



د. مظهر محمد صالح*: مفارقة التكافؤ الريكاردي في سلوك الافراد النقدي: العراق انموذجا

١- تمهيد

قادت التبدلات التي طرأت على نظام السياسة النقدية في العراق منذ العام ٢٠١٥ الى اهمية البحث عن سلوك الافراد النقدي من خلال اسقاط نظرية تكافؤ ريكاردو والتي يطلق عليها في ادبيات القرن العشرين الاقتصادية Ricardian Equivalence واستخدامها في تحليل تصرفات الافراد النقدي وانتقال ذلك على سلوك الافراد في الانفاق ومدى تأثر ذلك الانفاق وقوى الصرف المختلفة في السوق بمفاعيل السياسة النقدية بدلاً من التأثير بمفاعيل السياسة المالية وعلى وفق التكافؤ الريكاردي. وهو ما سأطلق عليه لاحقاً (ان جاز لي التعبير) مصطلحاً مستحدثاً هو: المفارقة النقدية لتكافؤ ريكاردو او مفارقة ريكاردو النقودية

Monetary paradox of Ricardian Equivalence

اي فرضية تحليل سلوك الافراد في الصرف او الانفاق تحت تأثير السياسة النقدية وليس السياسة المالية كما جاءت بها النظرية في بادئ تشكيها. اذ قدم Barro استاذ جامعة هارفرد نظريته 1974 والتي تسمى اصطلاحاً Barro - Ricardian Equivalence في بحثه الموسوم:

Barro, Robert J, “Are Government Bonds Net Wealth “

Journal of Political Economy. 82 (6): 1095–1117. اذ يقوم التكافؤ الريكاردي على نظرية اقتصادية تقول ان تمويل الانفاق الحكومي من الضرائب الحالية والضرائب المستقبلية (والعجز المالي) سيكون له في النهاية تأثيرات متكافئة equivalences تماماً على الاقتصاد الكلي. ما يعني ان تحفيز الاقتصاد عن طريق تمويل المصروفات او النفقات الحكومية من خلال الاقتراض او الدين العام لا يؤثر تماماً او لا يحدث اي اثر على تحفيز الاقتصاد وخلق مضاعف انفاقي بسبب ان جمهرة المستثمرين والمستهلكين يفهمون سلوكياً وبشكل جيد ان



أوراق في السياسة النقدية

اطفاء الديون وتسديدها مستقبلاً سيكون من حصيلة الضرائب المستقبلية أيضاً. لذا فإنها نظرية تقرم على فرضية اقتصادية تنص على أن المستهلكين والمستثمرين يتطلعون إلى المستقبل ومن ثم يستوعبون قيود الميزانية الحكومية.

وبناء على ذلك انصرفت جدليات نظرية التكافؤ الريكاردى على تحليل سلوك الافراد كقوة دائنة تتولى نشاطات ادخارية فائقة تبنى على اجمالي توقعاتهم بشأن تعاظم الاثر الضريبي وما سيدفعه المكلف مستقبلاً وما ستفرض عليهم من اعباء ضريبية مقابل اطفاء او تسديد ذلك الدين الحكومي. ما يعني ان تراكم الادخار وسلوك الطلب النقدي الموازي الشديد التحوط (سيقابل او يلغي) الزيادة في الانفاق الحكومي ضمن ظاهرة الطلب الفعال.

وهذا ما كان يريد الاقتصادي Barro الوصول اليه ان السياسة المالية الكينزية Keynesian fiscal Policy هي سياسة ضعيفة غير مؤثرة في توليد الطلب الفعال ومن ثم ضعيفة في توليد النشاط الاقتصادي وتحفيزه بما يعزز الناتج المحلي الاجمالي والنمو الاقتصادي.

ولا ننسى ان تكافؤ ريكاردو قد اشتق من دراسة قدمها الاقتصادي الكلاسيكي David Ricardo في العام ١٨٢٠ كان عنوانها: مقال في نظام التمويل. حيث شخص ريكاردو ظاهرة ما اذا كان هناك ثمة فرق في تمويل الحرب بنحو ٢٠ مليون باون استرليني من (الضرائب الجارية) او بإصدار (سندات حكومية) بفترات استحقاق تمتد الى ما لانهاية وودفع فائدة سنوية في الاعوام اللاحقة لحائزي تلك السندات وبواقع ١ مليون باون استرليني سنويا يتم تحصيلها من الضرائب السنوية المستوفاة من المكلفين انفسهم وعلى وفق فائدة افترضها بنسبة ٥٪ سنوياً. وقد استنتج ريكاردو من خلال الظروف المحيطة بالإنفاق بأن المبالغ المتأتية عن البديلين هما بالقيمة نفسها.

بالرغم من ذلك فقد ساورت ريكاردو الشكوك بشأن النتائج التطبيقية التي بنيت على استنتاجه ما جعلته يوضح جاهداً في تفسير فرضيته على اساس ان الافراد سلوكياً لا يجرون تقييماً للضرائب التي يدفعونها وعلى النحو الذي يقارنون فيه كلفة الضريبة بمنفعة العائد من الفائدة المتأتية من حياتهم للسندات الحكومية ذلك لقصر نظرهم لمسارات الضريبة وهو اشبه ما يسمى اليوم بالوهم المالي fiscal illusion.

٢- التحول في نظام السياسة النقدية في العراق.



أوراق في السياسة النقدية

أ - مفارقة الانفاق والسلوك النقدي في العراق: المرحلة الاولى.

اولاً: مر نظام السياسة النقدية في العراق the monetary policy regime بمرحلتين مختلفتين في استخدام (اهدافه الوسيطة intermediate targets) لبلوغ اهداف البنك المركزي العراقي وغاياته في الاستقرار والنمو الاقتصادي منذ العام ٢٠١٥ بالتحول من استخدام الاهداف الوسيطة التي تتصدى الى جانب المطلوبات او الخصوم liabilities في الميزانيات العمومية للجهاز المالي والمصرفي على وجه الخصوص وعلى وفق غايات اساسية هي بلوغ الاستقرار في المستوى العام للأسعار والذي مارسه السياسة النقدية المتشددة tighten policy منذ العام ٢٠٠٦ ولغاية العام ٢٠١٤ والتأثير في سلوك الافراد النقدي عبر توفير مناخ الاستقرار في دالة الطلب النقدي وخفض سرعة تداول النقود الفائقة تحت تأثير التوقعات التضخمية التي كانت ترسلها قوى السوق او القوى الخالقة للتوقعات التضخمية وقت ذاك ومن ثم تهدئة سلوك الانفاق لدى الافراد، لتتبدل ابجديات السياسة النقدية تدريجياً بالتحول نحو استخدام (الاهداف الوسيطة intermediate targets) والتي تصدت هذه المرة الى جانب الموجودات او الاصول Assets في الميزانيات العمومية للجهاز المالي بشكل عام والجهاز المصرفي خصوصاً لبلوغ غايات (النشاط الانمائي growth and development) في هذه المرحلة عن طريق تعظيم سيولة الاقتصاد والتأثير في سلوك الافراد في الطلب النقدي لأغراض المعاملات وتحريك توجهاتهم في الانفاق والصرف منوهين الى مرحلتين مهمتين من مراحل السياسة النقدية كما ذكرنا آنفاً:

ب - السياسة النقدية المتشددة tighten policy (٢٠٠٦-٢٠١٤).

اختارت السياسة النقدية في هذه المرحلة (اهدافها الوسيطة) ضمن النظام النقدي في التعاطي مع جانب المطلوبات liabilities في الميزانيات العمومية للجهاز المصرفي (كما ذكرنا آنفاً) لبلوغ غايات الاستقرار في المستوى العام للأسعار ومواجهة قوى السوق المولدة للتوقعات التضخمية كهدف استراتيجي اول لسياسة البنك المركزي العراقي ضمن توجه عام بأن السياسة النقدية تقوم على مبدأ فن ادارة التوقعات the management of expectations. اذ شهدت البلاد معدلات سنوية للتضخم ظلت في نطاق المرتبتين العشريتين ومثلت امتداداً لإرث الحصار الاقتصادي في تسعينيات القرن الماضي وبمعدلات سنوية بلغت بين الاعوام ٢٠٠٣-٢٠٠٦ بنحو متقلب بلغ ٢٠٪-٢٢٪ وقت ذاك.



أوراق في السياسة النقدية

وكان الهدف الوسيط للسياسة النقدية هو متغير سعر الصرف، اثر التحسن الذي اخذ يشهده الاقتصاد العراقي ولاسيما في تطور النمو في الناتج المحلي الاجمالي (من ٦٥،٣ مليار دولار عام ٢٠٠٦ الى ١٣١ مليار دولار في العام ٢٠٠٨) جراء تحسن عوائد الصادرات النفطية على وجه الخصوص. حيث استخدمت السياسة النقدية يومها مثبتا اسميا nominal anchor وهو بلوغ سعر الصرف التوازني او الطويل الاجل من خلال تبني نظام الصرف الثابت الزاحف crawling pegs، ذلك بربط الدينار العراقي بعملة بلد تتمتع سلة اسعاره بالانخفاض وهو دولار الولايات المتحدة (اي جعل الدينار العراقي عملة متفوقة من حيث القيمة الخارجية للنقود، من منطلق ان السعر هو القيمة (اي قيمة السلع والخدمات والمنافع) معبرا عنها بالنقود). اذ عمل المثبت الاسمي من خلال دور الاهداف التشغيلية للبنك المركزي التي اعتمدت ادوات السياسة النقدية غير المباشرة indirect Instruments، منها الكمية (اي التأثير في مناسيب السيولة) ومنها الاشارات السعرية signals (اي اشارتي سعر الصرف الزاحف وسعر فائدة السياسة النقدية policy rate) ذلك باحتواء قدرات قوى السوق المتحكمة بعرض العملة الأجنبية وقت ذاك والحد من توليدها لموجات من التوقعات التضخمية عبر الاهداف التشغيلية للسياسة النقدية operational targets كما ذكرنا.

وباستخدام (وسائل السياسة النقدية غير المباشرة) والتي في مقدمتها عمليات السوق المفتوحة بالعملة الاجنبية fx-omo والعمل على ممارسة التعقيم اليومي لمناسيب السيولة النقدية sterilisations عبر النافذة المركزية لبيع وشراء العملة الاجنبية، سجلت الاسعار في نهايات العام ٢٠٠٨ ظاهرة ما يسمى باللاتضخم disinflation اي انخفاض معدلات النمو في الاسعار وبات النمو السعري السنوي للعراق لا يتعدى ٦٪ ودخول البلاد للمرة الاولى مستوى عام للأسعار في درجة المرتبة العشرية الواحدة (اي بعد مرور عقدين من الازمنة التضخمية وتدهور مستوى الحياة الاقتصادية). وفي الوقت نفسه ارتفع سعر صرف الدينار العراقي ازاء العملة الاجنبية بنحو ٢٣٪ عبر سياسة رفع تدريجية gradual مارسها البنك المركزي بين الاعوام ٢٠٠٦-٢٠٠٨ جاءت في خضم سياسة نقدية متشددة نسبيا tighten policy ارتفعت فيها فائدة السياسة النقدية policy rate هي الاخرى لتطلق اشاراتها التي بلغت اكثر من ٢٠٪ قبل ان تتراجع الى ١٢٪ ثم لتستقر اليوم بنحو ٤٪. كما تحول البنك المركزي (من خلال ترتيبات الايداع والاقراض القائمة لديه) من كونه الملجأ الاخير للإقراض Last LLR Lending Resort ليصبح لأول مرة في تاريخه الملجأ الاخير للاقتراض LLB في قبول الودائع من المصارف، ما جعل الدينار العراقي ذو جاذبية عالية لكنه ساعد على تفوق الادخار



أوراق في السياسة النقدية

المرغوب وتبدل سلوك الطلب النقدي نحو الاستثمار في السيولة النقدية بسبب ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية real interest rates على معدلات الفائدة الاسمية nominal interest rates جراء الانخفاض في معدلات النمو السنوي في المستوى العام للأسعار وهبوط التوقعات السعيرية الى دون مستوى الفائدة الاسمية، فضلا عن غياب القوى المولدة للتوقعات التضخمية (في سوق الصرف الموازي).

ومع ثبات سعر صرف الدينار العراقي وحرية التحويل الخارجي وتغطية الدينار العراقي coverage (ولاسيما النقد الاساس base money) بالعملة الاجنبية التي فاقت نسبة التغطية المذكورة ١٥٠٪، فقد تحول النظام النقدي العراقي في مجال تصنيف انظمة الصرف الى حالة اشبه بترتيبات مجلس العملة currency board arrangements. تزامن نظام الصرف مع الاستقلالية القانونية الواسعة للبنك المركزي العراقي بموجب قانونه رقم ٥٦ لسنة ٢٠٠٤ مع شدة المادة ٢٦ منه والتي نصت صراحة (على حظر اقراض الحكومة سواء بشكل مباشر او غير مباشر) او حتى تلقي اوامر حكومية في نطاق تسيير السياسة النقدية كما جاء في نصوص اخرى من القانون والتي اقتصرت بان يُساءل البنك المركزي امام مجلس النواب حصريا ازاء تطبيق اهدافه. وقد ادت تلك السياسة النقدية الصارمة الى اتباع البلاد الى اجراءات سميت بالنقد العزيز dear money policy ما كلفت الموازنة العامة كئثمن لاستقرار الدينار خلال اعوام مكافحة النشاطات التضخمية ٢٠٠٦-٢٠٠٨ قرابة ٨ تريليونات دينار سددتها المالية العامة الى البنك المركزي عن فروقات تحويل عائد الموازنة من العملة الاجنبية كئثمن للاستقرار جراء تعاضم سعر صرف الدينار العراقي تدريجيا حتى بلغ الارتفاع في سعر صرف الدينار revaluation خلال المدة في اعلاه قرابة ٢٣٪ كما نوهنا انفاً.

في حين شهد السلوك النقدي للأفراد نزعة نحو التشبث بالسيولة النقدية المرتفعة القيمة للدينار العراقي الذي بات متحرراً من قيود التحويل الخارجي ما انعكس على انخفاض سرعة تداول النقود ليسجل الطلب النقدي ارتفاعاً حاداً في التحوط بالسيولة المحلية وعدها اداة للثروة. اذ تصاعد سلوك النزعة نحو الادخار المرغوب والاكتناز ازاء التصرف في الدخل النقدي وتفوقها على اية نزعة نحو الانفاق ولاسيما الاستثمار الحقيقي. فالدينار العراقي الذي بات يولد اثرا مستمراً للثروة wealth effects بفضل قوته الشرائية المتعاظمة والسير سلوكياً نحو ممارسة النزعة الكينزية المسماة بمفارقة الرفاهية paradox of thrift ذلك بتفضيل تراكم الادخار المرغوب على الاستثمار المرغوب (وهي نزعة لم تساعد او تشجع على الانفاق الانمائي



أوراق في السياسة النقدية

ازاء فضيلة السلوك الادخاري وتفوقها على سلوك الانفاق الاستثماري تحت قوة (وتورم) القيمة الخارجية للعملة الوطنية والتي اسندت باحتياطات اجنبية عالية التغطية).

ومن هنا بدأت (مفارقة تكافؤ ريكاردو Ricardo equivalence paradox) في تأثيرها على سلوك النقدي او دالة الطلب النقدي التي تأثرت بسعر الفائدة الحقيقي ازاء معدلات الفائدة الاسمية وانكماش الانفاق او الاثر التحفيزي ذلك حتى في الاسواق النقدية غير المنظمة unorganised money markets التي ارتفعت فيها معدلات الفائدة الربوية بشكل لافت بما لا يقل عن ٥٠٪ سنويا. اذ يلحظ ان (ضريبة التوقعات اللاتضخمية non inflation tax التي هي بمثابة (منحة ضريبية grant tax) او يمكن تسميتها ايضا (بالضريبة السالبة جاءت جراء ارتفاع القوة الشرائية للنقود

- negative (or non-inflationary expectation) taxes or (high purchasing power of money negative tax)

واخذت تظهرها اسعار الفائدة الحقيقية وفق تعريف الاقتصادي الامريكي Irving Fisher وتوليدها لأثر الثروة الموجبة positive wealth effects وكأنها (منحة ضريبية). اذ كان ينبغي لها ان تشجع الانفاق والصراف وبشكل خاص الانفاق الاستثماري وتقوى من فرص الطلب الكلي للأفراد، بل نجد العكس ان ميول الافراد نحو الانفاق قد انخفضت جداً لتأثرهم بقيمة السيولة النقدية القوية والدخول المباشر في (مفارقة الازدهار الكينزية Keynesian paradox of thrift) ذلك بتفضيل الادخار المرغوب على الاستثمار المرغوب، طالما ان الاحتفاظ بالنقد يولد ثروة مضافة ذاتية بفعل قوة السياسة النقدية المتشددة.

مما تقدم نستنتج جلياً ان هناك ثمة تطابق بين مفارقة الازدهار الكينزية paradox of thrift من جهة وبين نظرية التكافؤ الريكاردو Ricardian equivalence من جهة اخرى في التأثير في سلوك الافراد النقدي وانكماش ظاهرة الانفاق الفردي على الرغم من اثر الثروة الموجب الذي ولدته قوة القيمة الخارجية والداخلية للدينار العراقي والتحول التدريجي فيهما نحو الارتفاع. اذ تحول السلوك النقدي تدريجياً نحو ظاهرة فخاخ السيولة gradual liquidity traps. وهو تطابق نقودي عكسي monetary reverse match لنظرية Barro في نفية للنظرية الكينزية من دور العجز الممول بالاقتراض وما يقوده الى انكماش الانفاق بسبب الفعل



أوراق في السياسة النقدية

الضريبي الذي سيستقطع الادخارات مستقبلاً ذلك في نقده للسياسة المالية الكينزية والتي تسمى اصطلاحاً Barro - Ricardian Equivalence كنا نوهنا سلفاً والتي اخذت حيزاً اوسع في كتابات Barro في بحثه المنشور في سنة ١٩٨٩:

Barro, R (Spring 1989). "The Ricardian approach to budget deficits". The Journal of Economic Perspectives. 3 (2): 37-54.

اذ يأتي التطابق النقودي العكسي monetary reverse match بين Keynes وبين Barro (في السياسة النقدية القائمة على اثر النقد العزيز في توليد عائد مستقبلي بسبب قوة العملة على خلاف السياسة المالية وعلى وفق التكافؤ الريكاردى وتحوط الافراد ادخارياً لمواجهة الضرائب وابعائها المستقبلية).

وهو ما نطلق عليه هنا اصطلاحاً ان جاز لي التعبير: بمفارقة تكافؤ ريكاردو النقودية Monetary Ricardian equivalence paradox

فالسوك الادخاري يقوم على اثر النقد العزيز في توليد الثروة ما يتطلب المزيد من الانكماش في الانفاق الفردي جراء دفع الضريبة السالبة او اللاتضخمية (او التي اسميتها بالمنحة الضريبية tax grant). وهنا يتماثل ما ذهب اليه Barro في نظريته بشأن التكافؤ الريكاردى وانعدام اثر التمويل بالعجز عن طريق الاقتراض من الافراد وتراجع الانفاق وخضوع مدخولات الافراد المقبلة الى الادخار وحالات انكماش الصرف بسبب (مفارقة الرفاهية الكينزية Paradox of thrift) على نحو مطابق لتكافؤ ريكاردو Ricardian equivalence لكي تسمى (مفارقة تكافؤ ريكاردو كما ذكرنا) وهو الامر الذي يسهم في منع الانفاق وتقوية انكماش الطلب الكلي والاثر التحفيزي لنمو النشاط الاقتصادي ولكن من جانب السياسة النقدية وليس السياسة المالية. وهذه حقا مفارقة ريكاردو Ricardian equivalence paradox التي اطلقنا عليها اصطلاحاً من جانبنا في ظل هذه المساهمة الفكرية.

ج- مفارقات الانفاق والسلوك النقدي في العراق: المرحلة الثانية.

اولاً: ادت السياسة النقدية التكميلية الملبية للنشاط الحقيقي للبنك المركزي العراقي Accommodative policy والتي آلت الى تخفيض سعر صرف الدينار العراقي ازاء



أوراق في السياسة النقدية

عملة الدولار بنحو ٢٣٪ وبأسلوب الصدمة shock ذلك في نهاية العام ٢٠٢٠، الى حصول اثرين مهمين، اولهما: رفع قيمة الايرادات النقدية الحكومية بالعملة الاجنبية ازاء معادلتها الديناري بنحو ٢٣٪ وهي تشكل اكثر من ٩٠٪ من إيرادات الموازنة العامة مما دعم من مناسيب السيولة المحلية بنسبة زيادة في (النقد الاساس) بما لا يقل متوسطها عن ٣٠٪ خلال عام واحد. ثانيهما: حصول تضخم جراء التخفيض ارتفعت فيه الاسعار خلال العام المنصرم ٢٠٢١ من تضخم كان يقترب من (الصفير بالمئة سنويا zero inflation) الى ارتفاع تدريجي بدأ يلامس اليوم (قراءة ٨٪ بالمئة سنويا) وهو آخذ في الصعود ويتوقع بلوغه ١٠٪ سنويا.

ثانيا: كما عد الاثر التضخمي الذي ولدته صدمة سعر الصرف بما يسمى بضرية التضخم inflationary tax وهي الضريبة التي ادتها السياسة النقدية بالتضحية بجانب من الاستقرار وعلى حساب انخفاض القوة الشرائية للأرصدة النقدية الحقيقية real money balances التي وفرت للمالية العامة ايرادا صافيا لم يقل عن ١٢ تريليون دينار في الموازنة العامة الاتحادية للعام ٢٠٢١ والتي ستكون نقطة النقاش الاساسية في موضوع كلفة الرفاهية ازاء التضخم لاحقا welfare cost of inflation.

ثالثا: مثل تخفيض سعر الصرف الدينار بالنسبة للموازنة العامة ولادة ظاهرة ما يسمى (بالتكييف النقدي monetary adjustment) اي تحقيق ايرادات اضافية للموازنة العامة نسبتها ٢٣٪ من قيمة الايرادات النفطية الدولارية السنوية للحكومة جراء فروقات التحويل، وهي تعد في الاحوال كافة من باب (الضرائب التضخمية inflation taxes) كما نوهنا آنفا. اذ ساعدت الايرادات الضريبية التضخمية في سد جانب مهم من جوانب العجز في الموازنة التشغيلية للعام ٢٠٢١ وبما يقرب من ٢٠ تريليون دينار (وبعد طرح ما يترتب من تخفيض على مدفوعات الحكومة الخارجية) فإن صافي ايرادات الضريبة التضخمية بات لا يقل تقديرها السنوي عن ١٢ تريليون دينار والتي اشرنا اليها في اعلاه. ولكن ثمة مسألتين لا بد من تداركهما:

(١) كان يجب ان يحصل (تكييفا ماليا fiscal adjustment) ملازما للتكييف النقدي في الايرادات المالية ونقصد هنا في الايرادات غير النفطية للحكومة فالمؤشرات المالية المتوفرة تدل ان ما هو مخطط من ايرادات غير نفطية في موازنة ٢٠٢١ هي بنحو ٢٠ تريليون دينار ولكن عمليا لم يتحقق منها سوى ٨ تريليونات دينار، يعني ذلك ان (ايرادات غير النفطية لم تحقق التكييفات المالية اللازمة) بل حلت الإيرادات النقدية الناجمة عن التكييف النقدي



أوراق في السياسة النقدية

monetary adjustment محل تدني تحصيله الضرائب المالية التقليدية وهو امر يقع على عاتق الادارة المالية في الاحوال كافة. اي حصل هناك احلال ضريبي تولد من السياسة النقدية بسبب (التكليف النقدي monetary adjustment) لمصلحة ضعف التكليف المالي في السياسة المالية كما ذكرنا. وهي ظاهرة اتكالية للسياسة المالية على السياسة النقدية.

(٢) استمرار ارتفاع معدلات التضخم وزحف الاسعار الى حافة الصعود ربما ستلامس نسبتها ٩-٨٪ ما سيولد اثرا يسمى باثر انخفاض الأرصدة النقدية الحقيقية وتدني القوة الشرائية للدخول النقدية ولاسيما دخول الطبقات الفقيرة والمحرومة والقوى المجتمعية محدودة الدخل.

د- السياسة النقدية امام مازق الكساد.

بقيت درجات التحول التي واجهتها السياسة النقدية في العراق من المرحلة الشديدة التحديات challenges في العام ٢٠٢٠ الى المرحلة العالية الفرص opportunities في العام ٢٠٢١ بسبب مفاجئات احدثتها دورة الأصول النفطية كمتغير خارجي على طبيعة الاقتصاد الربيعي للعراق بعد مغادرة الازمة الصحية العالمية COVID-19 اغلاقاتها lockdowns وحرب اسعار النفط طوال العام ٢٠٢٠ والتي مثلها ارتفاع معدلات العوز او العجز shortages في ثنائيي العجز الاقتصادي في العراق (اي عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات الذي تقلب في اشهر العام ٢٠٢٠ بين (سالب ٨٪ وسالب ٢٣٪) رافقهما انحدار في نمو الناتج المحلي الاجمالي الى قرابة (سالب ٩,٥٪ - ١٠,٥٪). في حين لامست البطالة مستويات عالية بلغت ٢٧٪ وزادت معدلات الفقر لتقارب ٣٣٪ من السكان. ومولت المالية العامة العراقية فجوة العجز في نشاط ميزانيتها للعام ٢٠٢٠ بسياسة التوسع بالدين العام الداخلي الذي زاد هو الاخر خلال عام واحد بنحو ٣٠ تريليون تقريباً فوق رصيده السائد وقت ذاك ليصبح اليوم قرابة ٧٢-٧٤ تريليون دينار كدين عام داخلي، ما يعني ان السياسة النقدية للبنك المركزي (تستحوذ حالياً على ٤٤ تريليون دينار من اجمالي رصيد الدين الداخلي انفا) واسهمت في سد احتياجات التمويل الحكومي في العام ٢٠٢٠ بحوالي ٢٠-٢٥٪ من الانفاق الحكومي الكلي اي التمويل بالتضخم او ما يسمى (بتنقيد الدين العام debt monetizing).



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK
www.iraqieconomists.net

أوراق في السياسة النقدية

فضلا عن استمرار هبوط الاحتياطيات النقدية بالعملة الاجنبية للبنك المركزي العراقي تحت ضغط الدفاع عن نقطة الاستقرار السعري طوال حالة الكساد التي اصابت الاقتصاد الكلي في العام ٢٠٢٠ ولاسيما الدفاع عن استقرار قيمة الدخل النقدي للأفراد ودعم مستوى المعيشة والقوة الشرائية للنفقات الحكومية والتي كلفت السياسة النقدية تناقص في الاحتياطي الاجنبي قارب ١٢ مليار دولار، في وقت ظلت السياسة النقدية تواجه (باحتياطياتها من النقد الاجنبي) مخاطر تردي الإيرادات النفطية لدعم الاستقرار في الاقتصاد الكلي و الحفاظ على القوة الشرائية للدينار العراقي.

وبناءً على ما تقدم، فقد شهدت البلاد ظاهرة ركودية وهي استمرار ما يسمى (بالتضخم الصفري zero inflation) اي ان هناك نموا سعريا سنوياً صار يلامس او يقترب من (صفر٪) ولاسيما عند احتسابه في الاشهر الاخيرة من العام ٢٠٢٠، في حين ظل السلوك النقدي للأفراد او طلبهم على النقود يتخبط في ممارسات فخ السيولة liquidity trap اي ان فخاً نقدياً عالياً اثر على سلوك الافراد النقدي وتعاظم الاحتفاظ بالدينار العراقي وانكماش الانفاق الاسري او العائلي بسبب ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي real interest rate الذي غدت بموجبه الفائدة الاسمية nominal interest rate اعلى من التضخم نفسه او حتى اعلى من مستويات توقعه. وازاء ذلك وبسبب كون النقد الاجنبي عملة عالية الندرة (العملة الصعبة) والدينار العراقي بات مقوماً فوق مقدرة الاحتياطيات على التغطية coverage التي انخفضت من اكثر من ١٠٠٪ الى اقل من ٨٢٪ ما يعني أمراجات يهدد الثروة الاحتياطية السيادية السائلة الساندة للاستقرار ويُعرض الاحتياطيات الاجنبية الى صدمة خارجية external shock شديدة الخطر. اذ حذر صندوق النقد الدولي من ان استمرار سعر صرف الدينار العراقي على هذا الارتفاع في اقتصاديات العجز سيؤدي لامحالة الى استنفاد الاحتياطي الاجنبي بجعله دون الخط الاحمر red tape خلال ستة اشهر، جراء الصدمة الاقتصادية الخارجية الناجمة عن تدهور النمو في الاقتصاد العالمي الذي دخل مرحلة الهبوط وبنحو (سالب ٤٪) في العام ٢٠٢٠ وما ولده من صدمة خارجية للاقتصاد الريعي العراقي.

وبناءً على ذلك اتخذت دائرة السياسة الاقتصادية العليا في البلاد خلال شهر كانون الاول /ديسمبر ٢٠٢٠ قرار تخفيضي على سعر صرف الدينار العراقي ازاء الدولار الامريكي بنسبة بلغت ٢٣٪ ضمن سياسة تسمى (fine tune policy) اي سياسة اتخاذ خطوات اقتصادية اصغر لتفادي مدهامة خطر اكبر على الاقتصاد الوطني مما لا يمكن مواجهته).



أوراق في السياسة النقدية

وهو الاجراء الذي ادى الى رفع تغطية الدينار العراقي coverage لقاء العملة الاجنبية الى ٨٣ ٪ بعد تردي التغطية وتوقع نزولها من ١٠٠ ٪ الى ٦٣ ٪ في نهاية العام ٢٠٢٠ والتي كان من المتوقع انخفاضها الى ٥٠ ٪ بعد مدة قصيرة ايضاً، ذلك في ضوء تعاضد تمويل الانفاق الحكومي عن طريق (التمويل بالتضخم او تنقيد الدين العام) وفي اتجاه تصاعدي. اذ جاء قرار التخفيض عبر استخدام ما يسمى (بصدمة التخفيض المباشر في سعر الصرف) تتناسب مع الصدمة التي يولدها العجز المفاجئ في حركات ميزان المدفوعات. اذ اشر ايضاً متوسط عائد برميل النفط العراقي المصدر انخفاضاً في معدله السنوي بلغ اقل من ٣٨ دولار في العام ٢٠٢٠ مع صادرات نفطية امست هي الاخرى تجري بكميات اقل من متوسطات الانتاج ومستويات التصدير عن السنوات السابقة وبنحو تخطى واحد مليون برميل يومياً ذلك استناداً الى (اتفاق اوبك بلص للقضاء على التخممة النفطية oil glut في سوق الطاقة التي زادت على ١٠ ٪ فوق مستوى الطلب واستمرت لغاية الاشهر الاولى من عام ٢٠٢١) ذلك مقارنة بأسعار النفط التي كانت سائدة في العام ٢٠١٩ والبالغة متوسطاتها بنحو ٦٣ دولار للبرميل مع كميات مصدرة اوسع من كميات انتاج وتصدير عام ٢٠٢٠ بقرابة واحد مليون برميل يومياً.

هـ - تطور السياسة النقدية نحو جانب الاصول في النظام المصرفي.

(١) في ضوء حالة الكساد الكبير الذي شهده الاقتصاد العراقي في ثلاثية (النمو الصفري السعري والاتجاه السالب للنمو في الناتج المحلي الاجمالي وارتفاع البطالة بمرتبين عشرين في نهاية العام ٢٠٢٠) بدأت السياسة النقدية للعراق بالتحول في اختيار اهدافها الوسيطة intermediate targets نحو تنشيط الانفاق الكلي او الطلب الفعال وتحفيز النمو الاقتصادي والتحول من سياسة مقيدة tighten تستهدف التضخم فحسب الى سياسة نقدية ملبية Accommodative policy تلبى النشاط الاقتصادي الحقيقي، ذلك من خلال التأثير في السلوك النقدي صوب رفع درجة سرعة تداول النقود والانتقال بوظائف الطلب النقدي وتشكيل دواله نحو التعاطي بالمعاملات بدلا من التحوط الفائت بالادخار النقدي دون الاستثمار والوقوع في فخاخ السيولة. وان الهدف الوسيط للسياسة النقدية intermediate target في هذه المرحلة لا بد ان يتعاطى مع جانب الاصول او الموجودات Asset side في الميزانيات العمومية للسوق المالية عموما ومصرفية خصوصا، ذلك بالتركيز على سيولة الاقتصاد وتعظيمها ورفع كفاءة الانفاق الكلي واطلاق اشارات سعرية وكمية من جانب الاهداف التشغيلية واستخدامها الفاعل للأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية والتي تولت



أوراق في السياسة النقدية

بالإضافة الى عمليات التيسير الكمي quantitative easing التي مارسها البنك المركزي العراقي لتعظيم عرض النقد ذلك بخصم حوالات الخزينة بسعر فائدة منخفض متوسطه ٣٪ سنويا عبر عمليات السوق الثانوية المفتوحة، جاءت مبادرات البنك المركزي الائتمانية او ما يسمى بالتيسير الائتماني credit easing في منح صناديق ومصارف الاسكان قروض ميسرة (طويلة الاجل خالية من الفائدة) مع قروض تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة وبقوة تمويل زادت على ثلاث مليارات دولار امريكي، والتي اكدت جميعها ان ثمة تحول في السياسة النقدية اتجهت نحو جانب الأصول asset's side مستهدفة الاقتصاد الحقيقي هذه المرة عبر تعظيم سيولة الاقتصاد العامة وتحريرها والتصدي لفخاخ liquidity traps التي تراكم الادخارات دون تفعيل الجانب الاستثماري في الانفاق. وهنا ارتفع (النقد الاساس M-0) الى رصيد زاد على ١٠٦ ترليون دينار في نهايات العام ٢٠٢١ مقارنة بنحو ٧٥ ترليون دينار في مطلع العام ٢٠٢٠).

وبناء على ما تقدم، فقد اخذ النظام النقدي في العراق ومنذ العام ٢٠١٥ منحاً تدريجياً مختلفاً في اختيار (الهدف الوسيط) وتحقيق مسار اخر لميكانيكية الانتقال النقدي وهو ما يسمى بقنوات الائتمان المتفوقة super credit channels وهو اتجاه سبق ان تبناه الاقتصادي الامريكي Ben Bernanke الذي ركز على الهدف الوسيط في تعظيم سيولة الاقتصاد ودورها في مؤازرة العمليات الائتمانية من خلال التركيز على جانب الاصول assets في الميزانيات العمومية للمصارف كما ذكرنا. اذ تشكل مسالة تعظيم السيولة liquidity في الاقتصاد واتاحة الائتمان مفتاح الانفاق الكلي وتحفيز النمو الاقتصادي الحقيقي. ففي دراسة نشرها. Bernanke في العام ١٩٩٥ تحت عنوان:

Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. 1995. "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4): 27-48.

بين (برنانكي) في دراسته انفا، ان نظرية قناة الائتمان في (ميكانيكية الانتقال النقدي MTM) او انتقال السياسة النقدية، ستؤدي لامحالة الى تقييد مشكلات المعلومات المجترأة او المشتتة في اسواق الائتمان والتي تتدهور حالتها وتسوء في فترات تطبيق السياسة النقدية المقيدة او تقييد النقود tighten money.



أوراق في السياسة النقدية

ويرى (برنانكي) ان تزايد كلفة العلاوات او كلفة اقساط التمويل الخارجي على الاقتصاد (اي الفرق في التكلفة بين الاموال الداخلية والاموال الخارجية) تعزز دوما تغير في السياسات النقدية وتأثيرها على الاقتصاد الحقيقي (ولاسيما تبني السياسة النقدية الملبية غير المقيدة Accommodative policy على تنشيط الاقتصاد الحقيقي).

٣- نظرية تكلفة الرفاهية الناجمة عن ضريبة التضخم والتكافؤ الريكاردوي.

أ - منذ ان تناول الكاتب الاميركي مارتن بيلي Martin Bailey في العام ١٩٥٦ في مقاله الذي حمل عنوان: كلفة الرفاهية على التمويل التضخمي

Bailey, Martin (1956). "The Welfare Cost of Inflationary Finance". Journal of Political Economy. 64 (2): 93-110.

بدء الاقتصاد الكلي يأخذ في الاعتبار كيف تشمل (تكلفة الرفاهية التي يسببها التضخم) في التغيرات في الرعاية الاجتماعية الناجمة عن ذلك التضخم نفسه. اذ عد تأكيد (مارتن بيلي) ومن بعده (ملتن فريدمان) في العام ١٩٦٩ ان الارصدة النقدية الحقيقية real money balances اشبه ما بالسلعة الاستهلاكية وان التضخم هو بمثابة ضريبة tax تفرض على تلك الارصدة الحقيقية. اذ يتم احتساب كلفة الرفاهية بتحديد المساحة الواقعة تحت منحنى الطلب النقدي. وعلى الرغم من ان الكاتبين Fischer و Lucas قد توصلا في بحثيهما منذ العام ١٩٨١ ان الوزن الثقيل من كلفة الرفاهية welfare cost هي منخفضة جدا ولا تتعدى عند فشر ٣،٠ بالمئة من قيمة الناتج المحلي الاجمالي عندما يرتفع التضخم من (صفر) بالمئة الى (١٠) بالمئة باستخدام الاساس النقدي، الا ان التقدم الحاصل في القياس الاقتصادي قد اظهر تزيادا مهماً في كلفة الرفاهية welfare cost ازاء ضريبة التضخم . inflation tax . فالكاتب الاقتصادي Lagos وزملاءه قد توصلوا الى نتائج مغايرة لتلك التي جاء بها Lucas و Fisher وغيرهما في بحثهم المنشور في العام ٢٠٠٥ بعنوان:

Lagos, Ricardo; Wright, Randall (2005). "A Unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis". Journal of Political Economy. 113 (3): 463-84



أوراق في السياسة النقدية

موضحين ان كلفة الرفاهية welfare cost جراء التضخم السنوي البالغ ١٠ بالمئة لا تقل كلفتها عن ٣-٤ بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي.

ب- في ضوء ما تقدم، ولو تم التسليم بنتائج logos وفريقه آنفاء، فان كلفة الرفاهية في العراق في نهاية العام ٢٠٢١ ستحتسب بافتراض مفاده ان التضخم السنوي لامس (٨ بالمئة) وان كلفة الرفاهية welfare cost هي بنحو (٣ بالمئة) من الناتج المحلي الاجمالي المقدر بنحو ١٧٨ مليار دولار، فإن الكلفة المذكورة على الرفاهية في العراق welfare cost ستكون بنحو ٨ تريليون دينار وهي ضريبة تضخم inflation tax اقتطعت من الارصدة النقدية الحقيقية للأفراد من حاملي الدينار العراقي (حصريا) من خارج قوى الدولار dollarisation في الاقتصاد.

ج- واخيرا، لابد من تدقيق تكافؤ ريكاردو Ricardian equivalence ودوره في موضوع التضخم وكلفة الرفاهية welfare cost فبقدر تعلق الامر بالأرصدة النقدية الحقيقية للأفراد وعدها بمثابة سلعة استهلاكية يمكن القول ان افراد المجتمع الاقتصادي في العراق هم فئتان الاولى، من حائزي الارصدة النقدية الحقيقية بالدينار قد تعرضوا (جراء ضريبة التضخم) الى التأثير بالخسارة losses بارتفاع كلفة الرفاهية التي فرضتها ضريبة التضخم بشكل مباشر على ارصدتهم الحقيقية وهم امسوا في نطاق نظرية اللاتكافؤ الريكاردو Non Ricardian equivalence

اما الفئة الثانية من الافراد، وهم الفئة (المدولة جزئيا partial dollarisation) فإنها ستخضع بشكل او بآخر الى نظرية التكافؤ الريكاردو اذا جاء التضخم بسبب هبوط سعر صرف الدينار مما ولد تعويضا متكافئا equal compensation من ارتفاع الارصدة النقدية الحقيقية بالعملة الاجنبية وهي تعادل كلفة الرفاهية على ارصدتهم النقدية الحقيقية بالدينار العراقي.

٤- الاستنتاجات

أ- على الرغم من اختلاف Barro مع Keynes في موضوع اثر الانفاق في السياسة المالية على النشاط الاقتصادي وتقييم اثرهما في انكماش السلوك الانفاقي للأفراد ولاسيما تأثيرات عجز الموازنة على النمو الضريبي المستقبلي ولجم سلوك الانفاق الفردي بسبب التنامي الادخار



أوراق في السياسة النقدية

الفردى لسد العبء الضريبي على الدخل مستقبلا مقابل سد العجز في الموازنة بالموارد الضريبية كما جاء به Barro، إلا أن الاقتصاديين Keynes و Barro يلتقيان في نقطة السياسة النقدية، إذ تصبح مفارقة الرفاهية paradox of thrift لجون كينز الرديف لتكافؤ ريكاردو Ricardo equivalence عند تطبيق السياسة النقدية المتشددة على سلوك دالة الطلب النقدي وانعكاساتها على انكماش الانفاق لبلوغ تكافؤ ريكاردو نفسه وهذا ما دعاني أن أطلق عليه اصطلاحاً:

- (مفارقة تكافؤ ريكاردو النقدية Monetary Ricardian equivalence paradox). وهو اسهام فكري استنباطي).

ب- توصلت الدراسة الى ثمة علاقة بين نظرية التكافؤ الريكاردى Ricardian equivalence ونظرية كلفة الرفاهية للتضخم welfare cost of inflation يكون التضخم هو بمثابة ضريبة tax تفرض على الارصدة النقدية الحقيقية للأفراد، ولكن في مجتمع اقتصادي ثنائي العملة (ومدولر جزئياً) فإن نظريتين تظهران مضمونهما بين كلفة الرفاهية والتكافؤ الريكاردى، فالأولى: ترتبط كلفة الرفاهية welfare cost جراء التضخم ارتباطاً مباشراً بنظرية التكافؤ الريكاردى Ricardian equivalence لشريحة الافراد التي تتناصف ارصدها النقدية الحقيقية (افتراضاً) بين الدينار العراقي والدولار الامريكى بسبب قدرتها على (تعويض) ضريبة التضخم المفروضة على ارصدهم النقدية بالدينار ذلك بارتفاع قيمة ارصدهم من العملة الاجنبية مع انخفاض سعر صرف الدينار العراقي او حتى التضخم نفسه. والثانية، هي الفئة التي تمثل ارصدها النقدية الحقيقية بالدينار (والتي لا تمتلك التعويض بكل اشكاله) فإن كلفة الرفاهية welfare cost ستلتقي بنظرية اخرى هي اللاتكافؤ الريكاردى - Non Ricardian equivalence لامحالة. ■

(*) باحث وكاتب اقتصادي أكاديمي، نائب محافظ البنك المركزي الأسبق، والمستشار المالي لرئيس الوزراء العراقي



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK
www.iraqieconomists.net

أوراق في السياسة النقدية

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الإشارة إلى المصدر. 5 كانون الثاني 2022

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