



# د. مظهر محمد صالح\*: السيادة النقدية: بين التحرر المالي وقيود الامتثال

## ١- الاطار المفاهيمي:

أ- إن المعنى العمومي للسيادة النقدية *monetary sovereignty* ينصرف الى سلطة الدولة في ممارسة السيطرة القانونية الحصرية على عملتها عبر وظائف البنك المركزي، بكونه السلطة الحصرية لتعيين كميات العملة وقيمتها كوسيلة مدفوعات، إزاء عصرنا المعولم مالياً بكل شكلياته ومخلفاته. ويشار إلى مفهوم السيادة النقدية بإسم "الويستفالية" أو *Westphalian monetary sovereignty* ذلك على وفق المفهوم الويستفالي<sup>1</sup>، إذ تتمثل السيادة النقدية في قدرة الدول على إصدار أموالها النقدية الخاصة بها، فضلاً عن تنظيم استخدامها داخل حدودها بشكل مستقل. ويستخدم الاكاديميون النقديون اليوم عادة مفهوم السيادة النقدية بطريقة "الويستفالية". وفي ضوء هذا التعريف، تتمتع الدولة التي لديها عملتها الخاصة بالسيادة النقدية في حين لا تتمتع بها جميع الدول الأخرى، ولاسيما الدول التي تنضم الى اتحاد نقدي ما يعني التخلي عن سبل السيادة على المال. فالسيادة النقدية "الويستفالية" - *Westphalian monetary sovereignty* تتوسع ايضاً وتقوم على ثلاثة معايير وتتمحور حولها وهي: استقلالية ادارة النقد وصداره ونظام الصرف. وتتأثر سلباً بثلاثة عوامل اساسية تخص النظام النقدي:

<sup>1</sup> يرد التعريف التالي للمفهوم في الموسوعة الحرة:

نظام ويستفاليا، المعروف أيضاً باسم السيادة الويستفالية، هو مبدأ في القانون الدولي ينص على أن كل دولة لها السيادة الحصرية على أراضيها. وقد تطور هذا المبدأ في أوروبا بعد صلح ويستفاليا عام 1648، استناداً إلى نظرية الدولة لجان بودين Jean Bodin وتعاليم القانون الطبيعي لهيوغو غروتوسوس Hugo Grotius فهو يشكل الأساس للنظام الدولي الحديث للدول ذات السيادة، وهو منصوص عليه في ميثاق الأمم المتحدة، الذي ينص على أنه "لا شيء... يجيز للأمم المتحدة التدخل في الشؤون التي تكون في الأساس ضمن الولاية القضائية الداخلية لأية دولة".

راجع: [https://en.wikipedia.org/wiki/Westphalian\\_system](https://en.wikipedia.org/wiki/Westphalian_system) (المحرر)



## شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK  
www.iraqieconomists.net

### أوراق في السياسة النقدية

- الدولرة dollarisation
- مجلس العملة currency board
- الاتحاد النقدي او اتحاد العملة currency union

وهنا تمتحن جدلية العلاقة بين (استقلالية السلطة النقدية والسيادة النقدية) ما يقتضي التحري عنها في فرضية الثلاث المستحيل The impossible trinity وهي المعضلة التي يستحيل فيها الجمع بين ما يسمى بالثلاثية المحيرة trilemma وهي: السياسة النقدية المستقلة ونظام الصرف الثابت (او شبه ترتيبات مجلس عملة) وحرية انتقال رؤوس الاموال، وعلى النحو الذي قدمه الكاتبان Mundel- Fleming<sup>2</sup>.

ب- استنادا الى التدابير التي ستعتمدها السلطة النقدية في بلادنا في رسم آليات وادوات حرية التحويل الخارجي للتخفيف من غلواء سوق الصرف الموازية والاضطرابات السعرية الحاصلة ازاء ذلك، ولكون البنك المركزي العراقي بطبيعته هو صانع السياسات اللازمة لتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار، وان استمرار دوره المباشر الحالي في تمويل التجارة الخارجية من خلال نافذة العملة الاجنبية واختلاطها بالسياسة التجارية شبيه الحرة والسياسة المالية بضعف ادواتها الكمركية والضريبية، جعل من دور الاهداف التشغيلية للسياسة النقدية في بلوغ الاستقرار السعري مشوشاً في نطاق التدخل التعقيمي sterilised intervention لضبط مناسيب السيولة النقدية من جهة، واستدامة تمويل الموازنة بالسيولة نفسها من جهة اخرى.

وبناء على ذلك، ستنتقل مهام نافذة تمويل التجارة الخارجية للقطاع الاهلي الى مسار بديل يتجسد بالعلاقات المباشرة بين المصارف التجارية المحلية وعملياتها الدولية مع مراسليهم من البنوك الاجنبية foreign correspondent banks،

<sup>2</sup> للتعريف بأساسيات النموذج الذي قدمه الكاتبان، راجع: <https://www.investopedia.com/terms/t/trilemma.asp>

(المحرر)



## أوراق في السياسة النقدية

وسيقترن دور البنك المركزي على مهام التغذية بالعملة الأجنبية للعمليات الخارجية ومراقبة الامتثال. ويتم ذلك دون الخلاص من خواص الاقتصاد الاحادي الريعي التي ستتطلبها العلاقات الجديدة للتعاطي مع ذراع استقرار السوق من جهة وذراع الدولة ومواردها الريعية الاجنبية من جهة اخرى، دون اغفال ان البنك المركزي هو بنك الدولة المهيم على ادارة الاحتياطات الاجنبية للبلاد.

ومن الضروري هنا التنويه ان الحساب الجاري لميزان المدفوعات العراقي يمثل بأساسياته العلاقة بين الفائض والعجز من جهة وتطور نمو العرض في العملة الاجنبية من جهة اخرى. فالصادرات النفطية وعوائدها توفر من الناحية البديهية الاساس او الجزء الاجنبي في تكوين محفظة موجودات البنك المركزي الاحتياطية وهو ما يسمى بأساس الموارد resources base عند النظر الى مركبات القاعدة النقدية Mo، في حين ان طلب السوق على العملة الاجنبية لأغراض تمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص، مازالت تشتق منه درجة استقرار السيولة النقدية او ما يسمى بقاعدة الاستخدام او الاستعمال uses base اي الاساس النقدي ايضا (Mo) ولكن من جانب المطلوبات النقدية التي تقابل الموجودات عموما ومنها الاصول الاجنبية على وجه الخصوص.

لذا فإن ثمة ارتباط في توفير الاستقرار في المستوى العام للأسعار او السيطرة على التضخم، يتمثل بتوازن عرض النقد والطلب عليه داخليا، وتوازن الصادرات والاستيرادات في الحساب الجاري لميزان المدفوعات خارجياً (اي التوازن المزدوج بين سوق النقد الداخلية من جهة والحساب الجاري لميزان المدفوعات من جهة اخرى).

واستناداً الى نظرية التوازن العام التي جاء بها الاقتصادي ليون فالراس Walras فإن تحقيق التوازن في سوقين سيؤدي لامحالة الى توازن السوق الثالثة، وهذا ما تعمل عليه السياسة الاقتصادية من توازن بين السوقين النقدية والحقيقية لبلوغ الاستقرار في سوق العمل عبر فعالية متكاملة للتنمية المستدامة.



## أوراق في السياسة النقدية

ولكن ستبقى التنمية المستدامة في القطاعات الحقيقية هي المسؤولة عن استقرار حركة الحساب المالي في ميزان المدفوعات وتحركاته في الامد الطويل. منوهين في الوقت نفسه بانه مالم تتعاضم مستويات التنمية وسياساتها في القطاع الحقيقي والتنوع القطاعي في الاقتصاد الوطني خارج ريعية الاقتصاد نفسه، فإن حساب راس المال او الحساب المالي لميزان المدفوعات سيبقى يؤدي دور القلق الاكبر او دور الضوضاء العشوائية الملونة colorful stochastic noises في توازن سوق النقد، أي التأثير في استقرار العلاقة بين الحساب الجاري لميزان المدفوعات والتوازن في سوق النقد.

وعليه فإن الرابطة بين النمو الاقتصادي والاستقرار السعري عموماً واستقرار اسعار سوق الصرف خصوصاً ستبقى الشغل الشاغل للسياسة الاقتصادية في بلادنا.

### ٢- فرضية الدراسة:

في ضوء ما تقدم، تذهب فرضية الدراسة الى تحري العلاقة المتناقضة ودرجة تعمقها بين الاستقلالية القانونية للبنك المركزي العراقي من جانب وبين السيادة النقدية في تبني نظام صرف (مازال مرتبطاً ارتباطاً مباشراً pegged بعملة ربط دولة الامتثال) من جانب آخر، والاشتراطات التي وضعها الامتثال الدولي على العراق في تحريك امواله الاحتياطية الخاصة لتمويل التجارة الخارجية للقطاع الاهلي في اقتصاد ريعي مازال شديد الاحادية والمتعلق مباشرة في تحركات السيولة المحلية وضبط مناسبتها في سوق النقد.

### ٣- سيناريو المآزق الراهن للأهداف التشغيلية في السياسة النقدية:

أخذت الاهداف التشغيلية (operational targets) للسياسة النقدية اتجاهاً انقسامياً (فرضته منصة الامتثال على عمليات التحويل الخارجي وذلك منذ اكتوبر 2021 مما زاد من احتقان السوق الموازية للصرف وارتفاع درجات الضوضاء الملونة فيها coloured noises كما ذكرنا سابقاً، ذلك دون توافر القدرة الكافية في خفض الفوارق السعرية بين سعري الصرف الرسمي والموازي التي ارتفعت



## أوراق في السياسة النقدية

من معدلات فروقها الطبيعية البالغة 2% لتبلغ 20%، رافق ذلك تبدل في الأدوات والاساليب المتصلة بعمليات السياسة النقدية (ادوات الاهداف التشغيلية) وتغير واجهة نافذة العملة الاجنبية وانتقالها الى مستوى علاقات الصيرفة الدولية المباشرة دون توسط عمليات نافذة البنك المركزي بشكل مباشر كعمليات سوق مفتوحة open market operations، الامر الذي قاد الى التحري عن ادوار بديلة لسياسة عمليات سوق الصرف لضبط مناسيب السيولة المحلية بغية السيطرة على تركيب القاعدة النقدية base money Mo والتحكم بمعدلات نموها بعد ان فرضت عليها أدت الى انقلاب في (exogeneity خارجيتها) تعمق مفهوم (endogeneity داخليتها)

اضافة الى هيمنة المالية العامة fiscal domination ليتشكل محورين من محاور (الهيمنة) على نمو القاعدة النقدية: احدهما هيمنة (الامثال الدولي) وهيمنة (المصارف المراسلة) المعنية في تسيير تمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص العراقي؛ والآخر هيمنة (السياسة المالية نفسها في التحكم بموجودات البنك المركزي ومن ثم الاساس النقدي). وهي الظاهرة الانقسامية الثنائية التي ولدت مأزق فاعلية (الاهداف التشغيلية) المعنية في بلوغ الاستقرار النقدي ضمن ما يسمى بظاهرة الانتقال النقدي monetary transmission mechanism لتلامس (الاهداف الوسيطة) حتى بلوغ التوازن النقدي نفسه، وهو ما يقتضي تحليلاً لمسارات السياسة النقدية المقبلة وتقييم كلفة التغيير على استقلالية البنك المركزي العراقي والمنصوص عليها بموجب قانونه رقم 56 لسنة 2004 وعلى النحو المتوقع الآتي:

أ- هناك نسبة 20% من مصارف البلاد ستحصل على credit lines علاقات مصرفية دولية مباشرة بشكل خطوط ائتمان مصرفية في بلدان منطقة الدولار سواء من فروع مصارف امريكية او من مصارف مقبولة امريكياً بعملات الشركاء التجاريين من دول الجوار لتمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص او اي تمويلات اخرى بالدرهم الاماراتي او الليرة التركية وسيدخل اليورو بشكل او بآخر، اي ان المصارف الاقليمية الاماراتية والتركية ستكون مدعومة أو مقبولة من منصة الامثال وبشكل غير مباشر (بكونها مرتكز لامتثالات مالية دولية فريدة) وان تسديد كلفة الخط الائتماني الواحد الى المصرف المراسل بعد تمويل التجارة او التحويلات



## شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK  
www.iraqieconomists.net

### أوراق في السياسة النقدية

الآخري لمصلحة القطاع الخاص (بتوسط المصارف العراقية) لابد من اتمامها من خلال البنك المركزي العراقي باحتياطاته النقدية الساندة لاستقرار قطاع التجارة الخارجية.

ب- يتولى المصرف المحلي تسوية المبالغ (التي جرى تعزيزها لمصلحته بالعملة الاجنبية) بالدينار مع البنك المركزي العراقي عاجلاً ام آجلاً. منوهين ان هناك 18 مصرفاً اهلياً مُعاقباً لا يحق لهم التعاطي بالتحويل الخارجي، اذ ستقتصر عملية تمويل التجارة (من خلال المصارف الاجنبية المراسلة) على المصارف المحلية غير المعاقبة. وربما سيكون هناك بنك تغطية اجنبي coverage banker يتولى عمليات التمويل بالإئابة عن البنك المركزي ازاء استخدام الخطوط الائتمانية لدى المصارف الاجنبية المراسلة مع المصارف المحلية. مع العرض ان البنك المركزي قد يستمر بتمويل الدولار النقدي للسوق المحلية الى اجل غير مسمى، كما يمكن افتراضاً للمصارف الاهلية، وبنطاقات منضبطة، توريد النقد الأجنبي وعلى وفق ضوابط تعمل بموجبها البنوك المركزية الدولية الموردة عملاتها الى السوق المحلي وعلى وفق ضوابط البنك المركزي العراقي الصادرة بهذا الشأن.

ج- ان تحول نافذة العملة الاجنبية لتصبح بيد المصارف المراسلة وحيازتها، سيجعل من البنك المركزي دائرة تسوية ومراقبة للتصرفات المالية للتحويل الخارجي، اذ ستتولى المصارف المراسلة الاجنبية عمليات تسديد وتسوية الالتزامات المترتبة عن خطوط الائتمان المقدمة مع المصارف المحلية، لتجري بعدها عمليات التسوية في معادلة ثلاثية الاطراف بين البنك المراسل والمصرف المحلي والبنك المركزي لتحل كآلية تسوية قيديّة محل نافذة عمليات العملة الاجنبية التقليدية.

### ٤-سيناريو تحرير الحساب المالي لميزان المدفوعات BOP Financial :account liberalisation

ستؤدي الترتيبات المصرفية الجديدة في تمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص (من خلال الربط المباشر بين المصارف المحلية والمراسلين من المصارف الخارجية) الى حصول تحول في عمليات السياسة النقدية لضبط الاستقرار النقدي





## أوراق في السياسة النقدية

(القائمة على مرتكز الاستقلالية الواسعة للسياسة النقدية) ذلك بعد ان يتم الغاء نافذة بيع وشراء العملة الاجنبية، لتصبح عمليات السياسة النقدية دالة لتأثير ضغط العلاقة بين المصارف المحلية والبنوك المراسلة (سواء الامريكية منها او المرتبطة بها رقابيا بعملات اخرى كالدرهم الاماراتي او الليرة التركية وغيرها) ما سيعرض استقلالية البنك المركزي الى الهبوط الى ادنى نقطة في ادارة السياسة النقدية، ذلك للتلاحم المباشر بين نظام الصرف الثابت مع السياسات النقدية للبلد المصدر للعملة الاحتياطية، ولاسيما الدولة الاولى اقتصادياً والقائدة لمنطقة الدولار في العالم. لذا فإن ضغط السوق الموازي للصرف سيسمح بخطوط الائتمان التي يوفرها المراسلون لتمارس دور التحرير التدريجي للحساب المالي لميزان المدفوعات financial account بمرونة عالية ذلك انسجاماً مع أحكام المادة 28 من قانون البنك المركزي العراقي التي تسمح بحرية التحويل الخارجي البسيط غير المقيد. وهذا ما بدأ يحصل فعلاً بالسماح للتحويلات الرأسمالية المحددة لأغراض الاستثمار العقاري خارج البلاد او تغذية حسابات مقيمة وغير مقيمة في مصارف خارجية بشكل تصاعدي. باستثناء ان حركة تلك الحسابات المتعلقة بالتحويلات الخارجية وتحريرها سيرتبط صعودها وهبوطها ارتباطاً وثيقاً بدورة الاصول الاحتياطية للسلطة النقدية، اما (بالتضييق) عند هبوط دورة الاصول الاحتياطية (ليقتصر الامر على تحرير الحساب الجاري current account لميزان المدفوعات دون الحساب المالي في ذلك الميزان) او بتخفيض قيمة العملة المحلية وقبول هامش من التضخم لقاء الابقاء على استراتيجيات تحرير حسابي ميزان المدفوعات (المالي والجاري) وهي حالة هجينة في التحرر المالي وتقرب البلاد الى حالة من شبه السيادة النقدية semi monetary sovereignty بسبب نظام الصرف الثابت.

### ٥-سيناريو الهبوط المزدوج لاستقلالية السياسة النقدية:

ان الغاء نافذة عمليات العملة الاجنبية وتوكيلها الى المراسلين من المصارف الاجنبية، ستضعف بلا شك او تصادر قوة عمليات السياسة النقدية في السيطرة المباشرة على القاعدة النقدية (مالم تقيد حرية التحويل الخارجي) ازاء هبوط استقلالية البنك المركزي في ادواته التشغيلية لتصبح الاخيرة تابعة بشكل غير مباشر لسياسات بنوك مركزية دولية تعمل مصارفها المراسلة ضمن منطقة الدولار حالياً.



## أوراق في السياسة النقدية

اذ ستكون سياسة التدخل التعقيمي sterilisation دالة مباشرة لنوافذ عمل المراسلين في المصارف الاجنبية وهي مصارف تخضع في الاحوال كافة للسياسة النقدية لبلدانها اي ان الاهداف التشغيلية وعمليات السوق المفتوحة OMO ستصبح ايضاً دالة مباشرة لعمل المصارف المراسلة foreign correspondent banks، ما يعني ان السياسة النقدية للبنك المركزي ستكون متأثرة بالسياسة النقدية التي تعتمدها البنوك المركزية التي تخضع لها المصارف المراسلة نفسها وعلى وفق سياساتها في التعاطي مع المصارف العراقية.

وإذا ما اخذنا بالاعتبار هيمنة المالية العامة fiscal dominance (لكون الإيرادات النفطية عبر السياسة المالية وعموم الدخل الحكومي هما مرتكز دالة الطلب النقدي التي تهيمن على تحركات عرض النقد وتحولها الى داخلية عرض النقد money supply endogeneity) لتمسي السياسة النقدية شبه تابعة لعمليات السياسة المالية وادواتها. وهو الشق الاخر في اضعاف استقلالية عمليات السياسة النقدية.

### ٦-، مما تقدم يمكن التوصل الى الاستنتاجات الآتية:

أ- ان ثمة ارتباطاً طردياً مباشراً بين السيادة النقدية واستقلالية البنك المركزي يمكن تشخيصه على النحو الآتي:

اولاً- ان القيد المالي الخارجي الناعم external soft financial restriction الذي مثلته (منصة الامتثال) منذ اكتوبر 2022 قد انتهى الى سياسة دولية جديدة يمكن وصفها بانها شبه تحول او مصادرة لنافذة العملة الاجنبية semi confiscated لتكون عندها تحركات سوق الصرف مرتبطة مباشرة بمقدار حيازة المصارف (المراسلة) للعملة الاجنبية وتحديد المصارف العاملة في منطقة الدولار والمقبولة لوجسنيًا في اطار النظام المالي للولايات المتحدة (اي بكونها اذرع مالية تتسلل بيسر عبر مكتب السيطرة على الموجودات الخارجية التابع للخزانة OFAC كجهة رقابية امريكية على حركة المدفوعات الدولارية او المحولة من الدولار الى عملات اخرى ولمصلحة تمويل التجارة الخارجية والتحويلات المالية الاخرى





## شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK  
www.iraqieconomists.net

### أوراق في السياسة النقدية

للمصارف المحلية). مما يعني ان القيد المالي الخارجي الناعم هو قيد على السيادة النقدية بفعل الهيمنة المالية الدولية.

ثانياً- ان انقساماً خفياً hidden division في نافذة عمليات السياسة النقدية بالعملة الاجنبية لا بد من ان يحصل! اي نافذة البنك المركزي لشراء الدولار من الحكومة من عوائد النفط (وهي نافذة داخلية) لقاء اصدار الدينار؛ وهناك نافذة اخرى لتسديد العملة الاجنبية عن خطوط الائتمان الممنوحة للمصارف المحلية (نافذة خارجية) اي تجزئة النافذة Splitting of the FX Window بين الداخل والخارج بفواصل زمنية مختلفة اذ ربما سيقود البنك المركزي الى منح المراسلين خطاب ضمان اساسي Grand LC لقاء خطوط الائتمان الممنوحة للمصارف المحلية.

ولكن بالمقابل لا بد من ان يحتفظ البنك المركزي باحتياطات نقدية تجارية بالدينار تستوفى من المصارف المحلية لقاء خطوط الائتمان الممنوحة لها من المراسلين حسب مرونة الخط الائتماني والتزامات السلطة النقدية في تغذية حسابات المراسلين بشكل مباشر او غير مباشر وهي عملية ستخضع لإرادة المصارف الاجنبية المرسله في تنفيذ التزاماتها.

ثالثاً- وبناءً على ما تقدم فإن عملية التعقيم sterilisation او التدخل التعقيمي للسيولة المحلية التي مر ذكرها (كواحدة من اهم ادوات عمليات السوق المفتوحة OMO) ستجري بشباكين dual windows احدهما (خارجي) والآخر (داخلي) وبينهما شيء من التباطؤ الزمني time lag احياناً او التسابق الزمني time lead احياناً اخرى، ولكن سيعتمد الامر في الاحوال كافة على مهارة صناع عمليات السياسة النقدية لبلوغ الاهداف التشغيلية بالموديل الجديد المزدوج النوافذ او الشباكين.

رابعاً- ستصبح قدرة السياسة النقدية على ضبط مناسب السيوولة المحلية من خلال سرعة وقوة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية intervention policy دالة لسرعة ومرونة خطوط الائتمان الممنوحة او ربما لسرعة تغذية البنك المركزي للمصارف المرسله الاجنبية وبتحولات نقدية مضمونة بالعملة الاجنبية ازاء



## أوراق في السياسة النقدية

خطوط الائتمان الممنوحة من تلك المصارف الاجنبية الى المصارف المحلية لتمويل التجارة الخارجية للقطاع الاهلي او غيرها.

خامساً- ان اشارة سعر الصرف ضمن الاهداف التشغيلية للسياسة النقدية ستكون داخلية endogenous وتقع تحت تأثير وضغط متغير خارجي في الاحوال كافة exogenous تفرزه الى حد ما سياسات المصارف الاجنبية المراسلة من جانب، في حين ان توافر الاحتياطات الاجنبية للبنك المركزي نفسه، تتحدد في اطار العلاقة بين فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات او عجزه والانفاق الحكومي واساليب تمويله من جانب اخر كمتغير خارجي exogenous ايضاً وتتأثر الاحتياطات بدورة الاصول النفطية واسواق الطاقة الدولية بخصوص تطور عوائد الصادرات النفطية.

سادساً- واخيراً، لم يبق للسياسة النقدية من اداة تعد شبه خارجية semi exogenous (اي شبه خارجية السياسة النقدية) لتعريف استقلالية البنك المركزي ازاء قوى السوق في نطاق دفاعه عن الاستقرار النقدي (ذلك عبر السيطرة على مناسيب للسيولة) سوى (اشارة سعر الفائدة) وعداها وسيلة متاحة داخلياً للسيطرة وتعقيم السيولة الفائضة، وهي اداة تبقى اقل تأثيراً من سعر الصرف بسبب ضعف تعاطي الجمهور مع المصارف اذ تبلغ نسبة التسرب النقدي خارج الجهاز المصرفي بنحو 85% من اجمالي العملة المصدرة الى التداول خارج البنك المركزي. كما ستواجه سياسة الفائدة مشكلة التزاحم الخارجي crowding out ومن ثم انقسام السوق المالية وفشل السوق market failure ولاسيما عندما تصدر المالية العامة سندات او حوالات لتمويل العجز لتستحوذ على فوائض السوق النقدية والسيولة العامة بسياسة نقد رخيصة قد تجبر السياسة النقدية لامحالة على قبول الهيمنة المالية fiscal domination بشكل اوسع مما يعطل من دور اشارة سعر الفائدة (policy rate) في التدخل او تعقيم السيولة والسيطرة على نمو القاعدة النقدية بشكل مستدام، وهنا قد تتحكم بالقاعدة النقدية monetary base عوامل خارجية (تفرض على السياسة النقدية): وتظهر فيها (داخلية السياسة النقدية endogeneity) تفوقاً على (خارجية السياسة النقدية exogeneity) ولاسيما في رصد تحركات مكونات القاعدة



## أوراق في السياسة النقدية

النقدية، وهي علاقات تقود الى مزيد من اضعاف استقلالية البنك المركزي في السيطرة على مناسيب السيولة المحلية.

سابقاً- كما ان الاجراءات الجديدة او المستحدثة في استبدال نافذة العملة الاجنبية وتوكيل المصارف الاجنبية بجانب اساسي من آليات تنظيم سياسة التحويل الخارجي للسوق العراقية لأغراض (تحرير الحساب الجاري) لميزان المدفوعات عموماً، وتمويل التجارة الاهلية خصوصاً، ستبقى (شروط ضرورة necessary condition) للاستقرار السعري وضبط مناسيب السيولة (اي توفير الاستقرار في القيمة الخارجية للدينار العراقي الذي يمثله استقرار سعر الصرف الدينار في السوق الموازي واقتراجه من السعر الرسمي المركزي). في حين سيساعد تحرير (الحساب المالي) لميزان المدفوعات ليصبح (شروط كفاية sufficient condition) يساعد على تطابق اوسع لسعري الصرف (السعر الرسمي للصرف مع السعر الموازي) شريطة حسم موضوع تمويل التجارة الحدودية بديل تمويلي يساعد على ازالة اساليب التمويل الحالية غير الرسمية سواء بالمقايضة (مستفيدة من مرونة تحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات وتوافر مستوردات دون توقف) او التسديد بالدولار النقدي او بالدينار العراقي، وبخلاف ذلك سيستمر واقع من الضوضاء الملونة تبقى تؤديه السوق السوداء للدولار النقدي على المنظومة السعرية. مع ذلك سترتبط تلك الضوضاء الملونة ارتباطاً عكسياً مع مستويات تحرير (حسابي) ميزان المدفوعات الجاري والمالي.

ثامناً- قدر تعلق الان بداخلية عرض النقد والنمو في الاساس النقدي base money Mo فهناك ثمة تسابق دائم بين تعاضم الانفاق الحكومي الممول بالأصول المحلية (السندات والحوالات الحكومية) وبين عائدات النفط وهما المصدران الاساسيان في نمو القاعدة النقدية من جانب الاصول او الموجودات. فدرجة نمو القاعدة النقدية ستفوق درجات السيطرة عليها لأغراض فرض الاستقرار لكون الحركات الائتمانية في تمويل التجارة الخارجية كقوة عرض كلي كامن potential supply هي أبطأ في النمو من الانفاق الكلي واستمرار الحال سيتسبب بتضخم نقدي حسب مدرسة النقديين في الاقتصاد، الذي يتطلب سيطرة اضافية على مناسيب السيولة بإشارة اسعار الفائدة interest rates للحفاظ على استقرار سعر



## أوراق في السياسة النقدية

الصرف مع الاخذ بالاعتبار مشكلات التزاحم المالي crowding out وانعكاس ذلك على الفائدة الممنوحة بالارتفاع من جانب المصارف كافة، اما اذا لازم ذلك الطلب المرتفع في تمويل الموازنة والانفاق العام هبوط في الاحتياطات الاجنبية، فإنه سيجبر السياسة المالية بالضغط على السلطة النقدية نحو تخفيض القيمة الخارجية للنقود (سعر الصرف) بغية توليد رافعة مالية تعوض الاقتراض الحكومي الداخلي لتمويل العجز وضغوط الانفاق الحكومي التي قد لا تنتهي.

ب- ختاماً، ستكرس السياسة النقدية الجديدة (التي تقوم على استبدال عمليات نافذة العملة الاجنبية بالمصارف الاجنبية المراسلة في اقتصاد احادي ريعي) دوراً اضافياً في نطاق تدخلها المستمر بالأدوات التشغيلية للسياسة النقدية في سوق الصرف لاحتواء التوقعات التضخمية inflation expectations، وهو صراع ستكون خيوط التحكم به لدى المراسلين في الاحوال كافة ويقود لا محالة الى اضعاف السيادة النقدية monetary sovereignty ذلك لظهور الثالث المستحيل impossible trinity الذي يصعب من خلاله الجمع بين أ- استقلالية السياسة النقدية، ب- نظام ثابت للصرف، ج- حرية حركات راس المال التي ستصبح واقع حال by de facto كما يقال. فاستناداً للكاتبين Mundel-Fleming المشار اليهما آنفاً فإن الثالث المستحيل أو "الثلاثية المحيرة trilemma" سيكون هناك موقفان سياسيان ممكنان:

اولهما: اذا ما تبنت الدولة الموقف (ب، ج) اعلاه على سبيل المثال، فإنها ستحافظ على سعر صرف ثابت وتسمح بتدفقات رأس المال الحرة يفتضيه الامر الواقع by de facto، وستكون النتيجة فقدان قوة السيادة النقدية ونعني الاستقلالية بمعناها الواسع ولاسيما في مرونة صناعة سياسة الفائدة ضمن الاهداف التشغيلية، وكذلك التصدي لسياسة النقد الرخيص cheap money policy في تمويل النفقات العامة جراء الهيمنة المالية fiscal domination في اقتصاد شديد الريعية وهو الامر الحاصل حالياً.

وثانيهما: يأتي بخلاف ذلك، اذ تترك سياسة سعر الصرف (حسب الثلاثية المحيرة آنفاً) لتكون مرنة flexible تخضع لتأثير قوى السوق، حيث تولد علاقات تبادلية



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK  
www.iraqieconomists.net

## أوراق في السياسة النقدية

حررة مع توازنات الفائدة في سوق النقد، والتي ستتؤثر بتحركات راس المال، وهو امر مستبعد حالياً في السياسة النقدية العراقية وهي العلاقة ( أ ج ) المشار اليها في اعلاه. ■

(\* باحث وكاتب اقتصادي أكاديمي ومستشار رئاسة الوزراء للشؤون المالية والاقتصادية

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الإشارة إلى المصدر. 28 تشرين الأول/أكتوبر 2023

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