



أوراق في السياسات النقدية

د. مظهر محمد صالح*: اشكالية الازدواجية النقدية في العراق: بين التعقيم الموازي والطلب على النقود

١- تمهيد

أ- انتهت البلاد رسمياً في مطلع العام 2024 من إيقاف التعاطي بالعملات الأجنبية داخل معاملات الاقتصاد الوطني باستثناء العملة الوطنية، وذلك بعد أربعة عقود ونيف من تطبيق نظام الازدواج النقدي dual currency على مستوى المدفوعات والتسويات الداخلية أو على مستوى الإيداع المصرفي وهو ما يعرف أيضاً بالـ (DCD) dual currency deposit. وهي أنظمة مصرفية أخذت تتعاطى بالتدريج، قانوناً، بالوديعة المزدوجة العملة (DCD) وهي أداة مالية مصممة لمساعدة المودع على الاستفادة من الاختلافات النسبية في العملتين الدينار والدولار. إذ كان يسمح لزبائن المصارف المحلية بإجراء إيداع بعملة واحدة وسحب الأموال بعملة مختلفة إذا كان من المفيد القيام بذلك.

وتُعرف هذه المنتجات أيضاً بمنتجات أو خدمات العملة المزدوجة.

وبهذا بدأت الدولارisation بالانحسار رسمياً وقانونياً في المدفوعات النقدية والإيداع والاستثمار داخل الاقتصاد الوطني بقرار وتنسيق مشترك بين الحكومة والبنك المركزي العراقي الذي دخل حيز التنفيذ منذ بداية العام 2024.

ب- ان نظام العملة المزدوجة "أو" "الدولرة الجزئية partial dollarisation" هي من المصطلحات التي تستخدم عادة لوصف استخدام عملة أخرى غير العملة المحلية (في هذه الحالة، الدولار الأمريكي). وقد انتقلت البلاد تدريجياً منذ ثمانينيات القرن الماضي، كما سنلاحظ ذلك لاحقاً، إلى "الدولرة الفعلية" ولاسيما عندما تم استخدام العملة الأجنبية كوسيلة للدفع (الشراء) ووحدة حساب (تحديد الأسعار)، في حين تشير "الدولرة المالية financial dollarisation" إلى استخدام العملة كاحتياطي للقيمة وهو (الادخار).



أوراق في السياسات النقدية

ج- فمنذ ثمانينيات القرن الماضي، وحتى وقت قريب، أمست الدولار هي المصطلح الذي أباح استخدام الدولار الأمريكي بالإضافة إلى العملة الوطنية في تسوية المعاملات الداخلية والإيداع المصرفي والاستثمار المحلي، وتحديدًا منذ أن فقدت عملة البلاد قوتها الشرائية وبشكل تدريجي كوسيلة للتبادل، بسبب التضخم المفرط في عقد التسعينيات أو عدم الاستقرار الاقتصادي جراء الحرب العراقية الإيرانية في ثمانينيات القرن الماضي، فضلاً عن مخلفات الاحتلال بعد العام 2003.

إن تاريخ التبني التدريجي للعملة البديلة أو الدولار الجزئية partial dollarisation ثم الدولار الفعلية لم يكن (خطياً) ولا يمكن التراجع عنه بسهولة. كما أن الطلب على الدولار من أجل الادخار الذي يسمى بـ(الدولرة المالية) ظل يشكل ضغطاً على سعر الصرف في تاريخ العراق النقدي.

وفي سياق التضخم، أدى هذا إلى انتقال أكبر لتخفيضات قيمة العملة إلى الأسعار نفسها. وفي المقابل، فإن تشجيع التقلبات على الادخار والاستثمار في الدولار، أسهم في تعثر تطور سوق رأس المال بالعملة المحلية. وأدى إلى استثمار أقل في السندات المحلية وأسهم الشركات العراقية، مما أدى إلى انخفاض القدرة التمويلية من المصادر الداخلية لكل من الدولة والشركات. وأثر ذلك أيضاً على النمو الاقتصادي والصادرات عموماً بسبب تأثيراته السالبة على مرونة تنويع الاقتصاد الوطني. إذ عادة ما يتسبب انخفاض عرض الدولار إلى مزيد من الضغط على سعر الصرف ولا يستفيد الاقتصاد إلا بالتمويل الواسع لتجارة القطاع الخاص الخارجية، التي مصدرها احتياطات البلاد من العملة الأجنبية وأساسها الصادرات النفطية وعوائد الريع النفطي. وما لم يتم عكس اتجاهات النظرية النقدية، كما سنرى، فإن طفرة الصادرات النفطية لوحدها لن تكون كافية لحل هذه القضايا الاقتصادية المتداخلة.

لذا فإن الخيار البديل للسياسة النقدية وعموم السياسة الاقتصادية للعراق هي اليوم لا مناص من اتباع النهج المعاكس والتخلي عن الأزواج النقدي والرهان على تعزيز قيمة الدينار العراقي. فالتوجه البديل (إلى جانب التدابير الحكومية الأخرى الرامية إلى تحقيق الاستقرار الشامل للاقتصاد) لها جميعاً أن توفر



أوراق في السياسات النقدية

مرونة أكبر في تنفيذ السياسات الاقتصادية اللازمة في تعزيز فرص الاستقرار والتنمية.

٢- فرضية الدراسة في اطار الغاء الازدواجية النقدية

كانت قاعدة K-Percent بمثابة اقتراح من الاقتصادي ميلتون فريدمان Friedman لتجنب التضخم النقدي بأن البنك المركزي يجب أن يزيد المعروض النقدي بنسبة مئوية ثابتة كل عام.

كما تقترح قاعدة K-Percent تحديد نمو المعروض النقدي بمعدل يساوي نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) كل عام.

وفي الاقتصادات الصناعية ولاسيما الولايات المتحدة تتراوح هذه النسبة عادة بين 2% إلى 4%، استناداً إلى المتوسطات التاريخية.

لذا فإن قاعدة النمو النقدي الثابت، التي جاء بها الاقتصادي فريدمان تفرض على البنك المركزي أن يستهدف معدل نمو النقود بما يعادل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، مع ترك مستوى الأسعار دون تغيير.

ولكن الملاحظ أن النظام النقدي العراقي، وهو يقلع عن الازدواج النقدي، واجه خلال العام 2023 متلازمة متناقضة أركانها عناصر ثلاثة وهي:

- نمو في السيولة النقدية خلال العام المنصرم زادت على 20% (وهي زيادة بقفزات وليست steady كما يريد فريدمان لضمان الاستقرار السعري) ازاء نمو في الانتاج المحلي الاجمالي الحقيقي لا يتعدى في العام المذكور نسبة 3-4%.

- انخفاض سعر صرف الدينار ازاء الدولار في السوق الموازي بنحو 20 نقطة مقارنة بالسعر الرسمي. وهذا ما يفسر حصول ما يسمى (بالتجاوز في سعر الصرف overshooting). ويشير (التجاوز) إلى التقلب المفرط في سعر



أوراق في السياسات النقدية

الصرف الاسمي استجابة للتغير في عرض النقد. وتساهم هذه الظاهرة، التي حددها Dornbusch دورنبوش (1976) لأول مرة، (وبسبب ثبات الأسعار) لتفسير التقلبات العالية التي تظهرها أسعار الصرف الاسمية.

- ازاء ما تقدم، نشأت مفارقة متناقضة أخرى وهي انخفاض الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم السنوي) من 7% في مطلع العام 2023 ليصبح مؤشر النمو السعري السنوي بنحو 3,7% disinflation في نهاية العام.

- انها متغيرات ثلاث تناقض مبادي فريدمان وقاعدة k-percent وهو ما يتطلب تشخيصًا واقعيًا لمبادئ النظرية النقدية للنقوديين وبواقعية مختلفة والبلاد تغادر الدولة والنظام النقدي المزدوج.

في ضوء ما تقدم، ان المتلازمة الثلاثية المتناقضة Triple paradox syndrome أنفا (أي درجة الارتفاع في النمو النقدي فوق النمو في الناتج المحلي الاجمالي وهبوط سعر الصرف في الأسواق الموازية لمصلحة العملة الأجنبية، إزاء هبوط التضخم أو النمو في المستوى العام للأسعار) لا يمكن تفسيرها إلا من خلال فحص ومراقبة سلوك الطلب على النقد أو التصرفات السلوكية إزاء الطلب على السيولة النقدية. وهذا ما يهدف إليه البحث في إيجاد رابطة بين الظروف المحيطة في سلوك الطلب على السيولة النقدية ونشوء ظاهرة التعقيم الموازي في سوق النقد.

٣- التعقيم النقدي والطلب على السيولة وكلفة الفرصة البديلة

أسلوب التعقيم النقدي المركزي. بادئ ذي بدء، لا بد من أن نتعرف على التعقيم النقدي sterilisation، الذي هو شكل من أشكال العمل النقدي أو ما يسمى بالأهداف التشغيلية operational targets للسياسة النقدية والتي يسعى البنك المركزي من خلالها إلى الحد من تأثير تدفقات رأس المال الداخلة والخارجة على عرض النقد. إذ يتضمن التعقيم، في أغلب الأحيان، شراء أو بيع الأصول المالية من قبل البنك المركزي



أوراق في السياسات النقدية

للسيطرة على مناسيب السيولة المحلية، وهو مصمم لتعويض تأثير التدخل في النقد الأجنبي. إذ تُستخدم عملية التعقيم للتأثير على قيمة العملة المحلية بالنسبة إلى عملة أخرى كالดอลลาร์ والتي يتم إدخالها في سوق الصرف الأجنبي. وهو يمثل في هذه الحالة التدخل التعقيمي للسياسة النقدية أو التعقيم المركزي غير السلوكي لمناسيب السيولة من خلال نافذة العملة الأجنبية أو تعزيز أرصدة المصارف لدى مراسليها.

ب- وعلى العكس، برزت ظاهرة التعقيم الموازي parallel sterilisation وهو سلوك غير مركزي أو موازي يمارس داخل السوق النقدية ويرتبط بالطلب على النقد لأغراض السيولة في ظل توافر كلفة الفرصة لتوقع ما يمكن تسميته بعائد الفائدة المتوقع الأساس أو الكبير في الاحتفاظ بالنقد expected return .of grand real interest

لوحظ من فرضية البحث أن ثمة سلوك نقدي يجسد علاقة متعاكسة مفادها:

إنه كلما انخفضت درجات التعقيم المركزي الرسمية في التصدي لمناسيب السيولة كلما ارتفعت درجات التعقيم الموازي على الرغم من الازدواج النقدي. وإن مركبات أو تركيب القاعدة النقدية أصبح شبه متغير داخلي semi endogenous إزاء سلوك الطلب النقدي المتأثر بالتوقعات ومركزها فرصة بديلة قياسية يكرسها (عائد فائدة حقيقي متوقع على النقود يساعد على ارتفاع الطلب على النقود لأغراض السيولة).

وهي ظاهرة تجعل السياسة النقدية تفقد هامشاً من خاصية (الخارجية الضعيفة weak exogeneity) التي يوقر لها التعقيم النقدي المركزي، ذلك بعد خضوع السياسة النقدية إلى تأثيرات قوى الطلب النقدي، أي ما تجعل (القاعدة النقدية) متمتعة (بداخلية شبه قوية semi strong endogeneity) مع تعاضم التعقيم الموازي.

٤- التعقيم الموازي وارتباطه بالطلب النقدي



أوراق في السياسات النقدية

ولكن يبقى التساؤل المهم: كيف يحصل التعقيم الموازي وما هي درجة ارتباطه بالطلب النقدي؟

أ- هناك هامش من الفائدة الحقيقية توفره الدولار جراء فارق سعر الصرف بين السوق المركزية والسوق الموازية يبلغ حالياً 20 نقطة بالمتوسط وهي كلفة فرصة opportunity cost.

بالمقابل، هناك توقع في تحصيل سلع وخدمات ممولة بسعر الصرف الرسمي 1,320 دينار لكل دولار لتقليل كلفة المضاربة بالعملة الأجنبية ومخاطر التعامل بها (في وقت أخذت فيها السياسة النقدية للبلاد بالتخلي عن الازدواج النقدي dual currency قانوناً والتحول نحو نظام العملة المفردة في المعاملات الداخلية single currency أي عملة الدينار). وإذا ما أخذنا قيمة السلع والخدمات التي تحصل على دعم سنوي من الموازنة العامة وتُشكّل دخلاً حقيقياً للأفراد، والتي تشكل نسبتها ما بين 13-15% من الناتج المحلي الاجمالي، فإن كلفة الفرصة لاستمرار الاحتفاظ بالدينار تتعاظم. ناهيك عن توقع الفائدة التي يحصل عليها الفرد سواء في الإيداع المصرفي أو الاقراض في السوق النقدية غير المنظمة والمرتفع عادة.

ب- في ضوء ما تقدم فإن عوامل ثلاثة تسهم في تحقيق عائد الفائدة الحقيقية الأساس والكبير المتوقع للاحتفاظ بالسيولة: منها أولاً، إشارة سعر الصرف الرسمي وإمكانية تحصيل النقد الأجنبي لأغراض المعاملات الخارجية، وثانياً، تأثير الدعم السنوي على السلع والخدمات في الموازنة العامة وأثره على الدخل الحقيقي real income، وثالثاً، عائد الفائدة المتوقع تحصيله على الدينار سواء في السوق النظامية أو غير النظامية.

إن العوامل الثلاثة أعلاه تمثل ما يمكن تسميته اصطلاحاً كما ذكرنا في أعلاه (عائد الفائدة الحقيقية الأساسي المتوقع expected return of grand real interest).



أوراق في السياسات النقدية

وبهذا، فإن كلفة الفرصة لمصلحة الاحتفاظ بالدينار أخذت تولّد انتقالاً علوياً لدالة الطلب النقدي shift حتى عند تزايد مقدار الكتلة النقدية بقفزات متسارعة وعلى وفق فرضية البحث آنفاً. فتصبح دالة الطلب النقدي الانتقالي shifted demand for money function خاضعة إلى تأثير عائد الفائدة الحقيقية الكبير أو الأساسي المتوقع. وهو العائد الذي لا يوفره بالضرورة سلوك الطلب النقدي على العملة الأجنبية إزاء تضافر السياستين المالية والنقدية في العراق في توفير الاستقرار في المستوى العام للأسعار. وهذا ما يفسر لنا بأن قفزات الإصدار النقدي لم تتسبب بتضخم متوقع expected inflation بسبب القوة الانتقالية لسلوك الطلب النقدي الذي ارتفعت دالته صعوداً تحت تأثير عائد الفائدة الحقيقية الكبير المتوقع.

ج- كما سيمائل انتقال دالة الطلب النقدي إلى الأعلى كي يتناسب الانتقال مع (عائد الفائدة الحقيقية الكبير أو الأساسي المتوقع) ليعكس الوضع الجديد في الاحتفاظ بالسيولة النقدية الذي سنطلق عليه ظاهرة التعقيم الموازي parallel sterilisation.

ويلحظ أن (التعقيم الموازي) يكرّس من ظاهرة شبه داخلية القاعدة النقدية semi endogeneity of base money بسبب تفوق دالة الطلب النقدي وانتقالها السلوكي متأثرة بعوامل ممزوجة من أعمال السياسة المالية والسياسة النقدية وسوق الصرف.

وهنا سنحصل على دالة لتفضيل السيولة liquidity preference على وفق المدرسة الكينزية Keynesian التي طورها جون مينارد كينز (1936) كوسيلة لشرح عمل النظام النقدي وبصورة هجينة hybrid بسبب تأثير عوامل متعددة داخل الاقتصاد الكلي لتتشكل دالة طلب كلية aggregated على النقود هجينة hybrid التأثير والتأثير، وهي تسمح بالدرجة الأساس للطلب على النقود بممارسة التعقيم السلوكي من جانب قوى السوق على نحو يوازي التعقيم المركزي ويتنافس معه. ويعني تفضيل السيولة هنا أن الأفراد وعلى وفق دافع الاستثمار، يفضلون الحصول على النقد، أو أية موجودات يمكن استبدالها بسرعة إلى نقد أو دينار سائل.



أوراق في السياسات النقدية

٥- الاستنتاجات

مع تحول النظام النقدي في العراق من مرحلة الازدواجية النقدية إلى النقد المفرد، فإن عامل التوقعات expectations الذي أفرزته السوق النقدية وأد ما يأتي:

أ- تكوين دالة تفضيل نقدي. وهي صورة للطلب على النقود بشكل هجين hybrid تقع تحت تأثير كلفة فرصة متفوقة للدينار نسبة إلى الاحتفاظ النسبي بالدولار، جراء تأثير العوائد المتوقعة الكبيرة للفائدة الحقيقية والتي يتشكل منها الرقم القياسي لأسعار المستهلك. وان الأخير (أي التضخم) يتعرض إلى ظاهرة النمو المنخفض disinflation تحت تأثير الدور الفاعل للسياسة المالية في دعم الأسعار والسياسة النقدية في اعتماد سعر صرف ثابت مرتفع للدينار العراقي مع تحرير مخفف لحساب رأس المال في ميزان المدفوعات العراقي.

ب- شكّل انتقال دالة الطلب الاجمالي على النقود إلى الأعلى في سوق النقد دوراً مهماً في توليد طلب فائق على السيولة النقدية، ما يعكس قوة السوق في التعقيم النقدي الموازي وهي ظاهرة مستجدة في حركة النظم النقدية الربعية سببها توقع الأفراد تحقيق أثر ثروة موجب positive wealth effect، وهو العائد الكبير أو الأساسي المتوقع للفائدة الحقيقية نفسه المشار إليه آنفاً من سياسات دعم الأسعار.

ج- ثمة ارتباط عكسي بين ارتفاع التعقيم الموازي من جهة وانخفاض درجة خارجية القاعدة النقدية حتى بشكلها الضعيف weak exogeneity من جهة أخرى. ما يعني أن دالة الطلب الكلي الهجينة على السيولة في تفوقها على نمو عرض السيولة النقدية نفسها ضمن مركبات القاعدة النقدية، يوفر لقوى السوق حيز مؤثر في السياسة النقدية نفسها ولاسيما في السيطرة على الأساس النقدي.

د- ختاماً، إن جانباً مهماً من تأثيرات الطلب على السيولة النقدية في استقرار الأسعار وثبات التوقعات التضخمية، هو ناجم عن المؤثرات السعرية المستقرة



شبكة الاقتصاديين العراقيين

IRAQI ECONOMISTS NETWORK
www.iraqieconomists.net

أوراق في السياسات النقدية

التي تؤديها السياسة المالية وانعكاس ذلك على الارتفاع النسبي في الدخل الحقيقي للأفراد من خلال سياسة دعم الأسعار والتعاطي بسعر صرف ثابت مرتفع للدينار fixed exchange rate سواء لأغراض عمليات الاقتصاد الكلي عموماً أو الموازنة العامة على وجه الخصوص، وهو ما نطلق عليه بالغالب بالهيمنة المالية fiscal dominance في اقتصادنا الريعي.

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

حقوق النشر محفوظة لشبكة الاقتصاديين العراقيين. يسمح بإعادة النشر بشرط الإشارة إلى المصدر. 21 كانون الثاني/يناير 2024

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