة المستوى العام للأسعار بمعزل عن حركة الارصدة الاسمية  $M_t$  وهو ما يعنيه عدم التحديد. ولكن لو تصورنا ان المستوى العام للأسعار يتحدد باستقلال عن عرض النقد ولا يتكيف عرض النقد للمستوى العام للأسعار لا بد، في هذه الحالة، من تغير سرعة دوران النقود لإنجاز المعاملات.

وتتكرر الإشارة في أدبيات هذا التيار الى دور متغيرات أخرى، عدا سعر الفائدة، في تغير سرعة دوران النقود. لما تقدم تحتاج المنظومة معادلة إضافية تتولى تحديد قيمة المطلوبات على الحكومة التي تريد الالتزام بها لسد الثغرة. كأنها تلتزم بقيمة حالية تجاه حائزي تلك الاصول وهذا مضمون ما يقصد به الفوائض المالية الاساسية. وتنصرف مفردة الفوائض الى الفروقات بين الايرادات والنفقات ولأن الحديث عن مطلوبات على الحكومة فهذه الفروقات تكون سالبة. وبالتالي يصبح المستوى العام للأسعار محكوماً بالدين الحكومي الموروث. والسياسة النقدية لها تأثير لاحق، لأنها تحدد سعر الفائدة وأن مدفوعات الفائدة من ضمن المطلوبات على الدولة وبهذه الطريقة تؤثر في المستوى العام للأسعار. والنظرية المالية كأنها تغير تعريف المستوى العام للأسعار من مقلوب قيمة النقود الى عنصر في تعيين قيمة الدين العام. ويضيف البعض الية اخرى للتأثير في القيمة الحقيقية للدين وهي لوضع استثنائي عندما يمتنع البنك المركزي عن تنفيذ الدين وتفشل الحكومة في الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين فتتخفف اسعار اوراق الدين الحكومي في السوق المالية. وتتنخفض بذلك القيمة الحقيقية للدين دون الحاجة الى ارتفاع المستوى العام للأسعار. وعند استبعاد حالة امتناع البنك المركزي عن تنفيذ الدين من خلال عمليات السوق المفتوحة والتزامه بعرض ثابت للنقود على فرض قدرته على التحكم بها، يكون للدين الحكومي دور في تغير عرض النقد.

وكل ما تقدم لا يكفي للقول بعدم اهتمام الحكومة بمجموع الارصدة النقدية الاسمية ولا قيمتها الحقيقية بل القيمة الحقيقية للدين. والنظرية المالية تستقيم لو تحولت في النظر الى هدف سياسة الحكومة من تحديد القيمة الحقيقية للدين الى استدامة مديونتها باستمرار القدرة على تدوير الدين وبانسجام البنك المركزي مع هذه السياسة تصبح الارصدة النقدية الاسمية محددة حكومياً وتبقى خارجية. والبحث عن الية في مكان ما من نظام الاقتصاد تتولى تحديد المستوى العام للأسعار بدءاً من الطلب الكلي الذي لا يعرف بانه دالة في النقود حسب الفهم الكينزي. ومن جهة اخرى عندما تسمح سياسة البنك المركزي بتنقيح مقادير ليست محددة من الدين بسعر فائدة منخفض، وان سعر الفائدة في البنوك المركزية أصبح هو السياسة السائدة، وفي نفس الوقت تصح النظرية المالية لتحديد المستوى العام للأسعار فكأن البنك المركزي والحكومة اتفقا على سياسة تبقي الدين الحكومي بمقدار ثابت من القيمة. ولقدرة البنوك المركزية غير النهائية على انتاج النقود يستبعد افلاس الحكومات، ولكنها لا تقبل بتدهور سعر الصرف وتساعد التضخم، إلا تحت ضغوط استثنائية ولذلك توجد موانع موضوعية تحول دون التماهي في توسيع الانفاق الحكومي عبر تنقيح الدين.

وهنا يضاف عنصر تقسيم الدين بين التنقيح او ما يسمى ضريبة التضخم والمطلوبات للقطاع الخاص تقابلها القيم المالية للفوائض المستقبلية من الضرائب. ولا يستند هذا الفهم الى اساس تجريبي واسع المصدقية لان من الصعب تصور تصفير الدين الحكومي بل سياسة تدوير مقدار من الدين وبالتالي تكون أعباء الفائدة وقيمتها الحقيقية موضع الاعتبار وربما هي التي تحكم ذلك المقدار. وهنا يعود المستوى العام للأسعار لينظم تكاليف تدوير الدين بوحدات من الدخل الحقيقي.

الصين التي تعرض بها النظرية المالية لتحديد المستوى العام للأسعار يكتنفها الغموض، والارتباط أحياناً، وربما المبالغة لكنها أسهمت، مع مداخل نظرية أخرى في لفت الانتباه نحو صلات بين العمليات المالية الحكومية وعالم النقود كانت مغفلة. ومحتوى النظرية المالية إن حركة المستوى العام للأسعار تفوق في

أهميتها للمالية العامة من حق السك، أي تنقيد الدين بالإصدار النقدي لتمويل العجز، وبالتالي ليس مهماً أن يمول العجز بالتنقيد أو الاقتراض من القطاع الخاص طالما يتولى المستوى العام للأسعار دور التسوية في النهاية. ويبدو أن الربط بين الإيراد الضريبي والمستوى العام للأسعار وبين الأخير والإنفاق الحكومي الذي يحدد الطلب الكلي أو يسهم بدرجة كبيرة فيه يبدو أقرب إلى القبول في فهم ارتباط المستوى العام للأسعار بالدين. لكن الحكومة ليست حرة تماماً في اختيار مستويات الإيراد والتنقيد والاقتراض من القطاع الخاص، ولا يمكن أغفال سياسة سعر الفائدة في استهداف التضخم. وعند قبول مبدأ تحديد المستوى العام للأسعار بسعر الفائدة فإن النظرية المالية لتحديد المستوى العام للأسعار بحاجة إلى إعادة صياغة أو تصبح فائضة. الخوف من جموح التضخم في خلفية ذلك الاهتمام النظري بالعلاقة بين عجز الموازنة العامة ونمو عرض النقد والتضخم، والتي تندرج، أيضاً، ضمن إطار الهيمنة المالية *Fiscal Dominance* والنظر إلى السياسة النقدية في ضوءها. و خاصة عندما تصدر الموازنات العامة بعجزات كبيرة ويتكرر العجز لمدة طويلة ويمول بالخلق النقدي. وقد تلجأ البلدان النامية لهذا الإجراء لعدم كفاية الضرائب القابلة للتجميع، وضعف الأسواق المالية المحلية وصعوبة الوصول إلى الأسواق المالية الخارجية وعوامل أخرى بما فيها عدم الاستقرار السياسي، وصعوبة تعديل الأنفاق، وتبعية البنوك المركزية للحكومات. ويرى النقديون ( Nachega P8 ) عجز الموازنة العامة تضخماً طالما تحاول السياسة النقدية خفض سعر الفائدة في مواجهة الطلب الحكومي على القروض، ويقود ذلك إلى التوسع النقدي وعبر تنقيد الدين الحكومي أو جزء منه في النتيجة. وتنقيد الدين ظاهرة معروفة في العالم ليس في البلدان النامية وحسب بل في البلدان المتقدمة أيضاً ومنها الولايات المتحدة الأمريكية. إن شراء البنك المركزي لأدوات الدين الحكومي يرفع الأساس النقدي ويزداد عرض النقد ومن هنا يؤدي إلى التضخم في رأيهم. بعبارة أخرى إن لم يمول العجز مباشرة بالخلق النقدي سيؤدي بصورة أو أخرى إلى زيادة عرض النقد. لكن الصلة بين معدل التضخم وعجز الموازنة ومصادر تمويل العجز ليست حاسمة وهذا لا ينفي العلاقة بين الإنفاق الحكومي والطلب الكلي الفعال الذي يعني الضغط التضخمي مع المستوى المتحقق من العرض الكلي للسلع والخدمات .

تناقضت الدراسات التجريبية التي تناولت الربط بين عجز الموازنة العامة ونمو النقود والتضخم فيما توصلت إليه، فقد بينت دراسة *losser* عام 1985 أن العجز لا يسهم جوهرياً في نمو النقود أو التضخم. وكذلك توصل إلى نفس النتيجة جوينز وكاراس من بيانات 33 دولة، والنتيجة نفسها ذهب إليها سكن وهان عام 1998. لكن آخرين وجدوا علاقة يعتد بها بين التضخم وعجز الموازنة في البلدان النامية، ومع عدم تأثير استقلال البنك المركزي عليها

( Tekin-Koru, p. 2 ). وفي دراسة عن تركيا استخدمت بيانات سنوية للمدة من عام 1957 إلى عام 1987 وجدت علاقة جوهرياً بين عجز الموازنة العامة وتنقيد الدين والتضخم. وتساعد تجربة البلدان التي انتقلت في تمويل العجز من الاعتماد على البنك المركزي إلى السوق على بيان دور تمويل الدين الحكومي بمعزل عن حجم العجز، وهذه التجربة عاشتها تركيا.

نعم، هو ما يمليه الواقع ، طالما السيطرة النقدية الفعالة ليست ممكنة مع تضخم مرتفع وعجزات كبيرة في الموازنة العامة تمولها المصارف، لأن تلك السيطرة تجعل كلفة تمويل الدين الداخلي كبيرة. والبنك المركزي الذي يتوخى استقرار نظام المال، مصارف وأسواق، ليس أمامه عملياً سوى تدعيم قدرة المصارف، عبر مدها بالاحتياطيات، على تمويل الدين ليتوسع مجموع الائتمان والنقود بالمعنى الواسع.

دراسة متأخرة للتجربة التركية أكدت استنتاجات قادت إليها دراسات أخرى فحوها التحديد المشترك للنقود والتضخم بمعنى تبعية كليهما لعمليات أخرى، قوامها التفاعل بين الأنفاق العام و تمويله والمصارف. و لم تؤيد الفهم المنطلق من الفرضية الكمية بأن التضخم نتيجة تنقيد البنك المركزي للدين (Seigniorage Revenue). ولكن هذا لا ينفي إسهام التنقيد دون أن يفسر المكون الأكبر في التضخم. ولا يدعم تحليل البيانات النظرية المالية للمستوى العام للأسعار إذ لم يثبت اتجاه السببية مباشرة من العجز إلى التضخم.

ولا تنفي هذه الدراسات بمجموعها دور العجز في التكاثر النقدي وقبل ذلك في زيادة الأنفاق الحكومي والطلب الكلي. لكن التحول في تمويل العجز من البنك المركزي إلى المصارف لا يغير جدواً في محصلة التأثير. وتسلب هذه المكتشفات مزيداً من الضوء على آليات خلق النقود التي ينتقل مركزها، تدريجياً، من البنك المركزي إلى المصارف ويتضح أكثر فأكثر مع التعميق المالي. ومن النادر أن تكشف البيانات عن ارتباط قوي بين عجز الموازنة العامة ومعدل التضخم ( Nachegea P9 ). وفي حين وجدت دراسات إن عجز الموازنة العامة في البلدان النامية تضخمي وجدت دراسات أخرى إن عجز الموازنة العامة ونمو عرض النقد كلاهما مقاد بالتضخم. بتعبير آخر إن التضخم هو المتغير الخارجي الذي يفسر العجز ونمو عرض النقد، ويحصل هذا عندما يكون مصدر التضخم قد ابتدأ من صدمة عرض قوية أو انخفاض عنيف في العملة الأجنبية الذي يؤدي إلى رفع سعر صرف العملة الأجنبية كثيراً فيرفع المستوى العام للأسعار وتبدأ الحلقة اللولبية وهو ما حصل في العراق أثناء الحصار .

بينت دراسة ( Nachegea PP30 - 311 ) للكونغو بين سنتي 1982 و2003 صلة التضخم بنمو عرض النقد والأخير بعجز الموازنة العامة في الأمد البعيد، وتُظهر التقديرات، أيضاً، تأثيراً لسرعة دوران النقود بالمعنى الواسع، كما للدخل أيضاً. ولاحظت الدراسة عدم استقرار المعامل بين عجز الموازنة وعرض النقد وان انخفاض الهيمنة المالية قاد إلى تراجع التضخم. إن تغير سرعة دوران النقود وعلاقته الموجبة بالتضخم تقلل من أهمية الاستنتاج الذي توصلت إليه الدراسة خاصة وان معامل تغير سرعة دوران النقود كان كبيراً. ما يعني إن تغير النقود ليس مقياساً دقيقاً لتغير الطلب الكلي الفعال أو محدداً للتضخم. ولأن الدراسة غطت مدة طويلة ولدولة نامية فان التفسير النقودي للتضخم حتى في الأمد البعيد يبقى موضع شك وليست له ارجحية واضحة على التفسير بالكلفة أو منحني فيليبس .

لقد تبلورت، في العقود القريبة، معايير لتنظيم العلاقة بين المالية العامة والعمليات النقدية تقضي بضرورة تجنب الحكومات الاقتراض من البنوك المركزية، أو حتى ضمان قروضها وهو ما انعكس في قانون البنك المركزي العراقي. لكن الأزمة الأخيرة أظهرت الكثير من الممارسات التي لا تنسجم مع تلك المعايير. لقد أقدمت بنوك مركزية على شراء سندات ( Bonds ) دين حكومي إضافة على الحوالات Bills وتوسعت في ذلك لتخفيف عبئ الإنقاذ المالي على الموازنات العامة.

وعموماً عندما ترتفع المطلوبات على الحكومة وتتنخفض إيرادات الضرائب، ويكون تمويل العجز من الداخل والخارج باهض التكاليف، أو غير متاح، تلجأ الحكومات إلى البنوك المركزية. وهناك ممارسات تخالف، بهذا القدر أو ذاك، التشريعات الحاكمة للعلاقات بين البنك المركزي والمالية العامة قد تلجأ إليها الحكومات تحت ضغط التباين بين محدودية الموارد وحجم الإنفاق الذي لا تستطيع تخفيضه سياسياً

واجتماعياً. ولا بد من التمييز بين دين البنوك المركزية على الحكومات بالأحجام المتناسبة مع إدارة السيولة في أوضاع اعتيادية وما جرى في العراق، أيام الحصار، وبعض الدول في أمريكا اللاتينية، لأن هذه الحالات لا تندرج ضمن مفهوم الإقراض، إلا شكلاً، فهي تمويل إنفاق حكومي كبير بالإصدار النقدي. وإقراض البنك المركزي للحكومة، ابتداءً، هو تمويل بالإصدار النقدي تمييزاً له عن التمويل الحقيقي بالإيرادات الضريبية أو الإقتراض من القطاع الخاص مثلاً. لكن التمييز بين الحالات الاعتيادية وحالة العراق، زمن الحصار، ودول أخرى في أن الأولى يمكن استيعابها ضمن عمليات السوق المفتوحة ولا تصل إلى حد نقض قيد الموازنة وقواعد الضبط المالي في الأمد المتوسط، ويبقى مجموع الطلب الكلي ضمن قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيعاب دون ضغوط تضخمية.

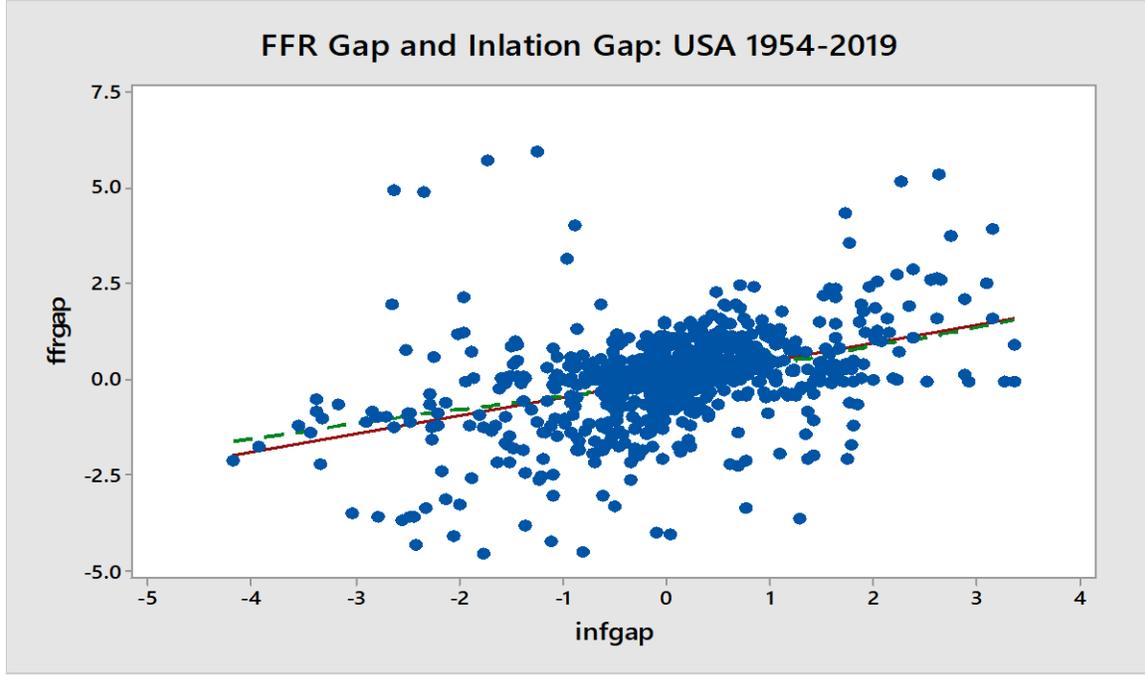
هناك فرق بين تمويل حجم ضروري من الإنفاق الحكومي، لإدامة النشاط الاقتصادي والحيلولة دون اتساع البطالة، وتمويل آخر بالتوسع النقدي يتجاوز كثيراً سقف الطاقة الانتاجية الكلية ويقترن بتضخم جامح بسبب ذلك التجاوز. وقد تنحسر فجأة موارد العملة الأجنبية، وهي حالة العراق زمن الحصار، فينخفض سعر صرف العملة الوطنية في السوق وحسب شروط التوازن ونتيجة لذلك يرتفع المستوى العام للأسعار وتزداد التكاليف النقدية للخدمات العامة ما يستدعي زيادة الإنفاق الحكومي لمسايرة ارتفاع التكاليف، لكن الإيرادات الحكومية لا تستجيب وتتسع فجوة التمويل فتلجأ الحكومات للبنوك المركزية. ومع هذا النمط من تمويل الإنفاق بالإصدار النقدي والتضخم يبقى الاقتصاد الوطني دون المستوى الاعتيادي للأداء ما يعني إن التضخم ليس بسبب تجاوز الناتج الفعلي للناتج المحتمل أو انخفاض نسبة البطالة دون المعدل الطبيعي لها بل تولد أساساً من سوق الصرف، وهو ما سنأتي عليه .

تواجه الحكومات الحاجة لتخفيض العجز الهيكلي **Structural**، وتشعر في نفس الوقت بأهمية التوسع في الإنفاق نظراً للآثار البليغة لخفضه على الطلب الكلي، وفي السنوات الأخيرة تتعامل سياسات الجزء المتقدم من العالم مع هذا التناقض بصعوبات متزايدة. وفي تقرير أفاق الاقتصاد الدولي لتشرين الأول 2012، عودة إلى مضاعف الإنفاق الحكومي الكنتري بثقة، ولعل هذا المنحنى ينسجم مع الاعتراف بدور السياسة المالية في محاولات انتشال الاقتصاد الغربي من الركود. وقد اشارت التقارير الأخيرة إلى الطاقات الفائضة في الاقتصاد بما يتضمن الدعوة إلى رفع الإنفاق الحكومي لزيادة الناتج. وتدل هذه الأطروحات على تراجع التزمت الأيديولوجي تحت تأثير الأزمة وقد تنتفع البلدان النامية من هذه الأجواء لتبني سياسات اقتصادية ثلاثية. إذ لازالت البطالة مرتفعة في البلدان التي تعرضت أكثر لثقل الأزمة المالية ومنها بلدان أوروبا الناهضة والبلدان العربية المستوردة للنفط التي تعاني الاضطراب السياسي واحتياجات كبيرة لسكان ينمو بمعدل مرتفع مقارنة بالمتوسط المعروفة مع انخفاض الدخل في اقتصاد عالمي لم يتجاوز الأزمة بعد، ثم أصيب بصدمة الوباء، وتلك البلدان بحاجة ماسة إلى زيادة فرص العمل. علماً ان التضخم منخفض في الدول المتقدمة وفي النصف الثاني من عام 2012 كان بالمتوسط 1.5 بالمائة، وانخفض في الولايات المتحدة الأمريكية دون نصف الواحد بالمائة في نيسان، ابريل، من عام 2020، ولا تستطيع الدول النامية والناهضة الحفاظ على وتائر النمو التي شهدتها من قبل.

## الشكل رقم (1)

الفجوة بين الفعلي والمتوقع لمعدل التضخم وسعر فائدة الأموال الفدرالية

البيانات شهرية للمدة 1954 - 2019



إعداد الباحث، البيانات من FRED.

### ضوابط إقراض البنك المركزي للحكومة

مما سبق لا بد من ملاحظة مصادر عجز الموازنة العامة والأسباب الأولية للتضخم قبل الحكم على اقتراض الحكومة أو عدم اقتراضها من البنك المركزي ولا زال الاتجاه الغالب في الأوساط المهنية مع المنع التشريعي لإقراض البنوك المركزية للحكومات. وأدرج عدم إقراض الحكومة من بين مؤشرات استقلال البنك المركزي مادامت الحكومات تضغط على البنوك المركزية من هذه الزاوية .

( Jacom وزملائه ) في بحثهم وجدوا إن ثلثي البلدان في العينة التي قاموا بدراستها والمؤلفة من ( 152 دولة، بين تحريم الاقتراض للحكومة من البنك المركزي أو إجازته بتحفظ و للأمد القصير. إن اغلب البلدان المتقدمة والناهضة التي تعتمد سعر الصرف المرن تضع قيوداً صارمة على إقراض البنوك المركزية للحكومات. وعند السماح بالاقتراض قصير الأمد، في اغلب الحالات، يعتمد سعر فائدة السوق، والقرض يحدد بنسبة قليلة من الإيراد الحكومي، ويقتصر البنك المركزي على إقراض الحكومة الوطنية

دون حكومات الأقاليم والمحافظات. وأعدت الدراسة تأكيد الحكمة السائدة والتي تبناها الصندوق أيضاً وهي تفضيل عدم تمويل البنوك المركزية للإنفاق الحكومي، مع إمكانية السماح للبنوك المركزية بشراء أدوات الدين الحكومي من السوق الثانوية لأغراض السياسة النقدية. وفي الواقع إن أدوات الدين الحكومي هي قوام عمليات السوق المفتوحة ومن المستبعد إدارة تلك العمليات حصراً للأغراض النقدية دون مراعاة متطلبات تمويل العجز الحكومي وتكاليفه، كما أن إبقاء سعر الفائدة دون حد أعلى من مهام السياسة النقدية، وقد تفسر مساندة لاقتراض الحكومة بالتوسع النقدي من هذا الباب.

تحذير البنوك المركزية من تنقيد الدين الحكومي يفنقر إلى الواقعية لان شراء البنك المركزي لحوالات الخزنة من السوق الثانوية هو تنقيد للدين حتماً، وان التنقيد موجود في اغلب بلدان العالم مع تفاوت في الحجم لان اغلب الأصول المحلية التي تظهر في الميزانية العمومية للبنوك المركزية هي حوالات خزنة. تبقى مسألة حجم التنقيد وظروفه وإمكانية توليده لضغوط تضخمية موضع البحث والتساؤل. ومع سعر الصرف الثابت يصبح التشدد في تنقيد الدين مهما لئلا تتراكم ضغوط تنتهي إلى التخلي عن التثبيت الذي لا يمكن الاستمرار عليه مع معدل مرتفع للتضخم. ويمكن التسامح مع تمويل البنك للحكومة بصفة مؤقتة لتلافي تقلبات الإيراد الضريبي لحين إنجاز إصلاح أو تعمق الأسواق المالية لتأمين التمويل البديل. وان تكون القروض قصيرة الأمد تسترد في نفس السنة وتحدد آماها وشروطها الأخرى بقانون. يشار أيضاً إلى أهمية الشفافية بحيث يجري الإفصاح عن تلك الصفقات في تقارير دورية. أحياناً توضع قيود على شراء البنك المركزي حوالات خزنة من السوق الثانوية إذ يعتبر تمويلًا للإنفاق الحكومي بصورة غير مباشرة. ومن الأشكال التي يتخذها هذا التقييد وضع سقف لما يمكن للبنك المركزي الاحتفاظ به من أوراق الدين الحكومي. والتشدد أكثر تجاه الاقراض بشراء الاصدارات الحكومية من السوق الاولية، ولا يمكن القول انه ممنوع بالمثل في جميع البلدان. ودائماً في أوقات الكوارث والحروب تلجأ الدول إليه، ومثل هذا السماح متعارف عليه. بيد إن قانون البنك المركزي العراقي لا يشير إلى مثل هذه الأوضاع الاستثنائية. أما التمويل قصير الأمد مثل التسليف والسحب على المكشوف فعادةً ما تسمح به التشريعات وتوضع سقف على هذه النوع من التمويل ويسترد في نفس السنة.

وللتعرف على الموقف من إقراض البنوك المركزية للحكومات بينت دراسة Jacome وزملائه إن من بين الدول بعدد ( 152 ) التي شملتها الدراسة ( 40 ) دولة تجيز الاقراض و ( 57 ) دولة تجيز تقديم سلف والسحب على المكشوف و ( 51 ) دولة حرمت الاقراض وثلاث دول لم تتناول قوانين بنوكها المركزية هذه المسألة. وهذا المسح كما يتضح من زاوية التشريع، أما من الناحية العملية فلا بد من دراسة البيانات المنشورة كما سيأتي. وأيضاً من الضروري عدم إغفال ضوابط سياسة الاقتصاد الكلي التي تحذر التضخم وتتبنى استقرار الأسعار والضبط المالي بصفتها ثوابت وأصبحت من معايير حسن الأداء والمسؤولية الأخلاقية في إدارة الشأن العام. وتبقى مضامين السماح أو التحريم التشريعي محكومة في سياق متطلبات سلامة الأداء الاقتصادي الكلي. ومن دراسة التشريعات يتبين إن البلدان المتقدمة أكثر تشدداً إذ أظهرت تشريعات (20) دولة من مجموع (29) عدم السماح بالإقراض. أما في البلدان النامية فقد ظهر المنع في تشريعات ( 20 ) دولة من مجموع ( 92 ) دولة. وفي البلدان الناهضة التي حرمت الاقراض (15) دولة من مجموع (31) دولة شملها المسح .

وبينت تشريعات (52) دولة وجوب اعتماد أسعار الفائدة في السوق على قروض بنوكها المركزية للحكومات، وفي ( 38 ) دولة أخرى تركت القوانين المسألة للتفاوض أو سكتت عنها. وفي عدد قليل من الدول أسعار الفائدة على القروض أدنى من سعر السوق. ويشترط قانون البنك المركزي العراقي أسعار فائدة السوق على قروضه للحكومة. وتحدد أسعار الفائدة على حوالات البنك المركزي و الخزنة في العراق بالمزاد وهو ما ينسجم مع القانون. ولا يسمح القانون بشراء البنك المركزي العراقي لأوراق الدين الحكومي في نصوصه الحالية. أما عندما يشتري البنك المركزي تلك الحوالات من السوق الثانوية فلا بد من اعتماد سعر خصم يتناسب مع سعر فائدة توازني على الاقراض الخالي من المخاطر لنفس الأمد. وفي هذه الحالة تكون أسعار الفائدة على الحوالات الجديدة هو الأنسب أو اعتماد سعر حوالة البنك المركزي. ويتضح من التجربة الدولية إن التشريعات التي تسمح للبنوك المركزية إقراض الحكومة لأمد بعيد قليلة كانت ( 15 ) دولة في المسح المشار إليه آنفاً. ولأن محور البحث حول جواز الاقراض هو التضخم فقد بين تحليل الانحدار ( P23 ) درجة عالية من الارتباط بين الاستقلال السياسي للبنك المركزي وإقراضه للحكومة. وان التشدد في الاقراض والاستقلال يقترن بخفض التضخم في البلدان النامية مع إن اجتماع المتغيرين في منظومة التفسير يضعف معنوية أحدهما أو كليهما ما يدل على إن محور الاستقلال هو الاقراض للحكومة. وفي جميع الحالات تبين إن نمو الناتج المحلي الاجمالي يقترن بزيادة التضخم وبمعنوية عالية وهذه نتيجة تدحض الكثير من الدراسات السابقة حول حيادية التضخم أو سلبيته في العلاقة مع النمو الاقتصادي وهو دليل آخر على عدم إمكانية التحليل الكمي لحسم الجدل حول المسائل الأساسية في السياسة الاقتصادية كما إن سعر الصرف الثابت يقترن بخفض التضخم وبمعنوية عالية وفي جميع التجارب .

القول بان البنك المركزي يعمل فقط من اجل السيطرة على التضخم وتأتي خدمة اهداف التشغيل والنمو ناتجا لذلك الهدف ينطوي على مغالطة مكشوفة. اذ لو كان الأمر هكذا لماذا تذكر قوانين البنوك المركزية النمو والتشغيل صراحة الى جانب التضخم. صحيح ان السيطرة على التضخم ضرورية للأداء الاقتصادي السليم، وعادة ما يقاس الأداء بالتشغيل والنمو وهذا واضح. بيد ان الإصرار على تكليف البنوك المركزية العناية بالنمو وخفض البطالة يقتضي العمل على هذه الأهداف لذاتها. ومن الأدلة على هذا الفهم قاعدة تايلور التي تربط سعر فائدة البنك المركزي بالتضخم وفجوة الناتج وهناك اوزان لكل من الفجوتين. وعليه لم يعد مقبولاً، خاصة بعد ملاحظة تجربة عمل البنوك المركزية خلال الأزمة الأخيرة، التصريح بان عمليات السوق المفتوحة تدار حصراً حسب مقتضيات السيولة وبالتالي فان البنوك المركزية عند تعاملها مع ادوات الدين الحكومي ببيعا وشراء ليس بهدف تسهيل تمويل الموازنة العامة، تنفيذ الدين، او غير ذلك بل هذه من جملة ما تهتم به البنوك المركزية فعلاً.

## ثقل الدين العام والاستدامة

أصبحت مسألة استدامة المالية العامة، مع ثقل المديونية في البلدان المتقدمة و مهمات إعادة التمويل، من موضوعات الأسواق المالية والمشتقات. وهي ليست بعيدة عن السياسة النقدية بحكم صلة الاستدامة بالتضخم وسعر الفائدة وتنفيذ الدين عبر عمليات السوق المفتوحة. هذا إلى جانب كونها متعلقة أصلاً بالإيرادات والنفقات والسياسات الموجهة لهما. ونمهد في هذا المبحث لما سيأتي تباعاً لتغطية عناصر القضية التي أبرزتها أزمة الديون السيادية الأخيرة، الظاهرة منها والمعروفة بالتحليل وما يستشف من سياسات تنم عن الخوف من المخاطر.

## استدامة الدين الحكومي بين الموازنة العامة والأسواق المالية

يعرف قيد الموازنة في الأمد البعيد بعدم تجاوز القيمة الحالية للأنفاق الحكومي والدين القائم صافي القيمة الحالية للإيرادات بنفس سعر الخصم، و ذلك عبر الأفق الزمني بين لحظة الابتداء واللانهاية. وبصيغة مكافئة، القيمة الحالية لفائض الموازنة عبر الأفق الزمني ذلك لا تقل عن دين الابتداء. وبالتالي فإن الإيرادات المستقبلية المتوقعة تقيد الأنفاق الحالي حسب هذا المفهوم من جهة المدى الممكن لتوسيع الدين. ومن هذه العلاقة الحسابية يمكن تعريف الاستدامة أي المقدار الأقصى من رصيد الدين الحكومي المسموح به ضمن شروط التوازن في مدة زمنية تتجاوز الموازنات السنوية. أما تقييم الاستدامة بدلالة نسبة الدين إلى الناتج المحلي فلا يتعدى المقارنة بمتوسطات على المستوى الدولي أو مع مستويات سابقة. والأنسب كما نرى، حساب مقدار الدين الحكومي القابل للتدوير دون زيادة موجودات البنك المركزي من أوراق الدين الحكومي، أو ما يسمى بالتنقيذ، بمعنى ملاحظة الحجم الذي يرغب القطاع الخاص حيازته ضمن محفظته الاستثمارية.

الجدول رقم (1)

الاحتمال التراكمي للفشل الائتماني السيادي و سعر ضمان الدين CDS

الاحتمال التراكمي للفشل بالمائة خمس سنوات	سعر ضمان الدين سنويا بالنقاط الأساسية لأقرب نقطة	الدولة	سعر ضمان الدين سنويا بالنقاط الأساسية لأقرب نقطة	الاحتمال التراكمي للفشل بالمائة خمس سنوات	
66.26	1742	استراليا	39	1	3.50
55.40	1148	النمسا	37	2	3.32
51.50	821	اليابان	40	3	3.29
49.46	669	هولندا	37	4	3.27
43.71	808	سويسرا	31	5	2.73
43.61	791	الولايات المتحدة الأمريكية	28	6	2.40
34.73	603	بريطانيا	26	7	2.36
34.15	627	المانيا	25	8	2.27
27.17	439	الدانيمارك	24	9	2.11
27.12	344	فنلندا	23	10	2.02
25.72	411	السويد	18	11	1.57
25.15	395	النرويج	14	12	1.26

المصدر: S&P Global sovereign Debt Credit risk report 4<sup>th</sup> quarter 2013

والمقياس الأول، أي التوازن في الأمد البعيد عبر مقارنة صافي القيمة الحالية، هو الأكثر تحوطاً، ويفترض ضمناً سداد الدين الحكومي. أما الثاني، ثقل الدين نسبة إلى الناتج المحلي، والثالث، الحجم القابل للتدوير في نطاق تفضيلات القطاع الخاص، فلا يفترضان السداد.

تعني مخاطر الدين السيادي عدم وفاء الدولة بالتزاماتها ، ومن جملة صيغ التعبير عن ذلك الخطر الاحتمال التراكمي للفشل Cumulative Probability of default إلى جانب مقاربات أخرى تتساق مع سلوك الدولة تجاه الدائنين في الماضي القريب وأسعار الفائدة المطلوبة على ديونها الجديدة. ويسعى الدائنون لحماية ديونهم في سوق مبادلات الفشل الائتماني Credit Default Swap [19] أي مبادلة

الخطر بمدفوعات منتظمة تحدد بنسبة من مبلغ الدين Spread يدفعها مشتري الضمان وهو الدائن الذي يواجه خطر عدم استيفاء مستحققاته التعاقدية إلى بائع الضمان. وكلما ارتفع الاحتمال التراكمي للفشل تزايد سعر الضمان الذي يقرأ عادة بنقاط أساسية Basis points وعلى سبيل الإيضاح نعرض في الجدول أدناه تقديرات الفشل الائتماني إلى جانب سعر الضمان ( المبادلة) لمجموعتين من الدول ، التي توفرت عنها بيانات، يمثلان المستويات العليا والدنيا :

وعند تحليل بيانات الجدول (1) وجد أن الارتباط لجميع الحالات 0.96 بين الاحتمال التراكمي للفشل وسعر ضمان الدين (المبادلة)؛ ولمجموعة الدول عالية المخاطرة 0.921؛ وللمجموعة واطئة المخاطرة 0.994 .

وتوصل التحليل ، عبر حساب معادلات الانحدار، أن الميل الحدي لسعر المبادلة مع الاحتمال التراكمي للفشل 20.18 نقطة للوحدة المئوية الواحدة من احتمال الفشل. وللبلدان عالية المخاطر كان الميل الحدي بنفس المعنى 26.87 بينما للبلدان واطئة المخاطرة 11.54 أي ان السوق حساس لتقدير الجدارة الائتمانية السيادية. وذلك لأن احتمال الفشل وتوقع الخسارة من أصل الدين هي التي تحدد سعر المبادلة وعلى اساس توقع القيمة الحالية لتدفقات دخل المبادلة لبائع الضمان مقابل القيمة الحالية للخسارة المتوقعة. ومن جهة الدائن توقع القيمة الحالية للتعويض في حالة فشل المدين مقارنة بالقيمة الحالية لمدفوعات الضمان وهكذا تتحدد أسعار التوازن لمبادلات الفشل الائتماني في السوق . بمعنى أن مشتري الضمان يقدر القيمة الحالية للتعويض المتضمنة احتمال الفشل وحجم المال المفقود على افتراض توزيع احتمالي لمعدل الإنقاذ، أي نسبة الجزء الذي يسدده المدين من مجموع الدين. ويريد بائع الضمان أن يجعل من جانبه صافي القيمة الحالية المتوقعة Expected Net Present Value موجبة وهي القيمة الحالية لما يستلم مطروحا منها توقع القيمة الحالية للتعويض. وكلما ارتفعت أسعار المبادلات ترتفع اسعار الفائدة على الدين الحكومي الجديد و بالتالي معدلات العائد على ورقة الدين. ويستمر هذا التلازم بين العائد على سند الحكومة وسعر المبادلات لديونها وجدارتها الائتمانية التي يعبر عنها التقييم الائتماني Credit Rating الذي يضع الدولة المدينة في الصنف المناسب [18]. وعادة لا يقترن مستوى الجدارة الائتمانية حسب الصنف الذي يضم المدين باحتمال للفشل يعبر عنه رقميا بل يعرض الصنف بالوصف. لكن شركة Moody تبين أنها تهتم كثيرا بالاحتمال التراكمي للفشل في تقييم الجدارة الائتمانية السيادية ، ونشرت الفشل الفعلي مبوبا حسب أصناف الجدارة الائتمانية للدول التي قيمتها في الجدول (2).

ولا تختلف مبادلات الفشل الائتماني في جوهرها عن التأمين Insurance. ويعتمد عمل هذ السوق على الحجم الكبير للعقود و تبعا لذلك تغطي إيرادات الضمان مدفوعات التعويض وتحقق معدلات الأرباح التي تشجع على الاستمرار في السوق. ويلاحظ النمو الانفجاري في ضمان الديون وقد تجاوزت قيمة المفترضة في العقود للديون المضمونة CDS 60 ترليون دولار عام 2007 بعد ان كانت اقل من 10 ترليون دولار عام 2004.

الجدول رقم (2)

تراكم نسبة الفشل لعشر سنوات في الديون السيادية مرجحا للدول التي قيمتها شركة Moody خلال السنوات 1983 – 2010

تراكم الفشل للسنة العاشرة بالمائة	تراكم الفشل للسنة الأولى بالمائة	مستوى الجدارة الائتمانية حسب أصناف Moody شركة مودي	
0.000	0.000	Aaa	ممتاز
0.000	0.000	Aa1-Aa3	الدرجة العالية
0.000	0.000	A1-A3	المتوسط الأعلى
2.855	0.000	Baa1-Baa3	المتوسط الأدنى
18.882	0.769	Ba1-Ba3	إشكالي ( الوضع قلق و بيئة لا تشجع على الاستثمار المالي في الدين الحكومي)
24.590	3.391	B1-B3	مدعاة للقلق الشديد
32.823	23.636	Caa1-C	من المخاطرة عالية إلى الفشل التام

المصدر: Moody, May 10, 2011 , p 12

استدامة الدين العام تعني استبعاد الفشل السيادي والذي تعد دراسة روافده من المقاربات لفهم الاستدامة، وهي الأكثر تماسا مع الأسواق المالية وعملية إعادة التمويل لتدوير الديون. وفي كل الأحوال تتكون عناصر الفضاء المالي حاضرة وأهمها وأهمها عجز الموازنة واتجاه حركته، وآفاق الترصين المالي لتحقيق الفائض الأساسي و التحسب للنققات الطارئة. وأيضا النمو الاقتصادي ومعدلات التضخم والفائدة. وإلى جانب هذه المتغيرات يؤخذ ثقل الدين مقاسا بنسبته إلى متوسط إيرادات الموازنة والنتائج المحلي الاجمالي. ومع ارتفاع هذه النسب يرتفع ضغط نفقات خدمة المديونية على الموازنة ويزداد خطر الفشل عند ارتفاع سعر الفائدة، أو هامش المخاطرة المضاف على سعر الفائدة المرجعي وهو العائد على الدين الحكومي الألماني في حالة أوروبا. أي تنشأ حلقة تغذية سلبية بين سعر الفائدة وثقل المديونية. ومع تزايد العجز ورصيد الدين يزداد خطر (احتمال) الفشل الائتماني السيادي، ما يدفع المستثمرين طلب علاوة إضافية. وسوف يتضح أن تلك العلاوة لها صلة بكلفة ضمان الدين .

كان سعر ضمان الديون الأوروبية للدول التي أصبحت في أزمة منخفضا قبل عام 2008 مقارنة بما تدل عليه متغيرات المالية العامة والمتغيرات الأساسية الأخرى وهذا يعني التقدير المنخفض للمخاطر السيادية. في حين أصبح فيما بعد مرتفعا.

وكذلك العلاوة التي تتحملها الدول في الأزمة قياسا بالعائد على السند المرجعي (Giordano, L. P 14 et al, ) ومن الناحية المنطقية عندما ينمو الناتج المحلي الاجمالي بأسرع من الدين فهذا يساعد على خفض العبء نسبيا وينعكس على سعر الفائدة أو علاوة الخطر بالتخفيض. ويعمل الوضع الإيجابي لميزان المدفوعات بنفس الاتجاه. لكن عندما يقترن فائض الحساب الجاري بصافي تدفقات رأسمالية خارجة لا ينتفع البلد المدين من الفائض.

وأياضا يعد سلبيا ارتفاع سعر الصرف الحقيقي الفعال [16]. وكذلك خطر السيولة أي سيولة اوراق الدين في السوق. وفي الظروف الصعبة يهتم المستثمر بالسيولة اكثر من نوعية الائتمان الذي بحوزته.

يعكس فرق العائد بين ورقة الدين ذات التقييم الائتماني AAA و BBB تقييم الخطر وكلما انخفض الفرق اتجه السوق نحو اليسر الائتماني. وقد ايدت البيانات الأثر العكسي لكل من الحساب الجاري ومعدل النمو والانتاج الصناعي و السيولة على الدين الحكومي ( علاوة الخطر) والعلاقة الموجبة بين كل من التقييم الدولي للخطر وثقل المديونية وسعر الصرف الحقيقي الفعال والعائد على الدين الحكومي (ibid, P22).

ونقطة البدء في تقييم الاستدامة المالية هي العلاقة بين تغير ثقل المديونية من جهة وكل من سعر الفائدة والنمو الاقتصادي والفائض الاساسي. ونعرف ابتداء النسبة  $X$  بدلالة سعر الفائدة النقدي  $i$  ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بالقيمة الجارية  $g$  وذلك لأن الدين يكون عادة بالقيمة الاسمية :  $x = \frac{1+i}{1+g}$

وتتضمن تلك النسبة معلومات غاية في الأهمية : إذ مع حجم معطى من الدين، وعلى فرض الاكتفاء بتدويره وتغطية الفوائد بقروض جديدة، وفي نفس الوقت تحافظ الموازنة العامة على التوازن الأساسي، وأن سعر الفائدة النقدي يساوي معدل نمو الناتج بالأسعار الجارية، في هذه الحالة مع تحقق جميع تلك الفرضيات، تبقى نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي  $b$  ثابتة. وتعبير آخر على فرض توازن الموازنة أي أن الفائض الأساسي يبقى مساويا للصفر نواجه المسارات التالية:

$i > g$  ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي ؛

$i < g$  تنخفض نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي؛

$i = g$  تبقى نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي ثابتة.

وللتضخم دور في حركة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي لأنه متضمن في سعر الفائدة النقدي و نمو الناتج بالقيمة الجارية. فعندما يزداد التضخم بأكبر من زيادة سعر الفائدة النقدي حتى مع بقاء معدل نمو الناتج دون زيادة فهذا يؤدي الى خفض نسبة الدين الى الناتج. ومن هنا ينشأ التعارض بين السياسة النقدية الملائمة لاستدامة المديونية وخلصتها سعر فائدة منخفض لتنشيط النمو والتسامح مع التضخم من جهة وتقاليدي سياسة استهداف التضخم من جهة أخرى . أي أن العبرة في النهاية بالفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ونمو الناتج الحقيقي. وهكذا تتوقف استدامة المديونية في الأمد البعيد على النمو والمستوى المنخفض لسعر الفائدة. وقد بينت الدراسات الأخيرة (WEO, April 2014) ان سعر الفائدة الحقيقي بعيد الأمد في البلدان المتقدمة اتجه نحو الانخفاض في الاتجاه العام منذ ثمانينات القرن الماضي ، وفي السنتين الأخيرتين قارب

الصفير. لكن معدل العائد الحقيقي على الدين السيادي وهو محور البحث هنا يعتمد على عوامل متعلقة بمخاطر الدين السيادي والتي تنعكس في قيم السندات الحكومية في الأسواق المالية، وتعتبر عنها ، أيضا، اسعار ضمان الديون في سوق مبادلات الفشل الائتماني كما سيوضح.

وهنا لابد من التمييز بين الديون المحلية بالعملة الوطنية والديون بالعملة الاجنبية للمقيمين في دول أخرى والحكومات الأجنبية. لأن التضخم المرتفع في البلد المدين لا يقود إلى خفض عبئ الدين إذا اقترن بتدهور سعر صرف العملة الوطنية. ومن جهة أخرى إذا ارتفعت أسعار الفائدة في الخارج تزداد متطلبات إعادة التمويل بالعملة الأجنبية وتشكل ضغطا على سوق الصرف فيرتفع سعر صرف العملة الأجنبية وبالتالي ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي. أي إذا كان الدين أجنبيا لا تستطيع السياسات المالية والنقدية في البلد المدين تنسيق  $g$  مع  $i$  وتبعا لذلك يزداد عدم التأكد بشأن الاستدامة. ولمعرفة كيف تتغير نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي نستفيد من المعادلة ادناه:

$$b_t = x_t (b_{t-1}) - ps_t$$

حيث :  $b_t$  و  $b_{t-1}$  هما نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي في السنة الحالية والسابقة ، و  $x_t$  هي النسبة المعرفة آنفا في السنة  $t$  ، و  $ps_t$  الفائض الأساسي نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي. وعندما تكون  $x$  هي الواحد الصحيح أو اكثر يعول على الفائض الأساسي لخفض المديونية اما في حالة  $x$  أكبر من الواحد الصحيح و  $ps$  مقدار سالب، أي تصدر الموازنة بعجز، كما حصل لبلدان أزمة الديون السيادية الاخيرة فهذا يؤدي إلى تدهور سريع إذ تتفاقم التوقعات السلبية وتدفع نحو زيادة سعر الفائدة وارتفاع  $x$  للسنة القادمة . وربما يقود هذا التدهور إلى انخفاض الجدارة الائتمانية للدولة المعنية في تقارير التصنيف الائتماني [18] .

ومن المعادلة اعلاه يكون تغير نسبة الدين إلى الناتج  $\Delta b_t$  أصبح واضحا في أدناه:

$$\Delta b_t = \left( \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) (b_{t-1}) - ps_t$$

وللربط بين تعريف الاستدامة حسب مقارنة صافي القيمة الحالية للفوائض الأساسية والتعريف أعلاه نعرض العلاقة التالية:

$$\sum_{t=1}^{\infty} (\rho_t) ps_t \geq b_0 ; \rho_t = (1/x_t)^t ; x_t = (1+i_t)/(1+g_t)$$

ومعنى المتراجعة أعلاه أن القيمة الحالية للفوائض الأساسية أكبر من حجم الدين الحالي و كلاهما نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي ( ECB, April 2011 ).

ويبدو من ملاحظة تطور عبئ الدين السيادي بين نهاية القرن العشرين وعام 2009، للدول اعضاء مجموعة العشرين، ان الدول الناهضة من اعضاء هذه المجموعة استطاعت خفض مديونيتها إلى ما دون 40 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي عام 2009 بعد أن كانت حوالي 70 بالمائة عام 2002 . و هذا

يدل على المرونة الكبيرة في السياسات التي تتمتع بها تلك الدول بينما على العكس تزايدت مديونية البلدان المتقدمة من مجموعة العشرين. ومن دراسة تاريخ المديونية لبريطانيا لم ينخفض صافي مبلغ المديونية بل تزايد بين نهاية الحرب العالمية الثانية وعام 1974 لكن نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي انخفضت من 240 بالمائة تقريبا إلى 50 بالمائة ( Hileman, Figure 4 ). وهذه التجربة ترجح الأهمية الكبيرة للنمو الاقتصادي والتضخم في خفض عبئ المديونية. وشهدت مجموعة الدول المتقدمة سلوكا مشابها لنفس الفترة لخفض نسبة الدين إلى الناتج المحلي الاجمالي من حوالي 140 بالمائة إلى 40 بالمائة تقريبا. ومن المستبعد أن تنجح اليابان في خفض دينها السيادي ، الذي وصلت نسبته إلى الناتج المحلي 220 بالمائة ، دون مساعدة التضخم والنمو. وحتى الولايات المتحدة الأمريكية وإيطاليا لا سبيل أمامهما غير ذلك. وهذه الوقائع ربما تدعم ضرورة الالتفات إلى المديونية في تفسير حركة المستوى العام للأسعار بالدين الحكومي .

لكن هذا المفهوم الحسابي للاستدامة لا يتحوط للمطلوبات الطارئة على الدولة والتي ترتب عليها مديونية إضافية مثل برامج الإنقاذ التي اضطرت إليها الدول في الأزمة الأخيرة.

وعندما يتجاوز ثقل الدين الحدود القابلة للتحمل أو لا يمكن إعادة تدويره تلجأ الدولة إلى وسائل أخرى و منها ان تتوقف عن سداد الأقساط ودفع الفوائد المستحقة وتتفاوض لخفض عبئ المديونية او تعلن أنها لا تستطيع احترام التزاماتها تجاه الدائنين إلا إذا تعاونوا بالتنازل عن جزء من ديونهم.

وعادة عندما تتوقف الدولة عن تسديد المستحقات يبدأ سعر دينها في السوق بالانخفاض دون القيمة الاسمية فمثلا الدين الروسي انخفض سعره في السوق إلى 18 بالمائة من قيمته الاسمية عام 1998 ، و الأرجنتين إلى 27 بالمائة عام 2001 ، و الأكوادور 28 بالمائة عام 2008. و مع إنخفاض أسعار الديون في السوق تخفض الدولة سعر الإنقاذ أي نسبة ما تدفعه من ديونها للدائنين. وعلى سبيل المثال كان سعر الإنقاذ لديون الأرجنتين بين عامي 1993 و 2001 قد تراوح بين 20 بالمائة و 31 بالمائة أي أن نسبة الخفض بين 69 بالمائة إلى 80 بالمائة من ديونها السيادية وهي نسبة خفض عالية لا شك في ذلك (Moody, May 10, 2011, P 29) وربما يساعدها ارتفاع الاحتمال التراكمي للفشل من منظور السوق. والعراق أجرى تسوية لديونه التجارية بنسبة 10.3 بالمائة نقدا أو 20 بالمائة أقساطا بفائدة 5.8 بالمائة بمفاوضات جماعية مع دائني القطاع الخاص الأجنبي أدارها عام 2005 وفيما بعد. بينما جمايكا، بين عامي 2002 و 2008 ، اقصى خفض لديونها حصلت عليه 12 بالمائة.

ولكن مثلما يقال في أزمة المصارف " أكبر من أن ينهار" كذلك الدول الكبرى ماليا سوف يتحاشى مجموع النظام فشلها الائتماني . فالأسواق المالية الدولية قد تتحمل خسارات انخفاض القيمة لسندات دول هامشية ، اما الديون السيادية التي تقارن بالناتج المحلي للدول المتقدمة وأكثر فلا بد من التماس مختلف السبل للحفاظ على قيمتها في السوق. وهذه الضرورة سيكون لها الأثر الواضح على سياسات الدول المتقدمة وتنسيقها.

### إخفاق محاولات خفض العجز لتأمين الاستدامة

سجل تقارير الرصد المالي بعض التقدم في خفض مخاطر المالية العامة للدول المتقدمة، ومع ذلك بقيت بلدان متقدمة توصف بصعوبة استدامة أوضاعها المالية العامة. وفي ذات الوقت ويشار في نفس الوقت إلى

حاجة التحفيز الاقتصادي لتوسع في الأنفاق الحكومي في ظل عدم استجابة الاقتصاد في تلك الدول للإجراءات المتعارف عليها في السياسة النقدية.

ورغم الحاجة الى توسيع الأنفاق لكن الخوف من المخاطر كان ضاعطا لتخفيض العجز بحوالي 0.75 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي لتلك البلدان. وتتجه العديد من الدول المتقدمة لضمان فائض أساسي في الموازنة العامة، اي ان النفقات عدا خدمة الدين أقل من الإيرادات، وهي الخطوة الأولى عادة لإصلاح المركز المالي الحكومي. وتزايد الدين العام ليصل الى مستويات دفعت نحو اتخاذ تدابير أو على الأقل الإحساس بالحاجة إليها. وحافظ اليسر النقدي، رغم الرصيد المرتفع للدين العام، على اسعار فائدة منخفضة ومن المتوقع ان تستعاد المستويات الاعتيادية عندما يشتد الطلب على السيولة ارتباطا بمعاودة النشاط الاستثماري والانتاجي الاعتيادي. ويحظى ارجاع الحجم النسبي للدين العام الى مستويات مناسبة بقناعة عامة. ولا يقلل من أهمية تلك القناعة صعوبة التوصل الى تعريف المستوى المناسب. ويبدو ان الضغط لتخفيف عبئ الدين العام يساعد على كبح المطالب لمزيد من الأنفاق و البقاء على المستويات الحالية تقريبا، لأن الخفض الجدي يقتضي استمرار الزخم مدة طويلة. ولقد أهملت، تقريبا، الآثار المحتملة لهذا التوجه على البلدان النامية و الناهضة.

يقلل النمو السريع التكاليف الاجتماعية والسياسية لخفض المديونية العامة . فهو يساعد على زيادة الإيرادات عبر النمو السريع للأرباح والضرائب عليها وعلى زيادات الدخل الشخصي خاصة في ظل الضرائب التصاعدية وانخفاض الحاجة للإعفاءات الضريبية ومن جهة أخرى تراجع اعانات البطالة و سواها. وأيضا تتخفض نسبة الدين الى الناتج المحلي الاجمالي مع تصاعد الأخير.

لقد اتجهت اليونان وربما بلدان أخرى الى خصخصة أصول القطاع العام وتوظيف الحصيلة لمعالجة المديونية ودور هذه القناة يعتمد على حجم الأصول العامة، وربما تجابه الخصخصة الموسعة معارضة عندما تتضمن تنصل الحكومة من التزامات اجتماعية اعتادت عليها فئات متضررة حاليا من البطالة و العسر المالي. ومن جهة آثار إجراءات الترخيص المالي على اقتصاد العالم يتركز الاهتمام على الولايات المتحدة الأمريكية واليابان. والأخيرة مثقلة بالدين العام على نحو لا ينسجم مع صورة الاقتصاد الناجح التي لا زالت مرسومة في أذهان الناس والمعززة باستمرار الفائض في الحساب الخارجي. وهي، أي اليابان، مثال على انفصام المركز المالي الحكومي عن وضع ميزان المدفوعات في حين لم يتخل التنميط الاقتصادي المتداول عن الربط بين توازن المالية العامة وميزان المدفوعات تأثرا بالتجربة الأمريكية بالدرجة الأولى.

في السنوات الأخيرة كانت اوضاع المالية العامة في البلدان النامية و الناهضة أفضل منها في البلدان المتقدمة. لقد كان فعل المثبت التلقائي Automatic Stabilizer واضحا في عموم البلدان النامية و الناهضة. وانتفعت تلك المجموعة مما يسمى فروقات اسعار الفائدة السلبية والتي تعني ان معدلات نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي أعلى من أسعار الفائدة الحقيقية بفارق كبير بحيث تكون نتيجة حاصل طرح معدل النمو من سعر الفائدة الحقيقي سالبة وهذه خاصية للبلدان النامية و الناهضة، لكنها لم تكن موجودة في العراق لعدة سنوات. وعلى سبيل المثال ( Escolano , P 24 ) كانت الفروقات بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدلات النمو الحقيقية سالبة في البلدان النامية بالمتوسط لفترة طويلة من الزمن بين 1966 و 2010 :

لكن البلدان النامية المثقلة بالدين او التي يتزايد دينها ستعاني عندما ترتفع اسعار الفائدة مع عودة السياسة النقدية الى الوضع الاعتيادي في البلدان المتقدمة وتتحسر مصادر التمويل الرخيص. و الدول العربية، غير النفطية، التي تأثرت بالاضطرابات السياسية تواجه مثل هذه الصعوبات التي صارت واضحة. ويقدم صندوق النقد الدولي نصائحه المعروفة لهذه البلدان ومنها خفض الإعانات لأسعار الطاقة وفرض ضرائب

على الاستهلاك وتوسيع القاعدة الضريبية، وينصح الدول النفطية أيضا بالتوجه نحو زيادة الإيرادات من المصادر الأخرى وتبني اطر للمالية العامة من أجل الاستدامة في الأمد البعيد. والملاحظ ان عجز الموازنة العامة في العالم قد تزايد بين سنة بداية ظهور الأزمة عام 2008 وعام 2012 وربما من المفيد استعراض بيانات العجز هذه لصلتها المعروفة بالسياسة النقدية:

تكشف بيانات الجدول (3) عن مسار المالية العامة بين السنة السابقة للأزمة وعام 2017 حيث تغير الميزان الأساس من فائض قليل بالمتوسط في الدول المتقدمة الى عجز يعادل 6.1% من الناتج المحلي، و 16.2% من الإيرادات عام 2010. والعجز الشامل لنفس السنة أكبر من العجز الأساس بفارق 1.5% من الناتج المحلي. والفرق بين العجز الشامل والأساس هو الفوائد المدفوعة على القروض مطروحا منها الفوائد المقبوضة، وتعادل صافي مدفوعات الفائدة 2.2% من صافي الدين الحكومي للدول المتقدمة.

وفي حين انخفض العجز المالي الشامل والأساس عام 2017 مقارنة بعام 2010 ، ويتقارب مع مستويات ما قبل الأزمة بيد ان مديونية الحكومة العامة، المركزية وحكومات الولايات والمستويات المحلية، إزدادت في الاجمالي والصافي (2هـ) بمقدار 36% و 56% على التوالي وهي زيادة كبيرة ترفع أعباء تدوير الدين، ولها أثر لا يستهان به في السوق المالية نظرا للثقل النسبي لأدوات الدين الحكومي في الأصول المالية المتداولة. والملاحظ من مؤشرات الجدول ان الإيرادات والنفقات الحكومية في الدول المتقدمة قد انخفضت قليلا، عما كانت عليه قبيل الأزمة، ويعبر هذا الخفض عن إتجاه عام عكسته التوقعات للسنوات اللاحقة نحو خفض الحجم المالي للحكومة العامة. وتختلف قليلا مجموعات الدول المتقدمة عن متوسطها العام في عجز او فائض الميزان المالي تبينه مؤشرات الجدول. كما ان مديونية الدول الصناعية السبع عالية، وفي بعضها ثقيلة بالفعل. وربما تتردد الحكومات كثيرا في مواجهة الأزمات المحتملة بنفس الأساليب التي اعتمدها في ازمة القروض العقارية خوفا من ضخامة المديونية على أداء المصارف والأسواق المالية ورصانة النظام الاقتصادي. ومع استمرار العجز ينمو حجم الدين وتبرز مهام ومخاطر تدوير الدين(3هـ) أكثر فأكثر.

في الدول متوسطة الدخل والناهضة إزداد العجز عام 2017 عن عام 2010 بينما كانت في وضع الفائض بالمتوسط عام 2006 ، وارتفعت المديونية لكنها بقيت ضمن النطاق المعتدل بالمتوسط . ورغم الترويج لضبط الحجم المالي الحكومي دون زيادة ، لكن العلاقة النمطية بين متوسط الناتج المحلي للفرد والأنفاق الحكومي نسبة الى الناتج المحلي تفيد عدم إمكانية كبح الميل للأنفاق العام.

اما الدول واطنة الدخل، وحسب بيانات الجدول، فقد انخفض الحجم المالي النسبي لحكوماتها، إيرادا وإنفاقا، بعد الأزمة عما كان عليه من قبل وعلى فرض صحة البيانات تعاني هذه الدول صعوبات تمويل للأنفاق العام معيقة للأنعاش الاقتصادي والنمو. وبعد انخفاض مديونيتها كثيرا في بيانات عام 2010 عادت للارتفاع عام 2017 لكنها لا تتجاوز 50% من الناتج المحلي الاجمالي.

تتغير الإيرادات والنفقات ، وبالتالي العجز والفائض، وأرصدة المديونية بفعل الدخل ، وعوامل أخرى، إذ تنمو القدرة على فرض الضرائب بأنواعها والرسوم ارتباطا بنمو الدخل والذي يعبر عنه الناتج المحلي وبمرونة نمو اعلى من الواحد الصحيح في الأمد البعيد. اما ارتباط الأنفاق الحكومي بالدخل فلأن الطلب على السلع والخدمات العامة هو عادة دالة بمستوى التطور الذي يعبر عنه متوسط الناتج المحلي للفرد

وبمرونة اعلى من الواحد الصحيح ، ومن جهة أخرى يتقيد الأنفاق بالايرادات مع قدرممكن من التفاوت بينهما وهو العجز والفائض ، وإمكانية هذا التفاوت هي الأساس النظري للقول بان الانفاق الحكومي مستقل Autonomous والأستقلال هنا لا يعني الأنفصام بل الحركة الذاتية ضمن مدى محدود في الأمد القصير والمتوسط ، أما في الأمد البعيد فيبقى الأيراد هو مصدر تمويل الأنفاق ، والايراد جزء من الدخل .

وتتأثر الايرادات والنفقات بالطابع الدوري للاقتصاد ولذلك يتغير الفائض والعجز بطور دورة الأعمال ، وهو ما عبرت عنه بيانات الجدول رقم ( ) فالفرق بين العجز، الشامل والأساسي، والمعدل Adjusted يبين اثر الدورة ولذلك يختلف عام 2006 عن عام 2010 لأن السنيتين في طورين مختلفين من اطوار الدورة.

في زمن الأنتعاش Boom ينخفض العجز ، بثبات أثر العوامل الأخرى، لأن البطالة تنخفض وتتقلص المدفوعات للعاطلين وشبكة الحماية الاجتماعية ، وفي نفس الوقت تعمل المنشآت الاقتصادية عند المستويات العليا لطاقتها الانتاجية فترتفع الأرباح والضرائب المستوفاة منها ، وكذلك الضرائب على الرواتب والأجور لانخفاض البطالة وتزداد ايضا الضرائب على الاستهلاك لزيادة مجموع الطلب ولو بدرجة ادنى من زيادة الضرائب على الدخل. اما في طور الفتر Recession أو الكساد Depression وهو حضيض الدورة فتنخفض الايرادات لانخفاض الدخل وتزداد النفقات استجابة لزيادة البطالة وما اليها ، ولذا يزداد العجز. ولهذا النمط الدوري، من جهة أخرى، دور عامل الاستقرار، المثبت أو الموازن، التلقائي Automatic stabilizer في نظام اقتصاد السوق. لأن الايرادات ترتفع عندما يتحرك الاقتصاد عبر طور الأنتعاش بوتيرة اعلى من زيادة الدخل ، بينما لا ينخفض الأنفاق في طور النزول ، وبذلك تحد الايرادات الحكومية من زيادة الطلب الكلي عند الأنتعاش وتحافظ النفقات الحكومية على مستوى من الطلب الكلي اعلى في زمن النزول.

وتعارف أكثر الباحثين في المالية العامة على التمييز بين الطابع الدوري Cyclical الذي تقدم أنفا والعوامل البنوية Structural في دراسة الفائض والعجز. والأخيرة تنصف بالدوام وهي عابرة للدورة وتفسر بمجموع خصائص الاقتصاد والتقاليد الراسخة في المالية العامة وأخرى تتصل بالمجتمع. وليست العوامل البنوية بمنأى عن التغير لكن تغيرها بطيئ ويعزى الى التحولات الكبرى والعميقة ومنها على سبيل المثال الأنجاز التصنيعي في دول شرق آسيا او الثورة التكنولوجية الرقمية في العقدين الأخيرين وما فعلته في سوق العمل وتوزيع الأرباح والثروات.

ولفهم العجز الحكومي في سياق الاقتصاد الكلي نشير الى ان الحكومة العامة هي جزء من القطاع العام Public Sector (4) ولذا ننتقل من عجز وفائض الحكومة ، ومديونيتها تبعا لذلك، الى عجز وفائض القطاع العام.

وتصنف جميع أنشطة الاقتصاد الوطني في قطاعين ، الخاص والعام، إزاء العالم الخارجي ، ولكل من القطاع الخاص والأجنبي وقطاع العالم الخارجي ميزان Balance. وينصب الأهتمام، هنا، على صافي النتيجة لكل من الموازين الثلاثة. والمقصود بصافي النتيجة حاصل طرح المدفوعات من المقبوضات، او التدفقات الخارجة من التدفقات الداخلة، او الاستخدامات من الموارد ، ويكون صافي النتيجة عجزا او فائضا. ويسمى صافي نتيجة الميزان فجوة Gap موجبة، فائض، وسالبة ، عجز، وبالتعريف دائما يكون

مجموع الفجوات الثلاث صفرا. وتتمثل فجوة القطاع الخارجي بصافي العمليات الجارية لميزان المدفوعات ، او الحساب الجاري Current Account (5هـ) ؛ وفجوة القطاع الخاص بالفرق بين الدخل الممكن التصرف به للقطاع الخاص من جهة والاستهلاك والاستثمار في النطاق الخاص من جهة أخرى، أما فجوة القطاع العام فهي المتعارف عليها ، الايرادات مطروحا منها النفقات.

ونستخدم مفردة الميزان بمعنى الفجوة ، حسب تعريفها آنفا، ولذا فإن:

ميزان القطاع الخاص + ميزان القطاع العام = ميزان القطاع الخارجي

الجدول رقم (3)

المتغيرات الرئيسية في المالية العامة لدول العالم % من الناتج المحلي الاجمالي

السنة	الميزان		الميزان المعدل لإزالة أثر الدورة		الإيراد	الأنفاق	الدين	
	الأساس	الشامل	الأساس	الشامل			الاجمالي	الصافي
2006	0.3	1.4-	2.1-	0.5-	37.7	39.1	76.9	48.2
2010	6.1-	7.6-	6.6-	5.1-	34.9	42.5	98.2	69.5
2017	0.2-	2.1-	2.3-	1.0-	36.4	38.5	104.6	75.4
2010	3.7-	6.2-	5.1-	2.6-	44.3	50.5	84.6	66.0
2017	0.81	1.0-	0.9-	0.9	46.1	47.0	86.8	70.9
2010	6.9-	8.7-	7.5-	5.7-	34.2	42.8	111.6	79.9
2017	1.3-	2.8-	2.9-	1.4-	36.0	38.8	117.6	86.2
2010	6.6-	8.2-	7.1-	5.5-	33.7	41.9	105.9	75.6
2017	1.2-	2.6-	2.7-	1.3-	35.5	38.0	112.0	81.0
2006	2.9	0.4	0.7-	1.9	27.3	26.9	36.9	30.5
2010	0.4-	2.1-	2.8-	0.9-	27.7	29.8	38.3	25.9
2017	2.4-	4.3-	4.0-	1.9-	27.0	31.3	48.5	35.6
2017	2.5-	4.1-	4.1-	2.5-	25.5	29.6	49.4	
2017	0.8-	0.2	1.9-	0.8-	33.8	35.7	30.2	30.1
2017	1.5-	5.6-	4.8-	0.6-	27.9	33.4	62.6	43.0
2017	5.4-	5.7-	9.3-	4.7-	25.6	31.3	40.0	28.9
2017	2.4-	4.4-	4.2-	2.1-	27.2	31.7	49.0	35.0
2006	3.6	2.4			26.5	24.1	49.6	33.6
2010	2.0-	2.9-			17.0	20.0	29.9	
2017	2.6-	4.2-			14.9	19.1	43.7	

مصدر البيانات: ( 104 - 83 PP، 2 ) ، ( Statistical Appendix ، Tables 1-11 ) ، (3).

فلو كان فائض الميزان الخاص يغطي بالضبط عجز القطاع العام فالنتيجة هي التوازن الخارجي بدلالة الحساب الجاري. وبتعبير أشمل إن كان فائض أحد القطاعين يكفي بالضبط لتغطية عجز القطاع الآخر فالنتيجة هي التوازن الخارجي، وبلغة أبسط ان كانت حصيلة الميزانين صفرا فهو التوازن الداخلي والخارجي معا. وإن كانت حصيلة الميزانين سالبة او موجبة فالعجز او الفائض الداخلي يقابله بنفس المقدار عجز او فائض خارجي.

وبمفردات الحسابات القومية يختصر التعبير عن الميزان الداخلي بالفرق بين الادخار والاستثمار ويعني العجز الداخلي ان الاستثمار أكبر من الادخار والعكس هو الفائض. ويمكن القول بأن الفجوة الخارجية تساوي فجوة الادخار - الاستثمار او إختصارا فجوة الادخار. ولو بينت التقديرات ان القطاع الخاص في حالة توازن أو فائض وفي نفس الوقت كان القطاع الخارجي في حالة عجز، فالقطاع العام هو مصدر العجز الخارجي عندئذ ، ولذلك تشدد سياسات صندوق النقد الدولي على الضبط المالي الحكومي. والمقصود تقليص الأنفاق وزيادة الأيراد، لإعادة التوازن الخارجي في الدول النامية التي يعمل اقتصادها مع عجز في ميزان المدفوعات يقتضي تمويلا خارجيا بمساعدات او قروض من حكومات الدول الأخرى او إصدار سندات دين يشترئها الأجانب. وثمة تفسير آخر لسياسة ميزان المدفوعات عبر الأنفاق الحكومي وهو ان نقيصة الأنفاق الحكومي لها آثار مضاعفة في إنفاص الطلب الكلي وينخفض العرض الكلي ، لأن الطلب يحدد العرض، وبذلك ينخفض الدخل والطلب على المستوردات لأنه دالة في الدخل ، ويكفي القول ان انخفاض الطلب الكلي هو انخفاض الطلب على مختلف السلع والخدمات ومنها المستوردة. وتسمى السياسة التي تؤسس على هذه الفرضيات لمعالجة عجز ميزان المدفوعات مقاربة او منهج الاستيعاب .Absorption Approach

### المديونية وسعر الفائدة والنمو الاقتصادي

يتصل هذا المبحث الفرعي مباشرة بمقاييس استدامة الدين العام، ونلاحظ ان المديونية التي يبينها الجدول هي للحكومة العامة وهذه تختلف عن دين القطاع العام تبعا لحجم قطاع الأعمال، المالية وغير المالية، التابع للدولة والوضع المالي للبنك المركزي.

ولاستكمال الصورة الكمية لوضع المالية العامة في العالم نعرض في الجدول (4) ادناه مؤشرات تحليلية عن المديونية من بيانات تقرير صندوق النقد الدولي (2)، لنلاحظ ان متوسط مدة الدين في الدول المتقدمة 7 سنوات بمعنى الأسهم الكبير للسندات، الأمد البعيد، دون الحوالات، الأمد القصير، في تمويل عجز الحكومات. وفي ايطاليا مدة الدين قريبة من المتوسط 6.7 سنة وفي اليابان 8 سنوات وهما الدولتان الأعلى مديونية ضمن السبع الكبار وعموم الدول المتقدمة. كما ان متوسط مدة الدين في الدول متوسطة الدخل والناهضة تماثل الدول المتقدمة، بينما في مصر وهي مثال للدول المثقلة بالدين من هذه المجموعة تنخفض الى ثلاث سنوات ما يعبر عن إسهم الأدوات قصيرة الأجل في تمويل العجز. اما في الدول الفقيرة فتنحفظ على بياناتها، وإن صحت فتركز ديونها في الأمد القصير رغم ان مدة الدين لا تنسجم مع مؤشر نسبة الدين الى المدة ما يدعو الى تأكيد التحفظ. مؤشر الدين الى متوسط المدة يعني ان الدولة المتقدمة بالمتوسط تحتاج 15.9 % من الناتج المحلي سنويا، إضافة على مدفوعات الفائدة، لو ارادت إطفاء هذه الديون دون

تدويرها، وفي اليابان 29.7% من الناتج المحلي، وهي مقادير ضخمة ولذلك تلجأ الدول الى التدوير. وفي الدول متوسطة الدخل والناهضة كانت المقادير أقل لأن المديونية منخفضة مقارنة مع فئة الدول المتقدمة، لكنها في مصر، على سبيل المثال، مرتفعة لثقل الدين وللأهمية العالية للتمويل قصير الأمد، ولذلك تكون حاجتها للتدوير أشد مع الحذر من مخاطره.

والمصادر الأجنبية للدين الحكومي حوالي الثلث في الدول المتقدمة بالمتوسط ، بينما إسهام الأجانب لا يتعدى 11% من الدين الحكومي الإيطالي، وحوالي 16% في اليابان. وفي الدول متوسطة الدخل والناهضة يسهم الأجانب بحوالي 16% من الدين الحكومي و13% في ديون أعضاء مجموعة العشرين من هذه الفئة ، وفي مصر ايضا كان التمويل الأجنبي للدين محدودا ما يساعدها أكثر في إدارة مديونيتها بما فيها إعادة تدوير الدين الأجنبي. وعلى مستوى الدول ثمة تفاوت كبير تخفيه تلك المتوسطات التي لا تخلو من دلالة على خصائص الأداء المالي العام في العالم، وعادة ما تستخدم لتقييم الوضع المالي للدولة ضمن المجموعة الكبيرة التي تنتمي إليها.

يعبر الفرق بين سعر الفائدة ومعدل نمو الناتج المحلي عن كلفة الدين على الاقتصاد الوطني، وهو سعر الفائدة الحقيقي مطروحا منه معدل النمو الحقيقي المتوقع، ولايضاح أهمية هذه العلاقة نفترض ان الدين يبقى كما هو بقيمته الاسمية وتستمر الحكومة بدفع الفوائد عنه فإن نسبة الدين الى الناتج المحلي سوف تنخفض مع الفرق السالب وترتفع مع الفرق الموجب. ولذلك يعد من معايير إستدامة الدين الحكومي ، فضلا عن ان مدفوعات الفائدة الى الناتج المحلي سوف تتناقص ايضا، وعندما يضاف فرق الايرادات الحكومية الى الناتج بتناسب ثابت او متزايد ستنخفض ايضا مدفوعات الفائدة نسبة الى الايرادات وتتعرض فرص الاستدامة. وبتعبير آخر حجم الاقتصاد الوطني في المستقبل يعتمد على معدل نموه والحجم الحقيقي للدين يعتمد على سعر الفائدة الحقيقي. وسعر الفائدة الحقيقي هو في نفس الوقت سعر خصم لتحويل القيم المستقبلية الى الزمن الحاضر.

والمهم ان فرق سعر الفائدة الحقيقي عن معدل النمو يرتبط سلبا بشروط استدامة المديونية، كما تقدم، وقد ينعكس في خفض النمو ايضا فيفاقم المشكلة. ولو كان سعر الفائدة الحقيقي يتعين بالقطاع انتاج السلع والخدمات ويساوي معدل العائد الحقيقي على راس المال، و يرتبط الأخير بالنمو الاقتصادي ارتباطا مستقرا ، لبقى الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل النمو الاقتصادي أقرب الى الثبات او التذبذب حول الصفر. بيد ان البيانات الفعلية تؤكد تغير واسع النطاق في الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج. وسعر الفائدة الاسمي او النقدي لا يتعدى الحقيقي بإضافة التضخم.

مؤشرات نسبة الدين الى: الناتج المحلي الاجمالي، والايرادات الحكومية السنوية، والصادرات في حالة الديون الأجنبية؛ وذلك إضافة على الأهتمام بنسبة ديون الأمد القصير الى مجموع الديون، تتظافر جميعها مع عمق القطاع المالي والأمن السياسي في تقييم الجدارة الائتمانية السيادية. ويؤثر هذا التقييم كثيرا في اسعار الفائدة على الاقتراض الحكومي الجديد لأن التقييم هو في نفس الوقت تقدير لهامش المخاطرة.

ومما له صلة مع عودة البنوك المركزية الى الوضع الاعتيادي بمغادرة التيسير النقدي تدريجيا نحو التشدد تبدأ صعوبات خدمة الدين في الدول المثقلة بالمديونية ما قد يعود بالإرباك على قطاع المال ذاته عندما تتعثر

بعض الدول في إدارة مديونيتها السيادية. كما ان النكوص عن العولمة والتوجه نحو الحمائية والنزاعات التجارية ربما تكون من بين عوامل خفض النمو الاقتصادي. وعادة ما يرتفع العجز المحتمل في مثل هذه البيئة الاقتصادية الدولية ومن المحتمل ايضا، بالنتيجة ارتفاع المديونية والتي هي اصلا عالية في الدول المتقدمة. وثمة قناعة على نطاق واسع بأهمية الأهتمام بالطلب الكلي ما يستدعي بعض التوسع المالي وفق منطق معاكسة الدورة إزاء توقع انخفاض النمو. ومن المستبعد بقاء اسعار الوقود وبقية السلع الأولية دون انخفاض إذا ما تراجع النمو نحو فتور، او ركود، جديد ، ما يشير الى المخاطر المتعارف عليها في الدول ذات الاعتماد الكبير على صادرات الموارد الطبيعية ومن دول النفط بما فيها العراق. والتي تفتقر الى مصدات Buffer من فوائض راكمتها تضطر لتعليق سقف مديونيتها رغم التشاؤم السياسي والاجتماعي من ثقل المديونية.

#### الجدول رقم (4)

##### متوسطات مؤشرات الدين الحكومي

واطنة الدخل	الناهضة ومتوسطة الدخل			المتقدمة				المؤشرات والمجموعات	
	مصر	مجموعة العشرين	المتوسط	اليابان	ايطاليا	مجموعة العشرين	السبع الكبار		المتوسط
1.2	3.0	7.0	6.9	8.0	6.7	6.9	6.9	7.0	متوسط مدة الدين سنة عام 2019
2.6	29.1	8.1	9.1	29.7	19.9	17.1	17.9	15.9	الدين الى متوسط المدة % من الناتج المحلي عام 2019
6.1-	5.9-	3.6-	3.7-	0.7-	1.1	1.0-	1.0-	1.1-	الفرق بين سعر الفائدة ومعدل النمو متوقع للسنوات 2024-2019
19.4	20.4	13.3	16.3	10.6	30.5	31.4	31.7	33.8	نسبة الحياسة الأجنبية للدين % عام 2018

مصدر البيانات: ( 107 - 105 PP 2 ) ، و WDI.

يعرض الشكل (2) تطور الفرق بسن سعر الفائدة الحقيقي للإقراض Real Lending Rate ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي للولايات المتحدة الأمريكية واليابان، الأولى هي الأعلى تقديما بين الدول الاقتصادية الكبرى والثانية معروفة بلحاقها السريع بعد الحرب العالمية الثانية، ويتصف قطاع المال في الأولى بالميل نحو الأسواق وفي الثانية نحو المصارف. وفي الأولى متوسط الاستثمار الحقيقي الى الناتج المحلي معتدلا

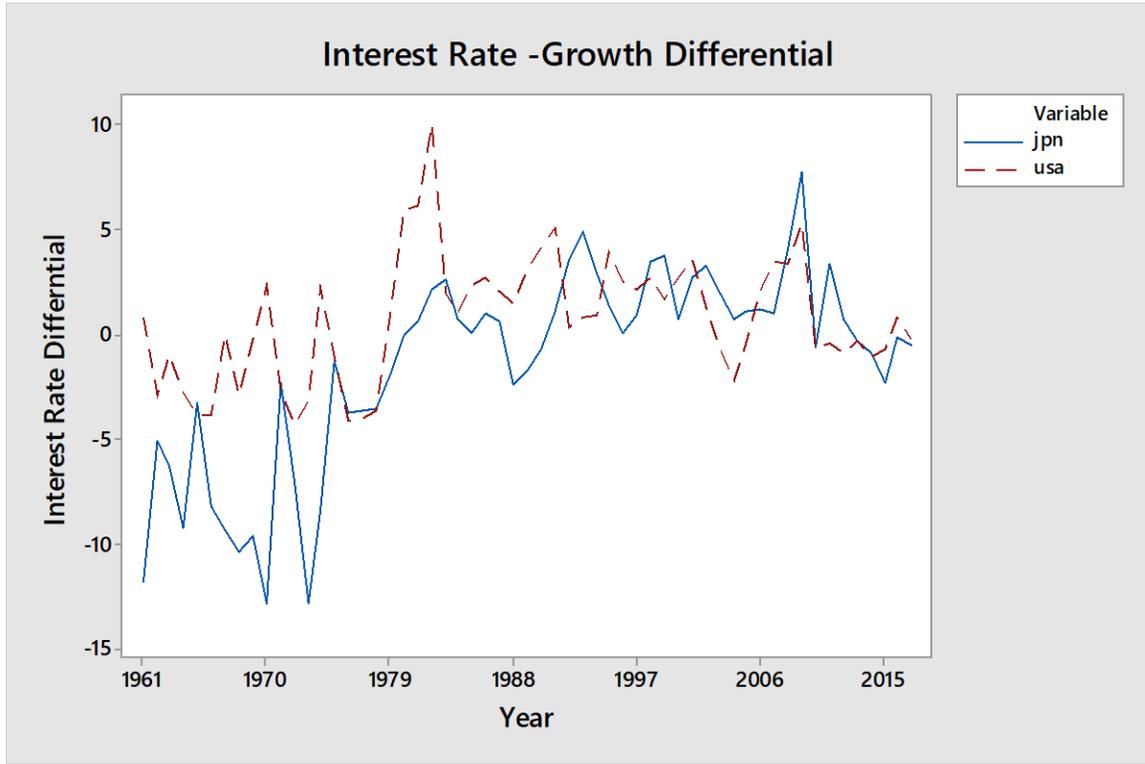
واحيانا دون المستوى السائد في الدول المتقدمة، بينما تميزت الثانية بالمعدلات العالية للأستثمار قياسا بالدول المتقدمة والمتوسطات العالمية.

سعر الفائدة الحقيقي، هنا، ليس على سندات الدين الحكومي لكنه متوسط سعر الفائدة على القروض بصفة عامة، ونفترض ان السعيرين يتناسبان. والمهم ملاحظة كيف ان الفرق بين سعر الفائدة ومعدل النمو الاقتصادي كان ادنى بكثير من نظيره في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة الذهبية للنمو قبل عام 1974 ، بينا أقتربت اليابان من المستوى الأمريكي للفرق بين المتغيرين مع تباطؤ نموها.

## الشكل رقم (2)

الفرق بين سعر الفائدة الحقيقية للإقراض ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي

في الولايات المتحدة واليابان للسنوات 1961-2017



المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من موقع البنك الدولي WDI .

ملاحظة: المحور العمودي الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي ومعدل نمو الناتج المحلي؛ usa الولايات المتحدة الأمريكية ، jpn اليابان.

ان العلاقة بين الدين الحكومي والتضخم وسعر الفائدة صارت، كما سلف، مكونا اساسيا في الاقتصاد النقدي والمحور الرئيس في السياسة النقدية. لذا نعرض نتائج التحليل لتلك العلاقة في تجربة المملكة المتحدة من البيانات الشهرية على فرض تخلف الأستجابة ثلاثة أشهر:

- سعر فائدة البنك المركزي له تأثير ضعيف في سعر فائدة حوالات الخزانة بمستوى دلالة 0.10 ؛ وله تأثير في التضخم بمستوى دلالة 0.06 .

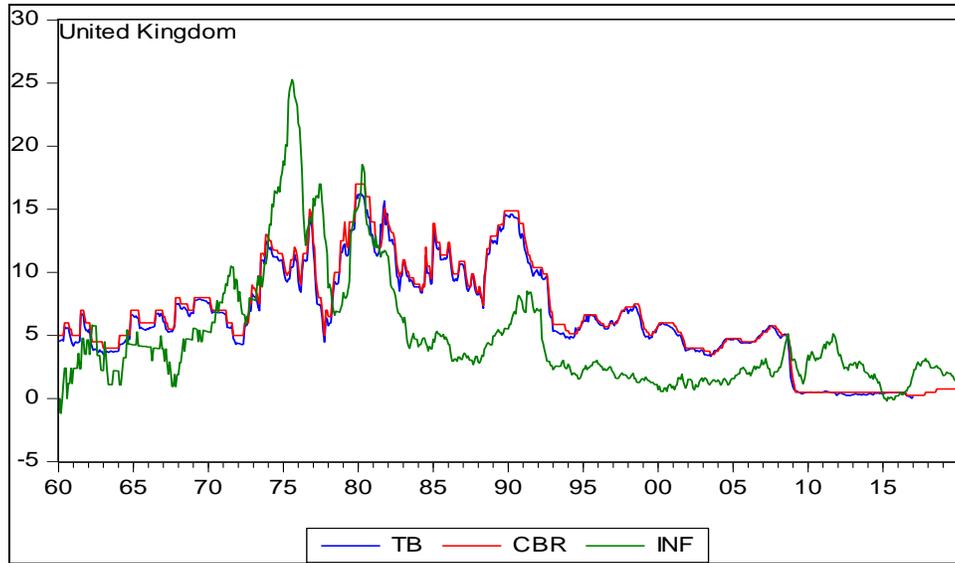
- سعر فائدة حوالات الخزانة يؤثر بقوة على سعر فائدة البنك المركزي بمستوى دلالة 0.000 ؛ وله تأثير يعتد به على التضخم بمستوى دلالة 0.018 .

- التضخم لم يظهر له تأثير يعتد به على سعر فائدة البنك المركزي ؛ ولا على سعر فائدة حوالات الخزانة. وللتأكد من استقرار إختبار السببية زدنا التخلف الى 6 فترات وجاءت النتائج منسجمة مع التجربة السابقة إذ ظهر لسعر فائدة البنك المركزي أثر واضح في سعر فائدة حوالات الخزانة بمستوى دلالة 0.003. وايضا تبينت فاعليته في التضخم بمستوى دلالة 0.006 . اما سعر فائدة حوالات الخزانة فتأكد فعلها في أسعار فائدة البنك المركزي كما في التجربة السابقة؛ وفي التضخم بمستوى دلالة 0.005. والتضخم ليس له تأثير معنوي بأسعار الفائدة. ثم زدنا فترات التخلف الى 12 فترة، وجاءت النتائج تؤكد نمط السببية أنفا وإعتمادية أعلى لتأثير اسعار الفائدة في بعضها والتضخم. وعند زيادة التخلف الى 24 ثم 36 وبعدهما الى 48 ظهرت فاعلية للتضخم في أسعار الفائدة باعتمادية إحصائية عالية ومستوى دلالة دون 0.01.

### الشكل رقم (3)

سعر فائدة حوالات الخزانة وسعر فائدة البنك المركزي والتضخم في المملكة المتحدة

كانون الثاني ، يناير 1960 - كانون الأول ، ديسمبر ، 2019



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من FRED.

في الأمد البعيد تتفاعل اسعار فائدة البنك المركزي وحوالات الخزانة والتضخم بسببية متبادلة. ودون سنتين يكون تأثير أسعار الفائدة في التضخم واضحا والعكس لا تؤيده إختبارات السببية. اسعار فائدة حوالات

الخرزاة اقوى تاثيرا في اسعار فائدة البنك المركزي والتضخم في الثلاثة اشهر الأولى. ولن السياسة النقدية تركّز غالبا على الأمد القصير يكون لهذه النتائج أهمية. وفي الأمد البعيد لم تظهر دلائل كافية، في تجربة بريطانيا، تدعم النظرية المالية للمستوى العام للأسعار ومضمونها خفض عبء الالدين العام بسياسة تؤثر في سعر الفائدة النقدي والتضخم معا ( الباحث: نظرية الدين الحكومي ، موقع البنك المركزي العراقي ، 2020).

ولا تتدخل نتائج هذا التحليل والمشار إليه في الأهمية الحاسمة لدور البنك المركزي في تيسير تدوير الدين العام. ولا يمكن التقليل من فاعلية تدابير البنك المركزي في ضمان استدامة الدين الحكومي والموازنة العامة

## أزمة الديون السيادية وقطاع المصارف

### خلفية الأزمة

الحكومات تقترض عادة من الداخل والخارج ، بعملتها المحلية و عملات أجنبية ، وأصبح الدين السيادي ظاهرة مالية على مستوى العالم. وتشكل أوراق الدين الحكومي مكونا مهما من مجموع الأصول في الأسواق المالية، وهي قوام عمليات السوق المفتوحة التي تزاو لها البنوك المركزية لأداره السيولة والتأثير على أسعار الفائدة. والمشكلات المرتبطة بالديون السيادية متكررة أيضا تعانيها الدول المدينة مثلما تنشغل بها الجهات الدائنة. وتبدأ أزمة الدين السيادي حينما تهتز ثقة الأسواق بقدرة الدولة المعنية على الوفاء بالتزاماتها، وتقاس شدة الأزمة بمدى ارتفاع اسعار الفائدة على قروضها الجديدة او بالفرق Spread بين سعر الفائدة على ورقة الدين العام في دولة الأزمة والعائد على الدين الحكومي المرجعي Benchmark وهو الدين الألماني في حالة اوروبا مثلا. ومما يفاقم الأزمة الحجم الكبير للديون قصيرة او متوسطة الأجل نسبة إلى الإيرادات الحكومية الاعتيادية والصعود الحاد في اسعار الفائدة كما حصل لليونان عام 2010. ويتلخص مصطلح الفشل السيادي Sovereign Default بعدم تسديد الحكومة للدين كلا أو جزءا. أما الإفلاس السيادي Sovereign Insolvency وعلى الرغم من استخدام هذا المفهوم في أدبيات المديونية العامة فهو لا يتعدى في معناه إعلان الدولة لعدم قدرتها على تسديد الديون كما هي موثقة بما في ذلك الفوائد المترتبة عليها ما يفيد طلب إعادة الهيكلة لتخفيف عبئ المديونية بتدابير يتفق عليها ومنها: خفض الدين ؛ الإعفاء من فوائد متراكمة؛ إعادة تقسيط المتبقي . و الإفلاس بهذا المعنى شهدته العديد من الدول في القرن الماضي وما مضى من القرن الحالي. وكثيرة وقائع الفشل السيادي التي توصف بالإفلاس بين نهاية القرن الثامن عشر والحرب العالمية الثانية في الدول التي تصنف متقدمة في زماننا هذا وشهدتها إمبراطورية النمسا وهنغاريا ، وفرنسا والسويد والدانمارك وهولندا ورومانيا وبريطانيا وغيرها. وعلى سبيل المثال جربت إسبانيا عشر حالات فشل في تسديد الديون بين مطلع القرن التاسع عشر وعام 1939 وبريطانيا عام 1932 وأربع حالات في القرن التاسع عشر. والمانيا عام 1932 عندما رفضت تسديد غرامات الحرب العالمية الأولى. وفي المكسيك عام 1982 عندما اعلن وزير المالية عدم قدرة الحكومة على تسديد ديونها الخارجية نظرا للارتفاع الحاد في أسعار الفائدة منذ عام 1979. وفي عام 1998 اعلنت روسيا التوقف عن تسديد الديون على أثر الانخفاض في أسعار النفط . والأرجنتين عام 2001 وسط أزمة حادة أعلنت حكومتها انها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها. وفي عام 2012 كانت اليونان قد عجزت أمام

تصاعد أسعار الفائدة على القروض الجديدة وأرغمت على قبول شروط صندوق النقد الدولي والاتحاد الأوروبي لمعاونتها في تخفيف عبئ الدين. وأغلب دول العالم في تاريخها الحديث سلسلة من الفشل في الوفاء بالتزامات المديونية. وفي القرن التاسع عشر كانت المديونية ذريعة بيد القوى الاستعمارية لاحتلال الدول الأضعف. ولم يعد ممكنا في عرف الوقت الحاضر تعريض دولة للاحتلال بسبب الديون. وعادة لا تحتجز الحكومات الدائنة، قضائيا، على أموال حكومات الدول المدينة منذ مدة طويلة. لكن الدائن من القطاع الخاص يستطيع بصعوبة ولا ينجح في احتجاز أموال تعرف بأنها سيادية للدولة المدينة إنما يحاول إضفاء الصفة التجارية عليها كي يحتجزها. أي أن الصفة السيادية تقدم ، في السنين الأخيرة ، حصانة لأموال الحكومات في الخارج. أما الديون الداخلية فلا يجوز وصف الدولة بالإفلاس من أجلها طالما هي مستقلة تقديرا.

ومن الصعب تعريف الإفلاس السيادي اجرائيا، بل يمكن مقارنته من زاوية أخرى عندما يتجاوز عبئ الدين، فعلا، قدرة البلد على السداد. أي سداد الدين مع الحفاظ على الاستقرار السياسي والاجتماعي، وبخلاف ذلك لا نستطيع الوصول الى معيار لتعذر محاكاة الدولة بمؤسسة تعرف بميزانيتها العمومية وعندما تتجاوز المطلوبات للغير قيمة الموجودات بفارق لا يمكن استمرار العمل مع ذلك الحال و تعد تلك المؤسسة مفلسة ويضطر الدائنون الى قبول قاعدة قسمة الغرماء. أما خفض المديونية الخارجية للدول بنسبة كبيرة فيستبطن الإقرار بعدم القدرة على السداد بالمعنى المالي والسياسي - الاجتماعي كما حصل للعراق عند إعادة هيكلة مديونيته على أساس خفضها بنسبة 80 بالمائة، وهنا يتصرف الدائنون بمقتضى مسؤولياتهم العرفية تجاه الاستقرار الدولي. ومفهوم الفشل السيادي أو الإفلاس الذي يقود إلى إعادة الهيكلة و الخفض يستند عادة إلى دراسة تسمى تحليل استدامة المديونية **Debt Sustainability Analysis** وقوامها إعداد منظومة حسابات تقديرية : للنتائج المحلي الاجمالي ومكونات الأنفاق القومي بالتزامن مع فرضيات حول الاستثمار والنمو والفجوة بين الادخار والاستثمار ؛ والايادات والنفقات الحكومية للنظر فيما يمكن تخصيصه من النفقات لسداد الديون و/ أو تقدير التمويل الإضافي المطلوب؛ وميزان المدفوعات لحساب الفائض الممكن ان يتجه لسداد المديونية الخارجية وهو المهم في الموضوع. ونتيجة لتلك الحسابات المستقبلية يصار إلى استنتاج ما يستطيع البلد إنقاذه من إيرادات الموازنة العامة بالاقتران مع فائض في ميزان المدفوعات لسداد دين خارجي، ويصبح واضحا ما لا يستطيع البلد سداده نسبة إلى مجموع الدين، والذي يتقرر الخفض في ضوءه بعد التفاوض مع مجموعات الدائنين: وهم ثلاثة أصناف : الدول اعضاء نادي باريس ، الدول من غير الأعضاء في نادي باريس ، الدائنون من القطاع الخاص والتي تسمى ديونهم تجارية **Commercial** ، وصنف آخر للمؤسسات متعددة الأطراف ومنها صندوق النقد الدولي والبنك الدولي والمؤسسات المالية الإقليمية...وما إليها. وعادة ما تصبح قواعد الاتفاق مع نادي باريس معايير تحكم المفاوضات مع الدول الأخرى والدائنين التجاريين. وهذه الإجراءات للتعامل مع الفشل السيادي للدول النامية والناهضة. أما تدابير تخفيف عبئ المديونية السيادية للدول الأوروبية في الأزمنة الأخيرة فهذه تخضع لاعتبارات واتفاقات حصرا لهذه المشكلة بين الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي ليس بعيدا عنها ، كما سيتضح.

## التنظيم الأوروبي في مسببات الأزمة وإدارتها

لقد بقيت الوحدة النقدية في نظام اليورو بدون وحدة مالية وتعتمد الدول أنظمة مختلفة للضرائب والرواتب والتقاعد وحتى في وظائف وزارة الخزانة بين دولة وأخرى. وبالتالي يمكن القول ان البلدان الأقل ضبطا لموازنتها تستفيد من الانضباط المالي الذي تزاوله دول أخرى. وايضا عندما فقدت دول المنظومة استقلالها النقدي لم يعد بإمكان أي منها تنقيد الدين بالاقتراض من البنك المركزي أو شراء الأخير لديونها في السوق لسداد ألدائنين وخفض تقديراتهم للمخاطر. إذ يؤدي التوسع النقدي عبر زيادة الائتمان المحلي ضمن موجودات البنك المركزي الى خفض قيمة العملة الوطنية وهذا يساعد على زيادة صادراتها وربما النمو والتشغيل وفي ذات الوقت يتكبد الدائنون بالعملة الوطنية خسائر والذي يعني تخفيف عبء الدين مقاسا بالعملة الأجنبية وهو إسهام آخر في تحسين ميزان المدفوعات. وربما عندما تخرج اليونان ودولة أو دول أخرى من نظام العملة الموحدة تستخدم مزايا الاستقلال النقدي تلك لبعض الوقت .

القرار لا يتخذ بسهولة في منظومة اليورو ولذلك يأتي التدخل متأخرا ومتريدا. وهذه الصعوبة مرتبطة بشرط الاجماع والذي يتأخر التوصل اليه أو لا يحصل، في حين تحتاج مواجهة الأزمات إلى جراءة وحسم. ثم ان البنك المركزي الأوروبي يهتم بالسيطرة على التضخم في المقام الأول ويسمى صاحب الولاية الواحدة وليس مثل الاحتياطي الفدرالي الأمريكي ذي الولاية المزدوجة : التوظيف والنمو الى جانب السيطرة على التضخم. وعندما انخفض سعر صرف اليورو مرة أخرى في حزيران من عام 2012 تناقلت التقارير تحويل الأموال من منظومة اليورو الى خارجها ولذلك أصبح التوجه قويا نحو نظام شامل لحماية الودائع المصرفية لاطمنان المدخرين . وربما من المفيد مراجعة سياق ظهور أزمة المديونية السيادية في أوروبا بالعلاقة مع فهم اليات عمل النظام النقدي الموحد. حيث يتألف نظام النقد الأوروبي من البنوك الوطنية المركزية في منطقة اليورو والبنك المركزي الأوروبي. فعندما تستورد اليونان من ألمانيا يحرق المستورد صكا الى الشركة من حسابه في المصرف الذي يتعامل معه وبذلك تنتقل الارصدة من مصرف تجاري في اليونان الى مصرف تجاري في ألمانيا يتعامل معه المصرف اليوناني وهذه العملية في النهاية تتم عبر تحويل مبالغ من البنك الوطني اليوناني الى البنك الاتحادي الألماني وتنجز بتحريك حسابها في البنك المركزي الأوروبي فيصبح البنك الوطني الألماني دائنا والبنك الوطني اليوناني مدينا. قبل الأزمة كانت التدفقات الخارجية لليونان وايرلندا والبرتغال واسبانيا في حالة توازن تقريبا مع عجز في ميزان السلع والخدمات يغطي بتدفقات إضافية من الاستثمار الأجنبي الى تلك البلدان . ولكن بعد ذلك، وعند بروز الأزمة ، اخذ المستثمرون الاجانب تسييل ديونهم وليس الإضافة الى الاستثمارات وبالنتيجة أصبحت البنوك الوطنية (المركزية) لتلك البلدان مدينة لنظام اليورو بمبالغ تراكمت ووصلت 311 مليار يورو في الفصل الأول من عام 2011. ان الخطر الذي يواجه نظام اليورو في عدم التوازن عبر الحدود يعتمد على نوعية الضمانات في عمليات إعادة التمويل، وانخفاض قيمة الضمانات حسب أسعار السوق له تبعات تتجاوز الدائن إلى النظام بأكمله. ان رفع أسعار الفائدة في البلدان المحيطة لاستقطاب استثمارات تمويل العجز يؤثر في خفض النشاط الاقتصادي لتلك البلدان ايضا .

يعد التكامل المالي في أوروبا ضروري لدعم التوجه الجديد في قطاع المصارف والذي يقوم على وحدة الرقابة والضوابط Regulation مثلما أن التنظيم الموحد للمالية العامة مطلوب لضمان عمل نظام

الوحدة النقدية. وكانت قد طرحت مبادرة لتغيير الاتفاقيات التي قام عليها الاتحاد الأوروبي ووافقت ستة وعشرين دولة وعارضت بريطانيا التغيير رغبة منها في الاحتفاظ بقدر أكبر من السيادة والاستقلال. ومن جملة ما تتضمنه التغييرات المقترحة فرض ضرائب على الصفقات المالية وترى بريطانيا أنها تضعف الاقتصاد البريطاني الذي يعتمد كثيرا على الخدمات المالية وربما كان السبب السياسي هو الأقوى، كما تقدم وراء رفض بريطانيا للتغيير. وتهتم المنظومة بالرقابة على المصارف وتوحيدها بما يؤمن دورا واضحا للبنك المركزي الأوروبي في تلك الرقابة وهي المبادرة التي أطلق عليها وحدة المصارف وكأنها النظر المصرفي للوحدة النقدية. ولكن إذا لم تتوج هذه الإجراءات بالاتفاق على ضوابط تنظيم المالية العامة تبقى الموازنات العامة سببا لعدم الانسجام. و تعاني منظومة اليورو ومشكلات تفاوت التطور الاقتصادي بين دولها وبالتالي الضغوط الاجتماعية والسياسية التي تواجهها الحكومات للانسجام مع متطلبات التوحيد النقدي. ان وحدة السوق المالية في منظومة اليورو ووحدة العملة وفرتا تمويلا سهلا لتوسع البلدان الأقل تطورا بالاتفاق الذي من الصعب استدامته الآن في ظل الأزمة دون إعادة توزيع أعبائه على الجزء المتقدم من أوربا .

ويراد للتوجه الجديد، حسب المعلن، ان يستند الى قواعد صارمة يلتزم بها في مقابل التعاون والمشاركة في مواجهة المخاطر. ويطلق على هذه المبادرة عهد المالية العامة Fiscal covenant . لقد أقر المجلس الأوروبي استحداث آلية دائمة للإنفاذ، تتجاوز الترتيبات الموقته التي لجأ إليها سابقا، لعزل الأزمة في أي بلد ومعالجتها قبل الانتشار. وفي مطلع عام 2011 جرى الاتفاق على تدابير وأدلة عمل تساعد على منع تجاوز العجز وحجم الدين المسموح بهما . وعند نهاية تلك السنة ذهبت فرنسا وألمانيا وبلدان اصغر نحو الوحدة المالية لمنطقة اليورو وهذا التعبير يعني التزام قواعد صارمة لإدارة المالية العامة للدول الأعضاء. وقد حصلت الموافقة على الاتفاقية الجديدة من جميع الدول الأعضاء في منطقة اليورو وستة دول من الاتحاد الأوروبي خارج منطقة اليورو. وعندما تصادق اثني عشرة دولة عليها تدخل حيز التنفيذ والتي تسري من بداية تموز 2013 كما كان مقررا في حينه .

وتواجه الحكومات مهمات التنسيق بين خفض المديونية وإجراءات تقليص حجم القطاع العام بالخصخصة وتسريح العاملين الذي يفاقم البطالة، والمطلوب بإلحاح إدارة الأزمة بطريقة تنفادي الانهيار الاجتماعي والسياسي . وليس لدى البنك الدولي وصفة يقدمها الى جانب ما التزمته الدول بل يعزز السياسات المعتمدة بإعادة التوصية بها أو تشديدها، كما يعتقد، ويؤيد حقن المصارف برؤوس أموال إضافية ومن الحكومات ولتكون شريكه بالملكية ايضا. وتلك لا بد منها لكسر الحلقة المفرغة بين المصارف والمديونية السيادية : المصارف دائنة للحكومات وفي نفس الوقت تحتاج دعمها والحكومات الأوربية المثقلة بالدين تتطلع الى إعادة تدوير ديونها. وفي نفس الوقت تتحمل دول المركز في نظام اليورو عبء الأزمة لإنقاذ المصارف والحكومات المثقلة بالدين. وتبنى تقرير آفاق اقتصاد العالم، تشرين الأول /2012 مقترحا لتبويب المصارف في صنفين مجموعة تدعم برأسمال كافي والاخرى تترك لقدرها.

وتتخوف دوائر القرار المالي ، في الوقت الحالي، من النتائج السلبية لزيادة الضريبة أو خفض الإنفاق. خاصة وقد كان لخفض الإنفاق الحكومي آثارا مضاعفة بالاتجاه السلبي في رأي خبراء صندوق النقد الدولي، وهي أكثر من المتوقع، وربما تفسر جزءا من قصور النمو لعام 2012 . واقترن ذلك بزيادة البطالة مع تواضع النشاط الاقتصادي، وارتفعت في نفس الوقت هوامش المخاطرة على أوراق الدين الحكومي الاسباني والايطالي واليوناني ودول مدينة اخرى بعد انسحاب السيولة نحو دول المركز الأوروبي

ما يعقد مهمة التحفيز والتصدي للبطالة. وأنفقت اسبانيا على إعادة هيكلة مصارفها حوالي 100 مليار يورو مع عدم انفراج مشكلة المديونية الحكومية لديها. [11]

كان دعاة السياسة الاقتصادية من جانب الطلب يتفاءلون بالمضاعف المالي Fiscal Multiplier أي التغيير في الناتج نسبة الى التغيير في الإنفاق المستقل وكلما كان حجمه اكبر امكن مع زيادة قليلة في الإنفاق الحكومي امتصاص قدر أكبر من البطالة بفعل زيادة الانتاج استجابة للمستوى الجديد من الطلب الكلي الفعال. وعلى سبيل المثال لو انخفض الناتج الفعلي بنسبة 10 بالمائة دون الناتج الممكن والمضاعف 2.5، مثلاً، تستطيع الحكومة زيادة أنفاقها بنسبة 4 بالمائة من الناتج للوصول الى الاستخدام التام للطاقة الانتاجية الممكنة وتحقيق التوظيف الكامل للعمل الذي يعرف بالحد الأدنى من البطالة في اقتصاد يعمل بصورة اعتيادية. لكن الامر يختلف في نظر المعنيين بسياسات الخروج من الأزمة الأخيرة حيث الانقسام بين التفاؤل والتشاؤم من حجم المضاعف المالي بعد الاعتراف به. فالحكومات التي تضطر الى خفض الإنفاق تحت وطأة المديونية السيادية الثقيلة تخشى المضاعف الكبير من زيادة البطالة في وقت هي أحوج ما تكون الى استئناف المستوى الاعتيادي للنشاط. وعلى العكس من ذلك تتفائل الحكومات التي لا تعاني ضغط المديونية بالمضاعف الكبير على أمل انتشال الاقتصاد من الركود وتعويض النمو الضائع وخفض البطالة التي تجاوزت 10 بالمائة في منطقة اليورو. ويذكر تقرير البنك الدولي ان سياسات الترصين افترضت ضمنا مضاعفا منخفضا بحوالي 0.5 بينما المضاعفات الواقعية بين 0.9 الى 1.2 لذلك واجهت الحكومات أثارا محبطة لسياسات الترصين أي ان عواقبها الاقتصادية صعبة التحمل.

لعدة سنوات انخرطت البلدان الأقل تطورا في منطقة اليورو في اقتراض ثقيل من القطاع الخاص الأجنبي وسمحت تلك العملية للأفناق المحلي ان يتجاوز ما يسمح به الدخل الوطني. والبلدان الأكثر تأثرا بأزمة المديونية السيادية كانت مثقلة بالمديونية لسنوات طويلة. وسهل انتماء هذه البلدان الى الاتحاد الاقتصادي والمالي الأوربي قبل أواخر التسعينات حصولها على تدفقات من البلدان الأوربية الأخرى بعد أن كانت تواجه أسعار فائدة اعلى مما هي عليه في البلدان المحورية مثل ألمانيا. ولكن مع الاتحاد النقدي انخفضت أسعار الفائدة على ديونها جذريا على اساس ان الاستثمار في هذه البلدان لم يعد عرضة لانخفاض قيمتها نتيجة لانخفاض أسعار صرف عملات تلك البلدان لان العملة صارت واحدة وهي اليورو وقيمتها محددة بالعوامل الأوربية مجتمعة وليس بأوضاع تلك البلدان خاصة. واعطى انخفاض أسعار الفائدة دفعة قوية لقروض الحكومات والقطاع الخاص لتلك البلدان التي تواجه الآن في إدامة أوضاعها المالية بعد توقف الاقتراض الخاص إليها على نحو مفاجئ. ومن المتداول في وصف أسباب المشكلة بالعولمة المالية في ظروف تزايد الفائض الآسيوي والنفطي نتيجة ارتفاع الميل للدخار. وبلوغ رصيد أوراق الدين ذات الدخل الثابت الى 70 ترليون دولار عام 2007 بعد ان كانت تقدر بحوالي 36 ترليون دولار عام 2000 ، وهي قفزة عالية مقارنة مع زيادة الناتج العالمي لنفس الفترة (الباحث الأزمة المالية الدولية 2009). تلك الوفرة شجعت المستثمرين على الاقتراض الخطر والحكومات للاطمئنان على إدامة الدين بتكاليف يمكن تحملها دون الحاجة الى اتخاذ تدابير صارمة لخفض الأفناق تقلل فرص إعادة انتخابها. وفي نفس الوقت ساعدت تلك الأوضاع المصارف على مرونة في زيادة جانب المطلوبات ما شجعها على توخي العوائد العالية مع تراجع التحسب للمخاطر و بالمجمل أدت مظاهر وفرة التمويل الى إرخاء الضوابط التنظيمية والرقابية .

## مجريات أزمة الديون السيادية في أوروبا

ظهرت بدايات أزمة المديونية السيادية في منطقة اليورو أواخر عام 2009 عندما وجدت، فيما بعد، عدد من الدول نفسها أمام صعوبات في إعادة تمويل دينها بل حتى الاستحالة دون تدخل طرف ثالث. وهي ظاهرة لم تكن متوقعة قبل الأزمة المالية الدولية الأخيرة وحتى بعد انفجارها أواخر عام 2007. و المشكلة ان أسعار الفائدة على أدوات الدين التي صدرت عام 2011 كانت مرتفعة بحيث تصبح مدفوعات الفائدة عبئا ثقيلا لوحدها. هذا الطراز من الفشل كان حكرا على البلدان النامية عندما تعجز الدولة عن الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين. و تلك المعضلة من نتائج التمادي في الاستدانة وبالتزام في جميع القطاعات : الأسري، الأعمال غير المالية، والمؤسسات المالية، والحكومات في الدول الضعيفة في منظومة اليورو إلى جانب الدول المتقدمة الرئيسية والتي تمثل النواة الصلبة للنظام المالي الدولي. ولان اغلب الديون قدمتها المصارف للحكومات لذلك توقفت استمرارية إعادة التمويل المعتادة عند انهيار المصارف. و قد وافقت الحكومات المعنية في أيار 2010 على رزمة إنقاذ بمبلغ 750 مليار يورو لمواجهة متطلبات الاستقرار المالي عبر أوروبا ويدر التصرف بالمبلغ من صندوق تسهيلات الاستقرار المالي الأوروبي ( EFSF ) المستحدث .

وبين أواخر عام 2011 وشباط من عام 2012 اتفقت الحكومات على زيادة مبلغ التسهيلات الى ترليون يورو لمعالجة مشكلة المديونية السيادية الاوربية. وان تسقط المصارف 53.5 بالمائة من ديونها على اليونان، مع رفع نسبة الرسملة في المصارف الى 9 بالمائة وهي اعلى من معيار كفاية رأس المال في بازل الثاني الذي كان 8 بالمائة من قيمة الموجودات المرجحة بالمخاطر. ويتضمن العهد المالي الاوربي الجديد الا يتجاوز العجز السنوي 3 بالمائة من الانفاق الحكومي ومجموع العجز المتراكم 15 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي للدولة. ويبدو المعيار الثاني تحديا لقدرات الدول جميعها وفي أحسن أحوالها . ومنذ اندلاع الازمة المالية في ايلول عام 2008 بعد انهيار لمان برذر ارتفعت العوائد على السندات الحكومية نسبة الى العائد على السند الألماني وذلك بعد عشر سنوات من الاستقرار. في المرحلة الاولى ربما كان عدم التأكد على المستوى العالمي وفي منطقة اليورو من إنقاذ المصارف الايرلندية الكبرى أحد أسباب تطورات اختلاف العوائد . وتحسن الوضع في ربيع وصيف عام 2009 بعد تراجع عدم التأكد العالمي وبعد اعلان الحكومة الايرلندية اجراءات الاستقرار المالي في شباط عام 2009 . وفي تشرين الثاني من نفس العام اعلنت الحكومة اليونانية أن عجز الموازنة يبلغ 12.7 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي لعام 2009 وكان ضعف المعلن سابقا. ومنذ ذلك الحين ارتفعت فروقات أسعار الفائدة على الدين الحكومي ووضعت النظام النقدي الأوروبي امام اكبر التحديات التي واجهته منذ ايجاده، وفي المقابل تراجعت معدلات العائد على سندات البلدان الرصينة ماليا مثل فرنسا، هولندا، النمسا، فنلندا، وألمانيا بين عامي 2008-2012 مع تقلبات حول خط الاتجاه النازل وايضا ازدادت فروقات العائد على سندات حكومات رصينة ماليا مثل النمسا، فنلندا، هولندا مقارنة بألمانيا . وترتبط العوامل التي تؤثر في العوائد على السندات السيادية كثيرا مع الخطر الاجمالي التجمعي وخطر العدوى. ويرتبط الخطر التجمعي بتغيرات السياسة النقدية وسياسات تحاشي المخاطر وعدم التأكد على المستوى العالمي، بينما يرتبط الخطر على المستوى الوطني باحتمالات الفشل في سداد الدين السيادي وامكانية تعبئة الأموال من السوق الأساسية وسيولة السوق الثانوية . و أسهم قطاع المصارف في إخفاء، أو على الأقل التعتيم، على مخاطر الديون السيادية وربما لمكاسب كانت تجنيها من ترويج السندات الحكومية.

ولأن الانفتاح المالي سهل نقل الفوائض إلى مناطق العجز بوسائل شتى في نفس الوقت عرض الدول إلى مخاطر انحسار التدفقات. ولا يمكن إلقاء كل اللوم على الفوائض الآسيوية و النفطية على أساس أنها المسؤولة عن شيوع الإحساس بوفرة التمويل الرخيص ودوامه. لأن فوائض موازين المدفوعات للبلدان النفطية والناهضة نجدها لا تتجاوز 20 بالمائة من الزيادة في حجم أوراق الدين بين بداية القرن الحالي والأزمة. ويبدو ان المصدر الأكبر الذي أسهم في زيادة التمويل يمكن ان يعزى أيضا الى زيادة الادخار العالمي فوق المستويات الاعتيادية للاستثمار الحقيقي في مجموعة من الدول في مقابل دول أخرى أسرفت في تجاوز إنفاقها الوطني لدخلها. بل ان التفاعل بين جانبي الموجودات والمطلوبات لكافة المؤسسات التي يتكون منها مجموع النظام المالي أسهم في الوفرة الظاهرة لان زيادة أسعار الأصول هي بالنتيجة خالقة للسيولة وتسمح بزيادة المطلوبات. ان ارتباط المراكز المالية للمصارف بالدول الأقوى اقتصاديا في فرنسا وألمانيا وبريطانيا، والتساؤل حول قدرة الحكومات المدينة على السداد من بين أهم أسباب إثارة القلق. فمثلا الحكومة الايطالية مدينة بمبالغ تقدر 366 مليار يورو للمصارف الفرنسية وإذا ما تلكأت ايطاليا في السداد فسوف تنخفض قيمة تلك الديون في السوق وتتكد المصارف خسائر قد تفوق إلى تزايد دخول المؤسسات المالية في عقود مبادلات الديون الفاشلة وبذلك تنتشر آثار أخفاق الحكومات في السداد. ويذكر ان بعض الحكومات قد أدامت مديونيتها من خلال تدابير سميت أقنعة الديون عن طريق المشتقات ساعدتها عليها مصارف استثمار أمريكية كبيرة. وبرزت مشكلة العجوزات مع تناقص قدرة الأسواق المالية الدولية على تدوير ديون الدول الأضعف اقتصاديا في منظومة اليورو خاصة، ما أوقف العجلة وحول الديون المتركمة على الحكومات الى معضلة كبيرة. وإلا فإن الدين العام في الولايات المتحدة الأمريكية والدول المتقدمة في أوروبا هو أيضا مرتفع ، كما بينت المؤشرات التي عرضتها الجداول أنفا. كما ان مستوى ديون القطاع الخاص في أوروبا ليست اعلى مما هي عليه في الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، وربما كانت عجوزات موازين المدفوعات للدول المثقلة بالدين من الأسباب الرئيسية للأزمة. وتوضح هذه الحقيقية من المقارنة بين القدرة التنافسية الخارجية للجزء الأكثر تقدما في أوروبا مع البلدان المحيطة.

فقد حافظت ألمانيا خلال السنوات السابقة للأزمة على فائض تجاري وتضخم منخفض وعجز مالي اقل نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي. بينما استمرت عجوزات الحساب الجاري في البرتغال واسبانيا وايطاليا وايرلندا ولذلك اعتمدت على تدفقات رأسمالية لتمويل العجز. وأدت التدفقات إلى تخفيض أسعار الفائدة وتكوين قناعات في تلك البلدان ولدت أوهاما بالثراء. وكانت التكاليف النسبية للعمل اعلى في بلدان الجنوب ارتباطا بالمستوى المنخفض للإنتاجية مقارنة مع ألمانيا إذ ارتفعت كلفة العمل 32 بالمائة في ايطاليا نسبة الى ما هي عليه في ألمانيا وذلك من سنة 2001. وتلك الظاهرة شوهدت في اليونان واغلب بلدان الاتحاد الأوروبي تجاه ألمانيا بدرجات متفاوتة. وتحت الضغوط تحسن الميزان التجاري لليونان وانخفضت الاستيرادات بحوالي 21 بالمائة في مقابل زيادة الصادرات بنسبة 17 بالمائة ما أدى الى خفض العجز التجاري بنسبة 43 بالمائة. ويستنتج ان الانفتاح المالي وتدفق رأس المال بغزارة يغري صانعي السياسات على إهمال الحقائق الاقتصادية والتكاسل عن مواصلة ترصين المقومات الموضوعية لاستمرار الرفاه استنادا الى الأساسيات الاقتصادية. وإلا كيف يجوز التغاضي عن إنتاجية وتكاليف العمل ومواصلة تشغيل الاقتصاد اعتمادا على ديون خارجية و على أمل استمرار التدفقات بحكم وحدة العملة والانفتاح المالي التام. لقد أسهمت وحدة العملة في تعقيد المشكلة لان دول الفائض لا ترتفع قيمة عملاتها في مقابل انخفاض قيم

عملات دول العجز، لتعديل الموازين التجارية . وسوف تظهر هذه الخاصية في منظومات الدول متفاوتة التطور ومتباينة في الميل الى التصدير عندما تعتمد عملة موحدة وتنزع البلدان الأدنى تطورا في نفس الوقت الى مستويات متماثلة في الرفاه مع البلدان الغنية في المنظومة الموحدة.

في بداية القرن الحالي كان اقتصاد اليونان الأسرع نموا ومع ذلك يعاني عجزا كبيرا وحجم الدين نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي مرتفعا و قد تجاوز 100 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي منذ عام 2000. وتأثرت اليونان كثيرا بالأزمة وهي تعتمد على صناعة السفن والسياحة لتحريك النشاط وكلاهما من القطاعات الأكثر تأثرا بالركود خاصة وان التوقعات كانت تفيد انخفاض التجارة على المستوى العالمي وقد تحققت بالفعل، ومن أسباب زيادة الدين محاولة الحكومة الحفاظ على نشاط الاقتصاد. لقد استجاب صندوق النقد الدولي والبنك المركزي الأوروبي والاتحاد الأوروبي لطلب المساعدة ولكن فرضت عليها شروط منها التقشف القاسي و الذي أسهم في خفض العجز الحكومي وعجز الحساب الجاري، كما تقدم، الا ان الثمن الاجتماعي كبير والانتاج الصناعي عام 2011 ادى بنسبة 28 بالمائة من مستواه لعام 2005 ، إضافة على صعود نسبة البطالة الى حوالي 20 بالمائة في تشرين الثاني 2011 و بطالة الشباب حوالي 48 بالمائة والناس الذين يعيشون تحت خط الفقر أو العزلة الاجتماعية 27.7 بالمائة ، وهي اعلى من متوسط الاتحاد الأوروبي الذي يضم 27 دولة حيث تقدر 23.4 بالمائة عام 2010. وارتفعت تلك النسبة في اليونان الى 33 بالمائة عام 2011 واقترح البعض ما يسمى الفشل المنظم Orderly Default والمقصود خروج اليونان من نظام العملة الموحدة والعودة الى عملتها الوطنية مع سعر صرف منخفض . ويتشامم البعض في توقعاتهم بأن العودة الى الدراخما يعني انخفاضها بنسبة 60 بالمائة مع انخفاض ناتجها المحلي بنسبة 20 بالمائة وارتفاع نسبة الدين الى الناتج المحلي الاجمالي لتصل 200 بالمائة والتضخم قد يزداد مع تززع الثقة بالمصارف وتكون لهذا الفشل المنظم نتائج سياسية و نزاعات، أنها صورة قاتمة حقا. إذن ما هو معنى الكفاح من أجل الانضمام للاتحاد الأوروبي وفيما بعد منطقة اليورو عندما تترك الدولة لوحدها وقت الشدة والعسر المالي. ثم ان الاتحاد الأوروبي نشأ بصفته منظمة إقليمية للتعاون الاقتصادي وجاء خيار العملة الموحدة لتأكيد الإرادة المشتركة للوحدة على أنها ضمانة الأمن والرفاه في الأمد البعيد . ان الثقة بنظام الاقتصاد الحر والانفتاح المالي وكفاءة الأسواق العابرة للحدود لا تبرر عدم اتخاذ تدابير مبكرة للوقاية من المخاطر الكبرى خاصة وان الامر، في موضوعنا هذا، يتعلق بالدائرة الضيقة لعمل الحكومات الا وهي الموازنة العامة والمديونية الرسمية. ولكن يبدو ان مراكز الأبحاث المعنية وهيئات الاستشارة لصناعة القرار كما الحكومات اطمأنت جميعها الى الاستدامة التلقائية للديون والنشاط الاقتصادي. وعندما ظهرت بوادر أزمة مالية تتجاوز حدود العقار في الجانب الآخر من الأطلسي لم يتوقعوا انتشارها بهذا الاتساع وتراكم الانهيارات الى هذا الحد و جاءت النتائج اكبر من استعداد الدول لمواجهةها في وقت لم يتبلور فيه التوجه نحو فدرالية مالية بشكل ما . وايضا ، تفيد تجربة اليونان أنها مخاطرة ان يعتمد الاقتصاد الى هذه الدرجة على المال الخارجي وعوامل لا تحكمها سلطة الدولة ولا تؤثر فيها سياساتها الاقتصادية والمالية وتلك العوامل تعود الى منظومة اليورو طالما ان الكيانات الوطنية لازالت تتحمل كامل المسؤولية عن أوضاعها ومصيرها . عرضت الثلاثية،الاتحاد الأوروبي والبنك المركزي الأوروبي وصندوق النقد الدولي ، صفقة إنقاذ ثانية بمبلغ 130 مليار يورو بشرط تطبيق رزمة تقشف جديدة تتضمن خفض الأنفاق الحكومي. ويتضمن العرض الجديد الطلب الى الدائنين خفض المديونية والباقي يحول الى سندات على صندوق تسهيلات الاستقرار المالي الأوروبي والحكومة اليونانية وإعادة الهيكلة هذه تضمن انقاص عبئ الدين على اليونان الى 117 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي. والسندات البديلة التي تصدرها اليونان تتوزع على آحاد زمنية تحدد من جديد.

لم تبدأ أزمة الدين الحكومي الايرلندي في الموازنة العامة بل شهدت الموازنة العامة فائضا عام 2007 والتراجع حصل عام 2008 ثم ازدادت البطالة وارتفع عجز الموازنة العامة الى 32 بالمائة من الناتج المحلي عام 2010 وكانت الصعوبات التي واجهتها المالية العامة بسبب تحمل الحكومة أعباء خسائر المصارف إذ تعهدت، إضافة على حماية الودائع، ضمان حقوق الدائنين لتلك المصارف ايضا. واقتضت الحكومة من البنك المركزي الأوروبي وحصلت على تمويل رزمة إنقاذ بمبلغ 67.5 مليار يورو من الاتحاد الأوروبي وصندوق النقد الدولي وبريطانيا والدانيمارك والسويد. وكذلك استخدمت 17.5 مليار يورو من احتياطياتها وأصبح المجموع 85 مليار يورو ووافقت الحكومة على خفض عجزها. عموما تقيم إجراءات ايرلندا بأنها ناجحة ومن المتوقع ان تكتفي بالاعتماد على نفسها في التمويل.

البرتغال حصلت على 78 مليار يورو وهو المبلغ الذي طلبته لرزمة الإنقاذ ومن ثلاث مؤسسات بالتساوي وهي آلية الاستقرار المالي الأوروبي، وتسهيلات الاستقرار المالي الأوروبي، وصندوق النقد الدولي، وسعر الفائدة المتوقع على هذا التمويل 5.1 بالمائة في مقابل موافقة الدولة على خفض العجز تدريجيا حتى يصل 3 بالمائة. ويراد تحقيق فائض في الموازنة في سنوات لاحقة قد يصل الى 10 بالمائة لخفض مجموع الدين الحكومي الى المستويات القابلة للاستدامة وقد عرضت التقارير وجهات نظر متضاربة حول وضع البرتغال منها ما أسهبت في بيان ميل الحكومة الى الانفاق الزائد والتوظيف المبالغ به والرواتب المرتفعة للكوادر المتقدمة. ومنها افادت ان البلد كان ضحية للمضاربات وضغوط المتاجرين بأدوات الدين. وقد عمدت الحكومة الى خفض رواتب موظفيها بنسبة 25 بالمائة لمن تجاوزت رواتبهم 1500 يورو شهريا، و 20 بالمائة لجميع الموظفين الآخرين. وباعت الحكومة حصتها في شركة الاتصالات من بين إجراءات لتحسين وضع الموازنة.

إيطاليا وبالرغم من حجم دينها البالغ 1.9 ترليون يورو وبنسبة 112 بالمائة من ناتجها المحلي الاجمالي الا أنها قادرة على تحمل المديونية وإدامتها حسب التقارير التي قارنتها مع دول أوربية أخرى مثل فرنسا وبلجيكا وبينت أنها أظهرت قدرة اكبر على مواجهة الصدمة من تلك البلدان. و من المتوقع توجه إيطاليا الى السوق بعيدة الاجل لإعادة تمويل الجزء الأكبر من الاستحقاق وايضا اعتمدت اجراءات تقشف لتوفير 120 مليار يورو من الموازنة ولقد انخفضت تكاليف التمويل لإيطاليا الى ما دون 7 بالمائة أواخر عام 2011 . الاقتصاد الاسباني من فئة الحجم الكبير في منظومة اليورو ولذلك تكون لفشله في السوق المالية أثارا قاسية. ودينها العام 60 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي وهو ادني من ألمانيا وفرنسا والولايات المتحدة ونصف ثقل الدين في اليونان والبرتغال. واغلب مصادر الدين الاسباني داخلية والمؤشرات المتعارف عليها لتقدير الاستدامة تؤيد استطاعة اسبانيا اجتياز الأزمة والانتعاش من جديد. الا ان الدين الاسباني يبلغ 820 مليار يورو عام 2010 وهو كبير بالأرقام المطلقة ولو انه لا يضاهي الدين الايطالي . لقد عدلت اسبانيا دستورها لكي يفرض توازن الموازنة عام 2020 و ألا يزيد الدين نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي عن 60 بالمائة. الا في الحالات الطارئة مثل الكوارث الطبيعية والكساد وما إلى ذلك. وضمن التدابير المتخذة حاليا ينخفض عجز الموازنة العامة الى 3 بالمائة عام 2013 .

وبلغ الدين الحكومي في بلجيكا 100 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي و العجز في الموازنة العامة 5 بالمائة وهو معتدل والعائد على السند الحكومي البلجيكي لمدة عشر سنوات بلغ أواخر عام 2010 مستوى ادني من بقية البلدان وهو 3.7 بالمائة والادخار الداخلي المرتفع في بلجيكا يمول عجز الموازنة. ولكن العائد على السندات الحكومية ارتفع أواخر عام 2011 الى 5.7 بالمائة وانخفضت الجدارة الائتمانية. وبعد حل المشكلة السياسية في البلد ، والتي كانت متمثلة بصعوبة تكوين حكومة أغلبية ترضي المكونات الأثنية، حصلت الموافقة على اجراءات لخفض العجز الى 2.8 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي عام 2010. وانخفض بذلك العائد على السند الحكومي البلجيكي الى 4.6 بالمائة.

الدين الحكومي في فرنسا 2.1 ترليون دولار أمريكي ولكن الثقة بالجدارة الائتمانية الفرنسية عالية ما ينعكس على رواج سندات حكومتها. أما بريطانيا وبحكم خصائصها المعروفة أكثر دول أوروبا استضافة لرأس المال الخارجي وهي المركز المالي الرئيسي للقارة، وبحاجة ماسة الى الاستقرار المالي في أوروبا. لقد غير البنك المركزي الأوروبي ما اعتاد عليه من حياد ويتجه لشراء أدوات دين حكومي وإصدارات مصارف على نطاق واسع، إضافة على تقديم قروض الى الأخيرة، مع سياسة التعقيم لعزل آثار هذا التدخل جزئياً عن السيولة. ولم يعد البنك المركزي الأوروبي محافظاً لأن إدارة الأزمة بحاجة الى دوره كما هو الحال في أجزاء العالم الأخرى.

يلاحظ هبوط احتمال الفشل، في الوفاء بالالتزامات، كثيراً أواخر عام 2011 وبداية عام 2012 وذلك لتقليص الفروقات بين العوائد على سندات الحكومات الأوروبية والعائد على السند الألماني لمدة عشر سنوات وهو الأداة المرجعية في هذا المجال Benchmark . وعند حساب ذلك المؤشر لاحتمال الفشل غير انه يتصاعد مع الزمن نظراً للفرق Spread بين أسعار الفائدة على سندات الدول وسعر الفائدة المرجعي وكلما كانت نسبة تخفيض الدين عند إعادة الهيكلة اكبر كلما انخفض احتمال الفشل . ولعل هذه العلاقة تبرر قبول مجتمع الدائنين التعاون مع البلدان المدينة بالتنازل عن جزء من الدين لتأمين استدامة سداد الباقي . وعند استخدام مؤشرات عام 2012 كانت احتمالات الفشل للدين اليوناني 28 بالمائة – 38 بالمائة، والبريتاني 15 بالمائة-21 بالمائة، والبرتغالي 12 بالمائة – 19 بالمائة والاسباني 7 بالمائة-10 بالمائة. ويرى صندوق النقد الدولي ان هذا الاحتمال لا يحصل في عالم الواقع في النطاق المتقدم من العالم حتى في دول المحيط الأوربي Peripheral ومن المتوقع زيادة عبئ الديون في اليونان وايرلندا واسبانيا والبرتغال وكما في أدناه:

وإذا أصبح معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية أعلى من سعر الفائدة فإن عبئ الدين سينخفض حتى إذا كان الفائض الأساسي صفراً.

ان مشكلة المديونية لا ترتبط بعبء الدين بل بإمكانية تدويره إذ طالما يوجد طلب كافي على سندات الدين التي تعرضها الدولة المدينة تبقى أسعار الفائدة على الدين ضمن الحدود المقبولة ولا تظهر المشكلة رغم عبء الدين المرتفع ويبدو ان تقييم الجدارة الائتمانية له دور في العملية كلها. فعندما تنخفض الجدارة الائتمانية للدولة يزداد فرق سعر الفائدة على سنداتها عن السعر المرجعي وفرض التقشف يقود الى زيادة البطالة، وقد تظهر ضغوط اجتماعية مقاومة تضعف الأداء الاقتصادي وتؤدي الى مزيد من ضعف الثقة باستدامة الدين وهكذا. ويؤثر تخفيض المديونية السيادية كثيراً على المصارف في أوروبا (OECD Journal) فعند تخفيض الدين الاسباني بنسبة 30 بالمائة تخسر 25 من المصارف 20 بالمائة وأكثر من رأسمالها الأساسي وتصل الخسارة عند احد المصارف الى 74 بالمائة وعند ما يرتفع التخفيض الى 50 بالمائة تخسر تلك المصارف 33 بالمائة وأكثر من رأسمالها الأساسي وتصل الخسارة الى 123 بالمائة منه لدى احد المصارف.

وفي حالة اليونان عندما يصل تخفيض الدين الحكومي 50 بالمائة تخسر أربعة مصارف بين 122 بالمائة – 403 بالمائة من رأسمالها الأساسي. لذلك فإن أخفاق الحكومات في إدانة ديونها يثير موجه من الاضطراب في السوق المالية تعتمد آثارها النهائية على مدى هشاشة الأوضاع المالية للجهات الدائنة للمصارف أصحاب الودائع وأوراق الدين التركيبية التي تستند الى قروض، والممولين الآخرين . وفي حالة البرتغال وايرلندا يلاحظ تأثير خفض الدين الحكومي على المصارف اقل وطأة من الأمثلة السابقة . اليونان وايرلندا مرشحان لإعادة هيكلة المديونية بينما البرتغال واسبانيا عليهما التوجه الى السوق لتدوير الديون. وفي نفس الوقت توجد مصارف في تلك الدول المدينة بحاجة الى إنقاذ وعند خفض المديونية تتحول أعباء إنقاذ المصارف الوطنية الى الموازنات العامة ما يقلل من إسهام الخفض في تخفيف حدة التقشف. ان

حصول الدول المدينة على قروض من مؤسسات الاتحاد قلل من حاجتها لإعادة هيكلة المديونية ويدعم أيضا أوضاع المصارف الدائنة للحكومات.

كان الدين الحكومي قبل الأزمة من الأدوات الأمنية للاستثمار المالي وطريقة سهلة لامتناس فوائض المدخرات الخاصة والاحتياطيات الرسمية للدول الناهضة والنامية. لكن المؤسسات التي كانت تستثمر في أدوات الدين الحكومي وتضمن تدويره أصبحت بحاجة إلى إنقاذ حكومي فنشأت حلقة مفرغة دوخت صانعي السياسات المالية والنقدية في أوروبا والعالم المتقدم بأسره. ولذلك لا يمكن كسر تلك الحلقة المفرغة إلا بتمويل من دول الفائض الناهضة والنفطية وإصدار نقدي من البنوك المركزية. وهنا تتضح أهمية استمرار انتعاش الدول النفطية والناهضة الكبرى مثل الصين والهند والبرازيل وروسيا وسواها. وسيكون لتخفيض العجز الأساسي لجميع البلدان الأوربية بالتزامن اثر سلبي على النمو الاقتصادي في الوقت الذي تمس الحاجة إلى تجاوز الركود نحو انتعاش يقلص البطالة. علما ان الخطط التي ألزمتها اغلب الحكومات تتضمن تخفيض العجز الأساسي الى الصفر في عام 2013 ومن جهة أخرى يخشى من سياسات التسهيل الكمي، والتي تعتمد التوسع النقدي، زيادة التضخم وربما مراكمة سيولة تؤدي الى قفزة في التضخم لاحقا محفزة بالتوقعات. وكان البنك المركزي الأوربي يعارض هذا التوجه ويبدو انه تراجع في الآونة الأخيرة وفي المحصلة قد تتجه منطقة اليورو الى مزيج وسطي من سياسة مالية تقلل العجز مع سياسات نقدية توسعية تساعد على إعادة تمويل الديون واستكمال برامج الإنقاذ. ويساعد إصدار السندات الأوربية بأسعار فائدة منخفضة على دعم السيولة وتخفيض الأعباء وفي كل الأحوال تبقى إعادة هيكلة إقسط الديون والفوائد موضع نقاش.

في السنوات الأخيرة أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية ودول الأتحاد الأوربي الأكثر مديونية في العالم، وفي نفس الوقت هما الكتلتان المسؤولتان عن خلق أكثر من 90 بالمائة من السيولة الدولية. في حين يواجه الاتهام الى دول الفائض الآسيوية والنفطية بدعوى اغراقها للأسواق المالية بالسيولة الرخيصة التي حفزت على اداء منحرف للمصارف والأسواق المالية قاد الى الأزمة الأخيرة. وصندوق النقد الدولي لا يسيطر على السيولة الدولية ولذلك لا يستطيع اداء الدور المنوط به وهو الاستقرار المالي الدولي عبر ادارة أزمات الدول المدينة. وينظر الى الصندوق بانه مقرض الملجأ الأخير، والبلد المعني بقرض كهذا في حالة أزمة ويحاول الصندوق إدارتها (Fisher, p1) لاستعادة التوازن و الاستدامة بمعنى القدرة على تحمل أعباء الدين والسداد حسب أطار المفاهيم الذي ينعكس في وصفة السياسات والشروط. وتتطوي هذه العلاقة بين الصندوق و البلد الذي لجأ اليه على التباس وكان المشكلة في كفاءة السلطات المالية والنقدية الوطنية واستعدادها للاضطلاع بمهمة استعادة الوضع الاعتيادي دون اشراف خارجي. لكن الصندوق لا يزال بالضبط وظيفة مقرض الملجأ الأخير كما تفعل البنوك المركزية للدول تجاه المؤسسات المالية المقيمة والحكومات لأنه غير قادر على خلق السيولة الا في حدود ضيقة. وعلى الأغلب لا تكفي الموارد التي يقدمها لإنقاذ الدول التي تخضع لبرامجه. وفي الواقع يمثل الصندوق جواز مرور الى اعادة هيكلة المديونية أو الاقتراض من جهات أخرى. أو ربما لتحسين الجدارة الائتمانية للبلد المعني في نظر الأسواق المالية.

## خاتمة الفصل

الدين الحكومي أصول مالية متفاوتة الأجل. وعادة ما ينظر إلى أسعار الفائدة على حوالات الخزانة والعوائد على السندات الحكومية بأنها مقاييس مرجعية لأسعار الفائدة على الأصول الأخرى. و تختلف التشريعات في مدى السماح للحكومات الاقتراض من البنك المركزي. ويندر التحريم القطعي إلا ان أكثرية الدول المتقدمة والعديد من الدول النامية و الناهضة تمنع الاقتراض المباشر وتسمح بحيازة ديون حكومية من السوق الثانوية وعبر عمليات السوق المفتوحة.

وبين التحليل النظري والتجارب ميل البنوك المركزية إلى تنقيح جزء من الدين الحكومي ليكون الباقي متناسبا مع استطاعة المصارف والجهات الخاصة الأخرى على استيعابه. عالجت مباحث الفصل مشكلة استدامة الدين الحكومي، وبيّنت صعوبة الأخذ بمعيار المساواة بين القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية و الأنفق الحكومي والدين العام القائم. و ذلك لصعوبة تصفير الدين العام خاصة في الدول المثقلة بالمديونية. وفي نفس الوقت بيّنت دراسة مشكلة الدين السيادي من الخطأ الفادح الاعتماد على السوق المالية الدولية والمصارف لتدوير ديون متزايدة الحجم بل لا بد من التحسب، خاصة، لانعكاس التدفقات الخارجية، فالعلاقة قوية بين العجز عن استدامة الدين العام والاعتماد على التدفقات الخارجية لتدويره. وفي نفس الوقت يصعب الجزم بحجم الدين المقبول نسبة

إلى الناتج المحلي الاجمالي. ولوحظ الارتباط الوثيق بين أوضاع المصارف وفرص تدوير الدين العام بتكاليف معقولة. لقد راجعنا النظرية المالية لتحديد المستوى العام للأسعار، وتوصلنا إلى إقرار العلاقة بين العجز الحكومي و عرض النقد و اسعار الفائدة و لهذه كلها صلات بتحديد المستوى العام للأسعار، بصورة أو أخرى، لكن لا تصل العلاقة إلى حد تعيين المستوى العام للأسعار لتحديد قيمة الدين التي تريدها السلطات العامة. كما ناقشنا المبدأ الريكاردي لفاعلية الأنفق الممول بالقروض، ونرى، ان الفرضية الريكاردية ليست مختبرة وهي صحيحة بقدر أهمية مفهوم الدخل الدائم في تحديد السلوك الاستهلاكي للأسر.

عجز الموازنة العامة من المتغيرات وثيقة الصلة بعمليات البنك المركزي و السياسة النقدية و عندما يضاف الدين او الأنفق الحكومي إلى معادلة السياسة النقدية تتغير الاستنتاجات كثيرا. ومع اصطدام السياسة النقدية بعجز سعر الفائدة والتهجير النقدي على تحفيز النشاط الاقتصادي و خفض البطالة تلتفت الحكومات مجددا إلى دور السياسة المالية. والمشكلة ليست في أما أو ولكن الحاجة ماسة للإقرار بالفضاء المشترك للمتغيرات النقدية و المالية العامة و قطاع المال في حركة الاقتصاد الحقيقي. و لذلك يمكن الانتقال من معادلة السياسة النقدية إلى نموذج سياسة الاقتصاد الكلي والذي يحتوي السياسة المطلوبة الآن لتهديب سلوك المصارف و الأسواق المالية، الاستقرار المالي، وسياسة المالية العامة والسياسة النقدية بالمعنى المتعارف عليه قبل الأزمة. وهذا التوجه ممكن نظريا، على الأقل، وهو ما يستنتج من مجموع دراسات هذا الكتاب.

ولعل مما يدعم هذا المقترح حتى في الأوساط المحافظة ما بينته أزمة الديون السيادية بان الموازنة العامة وبحكم ضخامة الدين الحكومي متدخلة في نطاق عمل السياسة النقدية وسياسة الاستقرار المالي على حد سواء.

## الفصل الخامس : أسعار الصرف والانفتاح المالي

فيما مضى لم تظهر أسعار وأسواق الصرف صراحة في نماذج التحليل، وإن لم تكن غائبة فقد تبين دور الاحتياطات الدولية للسلطة النقدية في خلق النقود وفائض السيولة وإجراءات التعقيم. وفي الآتي يضاف سعر الصرف إلى نموذج التوازن السلعي النقدي. وبعد ذلك نعرض التصورات النظرية التي ربطت بين فاعلية السياسة النقدية ونظام سعر الصرف. وفي البدء ندرس مفهوم الطلب على الاحتياطات الدولية وآلية تكوينها، نظرياً، لإقامة الصلة بين الأساس النقدي وميزان المدفوعات، وهي من أهم مرتكزات النظام النقدي في الدول النامية والناهضة، ولها في الاقتصاد النفطي الدور المهيمن كما سيتضح في الحالة الدراسية للعراق. ويتناول هذا الفصل تكوين الاحتياطات الدولية في التجارب الفعلية. وضغوطات سوق الصرف، وأنماط التدخل فيها. والحجم الأمثل للاحتياطات الدولية وإدارتها.

### الاحتياطات الدولية في ميزان المدفوعات والمفاهيم الأساسية

#### مفهوم الاحتياطات الدولية

هي الأصول الخارجية المتاحة للسلطة النقدية، وتحت تصرفها، وتشمل: العملة الأجنبية والودائع في الخارج؛ وأدوات دين صادرة عن جهات أجنبية وما إليها؛ والذهب ( النقدي)؛ وحقوق السحب الخاصة؛ والمركز الاحتياطي لدى صندوق النقد الدولي والذي يعني المشاركة في راس مال الصندوق، الكوتا، وقروض الصندوق أو التسهيلات الائتمانية القابلة للاستخدام. ومن الشائع، أيضاً، تعبير الاحتياطات الأجنبية **Foreign Reserve** للدلالة، إصطلاحاً، على كل الاحتياطات بالتعريف آنفاً. أما احتياطات الصرف الأجنبي **Foreign Exchange Reserve** فلا تختلف عن دلالتها اللغوية أي لا تتضمن الذهب وحقوق السحب الخاصة والمركز الاحتياطي لدى الصندوق. وتضاف أحياناً صفة الرسمية للاحتياطات بنفس المضمون، إذ يقال الاحتياطات الرسمية أو الموجودات الاحتياطية الرسمية. ويتضمن هذا المفهوم، بمختلف تسمياته، شرطاً بأن تلك الموجودات متاحة للسلطة النقدية وتحت تصرفها. وتُفهم الاحتياطات الدولية بأنها مطلوبات للسلطة النقدية على غير المقيمين، بصفة عامة، أفراداً ومؤسسات، (IMF, 199). وبهذا فإن حوالات الخزنة والسندات بالعملة الأجنبية الصادرة عن الحكومة الوطنية لا تصنف ضمن الاحتياطات، لكن أوراق الدين الأجنبية التي يفتنيها البنك المركزي هي موجودات احتياطية له. كما أن ديون المقيمين على البنك المركزي بالعملة الأجنبية تعد مطلوبات محلية. ولا يرتبط مفهوم الإقامة بالهوية الوطنية أو معيار قانوني بل المركز الرئيس لمزاولة النشاط الاقتصادي.

وعند الأطلاع على الميزانية العمومية للسلطة النقدية يلاحظ في جانب الأصول إجمالي الموجودات الدولية، وتسمى الأجنبية بالمعنى الإصطلاحي، وغالباً، هي المقصودة بالاحتياطات، أما الصافي فهو إجمالي الموجودات تلك مطروحة منها المطلوبات قصيرة الأمد لغير المقيمين. في الاقتصاد النقدي يقصد بالاحتياطات صافي الموجودات الدولية، الأجنبية إصطلاحاً **Net Foreign Assets**، للسلطة النقدية وهو الإجمالي مطروحة منه كل المطلوبات لغير المقيمين، لمختلف الأماد. ويرتبط هذا التعريف بالأساس النقدي الذي يتألف من مكونين: صافي الموجودات الأجنبية وصافي الائتمان المحلي.

كما ان ديون البنك المركزي على غير المقيمين إن كانت بعيدة الأمد، وتعرض تسهيلها عقبات، لا تُعد إحتياطيات وإن كانت من الأصول الدولية للبنك المركزي. وللإحتياطيات وظائف وأهمها تمويل عجز ميزان المدفوعات، وتنظيم عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف للتأثير في سعر الصرف؛ وتعزيز الثقة بالعملة الوطنية في الداخل؛ والجدارة الائتمانية للحكومة والاقتصاد الوطني في الخارج، وقد تستخدم ضمانات للاقتراض.

أما سيولة العملة الأجنبية Foreign Currency Liquidity فهي أوسع من الإحتياطيات الدولية، شاملة للموارد التي تستطيع السلطات، البنك المركزي والحكومة، تعبئتها لتلبية الطلب على العملة الأجنبية. وبهذا لا تنحصر سيولة العملة الأجنبية بالعلاقة مع غير المقيمين إنما هي محصلة لموجودات، الحكومة والبنك المركزي، والمطلوبات للمقيمين وغير المقيمين بالعملة الأجنبية. وفي حين يستند مفهوم الأصول الإحتياطية الى إطار الميزانية العمومية، يشمل مفهوم السيولة تدفقات العملة الأجنبية الداخلة والخارجة الناشئة عن أنشطة السلطات على الميزانية العمومية وخارجها (IMF, ibid). وعادة يساعد الكشف التقديري لسيولة العملة الأجنبية، لفترة قادمة، في التعرف على مدى هشاشة أو رصانة الوضع الخارجي للقطر المعني.

الإحتياطيات الدولية للسلطة النقدية من مكونات ميزانية عمومية وطنية شاملة لجميع الأصول والخصوم الخارجية تسمى المركز الاستثماري الدولي International Investment Position، أما التغيرات السنوية في الإحتياطيات فهي متضمنة في ميزان المدفوعات. الأضافة السنوية الى الإحتياطيات الدولية زيادة في جانب الأصول من المركز الاستثماري الدولي، وهي تدفقات مالية خارجة في ميزان المدفوعات كأحد أشكال توظيف الفائض. أما إنقاص الإحتياطيات فيمثل تدفقات مالية داخلية أي بإشارة موجبة في ميزان المدفوعات لمعادلة العجز في مجموع بقية الفقرات، وبهذا المعنى تمول الإحتياطيات العجز. ولأيضاح الصلات الضرورية نعرض إطار حسابي بسيط للاقتصاد الكلي بضمنه ميزان المدفوعات، وحركة الإحتياطيات في الميزان.

الناتج المحلي الإجمالي GDP، الاستهلاك الأسري C، إجمالي تكوين رأس المال، الاستهلاك الحكومي G، الصادرات من السلع والخدمات X، الاستيرادات من السلع والخدمات M، الدخل القومي الإجمالي الممكن التصرف به Y، ميزان الدخل وهو صافي دخل عناصر الإنتاج الأساسية، مضافا إليه صافي التحويلات الجارية، من وإلى الخارج BI، الميزان التجاري X-M، الحساب الجاري CAB وهو الميزان التجاري مضافا إليه ميزان الدخل، إجمالي الادخار S وهو إجمالي الدخل القومي الممكن التصرف به مطروحا منه مجموع الاستهلاك الأسري والحكومي.

$$GDP = C + I + G + X - M \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$Y = C + I + G + X - M + BI \quad \dots\dots\dots(2)$$

$$Y = C + I + G + CAB \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$S = Y - C - G = I + CAB \quad \dots\dots\dots(4)$$

$$S-I=CAB \dots\dots\dots (5)$$

في المعادلة (5) الفجوة بين الادخار وتكوين رأس المال تعادل ميزان الحساب الجاري؛ وعندما يجرأ تكوين رأس المال الى خاص  $I_p$  و عام  $I_g$  ؛ والادخار كذلك  $S_p$  و  $S_g$  تظهر الفجوات الثلاث (IMF,200):

$$CAB= (S_p - I_p)+( S_g - I_g) \dots\dots\dots(6)$$

توضح المتطابقة (6) مصدر عجز الحساب الجاري، فإن كان القطاع الخاص في حالة توازن او إيداره أكبر من إستثماره ينحصر مصدر العجز في القطاع الحكومي. والمتطابقة نقطة إنطلاق تناسب السياسات المالية لتعديل ميزان المدفوعات بزيادة الادخار العام ومنها خفض الاستهلاك الحكومي وزيادة الضرائب، مثلا، مع ملاحظة نتائجها في سلوك القطاع الخاص. وتختلف آثار الضرائب بحسب عناصر الثروة او مكونات الدخل او الاستهلاك التي تقتطع منها. فالضريبة على ارباح القطاع الخاص المنظم تقلص صافي ارباحه بعد الضريبة وهي الادخار بعينه؛ وعند زيادة الضرائب على دخل الأفراد فإن الميل الحدي للأستهلاك من الدخل الممكن التصرف به هو العامل السلوكي المهم في تعيين نتائج تلك الزيادة. ويصطلح على تسمية السياسات التي تهدف الى تعديل ميزان المدفوعات عبر خفض الأنفاق القومي ليتوازن مع مجموع الموارد ، وهي الدخل القومي المتاح، Absorption Approach والمتطابقة (6) اساسية لهذا المنهج.

تبين المتطابقة (5) إن الادخار الزائد عن تكوين رأس المال يظهر فائضا في الحساب الجاري، لكون الدخل القومي الممكن التصرف به  $Y$  أعلى من مجموع الأنفاق القومي  $C+I+G$ . وفي نفس الوقت، بالتعريف، مجموع ميزان المدفوعات دائما متوازن، ولذا فإن بقية اقسام الميزان وهي ميزان حساب رأس المال  $KAB$  ، وصافي الحساب المالي  $NFA$  لا بد ان تعادل نتيجة الحساب الجاري. ينحصر حساب رأس المال في نطاق محدود للغاية مثل شراء غير المقيمين لحقوق الأمتياز والأراضي أو إعفاء الديون الأجنبية ... ولا يشكل سوى نسبة قليلة لا أهمية لها من فائض أو عجز الحساب الجاري. وتبقى الأهمية الحاسمة لصفقات الحساب المالي والتي تتضمن حركات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات في الأسهم ومختلف أوراق الدين والودائع المصرفية والمشتقات، وبصفة عامة الأضافة الى الأصول أو إنقاص الخصوم المالية الدولية للقطر المعني، بما في ذلك إقراض الحكومات الأجنبية أو تسديد ديون خارجية، كما يشمل الحساب المالي تغيرات الاحتياطيات الدولية للسلطة النقدية. وإذ تعرف الحسابات الثلاثة لتغطية جميع فقرات ميزان المدفوعات فإن مجموعها هو الصفر. وفي حالة فائض ميزان الحساب الجاري، موجب، لا بد أن تكون نتيجة الحسابين المتممين سالبة فما معنى السلبية هنا. النتيجة الأيجابية للحساب الجاري تعني ان الجانب الدائن **Credit** أكبر من المدين **Debit**، والنتيجة السلبية للحسابين المتممين هي العكس. فالفائض من ميزان الحساب الجاري كي يستوعب في الخارج يحتم زيادة صافي الأصول الدولية للقطر المعني وهذا يتحقق بالأضافة الى الأصول أو إنقاص الخصوم . إن قيمة الزيادة في صافي الأصول الدولية مدينة **Debit** وهو معنى السلبية التي تمتص إيجابية ميزان الحساب الجاري.

وللتبسيط تعكس إشارة حساب رأس المال وصافي الحساب المالي ليعادلا نتيجة الحساب الجاري:

$$CAB= KAB+ NFA \dots\dots\dots(7)$$

وتقرأ المتطابقة (7) بأن المركز الاستثماري الدولي للقطر المعني سوف يرتفع، ينخفض، بمقدار فائض، عجز، الحساب الجاري. وعادة ما تفصل صفقات إحتياطيات السلطة النقدية RT عن بقية صافي الحساب المالي NFAex.

$$CAB= KAB + NFAex +RT\dots\dots\dots (8)$$

$$RT=CAB - KAB- NFAex \dots\dots\dots(9)$$

تبين المتطابقة (9) كيف أن فائض ميزان الحساب الجاري الذي لا يستوعب في حساب رأس المال او التدفقات المالية يضاف الى الاحتياطيات. اي أن المقدار من فائض ميزان الحساب الجاري الذي لا تستخدمه الحكومة، أو مختلف جهات القطاع الخاص في تحويلات رأسمالية أو إستثمارات في الخارج، يضاف الى الاحتياطيات الدولية وتلك الأضافة هي شكل آخر من أشكال الاستثمار في الخارج. والعكس صحيح اي تنقص الاحتياطيات بالمقدار من العجز الذي قصرت التحويلات الراسمالية والتدفقات المالية الداخلة عن تغطيته.

وإن عدنا الى المبدأ المحاسبي، مجموع ميزان المدفوعات يساوي الصفر، وكانت حصيلة الحسابات الثلاثة باستثناء فترة تغير الاحتياطيات الدولية سالبة تغطي بخفض الاحتياطيات الدولية لأن الخفض إنقاص لصافي الأصول الدولية للسلطة النقدية أي تدفقات داخلة بفعل الأنقاص وإشارتها موجبة ، او أن خفض صافي الأصول دائن credit اي إشارته موجبة، وهو معنى المعاكسة بين نتيجة ميزان المدفوعات وتغير الاحتياطيات الدولية، الأضافة اليها مدينة سالبة وخفضها دائن موجب. والمتطابقة (8) هي نقطة إنطلاق المنهج النقدي لميزان المدفوعات وعلى فرض ان العوامل المؤثرة في تغير الاحتياطيات هي في نفس الوقت محددة لميزان المدفوعات.

التوازن الذي وصفته المتطابقات أنفا هو محاسبي او المتحقق الفعلي Ex-Post وحرافيا بعد الحدث التوازني المسبق EX-Ante والأخير يعني تطابق مجموع خطط العرض مع مجموع خطط الطلب لكافة المشاركين في السوق. وفي المنظور الكينزي تطابق الأنفاق القومي المرغوب مع حجم الموارد الموظفة من أجله والتي تتألف من الدخل القومي الممكن التصرف به مضافا اليه او مطروحا منه صافي التدفقات من أو الى الخارج، والأخير هو الوضع التوازني المرغوب اقتصاديا لميزان المدفوعات. أما المنهج النقدي فيتناول توازن ميزان المدفوعات بالعلاقة مع سوق الصرف اي: تكافؤ الطلب على العملة الأجنبية لجميع أغراض التعامل الدولي، إستيرادات وتحويلات... واستثمارات؛ مع عرضها في السوق من جميع مصادرها ، الصادرات ومختلف التدفقات الداخلة من كافة المصادر، لشتى الأغراض. وبهذا المعنى فإن السعر الذي يدور عليه مفهوم التوازن هو سعر الصرف. ولا تعكس البيانات الفعلية وقائع عدم الاتفاق بين العرض والطلب والأسعار التي تضمنتها من قبل أو الأختلال المسبق Ex-ante Disequilibrium لأن البيع والشراء الفعلي هو توازني بطبيعة الأمور. وتحاول السياسات الاقتصادية دفع الحركة نحو توازن أقرب ما يمكن الى الأمتل حسب معاييرها لأن الكساد الكبير هو توازني ايضا على الصعيد الفعلي.

## منهج المرونات السعرية لحركة ميزان المدفوعات

يهتم هذا المنهج بالجزء الأساسي من الحساب الجاري وهو الميزان التجاري، ويفترض أن كلا من الصادرات والأستيرادات دالة بأسعارها. وتتعكس تغيرات سعر الصرف بتلك الأسعار محسوبة بعملة البلد الآخر. ولذا تدرس آثار تغير سعر الصرف من خلال المرونات السعرية للعرض والطلب. المرونة عموماً تعرف بأنها التغير النسبي في المتغير التابع مقسوماً على التغير النسبي في المتغير المستقل: وعلى سبيل المثال:  $y=f(x)$ ؛ مرونة  $y$  للمتغير  $x$  هي:

$$E=(dy/y)/(dx/x) = (dy/dx)(x/y) =(dy/dx)/(y/x) \dots\dots\dots(10)$$

وبنفس المعنى  $dy/y= E(dx/x)$ . ويفترض منهج المرونات إبتداءً، أو ما يسمى، شروط مارشال – ليرنر، بقاء أسعار الصادرات ثابتة بالعملة الوطنية وأسعار المستوردات ثابتة بالعملة الأجنبية؛ أي ان تغير الأسعار مصدره تغير سعر الصرف؛ وأيضاً مرونة العرض السعرية لا نهائية وينحصر أثر تغير سعر الصرف العملة الوطنية، الانخفاض Depreciation أو التخفيض Devaluation بتعديل ميزان المدفوعات. ويحسب الميزان  $T_b$  بالعملة الوطنية، ويعرف سعر الصرف  $R$  بوحدات من العملة الوطنية لوحدة واحدة من العملة الأجنبية وبذا يكون انخفاض أو تخفيض قيمة العملة الوطنية بزيادة  $R$  أو  $dR > 0$ . ونعرض الطريقة الشائعة لأثبات شرط تحسن الميزان .

الصادرات  $X$ ، المستوردات  $M$ ، المرونة السعرية للصادرات  $E_x$ ، المرونة السعرية للأستيرادات  $E_M$ .

$$T_b= X-Rm \dots\dots\dots(11)$$

$$dT_b/dR=dX/dR- R(dM/dR)-M \dots\dots\dots(12)$$

نضرب الطرف الأيمن بالمقدار  $M$  ونقسم عليه والحد الأول بالمقدار  $R/X$  ونقسم عليه:

$$dT_b/dR=M\{[(dx/dR)(r/X)](X/RM)-[(dM/dR)(R/M)]-1\} \dots\dots\dots(13)$$

ومن تعريف المرونة في المعادلة (10):

$$dT_b/dR= M\{E_x(X/RM)-E_M -1\} \dots\dots\dots(14)$$

وبإضافة وطرح  $RM$  إلى الحد الأول:

$$dT_b/dR= M\{E_x(X-RM)/RM)+E_x-E_M -1\} \dots\dots\dots(15)$$

ولتبسيط المقدار وإيضاح الشرط يفترض التوازن، أي ان  $(X-RM)$  يساوي الصفر وبذلك:

$$dT_b/dR= M\{E_x-E_M -1\} \dots\dots\dots(16)$$

ولتبسيط المقدار وإيضاح الشرط يفترض التوازن، أي ان (X-RM) يساوي الصفر وبذلك:

$$dT_b/dR = M\{E_X - E_M - 1\} \dots \dots \dots (17)$$

ولذا يكون  $dT_b/dR$  موجبا أي يتحسن ميزان المدفوعات طالما أن:  $\{E_X - E_M - 1\} > 0$  وهو شرط مارشال – ليرنر. وبما أن  $E_M$  سالبة يقال إذا كان مجموع المرونات أكبر من الواحد يتحسن ميزان المدفوعات. والمقصود القيمة المطلقة للمرونات بغض النظر عن الإشارة. وثمة طريقة أسهل من هذه للتوصل الى نفس النتيجة دون الحاجة الى فرض التوازن التبسيطي. وبدلا عن تعريف حالة الميزان بطرح الأستيرادات من الصادرات تنسب الصادرات الى الأستيرادات، ليكون التوازن هو الواحد الصحيح والعجز والفائض أدنى وأكبر منه على التوالي، (Boyed, et al, 2001).

دول العملات الاحتياطية الدولية، الدولار واليورو والأسترليني ...، لا تهتم بالعملة الأجنبية، بينما الأغلبية الساحقة من دول العالم تنظر الى ميزان المدفوعات من زاوية وفرة أو شحة النقد الأجنبي. ولذا نختار تعريف الميزان بنسبة الصادرات الى الأستيرادات كلاهما بالعملة الأجنبية. ولذا فالصادرات بالعملة الأجنبية هي قيمتها بالعملة الوطنية مقسومة على سعر الصرف كونه وحدات من العملة الوطنية لوحدة من العملة الأجنبية، في التالي نستخدم  $Ln$  لترمز الى اللوغاريتم الطبيعي، ونذكر بان قاعدة إشتقاق اللوغاريتم الطبيعي هي  $Y = LnZ$   $dy/dZ = dz/z$ .

$$T_b = \{(X/R)/M\} \dots \dots \dots (17)$$

$$RT_b = \{X/M\} \dots \dots \dots (18)$$

$$LnR + LnT_b = \{LnX - LnM\} \dots \dots \dots (19)$$

$$(dR/R) + (dT_b/T_b) = \{(dX/X) - (dM/M)\} \dots \dots \dots (20)$$

$$\{1 + [(dT_b/T_b) / (dR/R)]\} = \{[(dX/X) / (dR/R)] - [(dM/M) / (dR/R)]\} \dots \dots \dots (21)$$

الحد الثاني للطرف الأيسر مرونة الميزان مع سعر الصرف  $E_T$  فإن كانت موجبة قد تحسن الميزان. وفي الطرف الأيمن المرونات السعرية للصادرات  $E_X$  ثم الأستيرادات  $E_M$  على التوالي.

$$E_T = E_X - E_M - 1 \dots \dots \dots (22)$$

تبين المعادلة (22) أن ميزان المدفوعات يتحسن طالما كان مجموع المرونات، بقيمها، المطلقة أكبر من الواحد الصحيح. ويمكن إضافة المستوى العام للأسعار في الخارج  $P^*$  والمستوى العام للأسعار في الداخل  $P$ ، وهي أرقام قياسية، وعلى فرض ان أسعار المستوردات بالعملة الأجنبية وأسعار الصادرات بالعملة المحلية تتغيران بنفس معدل تغير المستويات العامة للأسعار في الخارج والداخل على التوالي، وكل المتغيرات أرقام قياسية بما فيها الصادرات والأستيرادات والدخل الحقيقي للقطر المعني  $y$  والخارج  $y^*$ . أين

ما يرد سعر الصرف R فهو للعملة الأجنبية، ويعرّف بوحدات من العملة الوطنية لوحدة واحدة من العملة الأجنبية؛ وسعر الصرف الحقيقي  $R(p^*/p)$ . وعندما يكون R رقما قياسيا يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتا طالما  $R=P/P^*$  ويسمى هذا الشرط تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity. اما سعر صرف العملة الوطنية " قيمة العملة" فهو  $1/R$  وسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية  $(1/R)(P/P^*)$ . ميزان المدفوعات يقاس بالعملة الأجنبية وكذلك مورد الصادرات ولذلك يحوّل السعر المحلي للصادرات الى  $P/R$ . وفيما يلي دوال الطلب على الصادرات والأستيرادات بالأسعار والمرونة الثابتة.

$$X=(RP^*/P)^{E_x} \dots\dots\dots(23)$$

$$M=(RP^*/P)^{E_M} \dots\dots\dots(24)$$

$$\ln T_b = \ln[(XP/R)/MP^*]$$

$$\ln T_b = [E_x \ln(RP^*/P) + \ln(P/R)] - E_M \ln(RP^*/R) - \ln P^* \dots\dots\dots(25)$$

$$\ln T_b = \ln(RP^*/P)(E_x - E_M) + \ln(P/R) - \ln P^* \dots\dots\dots(26)$$

$$\text{Let } \theta = \ln(RP^*/P) ; \ln(P/R) - \ln P^* = \ln(P/RP^*) = -\theta \dots\dots\dots(27)$$

$$\ln T_b = \theta(E_x - E_M - 1) \dots\dots\dots(28)$$

$$dT_b/T_b = (E_x - E_M - 1)(d\theta/\theta) \dots\dots\dots(29)$$

وبتكامل طرفي المعادلة (29) والأستعاضة عن المقدار  $(E_x - E_M - 1)$  بالرمز  $\alpha$  تكون المعادلة (30):

$$T_b = A\theta^\alpha \dots\dots\dots(30)$$

ونرمز لسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية  $\mu$  وهو معكوس  $\theta$  وتكون صيغة المعادلة مع  $\mu$ :

$$T_b = B\mu^\lambda \dots\dots\dots(31)$$

حيث  $\lambda$  سالبة.

المعادلة (28) أضافت شرطا آخر لتحسن الميزان التجاري بأن التغير النسبي في سعر الصرف الحقيقي، للعملة الأجنبية تجاه القطر المعني، موجب وهو المقدار  $(d\theta/\theta)$ . أي أن انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية، المعادلة (28)، يساعد على تحسن الميزان التجاري، وذلك إضافة على شرط مارشال-ليرنر وهو مجموع المرونات  $E_x - E_M$  أكبر من الواحد الصحيح.

أصبح سعر الصرف الحقيقي الفعال للعملة الوطنية Real Effective Exchange Rate مؤشرا متعارفا عليه وهو متوسط موزون بالثقل النسبي للشركاء التجاريين، حسب بيانات التجارة الخارجية للقطر المعني. ولأن سعر الصرف الحقيقي رقم قياسي لذا تحسب مناسب أسعار الصرف مع عملات الدول، ثم الأرقام القياسية النسبية للأسعار ويحسب سعر الصرف الحقيقي مرجحا بالأوزان [16].

ولأختبار المعادلة (30) فيما يتعلق بسعر الصرف. قدرنا معادلة إنحدار من البيانات المجمعة Pooled للسنوات 1995-2018، لكل الدول التي توفرت عنها بيانات في موقع البنك الدولي WDI:

عدد المشاهدات 2129 ، دولة /سنة، معامل التحديد  $R_{sq} = 56.26\%$  ؛ ومعامل التحديد المصحح  $R_{sqadj} = 56.08\%$  ؛ ودربن – واتسن  $D-W = 2.048$ . المعادلة مقبولة خاصة بهذه المقاييس الاجمالية خاصة وأنها من بيانات مجمعة؛ والتقدير في المعادلة (29) التالية:

$$\ln T_{b0} = 0.591 - 0.1349 \ln \theta + 0.9086 T_{b0} \dots\dots\dots(31)$$

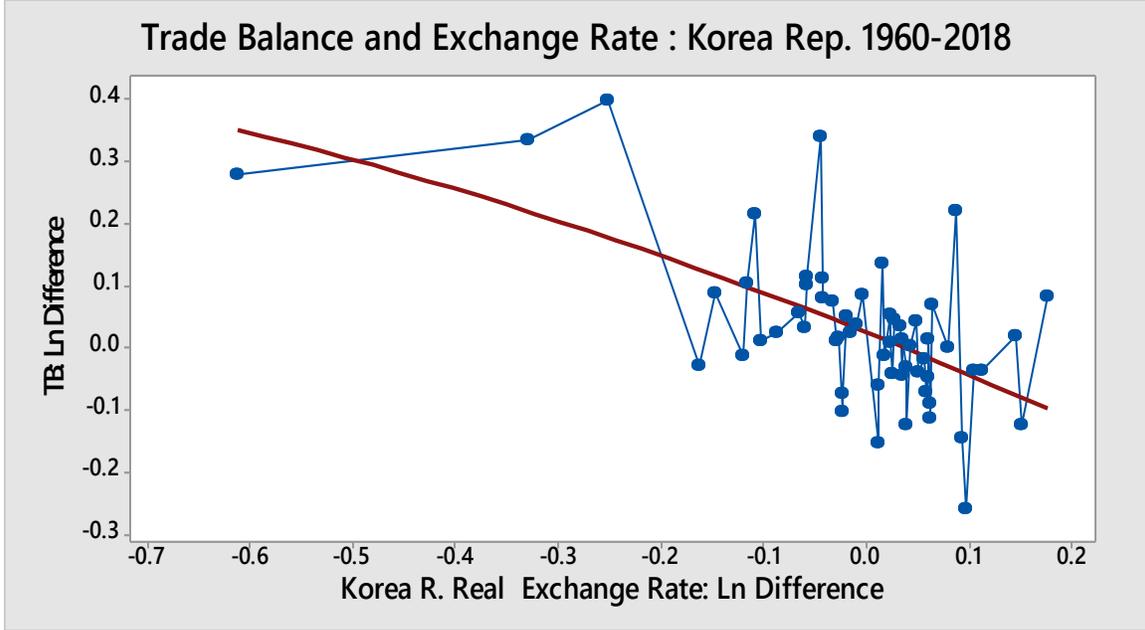
t-sta.	5.37	-5.64	52.09
P-V	0.00	0.00	0.00

إنسجمت إشارات المعاملات مع المتوقع نظريا حيث العلاقة بين الميزان التجاري وسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية عكسية، ومستويات الدلالة صفر تقريبا ما يفيد الاعتمادية الأحصائية العالية. وأوضحت المعادلة (31) أهمية الوضع الابتدائي للميزان التجاري يعبر عنه المتغير  $T_{b0}$

ولقد ساعد كثيرا على تقوية قدرة المعادلة على التفسير، أما الأسعار لوحدها فلا تفسر سوى مقدار ضئيل من مجموع التباين لكنها تعمل في الاتجاه المتوقع نظريا وهو موضع الأهتمام في هذا المبحث.

الشكل رقم (1)

الميزان التجاري وسعر الصرف الحقيقي في كوريا الجنوبية: البيانات لوغاريتمية فرقية



المصدر: إعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك الدولي WDI.

في محاولة تحليل أثر سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية على الميزان التجاري، لمدة طويلة، أجرينا حساب سعر الصرف الحقيقي للعملة الكورية تجاه الدولار الأمريكي للمدة 1960- 2018. ثم قدرنا معادلة أنحدار بين الفروقات اللوغاريتمية للميزان التجاري مفسرا بالفروقات اللوغاريتمية لسعر الصرف الثنائي الحقيقي rer ؛ عدد المشاهدات الفرقية 57 ؛ ومعامل التحديد  $Rsq$  35.68% والمصحح 34.53%؛ ودرين – واتسن  $D-W$  1.586 ؛ البيانات والاتجاه العام للعلاقة معروضة في الشكل (1)؛ والتقدير في المعادلة التالية (30):

$$\Delta \ln T_b = 0.0217 - 0.954 \Delta \ln(rer) \dots\dots\dots(32)$$

t-sta. 1.68 -5.57

PV 0.10 0.00

هذه محاولات لقياس أثر السعر، لكن التحليل يبين ان فعل الدخل على الميزان التجاري أقوى من الأسعار عموما ( الباحث 204)؛ وفاعليته في سلوك الاستيرادات عالية.

### النموذج النقدي لتغير الاحتياطات الدولية وسعر الصرف

نراجع في هذا المبحث كيفية تحديد حجم الاحتياطات الدولية في النموذج النقدي لميزان المدفوعات. وينطلق بناء النموذج من الأساس النقدي في الميزانية العمومية للسلطة النقدية، وحيث تمثل فقرة الاحتياطات الدولية عنصر الربط بين السيولة المحلية وميزان المدفوعات، مع توظيف دالة الطلب على النقود للوصول إلى النتيجة. ويسمح هذا المنحى بتحديد الاحتياطات الدولية على فرض ثبات سعر الصرف أو التعرف على مسار سعر الصرف عند عدم التثبيت.

## تغير الاحتياطات الدولية حسب النموذج النقدي

ينظر المنهج النقدي الى الميزان الخارجي بأنه أساسا ظاهرة نقدية، أو نتيجة تفاعل بين النقود والقطاع الحقيقي؛ وحسب مقارنة والراس للتوازن العام، عندما يبسط الاقتصاد الى سلع ونقود فإن الطلب الزائد على النقود يعني عرض زائد من السلع وهو فائض ميزان المدفوعات والعكس صحيح. وتمثل حركة الاحتياطات الدولية تسوية الطلب الزائد، أو العرض الزائد، في سوقي النقود والسلع. ولذا يقصد بفائض أو عجز ميزان المدفوعات حالة الميزان الشامل: الحساب الجاري وحساب راس المال وصافي تدفقات الأصول المالية، بإستثناء الاحتياطات، حيث يضاف الفائض منه الى الاحتياطات الدولية ويغضى عجزه بنقصها. في الاقتصاد المغلق يقابل العرض الزائد من النقود طلب زائد على السلع المحلية فترتفع الأسعار لتتخفص الأرصدة النقدية الحقيقية ويعود التوازن مع أسعار أعلى. بينما في الاقتصاد المفتوح، وفي ظل نظام سعر الصرف الثابت، يتجه الطلب الزائد على السلع إلى الخارج وتجري تسوية العرض الزائد من النقود في عجز ميزان المدفوعات عبر انخفاض الاحتياطات الدولية، إذ ترتفع الاحتياطات بعرض إضافي من النقود وتنخفض بعملية معاكسة.

ومن بين الفرضيات التي تذكر عادة ان اقتصاد القطر، موضوع الدراسة، صغير بمعنى عدم تأثيره جوهريا بمستويات الدخل الحقيقي والأسعار وأسعار الفائدة في العالم الخارجي. ولذا فإن أسعار السلع والخدمات المتاجر بها معطاة، عادة، وكذلك أسعار الفائدة في حالة الأنفتاح المالي، أي أن الاقتصاد المعني متلقي للأسعار، Price Taker، وليس صانعا لها. كما يفترض المنهج غياب التقييدات والحواجز اي التدفق الحر للسلع؛ وايضا عدم اعتماد السياسة النقدية للتعقيم، Sterilization، لذا ينعكس العرض الزائد من النقود في طلب زائد على العملة الأجنبية، خفض الاحتياطات، والعكس صحيح. وكذلك مرونة إحلال لا نهائية في أسواق السلع وأسواق المال لتكون أسعار السلع والخدمات المتاجر بها وأسعار الفائدة واحدة. وفي الواقع توجد الكثير من الانحرافات عن قانون السعر الواحد أو تعادل القوة الشرائية وكذلك مبدأ تعادل أسعار الفائدة للعديد من الأسباب مبحوثة في محلها من هذا الكتاب.

ومن الفرضيات أيضا استقرار الطلب على النقود إذ يفسر بالقليل من المتغيرات الكلية، وكانت هذه المسألة محورا للكثير من المجادلات النظرية بين الكينزيين وسواهم. لأن عدم استقرار دالة الطلب على النقود يجعل السياسة المالية أرجح من السياسة النقدية، في التأثير على أحوال الميزان الخارجي. بنفس الأهمية افتراض نمط مستقر لعرض النقد ولذا ينطلق مؤيدو المنهج النقدي من عرض النقود بصفته متغيرا خارجيا تحده السلطة النقدية، بينما يرجح الكينزيون داخلية النقود، كما تبين سابقا، ولذا لا بد من البحث الأستقرائي لأختبار أداء النماذج النظرية.

يبدأ بناء النموذج من تعريف الأساس النقدي B بأنه صافي الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي أو صافي الأصول الدولية R وصافي الائتمان المحلي D، الذي يقدمه البنك المركزي إلى الحكومة الوطنية والمؤسسات المالية داخل البلد المعني. وأن عرض النقد M هو المضاعف النقدي u مضروبا بالأساس النقدي:

وتوصيف دالة طلب على الأرصة النقدية الحقيقية  $M_t/P_t$  حيث  $M_t$  النقود الاسمية و  $P_t$  المستوى العام للأسعار؛ والمتغيرات التفسيرية الدخل الحقيقي  $y$  وسعر الفائدة  $i$ . أساس اللوغاريتمات الطبيعية والباقي معاملات:

$$M_t/P_t = Y^\alpha e^{\beta i t} \dots\dots\dots(3)$$

$\alpha > 0$  ؛  $\beta > 0$  لأن العلاقة بين الطلب على النقود والدخل طردية ؛ بينما العلاقة عكسية بين الطلب على النقود وسعر الفائدة.

مبدأ تعادل القوة الشرائية،  $P_t = S P_t^*$  ، يوظف في البحث عن المحددات النقدية للاحتياطيات حيث  $P^*$  مستوى الأسعار في الخارج و S سعر الصرف معرفا بوحدات من العملة الوطنية لوحة من العملة الأجنبية. وبالتعويض عن P في المعادلة (3) بما يساويها وأستخدم اللوغاريتمات، والتعبير عن لوغاريتم المتغير بالحرف الصغير، كما جرت العادة، نتوصل الى :

$$m_t - s_t - p_t^* = \alpha y_t + \beta i_t \dots\dots\dots(4)$$

$$m_t = s_t + p_t^* + \alpha y_t + \beta i_t \dots\dots\dots(5)$$

وتفيد المعادلة (5) ان الطلب على النقود يرتبط طرديا مع الدخل وسعر الصرف ومستوى الأسعار في الخارج وعكسيا مع سعر الفائدة. ويقضي التوازن النقدي مساواة عرض النقود  $M_t$  بالطلب عليها ، وعلى فرض ان النقود خارجية تحدد من السلطة النقدية فهي حاصل ضرب المضاعف النقدي  $\mu$  بالأساس النقدي BM والذي يتألف من صافي الأصول الدولية R، أي صافي الاحتياطيات الدولية للسلطة النقدية، وصافي الائتمان المحلي D.

$$\tilde{M}_t = \mu (BM) = \mu (R+D) \dots\dots\dots(6)$$

ولتسهيل التعامل باللوغاريتمات يصار الى تعريف الائتمان المحلي D بنسبة من الأساس النقدي  $D = \lambda (BM)$  وبذلك يكون المتبقي للاحتياطيات  $BM = (1-\lambda) R$  ؛ وبذا فإن  $R = [(1-\lambda)/\lambda] D$

ومن المعادلة (6) :  $BM = M_t/\mu$  ومنها:  $BM = M_t/\mu$  وذلك بتعويض الطلب على النقود الاسمية محل عرضها بشرط التوازن النقدي إذن:

$$D=\lambda(BM)= \lambda(M_t/\mu).....(7)$$

$$\text{Ln}D_t = \text{Ln}\lambda + \text{Ln}M_t - \text{Ln}\mu .....(8)$$

$$\text{Ln}D_t = \text{Ln}\lambda - \text{Ln}\mu + m_t.....(9)$$

$$\text{Ln}D_t = \text{Ln}\lambda - \text{Ln}\mu + s_t + p_t^* + \alpha y_t + \beta i_t.....10)$$

بما ان سعر الصرف s ثابت فليس له تأثير، و  $\lambda$  ،  $\mu$  ثوابت، لكنها تتغير، لنجمع هذه الثلاثة في المقدار  $h_1$  ونعبر عن  $\text{Ln}D_t$  بالرمز d، كما ان سعر الفائدة  $i$  هو سعر الفائدة العالمي زائداً فرق التضخم المتوقع بين الداخل والخارج، على اساس عدم إختلاف سعر الفائدة الحقيقي، وهو لا شك افتراض تبسيطي مقبول نظريا لكنه في الواقع لا يتحقق.

$$d_t = h_{1t} + p_t^* + \alpha y_t + \beta \{i_t^* + (E\pi_t - E\pi^* t)\}.....(11)$$

وبما ان  $R = [(1-\lambda)/\lambda]D$  ؛

$$\text{Ln}R_t = \text{Ln}[(1-\lambda)/\lambda] + \text{Ln}D .....(12)$$

$$\text{res}_t = h_{2t} + h_{1t} + p_t^* + \alpha y_t + \beta \{i_t^* + (E\pi_t - E\pi^* t)\}.....(13)$$

حيث  $h_2$  رمز المقدار  $\text{Ln}[(1-\lambda)/\lambda]$  ؛ و  $\text{res}$  رمز للمقدار  $\text{Ln}R$ .

المنهج النقدي لميزان المدفوعات او تحديد الاحتياطيات الدولية، المعروض أنفا وهو شائع في الأوساط الأكاديمية، لا يتعدى دالة الطلب على النقود. وإذ أضاف سعر الصرف الى متغيرات الدالة ليستبدل المستوى العام للأسعار بنظيره الخارجي ويبقى بلا وظيفة لأنه ثابت. وبذا غدت الاحتياطيات مرتبطة حسابيا بالنقود عبر إستبدال الطلب عليها ها بعرضها شرطا للتوازن ، وعرض النقود خارجي إذ يحدد البنك المركزي الأساس النقدي ويكائره المضاعف. والاحتياطيات الدولية جزء من الأساس النقدي وبالتالي هي من هذه النقود. وعندما يسمح النموذج لسعر الصرف بالحركة، وهو في الصيغة الأخيرة متضمن في  $h_1$ ، فزيادته تعني زيادة الاحتياطيات الدولية وهي علاقة مقبولة منطقيا لكن المعادلة واحدة أي ان الطلب على النقود قد إزداد أيضا. وفي هذا النموذج ينحصر دور سعر الفائدة في الطلب على النقود ولا تسمح المعادلة الواحدة بالقول ان زيادة سعر الفائدة أدت الى تدفقات مالية من الخارج عززت الاحتياطيات الدولية.

### تحديد سعر الصرف المرن في النموذج النقدي

في المقاربة النقدية أنفا كانت الاحتياطيات الدولية للسلطة النقدية تتغير وسعر الصرف ثابت، وبذا يضاف فائض ميزان المدفوعات الى الاحتياطيات الدولية وبمول العجز عبر انخفاضها وهكذا يبقى سوق الصرف في توازن عند سعر الصرف الثابت. بينما يفترض النموذج النقدي لتحديد سعر الصرف ان تغير السعر

كفيل بتحقيق التوازن. وفي الواقع من النادر ان تترك مهمة التوازن الخارجي برمتها لتغيرات تلقائية في سعر الصرف إذ لا بد من سياسات أخرى تؤثر في الطلب على النقد الأجنبي أو عرضه. ويحسن ، قبل المباشرة بعرض النموذج، الأطلاع على الجدول (1) للتعرف على أنظمة سعر الصرف في العالم. ويتضح أن السلطات الرسمية في غالبية دول العالم تحدد سعر الصرف بأشكال مختلفة. و 16% من الدول تعتمد التعويم الحر لسعر الصرف أي يتحدد في سوق حرة توافرت على تعددية وتنافس من جانبي العرض والطلب و18% أخرى من الدول تعتمد التعويم المدار أي يتحدد السعر في السوق مع تدخل حكومي للتأثير في العرض أو الطلب ليبقى سعر الصرف ضمن المدى المرغوب.

### جدول رقم (1)

توزيع الدول حسب ترتيبات سعر الصرف %

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	ترتيبات سعر الصرف والسنوات
12.5	12.5	13	12.6	13.1	13.1	13.2	13.2	13.2	المجموع
6.8	6.8	7.3	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.3	الربط الصلب بلا عملة وطنية
5.7	5.7	5.7	5.8	6.3	6.3	6.3	6.3	6.9	لجنة العملة
46.4	42.2	39.6	47.1	43.5	42.9	39.5	43.2	39.7	المجموع
22.4	22.4	22.9	23	23	23.6	22.6	22.6	23.3	الربط اللين التقليدي
14.1	12.5	9.4	11.5	11	9.9	8.4	12.1	12.7	ترتيبات الاستقرار
1.6	1.6	1.6	1.6	1	1	1.6	1.6	1.6	الربط الزاحف
7.8	5.2	5.2	10.5	7.9	7.9	6.3	6.3	1.1	شبيه الربط الزاحف
0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.1	الربط ضمن مدى
34.4	35.9	37	35.1	34	34	34.7	34.7	36	المجموع
18.2	19.8	20.8	19.4	18.8	18.3	18.4	18.9	20.1	التعويم المدار
16.1	16.1	16.1	15.7	15.2	15.7	16.3	15.8	15.9	التعويم الحر
6.8	9.4	10.4	5.2	9.4	9.9	12.6	8.9	11.1	ترتيبات أخرى

مصدر البيانات: Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018

متغيرات النموذج مناسب، أرقام قياسية بسيطة، وبذلك صارت مستويات مقاسة بزمان الأبتداء. الأسعار الخارجية  $P^*$  تحول الى الأسعار الداخلية  $P$  بالعملة المحلية عبر سعر الصرف  $S$  وهو وحدات من العملة الوطنية لوحدة من العملة الأجنبية بالزمان  $t$ .

$$P_t = S_t P_t^* \dots \dots \dots (1)$$

وعندما نفترض ان  $P$  و  $P^*$  هي المستويات العامة للأسعار في الداخل والخارج تعبر المعادلة (1) عن مبدأ تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity وهو قانون السعر الواحد. وللحفاظ على تعادل القوة الشرائية يتطلب الأمر بقاء منسوب الأسعار مساويا لمنسوب سعر الصرف.

$$P_t / P_t^* = S_t \dots\dots\dots(2)$$

ومن المعادلة (2) تشتق قاعدة التعادل النسبي للقوة الشرائية، وهنا، يستفاد من تحويل المتغيرات الى اللوغاريتم الطبيعي،  $\ln$ ، لها. وثم اشتقاق اللوغاريتمات للتوصل الى علاقة بين التغيرات النسبية أيضا.

$$\ln P_t - \ln P_t^* = \ln S_t \dots\dots\dots(3)$$

$$d(\ln P_t) / dt - d(\ln P_t^*) / dt = d \ln S_t / dt \dots\dots\dots(4)$$

$$(dP_t / P_t) - (dP_t^* / P_t^*) = dS_t / S_t \dots\dots\dots(5)$$

التغير النسبي في المستوى العام للأسعار يعني معدل التضخم، وتقرأ المعادلة (5) بأن التغير النسبي لسعر الصرف يساوي فرق التضخم بين الداخل والخارج للحفاظ على تعادل القوة الشرائية. لكن الانحراف عن تعادل القوة الشرائية، المطلق والنسبي، متعارف عليه في العالم ومبحوث في هذا الكتاب. ومع ذلك هو نقطة إنطلاق مناسبة في التنظير.

إن تفضيل السيولة أو طلب النقود للمضاربة  $(L(i))$  دالة أسية عكسية بسعر الفائدة في المعادلة (6) التالية أي أن  $\beta$  سالبة وهو معنى العكسية، و الرمز  $e$  أساس اللوغاريتم الطبيعي.

$$L(i) = e^{\beta i} \dots\dots\dots(6)$$

وعند إضافة الطلب على النقود للمعاملات تكون دالة الطلب على النقود كلها في المعادلة (7) حيث  $M$  النقود الاسمية، والأرصدة النقدية الحقيقية  $M/P$ ،  $y$  الناتج (الدخل) الحقيقي، و  $\alpha$  موجبة أي ان الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يرتبط طرديا مع الناتج وعكسيا مع سعر الفائدة. وهنا توصف دالة للطلب على النقود في القطر المعنى ونظيرة لها في الخارج الذي تميز متغيراته بالعلامة (\*).

$$M_t / P_t = Y_t \alpha e^{\beta i_t} \dots\dots\dots(7)$$

$$\ln(M_t) - \ln(P_t) = \alpha \ln Y_t + \beta i_t \dots\dots\dots(8)$$

وجرى العرف على استخدام الحروف الصغيرة للتعبير عن اللوغاريتمات، ونذكر بإشارات المعاملات،  $\alpha > 0$ ;  $\beta < 0$ . ونستخدم المعادلة (3) للتعويض عن أسعار الداخل بأسعار الخارج وسعر الصرف.

$$m_t - p_t = \alpha y_t + \beta i_t \dots\dots\dots(9)$$

$$m_t - (p_t^* + s_t) = \alpha y_t + \beta i_t \dots\dots\dots(10)$$

$$m_t^* - p_t^* = \alpha y_t^* + \beta i_t^* \dots \dots \dots (11)$$

ب طرح المعادلة (11) من المعادلة (10) يمكن جعل سعر الصرف متغيرا تابعا للفرق بين مستويات كل من النقود والناتج وسعر الفائدة بين الخارج والداخل.

$$s_t = (m_t - m_t^*) - \alpha (y_t - y_t^*) - \beta (i_t - i_t^*) \dots \dots \dots (12)$$

ان متغيرات المعادلة (12) بالمستويات نسبة الى سنة الأساس وعرضت توصيفا لسعر الصرف s بموجب المنهج النقدي، إذ يتحرك طرديا مع فرق النقود وعكسيا مع فرق الناتج وسعر الفائدة، عند افتراض ثبات مستويات هذه المتغيرات التي تحمل العلامة \* في الخارج، او معطاة. بتعبير آخر عندما تنمو كمية النقود في الداخل اسرع من الخارج يؤدي هذا السلوك إلى ارتفاع سعر الصرف؛ وينخفض مع نمو الدخل الوطني بأسرع من نظيره في الخارج؛ وكذلك يرتبط سعر الصرف بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة في الداخل. وفي هذه المرحلة نستعيد مطابقة فيشر، والتي تفيد أن سعر الفائدة النقدي يساوي سعر الفائدة الحقيقي زاندا التضخم المتوقع. وعند سريان هذه المتطابقة في الداخل والخارج فإن فرق سعر الفائدة في الداخل عن الخارج هو حصلة الفرق بين أسعار الفائدة الحقيقية والتضخم المتوقع. وللتبسيط يقال أن أسعار الفائدة الحقيقية متساوية في الداخل والخارج، يصبح الفرق في التضخم المتوقع هو المكون الوحيد لفرق اسعار الفائدة ويكتب أدناه.

$$i_t - i_t^* = E(\pi_{t+1}) - E(\pi_{t+1}^*) \dots \dots \dots (13)$$

حيث E علامة التوقع و  $\pi_{t+1}$  و  $\pi_{t+1}^*$  التضخم المتوقع في السنة القادمة في الداخل والخارج على التوالي. وأيضا نسترجع مبدأ تعادل أسعار الفائدة والذي يفيد أن فرق اسعار الفائدة يُعطى في سوق الصرف الأجل أي يساوي سعر الصرف الأجل، المعلوم الآن، ناقصا سعر الصرف الفوري، وهذا المبدأ ينبثق عن الانفتاح المالي، لأن المستثمر يسعى لتعظيم العوائد فسوف تتحرك رؤوس الأموال عبر العملات وصولا إلى التوازن والذي عنده يتوقف الانتفاع من فروقات أسعار الفائدة لأنها مغطاة بحركة أسعار الصرف. ويستعاض في التحليل عن سعر الصرف الأجل بسعر الصرف المتوقع وهو ما يطلق عليه غير المغطى، ويترجم مبدأ تعادل أسعار الفائدة كما في أدناه حيث  $f_{t,t+1}$  هو سعر الصرف الأجل المعلوم في الزمن t:

$$i_t - i_t^* = f_{t,t+1} - s_t \dots \dots \dots (14)$$

ويمكن تعويض المعادلة (13) بالمعادلة (12):

$$s_t = (m_t - m_t^*) - \alpha (y_t - y_t^*) - \beta E(\pi_{t+1}) - E(\pi_{t+1}^*) \dots \dots \dots (15)$$

وكذلك بتعويض المعادلة (14) بالمعادلة (12):

$$s_t = (m_t - m_t^*) - \alpha (y_t - y_t^*) - \beta (f_{t,t+1} - s_t) \dots\dots\dots(16)$$

$$s_t = \{1/(1 + \beta)\} [(m_t - m_t^*) - \alpha (y_t - y_t^*) - \beta f_{t,t+1}] \dots\dots\dots (17)$$

ويمكن إحلال سعر الصرف الأجل  $f_{t,t+1}$  بالمتوقع  $Es_t$  وجعله متغيرا تابعا:

$$Es_t = \{1/\beta(1 + \beta)\} [(m_t - m_t^*) - \alpha (y_t - y_t^*) - s_1] \dots\dots\dots (18)$$

التعيين النقدي لسعر الصرف قد إستند أساسا الى مبدا تعادل القوة الشرائية والصيغ 15-18 اضافت تعادل اسعار الفائدة ولا تؤيد الوقائع انتظام حركة اسعار الصرف بنمط ينسجم مع كليهما، كما سيأتي.

## التوازن السلعي النقدي في النموذج المفتوح

يبدأ هذ المبحث بالمقاربة الكينزية التي تنطلق من إن الطلب يحدد العرض الذي يعبر عنه الناتج أو الدخل في الأمد القصير Run Short وهو زمن منطقي في إطار المفاهيم النظرية Conceptual وليس الزمن الواقعي. ويعرّف الأمد القصير بثبات رصيد رأس المال Capital Stock والتكنولوجيا وحجم القوى العاملة المتاحة وتغير توظيفها Employment أو معدل البطالة. وبتعبير آخر ان الناتج المحتمل ثابت ويتغير الناتج الفعلي، ولذلك يهتم التنظير بمحددات الطلب الكلي الذي ينسجم مع عرض يستجيب للطلب.

### النموذج

يعتمد هذا التنظير على دالة طلب تجميعية على السلع لموازنة العرض؛ أو الناتج مضافا اليه، أو مطروحا منه، فائض، أو عجز الحساب الجاري. ومن جهة أخرى دالة طلب على النقود توازن عرضها. وكأن الاقتصاد يتألف من سوق للسلع وثانية للنقود، وبقية الأسواق مجتمعة. ولذا، عند إنتفاء فائض الطلب أو العرض في سوقي السلع والنقود يكون السوق الثالث، اي بقية الاقتصاد في توازن أيضا. وبالرموز  $y$  الدخل القومي الحقيقي الممكن التصرف به؛ و  $y^*$  الدخل الحقيقي في العالم؛ NPI صافي دخل عناصر الانتاج الأساسية من وإلى الخارج؛ NUT التحويلات الجارية من طرف واحد؛ IM الأستيرادات؛ X الصادرات؛  $m$  الأرصدة النقدية الحقيقية؛  $m^s$  عرض النقود؛  $m^d$  الطلب على النقود؛  $r$  سعر الفائدة الحقيقي  $r^*$  سعر الفائدة الحقيقي في الخارج؛  $\pi$  معدل التضخم؛ C الاستهلاك؛ I الاستثمار؛ G الأنفاق الحكومي الاستهلاكي؛ S سعر الصرف وحدات من العملة الوطنية لوحدة من العملة الأجنبية، ولذا فإن سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية (1/S)؛ T الضرائب؛ p مستوى أسعار السلع المتاجر بها، او المستوى العام للأسعار، في الداخل؛  $p^*$  مستوى أسعار السلع المتاجر بها، أو المستوى العام للأسعار، في الخارج؛ F

ميزان رأس المال وصافي التدفقات المالية من الخارج باستثناء تغيير الاحتياطات؛ CAB الحساب الجاري لميزان المدفوعات؛  $\Delta FR$  التغيير في الاحتياطات الدولية للسلطة النقدية؛ GDP ؛ الناتج المحلي الاجمالي؛ DEP الأندثرات.

المتطابقات (1) إلى (4): الأولى الدخل القومي الممكن التصرف به؛ والثانية تبين الموارد في اليسار والتي يمثلها الدخل القومي الممكن التصرف به وعلى اليمين مجموع الاستخدامات وهي الطلب الكلي المحلي، الاستهلاك وتكوين رأس المال والأنفاق الحكومي، وفائض او عجز الميزان التجاري للسلع والخدمات. والمعادلة (3) متطابقة الحساب الجاري لميزان المدفوعات، والمتطابقة (4) ميزان المدفوعات الشامل وهي ايضا تغيير الاحتياطات الدولية.

$$y = GDP - DEP + NPI + NUT \dots\dots\dots(1)$$

$$y = C + I + G + X + IM \dots\dots\dots(2)$$

$$CAB = NPI + NUT + X - IM \dots\dots\dots(3)$$

$$\Delta FR = CAB + F \dots\dots\dots(4)$$

$$C = c_0 + c_1(y - T) \dots\dots\dots(5)$$

$$IM = a + b_1 y + b_2 [(1/S)(p/p^*)] \dots\dots\dots(6)$$

$$X = \kappa_0 + \kappa_1 y^* + \kappa_2 [(1/S)(p/p^*)] \dots\dots\dots(7)$$

$$T = t_0 + t_1 y \dots\dots\dots(8)$$

$$I = I_0 + dr \dots\dots\dots(9)$$

$$F = k_0 + k_1(r - r^*) \dots\dots\dots(10)$$

المعاملات  $c_1$ ،  $b_1$ ،  $b_2$ ،  $\kappa_1$ ، و  $t_1$  جميعها موجبة وكل من  $\kappa_2$ ، و  $d$  سالبة. وتعاد كتابة المعادلة (2) في المعادلة (11):

$$Y = c_0 + c_1 \{y - (t_0 + t_1 y) + I_0 + dr + G + \kappa_0 + \kappa_1 y^* + \kappa_2 (1/S)(p/p^*) - [a + b_1 y + b_2 (1/S)(p/p^*)]\} \dots\dots(11)$$

ومن المعادلة (11) تستخرج دالة IS تعبر عنها المعادلة (12):

$$y=(B/A)+(1/A)\{[(\kappa_2- b_2)(1/S)(p/p^*)]+dr+\kappa_1y^*\} \dots\dots\dots 12)$$

$$B=[C_0-C_1t_0+I_0+G+\kappa_0-a] ؛ A=[1-C_1+ c_1t_1+ b_1] : حيث$$

متطابقة ميزان المدفوعات (13) ودالة تغير الاحتياطيّات الدولية (14) بالاعتماد على سلوك الصادرات تبعا لسعر الصرف الحقيقي، والأستيرادات اعتمادا على الدخل الحقيقي، والتحويلات الجارية بنوعيتها، وميزان راس المال وصافي التدفقات المالية بدلالة أسعار الفائدة في الداخل والخارج. وفي حالة ثبات سعر الصرف الاسمي S تعتمد الصادرات على الأسعار النسبية بين الداخل والخارج (p/p\*) :

$$\Delta FR= CAB+F \dots\dots\dots(13)$$

$$\Delta FR =\kappa_0+\kappa_1y^* +k_0+NPI+NUT-a-b_1y+(\kappa_2-b_2)[(1/S)(p/p^*)]+k_1(r-r^*)\dots\dots\dots(14)$$

المعادلة (15) دالة الطلب على النقود و  $\alpha$  موجبة وكل من  $\beta$ ،  $\theta$  سالبة.

$$m^s= m^d=m=\alpha y +\beta r +\theta \pi \dots\dots\dots(15)$$

المعادلة (15) دالة التوازن النقدي Lm مشتقة من دالة الطلب على النقود. والعلاقة بين الدخل الحقيقي وكل من سعر الفائدة والتضخم طردية في دالة LM حيث معاملات  $r$  و  $\pi$  موجبة لأن  $\alpha$  موجبة و  $\beta$  و  $\theta$  سالبتان والاشارة سالبة. لأن زيادة سعر الفائدة والتضخم من شأنهما تقليل الطلب على النقود فيسمح نفس المقدار من عرض النقود، تبعا لذلك، بمستوى أعلى من الناتج.

$$y=(m/\alpha)-(\beta/\alpha)r -(\theta/\alpha)\pi \dots\dots\dots(16)$$

المعادلة (16) تبين التوازن النقدي ومعناه:

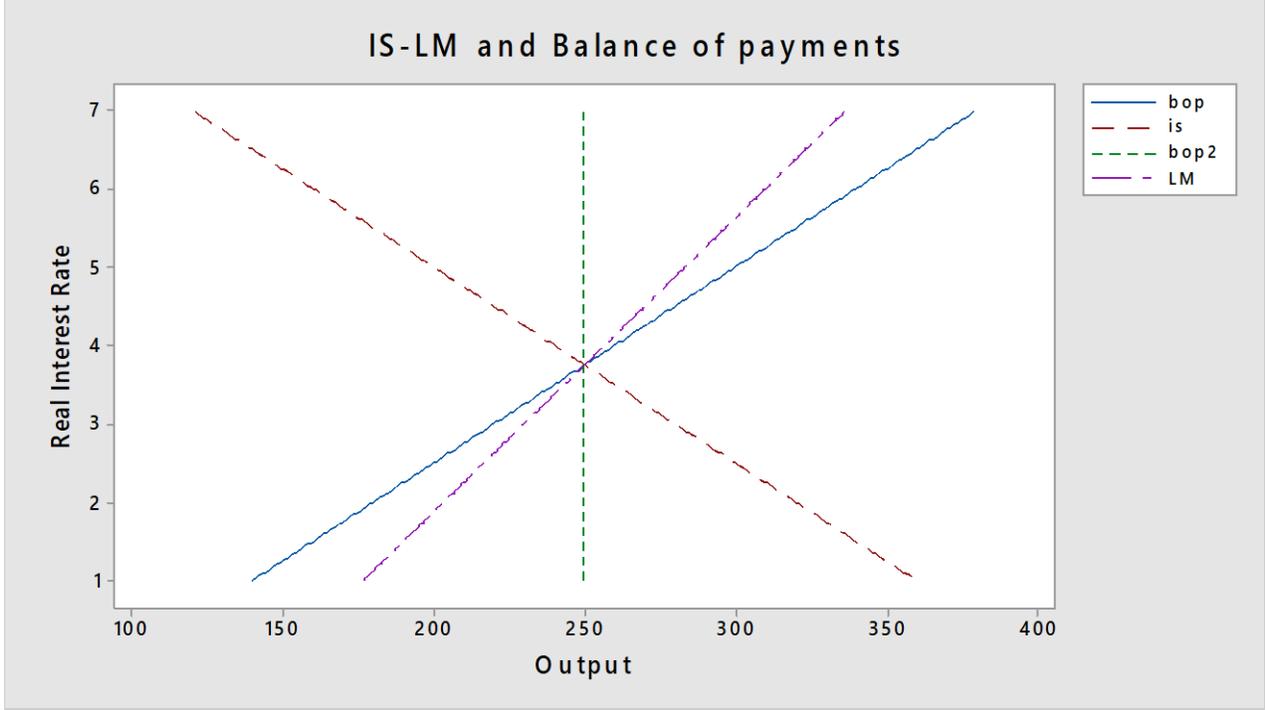
$$m= M^d/P=M/P=M^*/P \dots\dots\dots(17)$$

$M^*$  يعني ان النقود الاسمية معطاة من السياسة النقدية فهي متغير خارجي وبذلك تعاد كتابة المعادلة (16) في (18) التالية:

$$Y=[(M^*/P)/ \alpha]-(\beta/\alpha)r -(\theta/\alpha)\pi \dots\dots\dots(18)$$

## الشكل رقم (2)

التوازن السلعي النقدي : تصور نظري بموجب المعادلات 16-12



المصدر: إعداد الباحث؛ bop ميزان المدفوعات المتغير؛ is التوازن السلعي ؛ LM التوازن النقدي ؛ bop2 مستوى الدخل عند ميزان المدفوعات المعطى.

نظام IS-LM الذي وصفته المعادلات 12، 14، و 16 يفترض ان البنك المركزي يحدد عرض النقد، والأسواق تعين المستويات التوازنية لسعر الفائدة والدخل وسعر الصرف او ميزان المدفوعات. اما عندما يحدد البنك المركزي سعر الفائدة فتستبدل دالة التوازن النقدي LM بسعر الفائدة الذي يستهدفه البنك المركزي الذي يعبر عنه المختصر IRT ليسمى النموذج على وفق هذا النظام IS-IRT

ولذا تضاف معادلة تيلور Taylor Rule بدلا عن المعادلة (16):

$$r_t^T = r_0 + \lambda_1(y_t - y^f) + \lambda_2(\pi_t - \pi^T) \dots \dots \dots (19)$$

$r_t^T$  سعر الفائدة الحقيقي الذي يستهدفه البنك المركزي،  $r_0$  سعر الفائدة الحقيقي التوازني؛  $y$  الناتج الفعلي؛  $y^f$  ناتج الاستخدام الكامل؛  $\pi$  التضخم الفعلي؛  $\pi^T$  التضخم المرغوب، أو المستهدف؛  $t$  يرمز للفترة الزمنية (Handa, 2009, pp 429-433). يرتفع سعر الفائدة المستهدف بعلاقة طردية مع كل من فجوة الناتج وفجوة التضخم أي أن  $\lambda_1$  و  $\lambda_2$  موجبتان. ولأن السلطة النقدية تتعامل مع سعر الفائدة الاسمي  $R$  والذي

يساوي سعر الفائدة الحقيقي والتضخم يضاف الأخير الى الطرف الأيسر من العلاقة السابقة لتكون إزاء المعادلة (20) :

$$R^T_t = \pi_t + r_0 + \lambda_1(y_t - y_f) + \lambda_2(\pi_t - \pi^T_t) \dots\dots\dots(20)$$

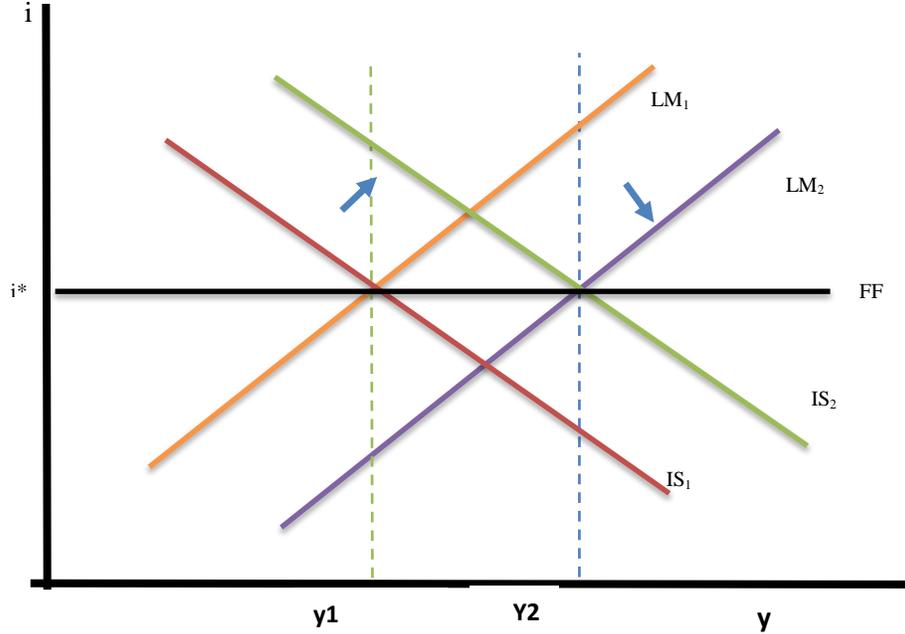
### فاعلية السياسات المالية والنقدية ونظام سعر الصرف

عند تخفيض سعر صرف العملة الوطنية (زيادة S) يتحول منحنى IS إلى اليمين لأن القدرة التنافسية للدولة قد تحسنت إزاء العالم ويتحول Switch الطلب نحو المنتجات المحلية. ولا بد للسلطات النقدية من استيعاب فائض ميزان المدفوعات في الاحتياطات الدولية كي لا يرتفع سعر صرف العملة الوطنية إلى ما كان عليه قبل التخفيض أي أنها أصبحت ملتزمة لسعر الصرف الجديد. وإن زيادة الاحتياطات الدولية تعني زيادة الأساس النقدي وبالتالي ارتفاع عرض النقد فيخفض منحنى LM ليتقاطع مع منحنى IS الجديد عند نفس المستوى لسعر الفائدة قبل التخفيض وهو المستوى الدولي ولكن مع ناتج محلي (دخل) أكبر، كما في الإيضاح الذي يعرضه الشكل (3). وذلك يعني فاعلية سياسة التخفيض. وتتوقف مصداقية هذه الآلية النظرية على مدى واقعية فرضياتها، خاصة وان الأسعار، في النموذج، لا زالت ثابتة حتى مع التخفيض والتوسع النقدي الذي ترتب عليه. أي ينخفض سعر الصرف الحقيقي بنفس مقدار انخفاض سعر الصرف الاسمي بالاستفادة من فرضية ثبات الأسعار وفي العالم الواقعي قصة أخرى.

وأيضاً يتحدث شراح النموذج عن تدفقات رأسمالية تحصل وهذه تفسر في تحرك منحنى IS إلى اليمين بعد التخفيض مع بقاء LM على حاله لفترة، يرتفع فيها سعر الفائدة فوق المستوى الأول فيسبب تلك التدفقات التي تتراكم في الاحتياطات الدولية للبنك المركزي مع فائض الميزان التجاري نتيجة التخفيض فيتوسع عرض النقد عند ذلك ويتحرك منحنى LM إلى اليمين ليعود سعر الفائدة إلى مستواه الدولي وتتوقف العملية عند مستوى جديد للدخل. ومنطقياً توجد الفترة التي يرتفع فيها سعر الفائدة في الزمن المنطقي وليس الفعلي ولذلك لا تسمح بتدفقات رأسمالية والأفضل نظرياً التعويل على فائض الحساب الجاري تستوعبه الاحتياطات الدولية ثم يتناقص تدريجياً مع التوسع النقدي ليختفي عند التوازن الجديد. ومرة أخرى ستختلف النتائج كثيراً لمجرد السماح بتغير الأسعار، في النموذج. وغالباً ما لا تسمح حركة الأسعار بتخفيض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية والقدرة التنافسية الدولية متعلقة بسعر الصرف الحقيقي دون الاسمي. وبتعبير أبسط تكون النتائج الموصوفة للتخفيض صحيحة بقدر انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية نتيجة لتعديل سعر الصرف الاسمي.

### الشكل رقم (3)

#### أثر تخفيض قيمة العملة الوطنية Devaluation



المصدر: شائع. يوضح الشكل البياني دور تخفيض قيمة العملة المحلية في رفع مستوى النشاط الحقيقي فيتحرك IS إلى اليمين؛ ولأن فائض ميزان المدفوعات يعني زيادة الأساس النقدي والتالي عرض النقد فينتقل LM إلى اليمين، أيضاً، ليكون LM<sub>2</sub> ويتقاطع مع IS<sub>2</sub> ليزداد الناتج إلى y<sub>2</sub>.

وعند العودة الى معادلات النموذج نلاحظ أن زيادة الأنفاق الحكومي G تعني تحول IS إلى اليمين، أي زيادة الطلب الكلي، والانتقال إلى مستوى أعلى من الدخل التوازني. وبهذا تكون لزيادة الأنفاق الحكومي نفس نتائج التخفيض ولذلك صار بحكم المتفق عليه القول بفاعلية السياسة المالية مع سعر الصرف الثابت. أما ارتفاع سعر الفائدة الدولي فيؤدي إلى تدفقات رأسمالية إلى الخارج وبالتالي زيادة الطلب على العملة الأجنبية وللحفاظ على سعر الصرف ثابتاً تعتمد السلطات إلى بيع جزء من احتياطياتها الدولية فيخفض عرض النقد ويتحرك LM إلى اليسار لينخفض مستوى الناتج التوازني. وما تقدم يبين كيف أن الانفتاح المالي يرفع مخاطر التعرض إلى انعكاسات سلبية من سياسات الدول الأخرى. وعندما تُنتهج سياسة نقدية توسعية بهدف تخفيض سعر الفائدة لأنعاش الاقتصاد تبدأ عملية الاقتراض من الداخل والاستثمار في الخارج للانتفاع من فروقات أسعار الفائدة في ظل ثبات سعر الصرف وتسمى هذه العملية تجارة الكاري Carry Trade. ويؤدي الطلب المتزايد على العملة الأجنبية في الداخل، العرض الزائد للعملة الوطنية، إلى هبوط سعرها تجاه العملة الأجنبية، وللحفاظ على ثبات سعر الصرف تتولى السلطات زيادة عرض العملة الأجنبية من الاحتياطيات الدولية. وعند الاستمرار تستنزف الاحتياطيات الدولية، وهكذا أما تتراجع السلطة النقدية عن نهج الاستقلال، في سياستها، وترفع سعر الفائدة إلى المستوى الخارجي أو تتخلى عن التثبيت أو تقيد حركة رأس المال.

ويعبر عن الأستنتاج النظري أنفاً بالثلاثية المستحيلة Impossible Trinity ويراد منه ان السياسة الاقتصادية في ظل الانفتاح المالي، الحركة الحرة لرأس المال، لا تستطيع الجمع بين سعر الصرف الاسمي ثابتاً والاستقلال في السياسة النقدية أو كما يقال سيادية السياسة النقدية. فالثلاثية هي التدفقات الحرة لرأس

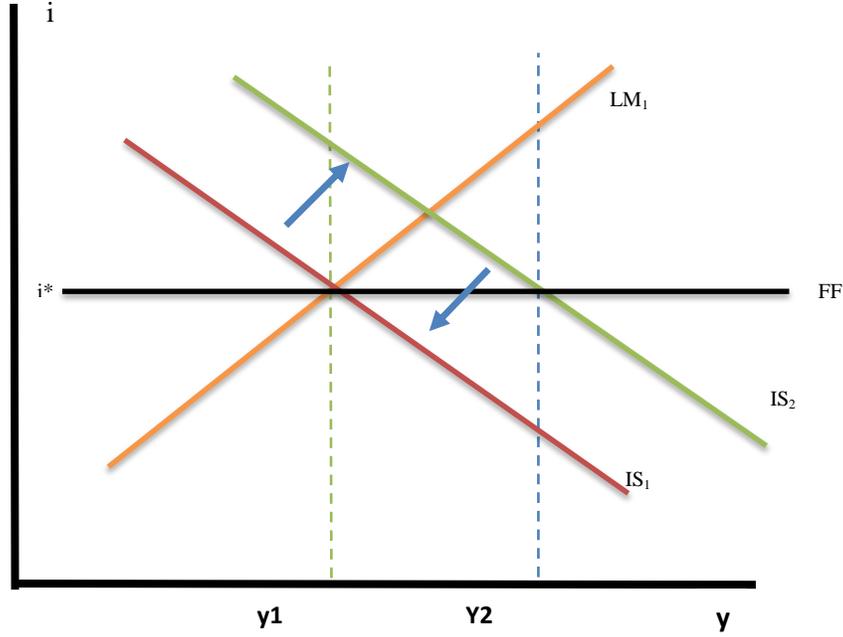
المال دخولا وخروجاً أولاً، وسعر الصرف الثابت ثانياً، والاستقلال في السياسة النقدية أي تحديد سعر الفائدة استناداً إلى اعتبارات داخلية، وقد تكون أعلى أو أدنى من نظيرتها الأجنبية، ثالثاً. والمقصود هنا سعر الفائدة مجرداً من هوامش المخاطرة. وتأتي الاستحالة، وفق هذا التصور النظري، من مبدأ تعادل أسعار الفائدة Interest Rate Parity في ظل الانفتاح المالي. ويعني الأخير أن فروقات سعر الفائدة، صافية من المخاطرة، بين العراق والولايات المتحدة، مثلاً، تساوي نسبة انخفاض أو ارتفاع سعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار. فعندما يتوقع المتعاملون أن سعر صرف الدينار تجاه الدولار سوف يتحسن بنسبة اثنين بالمائة، مثلاً، فيجب أن يكون سعر الفائدة في العراق أدنى من نظيره الأمريكي بنسبة اثنين بالمائة أيضاً. فإذا كان سعر الفائدة في الولايات المتحدة 6 بالمائة يكون في العراق 4 بالمائة. وتبعاً لهذا الشرط، نظرياً، إذا اعتمد العراق سعر الصرف الثابت للدينار تجاه الدولار تكون أسعار الفائدة متساوية في البلدين، ما يعني فقدان الاستقلال في السياسة النقدية. لأن البنك المركزي يوجه سياساته للحفاظ على سعر الفائدة المتساوي مع الخارج، وبخلافه إذا انخفض في العراق عن نظيره الأمريكي تحصل تدفقات رأسمالية عنيفة للخارج، وعندما يكون سعر الفائدة في العراق أعلى من نظيره في الخارج يحصل العكس أي إغراق العراق بالتدفقات الداخلة. لكن الاستحالة الثلاثية تتطلب الصفاء التام للنموذج المفترض من جهة طواعية انتقال رأس المال وحساسيته العالية للفائدة. ولا تؤيد الاختبارات التجريبية مبدأ تعادل أسعار الفائدة تماماً وتعرض هذا النموذج النظري في الممارسة الكثير من العقبات (الباحث، الاقتصاد المالي الدولي و السياسة النقدية).

وندرس، فيما يلي، مضامين النموذج مع سعر الصرف المرن والذي معه، حسب فرضيات النموذج ونقائه النظري تنتفي فاعلية السياسة المالية لأن زيادة الأنفاق الحكومي عندما يرتفع IS إستجابة لها يقود إلى رفع سعر الفائدة فوق المستويات الدولية فيؤدي تدفق رؤوس الأموال من الخارج إلى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية فتتخفض الصادرات وتزداد الاستيرادات وتستمر هذه العملية إلى أن يعود IS إلى ما كان عليه قبل إجرأت السياسة المالية كما في الشكل (4).

بينما يسمح سعر الصرف المرن بفاعلية للتوسع النقدي تماثل نتائج التخفيض مع سعر الصرف الثابت. فالتدفقات الرأسمالية إلى الخارج التي سببها التوسع النقدي تعني تحرك LM إلى اليمين ما يقود إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية. ولهذا السبب يرتفع الطلب الفعال نتيجة لتحسن القدرة التنافسية الدولية للاقتصاد الوطني. أي يتحرك IS إلى اليمين ليكون المستوى التوازني الجديد للدخل أعلى مما كان عليه قبل التوسع النقدي وعند سعر الفائدة الدولي، من جديد. و لهذا يقال السياسة النقدية فعالة مع سعر الصرف المرن. بينما تصبح السياسة المالية ليست فاعلة لأن زيادة الأنفاق الحكومي مع عرض النقد القائم تؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الوطني فوق المستوى الدولي ثم تدفقات رأسمالية داخلة نتيجتها ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية لإحباط التوسع المالي والعودة إلى الأصل.

ومع سعر الصرف المرن لا يكون لارتفاع سعر الفائدة الدولي مثل النتائج مع سعر الصرف الثابت. ما دامت التدفقات المالية الخارجة تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية فيتحرك منحنى التوازن السلعي IS إلى اليمين والنتيجة يرتفع الدخل مع سعر الفائدة الدولي الجديد. وبذلك تستوعب مرونة سعر الصرف تغيير أسعار الفائدة الدولية على نحو إيجابي.

الشكل رقم (4)  
عدم جدوى سياسة الأنفاق الحكومي مع سعر الصرف المرن

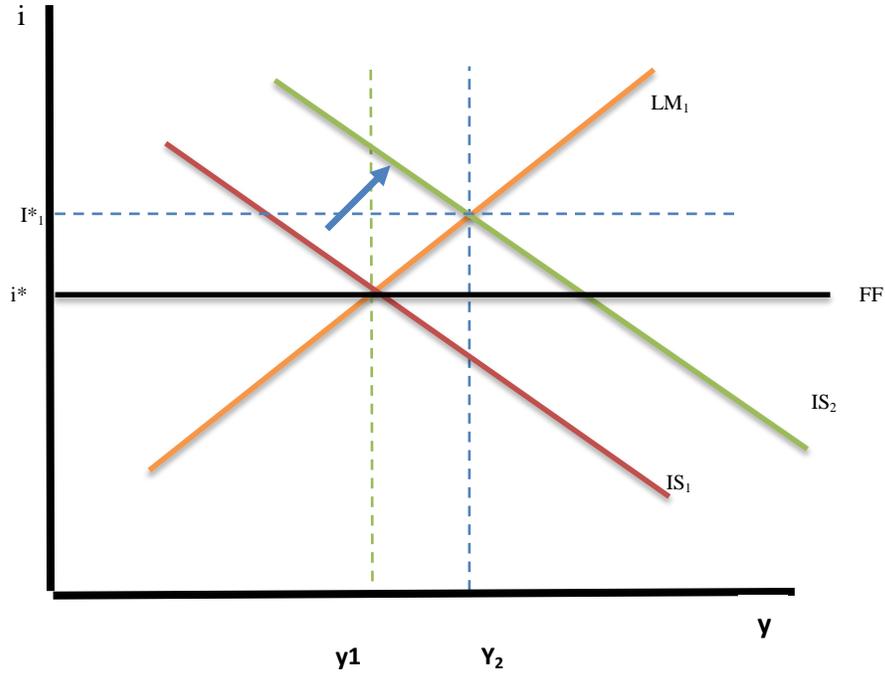


المصدر: شائع. يبين هذا الشكل عدم جدوى زيادة الأنفاق الحكومي ( السياسة المالية) مع سعر الصرف المرن لأن ذلك يؤدي إلى رفع سعر الفائدة فوق المستوى الدولي، فتزداد التدفقات المالية من الخارج فيرتفع سعر صرف العملة الوطنية وتنخفض القدرة التنافسية الدولية للبلد وتراجع الصادرات و تزداد الاستيرادات فيعود IS إلى ما كان عليه IS<sub>1</sub> و الناتج إلى  $y_1$ .

نظريا يجعل نظام سعر الصرف المرن للتوسع النقدي فاعلية جوهرية في تغيير الدخل، وهي مما يحدث في اقتصاد مغلق . في الأخير عند التوسع النقدي يتحول منحنى LM ليسمح بتوازن سلعي - نقدي مع سعر فائدة أقل ودخل أعلى. أما في الاقتصاد المفتوح ومع سعر الصرف المرن يتحول منحنى IS أيضا لأن سعر الصرف من المتغيرات المحددة للاستثمار، وتظهر في منظومة المتغيرات التفسيرية لمعادلة المنحنى، وهذا التحول بسبب انخفاض سعر صرف العملة الوطنية بالتوسع النقدي. أما القول بضعف السياسة المالية في نظام سعر الصرف المرن، فلأن التوسع المالي يقدم دفعة من الطلب المستقل وبالتالي يتحول منحنى IS ليصبح التوازن مع سعر فائدة أعلى ودخل أعلى ويرتفع سعر صرف العملة الوطنية كذلك نتيجة التدفقات من الخارج نتيجة الحركية تامة لرأس المال عبر الحدود فتنشأ عملية تنتهي إلى إحباط تدابير السياسة المالية التوسعية. أي تنخفض الصادرات ويزداد عرض النقد نتيجة التدفقات الرأسمالية من الخارج والذي يعني تزايد الطلب على العملة الأجنبية ثم انخفاض سعر الفائدة وانخفاض سعر صرف العملة الوطنية والعودة إلى الوضع الأساسي أو قريبا منه على قدر حركية رأس المال إن لم يكن رأس المال حرا في حركته بالكامل (Wang, PP 163-165).

### الشكل رقم (5)

استيعاب سعر الصرف المرن تغيرات سعر الفائدة على المستوى الدولي



المصدر: شائع. يبين الشكل أعلاه كيف يستوعب نظام سعر الصرف المرن تغيرات سعر الفائدة على المستوى الدولي، فعندما ارتفع إلى  $i^*_1$  أدت التدفقات الخارجة إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، ومن نتيجة هذا الانخفاض تحرك المستوى التوازني للطلب السلعي إلى  $IS_2$  ليتقاطع مع  $LM$  عند المستوى الدولي الجديد لسعر الفائدة ومع ناتج أكبر  $y_2$ .

وعندما تقيّد حركة رأس المال يعود للسياسة المالية دورها حتى مع سعر الصرف المرّن، بينما يضعف تأثير السياسة النقدية. لأن حركة رأس المال تغير عرض النقد وسعر الصرف، ولذا فإن القول بعقم السياسة المالية مع التعويم يفترض الحركية التامة للأموال عبر الحدود وطالما لا يتحقق هذا الفرض مثلما هو الحال في العراق ودول أخرى، في الواقع وليس بسبب تقييد إداري، تبقى السياسة المالية فاعلة.

وحين سريان نظام سعر الصرف الثابت يصبح دور كل من السياستين المالية والنقدية عكس ما هو عليه في نظام سعر الصرف المرّن. لأن التوسع النقدي في هذا النظام سرعان ما يلغى بفعل استنزاف الاحتياطيات الدولية لتعويض عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات. بينما يتعزز أثر التوسع المالي بزيادة الاحتياطيات الدولية بفعل ارتفاع سعر الفائدة الذي يستدعي زيادة صافي التدفقات الأجنبية. أي ان التحول في منحني  $IS$  يستتبع تحولا في منحني  $LM$  بنفس الاتجاه. ولذلك يقال ان السياسة المالية أمضى أثرا من السياسة النقدية مع الانفتاح المالي وسعر الصرف الثابت وهو نموذج العراق لو تحققت بالفعل الحركية التامة لرأس المال. ولأنها ليست كذلك نعود إلى نموذج الاقتصاد المغلق تقريبا.

ولقد اتضح لحد الآن كيف أن التنظير يفيد استمرار فاعلية السياسة المالية في العراق في مقابل ضعف السياسة النقدية.

## السياسات ونظام سعر الصرف في مقاربات أخرى

يحبذ كينز (1909) تثبيت العملة الوطنية تجاه عملة أخرى معرفة بالذهب بسعر ثابت، ودعا حكومة بلاده الى اعتماد هذه الترتيبات بعد الحرب العالمية الأولى (Tily, 2012). وهي الفكرة الأبتدائية لما أصبح يسمى نظام تبادل الدولار بالذهب بعد الحرب العالمية الثانية في ظل إتفاقية بريتون - وودز. ويرى كينز من الأفضل أن يحافظ البنك المركزي على ثبات سعر الصرف عبر بيع وشراء العملة الأجنبية في سوق الصرف دون إستخدام سعر الفائدة لهذا الغرض. أي توظيف سعر الفائدة أداة للسياسة الاقتصادية في الداخل ولا تعطل باحتجازها لاستقرار سعر الصرف الذي يستطيع البنك المركزي ضمانه بالأشغال عليه في سوق الصرف مباشرة. ولم يزل هذا التصور صحيحاً لأن أغلب الدول النامية تبقى بعيدة عن الأنفتاح المالي Financial Openness التام المفترض في " الثلاثية المستحيلة" حتى وإن أجازها القانون. وذلك لوجود الكثير من العقبات إضافة على التقدير المبالغ به للمخاطر، والذي يؤثر في التدفقات المالية عبر الحدود، وايضا محدودية فرص الاستثمار الجاذبة للتدفقات الأجنبية. والدليل على ذلك ارتفاع اسعار الفائدة في العراق لأكثر من 20% مع ارتفاع سعر صرف الدينار العراقي بحيث تجاوز العائد الاسمي السنوي على الدينار 30% أي ان المبلغ بالدولار عند تحويله الى الدينار واستثماره في العراق وإعادة تحويله الى الدولار يحقق مكاسب تزيد على 30% ومع ذلك لم تدخل اموال أجنبية الى العراق عامي 2007 و2008 على سبيل المثال.

ينظر إلى مرونة الاسعار المحلية من الناحية النظرية بأنها بديل عن مرونة اسعار الصرف بمعنى انخفاض الاسعار المحلية للسلع المعدة للتصدير وبالتالي تزداد الصادرات دون الحاجة الى خفض سعر صرف العملة الوطنية. لكن الاسعار، عادة، ليست على هذه الدرجة من المرونة في الاقتصاد المعاصر ولا نتوقع انخفاضها إلا لأسباب جلية، ولذلك تكون مرونة سعر الصرف مهمة مبدئياً. فهي تقلل الحاجة الى الاحتياطات، ونظرياً يمكن ترك مهمة توازن المدفوعات الخارجية لسعر الصرف، ولكن قد يتطلب التوازن تغيرات واسعة في سعر الصرف. خاصة وان الكثير من الابحاث بينت المرونة الواطئة لوضع ميزان المدفوعات تجاه سعر الصرف انعكاساً لمرونة سعرية منخفضة للطلب على الاستيرادات. اما اذا كانت موارد الصادرات متقلبة، كأن تعتمد على سلعة واحدة او قليل من السلع وبالاخص من المواد الاولية، فقد تتعرض لصدمة خارجية سعرية عنيفة تؤدي الى انخفاض حاد في موارد العملة الأجنبية يعكس في عجز كبير لميزان المدفوعات من الصعب تصور إستيعابه بتغيرات محدودة في سعر الصرف. كما ان مرونة سعر الصرف ومهما كانت عالية لاتلغي الحاجة الى الاحتياطات طالما لاتسمح السياسة الاقتصادية بتقلبات واسعة في سعر الصرف وبالتالي لا بد من احتياطات تستخدم لحصر التغيرات السعرية في النطاق المقبول.

ثمة مسألة أخرى وهي ان تثبيت سعر العملة الوطنية تجاه عملة دولية رئيسية لايعني ثبات معدل التبادل بين العملة الوطنية وجميع العملات الاخرى. طالما إن تلك العملة الدولية هي عائمة تجاه العملات الاخرى. بتعبير ايسر يتغير الدينار تجاه اليورو والباوند الاسترليني والين وغيرها من العملات تبعاً لتغير سعر صرف الدولار تجاه هذه العملات. وقد كانت تلك التغيرات لايستهان بها احياناً اما اذا كان الدينار عائماً تجاه الدولار فيصبح التعويم في هذه الحالة عام Generalised. ان العلاقة بين سعر الصرف ووضع ميزان المدفوعات وبالتالي الطلب على الاحتياطات الدولية معقدة في الواقع ولايمكن اختزالها بصيغ تبدو لطيفة وجذابة نظرياً لكنها تفنقر الى المصادقية العملية.

بحسب متابعة فرانكل لتطور السياسة النقدية في البلدان الناهضة ( Frankel PP17-18 ) إنها تحولت من اعتماد سعر الصرف عاقلاً اسماً (Nominal Anchor) بعد سلسلة من أزمات العملة واتجهت نحو المرونة في أسعار الصرف لتعتمد عاقلاً بديلاً. فتصادف أن استهداف التضخم كانت قد روجت له البلدان المتقدمة فتوجهت إليه. لكن سعر الصرف المحدد رسمياً لم يزل معتمداً لدى أغلب البلدان النامية والناهضة ومنها البلدان النفطية وأخرى تستهدف سعر الصرف ضمن مدى للحركة. ومن الخصائص التي تختلف بها البلدان النامية والناهضة، عن المتقدمة متنوعة الصادرات، مدى التقلبات ذات الطابع الدوري أو غير المنتظمة التي يتعرض لها الاقتصاد ارتباطاً بأسعار المواد الأولية التي تصدرها أو التدفقات المالية من الخارج أو مواسم الزراعة إضافة على ضغوط التضخم من جانب العرض كما حصل للعراق في تجربة السبعينات وبعد عام 2003. وفي البلدان النفطية يضاف، بصفة خاصة، المرض الهولندي. ولذلك فإن السياسة المالية والنقدية تواجه مهمات معاكسة الدورة وتمهيد التقلبات ومعالجة المرض الهولندي أو اتخاذ تدابير وقائية لتجنبه وتسهيل النهوض الاقتصادي وإدارته .

وقد لوحظ انسجام التدفقات المالية مع الدورة وليست معاكسة لها وذلك لا يعول عليها لمعالجة تقلبات الحساب الجاري بل أصبحت في بعض البلدان عبئاً على السياسة الاقتصادية واضطرتها للاحتفاظ بحجوم كبيرة من الاحتياطات الدولية. وفي بعض البلدان هناك علاقة بين التدفقات المالية ووضع الموازنة العامة أو عندما يتوسع الإنفاق ممولاً بقروض يزداد الطلب على التمويل الخارجي، بصورة مباشرة أو غير مباشرة، والعكس عندما تعتمد الحكومة إلى خفض مديونيتها وخفض الإنفاق انسجماً مع تلك السياسة. لاشك في العلاقة بين استقلال ( مرونة حركة) السياسة النقدية وسعر الصرف المرن مقارنة بسعر الصرف الثابت. إذ مع الأخير لا تستطيع التوسع النقدي كما تريد أو تحرك سعر الفائدة بالاتجاهات الملائمة للتشغيل الكامل، بل قد ترتضي خفضاً لمستوى النشاط الاقتصادي مراعاةً لمتطلبات بقاء سعر الصرف ثابتاً. لكن هذا لا يعني بالمقابل إن سعر الصرف المرن يوفر حرية تامة للسياسة النقدية لأن المرونة لها حدود أيضاً، وبالتالي يصبح الفارق نسبي بين السياسة النقدية مع سعر الصرف الثابت والأخرى مع سعر الصرف المرن بالمعنى العملي، وليس كما بينه النموذج المجرد مع فرضيات ثبات الأسعار آنفاً.

وان المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف تعتمد المقارنة بين فاعليتها في التضخم والنمو الاقتصادي وأداء القطاع المالي والتوازن الخارجي. أو فرص السياسة النقدية وسياسات الاقتصاد الكلي الأخرى في خدمة أهداف الاستقرار والنمو. وقد توصل ( Hernandez ) في دراسته النظرية إلى إن سعر الصرف المرن يجعل الاقتصاد أكثر تحملاً للتضخم. وكان يحاكي في نموذجه النظري اقتصاداً نامياً في بيئة أمريكا اللاتينية بل إن تزايد التضخم نحو سقف معين يؤدي إلى رفع معدل النمو الاقتصادي، وبعد تجاوز التضخم لذلك السقف تنعكس العلاقة بين النمو والتضخم، وهذا الأثر المتغير لزيادة التضخم على النمو الاقتصادي أيده أبحاث تجريبية أخرى. وبيّن أيضاً إن النمو الاقتصادي مع سعر الصرف الثابت يتأثر سلباً بالتضخم الداخلي والخارجي. ومن الضروري التنبيه إلى أن اثر التضخم على معدل النمو هو محصلة لعلاقة كل منهما مع متغيرات أخرى ومنها سعر الفائدة والائتمان، والاستثمار والكثافة الرأسمالية، والانتاجية والتكاليف الحدية والصادرات.

ومن القواعد المعيارية ( Standard ) للسياسة Policy في ظل الانفتاح المالي وحرية التدفقات الخارجية وسعر الصرف المرن أن السياسة النقدية فاعلة والسياسة المالية ليست كذلك، كما تبين في الأشكال البيانية للنموذج. لكن عندما تقيّد التدفقات المالية ويضيق مدى حركة سعر الصرف يختلف التأثير الفعلي للسياسات. وتتطلب المصدقية المنطقية لهذه القاعدة إهمال انعكاس تغيرات سعر الصرف على المستوى العام للأسعار، بمعنى أن سعر الصرف، وفي ظل التعويم الحر، يتحرك لاستيعاب فجوة الطلب أو العرض الزائد في سوق العملة الأجنبية وبهذا يستطيع البنك المركزي التحكم بالسيولة على أساس الاستقلال التام. لكن التفاعل بين تغيرات سعر الصرف والمستوى العام للأسعار ينتقص من قاعدة انفراد السياسة النقدية بالفاعلية. بتعبير آخر إن القول بفاعلية السياسة النقدية مقابل تعطل السياسة المالية هو استنتاج من نموذج مبسط للاقتصاد الكلي المفتوح مع سعر الصرف العائم وهذا التبسيط يغفل مبادئ أخرى راسخة في الاقتصاد النقدي ومنها قانون السعر الواحد أو تعادل القوة الشرائية ( PPP ).

ويتضمن النموذج ما يتبناه غير الكينزيين من عدم فاعلية السياسة المالية مع سعر الصرف المرن. إذ تؤدي زيادة عرض النقد إلى رفع مستوى الانتاج والاستيرادات والعجز التجاري وذلك عند الانطلاق من وضع التوازن التجاري والبطالة فوق المعدل الطبيعي. وبما إن زيادة عرض النقد تخفّض سعر الفائدة فسوف تزداد التدفقات الرأسمالية إلى الخارج. ويمكن متابعة التغيرات حسب هذا النموذج إذ يختفي العجز التجاري بانخفاض سعر صرف العملة الوطنية الذي يخفّض الاستيرادات ويرفع الصادرات فيزداد الطلب الكلي الفعال بالمقدار الضروري للتوازن السلعي النقدي. بينما على العكس من ذلك تولد زيادة الإنفاق الحكومي عجزاً تجارياً عبر زيادة الدخل، فيحصل ضغط لرفع سعر الفائدة ما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية فترتفع الاستيرادات وتنخفض الصادرات ثم يتراجع مستوى الدخل بفعل انخفاض الطلب الكلي الفعال وهكذا يستنتج إن السياسة النقدية أكثر فاعلية من السياسة المالية ( الأشكال البيانية أنفا). لكن الآلية المبينة بموجب هذا النموذج تفترض أن الآثار فورية وتجري جميعها في لحظة واحدة أي ليس للتعاقب المنطقي مقابل في تعاقب زمني. ومن الصعب قبول الحركية التامة لرأس المال عبر الحدود والحساسية البالغة لتغيرات سعر الفائدة وهو ما نتناوله في مكان آخر. مع التحفظ أيضاً على استجابة الاستيرادات والصادرات فوراً لتغيرات سعر الصرف.

وقد دعم الاستنتاج آنف الذكر الانحياز الأيديولوجي نحو السياسة النقدية للإيحاء بعدم فاعلية السياسة المالية وأنها تنتمي إلى عهد سعر الصرف الثابت. وفي الاقتصاد العراقي لا يوجد تعويم حر أو ما يقارب ذلك، لأن الدولة تحتكر عرض العملة الأجنبية من مصدره الأول لطبيعة الصادرات النفطية، والمحتكر صانع السعر. والتعويم الحر لأسعار الصرف بالمعنى النظري للكلمة غير موجود إلا للدولار واليورو والين والإسترليني والعملة السويسرية وقليل غيرها في السنوات الأخيرة. وعادةً تستهدف السياسات، أيضاً، أسعار الصرف في بلدان تلك العملات. وفي نظر ( Weeks ) أهمل نموذج مندل – فليمنج مسألة أساسية وهي علاقة المستوى العام للأسعار مع سعر الصرف. والرد على هذا هو إن النموذج يقوم على السعر الثابت (Fix Price) أي أن المستوى العام للأسعار ثابت كما هو في النموذج الكينزي الأصلي ونموذج هيكس – هانسن (IS- LM) ولكن نموذج مندل – فليمنج يغير سعر الصرف وبذلك انتفى فرض السعر الثابت وأصبحت حركة المستوى العام للأسعار مغلقة إذ لا يمكن في هذه الحالة تركها خارج النموذج .

وعند إضافة حركة المستوى العام للأسعار فان خفض سعر صرف العملة الوطنية يؤدي إلى رفع المستوى العام للأسعار عبر ارتفاع أسعار المستوردات وبذلك تنخفض القوة الشرائية لعرض النقد ويكون انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية اقل من انخفاض سعر الصرف الاسمي. ان تغير سعر صرف العملة الاجنبية لاينعكس بالضرورة كاملاً في المستوى العام للأسعار اذ لا يوجد دليل على هذا التطابق والعكس صحيح طالما تؤكد البيانات التفاوت الواسع بين سعر الصرف الفعلي ومستوى تعادل القوة الشرائية. بل حتى أسعار المستوردات قد لا تتغير بنفس نسبة تغير اسعار الصرف اذ ربما يقود التنافس الشديد في ظل وفرة العرض على تخفيض هوامش الارباح للحفاظ على السوق ما يعرقل الانعكاس التام لتغير سعر الصرف في أسعار السلع والخدمات في حالة تخفيض سعر صرف العملة الوطنية.

ولو حدث أن ارتفع المستوى العام للأسعار بنفس نسبة انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، أي قانون السعر الواحد بالضبط، فان انخفاض سعر الصرف الاسمي لا يقود إلى إعادة التوازن التجاري. وفي هذه الحالة لا يبقى سعر الفائدة على انخفاضه بعد الزيادة الأولى في عرض النقد حسب مطابقة فيشر لان توقعات التضخم قد تغيرت، وهكذا تصاب الآلية بالإحباط الذاتي دون التوصل إلى استنتاج بان السياسة النقدية أكثر فاعلية من السياسة المالية مع سعر الصرف المرن. ولقد نبه (Weeks) إلى أن الصيغ المتداولة لنموذج مندل – فلمنج قد أهملت التمييز بين سعر الصرف الاسمي والحقيقي ويذكر إن أنور شيخ دله على تلك النقطة. لكن التمييز متعذر، نظرياً، لإغذا كانت الأسعار ثابتة كيف يختلف سعر الصرف الاسمي عن الحقيقي. وعند إضافة تغيرات سعر الصرف الحقيقي على النموذج المتعارف عليه لمندل – فليمنج تتغير النتيجة (Weeks PP7-10) وهي بديهية. وكفي التذكير بان سعر الصرف الحقيقي يجمع تأثير تغير الأسعار الى تغير سعر الصرف الاسمي.

ثم إن تعديل الميزان التجاري يتطلب تغيراً في الأسعار النسبية لصالح السلع المتاجر بها والجمع بين هذا المتطلب وثبات المستوى العام للأسعار يقتضي انخفاض في أسعار السلع والخدمات غير المتاجر بها يلغي أثر ارتفاع أسعار السلع المتاجر بها بالضبط وهو مما يصعب تحقيقه. وسواء في الصيغة المتداولة للنموذج أو المبدلة كما لدى (Woods) فإن ربط التدفقات المالية عبر الحدود بسعر الفائدة أو تحديداً الفرق بين سعر الفائدة المحلي والخارجي دون متغيرات أخرى لا يخلو من المبالغة لان الانفتاح المالي لا يؤدي إلى تساوي أسعار الفائدة وتبقى الفروقات واسعة ومتغيرة أيضاً. واستجابة حركة رأس المال لهذه الفروقات غير مؤكدة إذ يعتمد على تقدير المخاطر أي مدى تغطية الفروقات لهوامش المخاطرة، كما نرى. ومن جهة ثانية فان السياسة التي تحدد عرض النقد تستهدف سعر الفائدة أيضاً وبذلك فان تغير عرض النقد مع ثبات سعر الفائدة المحلي ينطوي على قدر من التناقض. إن التمييز بين سعر الصرف الحقيقي والاسمي الذي أظهر فاعلية اقل للسياسة النقدية مع الانفتاح المالي يُظهر فاعلية كانت مستبعدة للسياسة المالية، والتي تتزايد مع ارتفاع الميل للاستيراد والفرق بين تغير سعر الصرف الاسمي والحقيقي. وهذه الصيغ كلها أهملت مشكلة فخ السيولة كما في تجربة اليابان وبلدان أخرى اصطدمت سياستها بالقيود الصفري لسعر الفائدة ولجأت إلى السياسة المالية عملياً رغم استمرار الضغط للتغاضي عن هذه الوقائع.

التيسير النقدي الذي انتهجته البلدان المتقدمة وبعض بلدان السوق الناهضة أبان الأزمة الأخيرة يندرج في مفهوم السياسة المعاكسة للدورة Counter cyclical policy ومن تلك السياسات التوسع النقدي لسد فجوة الناتج وزيادة التشغيل. وقد يكون انخفاض سعر صرف العملة الوطنية في هذه الأوضاع مرغوباً لتحفيز الصادرات وردع الاستيرادات. لكن في البلدان التي يكون جزء مهم من الدين قصير الأمد بالعملة الأجنبية،

على شكل ودائع في المصارف أو قروض قصيرة الأمد للشركات أو تسهيلات ائتمانية مرتبطة بالتجارة الخارجية، فإن أضرار التوسع النقدي قد تفوق عوائده، ولذا تكون السياسة المثلى مسايرة الدورة دون معاكستها. وتخشى الدول فقدان الثقة بسياستها ولذلك تتحرج من الرخاوة النقدية إذ قد يساء فهمها في الأسواق على أنها تتحول نحو الإسراف النقدي والتضخم. ولذلك تحاول بسياسات عديدة احتواء التقلبات في تدفقات العملة الأجنبية، عبر استخدام الاحتياطات الدولية أو الاقتراض بترتيبات وأما مناسبة، والحفاظ على أسعار صرف عملاتها ضمن المديات المرغوبة ما يعزز جدارتها لدى المتعاملين في الأسواق.

## أسعار الفائدة ومستويات الأسعار وسعر الصرف في البحث التجريبي

لاحظنا اعتماد التنظير على فرضيات تعادل القوة الشرائية وتعادل أسعار الفائدة، والتأكد من مدى سريان هذه المبادئ في السلوك الفعلي للمتغيرات يمثل مقدمة موضوعية لتقييم مصداقية النماذج النظرية التي تقوم على تلك المبادئ. ومن المعروف أيضا ومن مراجعة تاريخ البحث التجريبي في الاقتصاد لا نستطيع الجزم بأن النظرية لا تعبر عن الواقع طالما أخفقت في الاختبار الإحصائي بحكم الطبيعة المعقدة لعمل النظام الاقتصادي. ولكن فشل البحث الكمي في دعم تلك النماذج يكفي للحفاظ عليها ويبرر إجراء تعديلات لتقريبها من الواقع.

### تعادل القوة الشرائية

يقوم مبدأ تعادل القوة الشرائية على السعر الواحد لنفس السلعة من السلع فلو كان سعرها في الخارج \$ واحد سعرها في الداخل هو سعر الصرف، عدد الوحدات من العملة الوطنية لوحدة واحدة من العملة الأجنبية. بيد ان المفهوم المتداول صار يعني المساواة بين الأسعار النسبية ومنسوب سعر الصرف:

$S_t = P_t / P_t^*$  لجميع  $t$ ؛  $t$  الزمن ،  $P$  الرقم القياس للأسعار في الداخل،  $P^*$  الرقم القياس للأسعار في الخارج،  $S$  الرقم القياسي لسعر الصرف ، والأرقام القياسية للأسعار وسعر الصرف لنفس سنة الأساس. ولدراسة تعادل القوة الشرائية بين الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا بين عامي 1955 و 2012 بدأنا بفحص سلاسل الاسعار وأظهرت السلسلتان، وهو المتوقع، في دالتي الانحدار الذاتي لكل منهما قوة الاستمرارية وارتباط الأخطاء العشوائية. واختبار الجذر الأحادي جرى تقدير معادلة انحدار فرق التضخم  $\Delta cp_t$  على التضخم السابق  $cp_{t-1}$  والبيانات سنوية ومعادلة الانحدار:

$$\Delta cp_t = \alpha + \beta cp_{t-1}$$

وكان  $t$  للمعامل  $\beta$  واطناً بقيمته المطلقة في الولايات المتحدة الامريكية ( 0.92 ) وفي بريطانيا (1.86) ولا يكفي لرفض فرضية العدم بالمقارنة مع القيم المعيارية Dicky- fuller وأيضا معامل التحديد  $R^2$  منخفض في الأولى 1.5 بالمائة وفي الثانية 5.9 بالمائة، ودرين واتسن 0.39 و 0.32 للأولى والثانية على التوالي. بمعنى وجود الجذر الأحادي في سلوك الرقم القياسي العام لأسعار البلدين، ويلاحظ من تقدير  $\beta$  أن معامل الانحدار الذاتي قريب من الواحد الصحيح. وفي دراسة سلوك سعر الصرف لاختبار الجذر الأحادي كانت أفضل صيغة بإضافة الفرق السابق ونستعرض جدول تقديرها ادناه :

الجدول رقم (2)

معادلة اختبار الجذر الأحادي لسعر صرف الجنيه الإسترليني بالدولار

المقدرات	التقدير	T	مستوى الدلالة
الثابت	0.0965	3.46	0.001
معامل انحدار سعر الصرف السابق	(0.0964)	(3.52)	0.002
الفرق السابق لسعر الصرف	0.44	3.26	0.002

المصدر: إعداد الباحث.

عدد المشاهدات الصافية 40 ، والقيمة المعيارية بمستوى دلالة 0.05 عند ما كينين (3.035) وهي أكبر، أقل بالقيمة المطلقة، من (3.52) ولذلك يرفض فرض عدم بمعنى استقرار سعر الصرف. وخلو المعادلة من الارتباط الذاتي بدلالة Durbin-Watson الذي كان 1.97 يعزز الثقة بها إضافة على F الذي كان مستوى دلالاته 0.000 وفي هذه المرحلة ندرس تعادل القوة الشرائية. وعند معالجة تلك الأرقام، ابتداءً، أجريت عملية مجانية للوحدات بالقسمة على سنة الأساس المشتركة للسلسلة وهي عام 1971 ثم حولت إلى اللوغاريتمات الطبيعية وبالوحدات اللوغاريتمية يكون الأساس صفراً. وحسب هذا المبدأ أن يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتاً والذي تعرفه المتطابقة التالية :

$$\ln EXR = \ln CP_t^{US} - \ln CP_t^{UK}$$

نسمي الطرف الأيسر S والطرف الأيمن S والطرف الأيمن P<sub>هـ</sub> فرق السعر؛ وبالتالي من المفروض ان يكون معامل المتغير المستقل قريباً من الواحد الصحيح أو هو كذلك احصائياً. وتغطي المدة 42 سنة من بداية عام 1971 وحتى عام 2012 وكانت القدرة التفسيرية للمعادلة مرتفعة ويبدل اختبار t لمعامل فرق الاسعار على اعتمادية احصائية عالية لكن مشكلة الارتباط الذاتي تقلل من مصداقية هذا التقدير وهي كما يلي: معامل إنحدار لوغاريتم سعر الصرف مع الفرق اللوغاريتمي للأسعار 0.766 واختبار t 8 ومستوى دلالاته صفر ؛ معامل التحديد 61.5 لكن دربن واتسن يبين وجود ارتباط ذاتي قوي. ولولا مشكلة الارتباط الذاتي يمكن القول بوجود ميل للانسجام مع تعادل القوة الشرائية في الامد البعيد رغم أن معامل الانحدار بعيد عن الواحد الصحيح، ولذا يستنتج من التحليل ان الانحراف عن تعادل القوة الشرائية حتى في الأمد البعيد ممكن ولدول متقدمة. وفي محاولة لإزالة الارتباط الذاتي للخطأ اضيفت متخلفات من فرق الأسعار ولم يتحسن أداء المعادلة. وفيما يلي خلاصة بالبيانات تمهيداً لدراسة حركة سعر الصرف الحقيقي والذي عندما يتحقق تعادل القوة الشرائية لا يتغير أي يبقى بالوحدات الجديدة والقياس اللوغاريتمي صفراً كما تقدم. وظهر ان معامل الارتباط بين سعر الصرف و فرق الاسعار 0.784 ومستوى دلالاته 0.000 والارتباط بين اسعار الولايات المتحدة الامريكية واسعار بريطانيا 0.995 ومستوى دلالاته 0.000. وقدرت معادلة انحدار للانحراف عن تعادل القوة الشرائية والزمن: والانحراف بالوحدات الجديدة D هو الطرف الايسر للمعادلة مطروحاً منه الطرف الايمن أو سعر الصرف ناقصاً فرق الاسعار. وعند حساب الانحراف بدلالة الزمن كانت التقديرات واطئة الاعتمادية الاحصائية بمقياس t لمعامل الزمن وF، مع ارتباط اخطاء مرتفعة جداً. ونختبر، فيما يلي، مدى استقرار الانحراف عن تعادل القوة الشرائية، وافضل صيغة هي ادناه :

$$\Delta D_t = \alpha + \beta_1 D_{t-1} + \beta \Delta D_{t-1}$$

الجدول رقم (3)

معادلة فرق الانحراف عن تعادل القوة الشرائية

المقدرات	التقدير	T	مستوى الدلالة
الثابت	0.0822	3.73	0.001
الانحراف السابق	(0.4720)	(4.24)	0.000
فرق الانحراف السابق	0.5040	3.57	0.001

المصدر: إعداد الباحث

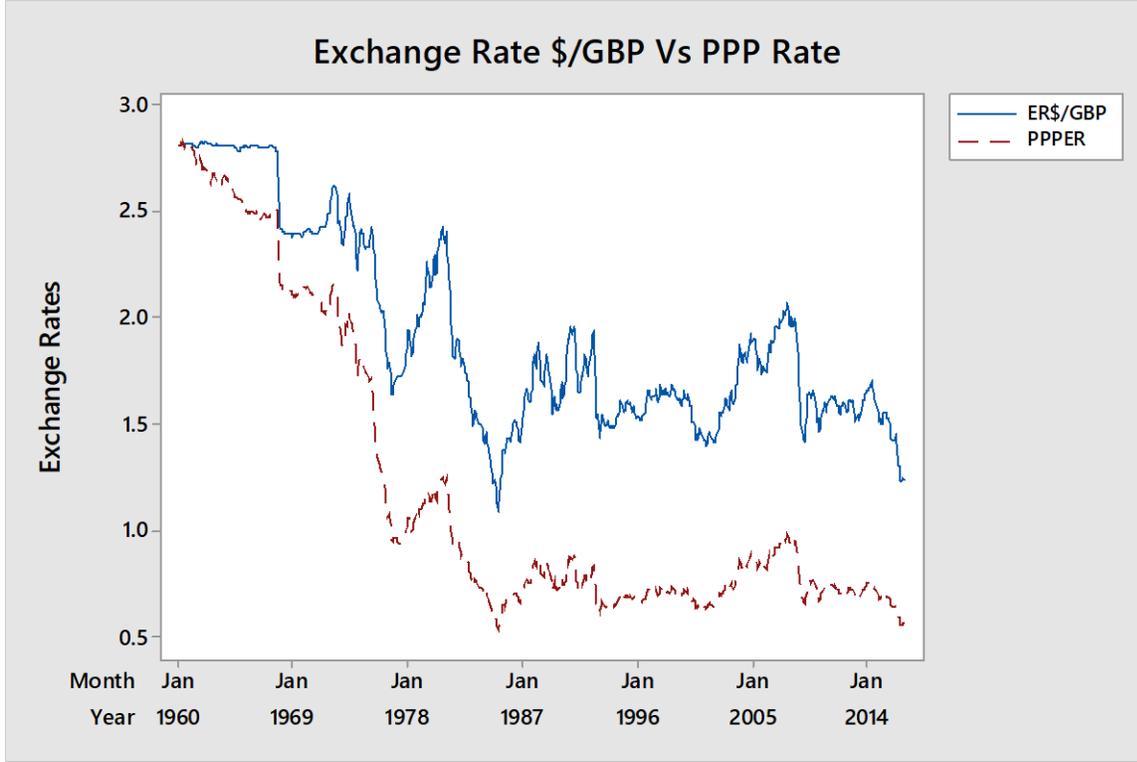
و مؤشرات التقدير الاجمالية هي:

$$R-Sq = 38.5\% ; R-Sq(adj) = 35.1\% F = 11.27 Fp = 0.000 ; DW = 2.20$$

واعتماديتها الإحصائية مقبولة، مستوى دلالة F، ودرين واتسن الذي يفيد خلو المعادلة من مشكلة الارتباط الذاتي. وفي نفس الوقت ميل الانحراف للاستقرار. ومعلوم أن الميل للتعديل الذاتي، والعودة الى الوسط، قد أتضح من تعاكس اشارات المعاملات. وقد جرى اختيار التكامل المشترك للمعادلة أنفا. أي حساب معادلة انحدار فرق الخطأ العشوائي على الخطأ السابق، وكانت النتيجة رفض فرضية عدم بمستوى دلالة 0.01 حسب القيم المعيارية في جداول ماكينين. لأن t لمعامل انحدار معادلة الاختبار (6.76) ودرين- واتسن 1.97. ومع ذلك لا تختلف نتيجة التحليل هذه في مضمونها عن سابقتها أي ان الانحراف عن تعادل القوة الشرائية يبقى واسعا.

الشكل رقم (6)

سعر صرف الإسترليني بالدولار: الاسمي وبموجب تعادل القوة الشرائية: للمدة 2018-1960



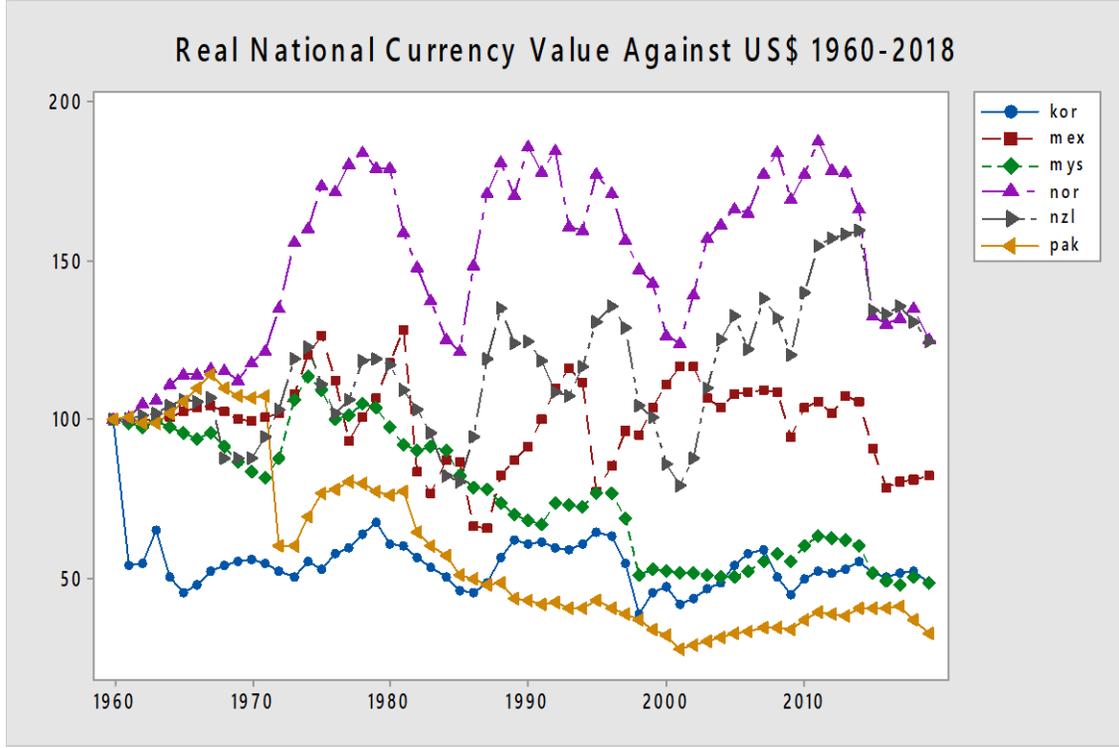
المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من FRED. ER\$/GBP سعر صرف الباوند الأسترليني بالدولار؛ PPPER سعر الصرف بموجب تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity.

سعر الصرف بموجب تعادل القوة الشرائية هو  $P_t/P^*t$  وسعر الصرف الحقيقي  $(St/(Pt/P^*t))$  ويوضح الشكل (6) مدى الابتعاد عن مستوى تعادل القوة الشرائية. في حالة إتفاق سعر الصرف الاسمي مع سعر الصرف بموجب تعادل القوة الشرائية يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتا هو الواحد الصحيح أو 100% كما في سنة الأساس. ولأن سعر الصرف الاسمي فوق مستوى تعادل القوة الشرائية فالأسترليني مغالى به وفقدت بريطانيا بذلك من قدرتها التنافسية الدولية بمقدار الفجوة بين السعرين.

عرض الشكل (7) أسعار الصرف الحقيقية لدول ست بمراحل تطور مختلفة وفي جميع الحالات إبتعدت أسعار الصرف الحقيقية عن سنة الأبتداء متقلبة. ويلاحظ إتجاه الانخفاض في سعر الصرف الحقيقي لباكستان وماليزيا، وفي كوريا الجنوبية إنخفاض الى قريب نصف مستوى الوضع الأبتدائي وحافظ على هذا المستوى بذبذبة محدودة ، وبقية الدول إرتفعت أسعار الصرف الحقيقي لعملاتها. ومن تلك البيانات نستنتج ان النمط السائد هو الابتعاد عن تعادل القوة الشرائية ويبقى مع ذلك هذا المبدأ لا غنى عنه في التنظير.

الشكل رقم (7)

اسعار الصرف الحقيقية تجاه الدولار الأمريكي للمدة 1960-2018



المصدر: إعداد الباحث؛ kor كوريا الجنوبية، mex المكسيك، mys ماليزيا، nor النرويج، nzl نيوزيلندا، pak باكستان. البيانات من موقع البنك الدولي WDI.

وأجرينا اختباراً للعلاقة بين فرق التضخم السنوي، للقطر المعني عن الولايات المتحدة الأمريكية، وحركة سعر الصرف، وحدات من العملة الوطنية للدولار الواحد، مقاساً بمنسوبه الى السنة السابقة، لنفس السنوات آنفاً 2000-2019 ولجميع الدول التي توفرت عندها بيانات في موقع البنك الدولي. وجاء الارتباط بالاتجاه المتوقع نظرياً فهو موجب مقداره 0.378 ومستوى الدلالة 0.000. ولأن البيانات مجمعة Pooled فيمكن القول ان هذه النتيجة تؤيد مبدأ تعادل القوة الشرائية النسبية. لكنه يبقى ضعيفاً وإحتمال عدم فاعليته عالي. الارتباط محسوب بين اللوغايتم الطبيعي لمنسوب سعر الصرف الى السنة السابقة و فرق التضخم.

ومعادلة الأنحدار:

$$\text{LnEr} = 0.00942 + 0.003469 \text{ infdus}$$

T-V      3.70            22.91

R-sq 14.30% ; R-sq(adj)14.27% ; d-w 1.81763

## تعادل أسعار الفائدة

تبين من اختبار الجذر الأحادي أن سعر صرف اليورو بالدولار، وأسعار الفائدة ، دولار لايبور ويورو لايبور، متكاملة من الرتبة واحد فقد تعذر رفض فرضية العدم في معادلة انحدار فروق هذه المتغيرات على سواها. وكذلك فرق سعر الفائدة لايبور بين الدولار واليورو متكامل من الرتبة واحد. وفيما يلي نعرض نتائج محاولات تقدير الانحدار لعدة صيغ مقترحة للعلاقة بين فروقات سعر الفائدة وتغيرات سعر الصرف: وقبل البدء كانت البيانات شهرية للفترة من كانون الثاني 1999 ولغاية أيلول 2013 ومصدر البيانات FEDSDATABASE نقدم خلاصة عنها:

### الجدول رقم (4)

خلاصة بيانات دراسة تعادل أسعار الفائدة بين الدولار واليورو

المتغيرات المقاييس	سعر صرف اليورو بالدولار	سعر الفائدة لايبور لثلاثة أشهر على اليورو	سعر الفائدة لايبور على الدولار لثلاثة أشهر	فجوة أسعار الفائدة	الفرق الشهري لسعر الصرف	الفرق الشهري لفجوة أسعار الفائدة
الوسط	1.216	2.538	2.666	0.128	0.00101	0.0169
الخطأ المعياري للوسط	0.014	0.111	0.163	0.104	0.00231	0.0133
الانحراف المعياري	0.1863	1.476	2.165	1.385	0.03065	0.1769
الوسيط	1.2681	2.472	1.905	- 0.274	0.0016	0.0012
القيمة الدنيا	0.8525	0.119	0.248	-2.173	-0.1076	-9.408
القيمة العليا	1.6759	5.105	6.79	2.84	0.0798	0.6503
معامل الانحدار الذاتي	0.9885	0.9998	0.9951	0.9951	0.292	0.6547

المصدر: إعداد الباحث.

من الجدول أعلاه نتضح قوة الارتباط الذاتي للمتغيرات و فجوة أسعار الفائدة ولذلك أخفقت في اختبار الجذر الاحادي بمعنى أنها متكاملة من الرتبة واحد. والمفروض أن التكامل المشترك ممكن بين هذه المتغيرات على أمل أن يكون التوفيق الخطي Linear Combination والذي يعبر عنه الخطأ العشوائي (المتبقي) متكاملًا من الرتبة صفر، وهو المعنى الاحصائي لوجود التكامل المشترك أي الانحدار الصحيح، وفي الجدول (5) تقديرات الدوال.

الجدول رقم (5)

معادلات الانحدار لفجوة سعر الفائدة بين الدولار واليورو، سوق لندن لما بين المصارف لثلاثة أشهر.

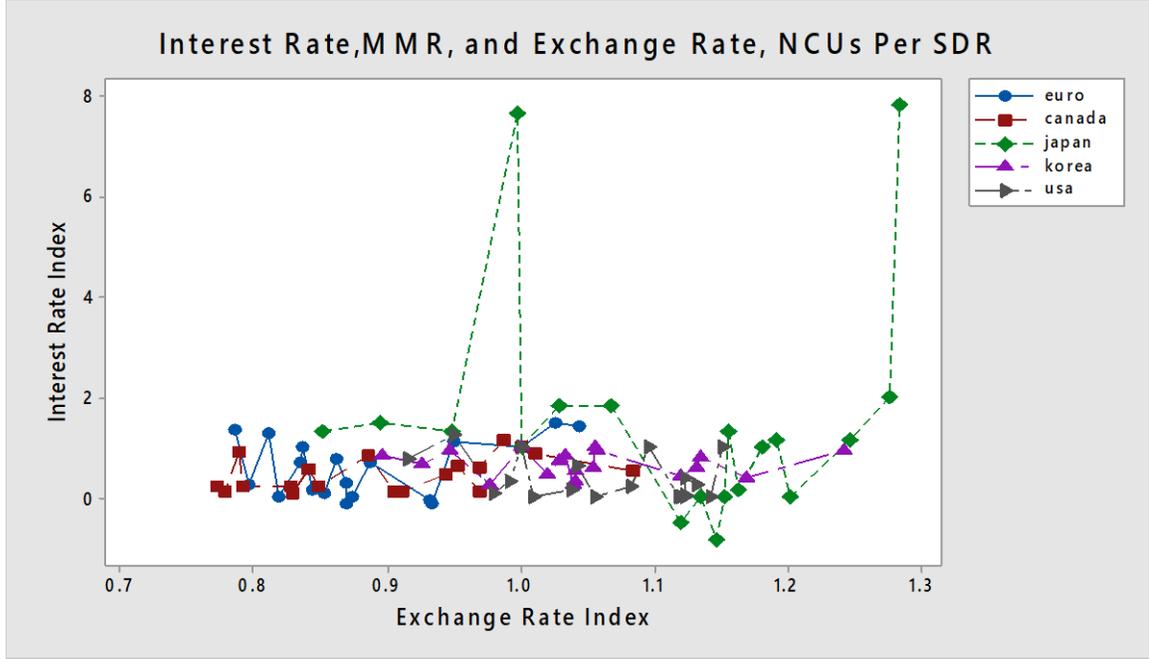
بيانات شهرية من كانون الثاني 1999 إلى أيلول 2013

المعالم	التقدير	T	مستوى الدلالة	التقدير	t	مستوى الدلالة	التقدير	t	مستوى الدلالة
الثابت	(0.0023)	(0.18)	0.859	1.7827	2.59	0.01	(0.05002)	(0.57)	
الفجوة المتخلفة	1.2443	17.25	0.000				1.20430	16.28	0.000
الفجوة المتخلفة لشهرين	0.0712	0.60	0.55				0.1204	1.00	0.321
الفجوة المتخلفة 3شهر	(0.3366)	(4.69)	0.00				(0.3473)	(4.75)	0.000
سعر الصرف لليورو بالدولار				(2.629)	(0.74)	0.461	(0.8686)	(1.92)	0.057
سعر الصرف السابق				(0.255)	(0.04)	0.965	1.1207	1.51	0.133
سعر الصرف متخلف شهرين				(0.706)	(0.12)	0.907	(0.7637)	(1.01)	0.312
سعر الصرف متخلف 3 شهر				(1.593)	(0.27)	0.787	0.7891	1.08	0.282
سعر الصرف قبل أربعة أشهر				3.797	1.07	0.285	(0.2390)	(0.53)	0.593
R-sq	98.5			6.1			98.6		
R-sq(adj)	98.5			3.2			98.5		
d-w	2.0679			0.0343			2.0895		
معامل الانحدار لدالة اختبار ت.م	(1.05)	(13.9)	0.00				(1.0458)	(13.7)	0.00
d-w	2.0233						2.0114		

المصدر: إعداد الباحث.

الشكل رقم (8)

سعر الفائدة في أسواق النقد وسعر الصرف، وحدات من العملة الوطنية لوحدة SDR  
للسنوات 2017-1999: منطقة اليورو، كندا ، اليابان ، كوريا الجنوبية ، والولايات المتحدة



المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من IMF Year Book.

لجميع الدول التي توفرت عنها بيانات للمدة 2000-2019 ، في موقع البنك الدولي، درسنا العلاقة بين سعر الصرف منسوبا الى مستوى السنة السابقة وسعر فائدة الاقراض نسبة الى نظيرتها في الولايات المتحدة، ومن البيانات المجمعة كانت العلاقة في الاتجاه المتوقع نظريا والارتباط 0.218 ومستوى الدلالة 0.00 . أي عندما يرتفع سعر الصرف ، وحدات من العملة الوطنية للدولار الأمريكي ، يرتفع سعر فائدة الاقراض مقارنا بمثله في الولايات المتحدة. لكن الصلة ليست قوية. يتضح أن فجوة سعر الفائدة، كما في معادلة الانحدار الاولى، تعتمد على سوائها بدرجة عالية وهي تفسر 98.5 بالمائة من التباين، أي حركة المتغير، والفجوة السابقة مباشرة والتي قبل ثلاثة أشهر ذات معنوية إحصائية عالية بينما المتخلفة لشهرين سبقت ليست ذات دلالة إحصائية. اختبار التكامل المشترك يوجب رفض فرضية عدم وجود تكامل مشترك بمستوى دلالة 0.01 لأن t أقل بكثير (أكبر بالقيمة المطلقة) من القيمة المعيارية في جداول Mackinnon (مبينة في المصادر) لنفس عدد المتغيرات وحجم العينة، بمعنى أن معادلة الانحدار صحيحة. أما معادلة الانحدار الثانية والتي تربط فجوة سعر الفائدة بأسعار الصرف فقد كانت قدرتها التفسيرية واطئة جدا وجميع معاملات الانحدار ليست معنوية، كما أنها تعاني مشكلة الارتباط الذاتي بحيث يصعب الحكم عليها خشية تحيز التقدير.

الجدول رقم (6)

الارتباط بين أسعار الفائدة وسعر الصرف، عملة وطنية / SDR ،

للمدة 1999-2017، البيانات أرقام قياسية

الدول والمعلومات		اليورو	كندا	اليابان	كوريا ج	الولايات المتحدة
اليورو	الارتباط	0.315	0.480	0.193	(0.049)	(0.242)
	م.د.	0.189	0.038	0.428	0.841	0.318
كندا	الارتباط	0.417	0.444	0.256	(0.264)	(0.326)
	م.د.	0.076	0.057	0.291	0.274	0.173
اليابان	الارتباط	(0.399)	(0.211)	0.01	0.234	0.419
	م.د.	0.091	0.386	0.969	0.336	0.074
كوريا ج	الارتباط	0.281	0.402	0.071	(0.034)	(0.14)
	م.د.	0.244	0.088	0.773	0.889	0.568
الولايات المتحدة	الارتباط	0.406	0.332	0.313	(0.44)	(0.353)
	م.د.	0.084	0.165	0.192	0.059	0.14
	م.د.					

المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من IFS Year Book, IMF. والارتباط من البيانات المجمعة 0.17 ومستوى الدلالة 0.099.

ولذلك لم نجر اختبار التكامل المشترك لهذه المعادلة. وفي المعادلة الثالثة لم تحسن إضافة متغيرات سعر الصرف من القدرة التفسيرية للمعادلة الأولى بدلالة معامل التحديد المصحح، وحسب معامل التحديد الخام أضافت 0.1 بالمائة لقوة التفسير الإجمالية. ولم تتأثر معنوية معاملات الانحدار مع الفجوات المتخلفة لسعر الفائدة. وكانت معاملات الانحدار لأسعار الصرف ليست معنوية سوى لسعر الصرف المتزامن لكن الإشارة في الاتجاه المعاكس للتصور النظري، لأن ارتفاع سعر صرف اليورو بالدولار، انخفاض سعر صرف الدولار، ينبغي نظريا تغطيته بزيادة سعر الفائدة على الدولار بينما التقدير الاحصائي أفاد العكس. ولما تقدم، ولحد الآن، لا يؤيد التحليل فرضية تعادل أسعار الفائدة، والتي في مضمونها أن الفروقات بين أسعار الفوائد تتغير تبعا لتغير أسعار الصرف بحيث يعوض الانخفاض المتوقع في سعر الصرف بزيادة في سعر الفائدة. ولإتمام الاختبار نقوم بحساب معادلات انحدار بين فجوة سعر الفائدة والفرق الأول لسعر الصرف ثم نرى:

جربنا أولاً حساب معادلة انحدار لفجوة سعر الفائدة بدلالة تغيرات سعر الصرف أي فروقات سعر الصرف بين الشهر والذي يسبقه مباشرة وكانت النتيجة: أن قدرة التفسير الإجمالية للمعادلة 4 بالمائة وعند التصحيح تنخفض إلى 1.1 بالمائة وإشارات معاملات الانحدار بالعكس من التصور النظري، وجميعها ليست معنوية سوى التغير المتخلف الرابع بمستوى دلالة 0.077 لكن إشارة المعامل، كما تقدم، بالاتجاه غير الصحيح نظريا. وتعاني المعادلة المقدره من الارتباط الذاتي كثيرا لأن درين - واتسن 0.03953 والخالصة لا يوجد ما يدعم تأييد العلاقة بين تغيرات سعر الصرف وفجوة سعر الفائدة.

جربنا معادلة انحدار بين تغير فجوة الفائدة مع تغير سعر الصرف وسوالف تغير سعر الصرف. وكانت النتيجة لا تختلف جوهريا لأن القدرة التفسيرية بقيت واطئة، معامل التحديد 9.8 بالمائة والمصحح 7.1 بالمائة وإشارات معاملات الانحدار واحدة منها فقط في الاتجاه الصحيح نظريا وهو تغير سعر الصرف قبل ثلاثة أشهر مع عدم معنوية التقدير، ومعامل انحدار تغير سعر الصرف المتزامن معنوي لكن الإشارة ليست بالاتجاه الصحيح، أي لم يظهر معامل انحدار بالاتجاه المقبول نظريا ومعنوي في نفس الوقت، والمعادلة تعاني من الارتباط الذاتي، دربن- واتسن 1.278. وعموما عندما استبدلت فجوة سعر الفائدة بفرقها انخفضت القدرة التفسيرية للمعادلات بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى. ويبقى هذا الموضوع مطروحا لمزيد من التحليل والتدقيق. ونستطيع القول ، على الأقل أن المسألة ليست كما تبدو في التنظير الخالص.

كندا والولايات المتحدة الأمريكية متجاوران ومتماثلان في النظام الاقتصادي وعلى أعلى درجات الانفتاح التجاري والمالي، من تحليل العلاقة بين أسعار الفائدة LIBOR لمدة سنة على الدولار الأمريكي والدولار الكندي بين تموز 1990 وكانون الثاني 2013 يلاحظ الآتي:

تقارب سعري الفائدة 4.676 و 4.473 للدولار الأمريكي والكندي على التوالي بالمتوسط لكل الفترة مع فارق لصالح الدولار الأمريكي. وتراوح سعر صرف الدولار الأمريكي بالعملة الكندية بين 0.9654 و 1.5946 وبالمتوسط 1.2169. وكان الارتباط قويا بين سعري الفائدة 0.837 ومستوى الدلالة 0.000 ، بينما لم يكن سعر الفائدة الكندي وثيق الارتباط بسعر الصرف كما المتوقع نظريا مع وجود هذا الارتباط وهو موجب، 0.248، ومعنوي بمستوى دلالة 0.017. ويبيّن تحليل الانحدار ضالة تأثير تغيرات سعر الصرف بسعر الفائدة الكندي. فعند التغاضي عن مشكلة الارتباط الذاتي كان معامل التحديد الخام لمعادلة انحدار سعر الفائدة الكندي مع سعر الفائدة الأمريكي واسعار الفائدة الكندية المتخلفة 96.2 بالمائة وعند إضافة سعر الصرف وسوالفه لفترة وفترتين ازداد معامل التحديد الى 96.3 . وعند حساب معادلات انحدار بالفروقات لم تكن النتائج مشجعة لا في إظهار دور لسعر الصرف ولا في حل مشكلة الارتباط الذاتي.

أي أن سعر الفائدة في كندا يجاري سعر الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، سعر الفائدة الخارجي، ولكن لا تُفسّر تلك المجارة بحركة سعر الصرف. ويفهم من ذلك حتى مع دولة عالية الانفتاح المالي وتمثلة لنظام الاقتصاد الحر على ما أصبح عليه لا يوجد بالضرورة ارتباط وثيق بين حركة سعر الصرف وسعر الفائدة. وعدم الارتباط هذا متحقق في بلد مثل العراق، وعلى نحو صارخ، إذ كانت اسعار الفائدة على الدينار العراقي ترتفع وبفارق كبير فوق المستويات الدولية مع تحسن سعر صرف الدينار العراقي، ولا زالت تختلف عن المستويات الدولية بفارق لافت للنظر لصالح أسعار الفائدة في العراق. ويقال، في البلدان النامية والعراق من بينها، بعدم كفاية العمق المالي وعدم اكتمال الاسواق، وأنها لا تعمل بكفاءة وهكذا. أما عند ملاحظة مثل هذا الاستقلال النسبي بين صلات أسعار الفائدة عبر الحدود وأسعار الصرف بين كندا والولايات المتحدة الأمريكية وبين الاخيرة ومنطقة اليورو، كما تقدم، فالأرجح أن هذه الانماط من السلوك منسجمة مع خصائص النظام او ليست نافرة عنها.

في اليابان بين كانون الثاني 1986 وآب 2013 تحسن سعر صرف الين الاسمي تجاه الدولار من حوالي 200 إلى 98 ين للدولار في الاتجاه العام مع تذبذب دون تقلبات عنيفة. بينما بقيت أسعار الفائدة في اليابان أدنى منها في الولايات المتحدة الأمريكية بالمتوسط (2.530) نقطة مئوية. وهذا ينسجم نظريا مع استمرار تدفقات مالية صافية من اليابان إلى الولايات المتحدة الأمريكية. لكن منشأ التدفقات اليابانية إلى الولايات المتحدة الأمريكية فائض الصادرات، ولا بد أن تنتقل إلى الخارج وربما ساعد فرق سعر الفائدة على هذه المهمة. وأيضا يتوافق انخفاض أسعار الفائدة في اليابان مقارنة مع الولايات المتحدة الأمريكية مع تحسن سعر الصرف الياباني في الاتجاه العام. بيد أن تحليل البيانات لا يدعم وجود علاقة بين فروقات أسعار الفائدة وسعر الصرف أو بين فجوة سعر الفائدة والفروقات الأولى لسعر الصرف. بدليل أن معامل التحديد لمعادلة انحدار فروقات أسعار الفائدة على سعر الصرف وسوالفه 3.8 بالمائة، وبين فروقات أسعار الفائدة والفرق الأول لسعر الصرف والفروقات المتخلفة 2.8 بالمائة مع مشكلة الارتباط الذاتي. بينما كان معامل التحديد الخام والمصحح 99.0 بالمائة بين سعر الفائدة في اليابان ونظيره الأمريكي مع إضافة فروقات أسعار الفائدة للشهر السابق وقبل شهرين والمعاملات على أعلى درجات المعنوية الإحصائية. وهي خالية من الارتباط الذاتي، دربن - واتسن 1.95. وقد نجحت الدالة في اختبار التكامل المشترك، بمستوى دلالة 0.01، لأن  $t$  لمعامل انحدار معادلة الاختبار مقدار سالب (17.72) وهو أقل بكثير من القيم المعيارية بمستوى دلالة 0.01 في جداول ماكينين.

والتدفقات المالية من اليابان إلى الولايات المتحدة الأمريكية، من فائض الصادرات على الاستيرادات، لها علاقة وثيقة بسعر الصرف الحقيقي للين وان ارتفاعه بثبات أثر العوامل الأخرى يعمل على تخفيض الفائض. غير أن تلك الفوائض استمرت مع تحسن سعر الصرف الحقيقي الثنائي للين تجاه الدولار الأمريكي على مدى فترة طويلة بين عامي 1971 و2013. أي لم يتحقق المبدأ النظري، العودة إلى الوسط Mean Reversion. بمعنى إمكان الانحراف عن تعادل القوة الشرائية لفترة طويلة من الزمن. والقول بعدم وجود علاقة قوية بين تغيرات سعر الصرف وفروقات أسعار الفائدة بين الداخل والخارج لا يعني بدهاة أن إنقاص سعر صرف العملة المستثمر بها لا يقلل عائد المستثمر المالي، وبالتالي يضعف دوافع الاستثمار في موجودات تلك العملة، بل أن هذه العلاقة لا تظهر على المستوى الكلي بجلاء إلى درجة يعتد بها لاعتبارات السياسة في نطاق النماذج النظرية موضوع الاختبار. وكذلك من المنطقي وجوب أن تعمل آليات النظام الاقتصادي نحو تعادل القوة الشرائية، طالما من المتعذر استمرار ارتفاع سعر الصرف الحقيقي لعملة ما دون حدود قصوى بعدها من الصعب تصور وجود إنتاج متاجر به دوليا في ذلك البلد. وأيضا، لا بد من رجوع تدهور سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية، على الأقل بفعل التضخم، بيد أن التجربة تفيد إمكانية الانحراف وبقاءه لفترة طويلة ربما غادر الاقتصاد عبرها شروط الوضع الابتدائي.

في تجربة كوريا الجنوبية يلاحظ التفاوت بين سعر الفائدة الكوري الجنوبي ونظيره الأمريكي وبالمتوسط سعر الفائدة الكوري أقل من الأمريكي بمقدار 0.418 بالمائة. ومع انخفاض سعر الصرف الاسمي للعملة الكورية لنفس الفترة بنسبة 1.17 بالمائة سنويا تجاه الدولار، بمعنى أن يكون سعر الفائدة في كوريا الجنوبية أعلى بالمتوسط لو صح مبدأ تعادل أسعار الفائدة. و أيضا كان الارتباط بين تغيرات سعر

الصرف و فرق أسعار الفائدة بين البلدين على أضعف ما يكون (0.04). بيد أن كوريا الجنوبية استطاعت الحفاظ على سعر الصرف الحقيقي لعملتها الوطنية تجاه الدولار الأمريكي قريبا من مستوى تعادل القوة الشرائية ويتساقط سلوك المتغير مع مبدأ العودة إلى الوسط. وهذا من الأدلة على أهمية استقرار القدرة التنافسية الدولية للبلد النامي من أجل الحفاظ على زخم النمو المقاد بالصادرات. وقد عالجت السياسة الكورية فرق التضخم عن الولايات المتحدة الأمريكية ( الدول المتقدمة ) بانخفاض سعر الصرف الاسمي لعملتها، ووفقت إلى نتيجة إيجابية تمثلت في عدم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي لعملتها. بينما في اليابان كان التضخم أدنى من الولايات المتحدة الأمريكية لكن سعر الصرف الاسمي تزايد فوق فرق التضخم والنتيجة ارتفاع سعر الصرف الحقيقي. وهكذا أظهرت هذه الحالات الدراسية صعوبة تحقق تعادل أسعار الفائدة والقوة الشرائية، بين البلد المعني و الخارج، وهما قوام النموذج المتداول للاقتصاد الكلي المفتوح الذي تقدم شرحه.

يقتضي مبدأ تعادل أسعار الفائدة تغطية الانخفاض المتوقع في سعر الصرف بزيادة سعر الفائدة الوطنية فوق سعر الفائدة الاجنبي عندما يرتفع سعر صرف العملة الأجنبية. وفي ظل الانفتاح المالي يكون هذا الفرق من مقومات التوازن، وحينما يرتفع سعر الفائدة الوطني بزيادة تتجاوز المقدار المتوقع لانخفاض سعر صرف العملة الوطنية تتدفق الاستثمارات الاجنبية للانتفاع من هذا الفارق فيتحسن سعر صرف العملة الوطنية والتوقعات بشأنه. وتستمر هذه العملية وصولا الى التوازن لأن سعر الفائدة الوطني يبدأ بالانخفاض نتيجة التوسع النقدي بفعل التدفقات الخارجية وفي نفس الوقت يرتفع سعر صرف العملة الوطنية. ورغم وجهة الأساس النظري الذي يصدر عنه هذا التصور ومحاكاته لسلوك المستثمر المالي على المستوى الجزئي لكن البيانات التجميعية لا تبين هذه القدرة التفسيرية له. وتبين واضحا أن فروقات أسعار الفائدة في ظل الانفتاح المالي وعلى سبيل المثال بين منطقة اليورو والولايات المتحدة الأمريكية واليابان وبريطانيا لا تفسر بتوقعات تغير سعر الصرف. وهذه الدول لا شك في أنها تمثل أعلى درجات الانفتاح المالي وفي نفس الوقت دورها الكبير في الصفقات المالية الدولية.

في دراسة العلاقة بين سعر الصرف والتضخم من البيانات الماليزية استخدمنا بيانات سنوية في اربعين مشاهدة للمدة 1971-2012. والمتغيرات اربعة: الناتج المحلي الاجمالي، والمستوى العام للأسعار، وسعر الصرف، وموجودات البنك المركزي، والمتغير الاخير نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي. وفي البداية جرى اختبار استقرار سعر الصرف وهو بالوحدات الأصلية بالعملة الماليزية للدولار. وفي سنوات الدراسة كان متفاوتاً بين 2.1768 و 3.9254 بمتوسط 2.8970 وحدات من العملة الماليزية للدولار، وشهدت تلك السنوات تحولات واسعة. ولقد جرى اختبار فرضية الجذر الأحادي لمتغيرات سعر الصرف، التضخم، معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي، وموجودات البنك المركزي نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي. وحسب تعريف المتغيرات فقد اجتازت الشرط المطلوب لرفض فرضية العدم، وبالتالي هي مستقرة بنفس الطريقة المعتمدة مع الحالات الاخرى. ثم جرى تقدير معادلة الانحدار لسعر الصرف كما في التالي:

المتغير التابع: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف؛

المتغيرات التفسيرية: اللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف السابق واللوغاريتم الطبيعي لسعر الصرف المتخلف لفترتين؛ نمو الناتج ونمو الناتج السابق ونمو الناتج المتخلف لفترتين؛ التضخم والتضخم السابق

والتضخم المتخلف لفترتين؛ موجودات البنك المركزي السابقة وزيادة موجودات البنك المركزي وزيادة موجودات البنك المركزي قبل فترتين.

المتغيرات ذات المعنوية الاحصائية: لوغاريتم سعر الصرف السابق ومستوى الدلالة 0.000 وعلاقته ايجابية؛ نمو الناتج ومستوى الدلالة 0.000 وعلاقته عكسية؛ التضخم السابق ومستوى الدلالة 0.000 وعلاقته عكسية؛ موجودات البنك المركزي السابقة وعلاقتها موجبة ومستوى الدلالة 0.073 أي أن المعنوية واطئة ولكنها موجودة. وبقية المتغيرات لم يظهر لها أثر معنوي.

أما المؤشرات الاجمالية للتقدير فهي عالية : لأن معامل التحديد 95.1 بالمائة و المصحح 93 بالمائة و دربن – واتسن 1.91. وهكذا فالمعادلة سليمة و قدرتها التفسيرية عالية لكن يتعذر تأكيد التكامل المشترك حسب الاختبار الذي أجريناه. و بعد تحويل سعر الصرف و موجودات البنك المركزي إلى بيانات نسبية، للسنة السابقة، جرى تقدير معادلة انحدار للتضخم بدلالة سعر الصرف وبقية المتغيرات والنتيجة:

$$f_t = -0.0506 + 0.47g_{yt} - 0.1159E_{t-1} - 0.088E_{t-2} + 0.0332 CB_{t-2} + 0.5015f_{t-1} - 0.3171f_{t-2}$$

والرموز في المعادلة لها المعاني:  $f$  التضخم،  $g_y$  نمو الناتج،  $E$  سعر الصرف،  $CB$  موجودات البنك المركزي. ومستويات الدلالة لمعنوية التقديرات، للثابت 0.957 ولمعامل انحدار سعر الصرف المتخلف الثاني 0.088 ولجميع المعاملات الأخرى أقل من 0.03 بمعنى أن جميع المتغيرات التفسيرية ذات دلالة إحصائية. وعلى المستوى الاجمالي، معامل التحديد 55.8 بالمائة والمصحح 47.8 بالمائة ودربن – واتسن 2.05. ونجحت المعادلة في اختبار التكامل المشترك بشرط ماكينين المستخدم سابقا وبمستوى دلالة 0.01.

## الاحتياطات الدولية بين المحددات الموضوعية والمعايير

نتناول الاحتياطات الدولية في إطار النظرية النقدية لنموذج الاقتصاد الكلي المفتوح، وتجارب الدول. و تركز المعالجات على سوق الصرف و العلاقات التي تهتم بها السياسة النقدية عادة، ومنها، خاصة، آلية خلق النقود وتغيرها بالعلاقة مع الاحتياطات الدولية. و لا شك في خصوصية الاقتصاد النفطي والتي تجعل من الأنفاق العام، كما سيتضح، مهيمنا على العمليات النقدية.

### التوازن الخارجي ومحددات حجم الاحتياطات: الأنماط العامة في التجربة الدولية

يمكن تعريف الاحتياطات الدولية، إستنادا إلى الممارسات الشائعة في العالم، بأنها الموجودات الخارجية أو الدولية المتاحة والمهياة حسب الطلب للسلطة النقدية وتحت تصرفها لتمويل عجز ميزان المدفوعات، فضلا عن وظيفتها في تهذيب عرض النقد الأجنبي لينتظم سوق الصرف حول سعر مثبت او متحرك ضمن مدى مقبول بحيث يوصف بالاستقرار. وتمثل الاحتياطات إستجابة لدافع التحوط للطوارئ المؤثرة في موارد النقد الأجنبي وبمثابة ضمان لنفقات خدمة الدين الخارجي، وايضا تعزيز الثقة بالعملة الوطنية إذ تديم الاحتياطات قابليتها للتحويل.

ولهذا السبب فإن الاحتياطات الدولية هي ليست مجرد موجودات أجنبية بحوزة السلطة النقدية بل لابد ان تكون سائلة ومعرفة بعملة اجنبية قابلة للتحويل. وتتخذ اشكال اربعة :

- عملة اجنبية تحتفظ بها السلطة النقدية في خزائنها ،ودائع في مصارف اجنبية ،اوراق أو مستحقات مالية، الذهب النقدي، حقوق السحب الخاصة، حقوق السحب غير المشروط من صندوق النقد الدولي أو احتياطات السلطة النقدية المودعة لديه.
  - أوراق الدين الصادرة من جهة وطنية بالعملة الاجنبية لاتحسب ضمن الاحتياطات، لأنها ليست موجودات أجنبية حسب معيار الأقامة. فالموجودات الأجنبية مطلوبات على جهات غير مقيمة هذا هو المعيار.
  - أي ان حوالات الخزانة للدول الاجنبية المحتفظ بها لدى السلطة النقدية تعد ضمن الاحتياطات ولكن حوالات الخزانة العراقية بالعملة الاجنبية التي يحتفظ به البنك المركزي لاتعد من ضمن الاحتياطات .
  - الاحتياطات هي صافي الموجودات الدولية للسلطة النقدية مضافا إليها الديون طويلة الأمد . أي لحساب الاحتياطات نبدا بإجمالي الموجودات الأجنبية ونضيف الذهب وحقوق السحب الخاصة وما إليها ثم تطرح المطلوبات قصيرة الأجل لغير المقيمين. وعندما لا تظهر في الميزانية العمومية للبنك المركزي مطلوبات لغير المقيمين فإن إجمالي الموجودات الدولية هي الاحتياطات. وبذلك لا بد من الانتباه الى أن الاحتياطات الدولية تقتصر على تلك المحتفظ بها لدى السلطة النقدية.
- ولكن بعض الكتاب يستخدم تعبير النقد الدولي INTERNATIONAL MONEY ليمثل الموجودات السائلة التي يحتفظ بها القطاع الخاص والجهات الرسمية من غير البنك المركزي. ولاشك إن حيازة الموجودات الاجنبية من قبل الجهات المعنية الاخرى تقلل من الحاجة الى الاحتياطات الدولية. في المصارف الحكومية يمكن اضافة صافي الموجودات الاجنبية الى الاحتياطات الدولية بل حتى المصارف الخاصة يمكن اضافة صافي موجوداتها الاجنبية الى الاحتياطات الدولية اذا كانت تحت سلطة البنك المركزي.
- وتعرف الاحتياطات الدولية بأنها جميع الاصول لدى السلطة النقدية، والتي يمكن ان تستخدم مباشرة أو عبر قابلية تحويلها المؤكدة الى اصول اخرى لدعم سعر الصرف عندما يكون الميزان الخارجي في حالة عجز. والنقود الدولية هو التعريف الاوسع الذي يتضمن الاحتياطات اذ يشمل الاصول لدى القطاع الخاص المحلي بالعملة الاجنبية وبالاخص المصارف. والاعتراض على هذا التوسيع ان البنك المركزي لا يستطيع اصدار اوامر الى جهة في القطاع الخاص للتدخل في سوق الصرف بالكيفية التي يريد. والفضل الاقتصار على الحدود الدقيقة لتعريف الاحتياطات، ودراسة مجموع السيولة بالعملة الأجنبية على المستوى الوطني او للقطاع العام كل على حدة لتفادي الألتباس.
- ويعرف صندوق النقد الدولي الاحتياطات الدولية بأنها الموجودات الاجنبية الرسمية للقطاع العام المتاحة للسلطة النقدية وتحت تصرفها، ومن خصائصها السيولة والسلامة. أي العملة الاجنبية الموظفة بأدوات ذات سيولة عالية مع توفر الجدارة الائتمانية بالمستويات المقبولة. لذلك قد تستبعد الاسهم والاوراق المالية الصادرة عن جهات ذات تقييم ائتماني منخفض من الاحتياطات. والسؤال الذي لم يزل مطروحاً هل تعد ودائع المصارف الحكومية والشركات العامة بالعملة الأجنبية في البنك المركزي بمثابة احتياطات شأنها شأن ودائع الحكومة المركزية. في العراق هذه تستبعد من الاحتياطات الدولية لكن التعريف المعتمد في الصندوق أنفاً يسمح بأحتسابها كما يستبعد فوائض الموازنة العامة من الاحتياطات الدولية طالما هي خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي كما هو التنظيم المتخذ في العراق الآن. ويتمثل طلب السيولة في الميل لاستثمار الاحتياطات في أدوات لايتعدى اجلها ثلاث سنوات ولو ان الاستثمارات في الاصول بعيدة الاجل قد تكون سائلة وامينة.
- بقي التمييز بين الاحتياطات المقترضة وغير المقترضة، في ظل تعريف الاحتياطات على انها اصول تستخدم حالاً وبالتأكيد لتمويل عجوزات في موازين المدفوعات تستبعد الاحتياطات المقترضة.

وبهذا لايعتني التعريف المتشدد بالدورالمهم لاسواق رأس المال الخاص في التمويل الرسمي. ومن جهة اخرى في التعريف الاوسع. (Horn and Nahm P10) تعرف السيولة الرسمية الدولية لتحتوي جميع القروض من الخارج التي عقدتها المؤسسات الرسمية لدعم الاحتياطيات. والتعريف المعتمد لدى الصندوق يتخذ موقفاً وسطاً اذ يستبعد فقط القروض قصيرة الاجل التي لايزيد امدها على السنة من الاحتياطيات ويستبقي القروض بعيدة الامد ضمنها. وتعرف السيولة الدولية (ibid , p10) بأنها قدرة الدولة على تمويل عجز ميزان المدفوعات دون الاضطرار لاتخاذ تدابير غير مرغوبة.

تكتنف قواعد المحاسبة النقدية وعمليات الصيرفة المركزية مفهوم الاحتياطيات الدولية للسلطة النقدية وهنا يتوجب الانتباه الى علاقة الميزانية العمومية للبنك المركزي مع الموازنة المالية العامة للدولة، والتمييز بين حالتين: الاولى، ادخال جميع موارد الحكومة من العملة الاجنبية في الميزانية العمومية للبنك المركزي، والثانية استقبال تلك الموارد في حسابات مصرفية خارج الميزانية العمومية للبنك Off Balance Sheet والحالة الاولى كان عليها البنك المركزي العراقي قبل عام 2003، والثانية هي المعتمدة الان في البنك. ومع الحالة الاولى قد تعامل الموجودات الاجنبية للحكومة على أنها وديعة في ميزانية البنك المركزي بالعملة الاجنبية، او تحول فوراً الى قيمتها بالعملة الوطنية حسب سعر الصرف السائد وتصبح مملوكة للسلطة النقدية مقابل مطلوبات للحكومة بالعملة الوطنية، وهي الطريقة التي كان يعتمدها البنك المركزي العراقي قبل عام 2003. في كل الاحوال عندما تدخل الموجودات الاجنبية للحكومة في ميزانية البنك المركزي ترفع رقم الموجودات الاجنبية للسلطة النقدية وتصبح كل الموجودات الاجنبية للقطاع العام، عدا المصارف التجارية الحكومية والمنشآت الاقتصادية العامة، بمثابة احتياطيات دولية للسلطة النقدية. وعند ابقاء موارد الحكومة من العملة الاجنبية خارج موازنة البنك المركزي فإن الموجودات الاجنبية للبنك المركزي ليست مدينة للحكومة ويصبح مالك لصافي الموجودات الاجنبية في ميزانيته العمومية وهو الوضع الذي عليه العراق الان.

عند ابقاء الموجودات الاجنبية للدولة خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي ويتنامى رصيدها، كما حصل في بلدان الفائض النفطي، يمكن تسمية هذا الرصيد باسم صندوق استقرارمالي او صندوق الاجيال القادمة سواء استحدث هذا الصندوق بقرار صريح ام لا. في كل الاحوال عندما يتزايد الرصيد فوق متطلبات تعويض النقص الطارئ في ايرادات الموازنة فسوف يستثمر بأدوات ذات مديات أبعد مع تحمل مخاطرة اعلى .

مشكلة السيولة العالمية والتي أثرت من وقت مبكر تعني عدم كفاية مجموع وسائل الدفع الموظفة لأجراء المبادلات التجارية والتدفقات المالية عبر الحدود . وكانت تفهم على خلفية تجربة العالم مع نظام تبادل الذهب بالدولار. والفكرة الأساسية إن احتياطيات العملة الاجنبية في اصلها نتاج عجز في ميزان المدفوعات الخارجي الأمريكي (على اساس انها بالدولار) ولايمكن زيادة السيولة الدولية إلا بزيادة ذلك العجز. وفي البداية تصور المهتمون بالموضوع ان مرونة سعر الصرف تنفي الحاجة الى الاحتياطيات وهو تصور غاية في التبسيط والاستعجال.

ازدياد الاحتياطيات الدولية في عصر التعويم بشكل لافت للنظر سمي مفارقة Paradox على اساس، وكما تقدم، ان مرونة سعر الصرف تغني عن الاحتياطيات. ومن بين الاطروحات لتفسير تلك الظاهرة أنه في أية لحظة زمنية ثمة سعر صرف تستهدفه الحكومة وترغب في إدامته وبالتالي لافرق بين سعر الصرف الثابت والمرن، بالنتيجة، على ان الكثير من البلدان بقيت على التثبيت بشكل او آخر.

وهناك ظاهرة تسمى منحني ل التي تفيد إن تخفيض سعر صرف العملة الوطنية لا يؤدي فوراً الى تحسن ميزان المدفوعات بل يزداد سوءاً في البداية بسبب العقود السابقة وبطء التكيف مع السعر الجديد. و تزداد

المخاطر مع سعر الصرف المرن لكن التجربة تشير الى ازدهار الانشطة الاستثمارية التي ترتبط بالمضاربة وتوقعات سعر الصرف المتغير ومنها المبادلات والاسواق المستقبلية والمشتقات الاخرى. والتي تعاطم حجمها في السوق كثيراً مقارنة مع عهد بريتون وودز. إلا أن البنوك المركزية تواجه مع سعر الصرف المرن الحاجة الى التدخل بمبالغ كبيرة في سوق الصرف لأحراز الاستقرار وهو ما يؤدي الى زيادة الطلب على الاحتياطيات. وترغب البلدان في السيطرة على ميزان المدفوعات اوعلى الاقل منع تدهوره عبر التحكم بأسعار الصرف لذلك تحتاج الى التدخل. اما البلدان التي تستقبل تدفقات رأسمالية كبيرة فأنها تخشى ارتداد التدفقات خاصة استثمارات الحافظة ولذلك تتحوط بأحتياطيات دولية كبيرة.

لكن هذه العوامل لا تكفي لتبرير هذا الصعود السريع في الاحتياطيات الدولية للدول الناهضة عبر السنوات الاخيرة وعلى نحو منظم. وعلى الاغلب كان تراكم الاحتياطيات ناتجاً عرضياً لخصائص الاقتصاد المعني ومستوى سعر الصرف الحقيقي المرتبط بهدف الحفاظ على مستوى مرتفع للصادرات وهي التي قادت في الماضي، النمو في دول شرق وجنوب شرق آسيا ومنها الصين في السنوات العشرين الاخيرة (p14, Frankel).

يُعد الطلب على الاحتياطيات الدولية دالة بكلفة الفرص البديلة للاحتفاظ بها، و تذبذبها والناج الوطني الاجمالي، والميل المتوسط للاستيرادات (Ben-Bassat & Gottlieb). وتتألف الاحتياطيات من اصول متفاوتة في السيولة وحفظ القيمة واداء وظيفة الملاذ الأمان أيام الازمات ولذلك هي ليست بدائل تامة. ويفترض الجمع البسيط للقيمة الاسمية لتلك الاحتياطيات انها بدائل تامة وهي ليست كذلك. واستمرت الاحتياطيات الدولية في التزايد الى جانب تركزها لدى البلدان النامية والناهضة، كما هو المتوقع، لان العملات الاحتياطية الدولية هي عملات البلدان المتقدمة الرئيسية. وتعد ظاهرة الاحتياطيات احد اوجه الاختلال في موازين المدفوعات الذي اتسع وتكرّس في السنوات السابقة للانهييار الأخير. ولم تتردد الجهات الرسمية في الدول الغربية، وخاصة الولايات المتحدة الامريكية، في تحميل الفوائض جزءاً مهماً من المسؤولية عن الازمة الاخيرة. وذلك من جهة اعتماد أسواق الولايات المتحدة الامريكية ودول اخرى على تمويل يسير من تلك الفوائض النفطية والاسيوية والتي جرى تدويرها عبر شبكة المصارف والاسواق المالية. أي ان هذه الظاهرة التي أشاعت الاحساس بالأمن المالي للدول التي استضافت الاحتياطيات ربما اسهمت في تقويض الاستقرار المالي في العالم. ويتضمن اتهاماً للعولمة المالية وتأكيداً، قد يكون مقصوداً، على ان الاكتراث بالحدود الاقتصادية للدولة الوطنية ضروري للاستقرار على المستوى الدولي. وينظر بعض المهتمين في تطور النظام المالي من المدارس ذات الموقف النقدي ان تحويل فوائض من البلدان النامية والناهضة الى الأجزاء المتقدمة من العالم جرى الترويج له عبر تمجيد صناديق الثروة السيادية، وما اليها، لاقتطاع جزء من ادخار تلك البلدان لصالح الرفاه في الولايات المتحدة الامريكية ودول اخرى. لكن القضية متعددة الابعاد وتحتمل التناقض بين مرغوبات الحكومات وانسجام شبكة المصالح المعقدة عبر الحدود. ولذلك تدعو الجهات الرسمية في الولايات المتحدة الامريكية الصين، مثلاً، الى رفع الميل للاستهلاك لتقليص الفائض، وتأتي مطالبتها برفع اسعار الصرف لدول الفائض في هذا السياق.

التغير في الاحتياطيات يساوي رصيد الحساب الجاري مضافاً اليه رصيد الحساب المالي والاخير كان يسمى ولازال احياناً حساب رأسمال. وهذه المتطابقة هي صحيحة لأن تغير الاحتياطيات فقرة تسوية حسب البناء المنطقي- المحاسبي لميزان المدفوعات. وبتعبير آخر ان مجموع رصيدي الحساب الجاري والحساب المالي يجب ان يساوي التغير في الاحتياطيات الدولية. ولو كانت نتيجة الحساب الجاري العجز ولا توجد تدفقات مالية موجبة كافية لسده عند ذاك تنخفض الاحتياطيات الدولية أي انخفاض جانب الموجودات في المركز الاستثماري الدولي للبلد المعني بمقدار لسد عجز الحساب الجاري. فالتخفيض هو تدفقات مالية داخلية ولذلك تكون اشارة الانخفاض في الاحتياطيات الدولية موجبة في ميزان المدفوعات و اشارة زيادة الاحتياطيات سالبة لأنها تدفقات خارجة.

في دراستهم (Bastourre et al) التي غطت 31 سنة (1973-2004) و 136 دولة فسروا تغير الاحتياطات الدولية بمتغيرات الناتج المحلي الاجمالي للفرد بالقوة الشرائية الدولية وتربيعة، والانفتاح التجاري، والانفتاح المالي والتذبذب في الميزان التجاري والتذبذب في التدفقات المالية ونظام سعر الصرف والعائد على استثمار الاحتياطات الدولية والمنطقة التي تنتمي اليها الدولة وتمييز السنوات 1990 وما بعدها عن الفترة السابقة بمتغير وهمي.

وبينت التقديرات الاثر الكبير للارتباط الذاتي او الميل للاستمرار وتراوح معامل إنحدار المتغير التابع المتخلف بين 0.73 و0.89 ما يؤكد الميل للأستمرار. أما تأثير مرونة سعر الصرف فقد كان سالباً وذو معنوية عالية، عند اهمال أثر الاستمرارية Inertia المتمثل بالمتغير التابع المتخلف وعندما اضيف اصبحت الاشارة موجبة وليست جوهرية في كافة التقديرات الاخرى. والانفتاح التجاري والمالي كان اثرهما موجباً على الاحتياطات عكس التصور النظري، وفي الأنفتاح التجاري كان التأثير جوهرياً وبمستوى دلالة 0.01 ولجميع النماذج اما الانفتاح المالي فلم يكن جوهرياً في جميع النماذج ولكن الاشارة لم تتغير والتذبذب التجاري والمالي (P28) لم يكن له تأثير واضح.

عام 2006 وصلت نسبة الاحتياطات الدولية الى الناتج المحلي الاجمالي للدول الاسيوية 35.8 بالمائة، وكانت حصتها من الاحتياطات الدولية على مستوى العالم 44.5 بالمائة في تلك السنة. ويلاحظ وصول الاحتياطات الدولية للصين 1528 مليار دولار نهاية عام 2007 مرتفعة بنسبة 43 بالمائة عن مستواها لسنة سابقة. وازدادت احتياطات الهند، أيضاً، بنفس النسبة عن مستواها لسنة سابقة. ويلاحظ التفاوت الواسع في نسب الاحتياطات الى النواتج المحلية لتلك الدول بحيث لا يمكن استنتاج روابط كمية تصلح للقياس عليها.

ومن بين المقاييس المتداولة لملائمة الاحتياطات الدولية نسبتها الى الناتج المحلي الاجمالي، والنقود بالمعنى الواسع M2 ، والاستيرادات ، والديون قصيرة الاجل للخارج، ويمكن اضافة العجز الاكبر في الحساب الجاري. ولكن الدول تتفاوت كثيراً عند مقارنتها بجميع تلك المقاييس. كما يوجد اختلاف في السياسات الاقتصادية والنقدية التي تتدخل في مراكمة الاحتياطات كما اتضح من مراجعة تجارب الدول. وايضاً اوضاع ميزان المدفوعات والاسهام النسبي لكل من الصادرات وعموم الحساب الجاري والحساب المالي في تغير الاحتياطات. اذ قد تتزايد الاحتياطات نتيجة فائض الصادرات على الاستيرادات مثل الصين والدول النفطية، او احياناً، كما في دول أخرى، من خلال اقتطاع جزء من التدفقات الرأسمالية الداخلة. وهكذا من الصعب اختزال التنوع بالتنميط القسري في محاولة لمحاكاة نماذج نظرية مألوفة والتي سرعان ما تخفق عند الاختيار. وبساعد فهم العمليات النقدية والمالية الدولية على تنوعها في توسيع فضاء السياسات. ولا بأس من الانتهاء الى صيغة مختزلة ان كانت لها مصداقية تجريبية مستقرة لا أن تكون هي نقطة الابتداء.

يعرض الجدول (7) خلاصة لنسب الاحتياطات الى العجز الأقصى في الحساب الجاري وعلى النقود بالتعريف الواسع والاستيرادات من السلع والخدمات؛ ثم ينسب المتغيرات التي تقاس بها الاحتياطات الى الناتج المحلي الاجمالي، وبذا توفر مؤشر نسبة الاحتياطات الى الناتج المحلي. المقصود بأقصى عجز في الحساب الجاري الوضع الأدنى له لعينة الدول التي توفرت عنها بيانات وعددها 159 دولة. ولأن الاحتفاظ بالاحتياطات سياسة تحكمها معايير بطبيعة الأمور لذا يستدل من تفاوت المؤشرات إختلاف الدول في معايير الأمثلية إضافة على انعكاس خصائص الاقتصاد المعني.

من الواضح ان الاحتياطات الدولية تجاوزت المستويات المرغوبة والمثلى من سنوات، ولم تظهر بوادر تخالف الاتجاه الذي تكرر قبل الأزمة رغم وضوح الحاجة إلى إعادة النظر في السياسات.

ويلاحظ في الاونة الاخيرة وكأن البلدان الناهضة تتسابق على زيادة الاحتياطيات الدولية وتراكمت الاحتياطيات المستثمرة في السوق المالية للولايات المتحدة الامريكية الى الحد الذي لايمكن استبعادها في دراسة خلفية الازمة المالية الدولية الاخيرة ومسار الخروج منها. لقد تزايدت الاحتياطيات الرسمية الى حوالي ثلاثة أمثالها للفترة 2001-2007 التي سبقت الازمة وهي سرعة في التكاثر ليس لها مثيل في المتغيرات الاخرى ما يعزز دورها في الازمة بشكل أو بآخر، فقد كان معدل نموها السنوى على مستوى العالم 21.8 بالمائة و للبلدان النامية 32.1 بالمائة. و كان معدل النمو السنوي للأحتياطيات بين عامي 1995 و 2018 محسوبا بين السنتين 10.3% وهو معدل مرتفع يتجاوز بفارق واسع معدل نمو التجارة الخارجية والنتاج المحلي للعالم. وللدول النامية لذات المدة 13.2% سنويا ، ولعل الجدول (8) يوضح هذا الاتجاه.

الجدول رقم (7)  
مؤشرات الاحتياطيات

المؤشرات	عدد الدول	الوسط	الانحراف المعياري	الأدنى	الربيع الأدنى	الربيع	الوسيط	الربيع الثالث	الأقصى
الاحتياطيات % من المتغير	152	51.17	57.64	0.8	20.26	36.73	63.33	510.48	
الاستيرادات سلع وخدمات									
النقود بالتعريف الواسع	126	31.99	22.16	0.55	17.71	27.1	40.44	125.18	
اقصى عجز في الحساب الجاري	141	162.2	188.9	0.4	41.4	91.1	212.4	1072.3	
المتغير % من الناتج المحلي الاجمالي	140	66.53	51.07	13.06	35.23	52.5	81.07	385.26	
النقود بالتعريف الواسع									
الاستيرادات من السلع والخدمات	165	42.32	31.41	5.92	22.93	34.73	50.17	214.07	
أقصى عجز في الحساب الجاري	159	-17.51	23.7	-240.52	-20.81	-11.83	-7.26	-1.31	

المصدر: إعداد الباحث. البيانات من موقع البنك الدولي WDI . المؤشرات محسوبة للسنوات 2016-2018؛ وأقصى عجز للحساب الجاري للمدة 1986-2014.

ويلاحظ أن المعدل السنوي المركب لنمو الاحتياطيات الدولية في العالم كان 6.7 بالمائة للسنوات 1955 إلى 2001 و بين الأخيرة وعام 2007 نمت بمعدل 21.8 بالمائة سنويا وهي فترة التحضير للآزمة الأخيرة. أما إحتياطيات البلدان النامية فقد تزايدت بمعدل سنوي مركب 32.1 بالمائة للسنوات 2001 إلى 2007 ، وبين الأخيرة و 2012 تراجع المعدل إلى 11.1 بالمائة سنويا وهو مرتفع أيضا نظرا لما بلغته تلك الاحتياطيات من حجوم كبيرة.

ولازال الدولار الأمريكي مهيمنا في سلة عملات الاحتياطيات الدولية ما يعكس إستمرار وظيفته في التسعير الدولي للسلع، إلى جانب الحجم الكبير للأستثمارات المالية الدولية بالدولار.

الجدول رقم (8)

الاحتياطيات الدولية مليارات الدولارات لاقرب مليار بالعملة الاجنبية

السنة	العالم (1)	البلدان المتقدمة (2)	البلدان الناهضة والنامية (3)	1/2 بالمائة	1/3 بالمائة
1995	1390	932	457	67	33
1996	1566	1016	550	65	35
1997	1616	1010	606	63	37
1998	1644	1022	621	62	38
1999	1782	1122	660	63	37
2000	1936	1217	719	63	37
2001	2049	1246	803	61	39
2002	2408	1443	964	60	40
2003	3025	1767	1258	58	42
2004	3748	2071	1678	55	45
2005	4320	2078	2241	48	52
2006	5253	2253	3000	43	57
2007	6704	2432	4272	36	64
2008	7346	2491	4855	34	66
2009	8164	2779	5386	34	66
2010	9265	3092	6172	33	67
2011	10202	3399	6803	33	67
2012	11462	4087	7375	36	64
2013	12190	4202	7988	34	66
2014	12051	4201	7850	35	65
2015	11334	4273	7051	38	62
2016	11094	4405	6689	40	60
2017	11823	4839	6984	41	59
2018	13222	5823	7399	44	56

مصدر البيانات: موقع صندوق النقد الدولي IMF.

من الجدول (10) يتضح أن كمية الذهب النقدي إنخفضت بمقدار 5.5 بالمائة عام 2012 مقارنة بما كانت عليه عام 2000 وكانت قد وصلت إلى أدناها عام 2007 لكن نسبة قيمة الذهب من مجموع الاحتياطيات أصبحت عام 2012 أعلى مما كانت عليه عام 2000 وهذا التناسب بالقيمة رغم ثبات الكمية يكشف عن علاقة بين سعر الذهب ومجموع الاحتياطيات الدولية. كما ان هذا التوسع في السيولة الذي كشفت عنه حركة الاحتياطيات الدولية من المستحيل تصوره مع ثبات التبادل بين الدولار والذهب كما كان الحال في عهد بريتون وودز. أعلى كمية محتفظ بها من الذهب عام 2016 مقارنة للسنتين التاليتين، ويبدو ان نسبة قيمة الذهب من مجموع الاحتياطيات تتراوح بين 9% إلى 12% .

الجدول رقم (9)

احتياطيات النقد الأجنبي حسب العملة % للاحتياطيات التي توفرت عنها بيانات لسنوات مختارة

السنة	بالدولار الأمريكي	بالبيورو	بالباوند الاسترليني	الين الياباني	أخرى
2000	71	18	3	6	2
2001	71	19	3	5	2
2002	67	24	3	4	2
2009	62	28	4	3	3
2010	62	26	4	4	4
2015	66	19	5	4	6
2018	62	21	4	5	8

مصدر سابق.

الجدول رقم (10)

مجموع الاحتياطيات الدولية مليارات حقوق السحب الخاصة لسنوات مختارة

السنة	مجموع الاحتياطيات	الأصول ذات العلاقة بالصندوق	احتياطيات العملة الأجنبية	الذهب	نسبة الذهب من مجموع الاحتياطيات بالمائة	كمية الذهب ملايين الاونصات الاونصة 31.103 غرام
2000	1756.6	65.9	1490.2	200.6	11.4	952.1
2003	2380.3	86.4	2037.5	256.4	10.8	913.1
2007	4726.5	32.1	4242.6	451.4	9.6	855.6
2008	5297.2	44.0	4769.2	483.7	9.1	856.6
2014	9137.5	285.8	7999.6	853.4	9.3	1028.7
2015	8946.1	267.5	7877.1	802.0	9.0	1051.5
2016	9130.3	283.2	7966.8	908.8	10.0	1096.3
2017	9260.1	272.1	8033.5	981.6	10.6	1081.9
2018	9473.5	285.6	8212.3	999.7	10.6	1088.6

المصدر IMF, Annual Report, Appendix table I.

وقد راكمت بلدان آسيا الناهضة احتياطيات دولية ضخمة نتيجة لاستمرار فائض الحساب الجاري والتدفقات الرأسمالية وتحسباً لمواجهة احتمال انعكاس التدفقات كما حصل في أزمة العامين 1997 - 1998. إذ أرادت حماية عملاتها من خطر الانهيار بتعويض نقص العرض، إن حصل، بالاحتياطيات لتعزيز الثقة وتعديل التوقعات بتلك السياسة عند الحاجة. ولكن هذا التفسير يصرف الانتباه عن دافع آخر وهو إن تلك البلدان لا تريد رفع أسعار صرف عملاتها ولذلك لا بد أن تمتص فائض العرض من العملة الأجنبية، لأن ارتفاع قيمة العملة الوطنية مع التضخم يؤدي إلى ارتفاع كبير في سعر الصرف الحقيقي يضعف القدرة التنافسية لتلك الدول وقد يؤدي إلى انحسار أسواق صادراتها على المستوى الدولي، ما يهدد نجاحها الاقتصادي، خاصة وقد اعتمدت تلك البلدان أساساً استراتيجية النمو المقاد بالصادرات الصناعية.

ارتبط تراكم الاحتياطيات الدولية في السنوات الاخيرة بالانفتاح المالي وسياسات الوقاية من أزمات العملة الأجنبية، تصافرت مع ظاهرة فائض الادخار في بلدان المجموعة النفطية ودول آسيا التي اعتمدت استراتيجية النمو المقاد بالصادرات الصناعية. والاحتياطيات الدولية هي أصول مستثمرة في الخارج والاضافة إليها تدفقات خارجة لا بد أن تمول بكيفية ما مثل فائض الحساب الجاري أو تدفقات رأسمالية داخلية. وطالما لسعر الصرف، الاسمي والحقيقي، علاقة بعرض العملة الأجنبية والطلب عليها، وكذلك سعر الفائدة يصبح التضخم ومحدداته ذا صلة. ولذلك يفتح موضوع الاحتياطيات الدولية على الاقتصاد الكلي وسياساته.

في الوسط الماركسي ميل شديد نحو العلاقة بين التراكم الحقيقي لرأس المال والتطور المالي او بلغة اخرى بين تكوين رأس المال في القطاع الحقيقي من جهة والاستثمار المالي المرتبط بقطاع المال من مصارف واسواق مالية بمختلف أمادها وادواتها من جهة اخرى، ويضيف الى تلك العلاقة دور ما يسميه النقود الدولية. وهي العملات الاحتياطية، وخاصة الدولار الامريكي في تدفقات رأس المال عبر الحدود. ومن وجهة نظر الماركسيين ان المدارس المعارضة للتيار الرئيسي التي تنطلق من اطروحات لا ماركسية لا تستطيع تفسير التحول الهائل للبلدان النامية نحو مراكمة الاحتياطيات في العقد الاول من القرن الحالي وتحويل الثروة من الجزء النامي الى المتقدم في العالم. ويرى الماركسيون ان الدولار بصفته العملة شبه العالمية، مقارنة بالذهب ايام قاعدة الذهب والدولار في عهد بريتون وودز، لعب دوراً رئيسياً في الازمة الاسيوية تسعينات القرن العشرين، وموجة تراكم الاحتياطيات الحالية.

بعد اتفاقية Smithsonian عام 1972 بدأت العملات الرئيسية تتعوم وكان المتوقع انخفاض الطلب على الاحتياطيات الدولية مع التعويم لكن ما حصل فيما بعد هو العكس، وربما لتزامن التعويم مع تحرير حركة راس المال. وتنسجم ادبيات ما قبل إنهييار بريتون وودز مع النظام في زمنها ومن معالمها ثبات سعر الصرف وتركيز السياسات على استقرار الحساب الجاري لميزان المدفوعات. اما في عصر الانفتاح المالي فاصبح الطلب على الاحتياطيات يتسم بالتعقيد اذ يضيف الى العوامل السابقة أخرى تتصل بعدم استقرار التدفقات الرأسمالية وبرزما تتخذة التوقف المفاجيء وهو السبب الرئيسي في تغير الاحتفاظ بالاحتياطيات والذي صار أكثر تداولاً خاصة بعد الازمة الاسيوية.

ولكن هذا التفسير لا يكفي لوحده خاصة وان الكثير من البلدان لم تصل التدفقات الراسمالية عندها الى الحد الذي يجعل توقفها المفاجيء سبباً للانهييار. وايضاً ظهرت محاولات نظرية للربط بين الاحتياطيات وصددمات الحساب الجاري وحساب راس المال، أي الاقتراض قصير الاجل وبعيد الاجل اضافة على التدفقات الطوعية الخاصة. وثمة الية اخرى ذات علاقة بما يسمى ازمان العملة، وضعف الاساسيات الاقتصادية في استعادة التوازن والتي تنعكس في الانفصام بين حركة الاسعار وتغيرات الاقتصاد الحقيقي والاصول المالية، فتتولى الاحتياطيات تعويض نقص الفاعلية المتوقعة نظرياً.

تمثل الاحتياطيات الدولية تدفقاً رأسمالياً من البلدان النامية الى بلدان العملات الاحتياطية الرئيسية وخاصة الولايات المتحدة الامريكية وبتعبير آخر من المجتمعات الادنى في متوسط الدخل للفرد الى المجتمعات الغنية. وهو اتجاه للحركة عكس المتوقع نظريا حسب الفهم النيوكلاسيكي الذي يفترض حركة رأس المال

نحو الانتاجية الحدية الأعلى وهذه تكون في البلدان الناهضة حيث رأس المال أكثر ندرة مما هو عليه في البلدان المتقدمة. ولكن الاحتياطات الدولية يتمثل دورها في مواجهة الاهتزازات الطارئة في ميزان المدفوعات، وتلك كلفة اعتادت البلدان على تحملها. لكن الجديد في الامر تجاوز حجوم تلك الاحتياطات المقادير الضرورية منها، بكل المقاييس، مع شيوع ثقافة على المستوى الدولي تركز هذه الظاهرة وتحاول تبريرها تحت مسميات مختلفة لتضفي عليها لبوس العقلانية ومراعاة مصالح الاجيال القادمة مثل صناديق الثروة السيادية وما إليها.

وكان التوجه نحو المبالغة في مراكمة الاحتياطات من نتائج الانفتاح المالي الذي اريد له اصلاً ان يقترن مع اسعار صرف مرنة، ما يعني نظرياً عدم الحاجة الى الاحتياطات. لكن انعكاس التدفقات على نحو مفاجئ أدى الى أزمة عملات واضطرابات كبيرة حفزت الدول الناهضة الى مراكمة احتياطات تحسباً لها وفيما بعد صارت الاحتياطات تتراكم من خلال اقتطاع اجزاء من التدفقات الداخلة وازادتها الى احتياطات السلطات النقدية لمنع ارتفاع أسعار صرف العملات الوطنية. وهكذا يبدو أن ظاهرة تنامي الاحتياطات الدولية ووصولها الى أحجامها الهائلة حالياً ليست بمعزل عن التحرير. وايضاً جاء التحرير على أعقاب رفع القيود الكمية والتعريفية عن التجارة الخارجية وادانة سياسة إعانة الصادرات. واصبح المركز المالي الدولي لمجموع البلدان النامية والناهضة دائناً بفضل تراكم الاحتياطات الدولية. اذ تفوق التدفقات السنوية الى البلدان المتقدمة من هذا النوع ما يدخل إلى البلدان النامية والناهضة من استثمارات اجنبية بمختلف اشكالها. وكما تقدم، يعتقد أن مراكمة الاحتياطات كان نتيجة لسياسة التحوط ضد التوقف المفاجئ لتدفقات رأس المال الداخلة وللحيلولة دون ارتفاع اسعار صرف عملاتها.

وتعد الاضافة الى الاحتياطات الدولية استثماراً في الخارج، ولو لم يستقبل البلد النامي تدفقات استثمارية صافية من الخارج فإن الاضافة الى الاحتياطات الدولية طريقة لامتناس فائض الادخار وهي الوظيفة الرئيسية لها في الوقت الحاضر. إن فائض الادخار هو الوجه الاخر لفائض الصادرات على الاستيرادات. وهذه الخاصية مرتبطة بتوزيع الدخل والسياسات الضريبية والانفاق الحكومي. أي لا يمكن الجزم بان تراكم الاحتياطات في بلدان آسيا الناهضة كان الوجه الأخر للتحرير المالي الدولي ولا غير بل تكمن اسبابه، اساساً، في نموذج التنمية الذي اختارته تلك البلدان. وثمة تساؤل لو أن البلدان المتقدمة بمجموعها استهدفت توازن الحساب الجاري وتحقق لها، فهل ستتجه فوائض البلدان النامية والناهضة الى داخل مجموعتها وتستمر على مستوياتها العالية أم تُحبط ويتراجع نمو بلدان الفائض .

لقد كان عجز الادخار ضئيلاً في مجموعة البلدان المتقدمة (0.2) بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي بالمتوسط للسنوات 1994-2001، واصبح (1.1) بالمائة عام 2007. وفي هذا السياق استمر فائض الادخار في اليابان بالتزايد من 2.3 بالمائة الى 4.8 بالمائة بين نقطتي المقارنة أنفتي الذكر والذي ساعد في تحسين الوضع التجميعي للحساب الجاري لمجموعة البلدان المتقدمة. وانتقلت منطقة اليورو من فائض طفيف 0.3 بالمائة الى عجز طفيف (0.4) بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي، في حين تضاعف فائض الادخار في البلدان الآسيوية المصنعة حديثاً من 3.1 بالمائة الى 6.3 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي، ومجموع البلدان النامية والناهضة من عجز (0.7) بالمائة الى فائض 4.2 بالمائة لنفس نقاط المقارنة الزمنية أنفة الذكر. وهناك بلدان متقدمة اخرى من غير اليابان حافظت على فائض ادخار مع تذبذب وضعها

بين العجز والفائض. وليس من السهل، في هذه السنوات، تغيير اوضاع موازين المدفوعات لأن تغيير وضع الحساب الجاري التجميعي للبلدان المتقدمة يتطلب نمو صادراتها بمعدل أعلى من زيادة الاستيرادات. وبذلك قد تتخفف وتيرة نمو طلب البلدان المتقدمة على منتجات البلدان النامية والناهضة في اوضاع قد لا يمكن لمجموعة البلدان النامية والناهضة تعويض نقص الطلب في العالم المتقدم.

لقد نمت الاحتياطيات الدولية بمعدلات سريعة فوصلت عام 2005 في البلدان النامية أربعة أمثال ما كانت عليه عام 1991 وللدول المتقدمة 150 بالمائة. وتستدعي هذه الظاهرة المزيد من التحليل فعندما تزداد من 54 مليار دولار عام 2000 الى حوالي 283 مليار دولار عام 2007 في افريقيا رغم حاجتها الماسة لمزيد من رأس المال. وفي الهند الفقيرة من 38 مليار دولار الى 257 مليار دولار لنفس السنوات. وحتى روسيا من 25 مليار دولار الى 445 مليار دولار وهي لازالت تصنف ضمن البلدان الناهضة وبحاجة الى الكثير كي تبلغ الحد الأدنى لمتوسط دخل الفرد في مجموعة البلدان المتقدمة. فأن صح التعبير لا تنسجم هذه الظاهرة، على الأقل، مع معايير الاقتصاد الاجتماعي الدولي. لكن خفض الاحتياطيات يتطلب، في كل الاحوال، تقليص فوائض الحسابات الجارية، و تقليص التدفقات الرأسمالية نحو البلدان التي راكمت الاحتياطيات. وهذه تتطلب تغيير في السياسات قد ينطوي على بعض المخاطر في الدول التي تمكنت من إحراز معدلات نمو مقنعة لديها. وتخشى، عند التغيير اضطراب المنظومة التي ساعدت على ذلك النمو. ومن المعلوم إن ميزان الادخار يساوي ميزان الحساب الجاري، وإن فائض أو عجز الحساب الجاري له صلة بالتنافسية الدولية للبلد المعني، ومن مؤشرات تكاليف العمل النسبية في الصناعة التحويلية، ويركّب هذا المقياس من ثلاثة عناصر : الاجور، إنتاجية العمل، وسعر الصرف، أما العوامل الاخرى مثل النوعية وخطوة المنتجات فهي صعبة التكميم. وعندما يرتفع سعر صرف العملة الوطنية تضعف التنافسية إذ ترتفع تكاليف العمل المحلية عندما تترجم الى عملات الشركاء التجاريين.

ومن مقاييس التنافسية الدولية مع الشريك التجاري نمو صادرات البلد مقارنة بنمو استيرادات شريكه التجاري ومن المفهوم أن استيرادات الشريك إذا نمت بمعدل يفوق صادرات البلد المعني يعني خسارة نسبية في سوق الصادرات. وتنعكس تغيرات ميزان المدفوعات في الاحتياطيات الدولية وفي الاساس النقدي كماهي. لكن هذا القول بحاجة الى ايضاح عندما يتحقق فائض في الحساب الجاري قد يبقى لدى القطاع الخاص ويصل الى القطاع المصرفي الوطني وبالنتيجة يودع في الخارج لحساب تلك المصارف أو في البنك المركزي الوطني، في الحالة الاولى يعد استثمارا في الخارج وفي الحالة الثانية زيادة في الاحتياطيات الرسمية. او يبقى الفائض في مثل حالة العراق في حسابات الحكومة في الخارج ويعد استثمارا في الخارج ولا يظهر فائضا في ميزان المدفوعات الشامل الذي ينعكس في الاحتياطيات.

ومن اسباب التفاوت الواسع إن الاحتفاظ بالاحتياطيات تحكّمه عوامل كثيرة وليس فقط متطلبات التحوط لتقلبات ميزان المدفوعات. لأن السياسات النقدية تركز على سعر الصرف واستقرار الاسعار ضمن سياسة اقتصادية أوسع تهتم بالتشغيل والنمو وتتحرك الاحتياطيات لتلائم تلك الاهداف. فهي على الاغلب ناتج عرضي لسياسات لا تستخدمها ولا تتخذ منها اداة لتحقيق تلك الاهداف.

في ظل سعر الصرف الثابت تعزى التقلبات في الاحتياطيات الى التقلبات في ميزان المدفوعات. ولذلك تعد التغيرات السنوية في رصيد الاحتياطيات بعد استبعاد الاتجاه تغيرات في ميزان المدفوعات، وفي رأي البعض قد لا تكون هذه الطريقة واقعية بل الافضل حساب التغيرات في رصيد الاحتياطيات على فترات

نصف سنوية. وتعد التغييرات السالبة استخداماً للأحتياطيّات لاستكمال نقص في عرض العملة الاجنبية (جانِب التدفقات في ميزان المدفوعات) مع سعر الصرف السائد في حين تعني التغييرات الموجبة اقتطاع الفائض.

تناول العلاقة بين درجة الانفتاح التجاري والتوازن الخارجي في قيمة الميل للاستيراد والمضاعف ليس له اساس واقعي فعندما يقال ان الميل للاستيراد 20 بالمائة فيحتاج الاقتصاد إنقاص المستوردات بمقدار مليار دولار الى انقاص الناتج بخمسة مليارات بينما في بلد آخر الميل للاستيراد 40 بالمائة يحتاج 2.5 مليار دولار خفضاً في الدخل لأنقاص الاستيرادات ملياراً واحداً. وهكذا نستنتج من هذا المدخل ان الانفتاح الاكثر يساعد في الاستقرار وتسهيل مهمة التعديل لكن المسألة قابلة للنظر من زاوية أخرى فإذا أريد خفض الأستيرادات بنسبة معينة، دون تغيير الأسعار، يتطلب الأمر خفض الناتج بنفس النسبة بغض النظر عن الميل للاستيراد.

الحجم الاقتصادي معبراً عنه بالناتج المحلي الاجمالي للفرد والسكان من العوامل المفسرة لتغير الاحتياطيّات عبر الزمن وهو ضمن المتوقع، وايضاً ان الاحتياطيّات تتناسب طردياً مع الانفتاح التجاري وهذا ما تؤيده متابعات اخرى. وكذلك فان الانفتاح المالي يجعل البلد أكثر عرضة للازمات الدولية وبذلك تشتد الحاجة للاحتياطيّات. وكلفة الفرصة البديلة للاحتياطيّات (Gupta and Agarwal pp2-3) من المحددات المهمة. ويفترض ان مرونة سعر الصرف تقلل الحاجة للاحتياطيّات وفي هذا الصدد ليس المهم النظام المعلن عن سعر الصرف بل المرونة الواقعية له. اذ اظهرت الكثير من الدول التي تعلن التزامها التعويم أو التعويم المدار في الواقع ميلاً الى الاستقرار ما يعني الحاجة الى احتياطيّات أكبر.

ولقد أصبح من غير المقبول، عموماً، انتهاج السيطرة المباشرة على التدفقات عبر الحدود و اتجه العالم نحو الاكتفاء بالسياسات للوصول إلى النتائج المرغوبة لموازن المدفوعات والمركز المالي الدولي. لكن مع ذلك لازالت تستخدم أدوات السيطرة المباشرة في بعض الدول وفي كثير منها جزئياً. و باشرت منذ عام 2002 بعض الدول الاسيوية استخدام اجراءات السيطرة على حركة رأس المال (Jongwanich, etal)، عندما تزايدت التدفقات المصرفية الاجنبية الى تلك البلدان. وفي نفس الوقت ازداد اقبال المستثمرين الاجانب على الأسهم الآسيوية، ودخول اموال للمتاجرة بالعملات. وقد خشيت الحكومات من الضغوط التضخمية الاضافية للاستثمارات الداخلة طالما توفر قنوات لتمويل مستويات اعلى من الطلب الكلي. وقد اشدت الاهتمام بكبح التدفقات الداخلة خاصة بين عامي 2006 و2008 عندما تصاعدت اسعار المواد الاولية ما يعني تزامن ضغوط الطلب من جانب الكلفة مع الأثر المحتمل لارتفاع مستوى الطلب الكلي بفعل التدفقات الصافية من الخارج. ان تجربة تلك الدول تستدعي الاهتمام ليس من زاوية انفتاح العراق على الاستثمارات الاجنبية وحسب، بل من الضروري الانتباه الى التماثل، في الأمد القصير، بين تحسن المورد النفطي عبر زيادة الاسعار وانعكاسه في الانفاق الحكومي والتدفقات الاستثمارية الصافية من الخارج.

وفي السنوات الأخيرة تخلت الدول تدريجياً عن ادوات السيطرة المباشرة مثل التقييد الاداري لحركات رأس المال الداخلة والخارجة. لأن تلك التدابير كانت فاشلة على الاغلب والتحايل عليها يلوث المؤسسات المعنية بالفساد الاداري والمالي، وايضاً تعيق عمل الاسواق المالية ولها انعكاسات سعرية. ومن اشهر القيود على حركة رأس المال ضوابط تحويل العملة الاجنبية والتي تنصب على هدف التحويل والشائع حصر إجازة استخدام العملة الاجنبية لأغراض بعينها وكانت هذه القيود معتمدة في العراق قبل عام 2003. ورغم القبول الواسع النطاق للانفتاح المالي، لا تستبعد الحاجة إلى تقييد حركات رأس المال، دخولا وخروجاً، مع عدم بلورة اتفاق حول حزمة الاجراءات المناسبة للتقييد بدرجات مختلفة .

لقد تناولت الاتفاقية الدولية للتجارة والخدمات، التي صارت فيما بعد أساساً لعمل منظمة التجارة الدولية، التدفقات المالية عبر الحدود بما يضمن حرية تجارة الخدمات. وهناك اتفاقيات على مستوى دول منظمة التعاون والتنمية (OECD) والاتحاد الاوربي تؤكد حرية انتقال رأس المال. وترتكز اتفاقية صندوق النقد الدولي على الحرية التامة للعمليات الجارية ولا تطل الاتفاقية، صفقات رأس المال الا المتعلق منها بتجارة السلع والخدمات وتحويلات الدخل وما إليها.

ألزمت المادة (8) من اتفاقية صندوق النقد الدولي العضو بعدم فرض القيود على المدفوعات والتحويل من أجل الصفقات الجارية، والتي يمكن تقييدها بموافقة الصندوق حسب المادة (14) من نفس الاتفاقية إذا تطلب الأمر في أوضاع استثنائية. وأجازت اتفاقية الصندوق للحكومات مزاولة السيطرة لتنظيم حركات رأس المال ولكن دون ان يؤدي ذلك الى تقييد الصفقات الجارية او تأخير غير ضروري لتلك الصفقات يعيق الوفاء بالالتزامات. ولا تتاح موارد الصندوق لتعويض تدفقات رأسمالية كبيرة للخارج، بل توجه، أساساً، لتعديل عجوزات الحساب الجاري والتي تقع ضمن ولايته. وقد يطلب الصندوق من العضو الذي اقرضه ان يقيد حركات رأس المال الخارجية شرطاً لاستخدام موارد الصندوق. ولاشك ان تبادلية العملة الوطنية لها علاقة بدرجة الانفتاح الخارجي فاذا اعتمد البلد المعني الحرية التامة في العمليات الجارية تصبح العملة الوطنية قابلة للتحويل دون قيود لأي غرض يندرج ضمن مفهوم تلك العمليات. أما التبادلية التامة للعملة، من الناحية القانونية، فلا تتحقق الا بالانفتاح التام والتحرير الشامل لكافة صفقات ميزان المدفوعات.

### دالة الاحتياطات الدولية في أستراليا حالة دراسية

ثمة مشتركات بين العراق وأستراليا في الخصائص الاقتصادية تتمثل في أهمية صادرات الموارد الطبيعية. وهي أيضا واجهت بعض الاثار السلبية للوفرة النسبية من العملة الأجنبية وخاصة المرض الهولندي. ونحاول في التالي دراسة حركة الاحتياطات الدولية من بيانات عالية التردد بواقع 665 مشاهدة شهرية تنتهي منتصف عام 2013. وأظهر اختبار الجذر الأحادي استقرار سلوك الاحتياطات الدولية في معادلة انحدار الفرق الشهري للاحتياطات مع المستوى السابق وإضافة الفرق السابق للتقوية. ومع أن معامل التحديد كان واطناً 8.6 بالمائة لكن F يشير إلى معنوية التقدير الاجمالي لأن مستوى دلالاته 0.000 و المعادلة سليمة من مشكلة الارتباط الذاتي، درين – واتسن 2.09 . كان مستوى دلالة t لمعامل الانحدار مع المستوى السابق (6.03) ما يعني رفض فرضية العدم بمستوى دلالة 0.01 وذلك بالمقارنة مع القيم المعيارية Dicky- Fuller .

وبنفس الطريقة اتضح استقرار سلوك سعر الصرف الشهري بمستوى دلالة 0.01 من بيانات عدد مشاهداتها 497. واتضح لحد الآن عدم تشبث المتغيرين بمستوياتها السابقة ما يفسح المجال لوجود السببية وهو عنصر إيجابي. ولنتعرف على مدى علاقة تغير سعر الصرف بتغير الاحتياطات. وقدرت معادلة لتغير الاحتياطات الدولية دالة في المتغيرات التالية: المستوى السابق للاحتياطات، علاقته معنوية بمستوى دلالة 0.000 وعكسية؛ تغير سعر الصرف معرفاً بوحدات من العملة الأسترالية للدولار وعلاقته قوية وموجبة ومستوى الدلالة 0.003 ؛ التغير السابق في الاحتياطات الدولية علاقته موجبة وقوية بمستوى

دلالة 0.000 ؛ سعر الصرف السابق علاقته غير معنوية؛ تغير سعر الصرف السابق وعلاقته غير معنوية. دربن- واتسن 2.09 أي أن المعادلة مثالية في خلوها من الارتباط الذاتي، ومعامل التحديد منخفض 11.4 بالمائة ، لكن مستوى دلالة F 0.000 .

وكانت الاحتياطيات الدولية بالمتوسط لكل المدة الزمنية تشكل ربع النقود بالمعنى الضيق 24.9 بالمائة وهو مؤشر مفيد للمقارنة. وتفاوتت هذه النسبة من أدناها 9.6 بالمائة إلى أعلاها 69 بالمائة. أما سعر الصرف فقد كان بالمتوسط 0.8831 وحدة من العملة الاسترالية للدولار متغيرا بين 0.5872 إلى 1.4389 . وكان معدل التضخم السنوي لكل المدة 4.97 بالمائة. أما التغير السنوي النسبي للنقود فقد كان 8.9 بالمائة سنويا. وشهد التضخم ونمو النقود تفاوتنا يقلل من أهمية المتوسط. وكانت الاحتياطيات الدولية عنيفة في تقلبها. وايضا كان الارتباط البسيط بين التضخم وسعر الصرف 0.684 ومعنوي بمستوى دلالة 0.000. وظهر ارتباط سعر الصرف بالاحتياطيات منخفضا، 0.036 ومستوى دلالاته 0.82، وينسجم مع ما ستيبته معادلة الانحدار من البيانات السنوية. وربما لأن العلاقة بين سعر الصرف و التدفقات الرأسمالية ضعيفة من جهة و أسعار صادرات الموارد الطبيعية دولية و بالتالي مستقلة عن سعر الصرف، لذلك كانت النتيجة ضعف العلاقة بين سعر الصرف وحركة الاحتياطيات في البيانات السنوية وهذه لا زالت معروضة لمزيد من البحث. كما ان الارتباط بين النقود بالمعنى الضيق والاحتياطيات ضعيف ايضا، 0.115 ومستوى دلالاته 0.417، ما يدل على ان الانفتاح لا يقيد النقود بالاحتياطيات الدولية او متراكم صافي النتيجة من الميزان الخارجي. ومسألة اخرى ان الارتباط بين نمو النقود والتضخم كان ضعيفا ايضا 0.234 لكن له معنوية إحصائية وان كانت منخفضة حيث مستوى الدلالة 0.095 وتلك العلاقة بين نمو النقود والتضخم تناولها هذا الكتاب في تجارب تحليلية اخرى. وكان الارتباط المباشر بين التضخم والاحتياطيات الدولية منخفضا 0.022 ومستوى دلالاته 0.872 يعني عدم معنويته احصائيا. وظهر الارتباط بين التضخم ونسبة الاحتياطيات الدولية الى النقود 0.421 ومستوى دلالاته 0.002. ويقال نفس الشيء حول ارتباط سعر الصرف بنسبة الاحتياطيات الدولية الى النقود 0.608 ومستوى الدلالة 0.000 . وهذه الظاهرة، اي ارتباط السعيرين، ليس مع مستويات السيولة المحلية والدولية كل على حدة بل مع التناسب بينهما، تستحق الاهتمام.

وقد جربنا العديد من الصيغ بين تلك المتغيرات لتقدير دالة للاحتياطيات الدولية ذات قدرة تفسيرية مناسبة وخاليه من مشكله الارتباط الذاتي. ونبين في التالي توصيف وتقدير معادله انحدار للاحتياطيات الدولية من البيانات السنوية تنتهي في كانون الثاني 2012 و كان عدد المشاهدات مقيدا ببيانات سعر الصرف 42 سنة وهي السلسلة الأقصر في امتدادها الماضي:

المتغير التابع: التغير السنوي في الاحتياطيات الدولية ؛ المتغيرات التفسيرية: المستوى السابق للاحتياطيات والمتخلفات الثاني والثالث والرابع ؛ التضخم السابق والتضخم المتخلف الثاني؛ تغير النقود وتغير النقود السابق والمتخلف الثاني لتغير النقود؛ سعر الصرف وسعر الصرف السابق والمتخلف الثاني لسعر الصرف والمتخلف الثالث لسعر الصرف.

معاملات الانحدار ذات المعنوية الإحصائية: المستوى السابق للاحتياطيات معنوي بمستوى دلالة 0.02 والعلاقة عكسية ؛ التضخم المتخلف معنوي بمستوى دلالة 0.005 وعلاقته موجبة، والتضخم المتخلف الثاني معنوي بمستوى دلالة 0.049 و علاقته عكسية. وبقية المتغيرات لم تظهر لها دلالة إحصائية يعتد بها وكانت بعيدة عن المعنوية بفارق واضح.

معامل التحديد 63.6 بالمائة ، ودر بن – واتسن 2.01 . ومن التقدير لم يظهر تأثير لسعر الصرف على الاحتياطات في البيانات السنوية في حين كان له تأثير في البيانات الشهرية. ويبدو التضخم فاعلا إلى جانب التشبث الذاتي للاحتياطات الذي أخفته البيانات الشهرية. ومما يعزز الثقة بالمعادلة أن المتغيرات كانت بمستوياتها النسبية إلى السنة السابقة ولذلك جاءت المعادلة مثالية في خلوها من الارتباط الذاتي ومن المستبعد لنفس السبب ان تطالها مشكلة عدم استقرار التباين. ومع كون أستراليا دولة متقدمة لكنها تشترك مع العراق في أهمية صادرات الموارد الطبيعية وتعرض اقتصادها لضغوط المرض الهولندي من نتائج تلك الخاصة.

## التدخل في سوق الصرف وأهدافه وتنظيمه

من المعلوم إن تغير الاحتياطات في الميزانية العمومية للبنك المركزي يتطلب حتماً تغيرات في العناصر الأخرى للميزانية العمومية. ويعتمد الأمر على تمويل زيادة صافي الموجودات الأجنبية، عن طريق التوسع النقدي، أم بوسائل ترفع صافي الموجودات الأجنبية مع بقاء الأساس النقدي دون تغيير.

ولا يستطيع البنك المركزي أصلاً التحكم مباشرة بالعملة المصدرة بل يعتمد مقدارها على طلب الجمهور. وقد يمكن تمويل زيادة موجودات العملة الأجنبية من زيادة احتياطات المصارف أو ودائعها لدى البنك المركزي. وفي هذه الحالة يصبح لديها فائض يضغط لخفض سعر الفائدة وتوسيع الائتمان وينعكس فيما بعد على زيادة عرض النقد كي يتناسب مع المستوى الجديد للأساس النقدي، أو ما يسمى النقود الاحتياطية. وهذه الزيادة في الاحتياطات الدولية لم تقتزن بالتعقيم. ويمكن تمويل الزيادة بأصدار حوالات البنك المركزي تشتريها المصارف، وهو إجراء تعقيمي. وبطريقة عرض أبسط يمكن نقل المطلوبات غير النقدية ورأس المال إلى جانب الموجودات بأشارة سالبة أي تستوفي في مفهوم صافي الموجودات المحلية. واصبحت المسألة أكثر وضوحاً. أي يزداد صافي الموجودات الأجنبية بانقاص صافي الموجودات المحلية وهي حالة التعقيم بمختلف أشكالها. ويمكن زيادتها من خلال زيادة مقابلة في المطلوبات النقدية وهي حالة التوسع النقدي . Mohany and Turner p43.

لا توجد دولة لاكتثرت بالكامل لسعر صرف عملتها الوطنية وبالنتيجة لا بد من سياسة للتأثير في سعر الصرف وابقائه في نطاق معين. وتستفيد السياسة النقدية في ظل الانفتاح المالي من العلاقة الطردية بين سعر الفائدة وصافي التدفق المالي من الخارج، والعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والتضخم. ويؤدي رفع سعر الفائدة لمقاومة التضخم إلى تدفقات رأسمالية داخلية حرة ما يعني وفرة نسبية في العملة الأجنبية. وفي حالة بقاء البنك المركزي محايداً بدعوى أنه يلتزم التعويم سيرتفع سعر صرف العملة الوطنية ومن نتائجه إضعاف القدرة على التصدير و زيادة عجز الحساب الجاري. ما يضطر البنك المركزي إلى التدخل لأقتطاع جزء من العملة الأجنبية في مقابل عملة وطنية وهذه تؤدي، نظرياً على الأقل، إلى خفض سعر الفائدة وتقليل التدفقات الداخلة وفي نفس الوقت زيادة الائتمان ما يدفع البنك المركزي إلى انتهاج سياسة تعقيم لسحب جزء من العملة الوطنية التي توسعت أصلاً نتيجة التدخل في سوق الصرف.

وفي العراق لا نجد إلا نادراً ما نبهت جهات غربية كانت تهتم بالاقتصاد العراقي إلى حقيقة التناقض بين التنمية ورفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي. وعندما اقترح صندوق النقد الدولي رفع سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي للإسهام في خفض التضخم لم يبين ان هذا الاجراء لخفض التضخم مدفوع الثمن مسبقاً من القدرة التنافسية الدولية للعراق ويكرس ظاهرة انخفاض جدوى الاستثمار في قطاع السلع المتاجر

بها غير النفطية. المهم ان الدول المتقدمة والمراكز القيادية في النظام المالي الدولي تهتم بالاستقرار في المقام الاول. وهو موقف منطقي لأنها في الصدارة ولا تعاني ما نسميه في البلدان النامية فجوة الدخل وفجوة الانتاجية.

عندما تكون البيئة الاقتصادية ملائمة لمعدل تضخم منخفض يمكن بسهولة التوصل الى تسوية لمراكمة احتياطات دولية مع الحفاظ على سعر الصرف. وقد جمعت الصين زيادة الاحتياطات الدولية الى جانب قدر من التوسع النقدي. ومن الناحية العملية لا يمكن الاستمرار بالتعقيم الى ما لا نهاية. وان هدف التعقيم لم يكن للحفاظ على سعر الصرف حسب مبدأ توازن الحافطة على اساس ان تمويل نمو الاحتياطات الدولية بالتوسع النقدي لا بد ان يؤدي الى خفض السعر النسبي للعملة الوطنية في حافطة الموجودات ومن دلالاته انخفاض سعر صرفها تجاه العملات الاخرى. ولكن التعقيم وفق نفس المبدأ للحفاظ على سعرها النسبي الداخلي تجاه السلع أي السيطرة على التضخم .

وللتبسيط يمكن القول اذا كانت نتيجة ميزان المدفوعات، دون التغير في الاحتياطات ليست الصفر ولم يتدخل البنك المركزي سوف يتغير سعر الصرف لتحقيق النتيجة الصفرية، ولأن البنك المركزي لا يرغب بتغير سعر الصرف يتدخل فيشتري الفائض أو يستكمل النقص للوصول الى النتيجة الصفرية .

تقود وفرة العملة الاجنبية عند التوازن الى رفع سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية ويقترب ذلك بارتفاع سعر الصرف الحقيقي عند ثبات المستوى العام للأسعار، أو التضخم المنخفض، وعندما يشتري البنك المركزي فائض العرض من العملة الاجنبية بموجب سعر الصرف القائم بالعملة الوطنية يؤدي ذلك، بدون التعقيم، الى انخفاض اسعار الفائدة وارتفاع الطلب الكلي الفعال وارتفاع معدل التضخم وبالتالي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية. وهذا لا ينسجم مع أهداف السياسة التي ارادت أصلاً الحفاظ على سعر صرف حقيقي منخفض للعملة الوطنية، وبالتالي يلجأ الى التعقيم أي اعادة شراء الجزء الاكبر او جميع العملة الوطنية التي سبق وان اضافها الى السوق لشراء العملة الاجنبية .

النماذج النظرية للتدخل في سوق الصرف لا تتجاوز اقتطاع الزائد من العملة الاجنبية أو استكمال النقص للإبقاء على حركة سعر الصرف الاسمي التوازني ضمن المدى المرغوب. و تعتمد كثافة التدخل، بدلالة تكرار عمليات بيع وشراء العملة الاجنبية التي تقوم بها سلطة ادارة الاحتياطات، على مدى المرونة المسموح بها لسعر الصرف. و لفهم مضامين الأطروحات النظرية نتطرق الى تجارب بعض الدول في التدخل ومنها كوريا الجنوبية التي انتقلت من فئة البلدان النامية الى صنف البلدان المصنعة حديثاً وعالية الدخل و احياناً توصف متقدمة في عقدين من الزمن. لقد تحولت كوريا الجنوبية من سعر الصرف الثابت الى المرن واتسع مدى تغير سعر الصرف بين عامي 1990 و 1997 بداية الازمة الآسيوية وبعد ذلك اعتمدت التعويم والمقصود التعويم المدار. وبالتزامن التزمت رسمياً استهداف التضخم بصفته اطاراً للسياسة النقدية لكنها عملياً بقيت تهتم بسعر الصرف الى جانب معدل التضخم. ولم تنحصر سياسة استهداف التضخم بإدارة سعر الفائدة بل كان حجم السيولة المحلية يخضع للرقابة ولذلك تعد كوريا الجنوبية من الامثلة الواضحة على اهمية التعقيم Sterilization في سياستها النقدية كما تبين في هذا الكتاب. ان استهداف التضخم واستقرار سعر الصرف يجعل مهمات السياسة النقدية صعبة ويبدو ان الجهات المعنية لا تستطيع التركيز على التضخم وتترك لبقية المتغيرات التكيف مع المثبت الرئيسي فهي تراقب وضع الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي بحكم اهتمامها بالقدرة التنافسية الدولية رغم تسمية سياستها النقدية المعلنة استهداف التضخم. وحسب قانوني بنك كوريا الجنوبية (المركزي) وتبادل العملة الأجنبية تقع المسؤولية على وزارة المالية والبنك المركزي معاً لتنظيم التدخل في سوق الصرف وحسب قانون تبادل العملة الأجنبية الكوري يكون وزير المالية والاقتصاد مسؤولاً عن سياسة العملة الاجنبية. وفي نفس الوقت لبنك كوريا الجنوبية وظيفة بلورة سياسة للعملة الاجنبية بالتعاون مع وزارة المالية. ويشرف البنك المركزي على مكاتب الصرافة ودلالة العملة الاجنبية ويراقب صفقاتها ويسعى الى تطوير سوق الصرف بصفته عضواً في لجنة سيؤول للعملة الاجنبية. ومن الضروري الإشارة الى ان هذه الترتيبات عرضة للتغير وجاء توثيقها لبيان

السعة والتنوع في واقع الممارسة التي لا تقبل الاختزال إلى صيغة تنظيمية دون غيرها. والمناقشة التي دارت في العراق حول سعر الصرف ونافذة بيع العملة الأجنبية من البنك المركزي كانت تعوزها الدراية بمدى التنوع، ضمن بلدان الاقتصاد الحر في أساليب تنظيم سوق الصرف وإدارة سعر الصرف. وأكثر من ذلك استحدثت وزارة المالية الكورية عام 1997 صندوق استقرار العملة الأجنبية يديره وزير المالية، بينما الإدارة الإجرائية للصندوق لمحافظ البنك المركزي الكوري الجنوبي. وتتألف الاحتياطيات الكورية من صندوق استقرار العملة الأجنبية والاحتياطيات الدولية للبنك المركزي ويديرهما البنك المركزي معاً. وعند المماثلة مع العراق تكافئ الاحتياطيات الوطنية هناك الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي وارصدة حسابات وزارة المالية في الخارج وكلاهما يدار من البنك المركزي العراقي. وبعد الازمة استهدف التدخل مراكمة احتياطيات دولية أي شراء العرض الزائد من العملة الأجنبية والتدخل هناك تقديري **Discretionary** ويعتمد على عوامل عدة منها زيادة أو انخفاض تدفق العملة الأجنبية، وحركة مؤشرات السوق مثل الفرق بين اسعار عروض الشراء والبيع، وتراجع السوق ووفرة العملة الأجنبية المطلوبة للتدخل. وبغض النظر عن مدى التذبذب في سعر الصرف فإن التدخل يأخذ بالاعتبار مصدر الاضطراب والمدة الزمنية المقدرة لاستمراره وانسجام التدخل مع السياسة الاقتصادية الجارية .

في المملكة العربية السعودية وهي الدولة النفطية القريبة من نموذج العراق مع اختلاف الحجم، بقي سعر صرف الريال تجاه الدولار ثابتاً منذ عام 1986 بمعدل 3.75 ريال للدولار. ومثل العراق توفر مؤسسة النقد السعودية، البنك المركزي، احتياجات القطاع الخاص من العملة الأجنبية عبر بيع الدولار مقابل الريال للمصارف السعودية المحلية. وأشارت التقارير إلى وجود سوق صرف أجل في السعودية وهو ما يفتقده العراق رسمياً لحد الآن. رغم تعامل قطاع الأعمال بالعقود الآجلة في الإطار غير الرسمي **Informal Market** وربما في سياق البحث عن مخرج من القيد الشرعي على الفائدة ، بتحويل عملية الاقتراض من مبادلة قيمة إسمية بنفس العملة عبر الزمن إلى مبادلة بين عملتين. ويعمل الاقتصاد السعودي أيضاً، مثل العراقي، مع فائض في الحساب الجاري لميزان المدفوعات منذ عام 1999، وتزايد الفائض في السنوات الأخيرة. ويتطلب القانون السعودي تغطية العملة المصدرة باحتياطيات دولية تغطية تامة. وحسب نصوص القانون يختار البنك المركزي السعودي، مؤسسة النقد، نظام الصرف وسعر الصرف بالتشاور مع الحكومة وللبنك المركزي سلطة تقديرية ضمن النظام وفي حدود السعر المنفق عليه. وقد بين القانون إجراءات تعديل سعر الصرف، الذي حافظ على ثباته لمدة طويلة، وتتعلق المبادرة للتعديل من البنك المركزي وبالتنسيق مع وزارة المالية ثم مصادقة مجلس الوزراء. وفي العراق، ومع الاختلاف بين نصوص الدستور وقانون البنك المركزي الذي صدر قبله، يستطيع البنك المركزي تغيير سعر الصرف بصلاحياته حسب نصوص قانونه ولم ينته الجدال حول هذه الصلاحيات الى نتيجة حاسمة بعد .

في السنوات الأخيرة ازداد الاهتمام بتقسيم العمل وتوزيع الأدوار والنفوذ فيما بين الدوائر المسؤولة عن السياسات المالية والنقدية. ورغم منح البنوك المركزية الاستقلال في الاهداف والعمليات لازالت سياسة سعر الصرف بيد الحكومات في الكثير من الدول. كما ان تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف يكتنفه الغموض في احيان كثيرة مقارنة بالسياسة النقدية، فيما عدا ذلك، التي تنسم على الاغلب، بقدر أكبر من الشفافية والوضوح . وتختلف الدول في الجهة صاحبة الصلاحية في تغيير سعر الصرف المثبت و /أو التدخل في سوق الصرف، وهل يستند التدخل إلى قواعد محددة مسبقا ، من جهة ما، أم يدار بالسلطة التقديرية. في بعض البلدان تلك الجهة هي الحكومة، واخرى الحكومة بالاشتراك مع البنك المركزي، ومنها البنك المركزي بعد التشاور مع الحكومة، وحتى توجد دول يقرر البرلمان نظام سعر الصرف بمعنى ان يصدر بتشريع او قرار له قوة التشريع. وينفذ البنك المركزي سياسة سعر الصرف ضمن نظام السعر في 78 بالمائة من الحالات.

في المكسيك، مثلاً، توجد لجنة العملة الأجنبية مشكلة من ستة، ثلاثة من المالية وثلاثة من البنك المركزي، وفي حالة تعادل الاصوات يكون القرار لوزير المالية واي قرار لا يصدر الا ان يحظى بتأكيد عضو واحد

على الأقل من وزارة المالية. هذه اللجنة هي التي تعد دليل العمل لتدخل البنك المركزي في سوق الصرف. في الهند وكوريا الجنوبية ونيوزيلاندا سياسة الصرف مسؤولة مشتركة بين الحكومة والبنك المركزي، وفي ماليزيا الحكومة بعد التشاور مع البنك المركزي. ومع نظام السعر العائم يؤدي رفع سعر الفائدة، من قبل البنوك المركزية المستقلة، الى رفع سعر صرف العملة الوطنية وقد لا ترغب الحكومة بذلك. في بعض الدول مثل البرازيل، هونكونك، كوريا الجنوبية، نيوزيلاندا، بيرو لا تملك البنوك المركزية الاحتياطات الدولية بالكامل، وفي هونكونك يدير البنك المركزي الاحتياطات الدولية نيابة عن الحكومة. في كوريا الجنوبية يتدخل البنك المركزي مستخدماً حصة من الاحتياطات بموافقة الحكومة والحكومة لها الكلمة الاخيرة في استخدام الاحتياطات المملوكة لها بعد التشاور مع البنك المركزي. في نيوزيلاندا يستطيع البنك المركزي استخدام الاحتياطات المملوكة للحكومة والمؤسسات الاخرى في التدخل استناداً الى بروتوكول غير رسمي. بينما الترتيبات التي اعتمدت في البنك المركزي العراقي لبيع العملة الاجنبية تفترض استقلال البنك المركزي في التصرف بالعملة الأجنبية التي بحوزته ولا يخضع لضوابط من جهة أخرى وهو وحده يمثل علاقة الدولة مع سوق الصرف. إن قاعة المتاجرة بالعملة الأجنبية في البنوك المركزية لها صلاحيات محدودة والصفقات الكبيرة من صلاحية الادارة العليا في البنوك المركزية. هذه في البلدان التي لا تعتمد بالدرجة الاولى على المصدر الحكومي لتوفير العملة الاجنبية ويكون التدخل من اجل الحفاظ على سعر الصرف ضمن المدى المطلوب. اما البيع المنتظم للعملة الاجنبية من البنوك المركزية للدول النفطية فهذه الممارسة لا تندرج ضمن مفهوم التدخل. وفي بلدان أخرى تطالب كوادر البنوك المركزية بزيادة صلاحية غرفة المتاجرة لمعرفة من يديرها بأوضاع السوق من المصادر المباشرة والفورية للمعلومات، وفهمهم لحساسيته تجاه حجم التدخل ووجهته. وقد تستخدم البنوك المركزية المزادات في عمليات التدخل لبناء الاحتياطات في وقت تكون قيمة الاسعار ملائمة. و يحتاج التدخل، احياناً، الى متابعة بتدخل ثاني متصل لتأكيد مصداقية البنك المركزي. وعندما يتأخر التدخل اللاحق بسبب متطلبات الموافقة عليه قد يضر ذلك بالمصداقية ويتآكل أثر التدخل الاول في تحسين التوقعات، ويتضح مما تقدم انسجام مفهوم التدخل مع انتماء سوق الصرف للقطاع الخاص أصلاً.

ويختلف تدخل البنوك المركزية تماماً عن البيع المنتظم من نافذة البنك المركزي العراقي فهذه النافذة هي السوق الرئيسي للعملة الأجنبية في العراق. والعراق لم يزاوّل التدخل بمعناه المتعارف عليه بعد عام 2003 و قبل عام 1990 أي في الأوضاع الاعتيادية، وفي سياسة التدخل تكون البنوك المركزية بمنتهى الحرية في اختيار الشريك الذي قد يكون مصرفاً او وسيطاً. بينما في نافذة البيع المنتظم يحاول البنك الوصول الى كل السوق في جانب الطلب ويتحاشى التمييز الذي تترتب عليه ارباح شبه احتكارية .

في بلدان مثل كولومبيا والمكسيك وشيلي والبرازيل يجري التدخل من خلال المزادات، وهي الآلية التي اعتمدها البنك المركزي العراقي اواخر عام 2003 و تخلّى عنها فيما بعد عندما اعتمد اسعار صرف تعلن مسبقاً. وحتى في فترة المزاد لم تكن اسعار الصرف تختلف، في الغالب، عن السعر الجاري والمفضل لدى البنك المركزي والذي لا يختلف عن سعر السوق الا بالهامش الاعتيادي .

ان خسائر البنوك المركزية يتحملها بالنتيجة المجتمع وهي تنعكس بشكل خسارة رأسمالية، وفي العراق مثلاً، تسدد من الموازنة العامة بعد اظهارها في كشوفات حسابية معترف بها من جهة يختارها وزير المالية ولم يحدث أن تقدم البنك المركزي العراقي إلى وزارة المالية لتعويض خسائر لحد الآن. وتترتب على تغيرات سعر الصرف خسائر و ارباح في الميزانية العمومية، في اغلب الممارسات المحاسبية، دون ان تنعكس في حساب الارباح والخسائر، حيث تأخذ اكثرية المصارف، حالياً بمعيار القيمة العادلة. وعموماً لا تشكل الخسائر والارباح وزناً مهماً في تقييم اداء البنوك المركزية ولكن حينما ترتفع لتشكل حجماً كبيراً نسبة الى مجموع موجودات البنك او الناتج المحلي عند ذاك يعتد بها من جهة سياسة الاستقرار الكلي. لان الخسائر في هذه الحالة لا تختلف عن الاصدار النقدي لكن دون موجودات مقابلة.

وينفي نظام لجنة العملة تقريباً الحاجة الى التدخل المتعارف عليه في سوق الصرف اما في مثل حالة العراق فلا توجد حاجة للتدخل موضوعياً لان جانب العرض محتكر للدولة. ويتضمن التدخل في سوق الصرف عملية تغيير صافي مركز العملة الاجنبية للقطاع العام وليس للبنك المركزي وحسب. وهناك صلة قوية بين ادارة الاحتياطات ومتطلبات التدخل في سوق الصرف اذ تراعي الحكومة في اختيار عملة الدين الاجنبي متطلبات سياسة سعر الصرف . و احياناً تعتمد بعض الحكومات، شيلي وبيرو مثلاً، ادوات هي بالعملة المحلية مقاسة بالعملة الاجنبية أي عند تدهور سعر صرف العملة الوطنية يضمن التقييس تعويض حملة ادوات الدين تلك، وبذلك يقدمون على اقراض الحكومة دون الخوف من الخسارة .

في البلدان غير النفطية وعندما يكون مصدر عرض العملة الاجنبية أنشطة القطاع الخاص، صادراته من السلع والخدمات والتدفقات الاستثمارية الداخلة، فلا بد للسلطة النقدية من العناية بقروض الحكومة بالعملة الاجنبية، لان الحكومة اذا توجهت الى السوق للحصول على العملة الاجنبية وقت السداد سوف يتدخل البنك المركزي باحتياطاته لمواجهة الطلب الاضافي. هذا عندما تتحاشى الحكومة شراء العملة الاجنبية التي تريد من البنك المركزي مباشرة. ولذلك تراعي البنوك المركزية عند اختيار العملات لاستثمار احتياطاتها الدولية حاجة الدين الحكومي. هذا الطراز من العلاقات لا يظهر في العراق لان ايرادات الحكومة اصلاً بالعملة الاجنبية والقوانين التي صدرت بعد عام 2003 لا ترتب اية التزامات على البنك المركزي تجاه الحكومة في العراق .

يتدخل الاحتياطي الفدرالي الامريكي في سوق الصرف بتسعة عملات اجنبية هي : الدولار الكندي، الكرون الدانماركي، اليورو، الياوند الاسترليني، الين الياباني، الكرون النرويجي، الكراون السويدي، الفرنك السويسري. ويتعامل الاحتياطي الفدرالي في عمليات التدخل مع وزارة الخزانة ومع صندوق استقرار الصرف الامريكي، والبنوك المركزية للدول الاخرى.

ان إجراءات التدخل في دول العملات الاحتياطية تختلف عنها في دول العملات غير العابرة للحدود فالأولى لديها مرونة كبيرة من خلال اتفاقيات تبادل العملات Currency Swap. وتستخدم الاحتياطات، اضافة الى التدخل لاستقرار سعر الصرف، لغرض ادامة شروط العمل النظامي للسوق Maintaining Orderly Market Conditions وتمويل التجارة الخارجية في اوضاع يتعذر معها الحصول على تمويل خارجي. ولتسهيل مدفوعات الحكومة الخارجية خاصة بالتنسيق مع ادارة الدين وتوفير السيولة بالعملة الاجنبية لقطاع المصارف وتعزيز ثقة المستثمر بقدرة البلاد على الوفاء بالتزاماتها الخارجية . ولكن من الضروري التمييز بين خدمات الصيرفة المركزية وادارة الاحتياطات، خاصة في دولة نفطية. فالبنوك المركزية تساعد الحكومات في الحصول على عملة اجنبية لسداد الدين الخارجي من ايراداتها بالعملة المحلية وهي القاعدة في الدول غير النفطية، اما في العراق فان ايرادات الحكومة بالعملة الاجنبية اصلاً.

قد تعتمد الدولة، السلطة النقدية، إلى مراكمة احتياطات دولية عبر التدخل في سوق الصرف لمزاولة الشراء بالصادف وفي اوقات ملائمة، وربما تقطع العرض الزائد عن الطلب مع سعر الصرف المقبول. وتلك السياسة لمواجهة انخفاض في عرض العملة الاجنبية من مصادرها غير المنتظمة مثل تدفقات الاستثمار الاجنبي وواردات الصادرات من السلع الاولية المصروفة بتقلبات اسعارها. وقد تتراكم الاحتياطات ناتجاً عرضياً لسياسة التدخل للموازنة بين مكونات السيولة المحلية والاجنبية ولكبح سعر صرف العملة الوطنية . ومع الانفتاح المالي التام، وعند غض النظر عن " الاحتكاك Friction " و ما ينطوي عليه المصطلح من تكاليف الصفقات وفترات التأخير وآثار تفاوت المخاطر، اي في نظام من العلاقات المالية الدولية مجرد من جميع هذه العقبات يتفق المعنيون على قبول الثلاثية المستحيلة. لكن ماذا بشأن تخفيف الالتزام بسعر صرف ثابت نحو حصره ضمن نطاق أو ما أصطلح عليه نطاق الهدف Target Zone. بمعنى تبقى السياسة النقدية مستقلة تماما عن سعر الصرف في سعر الفائدة و إدارة

السيولة طالما بقي سعر الصرف ضمن النطاق و ليكن مثلا التغيير بما لا يزيد عن عشرة بالمائة صعودا ونزولا. كما اقترحه Williamson و آخرون عام 1987 (Chmelarova ,ECB, p8). و على و فق هذا التصور يكون التدخل ضروريا في حالات الصعود السريع في سعر الصرف يؤدي القدرة التنافسية، أو النزول الذي يهدد استقرار المستوى العام للأسعار. وقد توصلت الدراسة المشار إليها آنفا، عند المقارنة بين تجربة اليابان وكرواتيا للتدخل في سوق الصرف الى اختلاف بين الأولى المتقدمة وقطاعها المالي عميق ويوفر كثير من أدوات الوقاية من تقلبات سعر الصرف والثانية، التي تصنف ضمن الدول الناهضة مع تخلف قطاعها المالي وإمكاناته محدودة. وفي كلتا الدولتين كان التدخل يقوم على حركة أسعار الصرف اليومية ومدى انحرافها عن المتوسط اليومي. وتهتم كرواتيا بالدرجة الأولى في مقاومة انخفاض سعر صرف عملتها لتحاكي الآثار الضارة للانخفاض على قطاع المصارف بوجه خاص. أما اليابان فتستهدف في تدخلها العكس أي مقاومة ارتفاع سعر صرف عملتها مخافة تدهور قدرتها التنافسية في أسواق الصادرات، ومن جهة أخرى، لا تريد انخفاض قيم احتياطياتها الدولية عندما تسعر بالين. وبينت التقديرات إن التدخل في كرواتيا أكثره بيعا للعملة الأجنبية، وهو ما يتسق مع هدف التدخل كي لا ينخفض سعر صرف عملتها الوطنية بينما في اليابان أكثره شراء للعملة الأجنبية كي لا يرتفع سعر صرف الين. وأيضا كشفت التقديرات عناية السياسة النقدية بنسب العوائد على الاستثمار بالعملة الوطنية الى العوائد على الاستثمار بالعملة الأجنبية، وهو ما يتضمن الجمع بين سعر الفائدة وتغير سعر الصرف، وهذا المؤشر مهم مع الانفتاح المالي وله علاقة مع التدفقات المالية الأجنبية .

ارتفاع أسعار النفط وما يترتب عليها من زيادة عرض العملة الأجنبية من أبرز الأسباب المعروفة لارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية ، والذي يقود إلى تقلص في إنتاج السلع المتاجر بها وتنخفض الصادرات الصناعية، ويسمى هذا عادة المرض الهولندي. وهو، في مضمونه، يحتل أهمية كبيرة لدى متخذي القرار لأن قطاعا أصغر، ويتصاغر، ولسلع المتاجر بها يهدد إمكانات النمو والتشغيل في المستقبل. وفي هذا السياق يكون السؤال الأساسي ما هي سياسة التدخل الملائمة لمواجهة الآثار السلبية للمرض الهولندي أو تعطيل فعله.

ومن الوسائل المتصورة، نظريا لمنع نزول الانتاج المتاجر به دون المستوى المطلوب بموجب شروط الكفاءة اتخاذ تدابير تقود الى انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية. و هذه السياسة قد تنجح في منع الانتاج السلعي من التراجع و تنميته لكن لها آثار أخرى تسمى تخصيصية Allocative.. كما ان زيادة موارد النفط تعني زيادة كبيرة أيضا في الدخل الوطني. ونتيجة لها يرتفع الطلب على السلع المتاجر بها وغير المتاجر بها. وترتفع الأجور أيضا، كما حصل في العراق. ولذلك ينخفض إنتاج الصناعة وسواها بسبب قفزة التكاليف وتبقى الأسعار محددة بالسوق الدولية وبذلك هي معطاة باستقلال عن التكاليف في الداخل. ومن المنطقي أن يتجه الطلب الى السلع المستوردة .

ومن جملة المشاكل التي يعانها الاقتصاد الذي يصيبه المرض الهولندي انخفاض الانتاج في العديد من المنشآت دون المستويات المثلى، ما يؤدي الى انخفاض الانتاجية، ويكون الانخفاض أشد عندما لا تستطيع تسريح كل العمالة الفائضة. وهذا مصدر جديد لزيادة التكاليف يقود الى مزيد من التدهور ويقدم تفسيراً للظاهرة التي لاحظها ( Lama and Medina p8 ) في كندا على أثر صعود مواردهم النفطية.

لقد درس الباحثان التجربة الكندية بتوصيف وتقدير نموذج توازن عام، بصيغة كينزية جديدة NKGEM مدعما بدالة رفاه لتقييم آثار السياسة النقدية لاستقرار سعر الصرف بهدف إزالة المرض الهولندي، معرفا برفع الانتاج الصناعي وقطاع السلع المتاجر بها عموما. وكان توصيف الانتاج بقدر من الوضوح والتمييز بين المدخلات الداخلية، متاجر بها وغير متاجر بها، والخارجية وعلى أساس دالة إنتاج بثبات مرونة الإحلال CES. وتوصيف غير خطي لقاعدة تايلور ... ومعالجة لتباطؤ تغير الأسعار ... و انتهيا الى توصية تختلف عن المتوقع. إذ استنتجا ان السياسة النقدية التي تقوم على التدخل لاستقرار سعر الصرف

تضيق فرصا في الرفاه عبر إساءة تخصيص الموارد. ولذلك يؤيدان معالجة المرض الهولندي بسياسات أخرى و منها السياسة المالية، او السياسة البنوية، أي المتدخلة في أنظمة الانتاج، و التكنولوجيا وغيرها. إن فحوى تدخل السياسة النقدية، لمعالجة الاقتصاد من أثر وفرة المورد الطبيعي على القاعدة الانتاجية و النمو غير النفطي، كبح سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية كي لا يتجاوز الحد الذي تتلاشى معه القدرة التنافسية الدولية. وهذا الطراز من السياسة موجود في اليابان وكوريا الجنوبية والصين، وبدرجات متفاوتة، جميع البلدان التي راكمت احتياطات دولية كبيرة. و إلا كيف تجمعت تلك الاحتياطات الضخمة لولا الحفاظ على سعر منخفض للعملة الوطنية، ولو ترك سوق الصرف حرا، بلا تدخل، لتجاوزه . ولو أجريت الدراسة على تلك البلدان ، التي راكمت فوائضا، لتوصلت لنفس النتيجة. وعندما توصي الدراسة، آفة الذكر، اعتماد المالية العامة للمعالجة لا يتعدى القصد اقتطاع جزء من تلك الموارد وحجبها عن دورة الدخل وسوق الصرف، في صناديق ثروة سيادية وما إليها، وهذا لا يعني سوى تأجيل الانتفاع من تلك الموارد، وهذا التأجيل ليس بلا مخاطر و أضرار .

### أدارة الاحتياطات الدولية

يمكن القول مهما اتسع تعريف الاحتياطات الدولية يبقى صافي الموجودات الاجنبية للسلطة النقدية هو المقدار المتيقن منها، وتنصرف إدارة الاحتياطات الدولية إلى التدابير التي يعتمدها البنك المركزي للتنسيق بين هدف السيولة والأمان والعائد من استثمار تلك الأموال في الخارج. وتتقارب أساليب إدارة احتياطات السلطة النقدية مع مبادئ إدارة المحفظة الاستثمارية بالاتجاه المحافظ أو السلبي **Passive** بمعنى مجارة السوق لتقليل المخاطر وتحريك الموارد بتناقل ما بين أشكال الاستثمار وهي أغلبها أوراق دين حكومي للدول المتقدمة، وإيداعات في أماكن آمنة وهي بنوك مركزية بالدرجة الأولى. وتشارك إدارة احتياطات السلطة النقدية مع إدارة الفوائض الحكومية في الكثير من القواعد. ويمكن القول أن إدارة فوائض الحكومة تماثل النمط المعتمد للشرائح العليا من احتياطات السلطة النقدية. والبنك المركزي هو دائرة مدفوعات وتسويات خارجية رئيسية في اية دولة لأنه بنك الحكومة وبنك البنوك وهذه المهمات تختلف عن ادارة الاحتياطات. صحيح، على المستوى الاجرائي، تتطلب ادارة المدفوعات الدولية تحريك حسابات البنك المركزي في الخارج بصفة مستمرة وقد تستخدم تلك الحسابات، أيضاً، لإدارة الاحتياطات لكن المهمتين مختلفين تماماً. وليس من المنطقي النظر إلى البيع المنتظم للعملة الأجنبية والذي يشكل حوالي 55 بالمائة من إيرادات النفط في العراق وكأنه تصرف بالاحتياطات الدولية للبنك المركزي [15].

عندما يتجاوز مجموع الاحتياطات المستويات المطلوبة، لاستقرار سعر الصرف وتعويض العجز الطارئ في موازين المدفوعات حين يتعذر التمويل التلقائي للعجز عبر التدفقات من الخارج، لا بد من الاهتمام بالعائد. لأن عوائد أدوات الاستثمار الأمانة وذات السيولة العالية مثل حوالات الخزنة الامريكية وما يماثلها منخفض. والعائد مهم خاصة في بلاد لازال يعيش أغلب سكانها مستويات رفاه متدنية رغم نجاحاتها الاقتصادية مثل الصين والهند التي بقي متوسط الدخل للفرد فيها منخفض. ولهذا تتحول تدريجياً ادارة الاحتياطات من المنهج السلبي **passive** الى المنهج الاخر الذي يبحث عن عوائد ويتحمل مخاطر والذي يسمى الادارة الفعالة **Active** . ويبدو ان مجرد استحداث صناديق الثروة السيادية لا يكفي لخدمة اهداف تعظيم العائد اذ لازالت اموال هذه الصناديق تستثمر، حالياً على الاغلب، في الدول المتقدمة و بمعجلات عائد واطئة.

ادارة الاحتياطات الدولية تحاول خدمة عدة اهداف عبر مقايضة بينها ويتركز الاهتمام، غالباً، على الامان أي حفظ قيمة الموجودات، الى جانب السيولة والعائد وقد تتغير اوزان الاهداف حسب حجم الاحتياطات. وتدار الشريحة الاولى من الاحتياطات لضمان السيولة التامة ولذلك تستثمر في أدوات مثل الاستثمار الليلي، أي وديعة ليوم واحد، تليها شرائح تستثمر في ادونات خزنة قصيرة الامد او ودائع لأجل

قريبة. ثم تزداد الأجل الزمنية للاستثمار مع تجاوز الاستثمار المقدار الضروري فيها في مدة لا تزيد على سنة تبعاً لخصائص الاقتصاد المعني والمديات المحتملة للعجز المفاجئ في ميزان المدفوعات. لقد أثرت مشكلة التجميع في الاحتياطيات على أساس ان مكوناتها تتفاوت بالسيولة والخدمات الأخرى التي تؤديها الاحتياطيات لكن أطروحة الاعتراض لم تذهب بعيداً في دراسة المشكلة الفعلية وهي ان الاحتياطيات ليست نقداً بالعملة الأجنبية إنما هي أصول مالية بأدوات متفاوتة الأمد، حوالات خزانة لمدد قصيرة تتدرج إلى سنة وسندات لعدة سنوات وودائع في المصارف أيضاً متفاوتة الأمد، وهي تختلف فعلاً في مزايا السيولة وحفظ القيمة. أما الإقتصار على مجرد المقارنة بين الذهب والعملة الأجنبية وحقوق السحب الخاصة والاحتياطيات في صندوق النقد الدولي فهذا لا يكفي. وفي كل الأحوال يمكن تسهيل جميع الأصول وفي أقصر وقت والفارق بين أصل وآخر في تكاليف التسييل مقاسة بمقدار القيمة المضحية بها نسبة إلى قيمة الأصل.

جرت العادة على تقسيم الاحتياطيات الدولية إلى مقاطع اثنين أو ثلاثة وتسمى مقاطع السيولة والاستثمار وتختلف تلك المقاطع، الشرائح، في القواعد التي تحكم استثمارها. والشريحة العليا تسمى شريحة الاستثمار وفيها يؤكد على العائد دون التضحية بأهداف السيولة والأمان التي هي ضوابط أساسية لاستثمار الشريحة الدنيا شريحة السيولة. وقد يكون من المناسب تقسيم الاستثمار في ثلاث شرائح أو أكثر. وتميل بعض البنوك المركزية (P5) إلى تقليل حجم شريحة السيولة إلى أقل من 10 بالمائة ومنها ترتفع بها فوق 50 بالمائة.

والذي أراه ان ترسم حدود الشرائح تبعاً لتقدير الطلب على الاحتياطيات فالحد الأدنى المطلوب من الاحتياطيات مثلاً 10 بالمائة من النقود بالمعنى الواسع أو 30 بالمائة من الاستيرادات أيهما أقل هذه الشريحة الدنيا أو شريحة السيولة الأولى. وبين هذا الحد والمقدار الأقصى لتقدير الاحتياطيات شريحة الاستثمار قصيرة الأجل أكثر من ثلاثة أشهر إلى سنة، وما فوق التقدير الأقصى شريحة الاستثمار بهدف العائد دون الخروج عن تقاليد التحفظ في إدارة الاحتياطيات.

وعندما تزداد الاحتياطيات فوق حد معين يمكن فصل إدارتها في صندوق مستقل عن الميزانية العمومية للبنك المركزي والذي يسمى صندوق ثروة سيادية أو الأجيال القادمة أو استقرار وهكذا. وهنا لا بد من الإشارة إلى ان العلاقة بين احتياطيات البنك المركزي وتلك الصناديق ليست بسيطة وهي قد انشأتها أساساً دول الصادرات الطبيعية وفوائض الصادرات الصناعية. وفي حالة الدول النفطية اصلاً توجد فوائض في إيرادات النفط عن متطلبات الإنفاق الحكومي فتذهب تلك الفوائض مباشرة إلى تلك الصناديق وقد تودع، وهذا ممكن في البنك المركزي، فتصبح ضمن الاحتياطيات وبعد ذلك تنقل إلى الصندوق بأجراءات محاسبية لم تتناولها الدراسات. أو تقوم الحكومة بسحب الاحتياطيات الفائضة وهي ودائعها في البنك المركزي وإيداعها في الصندوق المستحدث، وقد تنقطع علاقة البنك المركزي بها. أي ان مسألة الفصل بين احتياطيات البنك المركزي والأصناف الأخرى من النقود الدولية تقديرية تماماً، فيمكن أن تظهر جميع فوائض الحكومة في احتياطيات البنك المركزي وتدار أموال الشريحة العليا في صندوق أو أية ترتيبات أخرى. ولأن ودائع الحكومة بالعملة الأجنبية في البنك المركزي لا تصنف ضمن المطلوبات عليه بالعملة الأجنبية، بل تطرح من إجمالي الائتمان المحلي في ميزانيته العمومية للوصول إلى الصافي. وفي نفس الوقت قد اضيفت إلى موجودات البنك المركزي بالعملة الأجنبية وتستوعب في مفهوم الاحتياطيات المملوكة للبنك المركزي.

إلى جانب تبويب الاحتياطيات في فئات حجمية عمودياً، تخضع تلك الفئات إلى متابعة من جوانب عدة مثل تقييم الجدارة الائتمانية للدول والمصارف وملاحقة تغيراتها، وإدارة المخاطر، وإعادة حساب القيمة السوقية للأصول، والترتيبات لتحويلها عبر الأماكن و أدوات الاستثمار. وتنوعت البنوك المركزية في إدارة الاحتياطيات، ومنها اعتمدت على الخبرات الخارجية في التعاقد مع مكاتب متخصصة، وأخرى وظفت

خبراء خارجيين ضمن بنيتها الادارية الداخلية وبعضها اكتفت بالتعاقدات مع مراسليها من البنوك المركزية لدول العملات الاحتياطية. أي تحويل المراسلين مثلاً صلاحية بيع وشراء حوالات الخزنة حسب قاعدة توجيهية مبلغة اليهم، أو اعادة الايداع، أو تحويل مبالغ النقد ( الاستثمار الليالي) عندما تزيد عن الحد الاعلى الى حوالات بثلاثة اشهر، مثلاً، وهكذا.

والبنك المركزي العراقي لا يستخدم وكلاء ادارة استثمارته بل يديرها بالتعاون مع البنوك المركزية للدول المستثمر بها . وعموماً تتسم ادارة البنوك المركزية للاحتياطيات بالغموض وليست حاسمة من زاوية توزيع صلاحيتها بين مجالس الادارة (المحافظين) والسلطة التنفيذية ودائرة الاستثمارات أو الاحتياطيات، وذلك مقارنة بالسياسة النقدية التي تتماثل فيها البنوك المركزية الى حد كبير .

لكن دائماً يوجد دليل مصادق عليه أو ضوابط تعين فضاء الاستثمار الذي تبقى ادارة الاحتياطيات في نطاقه . ومن تلك الضوابط توزيع الاحتياطيات حسب العملات الرئيسية، و بين الودائع وأدوات الدين، وآماد الأدوات كما هو في العراق .

ومن المتعارف عليه الاهتمام بالتنوع حسب الدول. وأيضاً الجدارة الائتمانية للمصارف المودع بها، وكذلك الحكومات. وتوجد مصارف استثمارية وتجارية عامة معروفة بأستقبال احتياطيات البنوك المركزية، وتتعامل معها البنوك المركزية مباشرة أو من خلال البنوك المركزية المراسلة. وتتوفر في المصارف والاسواق المالية فرص واسعة للتنوع وتحاشي المخاطر بالمفاضلة مع الفوائد التي انخفضت كثيراً منذ بداية الازمة المالية الاخيرة. وعند المبالغة في الوقاية من المخاطر تصبح الاحتياطيات وكأنها اموال يحتفظ بها وحسب ولا بد من التمييز بين الادارة المحافظة للاحتياطيات وهي التي تقوم على تحاشي المخاطر كما سلف وتسمى تابعه للسوق *passive* وأخرى الادارة الفعالة *Active* والتي تستهدف تعظيم العائد مع تأمين السيولة وغالباً يستولي أحد نمطي الادارة على كل الاحتياطيات كما تقدم، لأن الشريحة الدنيا لا بد ان تراعى فيها السيولة التامة. ومن الاعتبارات التي يفوق الاهتمام بها المخاطر والعائد والكفاءة الا وهي النزاهة، الجوهر الاثمن للصيرفة المركزية.

ولقد تزايدت أهمية دراسة مخاطر السوق وكذلك توقع تغير المخاطر في الافق الزمني للاستثمار وايضاً يلاحظ الميل للتحليل الكمي، ومؤشرات تهتم بها ادارة الاحتياطيات كمقياس اسعار الفائدة و فترة استرداد القيمة *Duration* بمعنى قياس اثر التغير في سعر الفائدة على القيمة السوقية للاصول.

وعندما يتوسع البنك المركزي في تمويل الاحتياطيات بالقروض فإن التحليل يطال العملة الاجنبية في جانبي الميزانية العمومية. وكذلك تحليل الحساسية، وايضاً الى جانب تغيرات سعر الفائدة تحتل تغيرات سعر الصرف أهمية عند تنوع العملات وهو المبدأ المتعارف عليه. فمثلاً في العراق يستخدم الدولار الامريكي والدينار لتقييم الاحتياطيات وما دام سعر الصرف ثابتاً بين الدولار والدينار فان تغيرات الجنية الاسترليني واليورو تجاه الدولار تنعكس بنفس النسبة بالدينار. ولأن الدينار هو العملة الرسمية لعرض المركز المالي للمؤسسات العراقية فان تغيرات قيمة الاحتياطيات تجاه الدينار تعني الارباح والخسائر الرأسمالية في الميزانية العمومية للمركزي.

وفوق ذلك المخاطر الائتمانية وتدار احتياطيات البنوك المركزية في مأمّن من المخاطر الائتمانية طالما حصرت استثماراتها في البنوك المركزية الرئيسية وادوات الدين الحكومي للدول عالية الجدارة الائتمانية. أما التي ذهبت وراء العائد المرتفع ووسعت فضاء الاستثمار على المصارف واسواق المال فقد تعرضت احتياطياتها الى خسائر لم تفصح عنها البيانات. وكان البنك المركزي العراقي في مأمّن من تلك الخسائر لاعتماده استراتيجية محافظة في الاستثمار .

وبالانسجام مع تقليل المخاطر الائتمانية تعتمد البنوك المركزية، ومنها البنك المركزي العراقي، سياسة عدم التركيز خاصة عندما تنتشر خارج الولايات المتحدة الامريكية وسياسة الانتشار هذه وجه آخر لمبدأ التنوع الذي يسري على الأماد والدول وادوات الاستثمار والعملات. وهذا المبدأ غاية في الاهمية عند توسيع فضاء الاستثمار بعيداً عن البنوك المركزية والحكومات تجاه المصارف والاسواق المالية .

وتهتم البنوك المركزية بالمخاطرة التشغيلية في سياق الانفتاح على تكنولوجيا المعلومات وضبط وادارة العمليات لتقليل الاخطاء البشرية. ولقد اتسع مفهوم المخاطرة التشغيلية في الوقت الحاضر كي يتضمن السمعة Reputation وهي من المرتكزات المهمة للثقة بالبنك المركزي. ولقد عمدت البنوك المركزية الى تحسين ادارة المخاطر التشغيلية وأنعكس ذلك في توزيع المهام على اقسام بطريقة تتحاشى التناقض في المصالح مع العناية بالتقارير وتدقيق الاجراءات الرقابية.

واصبحت المكننة الالكترونية هي الصفة الغالبة ويتسع نطاق التعامل بها حتى تكاد تشمل جميع العمليات بمراحلها كافة، والبنوك التي لازالت متخلفة في هذا المجال تبنت مشاريع للنهوض بهذه المهمات.

وقد يتضمن خفض المخاطر التشغيلية السعي الحثيث للتخلص من منافيات الادارة الرشيدة good Govenance. وقد تناولت بعض الادبيات العامة وليست المتعلقة بالبنوك المركزية بالذات المخاطر التشغيلية على انها شاملة لاحتمالات التزوير واشكال الفساد الاداري والمالي بمختلفها ، اضافة على مثل حوادث الحريق أو التخريب والهجمات الارهابية أي ان ضمان البيئة الآمنة من جملة ما يعنيه خفض المخاطر التشغيلية.

ولا تعني مراعاة السيولة مجرد توفر العملة الاجنبية القابلة للتصرف تحت اليد في الوقت المطلوب بل الكلفة ايضاً اذ قد يؤدي طرح مقادير كبيرة من ادوات الاستثمار في السوق فجأة الى تخفيض اسعارها وايضاً امكانية استخدام الادوات ضمانات للحصول على تمويل قصير الأجل. ان ادارة الاحتياطات لحفظ قيمتها لا تبتعد عن مبدأ تقليل المخاطر مع زيادة العوائد وفي كل الاحوال يتعلق الامر بالعملات وانواع ادوات الاستثمار وتقدير احتمالات تغير اسعارها وأماها الزمنية وهذه مرتبطة بشكل أو آخر مع دول الاسواق المالية للاستثمار والمؤسسات التي اصدرت الادوات، فهي مطلوبات في ميزانياتها العمومية. وبالتالي فإن الجدارة الائتمانية لتلك المؤسسات: حكومات، مصارف، شركات اعمال غير مالية، تحدد من بين جملة عوامل اخرى، مخاطر حيازة تلك الادوات .

تستخدم مناهج الاستثمار المالي وادارة محفظة الاحتياطات الدولية مفردة الاساس المرجعي " Numeraire" في الحساب الذي يفضي إلى القرارات. وهنا يختلف الاساس المرجعي تبعاً للعامل الأكثر اهمية في مواجهة الالتزامات او تنمية الثروة. فأن كانت مطلوبات الدولة للخارج والايفاء بها في مواقيتها هي الأكثر أهمية تصبح هي الناظم لتوزيع الاحتياطات حسب العملات، وكأن الوحدة الاساسية للمطلوبات هي المقياس لقيمة الاحتياطات. وفي حالة اخرى قد تكون القوة الشرائية من السلع والخدمات هي المقياس المعتمد ولهذا من الافضل اعتماد عملات التجارة الخارجية اساساً لتوزيع الاحتياطات. وقياس الاحتياطات بالعملة الوطنية مطلوب دائماً فهو المعتمد، في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية، وتترتب على كشف الدخل والأرباح و الخسائر الرأسمالية تبعات يعينها القانون، بما فيها الالتزامات المتبادلة بين البنك المركزي والموازنة العامة للدولة. وهذا الاساس يجعل لتغيرات سعر الصرف اهمية حاسمة في تحديد المراكز المالية للبنوك المركزية والتي ترتبط عكسياً مع سعر صرف العملة الوطنية. ويختلف مسار قيمة الاحتياطات الدولية بحسب الوحدة المرجعية نظراً لعدم استقرار اسعار صرف العملات الاحتياطية الدولية بعضها تجاه البعض الاخر. ولو فرضنا ان الاحتياطات بعملة واحدة وسعر صرف العملة الوطنية مثبت تجاه تلك العملة الاحتياطية، اليورو او الدولار مثلاً فأن القيمة الاسمية للاحتياطات لا تتعرض الى تذبذب . ولكن هذا الاستقرار في القيمة الاسمية يخفي وراءه تقلبات عنيفة اذا ما قيست بالقدرة الشرائية الدولية او بدلالة المطلوبات للجهات الخارجية .

لقد انتقلت آسيا بعد ازمتها المعروفة للأعوام 1997 - 1998 من مستورد صافي لرأس المال الى مصدر صافي له. وقد اسهم نجاح الصين في تعضيد هذا التحول لمجموعة دول آسيا الناهضة، وقد توجهت تلك الدول نحو تغيير انماط استثمار الاحتياطات الدولية التي تجاوزت كثيراً الحجم الضرورية منها للاستقرار ومن المنطقي ان يدار المقدار الضروري من الاحتياطات الدولية بتحفظ لتحاشي المخاطر وتأمين السيولة

والحفاظ على قيمة الاصول. وما يزيد على ذلك يمكن التدرج في اسلوب استثماره لاستهداف زيادة العوائد مع قبول مخاطر اعلى وهو ما يجري تقريباً. اما ظاهرة صناديق الثروة السيادية فهي انعكاس لاستمرار تراكم الاحتياطيات الدولية.

إن ارصدة صناديق الثروة السيادية والفوائض الحكومية بالعملة الأجنبية والاحتياطيات الدولية للبنك المركزي هي اموال متماثلة تعبر عن فوائض موازين المدفوعات تراكمت لدى المؤسسات الرسمية. ولا تختلف الاصناف الثلاثة أنفة الذكر من حيث المبدأ في اداء وظائف الاستقرار. فالفوائض الحكومية عادة ما يديرها البنك المركزي في حسابات خارج ميزانيته العمومية. ويمكن ان تعد ارصدة الحكومة بالعملة الأجنبية كلها ودائع لدى البنك المركزي، وبالتالي تدار على ميزانيته، وتظهر في اجمالي موجوداته من العملة الأجنبية، وتزداد احتياطياته الدولية بمقدار تلك الارصدة، في هذه الحالة، لأن تعريف الاحتياطيات الدولية للسلطة النقدية هي الموجودات الأجنبية مطروحاً منها المطلوبات للأجانب. أي ان العرف يقضي بمعاملة ودائع الحكومة لدى البنك المركزي بالعملة الأجنبية وكأنها ودائع بالعملة المحلية ولهذا تدخل في حساب صافي الائتمان المحلي للبنك المركزي .

وأموال صناديق الثروة السيادية هي أما أموال حكومية فائضة أو من جملة احتياطيات البنك المركزي يقترضها الصندوق بصفته كياناً مالياً مستقلاً كما ان أساليب استثمار هذه الاموال الحكومية لا تتعلق بالتسمية بل أقرب ما تكون إلى مبادئ المحفظة المثلى **Optimum Portfolio** و أن مقداراً من تلك الاموال لا يمكن النزول دونه يستثمر بسيولة عالية. ومن زاوية اخرى يرتبط تنوع ادوات الاستثمار و الأجل مع تقسيم الاحتياطيات الى شرائح حيث تنخفض السيولة وتزداد العوائد والمخاطرة بالتحرك من الشريحة الأدنى صعوداً. وان الضوابط التي تحكم استثمار الاحتياطيات الدولية مستمدة من الممارسة على الصعيد الدولي. وتؤكد البنوك المركزية بصفة مستمرة على الامان أي الحفاظ على رأس المال، وهو العامل الاكثر اهمية في ادارة الاحتياطيات. وتشير البيانات والمسوح الى إيلاء اهتمام متزايد بالعوائد مقترنا بالاتجاه نحو آمد زمنية ابعد في الاستثمار والتحول من ادوات الدين الحكومي، والایداعات في البنوك المركزية الاخرى والمصارف عالية الجدارة، نحو سندات الشركات والوكالات الحكومية وانواع من الاستثمار ذات مخاطر اعلى. وكما سبق، تعني زيادة حجوم الاحتياطيات الدولية و ما في حكمها وفرة ورخص السيولة ومن هذه الزاوية يرى البعض أنها أسهمت بدفع الائتمان المصرفي الى التوسع نحو ميادين خطرة قبل الازمة الاخيرة.

فائض الادخار على الاستثمار المحلي يحتم الاستثمار في الخارج الذي هو في نفس الوقت إستيعاب لفائض الحساب الجاري. فهل يعالج التراكم المبالغ به للاحتياطيات بتوسيع الاستثمار المحلي أم يشجع القطاع الخاص للاستثمار في الخارج لأستيعاب فائض الادخار. أم خفض الادخار ذاته بزيادة الاستهلاك الحكومي والخاص، و هو ما إقترحته مؤسسات أمريكية للصين. أوالتوقف عن مراكمة الاحتياطيات وفسح المجال لسعر الصرف بالتغير بحسب العرض والطلب والأكتفاء بتثذيب التذبذبات الحادة بتدخل يستخدم الاحتياطيات لهذا الغرض دون زيادتها. أي مراكمة قدر من الاحتياطيات وبعد ذلك يعتمد التعويم المدارفي نطاق سعر الصرف التوازني. ان الحجم المطلوب من الاحتياطيات بخلاف الحاجة للطوارئ قليل والاحتفاظ بالمزيد منها فوق الحجم الضروري يتنافى مع التصرف الامثل بالموارد . والترويج لصناديق الثروة السيادية محاولة سياسية لتحويل الامر الواقع الى هدف لأن افضل سبل الحفاظ على قيمة الفوائض توظيفها بعائد مجزي والافضل من ذلك تحويلها الى طاقة انتاجية ترفع متوسط الدخل للفرد ما يضمن الحفاظ عليه وتوسيع فرص التشغيل المنتج للقوى العاملة.

ان تسمية صناديق الثروة السيادية صناديق الأجيال القادمة ينطوي على مغالطة وكان الاستثمار في الزراعة والصناعة ليس للأجيال القادمة. ان عملية الانتاج الحقيقي تضمن إعادة إنتاج رأس المال مع تنمية وهذه عملية لا تتوقف. والثروة التي تنتفع منها الاجيال الحالية في أوروبا الغربية هي رؤوس الاموال التي

وضعت لبناء طاقات إنتاجية أيام الثورة الصناعية والتي استمرت بالتكاثر الى يومنا هذا و للأجيال التي تأتي.

وتشهد البلدان الاسيوية مستويات غير مسبقة في الاستثمار المحلي لكن الادخار أيضا فوق المستويات الاعتيادية ، و الفوائض التي إتخذت شكل الاحتياطات هي ناتج عرضي لنظام يخدم مطلب التنمية المعجلة. و طالما يبقى مركز الإقامة الاقتصادية للمستثمر في الداخل فإن استثمار القطاع الخاص في الخارج أفضل من زيادة الاحتياطات والافضل منهما إستيعاب الادخار كاملاً في الداخل.

وللنظر في المضامين على فرض اقتراض الحكومة لجزء من احتياطات البنك المركزي لغرض الاستيراد وتسييد التزامات خارجية، و تعني هذه العملية ابتداء إنقاص صافي الموجودات الاجنبية للبنك المركزي وزيادة صافي الموجودات المحلية في ميزانيته العمومية عندما تسحب الحكومة فعلا ما أقترضت بالعملة الأجنبية. وبذلك يبقى الاساس النقدي دون تغيير ولا يظهر اثر لهذه العملية على عرض النقد و سوق الصرف . وقد تسهم مستوردات الحكومة بتحسين العرض السلعي أو نمو الطاقة الانتاجية الكلية وبالتالي يكون هذا الاجراء محايدا تجاه التضخم. وعندما تسدد الحكومة هذا الدين لا يكون لذلك أثر على الميزانية العمومية للبنك المركزي. فإن كان بالعملة الاجنبية يزداد صافي الموجودات الاجنبية وينخفض صافي الموجودات المحلية بمقدار المبلغ المسدد. و اذا سددت الدين بالعملة المحلية تكون قد إشترتها من البنك المركزي بالعملة الأجنبية و النتيجة واحدة. ولو فرضنا ان الحكومة اصدرت اوراق دين واشترت بمبلغها عملة أجنبية من البنك المركزي يكون لهذا الاجراء اثر أنكماشى على الاساس النقدي وضغطه لارتفاع سعر الفائدة تبعاً لذلك. وهناك خلط في التنظيم بين عملية ذات اثر أنكماشى على الاساس النقدي وتحقق هذا الانكماش بالفعل. ان وضع الاساس النقدي تحكمه عوامل عديدة وهو محصلة لعمليات عدة باتجاهات متعاكسة فعندما تشتري الحكومة عملة أجنبية من البنك المركزي بصفقة مولتها بأصدار أوراق دين فهذا يعني تقليص الاساس النقدي و لذلك ترتفع اسعار الفائدة لانخفاض عرض النقد من خلال المضاعف النقدي. وتنخفض الاسعار ومع ثبات سعر الصرف يحصل انخفاض في سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية . هذه الوقائع المفترضة قد لا توجد في الواقع . اذ لا يمكن لصفقة شراء عملة اجنبية واحدة، ان تحدث كل هذه التغيرات فوراً وقبل ان يعدل أو يلغى اثرها بفعل عوامل اخرى. ان الاستمرار في سلسلة الاسباب وصولاً الى ان ارتفاع سعر الفائدة سوف يشجع على تدفقات رأسمالية داخلية وتحسن في ميزان المدفوعات وعرض زائد في العملة الاجنبية وطلب زائد على العملة المحلية فيتدخل البنك المركزي ليشتريها ويوسع الاساس النقدي ( Park 21 ). ان مثل هذه الاستجابات النظرية تعترضها في الواقع الكثير من العوائق التي تمنع حصولها، وربما بعد تخلف زمني، وفي هذه الاثناء أصبح البنك المركزي طرفاً في صفقات أخرى ذات تأثيرات مختلفة. والبيانات المتعارف عليها لا تسمح بأختبار اثر كل صفقة على حدة لمعرفة نمط الاستجابة الفعلية. ان تقترض الحكومة عملة اجنبية من البنك المركزي للاستيراد فهذا يمكن تفهمه ، لكن ان تقترض جزءاً من احتياطات البنك المركزي للانفاق في الداخل فسوف تضطر الى بيعها لقاء عملة وطنية ، وبذلك لم تؤثر على عرض النقود المحلية لأن العملة الوطنية التي احتجزتها أصلاً لقاء العملة الاجنبية انفتحتها لكن زيادة في عرض العملة الاجنبية الاخيرة حصلت في سوق الصرف قد تؤدي الى رفع سعر صرف العملة الوطنية فيلجأ البنك المركزي لإعادة شرائها لقاء عملة وطنية وهكذا جرى تعقيد المسألة. أي لا معنى للأقتراض بالعملة الأجنبية طالما أن المشكلة في عدم كفاية الإيرادات و ليس لعجز الميزان الحكومي بالعملة الأجنبية. ولو كانت الإيرادات تكفي واخذت تلك المشاريع الاضافية طريقها الى المصادقة مثل بقية المهام المنفق عليها فسوف لا تكون العملة الاجنبية قيداً على التنفيذ، لأن الحكومة اصلاً تمويل انفاقها المحلي بعملة وطنية أشترتها بعملة اجنبية من البنك المركزي .

كانت الحكومة الهندية قد اعلنت عن مقترح لتطوير البناء التحتي في الهند بمشاريع تمويل بالاحتياطات الدولية الزائدة لدى البنك الاحتياطي الهندي. وعرضت بدائل للأنفاق من احتياطات البنك المركزي منها

اقرض الشركات الحكومية المسؤولة عن المشاريع تلك الاموال وتخصيصها حصراً للاندفاق على متطلبات المشاريع من المكونات الاجنبية، سلع وخدمات استشارية وربما مدفوعات لمقاولين اجانب، أو يشترك مصرف المقاول الاجنبي المنفذ في تمويل هذه المشاريع ضمن برنامج للاقتراض من الخارج . أو يقرض البنك المركزي جزءاً من احتياطياته للشركات الحكومية المسؤولة لتقوم باستثمار القرض بشراء أوراق مالية عالية التقييم الائتماني من السوق الدولية لرفع الجدارة الائتمانية للشركات ومساعدتها على الاقتراض في السوق الدولية .و يستند تبرير المبادرة الى ان نقص البناء التحتي في الهند ( Park p22 ) أصبح عائقاً لتنميتها وان العائد الاجتماعي الحدي للاستثمار في البناء التحتي أعلى بكثير من عوائد استثمار الاحتياطيات بحوالاة الخزانة الامريكية مثلاً. ومن المتوقع ان تظهر تحفظات على مثل هذه المبادرات ومنها انها تضعف الضبط المالي

وكل ما تقدم من تحليل لا يتناقض مع القاعدة البسيطة وهي أن البنك المركزي عندما يعتمد سعر صرف ثابت للعملة الوطنية تجاه الدولار أو سلة من العملات لا بد أن تكون حركة الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي تابعاً ونتاجاً عرضياً للألتزام بهذا الهدف .

### الاحتفاظ بالاحتياطيات وحجمها الأمثل

تكون الاحتياطيات عند حجمها الأمثل عندما تتساوى المنفعة الحدية لها مع الكلفة الحدية. ودون هذه النقطة كانت المنافع الحدية للاحتياطيات تفوق تكاليفها الحدية. ويفترض ان المنافع الحدية تتناقص مع زيادة الحجم في حين تتزايد التكاليف الحدية. ولاتقتصر التكاليف الحدية على الفرق بين العائد الاعتيادي على الاستثمار والعائد على الاحتياطيات بل لأن اعباء التعقيم تتزايد ايضاً. ولحد الان ينظر الى تكاليف التعقيم بأنها ايضاً الفرق بين سعر الفائدة الذي يدفعه البنك المركزي للمصارف والمعدل الذي يتقاضاه على استثمار احتياطياته في الخارج . لكن هناك تكاليف أخرى تتمثل في إزاحة الموارد عن القطاع الخاص بتحويل أموال متاحة للائتمان الى البنك المركزي وتعطيلها. ونذكر ان العراق واجه مثل هذه المشكلة عندما احتجز البنك المركزي جزءاً من الودائع المصرفية في تسهيلات الايداع للمصارف لديه وشراء المصارف لحوالاته وقد واجهت هذه السياسة النقدية الكثير من الاحتجاجات في حينه.

عندما ينظر الى الاحتياطيات الدولية في الميزانية العمومية للبنك المركزي وقراءتها في صافي الموجودات الاجنبية فأنها جزء من الاساس النقدي ، لكن نسبتها منه تتفاوت من دولة لأخرى وزمن وآخر. ويمكن الاستفادة من نسبة الاساس النقدي الى النقود بالمعنى الضيق M1 أو الواسع M2 لمعرفة الحجم النسبي للاحتياطيات الدولية. لكن نسبة الاساس النقدي الى النقود او معكوسه، المضاعف النقدي، قد يتغير بمديات واسعة. ولم تعد العلاقة القطعية بين عرض النقد والاحتياطيات الدولية موجودة الا في حالات قليلة يعبر عنها نظام لجنة العملة Currency Board عندما يتساوى بالضبط الاساس النقدي مع احتياطيات العملة الاجنبية، وهو حال العراق، على الرغم من عدم التزامه رسمياً بنظام لجنة العملة بل لا يسمح به القانون أصلاً، وفي العراق العملة الاجنبية اكبر من الاساس النقدي.

نسبة الاحتياطيات الدولية الى الاستيرادات أصبحت شائعة منذ الستينات معياراً لكفاية الاحتياطيات وتعود مبرراتها الى ان الاحتياطيات تمول الاستيرادات عند انقطاع موارد العملة الاجنبية لأي سبب وتبين النسبة مدة استمرار البلد في تمويل استيراداته عند انقطاع مصادر التمويل الاعتيادية. واعتمدتها نشرات صندوق النقد الدولي من الخمسينات وفي ظل نظام بريتون وودز اعتمدت البلدان الرئيسية 40 بالمائة من استيراداتهم السنوية مقياساً لكفاية الاحتياطيات وتعد نسبة 20 بالمائة على انها المستوى الأدنى والبنك المركزي الاوربي يعتمد كفاية الاحتياطيات بمقياس تغطية الاستيرادات لمدة من ثلاثة الى اربعة أشهر وهي قاعدة عملية وليست مقررة بقانون. وعلى مستوى العالم بلغ متوسط نسبة الاحتياطيات الدولية إلى الاستيرادات السنوية من السلع والخدمات 59 بالمائة عام 2010 (بيانات البنك الدولي، جداول الاحتياطيات

والاستيرادات)، وهي تتفاوت كثيراً من دولة لأخرى حسب السياسات والشروط الموضوعية. وفي المقارنة بين البلدان تستخدم نسبة الاحتياطيات الى الناتج المحلي الاجمالي ايضاً وطالما ان التناسب متحقق ومستقر بين الاستيرادات والناتج المحلي الاجمالي فان الاستيرادات تغني عن الاخير. ومن الشائع مؤشر نسبة الاحتياطيات الى العملة المصدرة، ولعل المعيار الاكثر واقعية نسبة الاحتياطيات الى اكبر عجز في ميزان المدفوعات او اكبر خفض سنوي في الاحتياطيات، ومعيار آخر هو نسبة الاحتياطيات الى الدين قصير الاجل الذي يستحق في غضون سنة. واقترح Greenspan نسبة 100 بالمائة من الدين قصير الامد. ويبدو من الصعب ايضاً اعتماد معيار وحيد لتقدير الحجم الامثل للاحتياطيات بنسبة من الاستيرادات أو النقد بمعناه الواسع M2 أو 100 بالمائة من الدين قصير الاجل أو أكبر عجز تحقق في ميزان المدفوعات وغيرها. والميل الاقوى نحو جمع هذه المؤشرات في مركب واحد بأن تؤخذ الحدود العليا والدنيا لتلك التقديرات او المتوسط.

يقتضي التكيف الاقتصادي الكلي لاستعادة التوازن في ميزان المدفوعات تخفيض الدخل أو الرفاه وكلما كان خفض الدخل المطلوب لاستعادة التوازن كبيراً ازدادت الحاجة الى الاحتياطيات الدولية. لذلك تعد ماصة للصدمات Shock absorber، وتجنب البلد اتخاذ سياسات صعبة لتعديل ميزان المدفوعات عن طريق تغيير الانفاق (الطلب الكلي) او تغيير مكوناته لينعكس ذلك في صافي الميزان التجاري، وقد لا تفلح السياسات المالية والنقدية المعتادة مع سعر الصرف الثابت لاعادة التوازن، وفي كل الاحوال تكون تكاليف التعديل باهضة، ومن الناحية العملية دلت الازمة المالية الدولية على عدم ثبات التناسب فيما بين المتغيرات (chan p q3)، وذلك يصعب التكهّن بحجم التمويل التعويضي من الاحتياطيات لتفادي خسائر كبيرة في الدخل والتشغيل عند ترك الاقتصاد للتغيرات التلقائية. ومتى ما تبين ان العجز في ميزان المدفوعات ذو طبيعة دائمة فالاحتياطيات تمهل البلد المعني للانتقال التدريجي وبالتالي يتحمل الاقتصاد الوطني بطء التعديل دون الاضطرار لأقتراض خارجي ثقيل، وفي نفس الوقت الاحتياطيات الدولية تمثل ضمانات غير رسمية للاقتراض من الخارج. وايضاً هي سبب لتعزيز ثقة حائزي العملة الوطنية بها، وعندما تتدهور قيمتها يزداد ميلهم الى التخلي عنها لصالح العملة الاجنبية واستثمارها في الخارج. وبالرغم من ذلك فإن الطلب على الاحتياطيات الدولية يأتي مباشرة من دعم الامكانية المستمرة لتحويل العملة الوطنية الى عملة اجنبية معينة بسعر ثابت. اما التغيرات في الاحتياطيات الدولية فهو تكيف سلبي لتغيرات الميزان الخارجي. وتتمثل محددات الحجم المرغوب من الاحتياطيات الدولية في الكلفة الاقتصادية الكلية للتلاؤم مع التغيرات في ميزان المدفوعات، وكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات والتذبذب في مستويات التدفقات الداخلة والخارجة.

وان الاحتياطيات تستثمر لكن عوائدها واطنة بسبب الضوابط المعتمدة في إدارتها. وتقرن العوائد على الاحتياطيات مع معدل الفوائد على الدين الخارجي أو معدل العائد على الاوراق المالية المحلية او العائد على السند الحكومي، اوسعر الخصم الوطني لمعرفة تكاليف الأحتفاظ بها. ويقترح البعض حساب كلفة الفرصة البديلة للاحتياطيات بالفرق بين الانتاجية الحديدية القصوى على رأس المال ومتوسط سعر الفائدة على الحوالات الامريكية. ويستعاض عن الانتاجية الحديدية لرأس المال بمتوسط الربح على رأس المال في قطاع الاعمال، وفي زمن الركود والفتور معدل العائد الحدي على السهم الحكومي.

لكن في حال استطاع البلد المعني فعلاً وضع الاقتصاد الوطني على مسار نمو مرتفع وتنمية عالية كما يحصل للصين الآن فإن كلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالاحتياطيات عالية. بيد أن ارتباط تنمية الصين بالفوائض العالية في ميزان المدفوعات الجاري وبالتالي زيادة الاحتياطيات يجيز النظر، في هذه الحالة، الى الاحتياطيات بصفتها ناتجاً عرضياً لتلك التنمية أو من مقتضياتها طالما ارتبطت أصلاً بسعر صرف منخفض للعملة الوطنية.

الفهم السائد إن المستوى الامثل للاحتياطيات يزداد مع التذبذب في ميزان المدفوعات وينخفض مع زيادة الميل للاستيراد وكلفة الفرصة البديلة. وايضاً للاحتياطيات دور في تقييم الجدارة الائتمانية السيادية للبلدان لان المستثمرين يراقبون رتب مختلف البلدان في الجدارة الائتمانية لذلك يؤثر مستوى الاحتياطيات في اسعار الفائدة على القروض للبلد المعني في السوق الدولية اضافة الى حركة رأس المال اليه. و العراق حالفه النجاح لترصين مركزه المالي الدولي وتجاوزت احتياطيات البنك المركزي من العملة الأجنبية سبعين مليار دولار، وتنتهي الموازنة العامة، عادة، بفائض. لكن، من جهة أخرى، العنف والنزاع السياسي وتأثير السياسة في الاعلام الاقتصادي والمالي عوامل سلبية تنعكس في الموقف من العراق.

يلاحظ تبلور قناعة عامة بأن نمو اسواق الائتمان الخاص قللت من الأهتمام بنقص السيولة على المستوى الدولي لتركز على التوزيع غير المتكافئ للسيولة والعمل غير الفعال لاسواق الائتمان الدولية، بمعنى وجود الكثير من الفرص للحصول على السيولة من المصادر الدولية والمسالة تتوقف على التكاليف والجدوى. وفي كل الأحوال يساعد المركز المالي للحكومة على تحسين قدرتها التفاوضية و يجنبها الأبتزاز.

مشكلة تقدير كفاية الاحتياطيات لازالت قائمة ومن الصعب حسمها في ظل المعرفة المستمدة من التجربة الدولية والتي يعكس تنوعها، على الأغلب، الطابع الفريد لكل دولة ، وهذا لا ينفي في نفس الوقت إمكانية الأهداء إلى معايير. ولكن لاتساع نطاق السياسات التي تعتمد إستراتيجية النمو المقاد بالصادرات ولعلاقة الاخير بالمستوى المنخفض لسعر صرف العملة الوطنية بدأت تتضح تدريجياً ظاهرة تكوين الاحتياطيات ناتجاً عرضياً لسياسات اقتصادية وليست مستهدفة، أي الاحتياطيات، بذاتها. كما بينت الدراسات قوة الاستمرارية أو الارتباط الذاتي. ويشير النمو السريع للاحتياطيات في البلدان الناهضة والنامية في العقدين الماضيين أيضاً الى تجاوز الاحتياطيات للمستويات الضرورية لاستقرار سعر الصرف والميزان الخارجي. وظهرت في نفس الوقت دعوات لتوظيف جزء من الاحتياطيات في الداخل خاصة لدعم التنمية بالمستوردات من السلع الرأسمالية او اطفاء المديونية الخارجية.

الضمان الذاتي *self-insurance* وجهة نظر قدمت لتفسير النتائج في تراكم الاحتياطيات الدولية (Kim , P3) بأنه يعكس الخطر المتزايد في أزمة ميزان المدفوعات أو ارتفاع تكاليف الازمة. وهي تنسجم بالتوجه مع النماذج التقليدية للاحتياطيات المثلى. وحسب وجهة النظر هذه ربما غيرت الازمة الآسيوية في التسعينات 1997-1998 جوهرياً فهم السلطات الوطنية والمستثمرين الدوليين لمخاطر الاضطراب التي يعانيتها الاقتصاد في الازمات المالية . وتتطوي وجهة النظر التي ترجح الخوف من الازمة على تقدير ذاتي لتكاليفها. وعندما تستمر الاحتياطيات بالتكاثر نسبة الى التذبذب المتوقع في عدد من المتغيرات الكلية ( مثل الصادرات، الاستيرادات ، النقود بالمعنى الواسع ، الناتج المحلي الاجمالي، الدين قصير الامد، ومدى التقلب في ميزان المدفوعات) ، وتتجاوز التناسب الذي يقضيه التحوط لأوسع مديات التذبذب، فلا بد من تفسير حركة الاحتياطيات بعوامل موضوعية مثل نمو الصادرات، سعر صرف،...، وسواها مما تقدم ، ما يفيد أنها ناتج عرضي لغيرها وليست مستهدفة بذاتها، ولذلك يصبح الحديث معها عن حجم أمثل تقريباً غير ذي صلة.

Kim في دراسة قدر الحجم الامثل للاحتياطيات نسبة الى الناتج المحلي لعينة من البلدان الناهضة والنامية على اساس ضمان وفرة السيولة بالمقدار الكافي وشرطها أن الاحتياطيات الدولية القائمة بداية السنة مضافاً اليها نتيجة ميزان المدفوعات، بأستبعاد الاقتراض قصير الاجل نهاية السنة، تكفي لتغطية التدفقات الرأسمالية الخارجة وهي الديون قصيرة الاجل غير المدورة وأكثر. ويفترض التحليل بأكمله ان التدفقات المفاجئة وازمة السيولة تعتمد على سلوك المقرضين الاجانب والذي لاخيار امام البلد الناهض سوى الأستعداد له بأحتياطيات كافية. وايضاً يتضمن هذا التحليل عدم الاعتماد على التدفقات الخارجية قصيرة الاجل طالما ان البلد المعني عليه ان يراكم احتياطيات تكفي لتغطيتها. هذا النموذج يناسب الاقتصاد النفطي مع النظر الى اسعار النفط بأنها عنصر خارجي وليس أمام الدولة المعنية الا التحوط ازاء تقلباته المحتملة.

يتوصل Kim الى الحجم الامثل للاحتياطيات باستدناء Minimization دالة تكاليف مركبة من احتمال الخفض في الناتج بسبب الازمة وكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات وهي حجم الاحتياطي مضروباً بكلفة الاحتفاظ للوحدة منه وهي الفرق بين سعر الفائدة على الاقتراض بعيد الامد ومعدل العائد قصير الامد على استثمار الاحتياطيات ويخلص الى هذه المعادلة :

$$R^* = \eta D - M + \sigma G(P/C, \sigma)$$

حيث D هو الدين قصير الامد M متوسط حصيلة الحساب الجاري وحساب رأس المال والتدفقات المالية بأستبعاد الاقتراض قصير الامد ، و  $\sigma$  الانحراف المعياري لذلك المتغير، P الفرق بين سعر الفائدة على القروض بعيدة الامد ومعدل العائد قصير الاجل على استثمار الاحتياطيات الدولية، C كلفة انخفاض الانتاج في الازمة.

وكانت الاحتمالات الفعلية المتضمنه للتوقف المفاجيء في جميع البلدان والمجموعات أقل من 5 بالمائة عدا الارجننتين وتركيا فقد كانت 17.1 بالمائة للاولى و10.5 بالمائة للثانية للسنوات 2001-2007 . ولذلك عندما أحتسبت الاحتياطيات المثلى عند احتمال التوقف المفاجيء 5 بالمائة كانت مستوياتها في جميع الحالات ادنى من المبينة في الجدول آنفاً. وفي العراق وصلت الاحتياطيات الدولية نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي أعلى بفارق جوهري من المستويات المثلى لكافة الدول المشمولة بدراسة Kim . وعلى مستوى المجموعات كانت الاحتياطيات المثلى أدنى من الفعلية وفي عدد قليل من الدول كانت المستويات المثلى للاحتياطيات أكبر مما لديها فعلاً. وأتوقع لو أعتمدت نفس الفرضيات والنموذج على بيانات البلدان الناهضة والنامية لما بعد عام 2006 لتبين فعلاً أن الحجم الفعلية تجاوزت المستويات المثلى كثيراً.

تناولت الدراسة السنوات 1993-2006 لكل السنوات و في فترتين 1993-1999 و 2000-2006 مع تكرار الحسابات على فرض احتمال التوقف 5 بالمائة. وعند النظر الى الجدول بأكمله ولجميع الحالات فإن أعلى نسبة للاحتياطيات الى الناتج المحلي كانت 33.6 بالمائة في تايلاند للسنوات 1993-1999 ونعلم أن تايلاند هي التي انطلقت منها الازمة 1997-1998، قبلها كوريا الجنوبية لنفس السنوات 27.1 بالمائة ثم بيرو 25.1 بالمائة. اما للسنوات 2000-2006 فكانت اعلى نسبة مثلاً في ماليزيا 21.8 بالمائة في مقابل النسبة الفعلية 43.7 بالمائة. وأدنى نسبة للاحتياطيات المثلى كانت في المكسيك 6.1 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي للسنوات 2000-2006 وعند احتمال توقف مفاجيء 5 بالمائة ايضاً كانت ادنى نسبة في المكسيك 4 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي لنفس السنوات.

وإذا اخذنا الدول النفطية قياساً فقد كانت النسبة المثلى في فنزويلا وماليزيا وروسيا 14.7 و 21.8 و 13.6 بالمائة على التوالي. ولأن العراق لم يشهد تدفقات رأسمالية ذات سيولة عالية بحجم كبيرة قابلة للأرتداد والقطاع الخاص لم يستقبل أئتمان من خارج الحدود ولذلك فإن احتمال التوقف المفاجيء للتدفقات ليس ذي صلة مثل حالة ماليزيا ولذلك فإن الاحتياطيات التي تناسب العراق قد لا تتجاوز 20 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي خاصة وانه لم يشهد عجوزات في ميزان المدفوعات. والاحتياطيات في هذه الحالة نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي تقارب أعلى نسبة مثلى للدول التي تعرضت فعلاً لازمات مالية حادة بسبب التوقف المفاجيء. وعندما تقارن مع اغلب الدول الاخرى والمجموعات فإن النسبة الفعلية في العراق تصل الى اكثر من ضعف النسبة المثلى في تلك البلدان وعموماً عند دراسة أحدث بيانات الاحتياطيات نجدها مرتفعة فوق المستويات المطلوبة ما يعزز الأطمئنان .

كانت الصلة قوية بين الديون قصيرة الامد والاحتياطيات الدولية وسعر الصرف في البلدان الناهضة ذات المطلوبات العالية للاجانب إبان الازمة. وعندما لا تتوفر تغطية كافية للديون قصيرة الأمد بدلالة حجم الاحتياطيات تضطر الى قبول خفض في أسعار صرف عملاتها ما ينعكس على الميزانيات العمومية للجهات المدينة في القطاع الخاص اذ تزداد المطلوبات مقيمة بالعملة المحلية وتسمى هذه الحالة انكشاف

الميزانية العمومية Balance sheet exposure. والتي لوحظ أنها ترتبط سلباً وبمعنوية احصائية مقبولة مع الاحتياطيات الدولية طالما، وكما تقدم، تضطر البلدان ذات الاحتياطيات الدولية القليلة نسبة الى حجم الدين قصير الامد الى السماح لعملاتها بالانخفاض لاستيعاب ضغوط سوق الصرف. بل لوحظ أن العلاقة بين الاحتياطيات وإنكشاف الميزانيات العمومية أوثق من بقية المتغيرات المرشحة مثل الانفتاح التجاري وحجم المطلوبات الخارجية وحرية إنتقال رأس المال والتدفقات المالية عبر الحدود وما إليها. ولوحظ أيضاً وهو المتوقع أن البلدان التي تعتمد كثيراً على الصادرات الاولية أكثر ميلاً إلى استخدام احتياطياتها لتفادي انخفاض اسعار صرف عملاتها في مواجهة الصدمات.

لكن ذلك لايعني إن البلدان عالية المطلوبات الخارجية نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي أكثر هشاشة أيام الأزمات المالية. لكن نشأت مشكلة أخرى يمكن تسميتها الخوف من فقد الاحتياطيات مما جعلها تقبل خفض في أسعار صرف عملاتها مع انها راکمت احتياطيات جيدة قبل الازمة.

ومن جهة اخرى اكتشفت دراسة Aizenmen and Huatchison التي غطت الفترة بين تموز 2008 و آذار 2009 إن البلدان التي لم تشهد ارتفاعاً في اسعار الصرف الحقيقية لعملاتها قبل الازمة وكانت احتياطياتها نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي عالية واجهت ضغوطاً اقل في سوق الصرف ايام الازمة. ويعرف ضغط سوق الصرف في تلك الدراسة بأنه حاصل جمع انخفاض سعر صرف العملة وفقد الاحتياطيات وذلك على اساس ان نقص قيمة العملة بديل لاستخدام الاحتياطيات.

يستفاد من هذه التجربة الموثقة ان الدول، على الاغلب، تجمع بين استخدام الاحتياطيات وتغير سعر الصرف لاستبعاد الضغوط. وتمثل شيلى في هذه العينة موقف الخوف من فقد الاحتياطيات اذ اجتمع لديها انخفاض سعر الصرف مع زيادة الاحتياطيات. والبرازيل سمحت بتدهور شديد في سعر صرف عملتها وتجنبت التضحية بالاحتياطيات اذ لم تستخدم الا 8 بالمائة منها في الثمانية أشهر موضوع البحث. بينما استطاعت فنزويلا الحفاظ على سعر الصرف ثابتاً في مقابل استخدام 23 بالمائة من احتياطياتها وشهدت الاردن والصين ثبات سعر الصرف مقترناً مع زيادة الاحتياطيات (Mohany and Turner).

## خاتمة الفصل

نموذج الاقتصاد الكلي المفتوح، اصلاً، هو توسيع لنموذج التوازن السلعي النقدي الكينزي، وبذلك يشمل بجميع التحفظات التي وردت من قبل. كما يقوم على مبدئين هما تعادل أسعار الفائدة وتعادل القوة الشرائية، و لم تؤكد البيانات سريانها بين بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية وبين الأخيرة ومنطقة اليورو. واختبرت تلك المبادئ في دول أخرى ولم يتأكد انسجامها مع الوقائع. ولذلك ما يستنتج من التنظير، في إطار ذلك النموذج، بشأن عدم فاعلية السياسة النقدية مع ثبات سعر الصرف وفاعليتها مع التعويم الحر تبقى ضنية إلى حد كبير. واقترحنا إرخاء تلك الفرضيات للسماح بالانحراف عن تعادل أسعار الفائدة والأسعار، ويمكن متابعة التحليل بهذا الاتجاه. وطالما يتحرك المستوى العام للأسعار تصبح العبرة بسعر الصرف الحقيقي وليس النقدي والذي تصعب السيطرة عليه لأن ذلك يقتضي استهداف التضخم وسعر الصرف معاً. كما أن سعر الصرف الحقيقي يعكس بالنتيجة الأسعار النسبية للسلع غير المتاجر بها إلى المتاجر بها دولياً، وفي الاقتصاد النفطي يرتفع السعر النسبي، هذا، لضغط الطلب والمرونة الواطئة للعرض المحلي. والعلاقة بين سعر الصرف الاسمي و التضخم موجودة، لكن اتجاه السببية ليس قطعياً. في تجربة اليابان وجد انحراف عن تعادل القوة الشرائية، وإلى حد كبير ينسجم تفاوت أسعار الفائدة عن الولايات المتحدة الأمريكية

مع اتجاه تحسن سعر صرف الين و حركة الفائض الياباني. بينما في التجربة الكورية كان الميل أقوى للحفاظ على ثبات سعر الصرف الحقيقي.

وجدت مباحث هذا الفصل أن الاحتياطات الدولية في البلدان النامية والناهضة تجاوزت حجمها الحدود التي تقترحها المعايير المتداولة مثل نسبتها إلى: الاستيرادات ، النقود بالمعنى الواسع ، الديون قصيرة الأجل، أقصى عجز متوقع في ميزان المدفوعات، ... ولذلك تفسر بنمط التنمية الذي يقتضي الحفاظ على سعر صرف منخفض للعملة الوطنية في البلدان الآسيوية ، وفي البلدان النفطية محدودة القدرة على الاستيعاب. وتبين اختلاف انماط التدخل في سوق الصرف وتخشي الدول، على الأغلب، التضحية بنسبة كبيرة من الاحتياطات الدولية للحفاظ على سعر الصرف، بل تستجيب للضغوط بحزمة من الإجراءات ومنها السماح بتغيير سعر الصرف. السيولة و الأمان ضوابط أساسية في إدارة الاحتياطات الدولية، ولا زال العائد له أهمية ثانوية في سياسات الدول وإدارتها لأحتياطاتها الدولية.

تواجه دول الصادرات الطبيعية المرض الهولندي، ومنها متقدمة مثل أستراليا وكندا، ولم تتبلور بعد استراتيجية ذات قبول واسع للتعامل مع هذه المشكلة. ويبدو واضحا ان السياسة النقدية ضمن النطاق المتعارف عليه لا تكفي لوحدها للوصول إلى نتيجة مرضية. وهناك ارتباط بين استمرار نمو الاحتياطات الدولية والحاجة إلى سياسة التعقيم. ولاحظت بعض الدول الحاجة إلى تقييد حركات رأس المال عبر الحدود واستخدمت إجراءات لا تصل إلى حد السيطرة المباشرة. بل توسلت بالضريبة و احيانا فرضت احتياطات إلزامية على التدفقات الداخلة. وتتحسب الكثير من الدول لانعكاس التدفقات والذي يؤدي عادة إلى أزمة عملة، ثم أزمة مالية، إذا كانت تلك التدفقات كبيرة الحجم، وهو، إضافة على نمط التنمية، يفسر تصاعد الاحتياطات الدولية في البلدان الآسيوية. وتفاوتت الدول في البعد المؤسسي لإدارة الاحتياطات الدولية والتدخل في سوق الصرف، وبشكل عام تكون مشاركة أو هيمنة الحكومة في هذا المجال أكبر مما هي عليه في بقية أنشطة السياسة النقدية.

## الفصل السادس : النقود وسوق الصرف: وقائع وتحليل

يتناول الفصل تغيرات النقود والفائدة والودائع المصرفية والائتمان بالمقارنة بين العراق ودول أخرى في الأنماط التي تكشف عنها البيانات المنشورة على مستوى العالم. ان تركيز الانتباه على العلاقات الكمية يضيق نطاق الجدل، ويساعد ايضا على تقدير أولي لفاعلية السياسات ضمن المدى الحالي لإمكانات قطاع المال في العراق. والذي لا يتناسب في حجمه ومؤسساته، والتنوع المحدود لأدوات الاستثمار، متطلبات النهوض بالاقتصاد الوطني. ومن بين المسائل الرئيسية علاقات الميزانية العمومية للبنك المركزي وسعر فائدته مع الودائع والائتمان واحتياطيات المصارف وسياسات التعقيم وتيسير السيولة. ولاشك أن خصائص الوضع الأبتدائي واليات عمل النظام الاقتصادي على المستوى الكلي تحددان فرص التغيير في المستقبل المنظور ولا يتوقف الأمر فقط على مدى استعداد السلطات العامة لاتخاذ قرارات جريئة كما سيتضح.

لا ينتهي دور النقد الاجنبي من المصدر النفطي في اقتصاد العراق عند تمويل الاستيرادات، سلعا وخدمات، وصفقات أخرى، بل يتعدى ذلك إلى الاقتصاد بأكمله. من خلق النقود إلى تشكل الأسعار النسبية والتكاليف، وتخصيص الموارد وتحولات بنية الانتاج عبر الاستثمار في الامد المتوسط والبعيد، وبالتالي فرص تقليل الاعتماد على النفط، وآفاق انتقال العراق إلى دولة متقدمة. وهذه الدراسة ليست شاملة لمضامين الموضوع وإبعاده كافة، إنما تحاول الاجابة على بعض الاسئلة التي دارت في خضم الجدل الذي أثاره افتراق سعر الصرف بين السوق والبنك المركزي منذ بداية عام 2012. وهي مناسبة للتذكير بالحقائق الأساسية لاقتصاد تعتمد موازنته العامة على صادرات النفط وهي المصدر الوحيد، تقريبا، لتمويل الاستيرادات والمدفوعات الخارجية الأخرى.

إن ملاحظة الصلة بين إيرادات النفط ومبيعات النقد الاجنبي إلى القطاع الخاص تقدم إضاءة حول مقومات الاستقرار التي تناولها مبحث دورة الدخل والانفاق. بيد أن التحليل الكمي تقيد بالمناسب من البيانات المتاحة والتي لا تغطي جميع المتغيرات ذات العلاقة نظريا مثل الناتج المحلي والانفاق الحكومي ومكونات ميزان المدفوعات. ولذلك اهتم التحليل بفهم سلوك المتغيرات المفردة ووجد أنها تميل إلى الاستقرار إضافة على العلاقة بين السعر ومبيعات النافذة.

وتوزعت مادة هذا الفصل بهدف تغطية التجربة العراقية تحليلا ومقارنة في مبحثين رئيسيين: العمليات النقدية والائتمان والسياسة النقدية؛ و تدفقات العملة الأجنبية وسوق الصرف.

## السيولة والائتمان: العراق في ضوء التجربة الدولية

### حركة المتغيرات النقدية

لا ينفصل البحث في الاقتصاد النقدي وسياسات الاستقرار المالي والكلي عبر أدوات السياسة النقدية عن المراجعة الدائمة للنظام المالي والمصرفي، في محاولة لاكتشاف النسق المؤسسي الأكثر ملائمة لخصائص الاقتصاد الوطني وأدائه التنموي. لأن نظام الاقتصاد الحر الذي أختاره العراق، حسب الدلالات المتعارف عليها لهذا التعبير، لا يعني الشيء نفسه في كل زمان و مكان. كما ان مسارات تحول قطاع المال من

مصارف وأسواق ومسؤوليات البنوك المركزية وأدائها قد اختلفت من بلد لآخر، فالذي كان يناسب اليابان أو كوريا الجنوبية أو قبل ذلك أي من دول أوروبا الغربية أو أمريكا الشمالية قد يناسب أو لا يناسب العراق أو دول الخليج والمشرق العربي الأخرى. ويمكن القول إن الهيمنة النفطية تابعة لمرحلة العراق في التطور الاقتصادي بدلالة الناتج المحلي غير النفطي للفرد. وأيضاً هذه الخاصية تثير التساؤل حول نوع النظام المالي والمصرفي الأكثر ملائمة لمنع النفط من الإمساك بالتخلف الاقتصادي في العراق وإحباط محاولات التنويع والنمو المستدام.

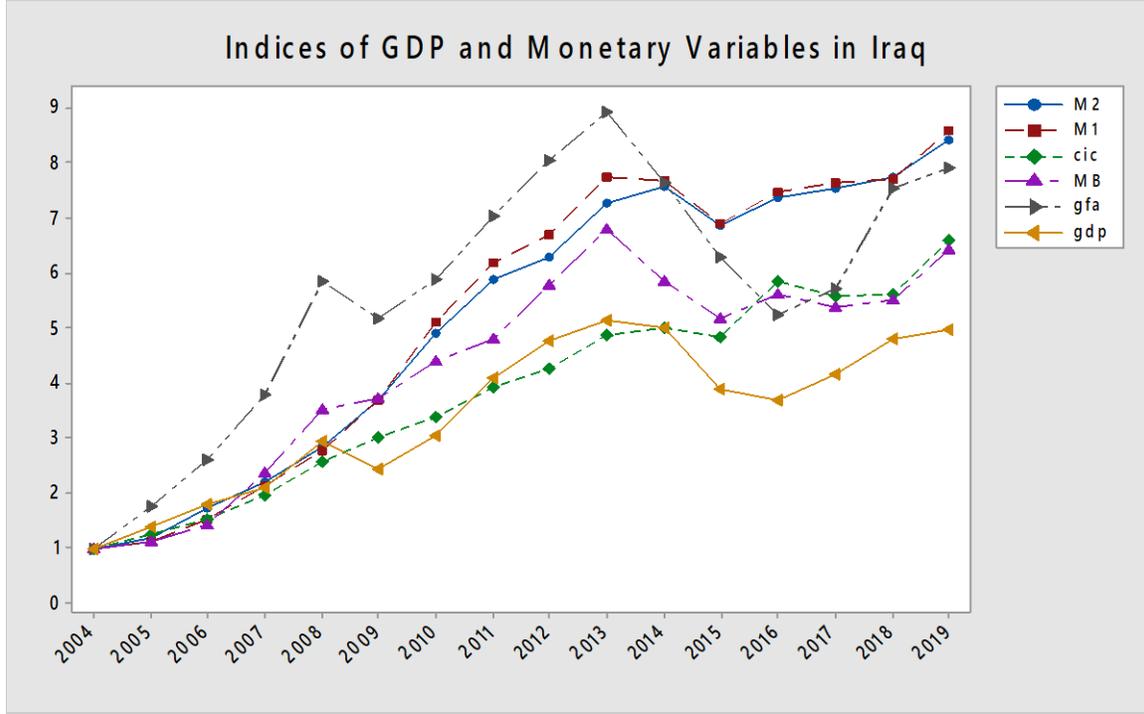
ولقد شهدت العلاقة بين السيولة والمالية العامة ومتغيرات الاقتصاد الكلي الحقيقي، في العراق، تحولات عدة يمكن وصفها بالاستثنائية والانقطاع وإعادة التأسيس. و ثمة عامل مشترك في جميعها ألا وهو مورد النفط وانعكاسه في المالية العامة، صعوداً ونزولاً وغياباً في زمن الحصار، وعودة في ظل برنامج النفط مقابل الغذاء. وبعد عام 2003 بدأت دورة جديدة للمورد النفطي تعيد إلى الأذهان سبعينات القرن الماضي وربما قبلها اتفاقية مناصفة الأرباح.

ومتلماً تُقرأ تلك التحولات في الموازنة المالية العامة للدولة وتمويلها وحجم الأنفاق ومكوناته كذلك يظهر في الميزانية العمومية للبنك المركزي وكشوفات قطاع المال. ان مورد النفط، في ظل انحسار مصادر التمويل المحلي في الموازنة العامة، يحدد الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي والأساس النقدي ومتغيرات النقود الأخرى. ومورد النفط الذي يعين سقف الأنفاق الحكومي هو في ذات الوقت يعين عرض النقد الأجنبي في سوق الصرف. ويتراكم ما يفيض منه عن الطلب، مع سعر الصرف المعتمد، في الاحتياطيات الدولية. ومتلماً يُترجم سعر الصرف الاسمي إيرادات النفط إلى الدينار، يتعين سعر الصرف الحقيقي للدينار بالتفاعل مع التضخم ويرسم تغير القدرة التنافسية الدولية للعراق. وهذه لا بد أن تظهر في النشاط الاستثماري الذي تحكم دوافعه العوائد والمخاطر المتوقعة، وهنا تلعب مستويات وبنية التكاليف والأسعار ومساراتها المحتملة دوراً كبيراً.

في الجدول (1) نلاحظ قد بلغت متغيرات الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية والموجودات الأجنبية للبنك المركزي والأساس النقدي ذروتها عام 2013 إرتباطاً مع إيرادات النفط. بينما واصلت النقود بالتعريف الضيق M1 والواسع M2 والعملة في التداول تزايداً. وقد تفاوتت معدلات نموها، الأوطأ للناتج المحلي والأسرع للنقود، بالتعريف الضيق ثم الواسع، وتحركت العملة في التداول خلف النقود ما يعني ان الودائع كانت أعلى نموًا بخلاف الانطباع الشائع. ويصوّر الشكل (1) بارقام قياسية بيانات الجدول (1) لتسهيل متابعة إختلاف معدلات التغير السنوية قبل عام 2008 وبين هذه وعام 2013 ومدة تراجع المورد النفطي بعدها. ويبدو ان وتيرة نمو النقود تميل إلى الانخفاض بعد عام 2012 اما الأساس النقدي فهو وثيق الصلة بتقلص الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي بعد هبوط اسعار النفط والتي تعتمد حركتها، ارتفاعاً وانخفاضاً على شراء النقد الأجنبي من وزارة المالية وبيعه إلى القطاع الخاص مقابل الدينار العراقي. ويبين سلوك المتغيرات نمط الترابط بين جانبي الميزانية العمومية للبنك المركزي، وبتعبير آخر ان الأساس النقدي في جانب المطلوبات يُمول حيازة البنك المركزي لموجوداته، ومنها يفهم لماذا تعتمد سياسة البنك المركزي في التوسع النقدي على حيازة موجودات أكبر اما احتياطيات دولية او اقراض للحكومة.

## الشكل رقم (1)

الناتج المحلي الاجمالي والمتغيرات النقدية بالقوة الشرائية الجارية



المصدر: اعداد الباحث من بيانات البنك المركزي ، الموقع الإلكتروني.

ملاحظة: M2 النقود بالتعريف الواسع؛ M1 النقود بالتعريف الضيق؛ cic العملة في التداول؛ MB الأساس النقدي؛ gfa إجمالي الأصول الأجنبية؛ gdp الناتج المحلي الاجمالي.

عندما ترتفع قيمة صادرات النفط تبيع الحكومة نقداً أجنبياً للبنك المركزي أكبر من قدرة السوق على استيعابه ولذلك تنطوي هذه العملية على حركتين الأولى توسيع الأساس النقدي بقيمة النقد الأجنبي الذي اشتراه البنك المركزي والثانية تقليص الأساس النقدي بمقدار مشتريات القطاع الخاص منه ويضاف الفرق إلى الموجودات الدولية للبنك المركزي وبذلك يزداد الأساس النقدي. والخوف من الإفراط في السيولة يدفع البنك المركزي إلى التعقيم لتعطيل جزء منها. وجرى هذا في العراق من خلال نافذة ايداع المصارف لدى البنك المركزي بفائدة و/أو بيع حوالاته لها. ولم تقترض الحكومة من الداخل قبل عام 2014 ولدى المصارف سيولة فائضة فلا تتوفر بيئة ملائمة لعمليات السوق المفتوحة، التي تقدم شرحها في الفصل الثالث، واجراءات السياسة النقدية المرتبطة بها.

وهذه الهيمنة النفطية على خلق السيولة لا تتغير لو ان الحكومة اودعت كامل ايرادها النفطي في البنك المركزي وظهرت في ميزانتيه العمومية زيادة في الموجودات بالنقد الأجنبي في مقابل زيادة في الودائع الحكومية. إذ بعد السحب من تلك الودائع للأنفاق ستكون النتيجة نفسها، ولكن سيكون الفائض المالي للحكومة احتياطيها للسلطة النقدية. التعقيم التام يعني ان البنك المركزي عندما يبيع عملة أجنبية للسوق يعتمد بطريقة أو أخرى، الى إعادة مبلغ الشراء الى السوق عن طريق اقراض المصارف أو خصم أوراق بحوزتها بما يعادل المبلغ. وإذا اشترى عملة أجنبية يستعيد المبالغ التي دفعها لشراء العملة بعكس الوسائل

أنفة الذكر. لكن التعقيم التام، بهذا المعنى، غير ممكن في بلد مثل العراق طالما ان العملة الاجنبية هي المصدر الوحيد لخلق السيولة اصلاً ويكون التعقيم أسهل كلما كانت إضافة الموجودات الاجنبية الى الاساس النقدي أقل.

في التقاليد القديمة للصيرفة المركزية كانت تسمى الموجودات الأجنبية غطاءاً للعملة المحلية المصدرة وقد ألزم القانون العراقي عند اصدار العملة العراقية أول مرة، و فيما بعد عند تأسيس البنك المركزي العراقي، ألا تنخفض صافي الموجودات الأجنبية عما يعادل قيمة العملة المصدرة أو ما يسمى التغطية الكاملة 100 بالمائة. وبعد مدة انخفض الإلزام الرسمي الى 70 بالمائة. و في المملكة العربية السعودية يوجب القانون التغطية الكاملة بالحد الأدنى. في العراق كانت هذه النسبة 275 بالمائة عام 2008 و 222 بالمائة عام 2011.

#### جدول رقم (1)

الناتج المحلي الاجمالي والمتغيرات النقدية بالقوة الشرائية الجارية ترليون دينار

السنة والمعلومات	الناتج المحلي الاجمالي الجاري	إجمالي الموجودات الأجنبية	الأساس النقدي	العملة في التداول	النقود M1	النقود M2
2004	53.2	10.1	12.2	7.2	10.1	12.3
2005	73.5	17.8	13.8	9.1	11.4	14.7
2006	95.6	26.2	17.5	11.0	15.5	21.1
2007	111.5	38.4	28.8	14.2	21.7	27.0
2008	157.0	59.0	42.9	18.5	28.2	34.9
2009	130.6	52.2	45.3	21.8	37.3	45.4
2010	162.1	59.3	53.8	24.3	51.7	60.4
2011	217.3	71.1	58.7	28.3	62.5	72.2
2012	254.2	81.3	70.5	30.6	67.6	77.2
2013	273.6	90.1	82.8	35.0	78.3	89.5
2014	266.4	77.0	71.5	36.1	77.6	93.0
2015	207.9	63.4	63.0	34.9	69.6	84.5
2016	196.5	53.1	68.7	42.1	75.5	90.5
2017	221.6	57.9	65.7	40.3	77.0	92.9
2018	254.9	76.0	67.2	40.5	77.8	95.4
2019	264.1	79.9	78.3	47.4	86.8	103.4
معدل النمو	9.5	10.1	12.0	12.5	15.3	14.9

إعداد الباحث ، مصدر البيانات: البنك المركزي العراقي ، الموقع الإلكتروني. معدل النمو السنوي من معادلة الاتجاه الأسي وهو يختلف عنه بين السنتين الأولى والأخيرة.

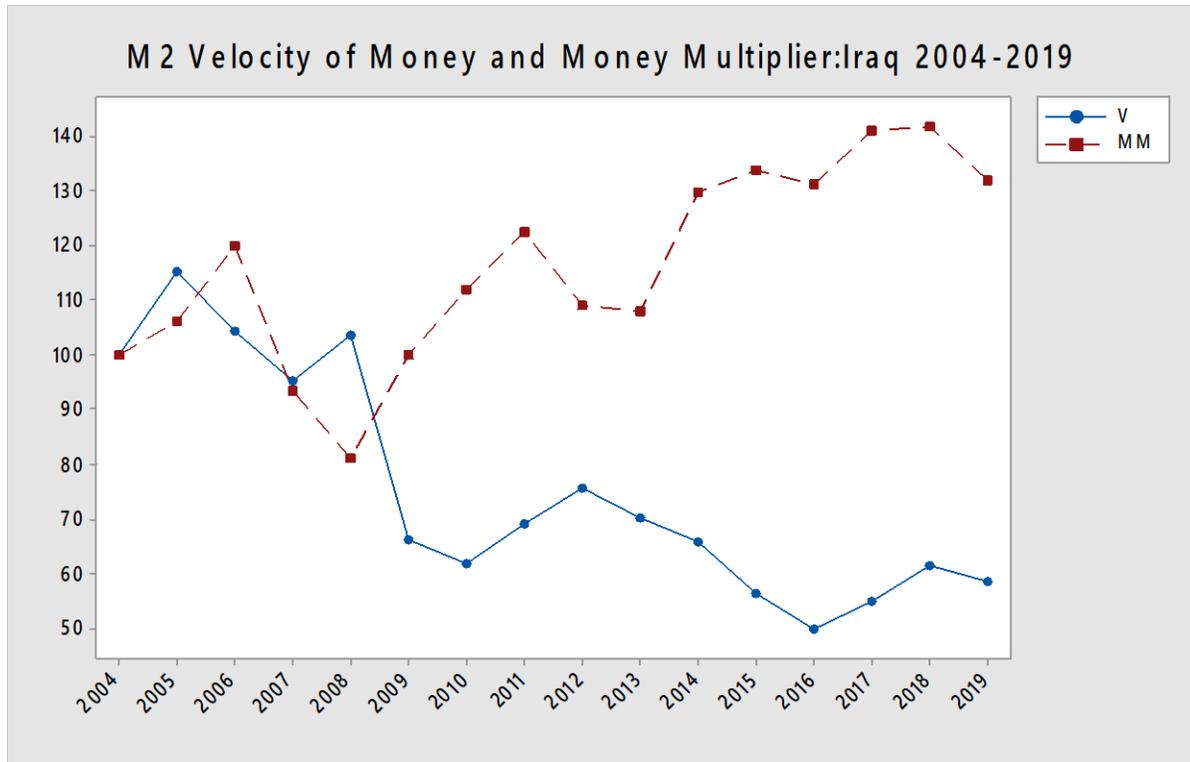
وهو تعبير آخر عن الهيمنة النفطية اقترنت بامتناع البنك المركزي عن إقراض الحكومة وعدم حاجتها للاقتراض منه أصلاً، وأيضاً لم يقترض المؤسسات المالية بل يقترض منها في سياق سياسة التعقيم. وبذلك لا تتضمن الموجودات في الميزانية العمومية للبنك المركزي، آنذاك، صافي موجودات محلية موجبة، بل سالبة، فأصبحت فقرة صافي الموجودات الأجنبية أكبر من الأساس النقدي بالنتيجة.

يرسم الشكل (2) سرعة دوران النقود Velocity of Money، الناتج المحلي الى النقود؛ والمضاعف النقدي Money Multiplier وكلاهما للنقود بالتعريف الواسع M2. وقد أظهر المضاعف النقدي ميلا نحو الارتفاع في الاتجاه العام، وهو متوقع، في حين تراجعت سرعة دوران النقود، ما يعني ان المستوى العام للأسعار لا يستجيب للنمو النقدي وبنفس المضمون ان ذات المقدار من النقد يتكيف لأنجاز مقادير متفاوتة من حجم المعاملات. وهذه إستنتاجات ايدتها دراسة البيانات الدولية لمدة طويلة ولا بد من أخذها بالأعتبار عند النظر في تعبير النماذج النظرية عن الوقائع.

ونظرا لما للتضخم من مكانة في الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية يراجع الشكل (3) منذ عام 2004، وقد شهد العراق موجتين للتضخم الأولى في السنوات الأولى للحصار حيث تصاعد عنيقا مع انقطاع مورد العملة الأجنبية ثم انهارت الأسعار مع الإعلان عن مذكرة التفاهم للنفط مقابل الغذاء. والموجة الثانية بعد عام 2003 لتتحسر الى معدل منخفض للتضخم تقريبا ما عليه الحال في الدول المتقدمة بعد عام 2007.

الشكل رقم (2)

سرعة دوران النقود والمضاعف النقدي في العراق : أرقام قياسية



المصدر : إعداد الباحث ، مصدر البيانات موقع البنك المركزي. النقود بالتعريف الواسع M2 .

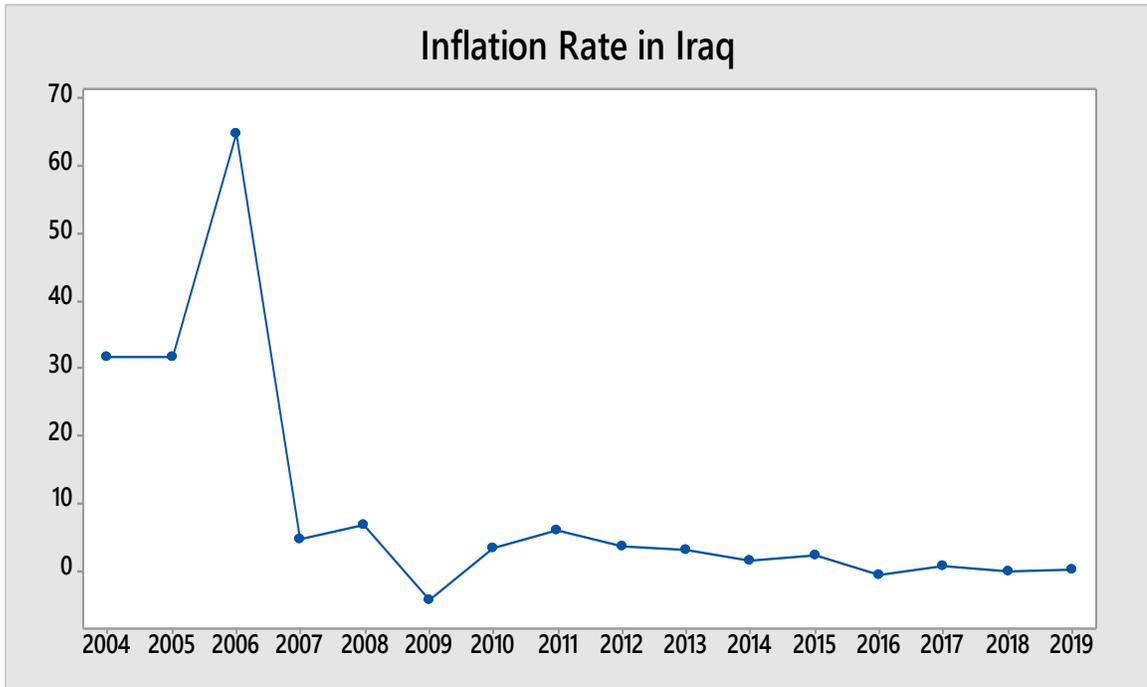
والشكل (4) جدير بعميق الاهتمام والذي يدل على العلاقة العكسية بين التضخم والميل للاحتفاظ بالنقود حيث انخفضت الأرصدة النقدية الحقيقية على نحو لافت للنظر في سنوات الحصار الأولى لتستأنف الارتفاع مع مذكرة التفاهم. وقد يتبادر الى الذهن ان العلاقة العكسية التي اظهرها الشكل رقم (4) هي حسابية لأن

النقود الاسمية تنقسم على مستوى عام للأسعار اعلى بينما من جهة اخرى ان المستوى الأعلى للأسعار يتطلب نقودا أكثر بالتناسب لولا زيادة سرعة دوران النقود. أي ان التخلي عن النقود بسبب التضخم يعوض بزيادة سرعة دورانها. وهذه العلاقة بين سرعة دوران النقود والتضخم القت تجربة العراق ضوءا كاشفا عليها وخاصة الانخفاض الشديد بعد انحسار موجة التضخم الثانية.

لكن هذه الأنماط من السلوك تتطلب المزيد من الاستقصاء بالإضافة الى ما توصلت اليه دراسات سابقة. والقصد من هذه الملاحظات بيان الحاجة الموضوعية لأعاده طرح الانطباعات الشائعة للبحث وتعريض الفرضيات المتعارف عليها للاختبار. لأن الاحتفاظ بالنقود يعتمد على المفاضلة بين مزايا السيولة وتكاليف الاحتفاظ بها ومنها التضخم اضافة على كلفة الفرصة الاستثمارية البديلة. ولأن المفاضلة بين الأخيرة ومزايا السيولة مستقرة في الأوضاع الاعتيادية يبقى التضخم مؤثرا في حيازة النقود ويمكن القول انه من محددات الطلب عليها بحكم الدور الكبير لمجرياته في توقعه وبناء على تلك التوقعات، من بين عوامل اخرى، يتقرر الاحتفاظ بهذا المقدار او ذاك من النقود.

### الشكل رقم (3)

معدل التضخم السنوي في العراق



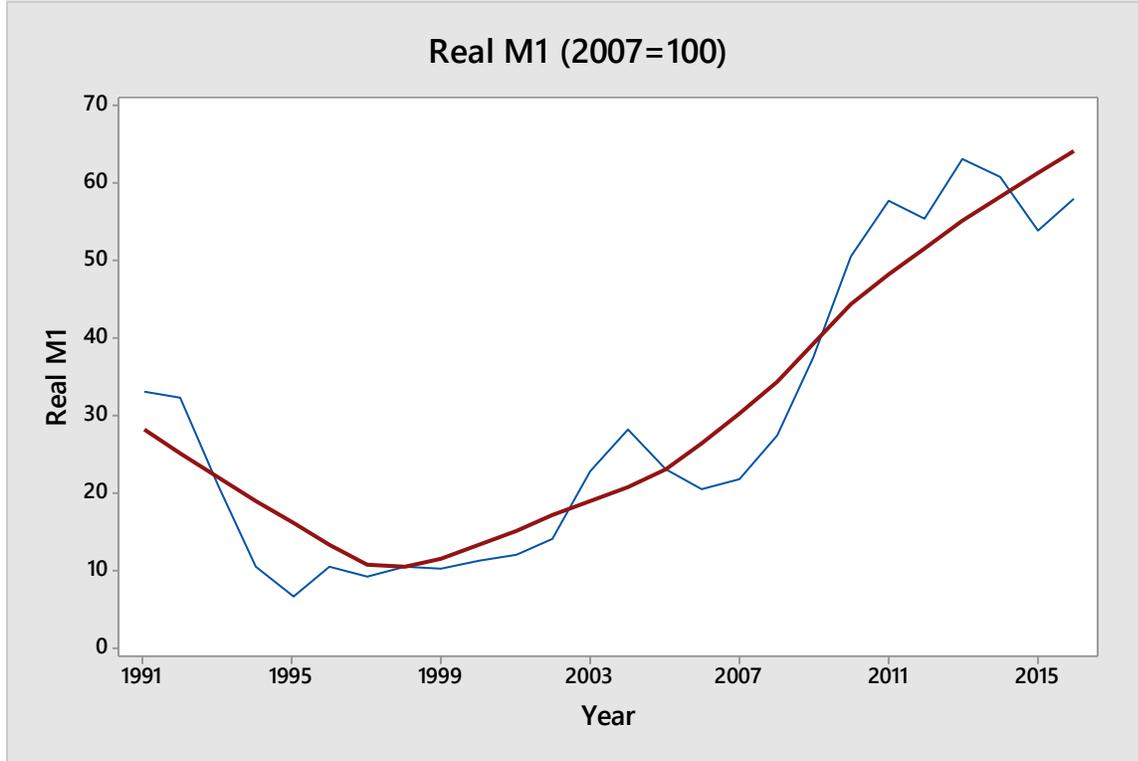
المصدر: اعداد الباحث و البيانات من موقع البنك المركزي العراقي.

وبالإمكان ملاحظة التناظر شبه التام بين حركة التضخم وسرعة دوران النقود ومما يغري في المزيد من البحث ان سرعة دوران النقود وبالتالي الاحتفاظ بها، وعلى قدر ما يستنتج من هذه البيانات، اوثق ارتباطا بمعدل التضخم من سعر الفائدة حقيقيا او اسميا. وطالما تبقى النقود مكونا مهما في الثروة يبرز دور التضخم في اعادة تشكيل محفظة الأصول للأفراد والمستثمرين. وعندما يراد من سعر الفائدة المرتفع

التشجيع على التخلي عن النقود فان التضخم المنخفض يقوي ميول الاحتفاظ بها. ومما تقدم، ورغم ان النظرية النقدية المدرسية تدور على عدد قليل من المتغيرات وبرزها النقود وسعر الفائدة والتضخم فهي لازالت تنتظر المزيد من الأسهم الجادة، لأستيعاب الوقائع التجريبية في قوام نماذج التنظير.

الشكل رقم (4)

الارصدة النقدية الحقيقية منذ عام 1991



المصدر: اعداد الباحث ومصدر البيانات موقع البنك المركزي العراقي.

ومما له اهمية فائقة، وبالعلاقة مع التضخم، سعر الصرف والذي بثباته الاسمي مع تراكم التضخم عبر السنين انفسم عن بنية التكاليف والأسعار ما ادى الى تآكل القدرة التنافسية الدولية للعراق.

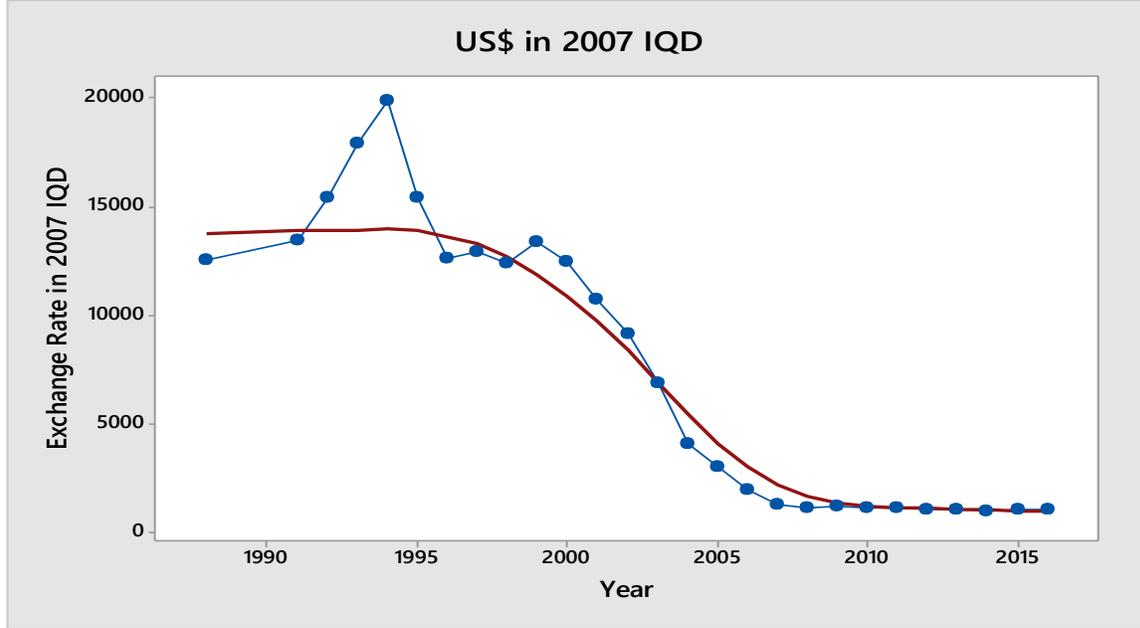
ومن المعلوم ان بنية التكاليف والأسعار، وتنافسية الانتاج العراقي بناءا عليها، تظهر واضحة في التحليل المالي لفرص الاستثمار، ولذلك يتجه اكثر فأكثر نحو قطاع السلع والخدمات غير المتاجر بها هروبا من المنافسة الدولية.

ان انخفاض قيمة الدولار بدنانير ثابتة القوة الشرائية هو الوجه الآخر لارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي. وهذه الحقيقة كبيرة في اقتصاد العراق وفرص تنمية قطاع الانتاج السلعي غير النفطي. ويتطلب التعامل الجاد مع هذا التحدي انتهاج التقصي عن تدابير تعويضية تساعد على ازالة الأضرار التنموية لثبات سعر الصرف الاسمي في السنوات السابقة وحاليا. وتلك التدابير ممكنة بيد انها في نفس الوقت بعيدة المنال لغلبة التبسيط والتسرع في مواجهة الأسئلة التي تثيرها خصائص اقتصاد العراق وفي سياقها الأوسع

اجتماعيا وسياسيا. ومن المؤسف القول ان الفسحة المتاحة امام التفكير المنهجي والتحليل المنضبط موضوعيا محدودة للغاية في الأوساط التي تصنع الراي العام او تحظى في الترحيب لدى دوائر القرار.

الشكل رقم (5)

سعر صرف الدولار بدنانير عام 2007



المصدر: اعداد الباحث والبيانات من موقع البنك المركزي.

وربما يصح القول ان نقطة البدء الملائمة تتمثل في التوافق على قدر من المعرفة الأساسية بالقضايا الكبرى التي تشكل المحور الناظم للتطور الاقتصادي، وهو ما لم يحصل الى الآن في الوسط الأكاديمي دون عموم المهتمين والمشتغلين في الادارة الاقتصادية.

ان المحور العملي للسياسة النقدية في العملة الأجنبية وسوق الصرف ، الذي يمليه الواقع، ليس الحفاظ على سعر صرف الدينار العراقي، كما كان شائعا، لأن هذا المطلب مضمون بحكم خصائص الاقتصاد العراقي ونظامه المالي. بل كيف يمكن التنسيق بين حركة سعر الصرف الحقيقي ومتطلبات النهوض الاقتصادي ومقاومة الخاصية الريعية نحو إصلاح بنية الانتاج بتخليق مصادر للنمو المستدام الى جانب المورد النفطي. إن ثبات أو تناقص سعر صرف العملة الأجنبية في الماضي مع تراكم آثار التضخم رفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي الى مستويات عالية تجاه الدولار و اليورو و يستمر الارتفاع بحكم الفرق بين معدل التضخم في العراق والعالم الخارجي وثبات سعر الصرف الاسمي . وبذلك تزايدت التكاليف نسبة الى اسعار السلع والخدمات المتاجر بها حتى تأكلت جدوى الاستثمار الانتاجي ما يؤدي في حالة استمراره الى ضمور الانتاج الوطني خارج النفط الخام. والعمل على تغيير هذا النمط غاية في الصعوبة ويتطلب سياسات معقدة في مضامينها الفنية واحتياجاتها التنسيقية. والمقدمة المنطقية قبل المباشرة بهذا النوع من السياسات الاعتراف بالمشكلة التي غيبها عن الوعي طغيان الثقافة الريعية والمطلبية.

## الودائع والائتمان

من الضروري الانتباه الى حجم الودائع الخاصة، من الجمهور والشركات، في المصارف في مقابل الائتمان المقدم للقطاع الخاص، لأن النمو المستدام للأخير يعتمد على الأول. كما ان معدل العائد المتوقع على الاستثمار في النشاط الحقيقي هو المرجح للحكم على سعر فائدة الاقراض الذي يناسب قطاع الأعمال الخاص، اما المصارف فتتظر الى السعر من زاوية مخاطر الائتمان والعائد المقبول على نشاطها. و في واقع الممارسة تواجه السياسات التي تهدف الى تنشيط الاستثمار الخاص من خلال الجهاز المصرفي هذا التعارض في المصالح وزوايا النظر وتحاول الوصول الى تسوية. لكن السياسة النقدية، من جهة أخرى، تبقى مقيدة ضمن شروط المفاضلة بين خفض التضخم وزيادة التشغيل في القطاع الخاص. الودائع هي النقود مطروحا منها العملة في التداول وعلى فرض ان الأخيرة مكونا ثابتا او متناقصا من النقود والودائع محددة للائتمان فأن هذه المتغيرات تتحرك سويا. لذا عندما يكون العمق المالي، مقاسا بنسبة النقود الى الناتج المحلي، واطئا فهو يفسر ايضا النشاط الائتماني المنخفض بدلالة نسبته الى الناتج. إن حضور مثل هذه العلاقات في الذهن ضروري قبل تقييم الأداء الائتماني للجهاز المصرفي ودور البنك المركزي فيه، خاصة وان العمق المالي في العراق واطى بالمقارنة الدولية كما سيتضح في حينه.

ومن المشكوك فيه قدرة السياسة النقدية بوسائلها السعرية و الكمية المتعارف عليها من السيطرة على السيولة ما لم تخضع ايداعات الحكومة و المؤسسات العامة في المصارف الى ترتيبات جديدة. ومن المناسب التذكير ان ودائع الحكومة المركزية في المصارف ليست ضمن مفهوم النقود بل هي ارصدة للموازنة العامة لها صلة بالتعريف المعاصر للخزانة وهي شبكة الحسابات المصرفية التي تدار بها أموال الموازنة العامة وتخضع لأدارة نقدية الموازنة. وبالأنتفاع من التطورات التقنية أخذت الكثير من الدول بنظام الحساب الوحيد للخزانة **Single Treasury Account**، في البنك المركزي وبموجبه تبقى جميع ارصدة الموازنة في المصارف متصلة به وتنتهي إليه نهاية يوم العمل. في الجدول (2) نلاحظ ان ودائع الحكومة المركزية، وهي فوائض متراكمة للموازنة بلغت ذروتها من مجموع الودائع عام 2007. وكانت سببا لما سمي حينها خطأ فوائض المصارف، أي ودائع لم تستوعب في الائتمان. ومن دراسة بيانات الجدولين (1) و(2) وملاحظة الشكل (6) نجد ان مجموع الودائع من القطاع الخاص والمنشآت العامة قد نما بأسرع من نمو النقود عبر انخفاض نسبة العملة في التداول. وقد تراجعت كثيرا الأهمية النسبية لودائع الحكومة في مجموع السيولة المصرفية. ويقتضي استخدام المصارف التجارية للودائع الحكومية التدقيق بدءا بالكشف عن تلك الودائع و مصادرها من الدوائر والشركات والهدف من وضعها في المصارف. و الفصل واعادة تصنيف الودائع بين التي وضعت لتسهيل عمليات الدفع في سياق ادارة الموازنة الاتحادية وتخصيصات الوزارات لنفقات المركز، والادارة المالية التشغيلية للشركات العامة، وأخرى وصلت المصارف لغرض الاستثمار. وحتى الصنف الأخير قابل للمناقشة لأن الشركات العامة ليست صناديق ادخار تستثمر أموالها ودائعا تحاشيا للمخاطر. وليس من الخطأ النظر الى الودائع من المصدر الحكومي المركزي بصفتها فوائض نقدية للموازنة العامة، على الأغلب، و ليست فوائض إيرادات على النفقات.

وبقيت الصفة الجارية مهيمنة على الودائع وهي ميزة لخفض كلفة تمويل الائتمان كون الودائع الجارية في العراق لا تستوفى عنها أسعار فائدة لكن من جهة أخرى لا تُعد من مصادر التمويل متوسط وبعيد الأجل.

ويصنف العراق ضمن المجموعة منخفضة الائتمان المقدم للقطاع الخاص. و تفسر هذا الحقائق بعض اسباب عدم اكتشاف التحليل الكمي أثرا جوهريا لسعر الفائدة وعرض النقد على المستوى العام للأسعار. ما يدل، أيضا، على ضآلة تأثيرهما في متغيرات الاقتصاد الكلي لحد الآن.

الجدول رقم (2)

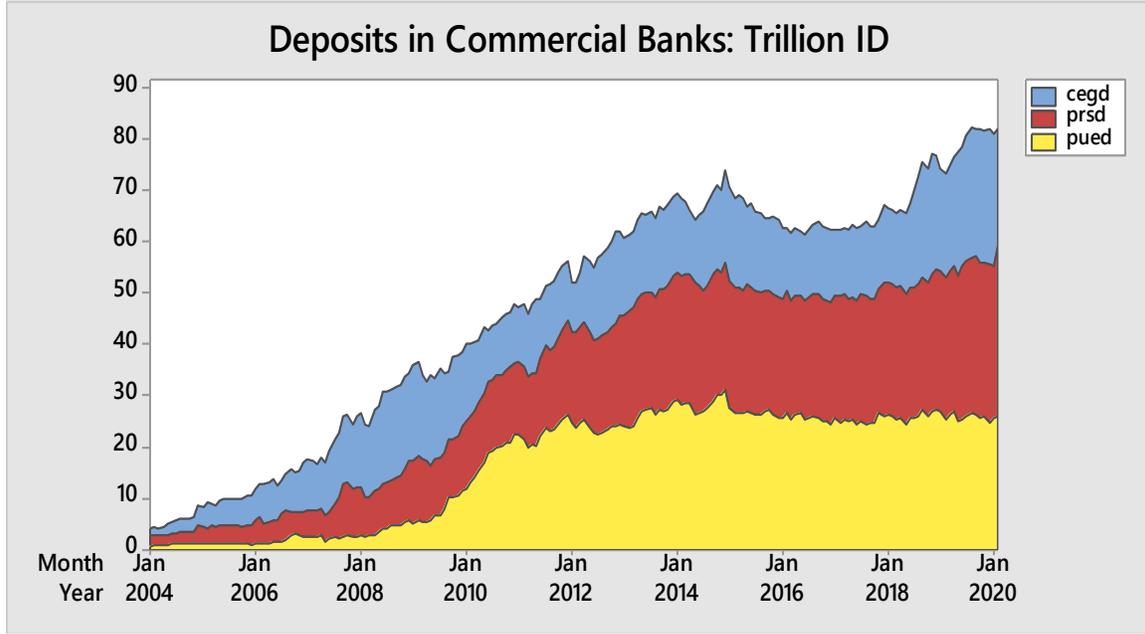
حركة الودائع المصرفية في العراق حسب النوع والقطاع

الحكومة المركزية	القطاع الخاص	المؤسسات العامة	الأسهام في مجموع الودائع %			مجموع الودائع ترليون دينار	كانون الثاني سنة
			التوفير	الثابتة	الجارية		
33.4	49.1	17.6	23.3	4.4	72.3	4.2	2004
47.1	38.1	14.8	14.0	3.8	82.2	8.5	2005
53.1	37.4	9.5	13.0	4.4	82.5	12.0	2006
56.8	28.8	14.4	9.9	2.9	87.2	17.8	2007
53.9	35.4	10.7	10.3	1.7	88.0	26.8	2008
51.6	33.7	14.7	12.2	2.0	85.8	35.9	2009
37.7	32.4	29.9	14.0	2.0	84.0	40.2	2010
22.5	30.1	47.3	13.0	2.4	84.7	47.3	2011
18.1	33.9	47.9	13.1	2.2	84.7	52.0	2012
24.9	35.4	39.7	13.2	6.0	80.7	60.6	2013
22.0	35.6	42.4	14.1	5.1	80.8	69.4	2014
26.1	34.7	39.3	14.1	11.8	74.0	70.8	2015
22.0	36.7	41.3	14.7	13.4	71.9	62.6	2016
21.0	38.0	41.1	15.4	14.3	70.4	62.5	2017
21.8	38.7	39.5	15.9	13.4	70.7	66.5	2018
27.1	36.6	36.2	15.8	13.1	71.1	74.4	2019
31.6	36.7	31.7	15.3	11.5	73.2	80.9	2020

المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الموقع الالكتروني للبنك المركزي.

## الشكل رقم (6)

الودائع المصرفية في العراق حسب القطاعات الثلاثة ، ترليون دينار



المصدر : إعداد الباحث، البيانات من الموقع الإلكتروني للبنك المركزي العراقي؛ cegd الحكومة المركزية ؛ prsd القطاع الخاص؛ pued قطاع المنشآت الاقتصادية العامة.

لا تكفي مجموع الودائع الخاصة لدفع الائتمان الى المستويات المنتظرة للنهضة الاقتصادية وخاصة الاستثمار على نطاق واسع وقد تجاوزها حجم الائتمان رغم انخفاض مستواه مقارنة بالمستوى المطلوب نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي. وفي نفس الوقت لا تصلح الودائع الحكومية، من الشركات و المؤسسات العامة، لتمويل قروض بعيدة الأمد. اما أرصدة الموازنة العامة فهي ليست من الأموال المعدة للإقراض أصلا للأسباب المبينة آنفا. لذلك ينطلق السعي للتوسع الائتماني أولا من زيادة الموارد المعدة للإقراض وتقليل المخاطر الائتمانية كي تنخفض أسعار الفائدة على القروض ويزداد الطلب على الائتمان، لأن خفض كلفة التمويل يحسن الجدوى المالية للمشاريع التي يراد تمويلها.

يبين الجدول (3) تطورا سريعا للائتمان، رغم بقاءه منخفضا بمقاييس المقارنة الدولية، فقد ارتفعت نسبته الى الناتج المحلي الاجمالي سريعا بين عامي 2013 و 2020 . وتزامنت هذه العملية مع تصحيح عميق لبنية مصادر السيولة المصرفية فبعد ان كان اعتمادها على أموال الموازنة الحكومية صارت ودائع الجمهور والمنشآت الاقتصادية العامة مصدرها الرئيس. لكن حصة القطاع الخاص من مجموع الائتمان أصبحت لا تتجاوز النصف وهي بحوالي 71% من ودائعه. لقد تزايدت حصة الحكومة من مجموع الائتمان كثيرا منذ عام 2011.

وبفقد النظر في بيانات المقارنة الدولية بوضوح انخفاض حجم الائتمان المقدم للقطاع الخاص في العراق. والذي لا يزيد نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي على 10 بالمائة، 9.2% بالمتوسط للسنوات 2015 –

2018 إستنادا الى بيانات موقع البنك الدولي. وهذه النسبة لا تتناسب مع متوسط الناتج المحلي للفرد كما يوضح الشكل التالي رقم (7). و خلاصة البيانات يعرضها الجدول المختصر رقم (4).

الجدول رقم (3)

العلاقة بين الودائع والائتمان وتوزيعه القطاعي في العراق

كانون الثاني سنة	مجموع الائتمان النقدي ترليون دينار	مجموع الائتمان النقدي إلى ودائع القطاع الخاص والمؤسسات العامة %	إئتمان القطاع الخاص إلى ودائعه %	حصة القطاع % من مجموع الائتمان النقدي	
				المؤسسات العامة	القطاع الخاص
2004	0.74	26.48	18.79	29.53	52.26
2005	0.85	18.94	19.23	25.31	73.17
2006	1.73	30.63	22.34	36.89	58.16
2007	2.75	35.74	38.41	27.42	71.62
2008	3.50	28.24	25.66	29.48	69.70
2009	4.76	27.42	34.00	12.83	86.26
2010	7.12	28.42	45.98	9.48	84.05
2011	11.69	31.93	60.36	6.36	73.53
2012	20.98	49.30	66.59	8.19	55.99
2013	27.05	59.43	68.88	22.85	54.67
2014	29.91	55.27	68.43	22.08	56.55
2015	36.55	69.79	72.14	21.94	48.50
2016	37.98	77.74	77.92	20.84	47.12
2017	36.80	74.52	76.28	19.76	49.18
2018	37.70	72.53	75.46	19.01	51.48
2019	38.35	70.76	74.45	6.97	52.88
2020	42.22	76.27	70.98	6.32	49.91

المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الموقع الالكتروني للبنك المركزي.

لقد شهد العالم في السنوات السابقة للأزمة تسارع الائتمان بوتيرة تفوق نمو الناتج المحلي الاجمالي في العالم المتقدم والبلدان النامية والناهضة. و بلغ نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي تقريبا 130 بالمائة للعالم ولمجموعاته الدولية كما بينها الجدول أعلاه. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، مكان انطلاق الأزمة المالية الدولية الأخيرة، 194.4 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي وهو ثقل كبير بكل المقاييس. و في بريطانيا، المركز المالي الثاني للعالم، حوالي 187 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي. و قد توسع الائتمان في قطاعات كان شحيحا عليها من قبل مع تناقص الاكتراث بالمخاطر في أجواء نادرة من التفاؤل ( Hardy and Thiemann). وتوجد علاقة طردية بين نسبة الائتمان الى الناتج المحلي الاجمالي ومتوسط الناتج المحلي الاجمالي للفرد. وأيضا ، لا يخفى الانحراف صعودا أو نزولا. و ذلك تبعا لخصائص الاقتصاد

المعني و الحجم النسبي للقطاع المالي والميول المصرفية للجمهور والمخاطر الائتمانية ودور المؤسسات التي تساعد المصارف على تحويل تلك المخاطر أو التامين ضدها والسياسات الاقتصادية و النقدية.

#### الجدول رقم (4)

الائتمان المقدم للقطاع الخاص % من الناتج المحلي الاجمالي بالمتوسط للسنوات

2015-2018 للدول التي يزيد حجم سكانها عن 300 ألف نسمة

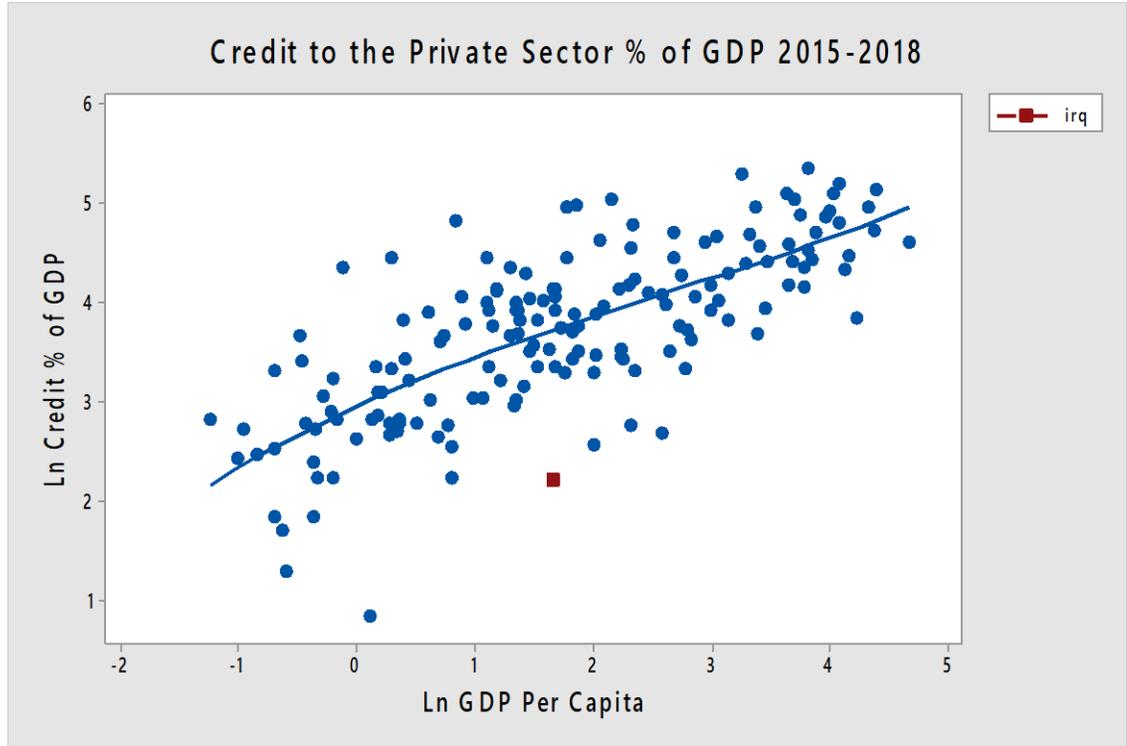
المعلومات	المتوسط	الوسيط	الربع الأول	الربع الثالث	الأدنى	الأعلى	الانحراف المعياري
نسبة الائتمان الى الناتج %	56.45	45.05	22.24	78.02	2.3	215.1	44.17
الناتج للفرد الف دولار	14.14	5.32	1.84	16.79	0.29	107.4	19.72

المصدر: إعداد الباحث والبيانات من موقع البنك الدولي WDI. عدد الدول 164 دولة.

#### الشكل رقم (7)

نسبة الائتمان المقدم الى القطاع الخاص % من الناتج المحلي الاجمالي ومتوسط الناتج للفرد باللوغاريتمات الطبيعية

للدول التي يزيد سكانها عن 300 ألف نسمة ، للسنوات 2015-2018 للمتغيرين



المصدر : إعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك الدولي WDI؛ 164 دولة.

أي ان ما يناسب العراق من إئتمان للقطاع الخاص حسب متوسط الناتج المحلي للفرد حتى مع إستبعاد النفط هو أعلى من الوضع نهاية عام 2020.

ويوضح الشكل (7) الذي يعرض التجربة الدولية حيث العلاقة طردية متصاعدة في الاتجاه العام بين متوسط الناتج المحلي للفرد ونسبة الائتمان الى الناتج المحلي. وقد أظهر الشكل موقع العراق وهو منخفض كثيرا دون خط الأنحدار الذي يعبر عن المستوى المناسب بالمتوسط ولا شك ان إنتشار الدول حول الخط واسعا ما يعني ان التفاوت من طبيعة الظاهرة.

وقد تجاوز الناتج المحلي للفرد في العراق عام 2011 المتوسط المذكور لمجموعة البلدان متوسطة الدخل والتي بلغت نسبة الائتمان الى الناتج المحلي فيها 75.2 بالمائة. ويلاحظ، مثلا، ان الائتمان لبلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا أدنى من البلدان متوسطة الدخل ويقارب النسبة المتحققة لبنغلاديش حيث الناتج المحلي للفرد دون 1000 دولار. بينما بلغ الائتمان في الصين 127 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي. وهي دون الشريحة العليا للبلدان متوسطة الدخل التي بلغ الائتمان لديها 84.4 بالمائة من الناتج المحلي الاجمالي.

ويفهم من تلك البيانات الحاجة الى مواصلة البحث للكشف عن و سائل لتنشيط الائتمان في سياق دفع القطاع الخاص نحو مزاولة دوره المنتظر في التنمية. وعادة تتردد المصارف الخاصة عن الاقراض خوفا من المخاطر الائتمانية وهي موجودة بالفعل، في إنتظار معالجة لأزالة تلك المخاوف. وذلك عبر محاولات الانتفاع من الوسائل المعروفة، والتي يمكن التعامل معها في العراق، لخفض المخاطر الائتمانية و النجاح في هذا السبيل ضروري لتقليل أسعار الفائدة على القروض وتيسير الائتمان. والعمل على هذه الجبهة لم يبدأ بعد، فهناك حاجة لاستحداث مؤسسات جديدة لضمان القروض وشراء الديون، اضافة على تحسين بيئة الأعمال ومنها فرض القانون لاسترجاع الديون من الضمانات، وكذلك تحسين ادارة المخاطر في المصارف بالانتفاع من الخبرة الدولية للارتقاء بالأداء المصرفي. ويحتاج هذا التوجه الى إحداث قفزة في أشرف البنك المركزي على المصارف و من بعض متطلباتها الإسراع في اكمال انظمة المعلومات المحاسبية والرقابية. ولحد الآن تصل المعلومات الى البنك المركزي متأخرة، وينطوي هذا النقص على مخاطر جمة في الوقت الحاضر. في النهاية، يقتضي الأشرف الكفوء والرقابة الوقائية امكانية متابعة المراكز المالية للمصارف يوميا، ومن بين النواقص الشبكة الفورية لتبادل المعلومات بين البنك المركزي والمصارف وتطوير إعداد تقارير المركز المالي وتحليل الأداء إلكترونيا.

ومن الممكن للمصارف العراقية، مبدئيا، اجتذاب الودائع الأجنبية ودفعها للإقراض اذ تسمح الفوائد على الودائع والقروض بتسهيل هذه العملية. لكن قد يبقى الطلب على الائتمان في نطاق تمويل الاستثمار السكني والأصول العقارية والأخرى المعمرة في القطاع العائلي. والعوائل ليس لديها الاستعداد لتحمل فوائد مرتفعة على المساكن مع الأقساط ولهذا تبقى المصارف الخاصة لا تستطيع التوغل في هذا القطاع الذي اعتاد على التمويل الرخيص. ولذلك فان مستقبل الائتمان والسوق المالية في العراق لا يتوقف فقط على مصادر تمويل القروض بل على الاستثمار الحقيقي ومستقبله في الصناعة و الزراعة والتجارة السياحة والنقل والخدمات غير الحكومية . بيد ان سياسات قطاع المال لا بد ان تسعى لتخفيف قيد التمويل على النشاط الاستثماري،

وتنتهي مهمتها تقريبا عند هذا الحد. وعندما لا يكون قطاع الأعمال غير المالية مؤهلا للانطلاق فان التيسير النقدي يصل الى عدم التأثير بعد مدة ليست طويلة، وربما مع زيادة في مشاكل الديون المتعثرة و العاطلة.

وقد يمكن تطوير الائتمان، بهذا القدر أو ذاك، عبر ايجاد مؤسسات أكفأ لتقديم خدمات استشارية في قطاع الأعمال وتحسين علاقة أصحاب الأعمال مع المصارف وتدعيم النزاهة. ان نقص المعلومات الموثوقة لدى المصارف عن المستثمرين المحتملين يُضَيِّع بعض الفرص لتقديم ائتمان ناجح. وهذه الفرضية تتسجم مع تنظيم الودائع الحكومية في المصارف، كي يسيطر البنك المركزي على التوسع النقدي أو التحجيم في تنسيق مع الضبط المالي ضمن حدود قدرة الاقتصاد الوطني على الاستيعاب وتنمية تلك القدرة عبر برامج صريحة واضحة المقاصد. أما ودائع الشركات العامة والمؤسسات الأخرى المستقلة عن الموازنة فحجمها كبير وبحاجة الى فحص وتدقيق وتصنيف وبعد ذلك تنظيم. فهذه ليست صناديق ادخار يعاد استثمار أموالها في المصارف. كما ان الاستقلال المالي للشركات والمؤسسات العامة لا يخفي حقيقة وحدة المركز المالي للدولة، ولا بد من اعادة الاعتبار لهذا المبدأ خاصة في ظل الشكوى من عدم كفاءة القطاع العام.

### أسعار الفائدة والتضخم

لقد تضاءلت أهمية تسهيلات الايداع وحوالات البنك المركزي في العراق ، ولا تحتجز إستثمارات المصارف في البنك المركزي سوى الجزء القليل من السيولة الفائضة أصلا لدى بعض المصارف. وحينما تبقى هذه المبالغ المحتجزة ثابتة ينقطع تأثيرها على الطلب الكلي حتى في حالة الفاعلية التامة للنقود. فهي في جانب الموجودات من الموازنة العامة للبنك المركزي ائتمان محلي سالب وعندما ينخفض يؤدي الى زيادة الأساس النقدي اما عندما يثبت يصبح محايدا تجاه حركة السيولة، علما ان زيادة الأساس النقدي في العراق لا تعني زيادة عرض النقد بالضرورة إذ يتقلب مضاعف الائتمان كما بين الشكل (2) آنفا. وليس لسعر الفائدة على ايداعات المصارف في البنك المركزي بعد عام 2014 دلالة مهمة في العمليات النقدية ومن الناحية العملية لا يمكن وصفه بسعر السياسة Policy Rate.

لا يختلف سلوك المتغيرات النقدية في الأمد القصير عما كشفت عنه البيانات السنوية آنفا، لكن النظر في حركات الأمد القصير حول الاتجاه العام يفيد التعرف على مديات الذبذبة دون التقلبات والتحويلات الدائمة. والأرصدة مثل النقود ومكوناتها لا تهتز عنيفا في الأمد القصير لأنها تراكمية لذا نركز على الأسعار، أي أسعار الفائدة والتضخم وعلاقات أسعار الفائدة فيما بينها وارتباطها بالتضخم. وعادة وكما اشير في مناسبات اخرى ان ثمة ارتباط بين سعر الاقراض وسعر الايداع بهامش مرتفع في العراق. كما يختلف بانتظام سعر ايداع الأمد القصير، ستة اشهر، عن السنتين. لكن البنية الزمنية لسعر فائدة الاقراض ليست واضحة بعد في سوق الائتمان. ولا تتسجم أسعار الفائدة على القروض مع أسعار الفائدة التي يتعامل بها البنك المركزي، وهذه ليس من الصعب معرفة اسبابها مثل تقدير المصارف للمخاطر من جهة وان استثمارات المصارف في البنك المركزي تقتصر على السيولة الفائضة، في الغالب، فضلا عن عدم اقراض البنك المركزي للمصارف إلا نادرا. وثمة مسألة اخرى في صميم انشغالات الاقتصاد النقدي وهي الصلة بين سعر الفائدة الاسمي

والتضخم، وما لاحظناه في البيانات الشهرية لا يختلف عما قيل في الفقرة السابقة من ضعف الصلة بين التضخم واسعار الفائدة.

وأظهرت بيانات العراق ان ارتفاع التضخم يكون على حساب سعر الفائدة الحقيقي، وعندما ينخفض يبقى سعر الفائدة الحقيقي مرتفعا فوق المتوسطات المتعارف عليها للعائد على الاستثمار في الاقتصاد الحقيقي. بل يمكن القول ان القطاع المالي Financial sector يكثرث اولا بالمستويات الاسمية للأسعار وتناسباتها، أي ان اسعار الفائدة لا تقدم وقاية كافية من التضخم. ولكن اسعار الفائدة الحقيقية المنخفضة تساعد على تمويل رخيص للاستثمار بيد ان هذا الأثر الأيجابي لم يظهر جليا ربما لان اسعار منتجات قطاع السلع المتاجر بها هي بدورها لم تنتفع من المستوى العام للأسعار، ما يقتضي دراسة الاسعار النسبية والاتجاه الذي تتحيز نحوه بحكم الخصائص الاقتصادية في المرحلة موضوع البحث. من الجدول (5) كان الارتباط بين معدل التضخم وكل من سعر الفائدة الحقيقي للأيداع والاقراض عكسيا بمقدار (0.984) و (0.978) على التوالي وبمستوى دلالة 0.000.

#### الجدول رقم (5)

التضخم ومعدلات أسعار الفائدة وإنتشارها في العراق

السنة	معدل التضخم	معدل انتشار سعر الاقراض بالدولار	معدل انتشار سعر الاقراض بالدولار	معدل انتشار سعر الايداع بالدولار	معدل انتشار سعر الايداع بالدولار	معدل انتشار سعر الاقراض بالدولار	معدل انتشار سعر الاقراض بالدولار	معدل انتشار سعر الفائدة بالدولار	معدل انتشار سعر الفائدة بالدولار
2004	31.7	1.5	8.6	0.8	13.0	1.0	3.8	1.5	7.4
2005	31.6	1.9	10.2	0.8	14.2	1.7	3.4	1.6	6.5
2006	64.8	1.4	12.6	1.1	15.7	2.3	4.0	1.7	7.1
2007	4.7	1.8	16.1	1.3	21.0	2.9	4.7	2.3	11.4
2008	6.8	1.4	16.0	0.3	18.0	3.7	5.0	2.3	10.2
2009	-4.4	1.3	14.5	0.8	14.9	2.5	3.9	2.1	7.2
2010	3.3	1.7	12.8	1.1	13.9	1.8	3.4	1.4	6.2
2011	6.0	0.3	13.0	0.4	13.9	1.4	3.4	1.7	6.3
2012	3.6	0.5	12.7	0.9	13.4	1.7	3.6	1.8	6.1
2013	3.1	0.5	12.4	0.7	13.4	1.4	3.4	1.7	5.8
2014	1.6	0.6	11.8	0.6	12.6	1.2	2.9	1.7	5.3
2015	2.3	0.6	11.7	0.4	12.2	1.5	3.2	1.1	5.2
2016	-0.7	0.6	11.8	0.5	12.2	1.5	3.1	1.4	5.1
2017	0.8	0.6	11.7	0.4	12.4	1.5	2.9	1.5	4.8
2018	-0.1	0.6	11.6	0.3	12.0	1.5	2.8	1.4	4.6
2019	0.1	0.7	12.0	0.4	12.1	1.7	2.8	1.6	4.5

المصدر: إعداد الباحث، والبيانات من موقع البنك المركزي. والمشاهدات لشهر كانون الأول من السنة.

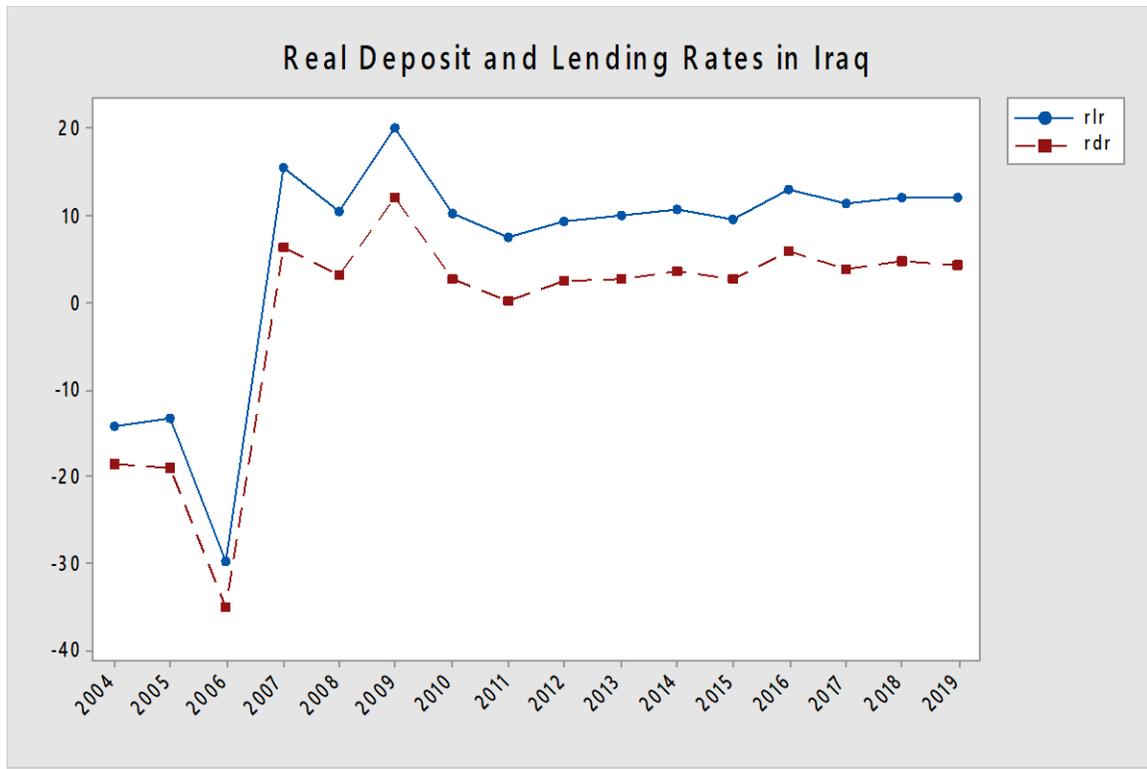
بمعنى ان معدل التضخم يكاد يتحكم بتغيرات سعر الفائدة الحقيقي، او تقريبا لا توجد محددات لسعر الفائدة الحقيقي مستقلة عن سعر الفائدة الاسمي والتضخم. ويوضح الشكل (8) ان سعر الفائدة الحقيقي تراوح بين

(35%) و 12.1% للإيداع ؛ وبين (29.8%) و 20.2% للإقراض. فمن جهة أخفق سعر الفائدة في مهمة الوقاية من التضخم ومن جهة أخرى مبالغة في سعر الفائدة الحقيقي ليتجاوز أعلى معدلات عائد حقيقي ممكنة.

ويستنتج من دراسة إنتشار أسعار الفائدة أن: نسبة سعر فائدة الإقراض إلى الإيداع في الدينار تراوحت بين 176% إلى 269% والمتوسط 224%؛ وفي الدولار بين 226% و429% والمتوسط 359% . فالإنتشار بين الإيداع والإقراض مرتفع عند نطاقه الأعلى في سوق إئتمان الدينار، ولسوق الدولار دائماً.

الشكل رقم (8)

سعر الفائدة الحقيقي للإيداع والإقراض في العراق



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الجدول (5).

اما البنية الزمنية لأسعار الفائدة فلم تتبلور بعد لأن الآمد الزمنية للقروض لا زالت أقرب الى الأمد القصير والطرف الأدنى لطيف الأمد المتوسط عدا قروض المصارف الحكومية المتخصصة والتي تخضع أسعار الفائدة عليها لتحديد إداري بقصد الأعانة. والفروقات بين الحد الأدنى والأعلى حسب المدد الزمنية محدودة مقارنة بالتجربة الدولية. ويبين الجدول (5) إنتشار أسعار الفائدة للإيداع والإقراض بالدينار والدولار حسب المديات الزمنية .

لا يسمح منطق سياسات الاقتصاد الكلي غض النظر عن التضخم خاصة مع سعر الصرف الثابت. لأن افتراق التضخم المحلي عن المعدل العالمي مع سعر الصرف الثابت يعني استمرار تدهور القدرة التنافسية

الدولية للعراق وتآكل مقومات التنمية مع التراجع المستمر في الجدوى المالية للاستثمار كما يراها قطاع الأعمال. اذن أصبحنا، مرة أخرى، أمام مهمة السيطرة على التضخم وأثبت البحث، على الأقل من وجهة نظر الكاتب، ان وسائل السياسة النقدية لا تقوى في التأثير عليه جوهريا في ظل الهيمنة النفطية على تكوين الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي، وانفرادها تقريبا في تحديد النفاق الحكومي وعرض النقد، وضحالة القطاع المالي بدلالة مجموع قيمة الأصول المالية ( ادوات الدين و القروض و الأسهم ) الى حجم الاقتصاد العراقي. ومن الواضح تماما ان عرض النقد لا يؤثر جديا في المستوى العام للأسعار، ولا تتطلب تلك المسألة تحليل معقد إذ تتضح هذه الخاصية بمجرد النظر في بيانات الجدولين (1) و(5). ولذلك لا بد أن تتحمل السلطة المالية أولا وأدارة التنمية من خلال الاستثمار العام ثانيا المسؤولية الأولى في السيطرة على التضخم.

ويفهم من معدل التضخم المنخفض ان الجزء الحقيقي في جميع أسعار الفائدة أصبح موجبا وكبيرا في سعر الفائدة على القروض. ومفاده ان المقترض لا ينتظر زيادات في اسعار الأصول والسلع التي مولها بالقروض لتحمل تكاليف التمويل وبذلك تزداد أعباؤها.

في الأسواق المالية توجد علاقة بين التضخم واسعار الفائدة و لكنها معقدة من خلال التوقعات لأن توقع ارتفاع التضخم يقترن بتوقع ارتفاع اسعار الفائدة ثم تنعكس في المستويات التوازنية للأسواق. وتحتاج التوقعات الى تعزيز كي تتحقق ومن جملة مصادر التعزيز ان توقع التضخم في قطاع الأعمال غير المالية يدفع نحو حيازة الأصول العينية والسلع للانتفاع من عوائد زيادة الأسعار أو الوقاية من التضخم. وقد يتغير نمط التوقعات في التأثير لأن استمرار التضخم، وعندما يتزايد، ينشئ توقعات بانخفاضه معززة بردود فعل السياسات النقدية في الدول الناضجة ماليا ... وهكذا. بيد ان المتعاملين في أسواق المال، مع ذلك، تحكم قراراتهم الفرص البديلة ولهذا تظهر البيانات أسعار فائدة أدنى من معدل التضخم أحيانا. بل ان بعض حائزي السيولة يفضلون الاحتفاظ بها رغم تآكل قوتها الشرائية بالتضخم لأنهم يتحاشون المخاطر بخلاف المقرضين والمقترضين الذين جُبلوا على تقبل المخاطر. هذا التنوع في الطبيعة البشرية يصنع النظام الذي نحاول فهمه ونواجه الكثير من الصعوبات في هذا المسعى لكثرة العوامل الفاعلة وتنوع أنماط الاستجابة.

وعندما ينهض الاقتصاد ويحتدم الاندفاع نحو الاستثمار الحقيقي في ظروف تكون قدرة الاقتصاد الوطني محدودة على استيعاب انفاق اضافي تنطلق موجة التضخم وتعري بالمزيد من الاستثمار ما يغذي الطلب على الائتمان بفوائد مرتفعة في مقابل ازدياد التكاليف ومنها تكاليف المشاريع و تكاليف الانتاج. ويواجه المقرضون انخفاض قيمة اصولهم المالية بعد تجاوز السوق لأسعار الفائدة عليها وأيضا صعوبات اعادة التمويل عندما اعتادوا على الودائع ومصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل قروض بعيدة الأجل. وندما تتحسر موجة التضخم، ولا بد أن تتحسر في نهاية المطاف، ليوافق المقرضون صعوبة التسديد . ولذلك لا غنى عن الاهتمام الجدي باستقرار الأسعار. نعم توجد بلدان شهدت معدلات عالية من التضخم واستطاعت ادامة حياة اقتصادية نشطة وناجحة معها. بيد ان التدابير والمرونة المطلوبة لإداره الاقتصاد مع التضخم قد لا تتمكن منها جيدا في العراق. ولا تتعلق هذه المخاوف بالقروض قصيرة الأجل والاستثمار بأدوات السيولة لأن مدتها لا تكفي للاستمرار في دورة كاملة للتضخم. ومن المتوقع ان يقبل المستثمر بأسعار فائدة متدنية

دون معدل التضخم على استثمارات الأمد القصير لرغبته الاحتفاظ بالسيولة في انتظار أسعار فائدة، او عوائد، أعلى لأمد أبعد يتوقعها.

تفيد الحقائق النمطية والتنظير استنادا الى الفرضيات المقبولة منطقيا أن يكون الجزء الحقيقي من أسعار الفائدة وعائد الاستثمار بصفة عامة موجبا. هذا بالاقتران مع مبدأ ان سعر الفائدة يتزايد مع بعد أجل الاسترداد لأسباب عديدة منها ان المخاطر تزداد مع الأمد البعيد وعدم التأكد بصفة عامة. و من تلك المخاطر تغيرات سعر الفائدة ذاتها وما يمكن أن تفعله بقيم الأصول المالية كما تقدم. وأخذت الدول منذ العقد الأخير من القرن الماضي تستجيب لهذا المطالب فقدمت السندات المقيسة Indexed وقد توفرت في منطقة اليورو والمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية. وهذه السندات تعد عائمة على التضخم وسعر الفائدة الاسمي عليها يتكون من مقدار ثابت، يمثل الجزء الحقيقي، مع اضافة معدل التضخم. ولأنها تضمن الوقاية من التضخم تكون قابلة للتسويق بأسعار فائدة أدنى من الثابتة ابتداءا وعند ارتفاع التضخم تتجاوز الثابتة بحكم التقييس. ويختار المستثمر بين هذه وتلك حسب توقعاته عن التضخم من جهة والأفق الزمني للاستثمار من جهة أخرى. فهو قد حاز الآن على سندات لأمد بعيد لكنه اعتمد خطة للاستثمار تتضمن التخلي عنها بعد مدة ليست بعيدة. وفي أدوات دين حكومية خالية من المخاطر فان 2 بالمئة فائدة حقيقية اضافة على غطاء التضخم تعد مرضية في نظر الكثيرين. ولذلك فإن اصدار سند حكومي عراقي الآن يتسابق مع هذا الاتجاه يعد بمثابة معالجة لمشكلة افتقار السوق العراقية إلى أسعار فائدة مرجعية واسترشاديه للأمد البعيد. اما الجمهور فمن المتوقع ان يقبل بفائدة منخفضة لحيازة أدوات دين خالية من المخاطر وبدرجة معقولة من السيولة. وهذه تحتاج إلى المباشرة بتأسيس سوق لأوراق الدين يبدأ حكوميا ويتطور لتمويل الشركات، وبذلك يسهم بعقلنة الأداء الائتماني للمصارف.

## سوق الصرف وخصائص الاقتصاد العراقي

من المنطقي محاولة فهم توليد الدخل والانفاق على المستوى الوطني انطلاقا من إيرادات النفط والتصرف الحكومي بها، وفي ضوء ذلك كيف يتحدد الطلب الكلي وما يترتب عليه من طلب مشتق على العملة الأجنبية. وبعد ذلك مراجعة تنظيم سوق الصرف في العراق ونافذة البنك المركزي لبيع العملة الاجنبية، ومفاهيم عدم الملائمة وضغوطات سوق الصرف، ومحاولة الاقتراب منها بالبيانات اليومية والشهرية والسنوية قدر الامكان. وأيضا العلاقة، وتقسيم العمل، بين البنك المركزي والمصارف والوظيفة الرقابية للبنك المركزي وصعوبات تنسيقها مع أهداف السياسة النقدية. لقد أوضحت البيانات ومعالجتها أن سوق الصرف لم يتعرض إلى ضغوطات بالمعنى الدقيق للكلمة إنما هي مشكلات ذات طابع إجرائي. والاحتياطيات الدولية للبنك المركزي كبيرة نسبة إلى النقود بالمعنى الضيق والواسع وهي ، لحد الآن، تفوق التغطية التامة، وادة تتغير تبعا لتغيرات أسعار النفط ومدة مكوته في مستويات عالية او واطئة قياسا بمستوى التجاه العام.

ولأن التضخم كان جامحا قبل عام 2009 فقد تراكم أثره في ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي إلى مستويات تستدعي من السياسة الاقتصادية الوقوف عندها مليا ومحاولة التخفيف من أضرار المرض

الهولندي على التنمية في العراق. إن إزالة الفرق بين سعر السوق والسعر الرسمي لا شك يقتضي، وهذه بديهية، الاستجابة لطلب القطاع الخاص بمبيعات إضافية. وهناك مسألة غاية في الأهمية وهي كيفية التصرف بالعملة الأجنبية سواء في القطاع الخاص أو العام. ولا بد من العناية بمدى انتفاع الاستثمار الانتاجي منها، والبدائية المنطقية لهذا التوجه، بعد تهيئة البيانات التفصيلية، معرفة الادوات المالية والنقدية التي تؤثر فعلا في تخصيص النقد الأجنبي بين مختلف الاستخدامات. وهو معنى سياسة الانتفاع الأفضل من موارد النفط .

## دورة الدخل والأنفاق والطلب على العملة الأجنبية في العراق

إيرادات النفط تحكم الأنفاق العام الذي يعين الطلب الكلي الفعال بالتناسب عبر إلية المضاعف. فعندما يتحرك الأنفاق العام إلى الأعلى، كما هو الحال في العراق مع تعاقب الموازنات المالية العامة، يرتفع الطلب الكلي الفعال لينسجم مع الاستهلاك والاستثمار الحكوميين. ويوزع الحجم الجديد من الطلب الكلي على مختلف أصناف السلع والخدمات، منها تنتج في الداخل وأخرى تستورد. ويمكن النظر إلى المسألة انطلاقا من الدخل الوطني ( القومي) والذي يشكل مورد النفط الخام حوالي نصفه، صعودا او نزولا حسب تذبذب السعر، ويتولد الجزء الآخر في بقية الأنشطة العامة وفي القطاع الخاص. ويخصص الدخل الوطني عبر آلية معقدة إلى ادخار واستهلاك، أما الأنفاق ( الطلب ) فهو استهلاك واستثمار. وقد يكون الاستثمار في الداخل أقل من الادخار وهو وضع بلدان الفائض ومنها العراق حتى عام 2014 . ويكون أعلى من الادخار في البلدان التي تستقبل استثمارات أو قروض أجنبية صافية. إذن الدخل الوطني الذي يهيمن النفط الخام على تحديد مستواه بصورة مباشرة وغير مباشرة عبر الأنفاق الحكومي يعين الطلب على المستوردات والاستثمار في الخارج مع ملاحظة الوجه الآخر لهذه الآلية. فهناك جزء من الطلب الكلي يتجه إلى الداخل ولا بد من وجود أنشطة محلية لتلبيته مثل خدمات النقل وتجارة الجملة والمفرد والبناء والتشييد والمنافع العامة، الماء وخدمات الصرف الصحي واغلب الكهرباء، والتعليم والصحة والخدمات الأمنية والحكومية الصرفة الأخرى، هذه المجموعة التي تسمى السلع والخدمات غير المتاجر بها دوليا، ينمو الطلب عليها بانسجام مع نمو الدخل الوطني والطلب الكلي، وكانت محور الشكوى والملامة في السنوات السابقة بسبب ضعف القدرة على توسيعها و تدني كفاءة الاداء. أما المجموعة الأخرى من السلع والخدمات وهي القابلة للتجارة الدولية فان طاقاتها الانتاجية القائمة تعين ما يصدر منها ( صادرات غير نفطية ) وما يستورد. وهي موضوع اصطلاح المرض الهولندي و خلاصته أن الطاقات الانتاجية من السلع المتاجر بها دوليا تتراجع مع تعاظم المورد النفطي وهيمنته في ظل سياسات فشلت الدول النفطية، عادة، في محاولات تجاوزها إلى غيرها. ولذلك يتزايد الاستيراد في العراق بمعدلات ربما تفوق نمو الطلب الكلي مع تراجع الصادرات غير النفطية وهكذا يتركز الاعتماد على النفط لتمويل المستوردات .

يبدأ المرض الهولندي في العراق بارتفاع تكاليف الانتاج مضافا إليها هامش الربح الاعتيادي، مقارنة بالأسعار الدولية، عندما تترجم بالعملة الأجنبية، وهو ما يعني تدهور القدرة التنافسية الدولية للصناعة والزراعة العراقية وسواها. هذه الخاصية تضعف دوافع الاستثمار وقد يتوقف بالكامل في بعض الأنشطة نتيجة لمعدل العائد المنخفض أو السالب. التضخم المرتفع في الداخل مقارنة بنظيره الدولي وتراكم الفارق أدى إلى ارتفاع نسبة تكاليف المنتج المحلي إلى بديله الأجنبي أضعاف ما كان عليه عام 2003 وهو ما

يعنيه ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي . وعادة تخشى الدول، وخاصة الناهضة، ارتفاع سعر الصرف الحقيقي لعملاتها الوطنية للحفاظ على زخم الاستثمار في الأنشطة المتجهة للتصدير، والتي تقود النمو الاقتصادي في تجارب النجاح الآسيوي بدءا من اليابان وصولا إلى الصين حاليا. المهم الانتباه إلى دور سعر الصرف في القرار الاستثماري لأنه المدخل الأساس في تحليل جدوى الاستثمار وتقدير معدل العائد الداخلي وهو ما أهمل في تفسير تراجع الصناعة في العراق وانحسار القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الوطني خارج النفط الخام. وقد أهمل مبحث العلاقة بين سعر الصرف والتنمية في العراق على أساس عدم وجود قدرة إنتاجية للتصدير وبالتالي من غير المجدي بحث الموضوع أصلا وهو موقف عجيب إذ كان الأولى السؤال عن أسباب غياب القدرة الإنتاجية وذلك لغياب الاستثمار نتيجة لعدم جدواه في ظل البنية الحالية للأسعار النسبية والعنصر الأهم في هذه البنية هو سعر الصرف.

وهنا تتضح مسألة الاستثمار في الخارج والتي لا تتفصل عن ضعف جدوى الاستثمار الداخلي. بتعبير آخر هي منظومة متسقة : مورد نفطي مرتفع ← انخفاض سعر صرف العملة الأجنبية ← تراجع دوافع الاستثمار في قطاع السلع المتاجر بها ← زيادة الاعتماد على المستوردات . ومن جهة أخرى : مورد نفطي مرتفع ← زيادة الأنفاق الحكومي ← زيادة الطلب الكلي الفعال ← توليد ضغوط تضخمية بسبب محدودية الطاقة الإنتاجية المحلية ← ارتفاع تكاليف الإنتاج بالعملة المحلية مع سعر الصرف الاسمي الثابت والمتناقص ← تزداد تكاليف الإنتاج بالعملة الأجنبية ← تنخفض القدرة التنافسية وينحسر الاستثمار ثم القاعدة الإنتاجية ← يزداد الميل للاستيراد والاستثمار في الخارج. وعندما حصلت قناعة للاهتمام بدعم الإنتاج المحلي وقادت المناقشات إلى قانون التعرفة الجمركية أهمل أيضا سعر الصرف، ومن لدن الاقتصاديين أنفسهم، رغم النظر منهجيا إلى التعرفة الجمركية بصفة النائب المالي عن تغير سعر الصرف Fiscal proxy. وفي العراق وطالما إن الحكومة تحتكر، طبيعيا، النقد الأجنبي فإن زيادة سعر صرف العملة الأجنبية تحقق الهدف المالي للتعرفة الجمركية وعلى نحو أكفا بكثير من إجراءات فرض التعرفة وتعقيدات جبايتها وما يكتنف ذلك من فساد إداري ومالي. وأيضا لا يميز تغير سعر الصرف بين طالب النقد الأجنبي لغرض الاستيراد أو الاستثمار في الخارج، بينما تعاقب التعرفة الجمركية المستهلك وتحابي المستثمر في الخارج. لكن دعاة السياسة الجمركية ينظرون للأمر من زاوية أخرى وهي أن سعر الصرف لا يميز بين الأنشطة التي تريد الحكومة توفير الحماية لها بسياج مرتفع من الرسوم الجمركية و الأخرى التي لا تهتم بتعرضها للتنافس الأجنبي أو التي تتمتع أصلا بميزة نسبية ولا تحتاج إلى دعم. بيد أن السياسات الجمركية تراعي حصيلة التمويل للموازنة والسلع الأساسية للمستهلكين. وبذلك لا تلتزم المعيار التنموي إلى الأخير فتصبح الحصيلة الاجمالية للتمييز غير مؤكدة. ومع ذلك فهذا لا يبرر إبعاد سعر الصرف عن الصورة كليا سواء في أروقة صنع القرار أو في الوسط المهني.

لا بد من القول إن الأنفاق الحكومي أهم أدوات السياسة الاقتصادية في العراق بالعلاقة مع السيطرة على المستوى العام للأسعار وبلوغ أهداف النمو والتشغيل. وهنا يكون لحجم الأنفاق دور لا يستهان به لأنه منشأ الحركة التي تنتهي بتعيين مستوى الطلب الكلي، كما تقدم، والذي يبحث عن عرض يكافئه بالقيمة النقدية. فان كانت ثمة طاقة إنتاجية عاطلة تستوعب زيادة الطلب الكلي بإنتاج إضافي من السلع والخدمات ويرتفع مستوى تشغيل العمل وتنخفض البطالة. أما إذا واجهت الزيادة في الطلب الكلي قيودا على العرض فان أكثر الزيادة تظهر في ارتفاع الأسعار وهكذا يتولد التضخم.

ولا تقل المكونات النسبية للأنفاق الحكومي أهمية فهي التي تعين شدة ضغط الأنفاق الحكومي المباشر على الأنشطة المجهزة للسلع والخدمات غير القابلة للاستيراد. وإن تحليل موازنة عام 2013، على سبيل المثال، يبين كيف يؤثر الأنفاق الحكومي مباشرة في الدخل العائلي من خلال مجموع الرواتب للمنتسبين والمتقاعدين وكذلك التحويلات النقدية بصور مختلفة. وأيضاً، يلعب الاستثمار الحكومي الممول من الموازنة الدور المنتظر في استكمال وتطوير البناء التحتي للمدن وأبنية الخدمات الحكومية وتجهيزاتها والكهرباء وغيرها، ويسهم في تطوير الموارد الأساسية للأرض والمياه والنفط والغاز. وعليه فإن الموازنة المالية العامة هي الحقيبة التي تضم أغلب أدوات السياسة الاقتصادية للحكومة وأكثرها فاعلية.

وثمة صلة بين الأنفاق الحكومي وسوق الصرف غاية في الأهمية، وهي أيضاً نابعة من الخاصية النفطية. إذ يعتمد تمويل الموازنة على مورد النفط، وهو بالنقد الأجنبي، ولأن الأنفاق العام الداخلي بالدينار العراقي لذلك تبادل الحكومة دولارات النفط بالدينار لدى البنك المركزي وبهذه الطريقة يحصل الأخير على ما يعادل الأنفاق الحكومي الداخلي السنوي، تقريباً، مقداً أجنياً. وهكذا يصبح الأنفاق الحكومي الداخلي محدداً لعرض النقد الأجنبي في سوق الصرف عبر البنك المركزي الذي يستجيب لطلب القطاع الخاص حينما يصل إليه بواسطة المصارف. الفرق بين مشتريات البنك المركزي من وزارة المالية ومبيعاته للقطاع الخاص ينتهي إلى الاحتياطيات الدولية، تضاف إليها الزيادة ويستكمل منها العرض عند عدم كفايته. ويتراكم الفرق في صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي وهي احتياطياته الدولية في وضع العراق وعادة تكون الثانية أكبر من الأولى في أغلب الدول لأن الاحتياطيات لا يشترط في تعريفها أن تكون مملوكة بالكامل للبنك المركزي. المهم إن صافي الموجودات الأجنبية هو أحد مكوني الأساس النقدي حيث المكون الثاني هو صافي الائتمان المحلي. ولأن البنك المركزي العراقي لا يُقرض للحكومة والمؤسسات المالية بل بالعكس يفترض من الأخيرة عبر سياسة التعقيم، فإن صافي الموجودات الأجنبية أكبر من الأساس النقدي. ويعتمد عرض النقد ( السيولة المحلية ) على الأساس النقدي عبر المضاعف النقدي. وهكذا تبين كيف أن الأنفاق الحكومي وطلب القطاع الخاص على النقد الأجنبي يعينان عرض النقد وكلاهما لا سلطة للبنك المركزي عليه. وقد سبق وبيّنا دور الأنفاق الحكومي في تكوين الطلب الكلي الفعال وبالتالي الدخل النقدي ومنه دخل القطاع الخاص، وبما إن الأنفاق الحكومي يقرره مورد النفط أصبح عمل النظام المالي - النقدي في العراق واضحاً.

أدوات السياسة النقدية في مثل هذه الأوضاع ليست فاعلة إلى حد التأثير على طلب القطاع الخاص للنقد الأجنبي أو دوافع الاستثمار في الخارج أو استثمار الأجانب في العراق أو حتى الائتمان المصرفي. فقد كان تأثير سعر الفائدة ضئيلاً على جميع هذه المتغيرات لذلك تنفرد السياسة المالية في الدور المحتمل لسياسات الاقتصاد الكلي بما فيها تلك التدابير التي تستهدف التضخم. هذا لا يتعلق، كما هو الواقع، بمؤسسة البنك المركزي والموقف من إستقلاله وفلسفته في السياسة النقدية. بل هو الأمر الواقع الذي فرضته الهيمنة النفطية في اقتصاد يفترق إلى العمق المالي بدلالة قيمة الأصول المالية ( الأسهم وأوراق الدين والائتمان ) نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي. كما إن قطاع الأعمال الخاص المنظم لا يشكل النشل الذي يستطيع تحريك الاقتصاد الوطني والقطاع المالي معا على النحو المتعارف عليه في البلدان الناهضة.

نعود إلى سعر الصرف لنشير إلى دوره في تحديد الطلب على النقد الأجنبي، من بين عوامل أخرى، ونعيد إلى الأذهان المبادئ المتعارف عليها في توازن السوق. فعندما يكون العرض من النقد الأجنبي معطى، في هذه الحالة، ينفرد الطلب في تعيين سعر الصرف. أما إذا كان السعر محددًا، كما هو الحال في العراق، فإن الطلب يعين مقدار العرض من النقد الأجنبي والذي يساويه تماما مع السعر المعين لكي يستقر. وهذا ما درج عليه البنك المركزي منذ نهاية عام 2003. البنك المركزي يقرر السعر ويقبل كل الطلب بموجب ذلك السعر كي يستقر أي أن العرض تام المرونة مع السعر المعين. ولأن النقد الأجنبي كان دائما كافيا لم يضطر البنك المركزي إلى رفع سعر صرف الدولار كي يتكيف الطلب مع العرض. ومن الناحية المبدئية كان البنك المركزي، ولم يزل، يعتمد سعر الصرف المثبت القابل للتعديل Adjustable Peg، وليس كما يشاع نظام التعويم المدار. واختيار البنك المركزي لهذا النظام ليس بحكم القانون بل في واقع الممارسة Defacto. ويبدو إن هذا النظام هو الأنسب لبلد نفطي مثل العراق لأن الحكومة هي المصدر الرئيس للنقد الأجنبي والبنك المركزي هو بائع صافي له وعلى نحو مستمر، في المقابل القطاع الخاص في حالة عزز دائم للنقد الأجنبي. وفي مثل هذه الأوضاع لا تتوفر الأسس الموضوعية للتعويم المدار والذي يفترض دور التدخل للسلطة النقدية أو سلطة إدارة الاحتياطيات في حين يمثل البنك المركزي طرفا رئيسيا في السوق وهو جانب العرض وبذلك أصبحت نافذة بيع العملة الأجنبية في البنك المركزي هي السوق وليست الجهة المتدخلة فيه. لأن التدخل يفترض استقلال الجهة المتدخلة عن جانبي العرض والطلب. ولو أراد البنك المركزي استخدام سعر الصرف للتأثير على طلب القطاع الخاص للعملة الأجنبية فلا بد من معرفة مرونة الطلب السعرية والتي من الصعب اكتشافها على نحو يعتد به إلا بالتجربة، أي يحرك سعر الصرف ويلاحظ تأثير الحركة على الطلب، وعلى الأغلب يكون تأثير الدخل هو الحاسم في الطلب على العملة الأجنبية لأغراض الاستيراد وتأثير سعر الصرف ثانوي أي أن مرونة الطلب السعرية واطئة. ما يعني رفع سعر الصرف بنسبة تفوق نسبة الخفض المتوخاة في الطلب على النقد الأجنبي. المهم دائما يكون السوق إزاء سعر صرف حدده البنك المركزي و يتعهد بتوفير عرض من النقد الأجنبي مساويا للطلب عليه مع ذلك السعر وهو النظام المعتمد في العراق و دول أخرى.

أما الطلب على النقد الأجنبي بدوافع الاستثمار في الخارج فيكتنفه الغموض ولم تنهيا بعد القاعدة المعلوماتية والتحليلية لمعرفة فاعلية المتغيرات النقدية وتفاضل العوائد بين الداخل والخارج ودور التوقعات والعوامل السياسية والأمنية في هذا الطلب، الذي اهملته السياسات المالية والنقدية على نحو غريب. ولأن إيرادات النفط المصدر الرئيس لعرض النقد الأجنبي في العراق فلقد تبين من قبل كيف اصبح الطلب عليه، من نافذة البنك المركزي، متناسبا بالضرورة مع إيرادات النفط، طالما استمرت تلك الإيرادات بالتصاعد وتبعًا لذلك انفاق الحكومة. ولا ينعكس ارتفاع سعر الصرف فورًا في الطلب إلا جزئيا و ذلك لاستمرار نفاذ العقود السابقة والوقت المطلوب لظهور البدائل المحلية أما فعله في الصادرات فيقتضي مرور زمن يتناسب مع دورة المشروع الاستثماري من المبادرة في التأسيس لحين الاكتمال و التشغيل. ومن الضروري الانتباه إلى مدى تغير سعر الصرف الحقيقي وهو التغير في سعر الصرف الأسمى مطروحا منه الفرق بين معدل التضخم المحلي ونظيره الدولي. وذلك يعني إن ثبات سعر الصرف الحقيقي يتطلب زيادة سعر الصرف الاسمي للعملة الأجنبية بمقدار الفرق بين معدل التضخم الداخلي والخارجي. ويتجلى تغير سعر الصرف الحقيقي في تغير الأسعار النسبية للسلع المتاجر بها إلى غير المتاجر بها دوليا وهي مهمة صعبة.

يمكن القول أن الدخل الوطني وسعر الصرف الحقيقي يحددان الطلب على النقد الأجنبي لأغراض الاستيراد من السلع و الخدمات، وهناك أغراض أخرى للطلب منها تحويلات الدخل للخارج إذ تعمل في العراق شركات أجنبية وقوى عاملة من دول أخرى ولذلك تنشأ تحويلات دخل للخارج، وإلى جانب هذه التحويلات الاستثمار في الدول الأخرى، والعبرة في محصلة هذه التدفقات دخولا وخروجا. وتحويلات الدخل من العراق واستثمارات العراقيين في الخارج تفوق تحويلات الدخل إلى العراق والتدفقات الاستثمارية الأجنبية إليه، وصادرات القطاع الخاص من السلع والخدمات محدودة. وربما من المناسب إيضاح مفهوم الاستثمار الأجنبي وهو توظيف الادخار الوطني في الخارج ولهذا لا يقتصر على الاستثمار المباشر في الصناعة والعقار وسواها لحيازة أصول عينية في الخارج، بل شراء الأسهم وأوراق الدين، الحكومي والخاص الأجنبيين، والايدياع في مصارف الدول الأخرى وحتى حيازة العملة الأجنبية داخل البلد يعد استثمارا في الدولة المصدرة لتلك العملة الأجنبية.

مع التقلص النسبي للنشاط الانتاجي غير النفطي من المتوقع أن ينمو الطلب على العملة الأجنبية بوتيرة تفوق نمو الدخل الوطني (القومي). ومن المنطقي مقارنة مقدار المبيعات اليومية من البنك المركزي مع المتوسط اليومي لدخل القطاع الخاص ( قطاع الأعمال الخاص والأسر ) لأن مشتريات القطاع الخاص للنقد الأجنبي تمول من الدخل المتجدد. كي يتبين إن السؤال من أين تأتي هذه الأموال التي تتجه إلى البنك المركزي يتبادر الى الذهن بسبب عدم وضوح العلاقة بين نوعين من التدفقات، عرض النقد الأجنبي والدخل الخاص، و كلاهما ذو طبيعة مستمرة بالتعريف.

يعتمد الجزء الحكومي من الطلب على النقد الأجنبي على مكونات الموازنة في جانب الأنفاق ونسبة المحتوى الأجنبي من تلك المكونات. وتحتاج الحكومة العملة الأجنبية لتمويل مستورداتها من السلع والخدمات بما فيها خدمات تنفيذ المشاريع ومدفوعات للشركات الأجنبية ووفاء بالتزامات خارجية مثل الديون و تعويضات الحرب ومساهمات في منظمات عربية ودولية وغيرها.

ومن المعلوم إن الجزء الحكومي من الطلب على العملة الأجنبية يمول مباشرة من أرصدها في الخارج

وتعني هذه العملية إن جزءا من عرض العملة الأجنبية والطلب عليها لا يدخل سوق الصرف في العراق، أي أن سوق الصرف خاص من جانب الطلب وحكومي من جانب العرض. وبما ان صافي تدفق العملة الأجنبية من جميع المصادر عدا النفط هو سالب يصبح البنك المركزي هو الجهة التي تتحكم بعرض العملة الأجنبية في سوق الصرف بالكامل. وهو معنى الاحتكار الطبيعي الحكومي للعملة الأجنبية المتجهة للقطاع الخاص، ويستمر هذا الاحتكار لحين ظهور قدرات تصدير كبيرة في القطاع الخاص.

### توازن سوق الصرف: الأنماط العامة وتجربة العراق

ينظر إلى مستوى تعادل القوة الشرائية لسعر الصرف على أنه يمثل الكفاءة، كفاءة سوق الصرف وسياسة سعر الصرف معا. لكن الانحراف عن هذا المعيار واسع النطاق وفي كثير من الأحيان يتعذر إثبات وجود ميل متأصل للعودة إلى مستوى تعادل القوة الشرائية وهو المقياس المرجعي Benchmark للتوازن في الأمد البعيد. وابتعد سعر الصرف في العراق كثيرا عن هذا المستوى كما بيّنا في دراسات سابقة تجاه

الدولار واليورو. وكما يتضح في الحساب التالي لسعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي، ان التباعد واسع. والمعيار الآخر وهو تعادل أسعار الفائدة أيضا غير متحقق. وثمة مفهوم آخر لدراسة أداء سوق الصرف وسياسة سعر الصرف ويركز خاصة على أوقات فجوة العرض والذي يطلق عليه ضغوط سوق الصرف Exchange Market Pressure لتغيير سعر الصرف أو استنزاف الاحتياطيات الدولية لتثبيتته. وقد اتسع الاهتمام بمفهوم ضغوط سوق الصرف نتيجة الرغبة لتحاكي أزمات العملة Currency Crises او الخوف من انهيار أسعار الصرف. وكثيرا ما يعزى انهيار العملات إلى ما يسمى هجوم المضاربة والذي يسمى "الهجوم الناجح" اصطلاحا عندما يقود إلى انخفاض العملة.

وفي المقابل قد تتمكن السياسة النقدية من مقاومة المضاربة عندما تسمح برصد عرض العملة الأجنبية من الاحتياطيات الدولية أي تقايض الاحتياطيات باستقرار سعر الصرف. وهذا الطراز من التدخل يعتمد، منطقيا، على حجم الاحتياطيات الدولية وفائض الطلب والمدة الزمنية لاستمرار الفائض. والمقياس الشائع لضغوط سوق الصرف مركبا من انخفاض قيمة العملة وتغير الاحتياطيات الدولية. وتفيد دراسة بيانات العراق، في الآتي، أن الذي حصل منذ بداية عام 2012 ليس من النوعين أنفي الذكر. فعندما تحرك سعر السوق فوق سعر الصرف الرسمي، ما يدل على حصول فائض في الطلب، لم تنخفض معدلات عرض العملة الأجنبية في السوق، وتزايدت الاحتياطيات الدولية في نفس الوقت. وفي سياق مفهوم ضغوط سوق الصرف ينظر إلى تغير الاحتياطيات الدولية، حسب المنهج النقدي، بالعلاقة مع الأساس النقدي وعرض النقد. أما منهج الاستيعاب فيركز على كون تغير تلك الاحتياطيات مرآة لوضع ميزان المدفوعات. وقد تثار مسألة الارتباط بين تغير الاحتياطيات وسعر الصرف. ويدل تزامن انخفاض العملة مع تراجع حجم الاحتياطيات على الفائض الكبير في الطلب مع صدمة عرض عنيفة في سوق الصرف أوصافي تدفقات رأسمالية خارجة بمعدلات كبيرة. وقد تضاف أسعار الفائدة إلى تغير الاحتياطيات وسعر الصرف لقياس ضغوطات سوق الصرف. وقد يختلف بشأن أوزان مدخلات المقياس والمساواة غالبية (Jie, P8). ولمرونة الاحتياطيات مع سعر الصرف معنى عملي لكن الأصل في مرونة السعر للعرض ومرونة الطلب للسعر. ولو استبعدنا القطاع الحكومي من سوق الصرف العراقي يكون السوق دائما في حالة فائض طلب كما في زمن الحصار الذي يمثل تجربة متكاملة عن ضغوطات سوق الصرف. وعند إضافة القطاع الحكومي يعمل اقتصاد العراق مع فائض عرض في العملة الأجنبية وهو النموذج النمطي للاقتصاد النفطي. الطلب على العملة الأجنبية في العراق للتجارة الخارجية، سلعا وخدمات، يعتمد على الدخل والأسعار بما فيها سعر الصرف. أما طلب العملة الأجنبية لأغراض أخرى مثل الاستثمار وحفظ القيمة والتحوط فقد يجوز تناوله في سياق توازن المحفظة، وبذلك تكون المفاضلة بين النقود العراقية والاجنبية ليست بعيدة عن الواقع أما استخدام العملة الاجنبية لأجراء المبادلات في الداخل فتمنعه قوانين الدول، عادة، والعراق لم ينتشدد في هذا النطاق إذ لا توجد أسباب موضوعية للقلق من الدوارة ومن المفيد تأكيد الاقتصار على الدينار العراقي في الداخل.

تفضل دراسة ضغوطات سوق الصرف، عادة، بواسطة منظومة دوال للتوازن السلعي النقدي. ولأن عرض النقود يعتمد على الأساس النقدي. والأخير يتشكل من الائتمان المحلي والاحتياطيات الدولية، من هنا يرتبط تغير الاحتياطيات، الذي يعكس ضغوطات سوق الصرف بعرض النقود الذي يقابل الطلب عليه. والطلب على النقود دالة بالنتائج والمستوى العام للأسعار وسعر الفائدة، أو بتعبير آخر الطلب على الارصدة

النقدية الحقيقية دالة بالنتائج الحقيقي وسعر الفائدة. ويتحرك الطلب على النقود الاسمية طرديا مع الناتج ومستوى الاسعار وعكسيا مع سعر الفائدة. ونظريا، في اقتصاد مفتوح يرتبط تغير سعر الصرف بعلاقة معروفة مع أسعار الداخل والخارج حسب تعادل القوة الشرائية. ويتساوق تغير سعر الفائدة مع تغير سعر الصرف تبعا لمبدأ تعادل أسعار الفائدة، وهنا أيضا تنعكس ضغوطات سوق الصرف في جانب الطلب على النقود . ويستمر التفاعل بين سوق الصرف وبقية الاقتصاد لان الناتج يعتمد طرديا على سعر صرف العملة الاجنبية بثبات أثر العوامل الاخرى وعكسيا مع سعر الفائدة الذي قد ترفعه السلطة النقدية لامتناس ضغوطات سوق الصرف. ومع نظام سعر الصرف الثابت، ولان التغيرات لا تفسر بالثوابت فكأن سعر الصرف يختفي من النظام ليندمج في بقية ثوابت الدوال، لكن هذا لا يلغي مفهوم سعر الصرف الحقيقي ومعياره مستوى تعادل القوة الشرائية. وفي الطرف الاخر عندما يعمل سوق الصرف بنظام التعويم النقوي، نظريا ، تبقى الاحتياطات الدولية ثابتة لتنعكس ضغوطات سوق الصرف كليا بسعر الصرف، بينما عند تثبيت سعر الصرف تظهر الضغوطات في تغير الاحتياطات إلى جانب احتمال تقييد حركات رأس المال. والقول ببقاء الاحتياطات ثابتة يفيد أن الانتماء المحلي في الميزانية العمومية للبنك المركزي هو المصدر الوحيد لتغير الاساس النقدي. وتقريبا حل مصطلح ضغوطات سوق الصرف محل عدم الملائمة Misalignment الذي يدور حول الانحراف عن تعادل القوة الشرائية بحجة أن التعويم الحر لا يسمح أصلا بعدم الملائمة إذ سرعان ما يتغير سعر الصرف ليستوعب فائض الطلب على العملة الاجنبية ( Hall, et al). لكن هذه الاطروحة ليست واقعية تماما فعدم الملائمة موجود لأن تغيرات سعر الصرف لا تكفي للوصول إلى تعادل القوة الشرائية. وربما من الصحيح القول أن عدم الملائمة محوره علاقة سعر الصرف بالمستويات العامة للأسعار، في الداخل والخارج، بينما يهتم مفهوم الضغوطات بالمقايضة بين حركة سعر الصرف وتغير الاحتياطات. ويراد أحيانا تقدير التغير المطلوب في سعر الصرف على فرض عدم تدخل السلطة النقدية على أنه المقياس الدقيق لفعل فائض الطلب. وعندما تكون التدفقات الرأسمالية دخولا وخروجا محدودة يستقر الطلب على العملة الاجنبية، وقد تأتي الصدمات من جانب العرض مثلما حصل عام 2009 ويحصل مع التقلبات الحادة في أسعار الصادرات بصفة عامة. وفي هذا النموذج يكون فائض الطلب الوجه الآخر لنقص العرض. أن مضمون التعويم الحر في اقتصاد نفطي يتمثل في ربط سعر الصرف بسعر النفط، أي عرض كامل العملة الاجنبية المتحصلة من صادرات النفط في السوق اولا بأول، ولا توجد ضرورة لهذا ولا جدوى وهو لم يعتمد في أية دولة نفطية. لقد اختارت أغلب دول العالم نظاما قوامه تغير الاحتياطات من أجل أسعار صرف مستقرة أو مرنة في نطاق محدود.

عندما رفع البنك المركزي العراقي أسعار الفائدة إلى حوالي 20 بالمائة أو أكثر قبل عام 2008 كانت تربط تلك السياسة بالسيطرة على التضخم وتسهيل التعقيم لدعم تلك السياسة وليس لتقليل الطلب على العملة الاجنبية. بل على العكس أدرج صندوق النقد الدولي مقترحه لخفض سعر صرف العملة الاجنبية في العراق، ايضا، ضمن سياسة مواجهة التضخم . نلاحظ في الجدول أدناه مشتريات البنك المركزي من العملة الاجنبية ومبيعاته السنوية للقطاع الخاص.

و لاشك أنها تزايدت بمعدلات سريعة. ويوجد ميل لارتفاع نسبة المبيعات إلى المشتريات وعند استمرار هذا الاتجاه يتناقص تدريجيا معدل نمو الاحتياطات الدولية للبنك المركزي، غير ان الوضع أبعد ما يكون عن وصفه بالضغوطات التي تستدعي لذاتها تغيير سعر الصرف أو استنزاف الاحتياطات لأدامته. بيد أن

الأسعار النسبية تتغير نحو زيادة الطلب على العملة الأجنبية، من جهة استمرار معدلات التضخم في العراق أعلى من نظيراتها في الخارج، مع أن الفرق بين التضخم الداخلي والخارجي قد انخفض بعد عام 2007. ولكن تراكمت زيادات على أسعار المستهلك في العراق تقارب 41 بالمائة بين عام 2007 ومطلع عام 2013، وهي أعلى من المتوسط العالمي لزيادة الأسعار لنفس الفترة، آخذين بالاعتبار انخفاض التضخم على أثر الركود الذي سببته الأزمة المالية الدولية الأخيرة. وهذا الاتجاه يفيد استمرار سعر الصرف الحقيقي للدينار بالتزايد. وزيادة سعر الصرف الحقيقي للدينار تؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الأجنبية إضافة على الزيادة الاعتيادية استجابة لزيادة الدخل. لكن عامل الدخل بذاته يبقى على التناسب الذي كان قائما بين إيرادات النفط وطلب القطاع الخاص على العملة الأجنبية طالما أن إيرادات النفط تحدد مستوى الطلب الكلي الفعلي، عبر مضاعف الأنفاق الحكومي، وبالتالي الدخل الوطني. وطلب القطاع الخاص على العملة الأجنبية دالة بالدخل الوطني وسعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي.

ولا يقتصر أثر زيادة سعر الصرف الحقيقي على المستوردات فقط، بل يزداد الميل للاستثمار في الخارج كلما أصبحت العملة الأجنبية أرخص نسبيا. بيد أن نمو الطلب على العملة الأجنبية قابل للانخفاض، كما تقدم، عند تكاثر فرص الاستثمار المجزي والأمن في العراق. أو حينما ينتعش إنتاج بدائل للمستوردات وهذا لا ينصرف إلى السلع وحسب بل الخدمات أيضا، في مجالات التعليم والصحة والسياحة وحتى النقل والتأمين فالقطاع الخاص يستورد أيضا هذه الأصناف من الخدمات. وثمة عنصر آخر يتدخل في نسبة مبيعات البنك المركزي للعملة الأجنبية إلى مشترياته منها أو إلى إيرادات النفط وهو تدفق العملة الأجنبية إلى داخل العراق من الاستثمار الأجنبي بأشكاله المختلفة، وهذا المصدر يسد جزءا من طلب القطاع الخاص على العملة الأجنبية. وأيضا عندما ينجح القطاع الخاص في تصدير سلع وخدمات ذات محتوى محلي مرتفع. تعكس البيانات في الجدول التالي تجربة سوق الصرف قبل افتراق السعر الرسمي عن سعر السوق.

لا يقارن عام 2003 بالسنوات التي تلت فقد استحدثت نافذة بيع العملة الأجنبية في الأشهر الأخيرة منه وكانت قد تدفقت عملة أجنبية كثيرة إلى السوق العراقية تغني القطاع الخاص عن طلبها من البنك المركزي. وبصفة عامة كانت مبيعات وزارة المالية إلى البنك المركزي تفيض عن طلب القطاع الخاص مع تباين واضح في نسبة العملة الأجنبية الداخلة إلى الخارجة. وتبدو مشتريات القطاع الخاص أكثر انتظاما في صعودها من العملة الداخلة للبنك المركزي وخاصة بين عامي 2008 و 2010، والتي تُظهر الدور المحتمل للاحتياطيات الدولية في انتظام العرض، وعند دراسة البيانات الشهرية وملاحظة التفاوت، كما سيأتي، تتضح وظيفة الاحتياطيات الدولية مع نظام سعر الصرف الثابت على وجه الخصوص و الذي لا يسمح بالتعريف بتغير السعر لامتناس إهتزازات العرض. والسنة الوحيدة، 2009، التي تجاوزت فيها مبيعات البنك المركزي ما دخل إليه عندما انخفضت أسعار النفط بداية العام إلى 33 دولار بعد أن تجاوزت 140 دولار منتصف عام 2008. أي أن مبيعات البنك المركزي ليست مرنة، نحو الأسفل، تجاه تدفقات العملة الأجنبية الداخلة إليه، ولذلك ظهرت المبيعات أكثر انتظاما. في سنة 2006 ازدادت مبيعات البنك المركزي بنسبة 6.8 بالمائة عن السنة السابقة، بينما في عام 2008 أصبحت هذه النسبة 61.9 بالمائة، وفي سنة 2009 كانت 31.4 بالمائة وهي السنة التي تراجعت فيها العملة الأجنبية الداخلة الى نصف مقدارها عام 2008. أي أن عرض العملة الأجنبية في سوق الصرف أصبح مستقلا إلى حد كبير عن حركة إيرادات النفط وما يباع منها للبنك المركزي، وهو عنصر إيجابي يسمح بتثبيت سعر الصرف.

ومنذ بداية عام 2012 انخفض سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي للمشتري الأخير، في السوق، مع بقاء سعر الصرف الرسمي على حاله. وأصبح الفرق بين السعر الرسمي للدولار وسعر المشتري الأخير كبيراً نسبياً، ويمثل أرباحاً احتكارية ليست مبررة للجهات التي تستطيع الحصول على العملة الأجنبية من البنك المركزي.

ان الاحتياطات الدولية للبنك المركزي ناتج عرضي لتيارين لا يتحكم بأي منهما، مبيعات وزارة المالية إليه ومشتريات القطاع الخاص منه، طالما يلتزم بسعر صرف ثابت، أي تكون المبيعات تابعة كلياً لمقتضيات تثبيت السعر وتبعاً لذلك حركة الاحتياطات الدولية وهو المتبع منذ عام 2003. وإذا اختار البنك المركزي سياسة استهداف الاحتياطات الدولية فلا بد، في هذه الحالة من قبول تحرك السعر حسب شروط التوازن في سوق الصرف. أي يحدد كمية المبيعات ويترك السعر حراً، ولا جدال أن الدولة مسؤولة عن هذا الفرق الكبير بين السعر الرسمي الذي يقل عن 1170 دينار للدولار وسعر المشتري الأخير الذي تفاوت حسب فجوة الطلب والتوقعات بين أقل من دينار 1210 إلى 1260 دينار للدولار أو نحو ذلك. ما يدل على استمرار الطلب الزائد على العملة الأجنبية نتيجة تقييد المبيعات دون إمكانية التأثير على مصادر الطلب بأدوات السياسة **Policy** أو أية تدابير استناداً إلى قوانين أو قواعد تنظيم **Regulations**. ولذلك سعت الجهات التي لم تحصل على العملة الأجنبية من نافذة البنك المركزي إلى شرائها من حائزها الآخرين لإمضاء الصفقات التي أرادوا. إذ قد لا يكون تقييد المبيعات، في نهاية المطاف وبالضرورة، على حساب تحويل الأموال ذات المنشأ الباطل أو استثمارات القطاع الخاص غير المرغوبة في الخارج. وربما لا تمنع، تلك القيود، تمويل أنشطة يجرمها القانون بسبب عدم المباشرة في بناء المنظومة المطلوبة للتحري والتدقيق والإلزام في كافة القنوات ومنافذ التبادل مع الخارج.

وفي كل الأحوال يمكن تقليص فجوة السعر كي لا تتجاوز مقدار العمولة الاعتيادية، إذ نشأ هذا الخلل نتيجة إجراءات اتخذت في سياق الحديث عن التوثيق غير الدقيق لمبررات الطلب على العملة الأجنبية و شبّهات غسل أموال عبر التحويل للخارج.

بعد نيسان من عام 2003 أنفقت أموال بالعملة الأجنبية كانت كبيرة نسبة إلى الطلب، آنذاك، فانخفض سعر صرف الدولار من حوالي 2000 دينار إلى 1500 دينار والذي اعتمده سلطة الائتلاف المؤقتة و سمي سعر صرف الموازنة. ثم استحدثت نافذة البيع من البنك المركزي، في تشرين الأول من نفس العام. وبقيت أسعار الصرف بين البنك والسوق منسجمة تدور حول 1460 دينار إلى ان تدخل صندوق النقد الدولي، أواخر عام 2006، وطلب خفض سعر الدولار لتقليص التضخم عبر خفض أسعار المستوردات. وقد بينت دراسات تجريبية لبلدان مختلفة أن خفض سعر صرف العملة الأجنبية ينعكس في المستوى العام للأسعار بنسب متفاوتة من دولة لأخرى، ويحتاج زمن طويل نسبياً كي يظهر منه ما لا يتجاوز 60 بالمائة من التخفيض حسب حالات دراسية مختلفة. وأحياناً لا تتجاوز، تلك النسبة، الثلاثين بالمائة حتى في الأمد البعيد في دول الخليج النفطية، ربما لعدم سريان مبدأ تعادل القوة الشرائية (Alyahyaei, pp 38-42) ، رغم أن العوامل الخارجية مهمة في مسار التضخم لتلك البلدان. وانخفض سعر الدولار تدريجياً إلى ان وصل 1170 دينار مطلع عام 2009. وهو إجراء ترد عليه ملاحظات كثيرة أهملت ولم يتسع المجال لمناقشتها. وتصادف انهيار أسعار النفط، مع هبوط حاد في معدل التضخم في النصف الثاني من عام

2008، ولم تدرس اسبابه بعناية في الدوائر الرسمية، التي لم تكثرث بمحاولات البحث الموضوعي عن الية توليد وتراجع التضخم. وفي نفس الوقت انتهى امد الاتفاقية مع صندوق النقد الدولي، وقد انشغل بالأزمة المالية الدولية، فبقي سعر الصرف على حاله. السعر لم يكن سوقيا لا في البداية ولا فيما بعد، بل يسمى سعر الصرف المثبت القابل للتعديل Adjustable Peg و من المناسب ازالة الفرق بين السعر الرسمي و سعر المشتري الأخير وهو ممكن، ولا يوجد سبب لترك سعر الصرف على تلك الحال. ولا توجد في اقتصاد العراق، الان، اسس موضوعية لمشكلة تسمى استقرار سعر الصرف. ولا زال الاقتصاد العراقي بعيدا عن عجز العملة الأجنبية. واذا حدث اضطراب في سعر الصرف، أو ابتعد سعر المشتري الأخير عن السعر الرسمي، فهذه تعزى لأخطاء إدارية. ومن المناسب إعلان نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل، رسميا، ويجوز لهذا الغرض تعريف الدينار بدلالة سلة العملات الاحتياطية الرئيسية أو عملة الدولار، ويعلن السعر بوحدات من العملة العراقية لوحدة واحدة من عملة أجنبية. ويعدل سعر الصرف بمبادرة مسببة من البنك المركزي أو وزارة المالية ودراسة مشتركة منهما ترفع إلى مجلس الوزراء الذي تكون له صلاحية التعديل استنادا إلى قانون يشرع لهذا الغرض. ويجوز أن يطلب مجلس الوزراء الى وزارة المالية أو البنك إعداد مذكرة لتعديل سعر الصرف مع مراعاة: متطلبات التوازن في سوق الصرف، والاستثمار الحقيقي في ضوء القدرة التنافسية الدولية للعراق وصلتها المعروفة بسعر الصرف، والمستوى المناسب من التضخم.

ولو بقي سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه الدولار، ثابتا أي تعتمد السياسة النقدية تحريك سعر صرف الدولار بالفرق بين معدل التضخم في العراق و نظيره في الخارج، سوف يتغير الطلب على العملة الأجنبية بأثر الدخل، ولأن الدخل مرتبط بالنفط تبقى ضمانات التوازن قائمة في سوق الصرف.

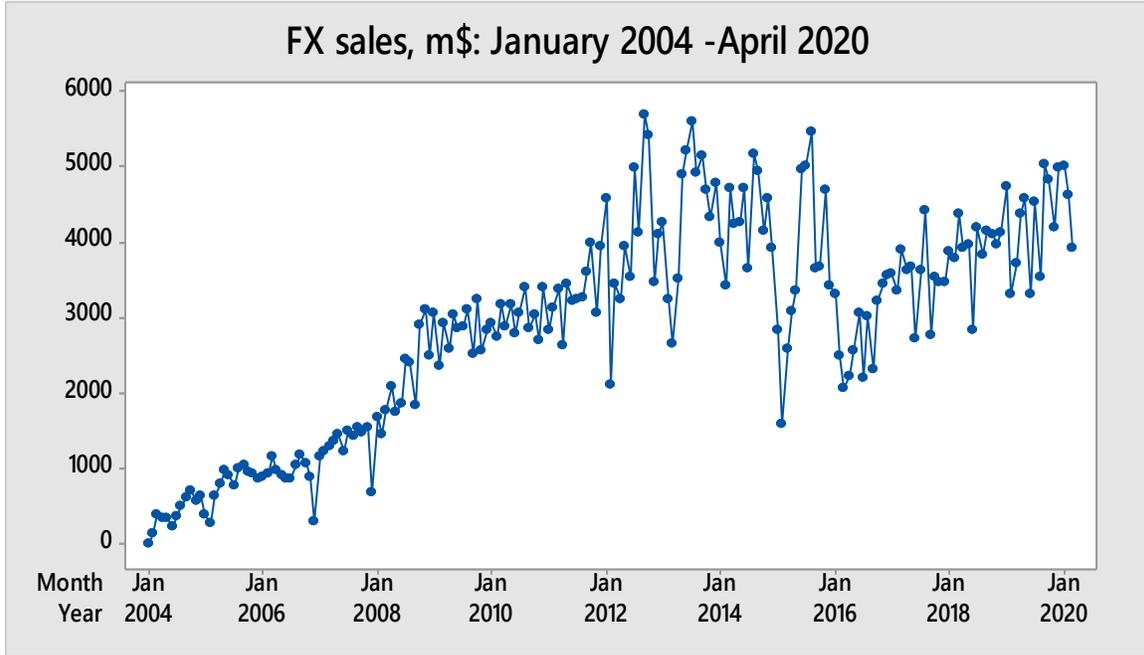
وتسبب عدم وضوح العلاقة بين الاحتياطيات وسعر الصرف في الكثير من الالتباس في فهم الموضوع. ومن المفيد التذكير أن الاحتياطيات خزير متراكم وهو محصلة لتاريخ الفجوة بين عرض العملة الأجنبية والطلب عليها. فالعرض الزائد يضاف على الاحتياطيات ونقص العرض يستكمل منها. وبما أن العلاقة بين سعر صرف العملة الأجنبية والطلب عليها عكسية، بثبات أثر العوامل الأخرى، إذن تؤدي زيادة سعر الدولار معبرا عنه بدنانير عراقية إلى زيادة فائض العرض من العملة الأجنبية ( أو تقليل نقصه) بمعنى تعزيز الاحتياطيات والعكس صحيح. وعندما ينظر للعلاقة من زاوية سعر صرف الدينار العراقي فان خفض سعر صرفه يعزز الاحتياطيات والعكس صحيح.

### مبيعات العملة الأجنبية من المصدر الرسمي وإدارتها

يتولى البنك المركزي العراقي بيع العملة الأجنبية للقطاع الخاص من نافذة يديرها استحدثت أواخر عام 2003 . وتجري هذه العملية في نطاق علاقة البنك المركزي بالمصارف وتنفذ على الحسابات المفتوحة لتلك المصارف لديه. والبنك المركزي هو المشرف على المصارف والذي له سلطة إصدار القواعد التنظيمية لعملها. وهو مسؤول أيضا عن تنفيذ قانون مكافحة غسل الأموال .

الشكل رقم (1)

مبيعات النقد الأجنبي من نافذة البنك المركزي مليون دولار بين بداية 2004 والشهر الخامس من 2020



الصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الموقع الإلكتروني للبنك المركزي.

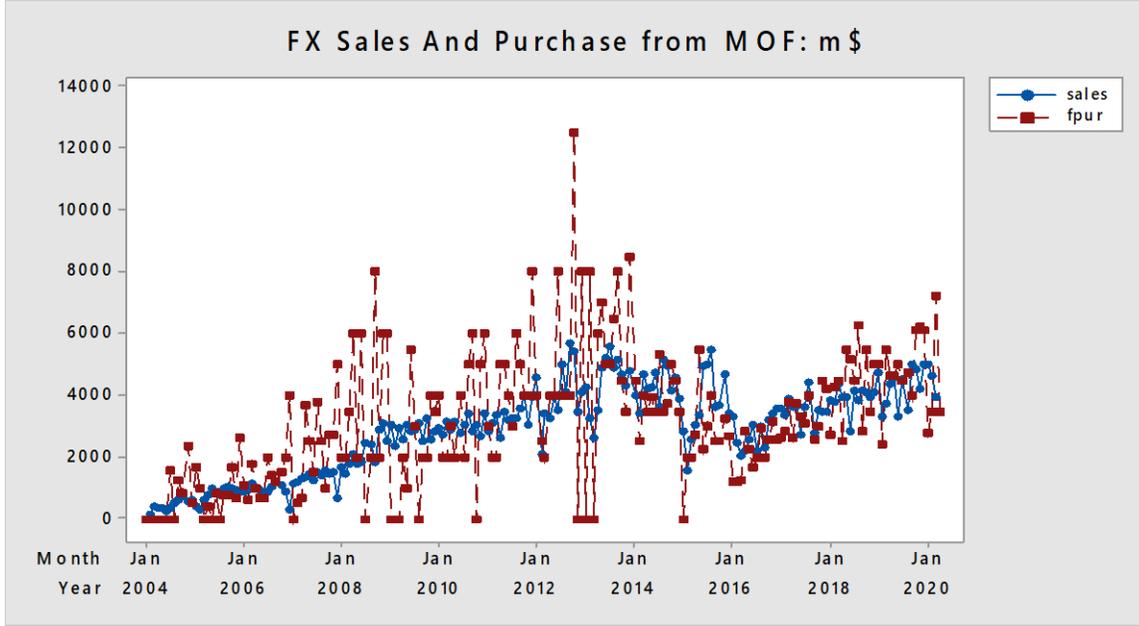
والبنك المركزي يزاوّل هذه المهام إضافة على سلطته النقدية والتي تركز في سياستها على هدف استقرار الأسعار وبالعلاقة مع سعر الصرف. وفي هذا المبحث نحاول دراسة مدى الانسجام والتعارض بين الوظيفتين للبنك المركزي العراقي وفي سياق النظام الاقتصادي الجديد وفي ظل الهيمنة النفطية.

معادلة إنحدار مبيعات العملة الأجنبية من البنك المركزي  $Lnfxsale$ ، مفسرة بمتخلف المتغير المستقل

،  $Laglnsale$  ، ومتخلف المشتريات من وزارة المالية  $Laglnpur$  ، والنقود بالتعريف الواسع  $Lnms2$ ، ومتخلف النقود بالتعريف الواسع  $Laglnm2$ ، والزمن بالأشهر  $Tmonth$ ، وسعر الصرف في السوق  $Lnmaer$  . البيانات شهرية.

الشكل رقم (2)

مبيعات البنك المركزي ومشترياته من وزارة المالية مليون دولار بين بداية 2004 والشهر الخامس 2020



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الموقع الإلكتروني للبنك المركزي. المبيعات sales ؛ مشتريات البنك المركزي من وزارة المالية.

معادلة إنحدار مبيعات العملة الأجنبية:

Coefficients

Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value
Constant	7.18	3.37	2.13	0.035
laglnsale	0.3442	0.0542	6.35	0.000
laglnpur	0.0226	0.0142	1.59	0.114
lnm2	-1.791	0.588	-3.04	0.003
laglnm2	2.298	0.578	3.98	0.000
TMonth	-0.001678	0.000830	-2.02	0.045
lnmaer	-1.543	0.362	-4.27	0.000

Regression Equation

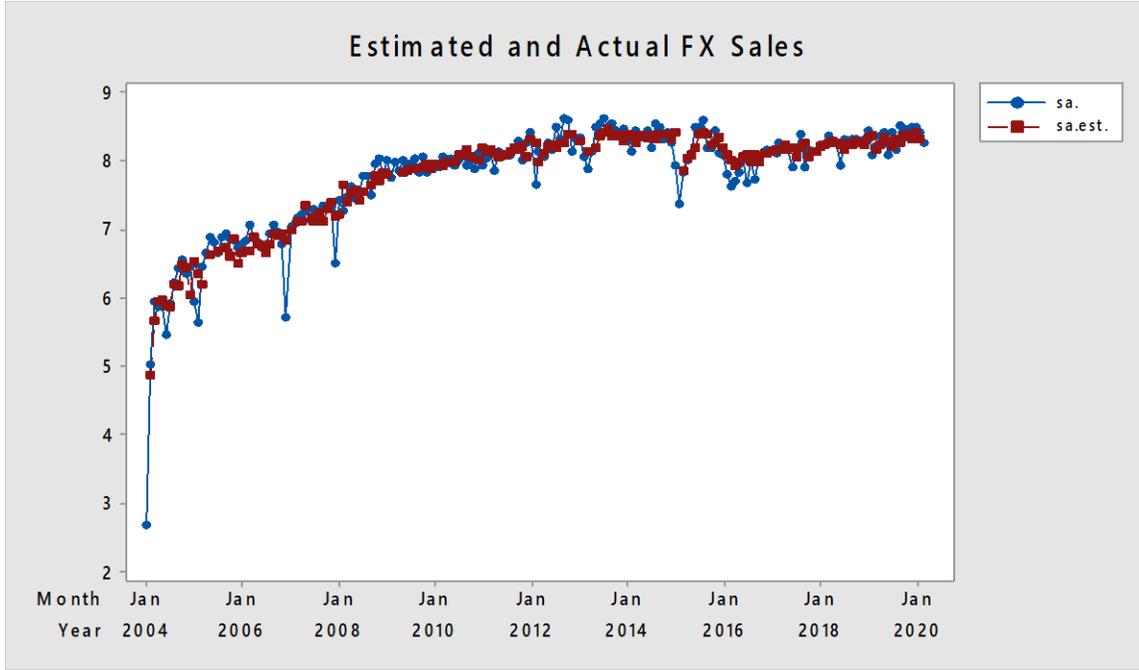
$$\lnfxsale = 7.18 + 0.3442 \text{ laglnsale} + 0.0226 \text{ laglnmof} - 1.791 \text{ lnm2} + 2.298 \text{ laglnm2} - 0.001678 \text{ TMonth} - 1.543 \text{ lnmaer}$$

R-sq 92.23% R-sq(adj) 91.94% NO. of Observations 166

Durbin-Watson Statistic = 1.99457

### الشكل رقم (3)

مبيعات النقد الأجنبي الفعلية والمقدرة من معادلة الانحدار



المصدر: إعداد الباحث.

### البنك المركزي بين وظيفة السياسة النقدية والدور الرقابي

عندما توكل السلطات الرقابية على المصارف إلى البنك المركزي إضافة على مهامه النقدية ينشأ تعارض بين الوظيفتين تناوله للاقتصاد النقدي من قبل وعاد إليه بعد الأزمة المالية الدولية الأخيرة. ولم يكثر النقاش حول عمل البنك المركزي العراقي لهذا التعارض في حين حظي بالناية في دول أخرى. فالوظائف الرقابية والمهام النقدية للبنك المركزي تختلف أهدافها وأدواتها. ضوابط عمل المصارف والأشرف عليها جزئية في منهجها تهتم بسلامة أداء المصرف ورسانة مركزه المالي والسيولة والمخاطر بأنواعها، وخاصة مخاطر الائتمان وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، ومخاطر التشغيل وما يتصل منها بالحوكمة، وكفاية رأسماله، والودائع ومصادر التمويل الأخرى لأنشطته، ومدى التزامه بالضوابط التفصيلية في المحاسبة وأنظمة البيانات المالية والمصرفية والإفصاح، والرقابة الداخلية ووظيفة الامتثال، والتحوط لعمليات غسل الأموال، وأنظمة المدفوعات، وعلاقته بالسوق المالية وغيرها كثير. بينما المهام النقدية كلية لا تعبأ بالتفاصيل وكذلك أهداف وأدوات السياسة النقدية التي كانت تركز على التضخم وتعتمد سعر الفائدة الأساسي في المقام الأول، وتتخذ دليلاً لتنظيم عمليات السوق المفتوحة للتأثير في مستوى السيولة (عرض النقد) بانسجام مع سعر الفائدة. أو تركز على التعقيم أي الاحتفاظ بجزء من السيولة في البنك المركزي، كما في تجربة البنك المركزي العراقي وبنوك مركزية أخرى، في البلدان حيث تكون السيولة الفائضة من خواص عمل نظامها المالي- النقدي. ولا شك أن للرقابة بعداً آخر في عملها يتجاوز المستوى الجزئي إلى

القطاع المصرفي أو حتى المالي بأكمله لكن أهدافها الحفاظ على الاستقرار المالي Financial Stability والذي ينصرف عمليا إلى العناية بالتدابير التي تحول دون حدوث خسائر وانهيارات في مؤسسات كبيرة تنتشر وتتفاعل لتنتهي إلى أزمة مصرفية أو مالية. لكن هذا الدور للوظيفة الرقابية نشأ متأخرا وبقي ضعيفا. ومنذ تفاقم الأزمة المالية الدولية الأخيرة اهتم الاقتصاد النقدي بأطروحات كانت الأوساط المعنية لا ترغب في الترويج لها وهي لماذا لا تتصدى السياسة النقدية مباشرة للأزمة في القطاع المالي ومنذ البدء في تكوين الفقاعات. ويكتسب هذا التوجه تأييدا في المدة الأخيرة لكنه لم يصل إلى النفوذ الكافي لتغيير تقاليد العمل في السياسة النقدية، التي كان مبدؤها عدم التدخل في مجرى الفقاعة تفاديا لأضرار أكبر، وشعارها ننتظرها تنفجر ثم ننظف المكان.

يعني هناك نطاق مشترك بين السياسة النقدية والرقابة على المصارف والقطاع المالي، خاصة وأن البنك المركزي هو الملجأ الأخير لتوفير سيولة الإنقاذ. وله دور رئيسي في سوق ما بين المصارف لتداول السيولة الفائضة ما بينها. وكان للبنوك المركزية إسهام خطير في سياسات الإنقاذ خلال الأزمة الأخيرة وفي إعيابها، على رغم الانتقادات من أن تلك البنوك المركزية تجاوزت وظائفها التقليدية في الاستقرار السعري و النقدي، وانخرطت في مجارة للحكومات تنتقص من استقلالها، بل وتراكت سيولة عبر إجراءات الإنقاذ قد تظهر لها آثار ضارة فيما بعد. ومع ذلك لا تنفي تلك الانتقادات ثمة ميدان مشترك بين السياسة النقدية والرقابة على المصارف. وتبقى مشاكل التعارض بين الرقابة والسياسة النقدية تنطوي على احتمالات أن تكون أحدهما على حساب الأخرى وينشأ تناقض مصالح بينهما عندما تجتمعان في مؤسسة واحدة. ويلاحظ تغير اهتمام دول العالم بوظيفتي الرقابة على المصارف والسياسة النقدية، إذ كان الميل لفصل الرقابة عن البنك المركزي قويا حتى اندلاع الأزمة الأخيرة ثم انعكس الاتجاه في السنوات القليلة الماضية.

في العراق يتحمل البنك المركزي مسئولية تنفيذ قانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الأجرام إلى جانب إصدار الضوابط لتنظيم عمل المصارف والأشرف عليها. وتصادف تغيير النظام السياسي في العراق و إصدار القانون الجديد للبنك المركزي مع تراجع الاهتمام بالرقابة على المصارف ودور البنك المركزي فيها. وأيضا انخراط البنك المركزي في برنامج إعادة هيكلة المديونية الخارجية للعراق وما ترتب على هذه المهمة من التزامه السياسات النقدية المتعارف عليها في وصفات الصندوق، والمدعومة من الولايات المتحدة الأمريكية و نادي باريس للدول الدائنة، والتي لا تكثرث بالخصوصية النفطية وخصائص اقتصاد العراق بطبيعة الامر. وفي أعقاب الأزمة المالية الدولية الأخيرة اختلف الموقف بشأن الضوابط التنظيمية والرقابة في الدول المتقدمة. وجاء التغيير نتيجة لما بينته الكثير من الدراسات التي ربطت بين الوصول للأزمة وعدم كفاية التعليمات التفصيلية ونقص الشمول، إذ بقيت مؤسسات مالية تقاوم الأشرف الحكومي ونجحت مستفيدة من نفوذها في النخب الجديدة. كما تسبب ضعف الالتزام بالقواعد التنظيمية تلك، على نقص حاكميتها، وفتور الأجهزة الرقابية عن تجاوز المصارف لشروط الأداء السليم وركوب المخاطر نحو الانهيار. ومن نتائج تلك المراجعة أعادت بعض الدول ربط الرقابة بالبنوك المركزية، بعد فصلها، وتحركت منظومة اليورو باتجاه تشديد الرقابة على المصارف وتحميل البنك المركزي الأوروبي مسئوليات رقابية و منحه صلاحيات لم تكن له من قبل. وطالما تعد الممارسة الدولية معينا تستمد منه قواعد عمل

البنوك المركزية فلا بد من الانتباه إلى التحولات المؤسسية التي نتجت عن الأزمة الأخيرة، أو ساعدت أجواءها على التعامل مع مناهج في التفكير والتنظيم لم تجد فرصا سانحة في الماضي.

إن عدم الانسجام بين مسؤوليات البنك المركزي في إدارة العمليات، والسياسات، النقدية ودوره الرقابي محتمل في مناسبات متكررة. فقد يتطلب التوسع النقدي لتقليص البطالة في أوضاع التضخم المنخفض غض النظر عن كثير من الاعتبارات التي تهتم بها قواعد العمل في الإشراف على المصارف. وأحيانا قد تقتضي السيطرة على التضخم المبالغة في التشدد النقدي وتضييق فرص الحصول على السيولة الإضافية بتكاليف معقولة في وقت تعاني فيه المصارف من نقص التمويل لإدامة نشاطها ويعرضها التعثر لخطر الانهيار. وعندما يشرف البنك المركزي على المصارف قد يتسامح معها على حساب مقتضيات الأداء القويم لأنه راعي القطاع المصرفي. وقد يقال أحيانا أن البنك المركزي توسع في التعقيم ليس خدمة لأهداف السياسة النقدية بل لدعم المصارف التي تعاني فائض السيولة. وقد لا يكون هذا الحكم صحيحا ولكنه مع ذلك يثير الشكوك حول مصداقية البنك المركزي. هذا المنحى من الاهتمام يلقي الضوء على مسائل كانت مهمة ومنها اتهام البنوك المركزية بالتحيز لأصحاب المصالح في القطاع المالي على حساب مصالح الاقتصاد الكلي، وقد اتهم الاحتياطي الفدرالي بمثل هذا من لدن اليسار الكينزي وآخرين. ومع ربط الرقابة على المصارف بالبنك المركزي تتزايد هذه الشكوك والاتهامات وتضعف المصداقية بأداء الوظيفتين.

إن التناحر بين السياسة النقدية والوظائف الأخرى للبنوك المركزية في الأدوات والأهداف وما يكتنفها من تناقض المصالح شهد العراق طرفا منه وبما يتناسب مع الحجم الصغير للقطاع المالي. خاصة والبنك المركزي تحمل مسؤولية مكافحة غسل الأموال وما إليها. وحتى أواخر عام 2011 رجح البنك المركزي استقرار سعر الصرف ومتابعة إجراءات التعقيم واستخدام سعر الفائدة حسب القواعد المتعارف عليها للسيطرة على التضخم. وكان اهتمامه بضبط أداء المصارف وتطويرها وما يتعلق بمكافحة غسل الأموال أقل من السياسة النقدية. ولم يواجه البنك المركزي موقفا نقديا من داخل الدولة أو مجلس النواب أو صندوق النقد الدولي على منهجه. لكن الأجواء تغيرت وأخذت جهات حكومية و غيرها تركيزا على نافذة بيع العملة الأجنبية من زوايا لم تكن موضع عناية مثل: أين تذهب هذه العملة الأجنبية التي باعها البنك المركزي للقطاع الخاص، وفيما إذا كانت تمول مستوردات فعلا أو تستثمر في الخارج وماهي مصادر تلك الأموال التي اشترت العملة الأجنبية ... وهذا يعني بالعرف المهني التحول من الاهتمام بالسياسة النقدية إلى الضوابط التنظيمية والرقابية. ولم يفسح المجالون الفرصة لتناول هذه المسائل بمنطقها الفني وفي سياقها لبيان أبعاد التخصص وتقسيم العمل داخل البنك المركزي وبينه والمصارف والجهات الأخرى، في مهمات فرض الضوابط والرقابة. وما تتطلب تلك المهام من قدرات إدارية وتنظيمية، وتوثيق وأنظمة معلومات، وقيود وقواعد محاسبية وتقارير، في المصارف والبنك المركزي و جهات أخرى خاصة ما يتعلق بمكافحة غسل الأموال.

إن الحفاظ على سعر الصرف مستقرا هو الهدف الرئيسي في السياسة النقدية، وهو مطلوب من كافة الجهات الرسمية في العراق، ويتطلب احترام هذا الهدف إشباع كافة الطلب على العملة الأجنبية بالسعر الرسمي كي يبقى مستقرا وسائدا في السوق. فكيف يمكن تحقيق هذا الهدف وفي ذات الوقت ضمان الالتزام بضوابط تطل العملية بجميع مراحلها من فتح حساب للزبون في المصرف لحين وصول العملة الأجنبية إلى المكان

المقصود في الخارج والتصرف بها هناك حسب القواعد المفروضة، وما هي الأساليب الفعالة للتحقق وكل ذلك مع بقاء سعر الصرف مستقرا. أي لا تؤدي إجراءات التحقق إلى تقليل غير مقصود للمبيعات ينعكس في اختلاف سعر السوق عن السعر الرسمي بسبب فجوة الطلب التي تسببت بها الإجراءات.

للبنك المركزي صلاحيات واسعة على المصارف إضافة على إصدار الضوابط التنظيمية تشمل إجازة المصارف وأنشطتها و تحديد رؤوس أموالها وتعيين أعضاء مجالس إدارتها ومدرائها. وهي خاضعة للتفتيش من جهاز الرقابة للبنك المركزي إضافة على الإجراءات المكتبية. ولازالت المصارف ضعيفة وبعيدة عن الكفاءة بالمقاييس المتعارف عليها وتحتاج جهودا كبيرة ومستمرة لتأهيلها. وكثرة النواقص في البناء الإداري و التنظيمي للمصارف وإدارتها لعملياتها جعل إسهامها في سوق الصرف سلبيا على الأغلب. إن التنظيم الأفضل لسوق الصرف ينتظر تنظيما وتقسима للعمل بين البنك المركزي

والمصارف غير الذي كان قائما عام 2011. وبذلك صار التعارض بين الدور الرقابي للبنك المركزي ووظيفته في السياسة النقدية مفهوما. وسوف يتطلب تحسين الأداء الاعتراف بهذا التعارض أولا والعمل على اكتشاف أو ابتكار الوسائل التي يمكن معها مزاولة فرض الضوابط التنظيمية و الرقابة على تنفيذها دون التفريط بأهداف السياسة النقدية. وهي مهمة غاية في الصعوبة ولكن من الضروري العمل على إنجازها، وإلى أن يتحقق ذلك يتعذر ردم الفجوة بين سعر السوق والسعر الرسمي دون إطلاق المبيعات. لقد استطاع البنك المركزي الحفاظ على سعر الصرف منسجما مع سياسته بإطلاق مبيعات العملة الأجنبية للقطاع الخاص عبر المصارف التي تأتي بطلبات زبائنها إلى نافذة بيع العملة الأجنبية من البنك المركزي، وتحصل على الهامش وهو من مصادر إيراداتها الرئيسية. ورغم اعتماد العراق لنظام الاقتصاد الحر والانفتاح المالي لكن الكثير من الجهات في الوسط الرسمي ليست مؤمنة تماما بحرية التدفقات المالية عبر الحدود، وبقيت هذه المسألة محاطة بالغموض. وكانت التصريحات ملتبسة منها على سبيل المثال القول أن صندوق النقد الدولي فرض على البنك المركزي ضمان حرية حركة رأس المال وحسب مواد الاتفاقية التي تنظم العلاقة بين الصندوق والدول الأعضاء. بينما لا يوجد أساس لهذا الكلام لأن اتفاقية الصندوق لا تلزم البلدان بتحرير شامل لميزان المدفوعات. بل إن محور مواد الاتفاقية، قدر تعلق الأمر بالعلاقات المالية الدولية، صفقات الحساب الجاري وما يرتبط بها. وحتى في العمليات الجارية يمكن للبلدان، وبموجب مواد الاتفاقية ذاتها، فرض قيود لمعالجة عجز الحساب الجاري عندما يتعذر تحقيق التوازن بالوسائل الأخرى. أساس الانفتاح المالي في العراق بعد عام 2003 إلغاء قانون البنك المركزي السابق، وعدم وجود قانون، أو نصوص في قانون نافذ، تلزم أو تخول جهة ما، أو جهات، بفرض قيود على حركة رأس المال. وعلى هذا الأساس ألغيت المديرية العامة لمراقبة التحويلات الخارجية في البنك المركزي. ومن زاوية أخرى، وعلى فرض إن الإباحة هي المبدأ، لا بد من سند قانوني لتقييد حركة رأس المال وليس كما يتداول من الحاجة إلى تشريع يجيز حركة رأس المال عبر الحدود. إن تقييد أو إطلاق التدفقات المالية من وإلى الخارج يعتمد على السياسة الاقتصادية للدولة، وليس الانفتاح المالي التام من المكونات الثابتة لنظام اقتصاد السوق. وفي نفس الوقت لا بد من الاقرار بان منع تمويل الصفقات الرأسمالية من نافذة البنك المركزي لا يعني منع حركة رأس المال ذاتها. بل يلجأ المستثمر إلى شراء العملة الأجنبية من السوق. ويحافظ سعر الصرف السوقي على انسجامه مع السعر الرسمي طالما بقي حجم رأس المال المنتقل إلى الخارج، غير الممول من نافذة البنك المركزي، في نطاق لا يتعدى مجموع التدفقات الداخلة للعراق، من غير المورد النفطية والتي يستطيع

القطاع الخاص الوصول إليها. وعندما يتعدى الاستثمار في الخارج هذا النطاق تظهر فجوة الطلب على العملة الأجنبية وبيتعد سعر السوق عن السعر الرسمي تبعا لنسبة حجم الفجوة إلى مجموع الطلب الخاص على العملة الأجنبية.

إن تقييد حركة رأس المال تقتضي إصدار قانون جديد ، أو رأي راجح يجيز تقييد رأس المال استنادا إلى قانون نافذ. علما إن تقييد حركة رأس المال لا تعني حصرا بالوسائل الإدارية فقد تكون عن طريق الضريبة وهذه لا تحتاج إلى تشريع جديد. ولقد قيدت دول تعتمد نظام الاقتصاد الحر حركة رأس المال عبر الحدود عندما تطلب الأمر. ومن الطريف إن أغلب مبادرات التقييد التي اطلعت عليها في السنوات القليلة الماضية كانت للتدفقات الداخلة وليست الخارجة. لأن التدفقات الداخلة عندما تكون كبيرة تخشى الدولة انعكاسها المفاجئ عندما تتغير التوقعات في وقت يكون الاقتصاد قد اعتاد عليها وتكيف معها. وهذا الانعكاس المفاجئ كان من أقوى أسباب الأزمة الآسيوية الشهيرة في النصف الثاني من تسعينات القرن الماضي. وأيضا قد تلجأ الدول لتقييد التدفقات الداخلة لأنها ترفع سعر صرف عملتها الوطنية وهي لا ترغب بذلك حفاظا على قدراتها التنافسية الدولية. هذا من أجل الانفتاح على تجارب الدول وفهمها للمصالح العليا لاقتصادها الوطني في الزمن الحاضر.

نتيجة الالتزام الضعيف بقواعد التعامل المثلى في سوق الصرف ومع البنك المركزي، وهو شائع، مع الأسف، في قطاع الأعمال، أدلى التجار وطالبو العملة الآخرون بمعلومات مزورة حول أسباب طلبهم للعملة الأجنبية ظهرت عند التدقيق اللاحق. وربما لم تدقق المصارف بما يكفي في أوراق زبائنها أو تغاضت مأخوذة بالالتباس الشائع في فهم الحرية الاقتصادية والانفتاح المالي، في حين لا تعني تلك المفاهيم غياب التنظيم وعدم تقدير الحاجة للمعلومات الدقيقة من أجل السياسات المالية والنقدية والتي لا بد أن تستند إلى بيانات يقدمها المزاوون للنشاط أنفسهم في كل العالم وبغض النظر عن طبيعة النظام الاقتصادي.

وإزاء هذا الوضع جاء رد فعل البنك المركزي شديدا قياسا على ما اعتادت عليه المصارف في مجارة زبائنها. وكان التركيز على نافذة بيع البنك المركزي للعملة الأجنبية حتى كأن النافذة هي الميدان الحصري للرقابة على المصارف وتطبيق قانون مكافحة غسل الأموال.

تعرض العملة الأجنبية في سوق العراق من نافذة البنك المركزي وهي المصدر الرئيس؛ ومن صادرات القطاع الخاص وهي محدودة ولا تتوفر تقديرات دقيقة عنها؛ ومن المستثمرين الأجانب، اشخاص وشركات، وهو مصدر قد تتزايد تدفقاته في المستقبل القريب ولا تتوفر تقديرات منهجية ومنظمة عنه، ولا نعلم حجم العملة الأجنبية التي تصل القطاع الخاص من مجموع أنشطة الاستثمار الأجنبي وتحويلات العراقيين في الخارج إلى ذويهم في الداخل، أو لشراء عقارات وما إلى ذلك.

أما الطلب على العملة الأجنبية، فيمكن تصنيفه إلى: استيرادات القطاع الخاص للسلع بمختلف أنواعها؛ واستيرادات القطاع الخاص للخدمات، والتي يدخل ضمنها النقل و التأمين، في نطاق ضيق، وخدمات السفر والسياحة والعلاج والتعليم؛ تحويلات الدخل، أي دخل عمل الأجانب وارباح استثماراتهم؛ تحويلات العراقيين دون مقابل إلى ذويهم في الخارج وما في حكمه؛ استثمارات القطاع الخاص العراقي في الخارج: المباشرة FDI، استثمارات الحافظة في الأسهم و السندات، الودائع في المصارف الأجنبية، و العملة

الأجنبية المحتفظ بها والتي تعد بموجب النظام المحاسبي لميزان المدفوعات بمثابة استثمارات خارج العراق.

الافتقار الى البيانات الشاملة وذات الاعتمادية لتغطية تجارة السلع و الخدمات وبقية العمليات الجارية لا شك فيه، وعلى نحو اشد التدفقات الرأسمالية عبر الحدود. ولا تتوفر لدى الجهات المعنية، لحد الان، امكانية التغطية المعلوماتية لتدفقات العملة الأجنبية الداخلة للعراق، او الخارجة منه سوى ايرادات النفط ومبيعات النافذة يضاف على ما تقدم إن البيانات الإحصائية عن التجارة الخارجية والتدفقات الأخرى في جانبي ميزان المدفوعات تفتقر إلى الدقة ومن بين أسباب ذلك ما تبين من الإدلاء بمعلومات ليست واقعية. وحتما تفسر بعض تغيرات الطلب على العملة الأجنبية من نافذة البنك المركزي بمدى وصول عملة أجنبية من غير المصدر النفطي إلى السوق. أي أن المعلومات الموثوقة لا تتجاوز التقديرات الاجمالية للميزان الخارجي أما مكوناته فهي ضنية بمدى واسع، وأيضا المركز الاستثماري الدولي للعراق، لنفس الأسباب وأهمها الضعف الشديد في توثيق العمليات. وعليه تبقى علاقة سعر الصرف بتلك التدفقات ومدى استجابة كل منها لأدوات السياسة المالية والنقدية يشوبها الغموض.

### **التدفقات عبر الحدود وتنظيم سوق الصرف**

يتصف سوق الصرف في البلدان النامية والانتقالية بخضوعه إلى قواعد تفصيلية تبين الشروط المطلوب توفرها بالمتعاملين ومصادر العملة الأجنبية و استخداماتها . وتحاول البنوك المركزية من جانبها تقليل دور تجار العملة الأجنبية في تغيير اسعار الصرف. ويذكر أن العديد من البلدان النامية لديها أسواق صرف آجلة والعراق يفتقر إلى هذه الترتيبات رسميا، و كذلك الأسواق المستقبلية والخيارات. إلا أن تعاقدات غير رسمية تنشأ لمبادلة الدينار العراقي بالدولار آجلا، لكن مضمونها ائتماني، وعلى الأغلب للتخلص من القيد الشرعي على الاقراض بفائدة.

ومع ذلك يعد السوق الفوري للعملة الأجنبية هو السائد في البلدان النامية وهو الوحيد في العراق. ويمكن للأسواق الآجلة دعم استقرار سعر الصرف عبر عقلنة التوقعات. ويوجد عدد قليل من البلدان الناهضة تسمح لعملاتها بالمبادلة خارج الحدود وليس منها العراق. ومن تلك البلدان البرازيل و المكسيك وروسيا وجنوب أفريقيا. لكن يمكن للأجنبي إيداع دنانير عراقية في المصارف المقيمة في العراق، ومن الناحية المبدئية يسمح له إعادة مبادلتها بالعملة الأجنبية و تحويلها.

ومتلما يستخدم الدولار عملة وسيطة في البلدان الأخرى كذلك الحال في العراق، إذ يبادل المستوردون والمستثمرون الدينار العراقي بالدولار ثم يستخدم الأخير للحصول على عملات أخرى. والدولار هو العملة الوحيدة التي تتعامل بها نافذة البنك المركزي. ولا مانع من فتح حسابات بعملة أخرى في المصارف على أن تكون من العملات المسموح بتبادلها دوليا حسب قوانين الدولة، أو المنظومة، التي أصدرتها.

تبادل العملة الأجنبية ما بين المصارف محدود في العراق مقارنة مع بلدان نامية أخرى. أما في البلدان المتقدمة فالتبادل ما بين المصارف هو الغالب.

وربما يعود عدم التعامل بالعملة الأجنبية ما بين المصارف لأن المصدر الرئيس للعملة الأجنبية هو الحكومة. ولذلك كأنها تتحرك بخط واحد من البنك المركزي إلى المستخدم الأخير. وبينت الدراسات المسحية تنوع أشكال تنظيم أسواق الصرف في البلدان النامية والناهضة (Canales-Kriljenk). بل حتى يصعب تصنيفها في مجموعات متماثلة. وعموما تلعب البنوك المركزية دورا رئيسيا في التنظيم، وفي أغلب

الحالات يوجد نظام موحد يدار الكترونياً لمقابلة العروض بالطلبات والخروج بسعر موحد عند اعتماد نظام السعر المرن. وربما يقوم البنك المركزي بدور البائع للعملة الأجنبية الحكومية نيابة عنها، وهو المعتمد في العراق أيضاً. ويمكن أن يتولى البنك المركزي دور البائع (المشتري) الأخير في نظام سعر الصرف الثابت أو المدار، وبذلك تقوم جهة أخرى بمهمة بيع العملة الأجنبية الحكومية بانتظام للقطاع الخاص. ومن بين التجارب المعروفة إدارة التدخل في سوق الصرف باحتياطات الحكومة والبنك المركزي مجتمعة عبر تنسيق تتولاه لجنة مشتركة. ومع أن المصارف هي المؤسسات الرئيسية في سوق الصرف إلا أن البنك المركزي قد يتعامل مع مؤسسات أخرى مجازة منه.

المصارف، عادة، تقوم بدور مزدوج فهي تشتري وتبيع لصالحها ولزبائنها في نفس الوقت. لكن المصارف العراقية تقتصر على شراء العملة الأجنبية من البنك المركزي لزبائنها على الأغلب لأن مصدر العملة الأجنبية حكومي. في العراق يبقى سوق الصرف بسيطاً، أي القطاع الخاص يشتري من الحكومة عن طريق المصارف. ومن المستبعد حيازة العملة الأجنبية في العراق بقصد المضاربة، أي تحسباً لتغيرات السعر، بل قد يوجد من يشتري العملة الأجنبية بقصد إعادة البيع بسعر أعلى لأن المستفيد النهائي قد لا يستطيع الحصول على العملة الأجنبية من مصدرها.

صدر قانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الأجرام من سلطة الائتلاف المؤقتة وعين البنك المركزي مسؤولاً لتنفيذه. ولا زالت الإمكانيات الإدارية وشبكات الاتصال والاستعلام المالي دون المطلوب للممارسة الفعلية. وإذا حصلت الفئاعة بأهمية ردع السلوك الذي استهدفه القانون لا بد من العمل كثيراً وعلى جبهة واسعة لتأسيس، أو إعادة تأسيس، الدوائر والأقسام المطلوبة، في البنك المركزي والمصارف وجهات أخرى ذات علاقة، وتوفير أدلة عمل تفصيلية وتوزيع الأدوار بين تنفيذ القانون والأشراف على التنفيذ والرقابة على كليهما. ومن الضروري البحث عن تدابير تضمن تطبيق القانون بأساليب لا تعيق عمليات التمويل والعلاقات المالية الدولية للعراق. وهذا يقتضي العناية الفائقة في اختيار الأشخاص وتصميم أنظمة العمل بحيث لا تسمح بالممانعة السلبية والابتزاز. ولهذه الغاية يستحسن استشارة المشاركين في سوق الصرف وأصحاب الأعمال، والنظر في التجارب الفعلية للدول الأخرى، أيضاً، وملاحظة كيفية التنسيق بين سلطة الأشراف للبنك المركزي على المصارف وبقية المؤسسات المالية ووظيفته في تنفيذ قانون غسل الأموال وكيفية التنسيق مع وزارة التجارة والسلطات الجمركية ودوائر الأمن ذات الاختصاص المناسب.

ويفتقر العراق الى وضوح قانوني وقواعد لتنظيم الصفقات الخارجية دخولا وخروجا. كما لا يوجد فهم مشترك لدى الأوساط الرسمية حول المباح والممنوع في المبادلات العابرة للحدود سوى تجارة السلع، والتي أيضاً عليها تحفظات بشأن المواصفات والنوعية والصلاحية الصحية وغيرها.

وأصبح من المفيد المباشرة بتشريع قانون شامل لتداول العملة الأجنبية و العمليات الخارجية الجارية والرأسمالية، ولا بأس من الاسترشاد بالتجارب المناسبة لدول أخرى. إن مثل هذا التشريع يقدم الأساس للوثائق والتقارير المطلوبة وتعريف المخالفات ويدعم أجهزة الرقابة بالصلاحيات.

عندما استحدثت نافذة بيع العملة الأجنبية في البنك المركزي أواخر عام 2003 كانت على هيئة مزاد Auction للعملة الأجنبية. وكانت الإجراءات تقتضي تقديم عروض شراء ازاء أسعار صرف. وعادة يتقدم المصرف بثلاثة عروض يكون الأخير بأكبر مبلغ وأوطأ سعر. ويعتمد السعر الأوطأ، على الأغلب، لكل الصفقات، فهو مزاد بسعر واحد. وفيما بعد، وعندما اتضح ان العملة الأجنبية أوفر من طلب القطاع الخاص عليها، لم تعد حاجة للمزاد، ودرج البنك المركزي على تلبية الطلبات بسعر يعلن مسبقاً. وقد لوحظ منذ

البداية، والى الان، عدم رغبة المصارف في تحمل اعباء الشراكة لأداره المبيعات. فهي لا تشتري لحسابها، فعلا، الا القليل. بل تستخدم حساباتها لدى البنك المركزي لتلبية طلبات زبائنها وزبائن شركات التحويل المرتبطة بها ومكاتب الصرافة. وتطلب المصارف الشراء للزبون والتحويل، له، أو سحب العملة الورقية نيابة عنه في معاملة واحدة. وهذه الممارسة أعاقت تطور سوق الصرف وتدرجه المنطقي من المتعاملين الكبار على مستوى الجملة مرورا بالخطوط التالية والى الحائز الأخير. واختزلت العملية الى جلب الأوراق مباشرة الى المصدر الأول المتمثل بنافذة البنك المركزي.

الطريقة المتبعة في ايصال العملة الأجنبية من مصدرها الحكومي النفطي الى القطاع الخاص عبر نافذة البنك المركزي ليست ملائمة لمتطلبات الأداء الأفضل وفرض القانون، وكانت العملية تفتقر إلى دور أكبر للمصارف والمؤسسات المماثلة. فهي التي تتعامل مع زبائنها وتتحمل مسؤولية الامتثال للقوانين ومنها قانون مكافحة غسل الأموال، لأن المبدأ الأساس في هذا القانون " اعرف زبونك ". والمصارف أعرف بزبائنهم التجار والمستثمرين، وطالبي العملة الأجنبية الاخرين، من البنك المركزي.

المسألة في ادارة هذه العملية والوضع التنظيمي لسوق الصرف ودور المصارف التي نقلت عبء الادارة على البنك المركزي، وتكتفي بإيصال الزبائن واوراقهم اليه. هذا مع تعطيل دور مصرفي الرافدين والرشيد في المدفوعات الدولية والذي يعني أن العراق يدير علاقاته المالية الدولية ومدفوعاته الخارجية بأقل من مجموع إمكاناته المصرفية التي يشكل مصرفا الرافدين والرشيد الجزء الاكبر منها علما إن مجموع هذه الامكانيات أصبحت لا تكفي لمتطلبات اقتصاد العراق في وضعه الحالي خاصة مع الانفتاح ودور أوسع للقطاع الخاص. زبائن البنك المركزي هي المصارف المجازة منه والحكومة، وليس التجار والمستثمرين، وهو جهة اصدار اللوائح التنظيمية للمصارف والمؤسسات التي على شاكلتها . يشرف ويدقق ويوجه وينذر ويعاقب بصلاحياته وصلاحيات القضاء لتنفيذ قانونه وقانون المصارف وقانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الأجرام. ولا زال اداء هذه المهمات الحيوية، بذاتها، متدنيا. وكان ضروريا طرح هذه المشكلات على بساط البحث الموضوعي ولقد أكدت التجربة الحاجة الملحة الى اعادة النظر بعموم النظام المتبع لإيصال العملة الأجنبية للقطاع الخاص. ومن بين المقترحات قيام المصارف بشراء العملة الأجنبية من البنك المركزي على مسؤوليتها، وتتولى بيعها الى الخط الثاني في السوق مع تنشيط عمليات ما بين المصارف وبينها والزبائن . ومع هذا التوجه تقتصر عملية البيع على تحريك حسابات المصارف، بخفض الجاري الديناري بقيمة الشراء وتعزيز جاري الدولار بالمبلغ المشتري. وبهذا تنفصل عمليتا التحويل وسحب العملة الورقية الأجنبية عن عملية الشراء. وعلى اساس ان كلا منها تستند الى مقومات ومتطلبات قائمة بذاتها. وتدار العمليات ببسر ومن خلال الأقسام المختصة في البنك المركزي دون الحاجة الى لجنة للبيع. وتؤسس في المصارف بأشراف البنك المركزي، وبمعرفة الخبراء، أقسام رصينة متكاملة فنيا لعمليات العملة الأجنبية، مع تطوير أقسام الامتثال للأشراف والتحقق، ودعم الرقابة الداخلية في المصارف المعنية. ويجري الشيء نفسه في الخط الثاني للسوق وهكذا.

ولهذا الغرض تهيأ أدلة عمل تفصيلية لتسهيل الأشراف والتحقق و التدقيق. ويساعد اصدار التشريع الجديد لصفقات العملة الأجنبية والعمليات الجارية والرأسمالية الدولية، واكتمال البنية الإدارية والتنظيمية لتطبيق قانون مكافحة غسل الأموال و تمويل الأجرام على تحسين أداء المصارف وسوق الصرف. ويفضل

استحداث حساب، أو حسابات، لنافذة بيع العملة الأجنبية من البنك المركزي باستقلال عن ادارة الاحتياطات الدولية. وبهذا تستلم العملة الأجنبية المباعه من وزارة المالية للبنك المركزي في النافذة، وتجري تحويلات القطاع الخاص كليا منها، ويحول ما يزيد عن الرصيد المطلوب الى حسابات الاحتياطات. هذا لتسهيل متابعة الصفقات الخاصة عند الحاجة، ويساعد لخدمة أهداف أخرى.

## تغيرات سعر الصرف والتضخم: وقائع وتحليل

ينصرف هذا المبحث إلى التحليل الإحصائي لسلوك سعر الصرف والمستوى العام للأسعار بالعلاقة مع إيرادات النفط وخلق النقود ويحاول الإجابة عن تساؤلات حول أسباب التضخم زمن الحصار . ويركز على الارتباط والانفصام بين حركتي المستوى العام للأسعار وسعر الصرف . وأيضا يحاول عرض الوقائع ومعالجتها للكشف عن آلية عمل سوق الصرف في العراق، وظهور الفرق بين سعر الصرف الرسمي و السوقي منذ أواخر عام 2011، وعلاقته بالتراحم بين الدور الرقابي للبنك المركزي ووظيفته الأساسية في إدارة العمليات النقدية والسياسات التي تقوم عليها.

تلقي تجربة الحصار أضواء كاشفة على أهمية العملة الاجنبية في الحياة الاقتصادية للعراق وينصرف التحليل أدناه إلى معدل سعر الصرف في تلك السنوات والمنشور في الوثائق الرسمية وهو أدنى من سعر الصرف في السوق الموازية، آنذاك. ولصعوبة توفر بيانات دقيقة عن تجارة العراق الخارجية موزعة حسب البلدان يعتمد هذا التحليل سعر الصرف الحقيقي الثنائي بين العراق والولايات المتحدة الأمريكية. وطالما يعرف سعر الصرف بوحدات من العملة العراقية مقابل الدولار الامريكي كذلك يدخل الرقم القياسي العام للأسعار في العراق ومثيله في الولايات المتحدة الأمريكية لحساب هذا المؤشر. ويستخدم سعر الصرف الحقيقي الثنائي، هنا، لقياس مدى الابتعاد عن تعادل القوة الشرائية والذي لو تحقق يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتا. وهذا المؤشر هو سعر صرف الدينار تجاه الدولار اي معكوس القراءة المتعارف عليها لسعر الصرف وبوحدات ثابتة القوة الشرائية ويحسب بالمعادلة التالية:

$$Re = (1/E) (CPI_{Iraq} / CPI_{USA})$$

حيث Re سعر الصرف الحقيقي للدينار تجاه الدولار، E سعر الصرف الاسمي للدولار بالدينار العراقي ، CPI Iraq الرقم القياسي للأسعار في العراق ، CPI USA الرقم القياسي للأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية. و ذلك بعد توحيد سنة الأساس للأرقام القياسية للأسعار في الدولتين، ويكون سعر الصرف الحقيقي بأسعار سنة الأساس. وجرت العادة على عرض سعر الصرف الحقيقي برقم قياسي أي مستوى سعر الصرف الحقيقي نسبة إلى سنة الأساس :  $(Re_t / Re_0) \times 100\%$  حيث ترمز الهوامش t و 0 لسنتي المقارنة و الأساس على التوالي. ويقدم الجدول أدناه سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي بسنوات أساس ثلاث: 1988، 1991، 2007 . ومادام سعر الصرف الحقيقي يعبر عن القدرة التنافسية الدولية للعراق فإن زيادته تفيد تدهور القدرة التنافسي، أي كلما تجاوز سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي مستوى تعادل القوة الشرائية أصبح الانتاج الوطني من السلع والخدمات القابلة للتجارة الدولية يعجز عن منافسة السلع والخدمات الأجنبية في الداخل ويواجه صعوبات متزايدة في اقتحام الأسواق الخارجية. وفي

نفس الوقت كلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي صارت المستوردات من السلع والخدمات أرخص نسبياً. أي أن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يضعف النشاط الاستثماري الانتاجي في الداخل وبالتالي قدرة الاقتصاد على خلق فرص عمل جديدة وهذه من عوارض المرض الهولندي. ولكن ، أيضاً، ينتفع المستهلك من أسعار منخفضة للسلع والخدمات المستوردة وهذا الانتفاع ملموس فوراً وبصورة مباشرة وشامل لجميع الأفراد، بينما ثمار النشاط الاستثماري تصيب الاقتصاد الوطني ومجموع المجتمع وبصفتها الكلية وأغلب تلك الثمار مؤجلة. ولذلك يتواطأ الأفراد بصفتهم الفردية ومنتخذاً القرارات الذين يسعون إلى إرضائهم على تكريس المرض الهولندي على حساب مستقبل العراق وأجياله القادمة.

في زمن الحصار ارتفع سعر الدولار بالدينار على نحو سريع ومعجل، لكن من جهة أخرى كان التضخم يقلل القوة الشرائية لسعر صرف الدولار بالدينار، والمحصلة يعبر عنها سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي. وتبين الحسابات التي أجريتها أنه تراجع عند اعتماد سنة 1988 أساساً للأرقام القياسية. وأوطأ ما وصل إليه سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي عام 1994 الذي بلغ 39.7 بالمائة من مستوى عام 1988 و62.18 بالمائة من مستوى عام 1991 و8.92 بالمائة من مستوى عام 2007. أي ان التبادل بين العراق والعالم في تلك السنوات كان يخس العراق كثيراً، وفي نفس الوقت ارتفعت قدرة العراق التنافسية السعرية الدولية. ولم ينتفع العراق من هذه الفرصة لإرساء مقومات قدرة وطنية مستقلة في التكنولوجيا والتصنيع. إنما ظهرت دلالات على مراكمة مهارات في إدارة وتنظيم عمليات بناء وتشيد كبيرة وعالية المتطلبات وفي مجالات أخرى على نطاق محدود. وبحساب سعر الصرف في السوق الموازية، كما هو، سيظهر سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي أكثر انخفاضاً، وما يقال أو يستنتج عن تأثير سعر الصرف في بقية المتغيرات يكون أشد مع سعر الصرف الموازي.

كان انخفاض سعر الصرف الحقيقي أيام الحصار يمثل فرصة مناسبة لتعويض المستوردات والانفتاح نحو التصدير ربما ضيعتها أجواء الحصار ذاتها والشحة المتطرفة في العملة الاجنبية. لأن الندرة الشديدة في العملة الاجنبية لها سلبياتها على التنمية مثل الوفرة الزائدة. ورغم أن المباشرة الفعلية بتنفيذ برنامج النفط مقابل الغذاء بدأت عام 1997، فإن التوقعات المتفائلة على أثر الاتفاق، بين العراق والأمم المتحدة، عام 1996 أدت إلى خفض سعر الصرف الاسمي للعملة الاجنبية في تلك السنة كثيراً. وقدم ذلك الانخفاض مثلاً صارخاً على دور التوقعات في تغيير اسعار الصرف من حوالي 3000 دينار للدولار إلى حوالي 400 دينار للدولار. وثمة مسألة أخرى لها مضامين عميقة في فهم تجربة الاقتصاد العراقي وإغنائها للمعرفة الاقتصادية الا وهي الحركة الفورية لأسعار السلع كافة خلف سعر الصرف. وبدأ العراق يستعيد تدريجياً خصائص الاقتصاد النفطي الاعتيادية. وحتى عام 2003 لم يسترجع العراق سعر الصرف الحقيقي لعام 1988 والمحسوب على أساس 2 دينار للدولار وهو أعلى من سعر الصرف الرسمي بكثير. والملاحظ أن التضخم خفض الكثير من القيمة الحقيقية لسعر الدولار بالدينار، فقد أصبح سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي عام 1994 حوالي 4.4 بالمائة مما كان عليه عام 1988 لكن سعر الصرف الحقيقي، كما تقدم ، 39.7 بالمائة من مستواه لعام 1988.

وفي تجربة ما بعد الحصار من الضروري الالتفات إلى أثر التضخم في رفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي، وبينما كان أثر التضخم، من هذه الزاوية، إيجابياً زمن الحصار فإن المبالغة في القيمة التبادلية

الدولية الحقيقية للدينار العراقي أصبحت سلبية في السنوات الاخيرة بسبب التضخم. لقد تحرك سعر الصرف الاسمي للدولار تجاه الدينار بأسرع من معدل التضخم بين عام 1988 وحتى عام 1995، ومنذ عام 1996 تسارع معدل التضخم ولم يتجاوز سعر الصرف حتى عام 1998 ما وصل اليه عام 1995 بسبب الصدمة الايجابية لاتفاقية النفط مقابل الغذاء، و بقي بين عامي 1999 و2003 متقاربا بين 1930 و1963 دينار للدولار وانخفض فيما بعد، كما سيأتي. لقد بينت تجربة الحصار مقارنة بما بعدها ترابط التضخم وسعر الصرف عندما يعمل الاقتصاد تحت قيد ميزان المدفوعات وما أن يتحرر الاقتصاد من هذا القيد ينفك الارتباط بينهما. ولذا يبدو أن سعر الصرف هو الذي قاد التضخم على الأرجح، بداية الحصار، كما تفيد المعادلة أدناه والتي ربطت التغير السنوي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك  $delcp$  مع التغير السنوي في سعر الصرف ( دنائير للدولار)  $delex$  والمتغير المتخلف لسعر الصرف  $delex_{-1}$  و الزمن  $t$ . ولو يتعذر إثبات التكامل المشترك لصغر العينة، أي يبقى هناك شك إذ قد يكون الانحدار غير حقيقي. ولكن الاختبارات تؤيد سلامته خاصة وأنه بالفروقات لتحاشي مشكلة الجذر الأحادي والارتباط الذاتي:

$$delcp_t = - 0.345 + 0.929 delex_t + 0.209 delex_{-1} + 0.0435 t$$

$$R-Sq = 98.8\% ; R-Sq(adj) = 98.3\% ; Durbin-Watson statistic = 2.03764$$

وندرج اختبارات  $t$  للثابت ومعاملات الانحدار على التوالي من اليسار إلى اليمين -2.56 ، 16.53 ، 3.83 ، 3.27 والتي تدل على أن التقديرات معنوية وبمستويات دلالة: 0.04، 0.00، 0.01، 0.01 على التوالي ما يؤكد سلامتها.

لقد تداول المهتمون بالاقتصاد النقدي زمن الحصار أن الإفراط في التوسع النقدي كان علة التضخم وتدهور سعر صرف الدينار العراقي، لكن المؤشرات في أدناه تفيد انخفاض الارصدة النقدية الحقيقية في تلك الفترة. فقد أصبحت عام 2002 أقل مما كانت عليه عام 1991، دون النصف، وفي عام 1995 حوالي الخمس بمعنى أن الزيادة في عرض النقد كانت أقل من معدل التضخم بفارق كبير. وليس من المألوف انخفاض الأرصدة النقدية الحقيقية مع ثبات حجم الدخل الحقيقي أو زيادته و" غير المألوف هذا" والذي وجدته في بيانات دول أخرى، من الحجج التي ساقها رومر لبيان أن النقود علة التضخم في الأمد البعيد (Romer ,p 515). ولو فرضنا أن التقديرات حول الناتج الاجمالي الحقيقي مدققة ونهائية فهذا يعني زيادة كبيرة في سرعة دوران النقود كما يبين الجدول أدناه. إلا أن القفزة في سرعة دوران النقود التي ظهرت في السنة 2000 تتصل، ربما، بالظهور المجدد لصادرات النفط الخام والتي رفعت الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية. والتفسير المرجح لحركة المتغيرات النقدية في زمن الحصار التي تستحق المزيد من الدرس : أن سعر الصرف قاد التضخم ، وكانت استجابة الموازنة العامة متثاقلة وجزئية، ولهذا لم يكن عرض النقد مجاريا للتضخم بل متخلفا عنه، لأن الأنفاق الحكومي الذي كان يمول بقروض من البنك المركزي هو المحدد لعرض النقد. والطريف أن الأنفاق الحكومي بقي محدد لعرض النقد : في زمن الحصار عبر فقرة صافي الائتمان المحلي في الأساس النقدي ، وما بعد الحصار صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي والتي بنا كيف تتراكم بفعل الانفاق الحكومي الممول من المورد النفطي.

الجدول رقم (1)

تطور سعر صرف الدينار العراقي بين عام 1988 ونهاية الحصار

المتغيرات	سعر صرف الدولار بالدينار	الرقم القياسي لأسعار المستهلك في العراق	الرقم القياسي لأسعار المستهلك في الولايات المتحدة الأمريكية	الأسعار النسبية نسبة 2 إلى 3 بالمائة	سعر الصرف الحقيقي للدينار	الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي للدينار سنة الأساس 1988	الرقم القياسي لسعر الصرف الحقيقي للدينار سنة الأساس 2007
السنة	1	2	3	4	5	6	7
1988	2	21.6	68.9	31.35	156.8	100.0	22.5
1991	10	100.0	100.0	1.00	100.0	63.8	14.4
1992	21	183.3	103.0	1.78	84.7	54.1	12.2
1993	74	555.6	106.1	5.24	70.8	45.1	10.2
1994	458	3100.0	108.9	28.48	62.2	39.7	8.9
1995	1674	14594.4	111.9	130.41	77.9	49.7	11.2
1996	1170	12455.6	115.2	108.13	92.4	59.0	13.3
1997	1471	15327.8	117.9	130.02	88.4	56.4	12.7
1998	1620	17594.4	119.7	146.97	90.7	57.9	13.0
1999	1972	19805.6	122.3	161.89	82.1	52.4	11.8
2000	1930	20794.4	126.5	164.44	85.2	54.4	12.2
2001	1929	24194.4	130.0	186.09	96.5	61.5	13.8
2002	1957	28872.2	132.1	218.58	111.7	71.3	16.0
2003	1963	38577.8	135.1	285.49	145.4	92.8	20.9

المصدر: أعداد الباحث، البيانات من الجهاز المركزي للإحصاء وتقنيات المعلومات، والاحتياطي الفدرالي الأمريكي، والبنك المركزي العراقي.

ولكون المورد النفطي والانتفاع منه بقي خارج الموازنة بسبب نظام التمويل من برنامج النفط مقابل الغذاء وظروف الحصار فيما عدا ذلك، فقد أثرت تلك الاوضاع الاستثنائية على البيانات ذاتها فيما يبدو.

## الجدول رقم (2)

### الناتج والنقود زمن الحصار

السنة	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية مليار دينار	النقود بالمعنى الضيق M1 مليار دينار	سرعة النقود	دوران	الرقم القياسي للناتج المحلي الحقيقي	الرقم القياسي للأرصدة النقدية الحقيقية
1991	21.31	24.67	0.86		100.000	100.000
1992	56.81	43.91	1.29		97.085	125.666
1993	140.52	86.43	1.63		63.062	186.816
1994	703.82	238.90	2.96		31.238	178.121
1995	2252.26	705.06	3.19		19.583	145.582
1996	2556.31	960.50	2.66		31.258	217.812
1997	3286.93	1038.10	3.17		27.453	265.498
1998	4653.52	1351.88	3.44		31.145	261.431
1999	6607.66	1483.84	4.45		30.369	302.384
2000	50213.7	1728.01	29.06		33.684	594.109
2001	41314.57	2159.09	19.14		36.173	607.854
2002	41022.93	3013.60	13.61		42.309	565.778

المصدر: الموقع الإلكتروني للجهاز المركزي للإحصاء و تقنيات المعلومات ، والموقع الإلكتروني للبنك المركزي العراقي.

يوضح الجدول (2) كيف أن الأرصدة النقدية الحقيقية بقيت دون زيادة بل وانخفضت عما كانت عليه عام 1991. وهذا دليل ، على أن الأنفاق الحكومي وعرض النقد تحركتا ببطيء خلف التدهور الحاد في سعر صرف الدينار العراقي والذي كان قائدا للأسعار حسب تحليل الانحدار والتجربة المعاش تلك السنوات، وحادثة انهيار الأسعار بالتوقعات عام 1996 والتي سميت بالمفردات الشعبية " الدوية" بفتح الدال وسكون الواو والتي تعني الانهيار الصاعق.

اتساع الفجوة بين الناتج الحقيقي والأرصدة النقدية الحقيقية، تزايد سرعة دوران النقود، كما يبين الجدول أنها ارتفعت من دون الواحد الصحيح إلى أكثر من 13. ما يفيد أن سرعة الدوران بالنتيجة تتكيف لتتنجز المعاملات بأسعار التوازن، وفي هذه الحالة لا ينفع التقييد النقدي.

وما بعد عام 2003 واصل التضخم مستوياته العالية ، اما سعر الصرف الاسمي للدولار تجاه الدينار فقد انخفض من حوالي 2000 نهاية عام 2002 الى حوالي 1500 دينار عام 2003 ثم وصوله الى أقل من 1200 دينار للدولار. لقد شهد الأنفاق الحكومي قفزة مقارنة بأعلى مستويات زمن الحصار ثم تسارع الى جانب تعديل جذري في اسعار المنتجات النفطية والأجور فتضافرت عوامل من جانبي العرض والطلب لتضخم جامح بين بداية عام 2004 ونهاية عام 2008 نتيجتها ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار

العراقي . أي إفتراق متسع عن مستوى تعادل القوة الشرائية لا تبقى معه فرصة لأحتفاظ بقدرات للتنافس الدولي الكلفوي – السعري للعراق. هذه الظاهرة المعقدة وصفها الجدول (3) والشكل البياني (6) عبر حساب أسعار الصرف الحقيقية الثنائية للدينار العراقي تجاه الدولار الامريكي ، واليورو ، والباوند الأسترليني. إن سعر الصرف الحقيقي الفعال لا يختلف بفارق مهم عن المتوسط البسيط لأسعار الصرف الحقيقية الثنائية المعروضة في الجدول (3).

### الجدول رقم (3)

المستويات العامة للأسعار وسعر الصرف الحقيقي الثنائي للدينار العراقي

في كانون الثاني من السنوات 2004-2020

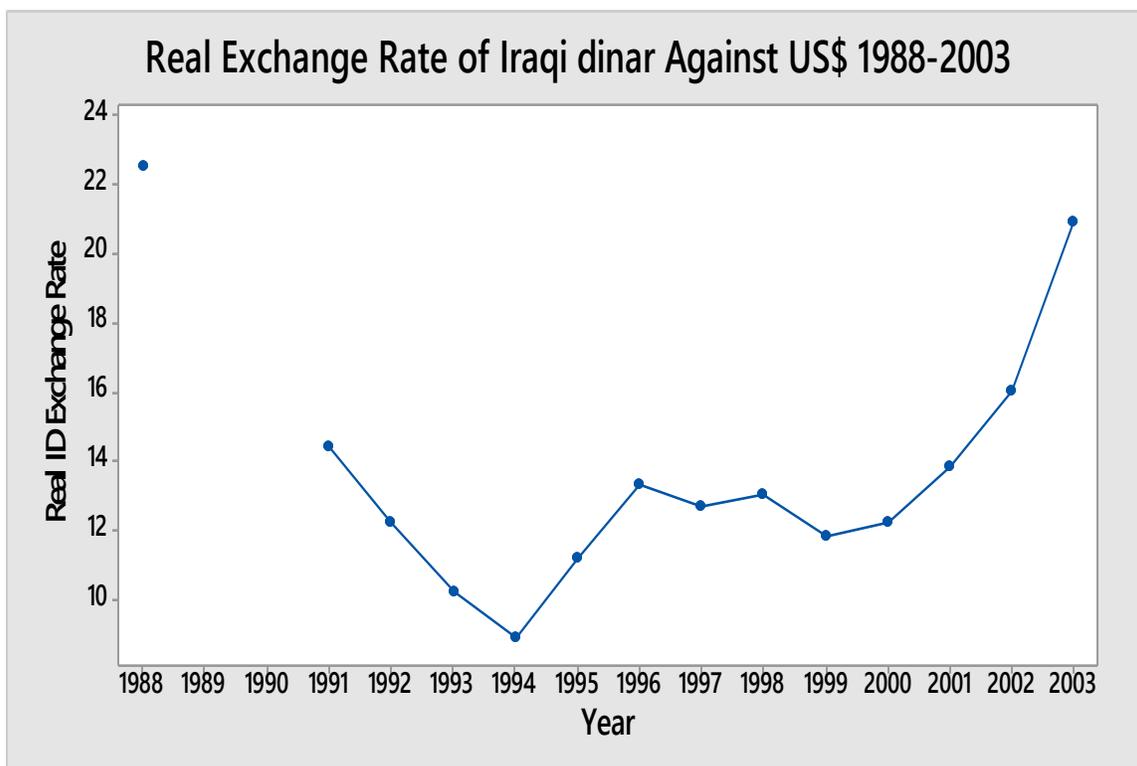
السنة	في العراق	منطقة اليورو	المملكة المتحدة	الولايات المتحدة	العراق الى	العراق الى	سعر الصرف الحقيقي	سعر الصرف الحقيقي	سعر الصرف الحقيقي
2004	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
2005	140.9	138.2	138.5	137.0	134.8	136.3	138.8	136.3	138.8
2006	172.3	164.9	165.8	161.0	171.2	170.5	160.4	170.5	160.4
2007	286.7	269.5	268.9	262.6	293.5	280.7	294.1	280.7	294.1
2008	290.5	264.4	265.9	255.0	273.3	296.9	307.3	296.9	307.3
2009	292.1	262.8	259.7	256.8	314.2	410.8	321.8	410.8	321.8
2010	298.7	266.2	259.0	255.8	293.7	364.4	318.7	364.4	318.7
2011	316.1	275.3	265.1	266.2	324.2	382.0	331.6	382.0	331.6
2012	333.1	282.6	270.8	272.3	338.9	390.1	333.6	390.1	333.6
2013	342.3	284.8	271.7	275.2	325.7	374.0	331.3	374.0	331.3
2014	356.1	294.0	277.8	281.9	329.6	371.9	340.5	371.9	340.5
2015	354.6	294.6	275.3	281.4	387.5	401.2	340.2	401.2	340.2
2016	355.7	294.5	274.1	278.6	409.8	415.6	333.0	415.6	333.0
2017	352.6	287.0	266.7	269.5	389.7	449.8	307.9	449.8	307.9
2018	354.0	284.4	260.8	265.0	349.1	408.0	314.0	408.0	314.0
2019	356.0	282.2	257.6	262.6	385.8	450.4	324.4	450.4	324.4
2020	357.7	279.7	254.3	257.5	391.0	435.9	316.1	435.9	316.1

المصدر: إعداد الباحث.

يستنتج من دراسة الأشكال البيانية (5)، (6)، و (7) ان التضخم هو الأكثر أهمية في تحديد سعر الصرف الحقيقي أما تغيرات سعر الصرف الاسمي فهي ثانوية تماما. وقد أهملت هذه الحقيقية في النقاشات التي دارت ولم تنزل حول سعر الصرف حتى أواخر عام 2020. وهو نمط في التفكير الاقتصادي، للمجموعة المؤثرة في الرأي العام والقرار، مدعاة للقلق حول المستقبل. ومن المعلوم ان العامل الحاسم في تغير القدرة التنافسية الدولية هو تغير سعر الصرف الحقيقي. النظر الى الشكل (5) يفيد ان التزايد المتسارع والمنتظم في سعر صرف العملة الأجنبية في السوق من حوالي 2 دينار للدولار الى أكثر من 3000 دينار للدولار بين عامي 1988 و 1996 ثم الانخفاض وعودة الارتفاع الى 2000 دينار للدولار عام 2002 لا يتناسب مع التغيرات في سعر الصرف الحقيقي لأن الدور الأكبر كان للتضخم

الشكل رقم (4)

سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه دولار الولايات المتحدة الأمريكية زمن الحصار



المصدر: إعداد الباحث.

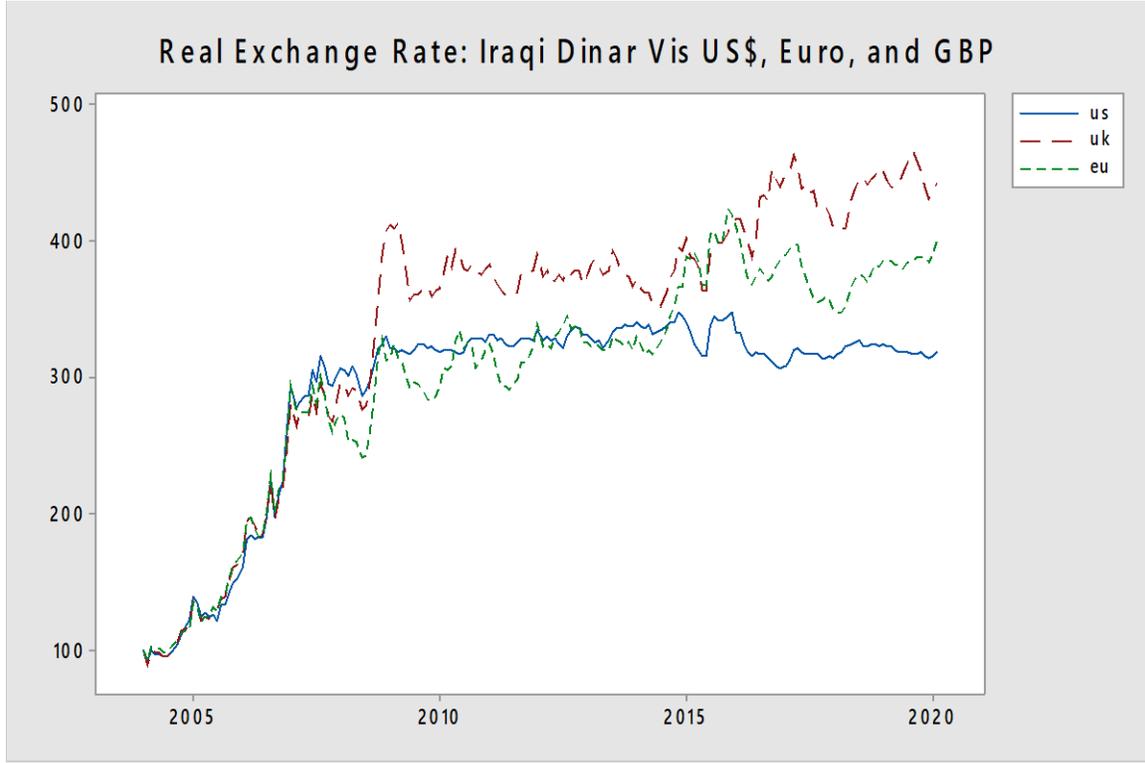
ويتأكد هذا النمط في الشكل (6) إذ لم يرتفع سعر صرف الدينار تجاه الدولار بأكثر من 20% بين عامي 2004 و 2009 لكن سعر الصرف الحقيقي إزداد الى ثلاثة أمثال ما كان عليه عام 2004.

ومن هذه التجربة نستدل على ان مستقبل القدرة التنافسية الدولية في العراق رهن بمدى إمكانية التحكم بحركة التكاليف والأسعار. ثم ان حضور الأخيرة في دائرة القرار هو ضمان الارتباط الوثيق بين سياسة سعر الصرف والتنمية الاقتصادية.

## الشكل رقم (5)

سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه الدولار واليورو والأسترليني

بين كانون الثاني 2004 الى شباط 2020



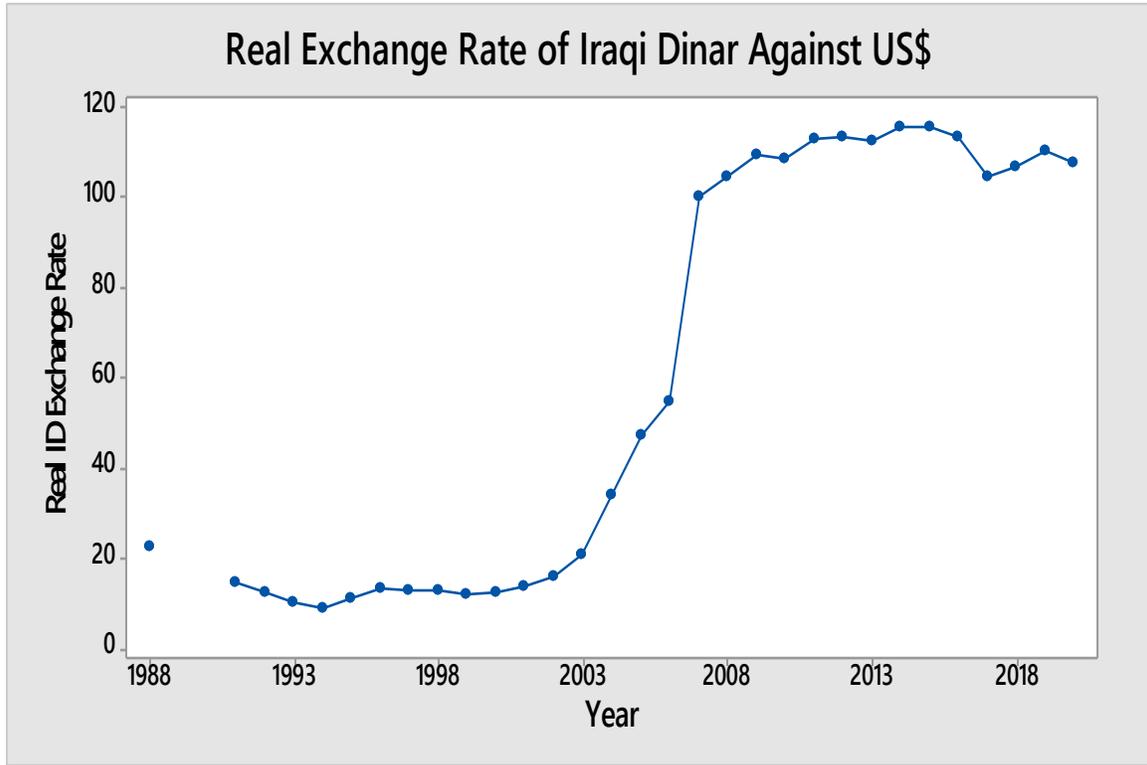
المصدر: إعداد الباحث.

يجمع الشكل (7) تغيرات سعر الصرف الحقيقي منذ نهاية حرب الثمانينات وحتى عام 2020. ومن الجلي رغم تزايد سعر الدولار زمن الحصار بين 1000 الى 1500 ضعف ما كان عليه نقطة البدء بيد ان تغيرات سعر الصرف الحقيقي لم تكن أعنف مما آلت إليه بعد عام 2003 عندما بقي سعر الصرف الاسمي يتحرك ضمن حدود ضيقة. بل كاد سعر الصرف الحقيقي يعود عام 2003 تقريبا الى ما كان عليه عام 1988 بينما تجاوز ثلاثة أمثاله حتى عام 2009 خلال مدة زمنية لا تعدو نصف عقد من السنين. ويثار التساؤل المشروع هل من الممكن تصحيح إنحراف سعر الصرف الحقيقي عن المستويات المناسبة للنهوض بالقطاع السلعي بتغيير سعر الصرف الاسمي والجواب قطعا لا يمكن تصور مثل هذا الأجراء سياسيا أو إجتماعيا. ان التغيرات المحتملة في سعر الصرف الاسمي محدودة مقارنة بحجم الانحراف. ولا بد من التفكير بمجموعة متكاملة من السياسات التعويضية تفضي في النتيجة الى تكاليف وأسعار نسبية ملائمة. إن تلك السياسات التعويضية، إلى الآن، بعيدة المنال. ولاشك ان الاخذ بها من عدمه ذو علاقة وثيقة بقوة التوجه التنموي في السياسة والدولة التنموية في الادارة.

## الشكل رقم (6)

سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه دولار الولايات المتحدة الأمريكية

2020 -1988



المصدر: إعداد الباحث.

### مكونات محفظة الاحتياطيات الدولية

ان تنوع العملات الأجنبية من مبادئ درء المخاطر في ادارة الاحتياطيات الدولية. وفي الفصل الثاني من عام 2017 واستنادا الى بيانات صندوق النقد الدولي كانت الاحتياطيات الدولية 11120.94 مليار دولار منها 9263.81 مليار دولار تسمى مخصصة اي تتوفر بيانات عن العملات التي اختارتها السلطات المعنية لتلك الاحتياطيات. وكانت حصة الدولار الأمريكي 64 بالمائة تقريبا من تلك الاحتياطيات بين بداية عام 2015 والفصل الثاني من عام 2017. وبلغت حصة اليورو حوالي 20 بالمائة منها. والباقي 16 بالمائة توزعت بين عملات اخرى، منها الين بنسبة 4.6 بالمائة والباوند الأسترليني بنسبة 4.4 بالمائة. ومن الملاحظ ان مركب العملات للأحتياطيات الدولية اكثر ميلا للدولار لغلبة التعامل به في التدخل بأسواق الصرف ومزايا اخرى، سيأتي الحديث عنها.

اما ثقل الدولار، والعملات الرئيسية الأخرى، في مجموع العمليات المالية الدولية فقد تعبر عنه الأوزان التي اعتمدها الصندوق لوحدة حقوق السحب الخاصة SDR ، والتي تستند الى معايير اخرى الى جانب الاحتياطات الدولية منها : دور العملة في مجموع التداول عبر الحدود اي اجراء الصفقات التجارية والاستثمارية المالية بمختلف انواعها بتلك العملة ؛ ومجموع المطلوبات للمصارف الدولية بها ؛ وادوات الدين العالمي المصدرّ بالعملة المعنية. ولذا كانت اوزان العملات في وحدة حقوق السحب الخاصة في تشرين الأول ، اكتوبر، من عام 2016 بالمائة لكل منها : الدولار 41.73 ؛ واليورو 30.93 ؛ عملة الصين ( رنمينبي) 10.92 ؛ الين الياباني 8.33 ؛ الباوند الأسترليني ( البريطاني) 8.09 .

والدور الكبير للدولار امتداد لنظام بريتون وودز الذي كان قد ارتكز على قوة الاقتصاد الأمريكي الهائلة عند نهاية الحرب العالمية الثانية، ويقوم ذلك النظام على قاعدة تبادل الدولار بالذهب، 35 دولار لأونصة الذهب، و ترتبط عملات مختلف الدول بالدولار الذي تتعهد الولايات المتحدة بقابلية تحويله الى الذهب. واستمر ذلك النظام بالعمل بين نهاية الحرب العالمية الثانية ومطلع سبعينات القرن الماضي عندما تخلت الولايات المتحدة الامريكية عن التزامها بتحويل الدولارات الى ذهب واتجهت نحو تعويم الدولار، ومن نتيجته تعويم الذهب وباقي عملات الدول الكبرى. ونشأ فيما بعد تلازم بين عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات الأمريكي، والسيولة الدولارية في العالم، والطلب على الدولار لمراكمة الاحتياطات الدولية للبنوك المركزية، ونمو حجم قطاع المال الأمريكي وتنوع ادوات الاستثمار بالدولار.

ولقد اقترن النجاح الاقتصادي لدول شرق وجنوب شرق آسيا باعتماد استراتيجية النمو المقاد بالصادرات الصناعية ما جعل السوق الأمريكية هدفا لسياسة ترويح صادراتها، ولذلك تحرص على اسعار صرف مستقرة لعملاتها تجاه الدولار والاحتفاظ باحتياطات كبيرة ومتزايدة بادوات الاستثمار الدولارية وخاصة اوراق الدين الحكومي الأمريكي. وايضا ارتبطت استراتيجيات التصنيع والتنمية تلك بفائض ميزان العمليات الجارية يتجه الجزء الأكبر منه نحو السوق المالية للولايات المتحدة الأمريكية وهو عامل آخر لتعزيز الطلب على الدولار، يضاف الى ذلك تنامي موارد النفط وفوائض الدول النفطية منذ عام 1974 وهي بالدولار ايضا.

ورغم الأقرار بدور العوامل المفسرة لهيمنة الدولار في الاحتياطات، ومنها ما تقدم، لكن ثقله الكبير في محفظة الاحتياطات الدولية يتضمن تركيز المخاطر والتي من اسبابها ايضا زيادة اعتماد سعر صرف الدولار على الطلب عليه في احتياطات البنوك المركزية والمحافظ الاستثمارية المالية الدولية. ولذا لا

تستطيع البنوك المركزية اغفال الحاجة الى التنوع لخفض المخاطر، وكذلك لأن الديون الخارجية تتوزع على عملات الدول الكبرى اقتصاديا فضلا عن تنوع مناشئ الأستيرادات وهذه من الأسس الموضوعية للتنوع. وربما ثمة علاقة بين حجم الاحتياطيات والتنوع اذ عندما تتجاوز المستوى الأدنى الضروري تجد البنوك المركزية فسحة لتخصيصها بين العملات وادوات الاستثمار. ولا بد لأدارة الاحتياطيات من الأهتمام بالعائد والسيولة والمخاطر، وتولي البنوك المركزية اهمية اكبر لخفض المخاطر مقارنة مع بقية المستثمرين في السوق المالية الدولية.

وكلما انخفض حجم الاحتياطيات ارتفع الميل لتجنب المخاطر وتقصير امد الاستثمار وهذه الأعتبارات تؤثر في التنوع. وعموما هناك ميل قوي نحو المحافظة على التخصيص المعتاد للأحتياطيات بين العملات مع ان تعظيم العوائد يتطلب الأنخراط الفعال في السوق واعادة تشكيل المحفظة حسب مستويات اسعار الفائدة والتغير المتوقع في اسعار الصرف (papaioannou, opcit).

لا شك ان عملة التدخل في سوق الصرف، عملة النافذة في مثال العراق، مؤثرة في اختيار عملات الاحتياطيات، كما لا ينبغي اغفال مكونات الدين الخارجي وسلطة المستوردات

( McCauley، P 24 ). وطالما بقيت إيرادات صادرات العراق بالدولار تنشأ علاقة بين سعر صرف الدولار تجاه العملات الأجنبية الأخرى والقوة الشرائية الدولية لموارد الصادرات العراقية. ولذا يقترن ارتفاع سعر صرف الدولار بتحسن ميزان المدفوعات العراقي وبالتالي لا بد من الارتباط الموجب بين سعر صرف الدينار وسعر صرف الدولار تجاه العملات الأخرى. وهذه العلاقة تبرر الربط الثنائي للدينار بالدولار ، ولذا يصبح من المنطقي عدم مصادرة ضرورة التنوع لمبررات الربط الثنائي بين الدولار والدينار بل الجمع بينهما في سياسة سعر الصرف وادارة الاحتياطيات الدولية .

منطقة تأثير العملة احد العوامل المفسرة لخصتها في الاحتياطيات الدولية، وتعرف منطقة تأثير العملة ( الدولار مثلا) Dollar Zone بالثقل النسبي مقاسا بالنتاج المحلي الاجمالي لمجموع اقتصاد الدول، التي ترتبط حركة عملاتها الوطنية بالدولار، نسبة الى الناتج المحلي للعالم، سواء بالثبوت او الأنسجام في حالة التعويم، ويقال الشئ نفسه لليورو وسواه. وتبيّن ان منطقة تأثير العملة لها قوة تفسيرية بدلالة احصائية عالية الاعتمادية ليس للأحتياطيات الدولية وحسب بل والودائع الدولارية المصرفية واهمية الدولار في القروض الدولية والاستثمار المالي. اي ان منطقة عملة الدولار التي تتجاوز 50 بالمائة من اقتصاد العالم

اكثر دلالة على اهمية الدولار في الاحتياطيات الدولية من الحجم النسبي للاقتصاد الأمريكي وتجارته الخارجية في العالم وحتى حجمه المالي ( Mc Cauley, ibid ، PP 31-28).

تتشكل الاحتياطيات الدولية للبنوك المركزية من الذهب وادوات استثمار اجنبية بالعملات الرئيسية وذات المزايا العالية في السوق المالية الدولية والتجارة الخارجية. وتناولت الأدبيات الأكاديمية تنوع الاحتياطيات الدولية في ضوء نظرية المحفظة المثلى وهي لا تتعدى كثيرا تعظيم العائد مع مستوى من المخاطر وقيود المقادير الدنيا من الذهب او العملات ويمكن اضافة ضمان السيولة عند توزيع ادوات الاستثمار حسب الأمد. يجعل مقدار من الاحتياطيات تامة السيولة بالاستثمار الليلي والحوالات قصيرة الأجل القابلة للتسييل دائما. وعادة ما يقاس الخطر بتذبذب اسعار ادوات الاستثمار ومنها خاصة ادوات الدين تبعا لتغيرات اسعار الفائدة في السوق اضافة على تذبذب اسعار الصرف واسعار الذهب.

فيما عدا نظرية المحفظة المثلى تدرس مكونات الاحتياطيات الدولية بوسائل البحث التجريبي لاكتشاف العوامل المحددة للتنوع. هذا رغم محدودية البيانات بسبب تحفظ البنوك المركزية عن كشف عملات احتياطياتها. ولذلك تقتصر نشرات صندوق النقد الدولي على اجمالي الاحتياطيات و تنشر مؤشرات تجميعية عن مكونات الاحتياطيات في العالم حسب العملات .

ومع الأخذ بالأعتبار الملاحظة أنفا، يفيد التحليل الأحصائي من الدراسات المتاحة، ان من العوامل المؤثرة في تنوع الاحتياطيات : نظام سعر الصرف، ونمط التجارة الخارجية للدولة، والتدفقات المالية العابرة للحدود، والدين الأجنبي ( Beck, 2008 ، PP 10-9). وقد يشتد فعل تلك العوامل ، كما يلاحظ من المجريات الفعلية للعلاقات المالية الدولية، عندما تضع الحكومة ارصدها بالعملة الأجنبية على شكل ودائع في البنك المركزي لبلدها ،وتدير مدفوعاتها الخارجية بتحريك حسابات الودائع تلك، وايضا لأن التدفقات الاستثمارية الخارجية تكون عبر المصارف ومن ثم عبر حساباتها في البنك المركزي. وفي سياق هذا النمط من التحليل الكمي وجد ان الحجم الاقتصادي لدولة العملة الاحتياطية ( الولايات المتحدة ، منطقة اليورو ، ...) ولمعدل التضخم واتجاه سعر صرف العملة، ارتفاعا او انخفاضا في الماضي القريب ، لها دور في اختيار البنوك المركزية لعملات احتياطياتها الدولية.

وعند مقارنة المحفظة المثلى للاحتياطيات، على فرض انها تتألف فقط من الدولار واليورو، وجد ان حصة الدولار في واقع الاحتياطيات ليست بعيدة عن مستوياتها المثلى او دونها. ما يشير الى تقارب ادارة البنوك المركزية للاحتياطيات الدولية مع شروط المحفظة المثلى ، وان هيمنة الدولار لها مقومات في

المبادئ المتعارف عليها للاستثمار المالي. لكن تعريف المخاطر في المحفظة المثلى ، حسب طريقة ماركوف الشائعة في دراسات الاستثمار المالي، والتي تسمى استمثال الوسط - التباين Mean – Variance Optimization ، يقتصر على تذبذب العوائد الذي يقيسه التباين بينما يتسع مفهوم المخاطر لأعتبرات اخرى في ادارة الاحتياطات الدولية.

### تجربة محاكاة لسعر صرف الدينار المربوط بسلة عملات

من الضروري الاشارة الى التمييز بين مستوى سعر الصرف الاسمي ونظام سعر الصرف، وفي هذا المبحث نتناول تحديد سعر الصرف ضمن المدى الذي اختارته السياسة النقدية للمفاضلة بين التثبيت الثنائي الصارم ونظام بديل هو المتحرك حول مستواه الأفقي عند ربطه بسلة من العملات. ومن المعلوم ان تقييم مستوى سعر الصرف للدينار العراقي قد تناولته دراسات اخرى وبينت بوضوح مديات ابتعاده عن المستوى التوازني بدلالة تعادل القوة الشرائية بعد عام 2003 ، وهو ليس من موضوعات هذه المباحث. ان تثبيت العملة الوطنية بسلة عملات موزونة من بين الانظمة المعتمدة لسعر الصرف في العالم، الى جانب الربط الثنائي الصارم او المرن. ولذلك يتكرر اقتراح ربط سعر صرف الدينار بسلة من العملات الرئيسية، العملات الاحتياطية الدولية، والمهيمنة في التجارة الخارجية واسواق المال الى جانب الدولار الامريكي، لكن العراق اعتاد تفضيل الربط الثنائي في تاريخه النقدي والى يومنا هذا.

ولا تخفى على المتابعين حجة الربط الثنائي وبالدولار بالذات، والتي سبقت الاشارة اليها، ومفادها ان مورد العملة الأجنبية للعراق بالدولار اولا ، وثانيا لا زال الدولار غالبا في الاحتياطات الدولية الرسمية وبنسبة تتراوح حول 65 بالمائة في العالم، وثالثا اعتماد التجارة الخارجية للعراق على عملة الدولار حتى مع الدول المجاورة والآسيوية، ورابعا تعتمد اغلب دول العالم الدولار للتدخل في سوق الصرف وتسمى عملة التدخل، وفي العراق ايضا تشتغل نافذة البنك المركزي بالدولار ولذلك نسميه عملة النافذة.

ومع ذلك لا بد من التفاعل مع مقترح سلة العملات واكتشاف انماط حركة سعر الصرف في ظل هذا النظام، ولأجله اجرينا تجربة المحاكاة هذه لیتسنی للمهتمين واهل القرار النظر في اداء هذا النظام وكيف يختلف عن الربط الثنائي.

ومن الممكن اتخاذ سعر صرف للدينار العراقي على اساس سلة من العملات، باعتماد اوزان العملات الأجنبية في الاحتياطات الدولية للبنك المركزي او في التجارة الخارجية، مرشدا لتعديل سعر الصرف المثبت تجاه الدولار، ( Zhang, 2011, P 3 ). و ايضا، قد يضاف الفرق بين معدلي التضخم المحلي

والعالمي لمعرفة سعر الصرف الاسمي الذي يحافظ على ثبات سعر الصرف الحقيقي. اي ان حساب اسعار صرف تأشيرية للدينار العراقي يساعد على تقييم سعر الصرف الاسمي الصلب بين الدينار والدولار.

ان سعر الصرف الاسمي المحسوب على اساس السلة، بأوزان العملات الأجنبية في الاحتياطات الدولية، من شأنه ازالة اثر تغيرات اسعار صرف العملات الأجنبية تجاه الدولار عند تقييمها بالدينار بعد ترجمتها بسعر صرف السلة. وكان الأولى الأهتمام بمدى ملائمة سعر الصرف الاسمي من زاوية اخرى تتمثل في مدى انحراف سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي عن المستوى التوازني اقتصاديا، والذي يعبر عنه تعادل القوة الشرائية وهو محسوب فعلا.

ان الارباح والخسائر المالية للبنك المركزي، الفعلية او غير المتحققة، توجب الأهتمام وامعان النظر سواء كانت واقعية او نتيجة سياسات محاسبية. لكن الحساب الاقتصادي، الذي يعبر عنه سعر الصرف الحقيقي في هذا المجال والمرتبط بمفهوم القدرة التنافسية الدولية، قد يساعد السياسة النقدية على اداء دورها الاقتصادي بكفاءة.

ولقد رجحت بنوك مركزية اخرى سعر الصرف المرن ضمن مدى Band بين حدين حول سعر محوري ويسترشد بسعر الصرف الموزون بسلة العملات ومؤشرات اخرى لتعيين السعر المحوري ومدى الحركة اي ان سعر صرف السلة هو نقطة دالة benchmark او مثابة لمراقبة حركة سعر الصرف الاسمي (Zhang , opcit ، P 5).

وقد يفهم البعض ان تسعير العملة الوطنية بسلة عملات اجنبية من بينها الدولار يتضمن فك الارتباط بالأخير نحو تعددية العملات الأجنبية في سوق الصرف، ويستبعد هذا الطراز من التحول في العراق. اذ ان بيئة العمل المصرفي وتمويل التجارة الخارجية، والتدفقات الاستثمارية دخولا وخروجا، كلها منسجمة مع الدولار في التحويلات العابرة للحدود او عملة وسيطة في العلاقات التجارية والمالية الدولية للعراق.

في تجربة المحاكاة هذه افترضنا تكرار حركة اسعار صرف العملات الأجنبية تجاه الدولار بين الاول من كانون الثاني عام 1999، بداية اليورو، وحتى مطلع العاشر من عام 2017 ، لتستخدم اسعار الصرف تلك في التجربة. ونفترض ربط الدينار العراقي بسلة من العملات حسب ثلاثة بدائل للأوزان هي:

الأول: 65% للدولار ؛ 20% لليورو؛ و للأسترليني و السويسري والياباني 5% لكل منها.

الثاني: 60% للدولار ؛ 20% لليورو ؛ 10% للأسترليني؛ و 5% لكل من السويسري والياباني.

الثالث: 50% للدولار ؛ 25% لليورو ؛ 10% للأسترليني؛ 7.5% لكل من السويسري والياباني.

ان اقتراح الأوزان لا يتقيد بالضرورة بالمكونات الفعلية لتلك العملات في الاحتياطات الدولية للعراق، بل قد يؤخذ بالأعتبار مجموع العلاقات الاقتصادية الدولية في جانب المدفوعات للميزان الخارجي ومحفزات خلق موارد جديدة للعملة الأجنبية من غير الصادرات النفطية.

بتعبير آخر قد تكون سلة العملات لحساب سعر الصرف الأرشادي دليلا لتنويع الاحتياطات الدولية وليس العكس.

ثم جرى حساب ارقام قياسية لسعر صرف الدينار بموجب الربط بتلك السلال . ولأجراء المحاكاة افترضنا الأنطلاق من بداية عام 2012 ، ويمكن اختيار نقاط بدء اخرى واعادة الاحتساب لكن ذلك لا يؤثر في نمط الحركة صعودا ونزولا. المهم بيان نتائج الألتزام بسلة العملات واوزانها في حساب سعر الصرف، وخلال مدة زمنية تكفي لظهور التغيرات الدورية والتقلبات في العلاقة بين العملات الرئيسية في العالم. وعند نقطة الانطلاق اي اليوم الأول من الشهر الأول للسنة كان الدولار 1200 دينار، اي في لحظة التحول من النظام الثنائي الى السلة. وتتغير اسعار صرف العملات الأخرى بالدينار حسب معدلات تبادلها بالدولار. والنتيجة مبينة في الجدول رقم (4). وتبين تجربة المحاكاة كم سيكون سعر الصرف ( دنانير / دولار) بحسب سلة العملات واوزانها المبينة تلك.

ان مقترح اعتماد سلة عملات بدل الربط الثنائي يعني تغير سعر صرف الدولار بالدينار تبعا لتغير اسعار صرف عملات السلة تجاه الدولار. فكم ستكون مديات التغير، هذا ما يبينه الجدول رقم (6). ومن البديهي عند تسعير اليورو او الأسترليني بالدينار فذلك يعتمد على اسعار الصرف بين تلك العملات والدولار، مثلا: دولارات لليورو الواحد مضروبة بالدينانير للدولار الواحد وهكذا. بحيث ان المتعامل الذي حول الدينانير الى اليورو ثم الى الدولار يستعيد المبلغ الديناري الذي استخدمه لشراء اليورو عند تحويل الدولارات الى دنانير في نفس اللحظة السوقية.

ويلاحظ من البيانات التاريخية ان سعر صرف اليورو مع الدولار ذو طابع دوري، وعموما يستبعد الاتجاه المزمّن نزولا وصعودا لسعر صرف اي من العملات الرئيسية لأسباب تتعلق بالإنتاجية والتكاليف وبالتالي اسعار الصادرات وموازين المدفوعات تبعا لذلك. ولذا فإن اعتماد السلة لا يضمن اتجاها محدد لسعر صرف الدولار، او اية عملة أخرى، بالدينار.

وعند اعتماد السلة فهذا لا يتطلب تغيير سعر الصرف يوميا بل يكفي اسبوعيا او شهريا او حتى فصليا. وهذه الحسابات وعروض البيانات للإيضاح، ومعرفة النطاق الكمي للمسألة المطروحة للنقاش. وحين التحول للسلة يتطلب الأمر الاتفاق على العملات و اوزانها ولماذا.

والأوزان المفترضة في هذه المذكرة قريبة في البديل الأول من مكونات السلة الوسطية لاحتياطيات البنوك المركزية ، في العالم، من العملة الأجنبية. ويمكن النظر في المكونات النسبية للعملات في التجارة الخارجية او غيرها لأقتراح الأوزان. ومن التحليل آنف الذكر وما تبينه جداول الملحق واشكاله البيانية نبين الآتي:

- مع نظام سعر الصرف المثبت تجاه الدولار : عند ارتفاع سعر صرف الدولار ازاء العملات الأجنبية الأخرى تظهر خسائر اعادة تقييم للاحتياطيات الدولية ، وذلك لأن سعر الدولار ثابت بالدينار واسعار العملات الأخرى بالدينار متغيرة تبعا لتغيرها بالدولار. بينما عند انخفاض سعر صرف الدولار تجاه اليورو وبقية العملات الأجنبية تظهر ارباح اعادة تقييم في الاحتياطيات الدولية للسبب المبين آنفا. ولذا تبدو ارباح وخسائر تغيرات سعر الصرف وكأنها مغايرة للمألوف إذ طالما ان اكثر احتياطيات البنك المركزي بالدولار فعندما يرتفع في السوق الدولية ترتفع القوة الشرائية لاحتياطيات البنك المركزي.
- عند اعتماد نظام التثبيت بالسلة وبالأهميات النسبية للعملات الأجنبية في الاحتياطيات الدولية تختفي ارباح وخسائر اعادة تقييم، بل تبقى الوحدة الواحدة من مركب الاحتياطيات ثابتة القيمة لأن اسعار صرف العملات الأجنبية، ومنها الدولار، تجاه الدينار هي التي تتغير لضمان هذا الثبات ( جدول رقم 5 والشكل رقم 5 في الملحق ) .
- مع نظام التثبيت بالسلة يرتفع سعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار عند انخفاض الأخير تجاه العملات الأخرى والعكس صحيح ، بينما في الواقع يعني انخفاض الدولار في السوق الدولية تراجع القوة الشرائية الدولية لموارد الصادرات النفطية، وهي بالدولار، وهذا من اسباب اتجاه ميزان المدفوعات نحو العجز ما لا يناسب ارتفاع سعر صرف الدينار تجاه الدولار مبدئيا.

الجدول رقم (4)

المتوسطات السنوية لأسعار صرف الدولار بالدينار العراقي على اساس الربط بسلة عملات من تجربة المحاكاة

السنة	سعر الصرف الثابت دينار عراقي للدولار	سلة العملات الأولى	سلة العملات الثانية	سلة العملات الثالثة
0	1200	1200	1200	1200
1	1200	1274	1238	1263
2	1200	1247	1237	1264
3	1200	1216	1201	1220
4	1200	1188	1178	1186
5	1200	1206	1206	1214
6	1200	1212	1212	1219
7	1200	1177	1175	1170
8	1200	1203	1202	1203
9	1200	1209	1209	1214
10	1200	1210	1207	1215
11	1200	1272	1274	1299
12	1200	1275	1283	1307
13	1200	1277	1288	1312

المصدر: اعداد الباحث من تجربة المحاكاة بافتراض تكرار حركة اسعار الصرف بين بداية عام 2005

وتشرين الأول من عام 2017.

الجدول رقم (5)

قيمة الأصول الأجنبية بالعملة المحلية مقارنة بين التثبيت تجاه الدولار والربط بسلة العملات الاحتياطية

المعلومات والسنوات	سعر صرف الأجنبي الثاني بالدولار	سعر صرف الأجنبي الثاني بالعملة المحلية عند الربط الثنائي 2 عملة محلية للدولار	سلة 50% لكل من الأجنبي الثاني والدولار		قيمة الموجودات الأجنبية بالعملة المحلية عند الربط الثنائي	قيمة الموجودات بالعملة المحلية مع نظام السلة
			سعر صرف الدولار بالعملة المحلية	سعر صرف الأجنبي الثاني بالعملة المحلية		
0	1	2	2	2	4.0	4.0
1	1.2	2.4	1.82	2.18	4.4	4.0
2	1.3	2.6	1.74	2.26	4.6	4.0
3	2.0	4.0	1.33	2.67	6.0	4.0
4	0.8	1.6	2.22	1.78	3.6	4.0
5	0.7	1.4	2.35	1.65	3.4	4.0
6	0.6	1.2	2.5	1.5	3.2	4.0

المصدر: اعداد الباحث ، مثال فرضي للإيضاح؛ الأصول الأجنبية هي 1 دولار و 1 من العملة الأجنبية الثانية .

جدول رقم (6)

خلاصة نتائج المحاكاة لسعر الصرف الشهري ( دنانير للدولار ) عند الربط بسلة عملات

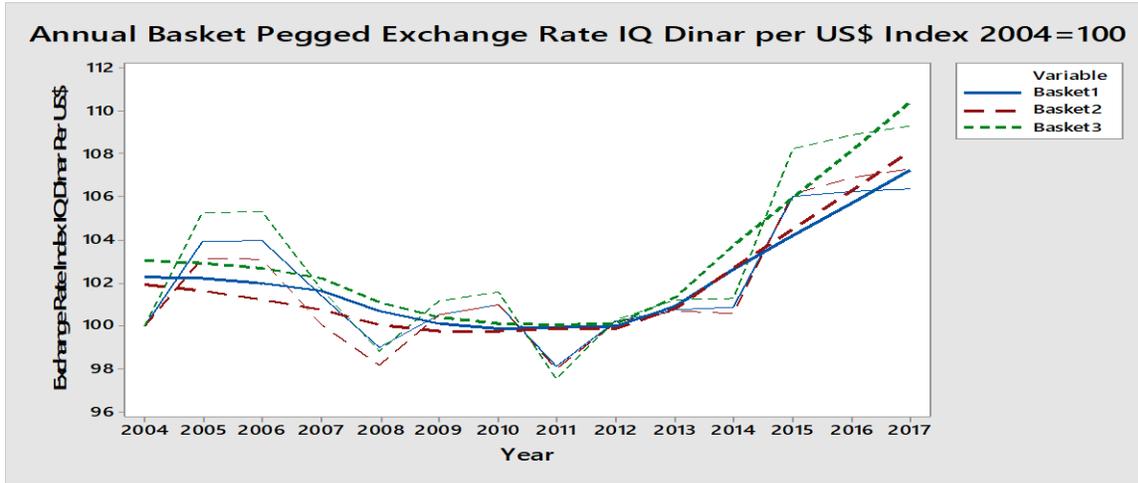
من البداية الزمنية المقترضة حتى تشرين الأول 2017

الربط الثاني بالدولار وهو سعر الانطلاق	من كانون الثاني 2011			من كانون الثاني 2005			الفرضيات والبيانات
	البديل الثالث	البديل الثاني	البديل الأول	البديل الثالث	البديل الثاني	البديل الأول	
1200	1244	1232	1231	1237	1223	1225	المتوسط
1200	1139	1152	1155	1139	1145	1155	الأدنى
1200	1342	1311	1298	1342	1311	1298	الأعلى

المصدر: اعداد الباحث من تجربة المحاكاة.

الشكل رقم (7)

المتوسط السنوي لسعر الصرف من تجربة المحاكاة



المصدر: اعداد الباحث على فرض تكرار نمط الحركة منذ بداية اليورو الى تشرين الأول 2017.

## خاتمة

تتغير إيرادات ونفقات البنك المركزي وعناصر ميزانيته العمومية تبعا لأجراءات التأثير في السيولة. وإدارة الاحتياطيات الدولية لاستقرار سوق الصرف، والتدخل في سوق أوراق الدين الحكومي بكيفية تنسجم مع المستوى المرغوب للطلب الكلي وكلفة الدين العام، والائتمان المقدم من المصارف للقطاع الخاص وأسعار الفائدة وسواها. وشهدت الميزانية العمومية للبنك المركزي العراقي تغييرات عميقة بعد عام 2003 ارتباطا مع تراكم الاحتياطيات الدولية، ذات المصدر النفطي، والأنفاق الحكومي وإدارة الأرصدة النقدية للموازنة العامة في الجهاز المصرفي.

لكن ذلك لا يمنع النظر في مالية البنك المركزي وخاصة مع أرباح أو خسائر استثنائية في حجمها، ليس لأهميتها بذاتها بل لفهم العمليات والقرارات التي أفضت الى تلك النتيجة والتأكد من كونها ضمن الأطار السليم للأداء.

ومن المبالغة القول ان البنك المركزي مؤسسة تعمل دون قيود مالية بالمطلق، لأن ضوابط السياسة النقدية وأهدافها قيود لا يستهان بها. إذ لا يمكن للبنك المركزي الأندفاع في الأقرض أو الأقتراض الداخلي لسهولة خلق أو توليد المطلوبات الكافية للتمويل ووسائل الوفاء بالالتزامات. كما ان عمليات العملة الأجنبية، والتي يسيطر من خلالها على سعر الصرف، مقيدة باحتياطياته الدولية، وهو لا يستطيع التحكم بها مثل النقود المحلية. ولا يدل الأداء المالي للبنك المركزي بذاته على فاعلية عملياته بل ان تنفيذ السياسات الملائمة قد تنجم عنه آثار سلبية على ماليته.

ان مبدأ القيمة العادلة للأصول والخصوم وما يترتب على التزام المعايير الدولية من شمول المكاسب والخسائر غير المتحققة، بما فيها تغييرات أسعار الصرف والذهب في قائمة الدخل ومنها الى رأس المال، كلها تظهر المركز المالي للبنك المركزي بعيدا عن الاستقرار خاصة مع هيمنة الاحتياطيات الدولية على جانب الموجودات في الميزانية العمومية. ولذا فان اعتماد رأس المال الظاهر في الميزانية العمومية بصفته صافي الاستحقاق يفترض صحة كشوفات الدخل، ودقة الأرباح والخسائر. لقد تناولت الدراسة الاحتياطيات الدولية ومكوناتها في تجارب العديد من الدول والعوامل المفسرة للتنوع وهيمنة الدولار، وذلك في حوار بين وظائف المعتادة وكيف تؤثر في مالية البنك المركزي، خاصة من جهة تغيير أسعار صرف العملات الاحتياطية فيما بينها وسعر صرف العملة الوطنية تجاه تلك العملات الأجنبية. ونظرت في

سعر الصرف المربوط بسلة عملات من خلال تجربة محاكاة واستعرضت النتائج . ولقد اتضح ان سعر الصرف الذي تعينه السلة ينقل تذبذب اسعار صرف العملات الرئيسية الى سعر صرف العملة الوطنية.

لقد بينت الدراسة ان بنية الموجودات والمطلوبات تتفاوت كثيرا بين البنوك المركزية حتى للدول بنفس المرحلة من التطور والمتماثلة في نظامها الاقتصادي والمالي، بمعنى ان كفاءة البنك المركزي في عمليات الصيرفة المركزية والسياسة النقدية لا تتوقف على نمط بعينه لميزانيته العمومية .

## ملاحق

### التصنيف الائتماني

يعتمد التاريخ المالي للدولة المعنية وثقل مديونيتها و احتمال فشلها في الوفاء بالالتزامات. والوضع الاقتصادي وآفاق النمو. وتؤخذ المخاطر السياسية والتشريعية بالاعتبار. ولتقييم الجدارة الائتمانية صلة بأسعار ضمان الديون CDS ، وقيم السندات الحكومية في الأسواق المالية.

الجدول رقم (1)

أصناف التقييم الائتماني السيادي

مستوى الجدارة الائتمانية	شركة Moody	شركة S&P	شركة Fitch
ممتاز	Aaa	AAA	AAA
الدرجة العالية	Aa1	AA+	AA+
	Aa2	AA	AA
	Aa3	AA-	AA-
المتوسط الأعلى	A1	A+	A+
	A2	A	A
	A3	A-	A-
المتوسط الأدنى	Baa1	BBB+	BBB+
	Baa2	BBB	BBB
	Baa3	BBB-	BBB-
إشكالي ( الوضع قلق وبيئة لا تشجع على الاستثمار المالي في الدين الحكومي)	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
مدعاة للقلق الشديد	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
مخاطرة عالية	Caa1	CCC+	CCC
	Caa2	CCC	
الدائن في حالة فشل ائتماني واحتمال التسديد منخفض	Caa3	CCC-	
	Ca	CC	
		C	
فشل ائتماني تام	C	D	DDD
			DD
			D

المصدر: Countryeconomy.com

ومن الأمثلة على الدول في الصنف الممتاز بريطانيا ، وألمانيا ، وأستراليا، وسويسرا ، وفلندا ، وسنغافورة ، وكندا. وفي الدرجة العالية بلجيكا، والأمارات العربية المتحدة ، وفرنسا ونيوزلندا. وفي المتوسط الأعلى ماليزيا. وفي المتوسط الأدنى أذربيجان وبلغاريا ، والبحرين ، والبرازيل. , كوريا الجنوبية ، والتشيك ، وإستونيا ، وشيلي مختلف عليها بين الدرجة العالية والمتوسط الأعلى.

وتستخدم نفس الأصناف أعلاه للشركات والديون ونعرض في أدناه وقائع الفشل الائتماني للشركات والديون من بيانات ستاندرد اند بورز:

## الجدول رقم (2)

معدلات الفشل الائتماني حسب تصنيف S&P بالمائة

الديون التركيبية للسنوات 1978 - 2008			الشركات المالية و غير المالية للسنوات 1981 - 2008			المؤشرات الصنف
المستوى الأعلى	الانحراف المعياري	المتوسط	المستوى الأعلى	الانحراف المعياري	المتوسط	
0.53	0.09	0.02	0.00	0.00	0.00	AAA
0.35	0.07	0.01	0.00	0.00	0.00	AA+
0.57	0.10	0.02	0.43	0.08	0.02	AA
1.15	0.23	0.05	0.40	0.10	0.03	AA-
1.15	0.23	0.06	0.57	0.14	0.05	A+
1.04	0.24	0.08	0.49	0.13	0.06	A
1.42	0.35	0.14	0.78	0.20	0.08	A-
2.27	0.76	0.37	1.11	0.32	0.16	BBB+
1.26	0.29	0.16	1.40	0.36	0.28	BBB
3.45	0.78	0.38	1.33	0.43	0.28	BBB-
57.14	12.39	3.56	3.70	0.96	0.68	BB+
4.21	1.02	0.81	3.06	0.84	0.89	BB
12.50	2.90	1.24	7.04	1.83	1.53	BB-
8.53	2.20	1.22	8.72	2.02	2.44	B+
12.84	2.93	2.18	16.25	4.51	7.28	B
23.24	5.59	2.83	32.43	7.82	9.97	B-
56.92	16.60	16.73	44.55	11.93	22.67	CCC- C

المصدر: [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect)

يترتب على عقد المبادلة CDS ، عادة، أن يدفع مشتري الضمان المبلغ بموجب السعر فصليا إلى الطرف الآخر، أي بائع الضمان. فمثلا كان سعر المبادلة ( CDS Spread ) 6 بالمائة سنويا و مبلغ الدين المضمون 100 مليون دولار تكون المدفوعات الفصلية 1.5 مليون دولار. ولو أخفق المدين بعد مدة و أصبح سعر الإنقاذ Recovery Price فقط 30 بالمائة أي ان الدائن يخسر 70 بالمائة من دينه فسوف يترتب على بائع الضمان تعويض الدائن بمبلغ 70 مليون دولار. وعلى الدائن ( مشتري الضمان) تسديد المبلغ المستحق بموجب سعر المبادلة للفترة بين آخر دفعة ووقت الفشل.

## ترتيبات سعر الصرف

يصنف صندوق النقد الدولي ترتيبات سعر الصرف بموجب الجدول (3):

الجدول رقم (3)

ترتيبات سعر الصرف لدول العالم عام 2018

عدد الدول	الوصف	ترتيبات الصرف
13	تعتمد هذه المجموعة من الدول عملات دول أخرى وبالتالي تصنف ضمن التثبيت الصلب. وهي حالة الدولار التامة بالمعنى الاصطلاحي	عدم وجود عملة قانونية مستقلة
11	وهو النظام الذي يربط بالقانون عملة البلد المعني بعملة دولة أخرى ويقيد الإصدار حسب مقتضيات التغطية الكاملة للعملة الوطنية المصدرة بالعملة الأجنبية المعينة. وفي ظل هذا النظام تغيب الوظائف المعتادة للصيرفة المركزية مثل التحكم بعرض النقد أو وظيفة مقرض الملجأ الأخير التي يزاولها البنك المركزي الاعتيادي. وهذه الترتيبات ضمن التثبيت الصلب	لجنة العملة
43	وهو ربط العملة الوطنية بعملة دولة أخرى ، أو سلة من العملات ربطا ثابتا و يستند إلى قانون. ومن الممكن ان يتحكم سعر الصرف الفوري زيادة أو نقصانا بما لا يزيد على واحد بالمائة أو اثنين بالمائة في الحد الأقصى كي يبقى البلد في هذا الصنف. وهذا التثبيت يقتضي انسجام السياسة النقدية مع متطلباته.	التثبيت التقليدي
27	وهو لا يختلف عن التثبيت عدا ان الدولة ليست ملتزمة قانونا بالتثبيت. وايضا ان لا يبتعد سعر الصرف في مدى حركته عن 2 بالمائة زيادة او نقصانا خلال ستة أشهر. والعراق وضعه الصندوق ضمن هذه الفئة	ترتيبات مستقرة
3	وهي ترتيبات تستند إلى قانون والتزام بتحريك سعر الصرف بمقادير بسيطة استجابة لفروقات التضخم بين الدولة والشركاء التجاريين أو مؤشرات أخرى. ويمكن أن يعتمد التعديل على قاعدة مقرة مسبقا.	التثبيت الزاحف
15	وهي تماثل في وصفها الترتيبات المستقرة مع حركة لسعر الصرف تتجاوز قليلا الحدود المذكورة في الترتيبات المستقرة.	ترتيبات شبيهة بالتثبيت الزاحف
1	وهي مثل الترتيبات المستقرة ولكنها تستند إلى قانون	التثبيت مع مدى للحركة
13	هي ليست ضمن صنف التعويم ولا تدرج تحت العناوين السابقة	الترتيبات المدارة الأخرى
35	وهو مثل الترتيبات المستقرة لكن سعر الصرف يتحدد بالسوق. وقد تتدخل السلطات لمنع التقلبات ولكنها لا تستهدف سعر صرف محدد	التعويم
31	وهو مثل التعويم لكن السلطات لا تتدخل في سوق الصرف إلا نادرا في أوضاع استثنائية.	التعويم الحر

المصدر: IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange 2018

## مؤشرات مقارنة وتحليل الإئتمان

### الجدول رقم (4)

الاتئمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص في العالم نسبة الى الناتج المحلي الاجمالي %

بالمتوسط للسنوات 2006-2015

ملاحظات	الاتئمان للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي %	المجموعة الدولية
(1) في عام 2015 بلغت هذه النسبة في سويسرا والصين وكوريا الجنوبية على التوالي: 173 ؛ و 153 ؛ و 140 . (2) وللفترة باكملها بالمتوسط كانت تلك النسبة بين 100 - 182 في 15 دولة من 51 دولة توفرت عنها بيانات. ومن تلك الدول كان العراق والأرجنتين في ادنى قئة. (3) المتوسطات بسيطة ليست مرجحة	38.2	أمريكا اللاتينية
	45.7	جنوب آسيا
	77.6	الشريحة العليل للبلدان متوسطة الدخل
	83.3	المتوسط العالمي
	87.1	مجموعة OECD
	98.1	البلدان عالية الدخل
	99.4	منطقة اليورو
	108.8	الاتحاد الأوربي
	112.7	شرق آسيا

المصدر: اعداد الباحث من بيانات البنك الدولي تشرين الثاني 2017 WDI.

### جدول رقم (5)

نسبة الديون المتعثرة الى مجموع الائتمان بالمائة بالمتوسط لسنتي 2014 و 2015

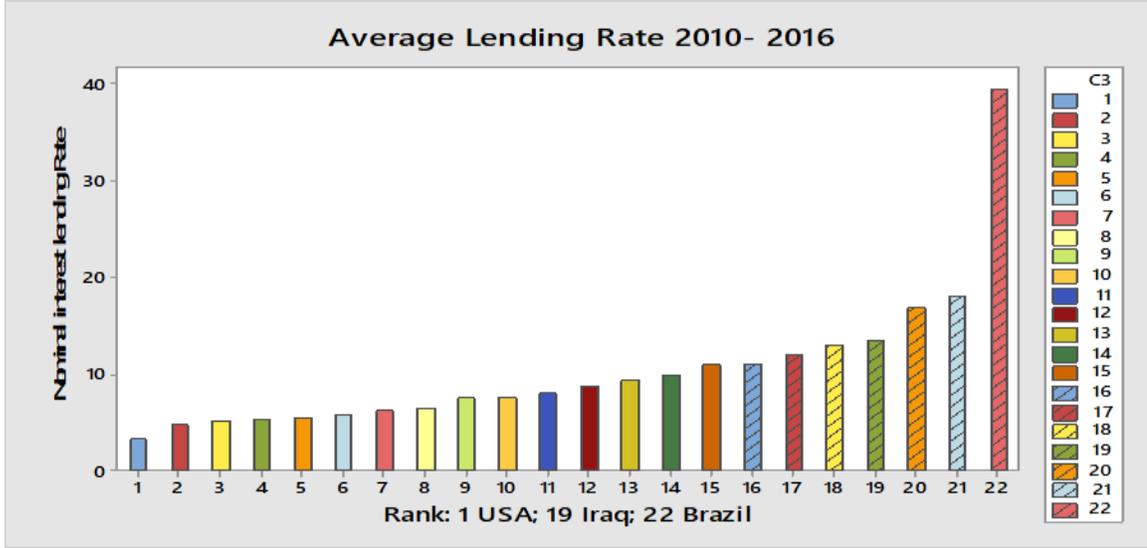
ملاحظات	نسبة الديون المتعثرة الى مجموع الائتمان %	المجموعة
(1) يلاحظ ان نسبة التعثر كانت منخفضة في شرق آسيا وامريكا اللاتينية أي في اعلى وأوطأ نسبة إئتمان الى الناتج المحلي، وهذا المؤشر يضعف حجة ارتباط التعثر بحجم الائتمان. (2) كانت نسبة تعثر الديون 8 بالمائة و 9 بالمائة لسنتي 2015 و 2016 في العراق لمجموع المصارف ؛ وللمصارف الخاصة 13 بالمائة و 16 بالمائة على التوالي.	1.7	شرق آسيا والباسفيكي
	2.2	امريكا اللاتينية
	3.3	مجموعة OECD
	3.6	الدول عالية الدخل
	3.7	الدول متوسطة الدخل
	4.0	العالم
	4.4	الدول واطئة ومتوسطة الدخل
	6.4	اوروبا وآسيا الوسطى
	8.1	جنوب آسيا

المصدر : اعداد الباحث من بيانات البنك الدولي WDI منتصف تشرين الثاني 2017 ، وبيانات العراق من النشرة

الإحصائية السنوية للبنك المركزي العراقي.

الشكل رقم (1)

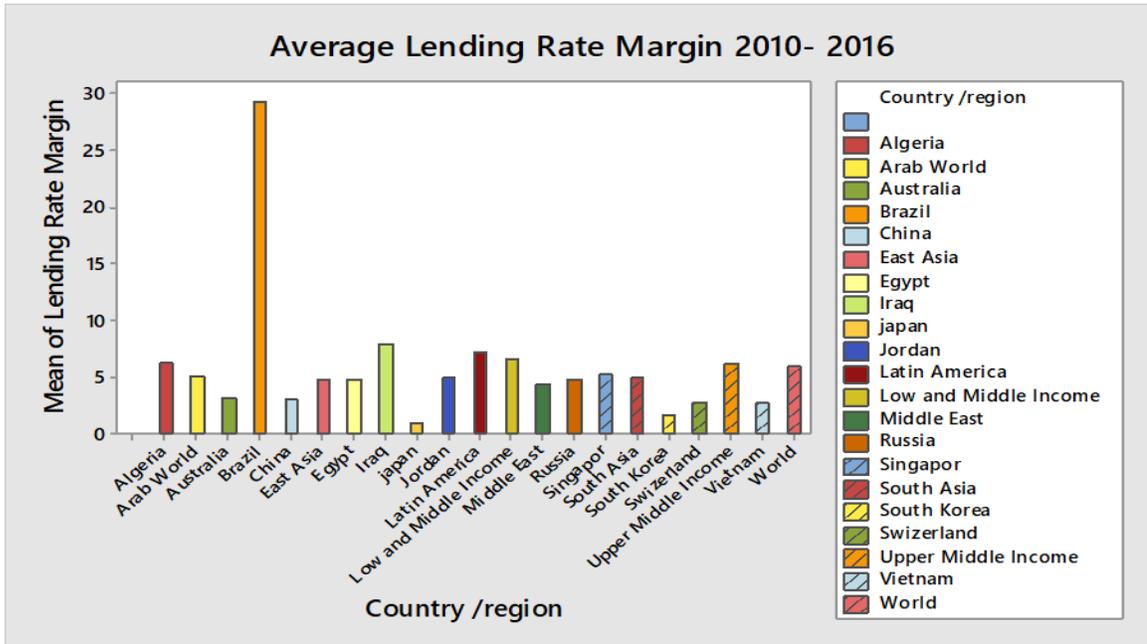
متوسط اسعار الفائدة على القروض في دول متقدمة ونامية للسنوات 2010-2016



المصدر : اعداد الباحث من بيانات البنك الدولي WDI.

الشكل رقم (2)

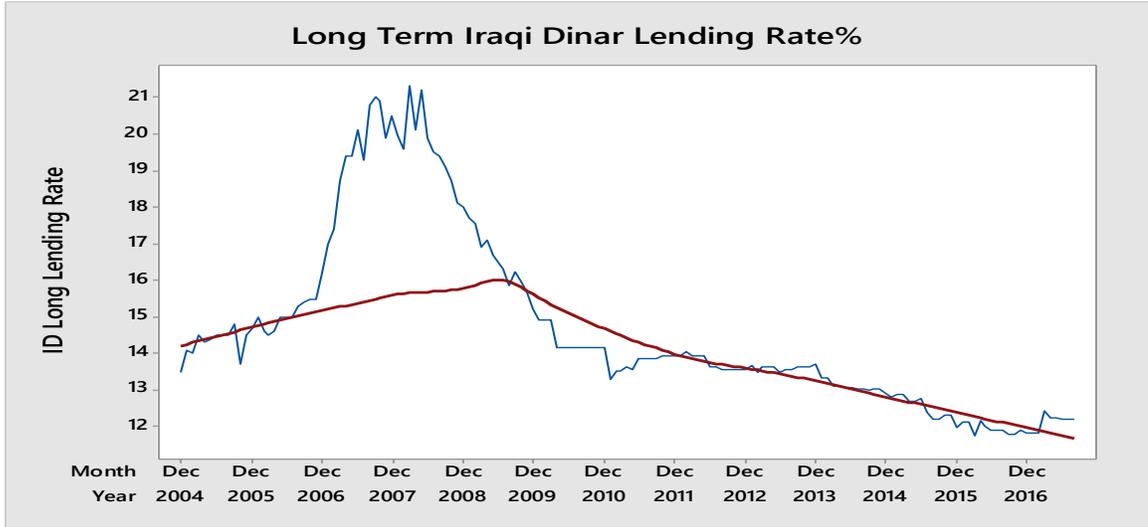
متوسط الفرق بين سعر فائدة الاقراض وسعر فائدة الابداع لدول ومجموعات دولية للسنوات 2010-2016



المصدر: اعداد الباحث من بيانات البنك الدولي للسنوات 2010-2016.

### الشكل رقم (3)

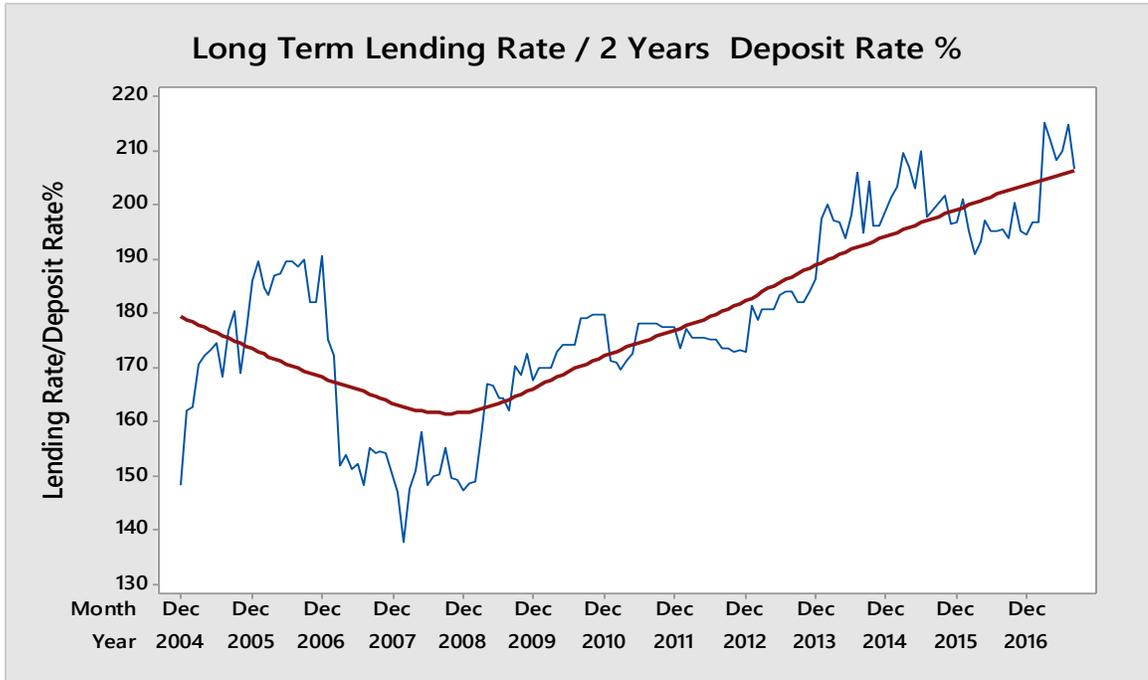
سعر الفائدة على الإقراض المصرفي طويل الأمد بالدينار في العراق



المصدر: اعداد الباحث والبيانات من موقع البنك المركزي العراقي.

### الشكل رقم (4)

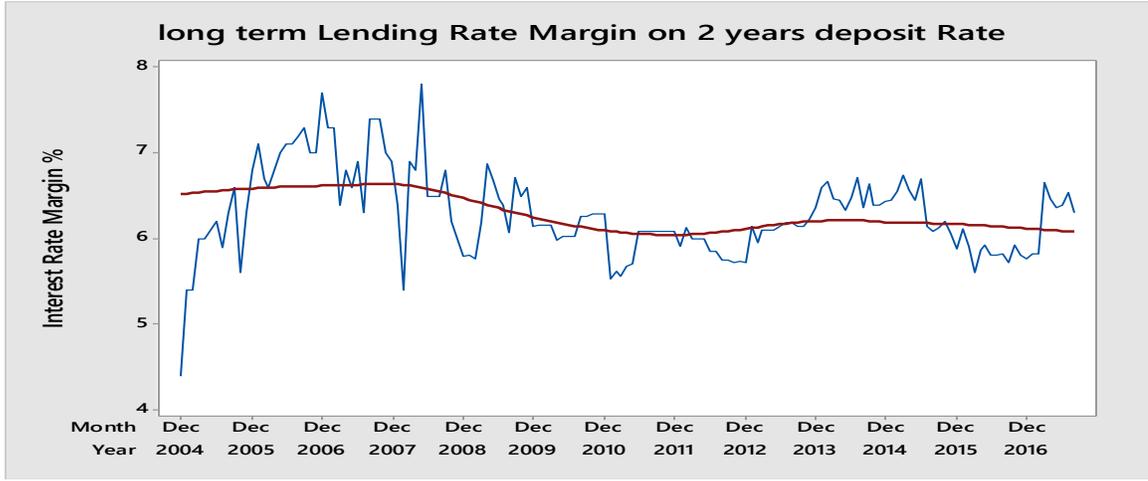
نسبة سعر الفائدة للإقراض طويل الأجل الى سعر الفائدة على الودائع لمدة سنتين في العراق



المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي.

الشكل رقم (5)

فرق سعر فائدة الاقراض طويل الأجل على سعر فائدة الايداع لمدة سنتين بالدينار في العراق

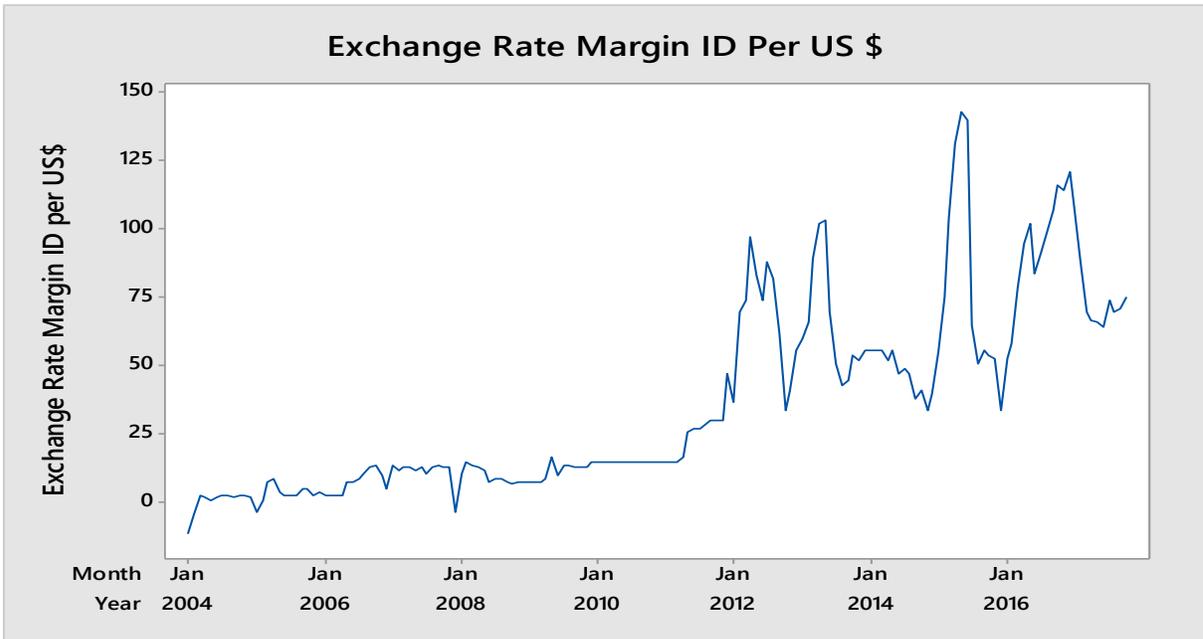


المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي.

سعر الصرف ومبيعات العملة الأجنبية

الشكل رقم (6)

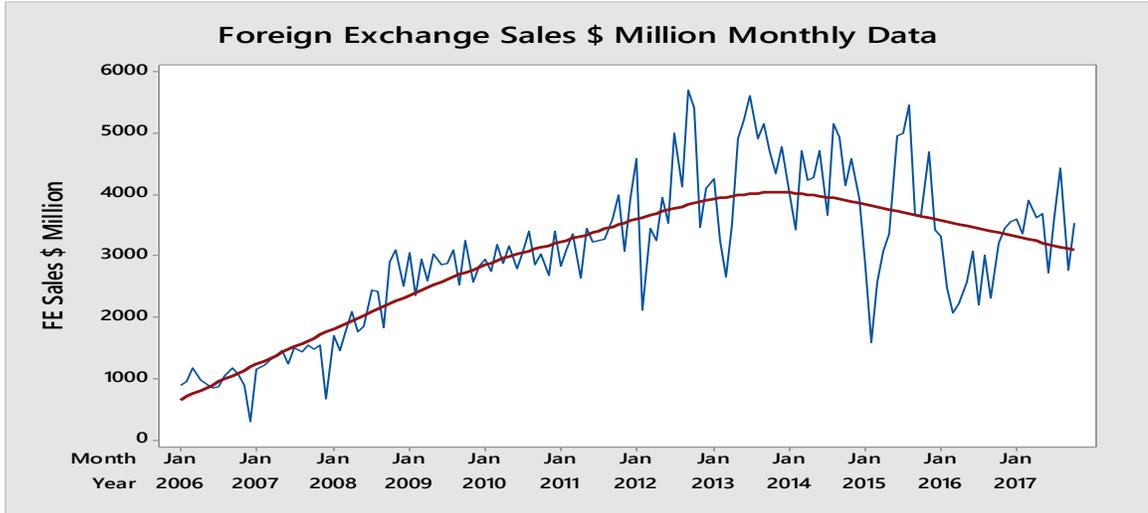
هامش سعر الصرف للدولار في السوق



المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي العراقي.

الشكل رقم (7)

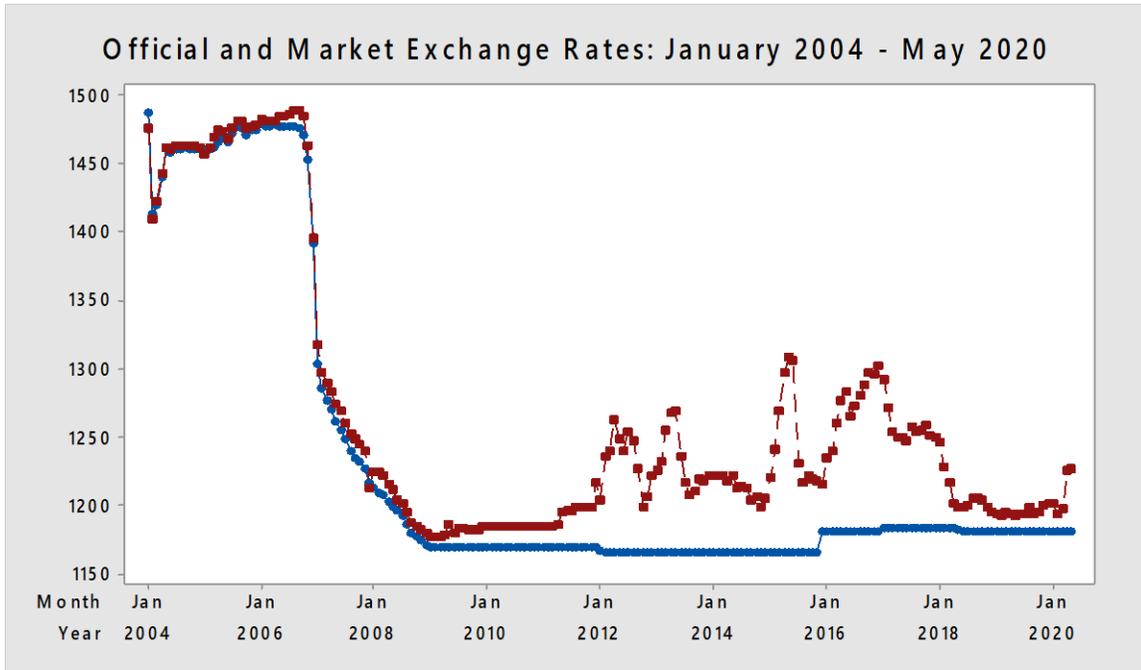
المبيعات الشهرية للعملة الأجنبية من نافذة البنك المركزي العراقي بملايين الدولارات



المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي العراقي.

الشكل رقم (8)

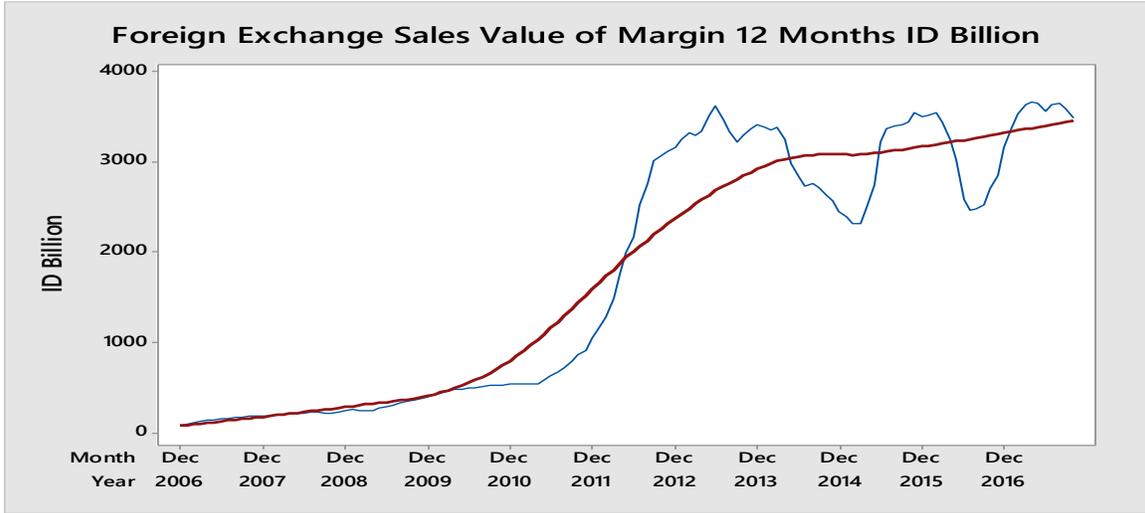
سعر الصرف الرسمي والسوقي دينار للدولار بين بداية 2004 والشهر الخامس 2020



المصدر: إعداد الباحث ، البيانات من الموقع الالكتروني للبنك المركزي.

الشكل رقم (9)

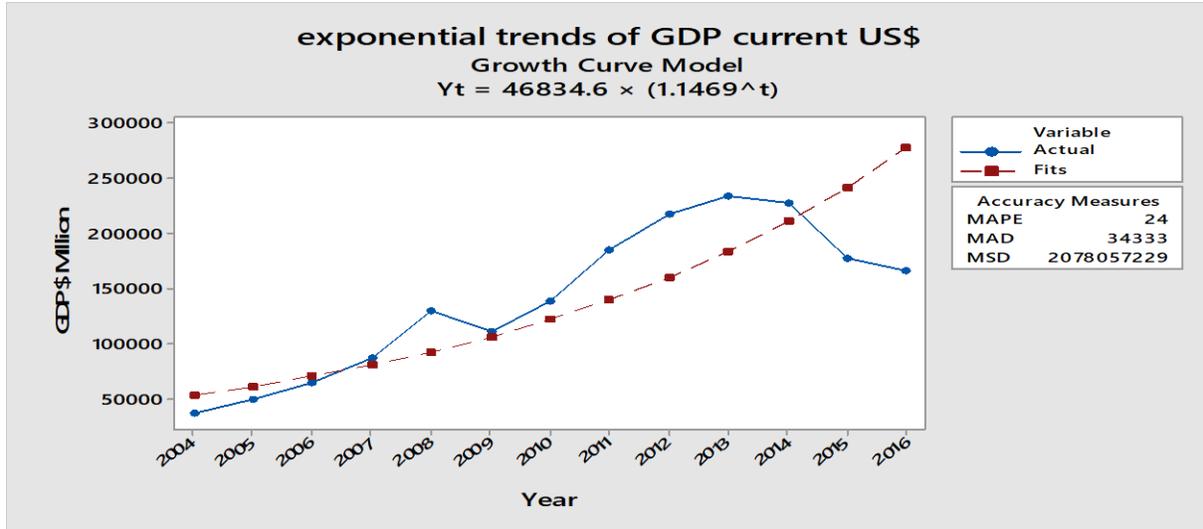
هامش سعر الصرف لمبيعات العملة الأجنبية لمدة 12 شهر بمليارات الدنانير



المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي العراقي.

الشكل رقم (10)

النمو الاتجاهي الأسي للناتج المحلي الاجمالي في العراق ملايين الدولارات بالأسعار الجارية



المصدر: اعداد الباحث ، والبيانات من موقع البنك المركزي العراقي

## المصادر

- البنك المركزي العراقي, المديرية العامة للإحصاء والأبحاث, النشرة الإحصائية لسنوات مختلفة (202)، (221).
- علي ، احمد ابريهي ، سياسة الدين العام وخصائص الاقتصاد النفطي ، تشرين الأول 2015 ، موقع البنك المركزي العراقي ، مجلة ابحاث السياسة النقدية (213).
- علي، أحمد ابريهي، الاقتصاد المالي الدولي والسياسة النقدية، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية 2012، (203).
- علي، أحمد ابريهي، التمويل وسوق الصرف والتنمية في اقتصاد نفطي، الطبعة الثانية 2016 ، دار الأيام ، عمان، ودار الكتب ، كربلاء – العراق. انظر " قيد ميزان المدفوعات على التنمية الاقتصادية" ( 204 ).
- (1) Hall, Stephen G., et al , A Portfolio Balance Approach to Euro- Area Money Demand in Time – Varying Environment, University of Leicester, Working Paper No.08/9 April 2008.
- (2) Pasche, Markus, Fundamental Uncertainty, Portfolio Choice, and Liquidity Preference Theory, Friedrich Schiller University of Jena, Economics, The Open – assessment E- Journal, Nr.2009-48, November 11, 2009.
- (3) Anderson, Richard G. , et al, Monetary Aggregation Theory and Statistical Index Numbers, Federal Reserve Bank of St. Louis Review January/February 1997.
- (4) Anderson, Richard G., Nonlinear Relationship between Permanent and Transitory Components of Monetary Aggregates and the Economy, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2013-018A, May 2013.
- (5) Greenwood, Jeremy, et.al, Quantifying the Impact of Financial Development on Economic Development. Working Paper 2010-023C, Federal Reserve bank of St. Louis, April 2012
- (6) MacKinnon, James G., Critical Values for Co-integration Tests, Queen’s Economics Department Working Paper No. 1227, 1-2010, PP 13-14, Tables 2-3.

- (7) Pesaran, M. Hashim, et al, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, *Journal of Applied Econometrics*, 16: PP 289-326(2001) .
- (8) Naryan, Paresh Kumar , Reformulating Critical Values for the Bounds F-Statistics Approach to Co-integration: An Application to the Tourism Demand Model for Fiji, Monash University, Victoria , Australia, Discussion Paper No. 02/04 , 2008, PP 26-31, Appendices A1- A6.
- (9) Sjo, Bo, Testing for Unit Roots and Co-integration , August 2008, p 22 ( Critical Values for Dicky- Fullers Unit Root Test.), P 23 (CRDW).
- (10) Verbeek, Marno, A Guide to Modern Econometrics, 2nd edition, John Wiley & Sons Ltd, 2004, P269 ( Tabel8.1) Critical Values for Unit root tests , P 316 (Table 9.2) Critical Values, Davidson and Mackinnon Test for Co-integration.
- (11) Orlando, Gomes, et al, Monetary policy and Economic Growth: Combining Short and Long Run Macro Analysis, MPRA Paper No. 2849, November 2007.
- (12) Glocker, Christian, and Towbin, Pascal, Reserve requirements for Price and Financial Stability: When Are they Effective?.
- (13) Ecevit, Eyyup, and Kayhan, Selim, Impact of Exchange Rate on Monetary Policy Decision An Inflation Targeting Regime; SVAR Analysis , *journal of Money, Investment and Banking* , Issue 19 (2011), PP 114-124, Euro Journals Publishing, INC. 2011.
- (14) Dai, Qiang, and Singleton, Kenneth J., Expectation Puzzles, Time Varying Risk Premia, and Affine Models of the Term Structure, April 30, 2001.
- (15) Lyoboyi, Martins et al, The Demand for Money in Nigeria: Evidence from Bounds Testing Approach, *Business and Economics Journal*, Vol. 2013: BEJ- 76.
- (16) De Vroey, M., and Malgrange, P., The History of Macroeconomics from Keynes 's General Theory to the Present, June 2011, IRES, VCL.
- (17) Hassler, Uwe, and Wolters, Jurgen, Autoregressive Distributed Lag Models and Co-integration ( 2005), *Allgemeines Statistisches Archiv* 0 ,0-14, ISSN 0002-6018.

- (18) Bull, Clive, and Frydman, Roman, on the Interpretation of the Lucas Supply function in Rational Expectations Models, Department of Economics, New York University.
- (19) Jenkins , Pehlivan, and Katircioglu, Turan , The bounds Test Approach for Cointegration and Causality between financial Development , International Trade and Economic Growth: The Case of Cyprus.
- (20) Woodford, Michael, Inflation Targeting and Financial Stability, Working Paper 17967, NBER, April 2012.
- (21) Svensson, Lars, E. O. , Comment on Michael Woodford “ Inflation Targeting and Financial Stability “ Sveriges Riksbank Economic Review , 2012.
- (22) Ozturk, Ilhan, and Acaravci, Ali, The Demand for Money in Transition Economies, Romanian Journal of Economic Forecasting 2/2008.
- (23) Valadkhani, Abbas, Long- and Short – Run Determinants of the Demand for Money in the Asian – Pacific Countries: an Empirical Panel Investigation, Annals of Economics and Finance , 9 (1) , 2008, 47- 60, University of Wollongong, Australia.
- (24) Christensen, Bent Jasper, et al, The Impact of Financial Crises on the Risk-Return Tradeoff and the leverage Effect , Queen’s Economics Working Paper No.1295, %-2012.
- (25) Walter, Stefan, Basel III: Stronger Banks and A more Resilient Financial System, Financial Stability Institute, Basel 6 April 2011.
- (26) Christensen, Ian, et al, Bank Leverage Regulation and Macroeconomic Dynamics, Bank of Canada Working Paper 2011-32, December 2011.
- (27) Choice Of Sterilization Instrument , Bank Of Finland – Institute of Economics in Transition , Discussion Papers 1/2013 .
- (28) Palley, Thomas I., Endogenous Money: What it is and Why it Matters, Public Policy Department, AFL-CIO, Washington DC , November 2001.

(29) *Guttman, Robert P. Eichner's Theory of Endogenous Credit-Money, in: Lavoie, Marc, et al, Editors, Money and Macro dynamics: (30) Alfred Eichner and Post-Keynesian Economics, M.E. Sharpe, Inc.2010.*

(31) Mayhew, Anne, Copeland on money as electricity, *real-world economics review*, issue no. 53, 2010.

(32) Bê Duc, Louis and Le Breton, Gwenaël, Flow-of-funds analysis at the ECB Framework and applications, Occasional Paper Series NO 105 / AUGUST 2009, European Central Bank

(33) Schmitt- Grohé, Stephanie and Uribe, Martín, International Macroeconomics, Spring 2008.

(34) Financial Accounts of the United States: Flow of Funds, Balance Sheets , and Integrated Macroeconomic Accounts, First quarter 2013,Board of Governors of the Federal Reserve System, June 6, 2013.

(35) Wray, L. Randall, Endogenous Money: Structuralist and Horizontalist, The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 512, September 2007.

(36) Desai, Meghan, Endogenous and Exogenous Money, [cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/wray/papers/Desai.pdf](http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/wray/papers/Desai.pdf)

(37) Karick, Dusica, et al, Financial and Monetary Critical Analysis of Endogeneity/ Exogeneity of Money Supply, "Alfa" University, Belgrade, Serbia.

(38) Haghghat, Jafar, Endogenous and Exogenous Money: an empirical investigation from Iran, *Journal of Accounting, Finance and Economics Vol. 1. No. 1. July 2011 Issue. Pp. 61-76.*

(39) Graziani, Augusto, *The Monetary Theory of Production*, Cambridge University Press, 2003.

(40) Phillips, Kevin, *Bad Money, Reckless Finance, Failed Politics, and the Global Crisis of American Capitalism*, Penguin Books, 2008.

(41) Escolano, Julio, et al , *The Puzzle of Persistently Negative interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch – Up?*, IMF, Working Paper WP/11/260, November 2011.

(42) *Fiscal Monitor: Fiscal Adjustment in uncertain World*, IMF, April 2013.

(43) Mario Pessoa and Mike Williams, *Government Cash Management :Relationship between the Treasury and the Central Bank, Technical Notes and Manuals*, IMF, November 2012.

(44) Kiyotaki, Nobuhiro , *A Perspective on Modern Business Cycle Theory*, *Economic Quarterly—Volume 97, Number 3—Third Quarter 2011—Pages 195–208*.

(45) Mankiw, N. Gregory, *Macroeconomics*, Worth Publishers, 2010, Barseghyan, Levon, ,et al, *Fiscal Policy over the Real Business Cycle: A Positive Theory*, Cornell University and Princeton University , May 2013.

(46) Del Negro, Marco, and Schorfheide, Frank , *DSGE Model-Based Forecasting*, Federal Reserve Bank of New York and University of Pennsylvania, Philadelphia, July 1, 2012.

(47) Rohe, Oke, *New Keynesian DSGE Models: Theory, Empirical Implementation, and Specification*, Ph.D. Dissertation ,*Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Regensburg*, 10.08.2012.

(48) Licandro, Omar, *A Non- Walrasian General Equilibrium with Monopolistic Competition and Bargaining* Working Paper 92-06,February 1992,Division de Economia Universidad Carlos III de Madrid.

(49) Assenmacher-Wesche, Katrin, and Gerlach, Stefan, Interpreting Euro Area Inflation at High and Low Frequencies, BIS and Swiss National Bank, May 8, 2006.

(50) Francis, Neville R., et al, The Low-Frequency Impact of Daily Monetary Policy Shocks, Federal Reserve Bank of St. Louis, Working Paper 2011-009C, <http://research.stlouisfed.org/wp/2011/2011-009.pdf>.

(51) Glocker, Christian, and Towbin, Pascal, Reserve Requirements for Price and Financial Stability: When Are They Effective?, Banque de France, March 2012.

(52) International Financial Statistics, Yearbook, 2012. Table 39abi

(53) Greenwald, B. and Stiglitz J. E., Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics, Oxford Economic Papers 39 (1987), 119-132

(54) Marcet, Albert, and Nicolini, Juan Pablo, Money and Price in Models of Bounded Rationality in High Inflation Economies, Working Paper NO. 469 / APRIL 2005, European Central Bank.

(55) Sargent, Thomas J. and Surico, Paolo, Two Illustrations of the Quantity Theory of Money: Breakdowns and Revivals, March 2010.

(56) Qiu, Junfeng, Bank money, aggregate liquidity, and asset prices, ANNALS OF ECONOMICS AND FINANCE 12-2, 295–346 (2011).

(57) Ahrens, Steffen and Sacht, Stephen, Estimating a High-Frequency New-Keynesian Phillips Curve, Kiel Institute for the World Economy, Kiel Working Paper No.1686, March 2011. [WWW.ifw-kiel.de](http://WWW.ifw-kiel.de).

(58) Tekin-Koru, Ayça, and Özmen, Erdal, Budget Deficits, Money Growth and Inflation: The Turkish Evidence.

Orlando, Gomes, Monetary policy and economic growth: combining short and long run macro analysis, MPRA Paper No. 2849, November 2007,

(59) Degannaro, Ramon P. and Robotti, Cesare, Financial Market Frictions, federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review, Third Quarter 2007.

(60) Diba, Behzad, Monetary/Fiscal Interactions: Nominal Indeterminacy, University of Bern, May 2011.

Diba, Behzad, Monetary theory: cash in advance Models, University of Bern, May 2011.

(61) Dower J R ., Gerald P. And Hafer, R . W ., Are Money Growth and Inflation Still Related? Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Second Quarter 1999, pp 32- 42

(62) Walsh, Carl E, Monetary Theory and Policy, Second Edition ,The MIT Press ,2003.

(63) Benati, Luca, Long Run Evidence on Money Growth and Inflation, ECB, Working Paper No.1027, March 2009.

(64) Jensen, Henrik, Monetary Economics: Macro Aspects ( Money in the Utility Function),Department of Economics, University of Copenhagen,25/2/2011.

(65) Hurnik, Jarek, A Classical Monetary Model: Money in the Utility Function, 2112.

(66) Handa,Jagdish, Monetary Economics,2nd Edition, Routledge, 2009.

(67) Chmelarova, Viera and Schnabl, Gunther, Exchange Rate Stabilization in Developed and Underdeveloped Capital Markets, working Paper Series No. 636 / JUNE 2006 , European Central Bank,

(68) Lama, Ruy, and Medina, Juan Pablo, Is Exchange Rate Stabilization an Appropriate, Cure for the Dutch Disease? \* International Monetary Fund,2012.

(69) Qiu, Junfeng, Bank money, aggregate liquidity, and asset prices, *CEMA, Central University of Finance and Economics, China, Annals of Economics and Finance* 12-2, 295–346 (2011).

(70) Al Yahyaei, Qais Issa (2011) The relevancy of the US dollar peg to the economies of the Gulf Cooperation Council countries (GCC). PhD thesis, University of Glasgow.

(71) Villanueva, Delano S., *Macroeconomic Policies for Stable Growth*, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2008, pp 211-234,

(72) Cohen, Darrel, et al., *Inflation and the User Cost of Capital: Does Inflation Still Matter?* National Bureau of Economic Research, USA, January 1999.

(73) Jacome, Luis L. et al, *Central Bank Credit to the Government .What Can We Learn From International Practice ?* IMF Working Paper WP / 12 /16 January 2012

.

(74) Desoto, Jesus Huetra, *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, Second Edition, Translated by Stroop, Melinda A, Ludwig Von Mises Institute, Auburn, Alabama, 2009.

(75) Boehm, Paul Moster, *The Relationship between the central Bank and the Government*.

(76) Nyawata, Obvert, *Treasury Bills and For Central Bank Bills For Absorbing Surplus Liquidity : The Main Considerations*, IMF Working Paper WP/12/40.

(77) Blanchard, Oliver, et al, *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF, Staff Position Note, February 12, 2010, IMF.

(78) Mehrotra, Aaron, *On the use of sterilization Bonds in Emerging Asia*, Bank for International Settlements, January 9, 2012.

(79) Jacome, Luis I. et al, *Central Bank Credit to the Government: What Can We Learn From International Practices ?*, IMF Working Paper wp / 12 /16, January 2012.

(80) Ibrahim, Juliana, et al, Weak-Form Efficiency of Foreign Exchange Market in the Organization for Economic Cooperation and Development Countries: Unit Root Test, International Journal of Business and Management, Vol. 6, No. 6; June 2011, [www.ccsenet.org/ijbm](http://www.ccsenet.org/ijbm)

(81) Canales-Kriljenk, Jorge Ivan, Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies, IMF Working Paper WP/04/4, January 2004.

(82) Hall, Stephen, et al, Measuring Currency Pressures: The Cases of Japanese Yen, the Chinese Yuan, and the U.K. Pound, Working Paper No.13/10, University of Leicester, May 2013.

(83) Li, Jie, et al, Measuring Currency Crises Using Exchange Market Pressure Indices: The Imprecision of Precision Weights, October 2006.

(84) Ecevit, Eyyup, Kayhan Selim, Impact of Exchange Rate on Monetary Policy Decisions in An Inflation Targeting Regime :SVAR Analysis, Journal of Money, Investment and Banking Issue 19(2011), PP114-124, EuroJournals publishing, Inc.2011.

(86) MacKinnon, James G., Critical Values for Co-integration Tests, Queen's Economics Department Working Paper No. 1227, 1-2010, PP 13-14, Tables 2-3.

(87) Pesaran, M. Hashim, et al, Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships, Journal of Applied Econometrics, 16: PP 289-326(2001) .

(88) Verbeek, Marno, A Guide to Modern Econometrics, 2nd edition, John Wiley & Sons Ltd, 2004, P269 ( Tabel8.1) Critical Values for Unit root tests , P 316 (Table 9.2) Critical Values, Davidson and Mackinnon Test for Co-integration.

(89) Al Yahyaei, Qais Issa, The Relevancy of the US Dollar Peg to the Economies of the Gulf Cooperation Council Countries (GCC), PhD thesis., University of Glasgow, Glasgow Theses Service, ,May 2010, pp38-41.

(90) Cordon, W. Max, The Dutch Disease in Australia: Policy Options for a Three-Speed Economy, Melbourne Institute Working Paper No. 5/12, February 2012.

(91) Hailu, degol and weeks, John, Macroeconomic Policies for resource - Rich Countries, G- 24 Policy Brief No.71 04/12/2012.

(92) IMF, Macroeconomic Policy Frameworks for Resource- Rich Developing Countries-Background Paper1-Supplement1 ,IMF, August24,2012.

(93) Alvaro Cencini, Monetary Macroeconomics

A new approach, First published 2001, by Rutledge 11 New Fetter Lane, London EC4P 4EE

(94) Stanley Fischer, IMF Essays from a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development, Massachusetts Institute of Technology, 2004

(94) Mishkin, Frederic S. ,The Economics of Money, Banking , and Financial Markets, 7th ed., (The Addison-Wesley series in economics), 2004.

(95) Altekar, E.V., Arrow of Time: Towards New Epistemology of Science,WWW.EDU/WCP/ Papers/TKno/TKnoAlte.htm,2013, pp1-5

Harris, Laurence, Monetary Theory, McGraw-Hill Company, pp 119-129, 1985.

(96) Krugman, Paul 2009 ,The Return of Depression Economics and the crisis of 2008 ,W.W. Norton and company Ltd .

(97) Rodrigues, Macro and Medeiros Carlos, the Dynamics of the Term Structure of Interest Rates in the United States in Light of the Financial Crisis of 2007-2010,IMF Working Paper WP/11/84, April, 2011.

(98) Nagayasu, Tun, the Term Structure of Interest Rates and Monetary Policy during a Zero-Interest – Rate Period, IMF Working Paper WP/03/208, October 2003.

(99) Munclinger, Richard, exploration of the Brazilian Term structure in Hidden Markov Framework, IMF working paper WP/11/22, January, 2011.

- (100) Paericoli, Marcello, Real Term Structure and Inflation Compensation in the Euro Area, Working Paper No. 841, Bank D' Italia, January 2012.
- (101) IMF, International Financial Statistics, Yearbook, 2008.6-IMF, International Financial Statistics, August 2012.
- (102) Harris, Laurence, Monetary Theory, McGraw-Hill Book Company, 1985, pp 301-341 .
- (103) Bianchi, Francesco, et al, the Great Moderation of the Term Structure of U.K. Interest Rates.
- (104) Fabozzi , Frank J., et al, Foundations of Financial Markets and Institutions. Pearson Education, Inc. 2002, PP 218-337.
- (105) World Economic Situation and Prospects, United Nations, 2013.
- (106) Hardy, Daniel C. and Thiemann, Alexander F., Innovation in Banking and Excessive Loan Growth, IMF working Paper/188, July 2008.
- (107) BIS, Central Banks Website. [www. Data World Bank. Org.](http://www.DataWorldBank.Org)
- (108) Hernandez – Verne, Paula, Inflation, Growth and Exchange Rate Regimes in Small Open Economics.
- (109) Collabra, Ricardo .and Krishnamurthy , Arvid , Inflation Targeting and sadden stops et al .
- (110) Morley, James ,Inflation in the G7 : Mind the Gap( s ) ? working paper 2011 – olla , Federal Reserve Bank of 8T . Louis , April 2011 .
- (111) Schnabel , Gunther and Schubert , Francisco , Monetary Policy Operations of Debtor Central Banks in MENA Countries.
- (112) Hale, Galina, The Impact of Creditor Protection on Stock Prices in the Presence of credit crunches , Jacques Polak Annual Research conference , November 13 – 14 ,2008 .

- (113) Lofler, Axel, et al , Inflation Targeting by Debtor Central Banks in Emerging Market Economics ,CES IFO Working Paper NO.3138 [www. cesifo – group. org / WP](http://www.cesifo-group.org/WP), July 2010 .
- (114) Weeks, John , Effectiveness of Monetary Policy Reconsidered , Research on Money and Finance , SOAS , [WWW . SOAS. ac. UK / RMF](http://WWW.SOAS.ac.UK/RMF)
- (115) Coulibaly, Brahim , Monetary Policy in Emerging Market Economics : What Lessons From the Global Financial .
- (116) Frankel , Jeffrey A , Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey NBER Working paper 16125 , [www .NBER. org / papers / w126125](http://www.NBER.org/papers/w126125), June 2010.
- (117) Nachege, Jean – Claude , Fiscal Dominance and Inflation in the Democratic Republics of the Congo , IMF Working Paper WP/ 05 / 221 , November 2005 .
- (117) Kumhah , Michael , et al , Simple Monetary Rules Under Fiscal Dominance , International Finance Discussion Papers , Number 937 , Board of Governors of the Federal Reserve System, July 2008 .PP13-19 .
- (118) Choi, Gyu, Woon, and Wen, yi, Dissecting Taylor Rules in a Structural VAR ,IMF Working paper wp / 10 /20 , January 2010 .
- (119)Alvaro Cencini, Monetary Macroeconomics A new approach, First published 2001, by Rutledge 11 New Fetter Lane, London EC4P 4EE.
- (120) Stanley Fischer, IMF Essays from a Time of Crisis: The International Financial System, Stabilization, and Development, Massachusetts Institute of Technology, 2004.
- (121) Mishkin, Frederic S. ,The Economics of Money, Banking , and Financial Markets, 7th ed., (The Addison-Wesley series in economics), 2004.
- (122) Altekhar, E.V., Arrow of Time: Towards New Epistemology of Science,[WWW.EDU/WCP/ Papers/TKno/TKnoAlte.htm](http://WWW.EDU/WCP/Papers/TKno/TKnoAlte.htm),2013, pp1-5
- (123) Harris, Laurence, Monetary Theory, McGraw-Hill Company, pp 119-129, 1985.

- (124) Orphanides, Athanasios, Taylor Rules, Federal Reserve Board, Washington, D.C, 2007-18.
- (125) Al-Hamidy, Abdurrahman, The Global Financial Crisis: Impact on Saudi Arabia, BIS Paper no. 54
- (126) Park, Donghyun, Capital outflows, sovereign Wealth funds, and Domestic financial Instability in Developing Asia, ADB Economics Working paper series no.129.
- (127) Al-Jasser, Muhammad and Banorfe, Ahmed, Foreign Exchange intervention in Saudi Arabia, BIS Paper no. 24.
- (128) Moser-Boehm, Paul, Governance Aspects of foreign Exchange Intervention, BIS Paper no.24.
- (129) Borio, Claudio, et al., FX Reserves management of A framework, March, 2008, BIS Paper no. 38.
- (130) Borio, Claudio, et al FX Reserve Management, Trends and challenges, May 2008, BIS Paper no. 40.
- (140) Jongwanich, Juthathip, et al., When are Capital controls Effective? Evidence from Malaysia and Thailand, ADB Economics Working paper series no. 2510
- (141) Pasini, Federico, International Regulatory Regime on Capital Flows and Trade in services.
- (142) Paineira, Juan Pablo, Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Research on Money and Finance, Department of Economics, SOAS, London 15 February 2009.
- (143) Gwang-Ju Rhee and Eun, Molee, Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea, BIS Paper no-240.
- (144) Papadakos, Demophanes, Central Banking in Contemporary Capitalism: Inflation Targeting and financial crises, RMF, SOAS, 15 February 2009.

- (145) Chan, S.S. ,The Basic Framework for International Reserves and Its Application to Macao ,Monetary of Macao.
- (146) Bastourre Diego ,etal,What is Driving Reserve Accumulation A Dynamic Panel Data Approach.
- (147) Boris,etal,Fx Reserve management trends and challenges BIS papersNo. 40 ,May 2008.OECD Journal of Financial Market trends ,Volum2010 issuez.2011 .
- (148) Horne ,Jocelyn ,and Nahm ,Daehoon ,International Reserves and liquidity:A Reassessment.p5.
- (149) Gupta Akakash and Agarwal RahnI ,How should Emerging Economics Manage Their Foreign Exchange Reserves.
- (150) Kim ,Jun 11,Sudden Stops and Optimal self-Insurance ,IMF Working Paper wp/08/144,IMF,June 2008.
- (151) Benet Coeur, central Banking : where are we headed , ECB: Monetary policy and Banking supervision, 7 February2013
- (152) Lasiandra, Dorati ," Monetary policy and Banking supervision: still at Arm's length? A comprehensive Analysis", The European journal of comparative Economics, Vol.9,n.3, pp.349-366.
- (153) Pally, Thomas., Monetary policy and central Banking after the crisis: The Implications of Rethinking Macroeconomic Theory, June2011.
- (154) Hasan, Iftihar, and Mester, Loretta, J., Central Bank Institutional Structure and Effective central Banking: Cross- country Empirical Evidence, working paper, No. 08-5, Federal Reserve Bank of Philadelphia, April 2008.
- (155) Loannidou, vasso,p., Does Monetary policy effect the central Bank's Role in Bank supervision? Journal of financial Intermediation14(2005) 58-85.

- (156) Yellen, Janet L., A Minisky Meltdown lessons for central Bankers, April, 2009.
- (157) Monetary policy and the exchange Rate seveiges Risk bank 12January 2010.
- (158) Aitenman, Joshua and Hutchison, Michael, Exchange Market Pressure and Absorption by &nternasrion IReserves: Emerging Markets and ffeas of Reserve loss During dat 2008-09 crisis, Dep artment of Eoononomiss, Uese, santaerut. CA95064 PP7-10 september ,2010.
- (159) Hernandet-Verme,Panlal,Inflation,Growth and Exchange Rate Regime,in Small Open Economies, Texas A&M University , Department of Economics.OECD Journal of Financial Market trends , 2011.
- (160) Mohany, M.S.and Turner philip, "Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets:What are the Domexic Implications." BIS quarteriy Review, September 2006 .
- (161) Romer,David, Advanced Macroeconomics, Fourth Edition, McGrow-Hill, Irwin.
- (162) Park Donghyun, Beyond liqwdity: New Uses for Deve loping Asia's Foreign Exchange Reserves, November 2007. Asian Development Bank, ERA Working Paper No. 109.
- (163) Zarlenga, Stephen, A Brief History of Interest , American Monetary Institute, December,2000.
- (164) Clark, J.B. ,The Origin of Interest, Quarterly Journal of Economics, Volume,10, PP.257-278,[socserv2.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/clarkjb/clarkjb003.html](http://socserv2.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/clarkjb/clarkjb003.html).
- (165) Mutualist political Economy, Chapter Three, Time Preference and Labor Theory of Value, Mutualist.org: free Market Anti – Capitalism.

(166) Desai, Milind, An Exploration of Money & Interest in the Theory of Value, Gokhale Institute of Politics and Economics, Pune, Published in MPRA, March, 2011.

(167) Grieve, Roy, H., "The Marginal Productivity Theory of the Price Level of Capital : An Historical Perspective on the Origins of the Codswallop, Real –World Economics Review, Issue No.60, PP 139- 149.

(168) Yang, Bill Z. and Yanochik, Mark A." On the Determination of Interest Rates in General and Partial Equilibrium Analysis", Journal of Economics and Finance Education, Vol.4, No.1, Summer, 2005, pp 19 -23.

(169) Basci, Erdem, et al, The Monetary transmission in Turkey: New Development, The Central Bank of the Republic of Turkey, June 2007, Working Paper NO: 07/04.

(170) Kuttner, Kenneth N. and Mosser, Patricia C., The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions, FRBNY Economic Policy Review / May 2002.

(171) Adrian, Tobias and Shin, Hyun Song, prices and Quantities in the Monetary Policy Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank Staff Reports no.396, December 2010.

(172) Cevik, Serhan and Teksoz, Katerina, Lost in Transmission? The Effectiveness of Monetary Policy Transmission Channels in the GCC Countries, IMF working Paper, July 2012.

(173) Rummel, Ole, The Monetary Transmission Mechanism, Bank of England, 18 July 2012.

(174) Orphanides, Athanasios, Is Monetary Policy Overburdened?, BIS Working Paper No.435, December 2013.

(175) Andolfatto, D., et al, Monetary Policy with Asset- Backed Money, August 2013, Federal Reserve Bank of Saint-Louis.

- (176) Osorio, Carolina and Unsal, D. Filiz, Inflation Dynamics in Asia: Causes, Changes, and Spillovers from China, IMF Working Paper WP/11/257, November 2011.
- (177) Wang, Peijie, The Economics of Foreign Exchange and Global Finance, Second Edition, Springer, 2009.
- (178) Barnett, William A. , et al , "Demand for Money", in, Money and economy, , Serletis, Apostolos, Editor, 2006, Singapore, World scientific Printers, PP 6-24.
- (179) Mishra, Prachi, Monetary transmission in Developing Countries , November 2012, Ministry of Finance ,India, www. Prachimishra.net.
- (180) Mishra, Prachi, et al, How Effective is Monetary transmission in Developing Countries? A Survey of the Empirical Evidence. July 2011, www. Prachimishra.net.
- (181) McCallum, Bennett T. and Nelson , Edward, Money and Inflation: Some Critical Issues, 2010-57, Federal Reserve Board, Washington, USA.
- (182) Ireland, Peter, The Classical Theory of Inflation and Its Uses to day, October 2014, irelandp.com/papers/somc201411.pdf.
- (183) Good friend, Marvin, and King, Robert G., The Great Inflation Drift, April 2009, NBER Working Paper 14862.
- (184) Vague, Richard, Rapid Money Supply Growth Does Not Cause Inflation, Dec.2, 2016, institute for new Economic Thinking.
- (185) Roffia, Barbara, and Zaghini, Andrea, Excess Money Growth and Inflation Daynamics, ECB, Working Paper No. 749/May 2007.
- (186) Nitzan, Jonathan, Macroeconomic Perspectives on Inflation and Unemployment, McGill University , Montreal, Discusion Paper , 1990.
- (187) Andolfatto, David, and Spewak, Andrew, Understanding Lowflation, September 2018, St. Louis FRB, USA.

(189) Cochrane, John H., Stepping on A Rake : replication and Diagnosis, NBER , October 2017.

(190) Bassetto, Marco, and Cui, Wei, The Fiscal Theory of the Price Level in a World of Low Interest Rates, November 2017 , WP 2017-25. Federal Reserve Bank of Chicago.

(191) Bulters, Willem H., The young Person's Guide to Neutrality , Price Level Indeterminacy, Interest Rate Pegs, and Fiscal Theories of the Price Level, research Gate, January 1998.

(192) Broadbery, Stephen, and Van Leeuwen , Bas, British Economic Growth and the Business Cycle, 1700-1850: Annual Estimates, November 2008, Department of Economics, university of Warwick, UK.

(193) Hagedorn, Marcus, A Demand Theory of the Price Level, University of Oslo, June 2017.

(194) Leeper, Eric M. , and Walker, Todd B., Perceptions and Misperceptions of Fiscal Inflation, BIS Working Papers No 364, November 2011.

(195) Russell, Bill, Estimating United States Phillips Curves with Expectations Consistent with the Statistical Process of Inflation, November 2011, Birmingham Business School, University of Birmingham.

(196) Hortlund, Per, In Defense of the real Bills Doctrine , Econ journal watch, Volume 3, Number 1, January 2006, PP 73- 87.

(197) White, Lawrence, Free Banking Theory Versus the Real bills Doctrine, September 2015, www. Cato.org.

(198) Reissl, Severin, the Real Bills Doctrine in the History of Economic Thought and Economic History – A Reconsideration, Kingston University, Uk, September 2016.

(199) IMF, International reserves and Foreign Currency Liquidity: Guidelines for a Data Template, 2013, IMF.

(200) Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6), 2009,IMF.

(201)Boyed, Derick, et al, Real Exchange Rate Effects of the Balance of Trade: Cointegration and the Marshal-Lerner Conditions, International journal of Finance and economics, 6(3) 187-200, July 2001.

(205)Bank of Japan, 2003, boj.or.jp.

(206)KPMG, Current Trends in Financial Reporting Practices, October 2012.

(207)Munoz, Sonia, Central Bank Quasi- Fiscal Losses and High Inflation in Zimbabwe: A note, IMF,WP/07/98, 2007.

(208)Park, Seok Gil, Central Bank Quasi- Financial policies and Inflation, IMF, WP/12/14, January 2012.

(209)Stella, Peter, Do Central Bank Need Capital, IMF Wp/97/83, July 1997.

(210)Archer, David and Moster- Boehm, Paul, Central Bank finances, BIS Papers No. 71, April 2013.

(211)Rule, Garreth, Understanding the Central Bank Balance Sheet, Bank of England CCBS Handbook No.32, 2015.

(212)European Central Bank, Annual Account, 2015.

(214)Papaioannou, Elias, et al, Optimal Currency Shares in International resources: The Impact of the Euro and the Prospects for the dollar, ECB, Working Paper No.694, November 2006.

(215) Handa, Jagdish, Monetary economics , Second Edition, Routlege, 2009.

(215)Mc Cauley, Robert and Chan Trasy, Currency Movements drive composition, BIS Quarterly Review, December 2014.

(216) Beck, Roland and Rahbari, Ebrahim, Optimal Reserve Composition in the presence of sudden Stops: the Euro and Dollar as Safe Haven Currencies, Working Paper series No. 916/ July 2008.

(217) Schwarz, Claudia, et al, Why Accounting Matters: A Central Bank Perspective, Occasional Paper Series No. 153, ECB, May 2014.

(218) Zhang, Zhichao, et al , China's new exchange rate regime, optimal basket currency and currency diversification, MPRA paper No. 32681, August 2011.

(219) Moyo , Jennifer, et al, Financial Sector Reforms, Competition and Banking System Stability in Sub-Saharan Africa , IMF and UK aid, January, 2014.

(220) Ayyagari, Meghana, et al, Credit growth and macro prudential policies: preliminary evidence on the firm level, BNM – BIS conference on financial systems and the real economy , October 2016, Kuala Lumpur, Malaysia, BIS Papers No.91,pp15-38.

(222) Abedifar, Pejman, et al, Non-Interest Income Activities and Bank lending, 2014, [hal.archives-ouvertes.fr/hal-00947074v1](http://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00947074v1).

(222) World Bank, WDI, 2017.

(223) Le, Thai-Ha, et al, Institutional quality, trade openness, and financial development in Asia: an empirical investigation, ADB Economics Working Paper Series No. 452, September 2015.

(224) Li, Fan and Zou, Yijun, The Impact Credit Risk, Management on Profitability of commercial Banks, UMEA University, 2014.

(225) Schmit , Mathias, et al, Public Financial Institutions in Europe, European Association of Public Banks , March 2011.

(226) Saeju, Daranee, Implications of Basel III for developing economies, High level policy Dialogue, Almaty, Kazakhstan, August 2013.

(227) Nayanga, onjala Vincent, Determinants of financial performance of commercial banks in kenya, Bank of kenya, 2009.

- (228) Dang, Uyen, The camel rating system in banking supervision: A case study, arcada university of applied sciences, Arcada, 2011.
- (229) Brown, Ken and Moles, Peter, Credit risk management , Edinburgh Business School , CR-A3- engb 1/2014 (1044), 2014.
- (230) Méndez S., Carlos H., THE politics of bank non lending activities regulations: A Cross country and time dynamics study of the role of government and private industry groups, September 2011, <http://ssrn.com/abstract=1928799> .
- (231) Ben Gamra, Saousan and Plihon , Dominique, Revenue diversification in emerging market banks: Implications for financial performance, [arxiv.org/pdf/1107.0170](http://arxiv.org/pdf/1107.0170).
- (232) Tanaskovic, Svetozar and Jandric, Maja, Macroeconomic and Institutional Determinants of Non- Performing Loans , Journal of Central Banking theory and Practice , 2015, PP. 47- 62.
- (233) Espinoza, Raphael and Prasad, Ananthakrishnan, Nonperforming loans in the GCC banking system and their macroeconomic effects, IMF, WP/10/224, October 2010.
- (234) Buncic, Daniel and Martin Melecky, Macroprudential stress testing of Credit risk: A Practical Approach for policy Makers, The World Bank, policy Research Working Paper 5936, January 2012.
- (235) Maudos, Joaquin and Solis, Liliana, The determinants of net interest income in Mexican banking system : An integrated model, april 2009, [www.uv.es/maudosj/publications /JBF2009. pdf](http://www.uv.es/maudosj/publications /JBF2009. pdf).
- (236) Huseynov, Fariz, The Determinants of Bank Interest Margins in When Deposit Insurance tied to Interest Rates: Evidence From Azerbaijan, [ssrn.com](http://ssrn.com).
- (237) Sharma, Paramendra and Grounder Neelesh, Determinants of bank credit in small open economies: the case of six Pacific Island Countries, Griffith Business School, Australia, 2012.

(238) Barlow, David, Explaining the financial deepening of transition economies, Newcastle University, Business School, Newcastle Discussion Papers in economics No 2010/01.

(239) De Soto, Jesus Huerta, Money , Bank Credit and economic Cycles, First English Edition, Ludwig von Mises institute, 2006.

(240) Hassan , M. Kabir and Lewis, Mervyn K.," Islamic Banking: An Introduction and Overview", in: Handbook of Islamic Banking , edited by M. Kabir Hassan and Mervyn K. Lewis , published by Edward Elgar, UK, 2007.

(241) Blaug, Mark, Economic Theory in retrospect, Fourth Edition, Cambridge University Press, 1985.

(242) Humphry, Thomas M., Mercantilists and Classical: Insights from Doctrinal History, federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Volume 85/2 Spring 1999.

(243)Tily, Geoff, Keyn's Monetary Theory of Interest, BHS Papers, NO. 65, May 2012.

(244)Becirovic, Suad, An analysis of Time Preference Theory of Interest and Its Impact on the Business Environment, UNITE, VOL.2 (NO.1)/June 2015.

(245)Kirzner, Israel M. ," The Pure-Time Preference Theory of Interest: An Attempt at Clarification," in Hebener,Jeffrey M. , Editor, The Pure- Time Preference Theory of Interest, Mises Institute , 2011.

(246) Cohen, AVI J., Is Equilibrium Enough and Was Stigler Wrong: Value Theory in the Bohm – Bawerk/ Fisher Controversies, HOPE Center Working Paper No. 2011-01, Duke University , January 2011.