

مقاربة الميزانية العمومية وتوليد النقود وإدارة السيولة

الدكتور أحمد إبريهي علي(*)

مقدمة.

مفاهيم التدفقات مثل الناتج والإستهلاك والإستثمار ... وإيرادات ونفقات وميزان المدفوعات وسواها قوام التحليل الاقتصادي السائد. أما مفاهيم الأرصدة أو المخزونات وهي الحصيلة التي إنتهى إليها تراكم التدفقات في نقطة زمنية فقد بقي حضورها هامشيا، ولا يبتعد الاقتصاد النقدي عن هذا السياق ضمن إطار تقاليد التفكير والتتظير في الاقتصاد الكلي الذي يهتم بمتغيرات التدفق Flow بإستثناء مفهوم النقود. وتؤكد هذا الإتجاه أكثر عند تحول منظور السياسة النقدية من السيولة ، او محاولة البنك المركزي التحكم بالنقود، إلى سعر الفائدة منذ مطلع ثمانينات القرن العشرين. كان توسع المصارف ودورها المتزايد في توليد النقود من خلال التفاعل بين الإئتمان والودائع، إضافة على اثر الإنفتاح المالي وظاهرة الإحلال بين العملة الوطنية والأجنبية في الدول المتقدمة من أسباب تراجع قدرة البنوك المركزية على التحكم بعرض النقد ما حداها إلى إختيار أداة أخرى هي سعر الفائدة. وقد إرتبطت سياسة سعر الفائدة بأهداف إستقرار الاقتصاد الكلي بدلالة السيطرة على التضخم قريبا من المعدلات المناسبة وهو المطلب الأول لتلك السياسة يليه تقريب الناتج من معدله المحتمل. أدت الأزمة المالية الدولية للقروض العقارية إلى تعطيل فاعلية سعر الفائدة عند وصوله إلى حده الأدنى الصفري وبقي منخفضا إلى وقت قريب ثم أرتفع خوفا من التضخم. وإنخرطت البنوك المركزية، حينها، في مجريات الإنقاذ بالتعامل المباشر والموسع مع الكثير من الأصول المالية فتضخمت ميزانياتها العمومية. وصفت هذه التدابير بالسلب ، السياسة النقدية غير التقليدية Unconventional، وقد يكون من المناسب، كما أرى، تسميتها بمقاربة الميزانية العمومية. نريد من هذه الورقة إثارة الاهتمام بمتغيرات الرصيد stock والتي تعبر عنها الميزانيات العمومية للبنك المركزي والنظام المصرفي

(*) خبير اقتصادي وعضو مجلس ادارة البنك المركزي

في جانبي الموجودات والمطلوبات ومنها الدين والإئتمان والإحتياطيات الأجنبية والودائع، وحركة أسعار الموجودات ونوعيتها ومخاطرها والإتفاق والإختلاف مع المطلوبات في البنية الزمنية وغيرها. لمفاهيم أو متغيرات الرصيد مضامين تحليلية كاشفة وعميقة أفصحت الأزمة المالية الدولية آفة الذكر عنها. وفي العراق لها أهمية دائمة للفاعلية الضيقة لسعر الفائدة في الإيداع والإئتمان، فضلا عن النطاق الصغير لسوق المال وإقتصاره على الأسهم والتي لا يتجاوز مجموع قيمتها ١٥ ٪ من الناتج المحلي الأجمالي وأغلبها للمصارف.

من الضروري الإشارة إلى الصفة المجردة لمفهوم الميزانية العمومية وقابلية التوظيف التحليلي في كل الاقتصاد، ولا يقتصر الأمر على المؤسسات المالية وغير المالية أو النظام المصرفي. وعلى المستوى التجميعي تساعد مقارنة الميزانية على متابعة وتحليل المركز المالي للقطاع العام والقطاع الأسري والمركز الإستثماري الدولي للإقتصاد الوطني. وتكشف الكثير من أوجه الخلل والمخاطر مع تعاضم حجم الدين، وتمهد لإستيعاب أعمق لأثر الثروة في السلوك الإقتصادي في ضوء التغيرات العنيفة لأسعار الأصول.

إطالة النظر في الميزانية العمومية للبنك المركزي، والنظام المصرفي بأكمله، مفيدة للإنتباه إلى التلازم بين جانبي الموجودات والمطلوبات أو متطابقة الميزانية. إذ طالما يتزايد حجم الموجودات لا بد من تمويلها بحجم أكبر من المطلوبات ومنها النقود وهي المكون الرئيس لتمويل موجودات النظام المصرفي. تحليل الميزانية نقطة إنطلاق مفيدة لتصوير الروابط ما بين القطاعات وتشخيص نفاط الشد وقنوات الإنتشار، ليس داخل الإقتصاد الوطني الواحد بل وعبر الدول أيضا. ومثل بقية أساليب التحليل لا يكفي لوحده عندما تكون النقاط الزمنية متباعدة في المتغيرات ذات التردد العالي. والأفضل إضافة الموجودات والمطلوبات خارج الميزانية، وأيضا بيانات حول التدفقات، وربما بيانات على المستوى الفرعي والجزئي عندما يكون التجميع لنطاق عريض.

ولموضوع الورقة، بصفة أولية، نشير إلى أن الموجودات الأجنبية ومحلية، الأولى حصيلة تراكم الفرق بين المقبوضات من صادرات النفط والمدفوعات الخارجية وكلاهما خارج السيطرة؛ بقيت الموجودات المحلية والتي يمكن تنظيم حركتها بضبط المالية العامة وإدارة الإئتمان بقواعد واضحة، فتكون المطلوبات وهي النقود خاصة ورؤوس الأموال محكومة بالنتيجة.

نعرض مفهوم الميزانية العمومية وفقراتها الكبيرة في المجال النقدي - المصرفي، وكيف تتكاثر النقود ومنها العملة خلال حركة الموجودات وتمويلها. كما نراجع تغير المجاميع النقدية في العراق وإرتباطاتها من مطلع عام ٢٠١٠ من البيانات الشهرية، لإيضاح الإتجاه العام ومعدلات النمو النمطية. لهذه الورقة صلة بدراسات سابقة لتعزيد الأبحاث النظرية والتعرف على موضوعها ولا تخلو من إمكانية التوظيف العملي.

أوليات مقارنة النقود بالميزانية العمومية

البنك المركزي والمصارف صنف من المؤسسات المالية تؤلف النظام System أو الجهاز المصرفي تسمى شركات الإيداع، وتوصف بأنها نقدية تميزها لها عن بقية المؤسسات المالية. ولا ننسى أن النقود، بأشكالها المعروفة هذه الأيام، أصول مالية لحائزها ومطلوبات على الجهات التي أصدرتها، وهي البنك المركزي والمصارف وبعض المؤسسات المالية الأخرى عند توسيع تعريف النقود. النقود محكومة في وجودها وتوسعها بامتطابقة الميزانية العمومية للبنك المركزي ثم الميزانية العمومية المدمجة للنظام المصرفي. لأن حيازة البنك المركزي والمصارف لموجودات أجنبية ومحلية، والأخيرة قروض للحكومة وبقية قطاعات الاقتصاد، تستدعي تمويلا مكافئا لتلك الموجودات. كما أن إصدار البنك المركزي للعملة، وإصدار المصارف للودائع يقتضي موجودات في حيازة النظام المصرفي لإسناد تلك المطلوبات. وفي حين تكون موجودات المؤسسات غير المالية حقيقية والمطلوبات عليها مالية، فإن موجودات مؤسسات النظام المصرفي مالية أساسا وموجوداته الحقيقية ثانوية لا أهمية لها. والموجودات المالية لمؤسسات النظام المصرفي هي بالتعريف مطلوبات على جهات أخرى وتعتمد قيمتها السوقية والثقة بها على الرصانة المالية والمؤسسية للجهات التي أصدرتها، وطنية وأجنبية. وذلك عدا الذهب النقدي كونه الوحيد من الأصول المالية الذي يمتلك قيمة ذاتية، وهو في حيازة البنك المركزي دون جهة إصدار مثل الموجودات الأجنبية التي أصدرتها بنوك مركزية كالعملات، أو الحوالات والسندات والأسهم التي تصدرها حكومات وشركات أجنبية.

فالنقود أصول مالية تُعرّف، أيضا، بجهة إصدار وجهة حيازة، وإلى الآن يحصر ميدان حيازة النقود بالمواطنين والمؤسسات الوطنية عد الحكومة المركزية والنظام المصرفي. فالبنك المركزي لا يسمى حائزا للنقود بل مصدرا للعملة، والمصارف ليست حائزة للنقود إنما مصدرة للودائع وهي نقود. لصعوبة تجميع وتنسيق البيانات تساهلت الدول مع حيازة العملة في الإحصاء المنشورة، ولذا تحسب كل العملة خارج النظام المصرفي الوطني نقودا حتى ولو كانت بحيازة الحكومة المركزية والأجانب لأسباب إجرائية. أما الودائع بحيازة غير المقيمين فهذه ليست من النقود لكنها أصول مالية لحائزيها. ولهذا توصف النقود، من غير المعدن الثمين، بأنها قانونية، والقانون يقتصر بالسيادة. وقد درجت بعض الدول، بعدد قليل، على استخدام عملة دولة أخرى، ولأنها أقرتها صارت بحكم النقود الوطنية، وتوصف تلك الدول بالدولة التامة، والدولة هنا إصطلاح يفيد العملة الأجنبية عموما ولا يقتصر على الدولار الأمريكي.

لم يكن لمقاربة الميزانية العمومية حضورا فعالا في أبحاث الاقتصاد النقدي والسياسات النقدية، لكن الأزمة المالية الدولية ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩ وسعر الفائدة الصفري أيضا الاهتمام بالميزانيات العمومية، اضطرت البنوك المركزية إلى إدارة مباشرة للسيولة عبر إعادة مستمرة لنشكيل الموجودات وصارت عملية توليد النقود وتغير حجمها نتاجا لتلك العمليات تابعا لها. في العراق ليس للبنك المركزي مرونة كافية للتحكم بموجوداته كما سيتضح، وفي نفس الوقت بقي نطاق تأثير سعر الفائدة محدودا.

نحاول إبتدا عرض مفهوم الميزانيات العمومية، مبسطة، بالتركيز على الارتباط بين حركة النقود والموجودات ، ثم نتابع تداعيات هذه العلاقة.

قد تختلف معايير المحاسبة ، بهذا القدر أو ذاك بين بلد وآخر، فتظهر فروقات في تركيب القوائم المالية ، ويساعد دليل الإحصاءات النقدية والمالية وإعدادها الصادر من صندوق النقد الدولي عام ٢٠١٧ لتسوية تلك الخلافات من أجل التحليل المقارن. والأفضل النظر أولا في البيانات المالية للبنك المركزي العراقي، المنشورة في موقعه، ثم ملاحظة الميزانية الموحدة للنظام المصرفي في النشرة الإحصائية السنوية، للتعرف على مضامين مفردات الصيغة المبسطة المعروضة تاليا. والقصد من هذا المنحى في التحليل فهم النقود ومحدداتها وفرص التأثير في حركتها من داخل نظامها لتحضر في الذهن مطابقة الموجودات والمطلوبات، كي لا تبدو النقود وكأنها طليقة في فضاء الأقتصاد أو تامة الإستجابة لتغيرات في سعر الفائدة.

إقترنت مقارنة الميزانية العمومية بالتحول نحو السياسات النقدية غير التقليدية، والتي يؤخذ عليها إنتظار نتائج كبيرة من تعديل مكونات الميزانية العمومية عبر الزمن. السياسة النقدية موضوعها الاقتصاد الكلي وهي من سياساته ، وكان النقاش حاميا بصدد المفاضلة بمعيار الإمكانية والفاعلية بين سياسة المالية العامة Fiscal Policy والسياسة النقدية، وإتجه التنظير الاقتصادي للتيار الرئيس نحو ترجيح الثانية على الأولى في ظل الإنفتاح المالي والتعويم. تغير الحوار بعد مزولة السياسة النقدية غير التقليدية ليدور حول التعارض أو الاتفاق بين أهداف السياسة النقدية في الناتج ووتيرة التضخم من جهة وإستقرار النظام المصرفي أو قطاع المال Financial System Stability. ولا شك في إرتباط القول بالتعارض مع التوسع السريع في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية، خاصة في الدول المتقدمة، ومن أبرز أمثلتها الإحتياطي الفدرالي الأمريكي لمراكمة الكثير من أدوات الدين بقصد تحسين العوائد في السوق وإنعاشه. لكن ثمة سياسات أخرى ، ضمن النطاق غير التقليدي، تحاول تحاشي التوسع وتكفي بحيازة المزيد من أدوات الدين بعيد الأمد مع تعقيم هذه العمليات بإجرات معاكسة وهي بيع أدوات قصيرة الأمد بقيمة إجمالية مقارنة. ومع ذلك لا نريد ترجيح سياسة بعينها، بل فهم الارتباط بين حركة النقود وفق متطلبات سياسة كلية بعينها وما يجري في النظام المصرفي.

التيسير النقدي ممكن بزيادة موجودات البنك المركزي، قروض إضافية للحكومة والمصارف أو شراء موجودات مما في حيازة المصارف. ولزيادة الإحتياطيات الدولية نفس المفعول غير أن البنك المركزي لا يستطيع التحكم بهذه الفقرة، في العراق ودول صدرات السلع الأولية عموما. التوسع النقدي لا يؤدي بالضرورة إلى زيادة الإئتمان، إذ يؤدي إبتداء إلى زيادة فائض السيولة، وإن لم يتجه هذا الفائض للإئتمان سیتجه على البنك المركزي أوزيادة في العملة التي تحتفظ بها المصارف، وهو مجال ضيق لإستيعاب فائض السيولة وبالنتيجة يذهب الفائض إلى البنك المركزي.

البنك المركزي لا يحتاج سياسة لإستدراج فائض السيولة لدى المصارف فالفائض أصلا موجود في البنك المركزي. وعندما يريد الإحتفاظ بهذا الفائض وزيادته فهذا لا يمكن تصوره ، حسب مطابقة

الميزانية العمومية الموحدة للنظام المصرفي إلا بتجيم الائتمان. عمليات السوق المفتوحة تشتغل على جانب الموجودات المصرفية والنقود في جانب المطلوبات ، شراء أو إقتراض أدوات الدين يوسع السيولة و جزء من الموجودات ، عملة تحتفظ بها المصارف وودائع لدى البنك المركزي، أما إقتراض أو بيع أدوات الدين إلى المصارف فيؤدي إلى العكس أي تقليص السيولة. وعندما لا تستطيع أو لا ترغب المصارف في توسيع الائتمان لا تعتمد على زيادة سيولتها عبر عمليات السوق المفتوحة إلا للتخلص من موجودات رديئة. وزيادة ودائع المصارف لدى البنك المركزي بتكوين المصارف لمزيد من الفوائض ولهذه العملية حدود قصوى يعينها رصيد أدوات الدين القابلة للخصم ، ولتجاوز هذا الحد لا بد من تحجيم الائتمان.

من المعلوم ان الميزانية العمومية للبنك المركزي تتضمن ، دائما في جانبها، عناصر أكثر طواعية للسياسة النقدية أو سياسة المالية العامة. ولا يمكن للصيرفة المركزية الإنصراف تماما إلى شروط إستقرار النظام المصرفي أو عموم قطاع المال في إدارة الموجودات والمطلوبات دون التحسب لنتائج تلك الإدارة في تسهيل أو تعسير تمويل عجز الموازنة العامة ، أو عدم الإكتراث بالأهداف التقليدية للسياسة النقدية بمنظار الاقتصاد الكلي. ومع تعدد الأبعاد واحتمال عدم الإنسجام غالبا ما تثار مشكلة الإفتقار إلى معيار واضح لتعيين الحجم الأمثل للميزانية العمومية. أما حقوق الملكية، أو صافي الإستحقاق، فليست لها الدلالة المتعارف عليها في بقية المؤسسات المالية وغير المالية. لأن البنك المركزي لا يفلس لقدرته غير المحدودة على توليد النقود ومنها الإمكانية الدائمة للوفاء بالإلتزامات. ومع هذه الخاصية تبقى أهمية كفاية الموجودات الأجنبية لتمويل العجز المحتمل في ميزان المدفوعات والحفاظ على إستقرار سعر الصرف ؛ مع أهمية مراقبة وتائر التوسع الائتماني للإنتباه كي لا يدفع اليسر النقدي والإئتماني نحو سخونة تنذر بتفجر موجات تضخمية أو ينقض إستقرار قطاع المال.

منذ ازمة الديون العقارية تنوعت موجودات البنوك المركزية كثيرا، وتعاملت البنوك المركزية للدول المتقدمة ومنها اليابان والولايات المتحدة والبنك المركزي الأوروبي والبنوك المركزية الوطنية لدول منظومة اليورو مع سندات دين صادرة من الشركات الخاصة ، وأحيانا أسهم ، أو حزم الأسهم Index مثل اليابان عن طريق مصرف متعهد للبيع والشراء نيابة عن البنك المركزي في السوق المالية. وعموما بقيت المصارف هي البون الرئيس للبنوك المركزية في عمليات السوق المفتوحة. في بريطانيا مشتريات أدوات الدين من القطاع الخاص تتكفلها الخزنة وتظهر في الميزانية العمومية لبنك إنكلترا بقيمة صفر، دليل على إستخدام البنك المركزي لهذه الأدوات دون تحمل تكاليف.

والنتيجة أن الممارسة الجارية تسمح ، بهذا القدر أو ذاك إحتواء الميزانية العمومية للبنك المركزي موجودات صادرة عن مؤسسات أعمال مالية وغير مالية للقطاع الخاص عدا المصارف. وإن لم تصبح تلك الممارسة قاعدة عامة لكنها تعبر عن تحول عميق قد يتماشى مع الحجم الكبير للأصول المالية في الاقتصاد المتقدم المعاصر، وينظوي في نفس الوقت على تهديد لشروط الاستقرار على المستوى الكلي وفي قطاع المال ، إن لم يلتفت على ضرورة التراجع وإعادة الإعتبار لنموذج البنك المركزي المحافظ.

تزايدت أحجام ميزانيات البنوك المركزية منذ عام ٢٠٠٨ بوتائر لم يسبق لها مثيل، في محاولة جادة للوقاية من أزمة اسوأ. وقد تعرضت البنوك المركزية جراء ذلك إلى مزيد من المخاطر أو الخسائر المحتملة مع حيازة الكثير من الموجودات الرديئة. وتعرض تلك الميزانيات لصدمات سوقية من تغيرات أسعار الصرف وأسعار الفائدة التي تنعكس في أقيام أدوات الإستثمار، أي أن قيمة الموجودات قد تتقلب أو تتذبذب مع بقاء المطلوبات كما هي. وتتطلب الخسائر الكبيرة التي تظهر في انخفاض صافي الإستحقاق إلى مطلوبات إضافية لمعادلة الموجودات. هذا مع الإقرار بأن شروط الاستقرار للنظام المصرفي وسوق المال والإقتصاد الكلي هي التي تحدد قرارات الصيرفة المركزية وليس الأرباح والخسائر لكن تراكم الخسائر يضعف من جدارة البنك المركزي على أداء مهامه. إندفاع البنوك المركزية في حيازة المزيد من الموجودات على تنوعها القطاعي و تفاوت جدارتها تؤدي حتما إلى تسارع نمو المطلوبات على البنك المركزي والإقتراب من عتبة إطلاق موجات تضخمية. ولا يفهم ذلك بالضرورة في إطار الأطروحة الكلاسيكية لأفترض علاقة سببية تتجه من النقود على التضخم، بل من جهة أن الموجودات المحلية للبنك المركزي هي إئتمان للقطاع العام والمصارف، وفي السنوات الأخيرة إلى القطاع الخاص أيضا. وثقل الإئتمان لا يخلو من آثار في زيادة الطلب الكلي عاجلا أو بعد حين، طالما ساعد البنك المركزي على تمويل إستثمار واستهلاك بحجم أكبر.

وطالما تتغير أسعار الموجودات في السوق، وأحيانا بمديات واسعة، يزداد عدم التأكد وصعوبات السيطرة على الميزانية العمومية. ومما ساعد على تحمل الإقتصاد لهذا التحول انخفاض التضخم في الإتجاه العام رغم إستمرار التوسع النقدي بدلالة نسبة النقود بالتعريف الواسع إلى الناتج المحلي.

الجدول (١) الميزانية العمومية للبنك المركزي

المطلوبات	الموجودات
الأساس النقدي	(١) صافي الموجودات الأجنبية
	(٢) ديون على المصارف
	(٣) صافي الديون على الحكومة المركزية
	(٤) ديون على جهات محلية أخرى
	(٥) موجودات أخرى ناقصا صافي الإستحقاق

نجمع الفقرات (٢) و (٣) و (٤) إلى صافي الإئتمان المحلي، والفقرة (٥) تسمى صافي فقرات أخرى، ونفصل الأساس النقدي إلى مكوناته:

صافي الموجودات الأجنبية + صافي الإئتمان المحلي + صافي فقرات أخرى = الودائع الإحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي + العملة المصدرة.

العملة المصدرة = صافي الموجودات الأجنبية + صافي الإئتمان المحلي + صافي فقرات أخرى - الودائع الإحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي.

العملة المصدرة = العملة التي تحتفظ بها المصارف + العملة في التداول خارج المصارف .
العملة في التداول خارج المصارف = صافي الموجودات الأجنبية + صافي الإئتمان المحلي + صافي فقرات أخرى - الودائع الإحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي - العملة التي تحتفظ بها المصارف.

الجدول (٢) الميزانية العمومية للجهاز المصرفي

المطلوبات	الموجودات
النقد بالتعريف الواسع	صافي الموجودات الأجنبية
العملة خارج المصارف	صافي الديون على الحكومة المركزية
الودائع ضمن النقد	ديون على جهات محلية أخرى
	موجودات أخرى ناقصا صافي الإستحقاق

العملة خارج المصارف = صافي الموجودات الأجنبية في حيازة الجهاز المصرفي + صافي الإئتمان المحلي من الجهاز المصرفي + صافي فقرات أخرى - الودائع ضمن النقد.

لو إفترضا ثبات العملة التي تحتفظ بها المصارف ، وكذلك صافي فقرات أخرى يصبح الحوار بين ثلاثة متغيرات رئيسية: صافي الموجودات الأجنبية ، وصافي الإئتمان المحلي، والودائع.

Δ العملة المصدرة = Δ صافي الموجودات الأجنبية + Δ صافي الإئتمان المحلي - Δ الودائع.

Δ صافي الموجودات الأجنبية = Δ الصادرات - Δ الإستيرادات + Δ تحويلات الدخل إلى الداخل + Δ صافي الإستثمار الأجنبي إلى الداخل.

نلاحظ ان المصدر الرئيس للتغير في الصادرات إذ يعبر تغير الموجودات الأجنبية عن تغير سعر النفط من جهة ومبيعات وزارة المالية من العملة الأجنبية إلى البنك المركزي ومبيعات الأخير إلى القطاع الخاص من جهة أخرى، وهذه يتعذر التحكم بها. بقيت الودائع ضمن النقد والتي قد يمكن حفزها بسياسات منها تعزيز الثقة بالمصارف وتسهيل التعامل معها ، مضافة على اثر سعر الفائدة وهو ضئيل لغلبة العوامل الأخرى في التأثير من غير سعر الفائدة أولا ، ولأن أكثر الودائع جارية بلا فائدة ثانيا. وبذلك تكاد تنحصر فرصة تحجيم العملة المصدرة بالإئتمان المحلي.

ويتضح أن افضل السبل الممكنة للسيطرة على إصدار العملة هو ضبط الإنفاق العام بحيث ينخفض

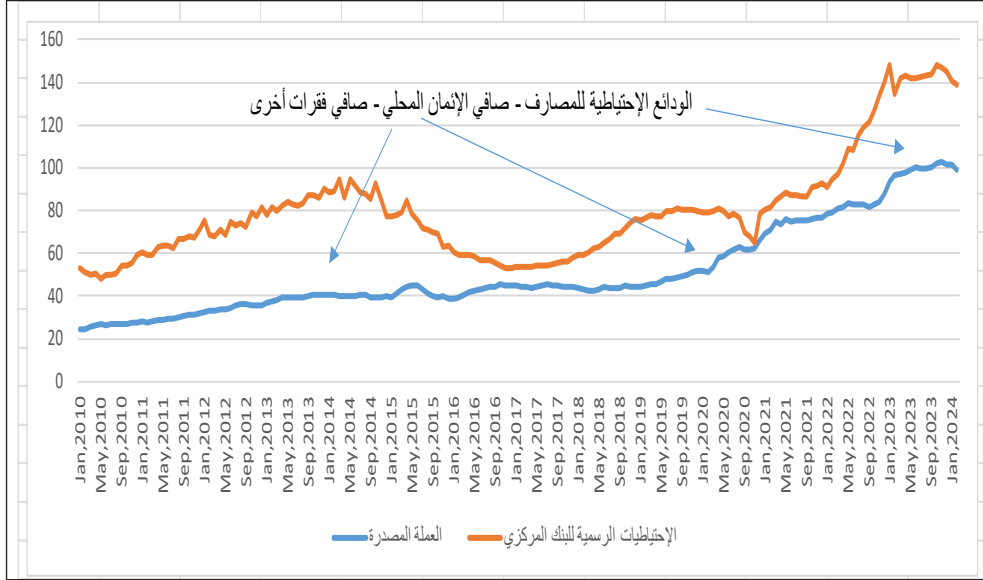
الإئتمان المحلي عند زيادة الإحتياطيات الدولية والعكس صحيح.

ثمة قناعة أو ما يتبادر تلقائياً إلى الأذهان إقتران توسع الميزانية العمومية للبنك المركزي مع التضخم، وقد أظهرت التجربة على المستوى الدولي من تحليل البيانات أن الارتباط بين التضخم ونمو النقود ليس مؤكداً. ويتعلق الأمر، في النهاية، بمدى إسهام الإئتمان المقدم من البنك المركزي في زيادة الطلب الكلي بما يتجاوز العرض المحتمل من السلع والخدمات، وهذا لا ينفي أن النمو المعتدل للميزانية يساعد على الاستقرار دون الحاجة لتدابير إضافية مثل تعقيم الحيازة الإضافية من أوراق الدين الحكومي، ومحاولة الحفاظ على التوقعات في النطاق الإيجابي.

وقد يثير توسع البنك المركزي في الإقراض مخاوف من عدم استقرار النظام المصرفي وعموم قطاع المال، بل حتى عند تعاظم ميزانية البنك المركزي بالموجودات الأجنبية دون الإئتمان المحلي لا بد من توسع نقدي إن لم تتعاون الحكومة وتستجيب المصارف لتمويل الموجودات الإضافية بودائع لدى البنك المركزي. إمكانية التعقيم التام مستبعدة عند وصول دفعة كبيرة من العملة الأجنبية إلى ميزانية البنك المركزي. ويزداد الخطر عند اجتماع دفعة كبيرة من الوجودات الأجنبية مع مثلها في الإئتمان المحلي، وفي العراق نذكر مجدداً بقواعد ضبط المالية العامة. الربط بين استقرار النظام المصرفي وأسواق المال وتوسع ميزانية البنك المركزي لا يصح على العراق بل لدول أخرى عند ارتباط تضخم ميزانية البنك المركزي مع توسع سريع في الإئتمان الخاص. بينما في العراق تبقى المخاوف متعلقة بالدين الحكومي الداخلي والإنفاق الحكومي وهذه من الممكن التغلب عليها.

في الدول ذات العمق المالي والحجم الكبير لرصيد الدين الخاص والعام تكون تغيرات الميزانية العمومية للبنك المركزي بالغة التأثير في أسعار الفائدة ومعدلات العائد، وقد تكون البنوك المركزية من أسباب عدم الاستقرار إن لم تتحسب كفاية في مراكمة موجودات وتمويلها بمزيد من إصدار الودائع الإحتياطية للمصارف والعملة. وهذه الظاهرة لا تحصل في العراق لن حجم الإئتمان المصرفي محدود ولا يوجد أصلاً سوق للدين بعد.

الشكل (١) العملة المصدرة في الميزانية العمومية للبنك المركزي



نلاحظ المسافة بين منحى الإحتياطيات الدولية للبنك المركزي العراقي ومنحنى العملة المصدرة، ونعود إلى الميزانية العمومية للبنك المركزي، لو حولنا جميع المطلوبات وصافي الإستحقاق عدا العملة المصدرة إلى جانب الموجودات، والصيغة المعروضة أنفا جاهزة لهذا التحويل عند نقل الودائع الإحتياطية من الأساس النقدي والإبقاء فقط على العملة المصدرة. في الشكل، أنفا، العملة المصدرة أقل من صافي الموجودات الدولية، الإحتياطيات الرسمية، وهذا يشير إلى أن صافي بقية الموجودات مطروحا منها بقية المطلوبات، عدا العملة المصدرة، وصافي الإستحقاق مقدار سالب. ولو كان موجبا وجبت زيادة العملة المصدرة على صافي الموجودات الدولية.

نذكر في جانب المطلوبات توجد ودائع للحكومة المركزية طرحت من الديون عليها لتكون الفقرة (٣) في جانب الموجودات. وللمصارف في جانب المطلوبات ودائع ليست ذات طابع إحتاطي وحوالات أو سندات البنك المركزي هذه تطرح أيضا، من الديون على المصارف لتكون الفقرة (٢). بقيت الودائع الإحتياطية ضمن الأساس النقدي، وحقوق الملكية أو صافي الإستحقاق. وكلما كانت مطلوبات الحكومة والمصارف على البنك المركزي أكبر وديونه عليهما أقل تصبح العملة المصدرة أقل ويساعد صافي الإستحقاق على خفضها.

الجدول (٣) مجاميع النقود في العراق ، ترليون دينار ، سنوات مختارة

الودائع ضمن النقود		الأساس النقدي			نهاية العام
الودائع الأخرى	ودائع جارية أو ذات طبيعة جارية	عملة خارج المصارف	إحتياطيات المصارف		
			عملة تحتفظ بها المصارف	ودائع للمصارف في البنك المركزي (*)	
		العملة المصدرة (الموجودة خارج البنك المركزي (**))			
٨,٦٤٢٦٠	٢٧,٤٠١٣	٢٤,٣٤٢٢	٣,١٦٥١٤	٢٦,٣٠٢٥	٢٠١٠
١٤,٩٤٢٤	٣٣,٤٤٨٧	٤٢,٠٧٥٢	٣,١٥٦٢٩	٢٣,٤٨٥٨	٢٠١٦
٢١,٧٨٤٣	٦٤,٢٨٥٧	٨٢,٠٣١٧	٥,٥٢٩٨٣	٥٧,٦٨٠٦	٢٠٢٢
٢٠,٦٥٧٢	٦٥,٦٩٧٣	٩٤,٦٢١١	٦,٨٥٩٩٠	٦٤,١٣٠٨	٢٠٢٣
	النقود بالتعريف الضيق				
النقود بالتعريف الواسع					

* ليست هذه جميع ودائع المصارف لدى البنك المركزي ، بل ذات الصلة الإحتياطية تبعا لتعريف مكونات الأساس النقدي.

** في العراق نسميها العملة المصدرة Issued Currency ، لأن التي تعود إلى خزائن البنك المركزي تفقد صفة الإصدار ؛ بينما يسميها صندوق النقد الدولي العملة في التداول Currency in Circulation عند إستبعاد العملة التي تعود إلى خزائن البنك المركزي؛ الفرق في التسمية فقط. أما العملة خارج المصارف فالمقصود بها ما يصطلح عليه العملة في حيازة الجمهور أو العموم Public. وحيثما يرد تعريف النقود بأنها العملة في التداول زائدا الودائع فالمقصود العملة في التداول خارج المصارف وليست كل العملة المصدرة التي يسميها الصندوق العملة في التداول.

تمويل الموجودات ومحددات النقود

يمكن لتحليل الميزانية العمومية إنارة مساحات أوسع من مجرد التعرف على توليد ومكائنة النقود والصيرفة المركزية، بل بمثابة مؤشر لإظهار مسار تكوين الفجاعات مع تضخم الديون وإنفلاقها وما يترتب عليه من تبديد الثروات ومتطلبات إعادة بناء، الميزانيات العمومية بزيادة الإيداع وخفض النفقات وتسديد الديون. وخلال هذه الأقتناء تكون ميزانية البنك المركزي مرآة عاكسة للعملية بأكملها وكافة مراحلها. مضمون مقاربة الميزانية العمومية النظر والإشتغال داخل النظام فهو ليس صندوقا مغلقا لا يعنينا ما هو عليه ونراهن على علاقة ، نفترضها أو كانت في ظرف معين ، بين المدخلات والمخرجات. عمليات السوق المفتوحة ، مثلا، هي سلسلة من التغيير في الموجودات والمطلوبات

تتدخل في حركة يملئها النظام قد لا تقوى على حرف مسارها نحو الأزمة. خذ على سبيل الإيضاح تكوين الموجودات الأجنبية وتزايدها وتناقصها في الميزانية العمومية للبنك المركزي العراقي فهل ثمة إمكانية لعمليات سوق مفتوحة نمطية بمساعدة رفع أو خفض سعر الفائدة تكفي لتعقيم حركة الموجودات الأجنبية وما يترتب عليها في جانب المطلوبات، أم يقتضي الأمر إلزاماً بإرادة سياسة تستند إلى وضوح وقناعات راسخة.

عدم التوافق بين آحاد الموجودات والمطلوبات يفاقم دورة الأعمال، والنظام المصرفي معروف بهذه الخاصية بالإئتمان أو الموجودات الأجنبية أطول أمداً من الودائع الحكومية والخاصة. وكثير من الأبحاث تفترض أو تستنتج بأن العامل الرئيس للأزمات وإنتشارها عدم التوافق في بنية الميزانيات العمومية وعدم التوازن في حجم وتركيب الموجودات والمطلوبات. من تدقيق النظر في الميزانيات العمومية الوطنية تظهر خطوط الصدع التي تأخذ طريقها إلى البنك المركزي والنظام المصرفي. وقد كشفت عن التمادي في مديونية القطاع الأسري والشركات إضافة على قطاع المال وهو عامل إضافي لتكرار الأزمات في الاقتصاد المعاصر. ولذا صار من المنطقي تعديل الأطر التحليلية للسياسات لفهم إختلال الميزانيات وكيف تؤثر الصدمات وتغذي أوضاع الموجودات والمطلوبات حجماً ونوعاً وتركيباً. وقد اشارت أدبيات منشورة من صندوق النقد الدولي إلى الدور المحوري لهشاشة الميزانيات العمومية للقطاعين الأسري والمالي في الأزمة المالية الدولية للقروض العقارية. يفصح تحليل الميزانيات عن مكامن الخلل وهي مصادر خطر في السيولة وإحتمال فشل الديون وتقلبات أسعار الصرف والفائدة والتمويل قصير المد لموجودات بعيدة المدى ونوعية الموجودات وهو بعد مهم في مقارب الميزانية لأن الموجودات الرديئة سرعان ما تنخفض أسعارها وتزداد الخسائر الرأسمالية. كما تؤدي شحة مصادر التمويل إلى اضطراب المؤسسات لبيع موجوداتها بأسعار واطنة ولهذا السلوك آثار تجميعية تعمق الأزمة. نشير إلى تلك المسائل التي قد لا نجدها جميعاً في العراق لكنها ذات دلالة لبيان فاعلية هذه المقاربة.

من دراسة الميزانية العمومية للبنك المركزي والمقارنة الزمنية لمقادير مكونات جانبها نتعرف على المديات الممكنة لتغير المكونات ونشخص المصدر الأكبر للتمويل الإضافي في مقابل تركيز زيادة أو إنخفاض الموجودات، ثم نتساءل عن أدوات السياسة ذات الفاعلية الأقوى إن وجدت في محاولة تصحيح أو تعزيز تلك التغيرات.

الجدول (٤)

تمويل موجودات البنك المركزي العراقي ، ترليون دينار



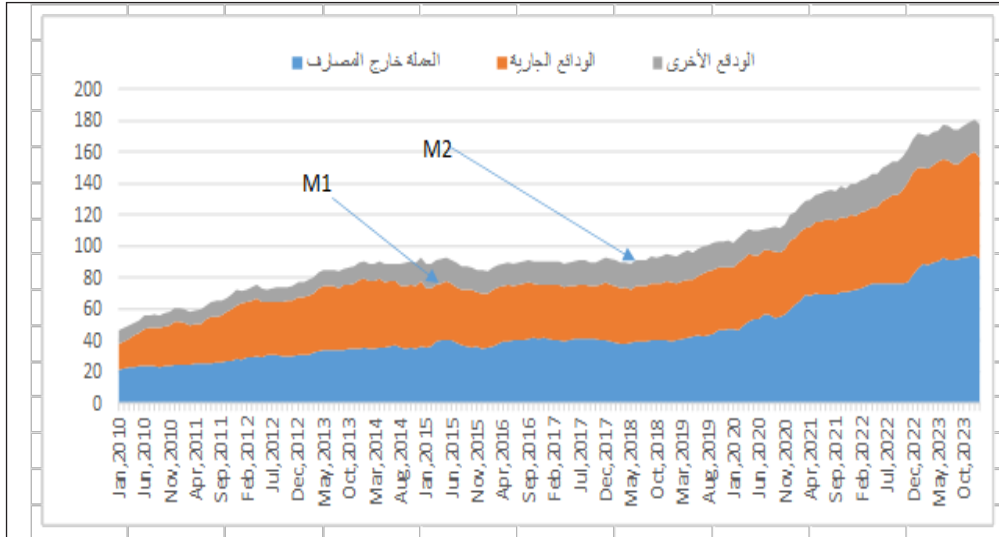
لقد إزدادت موجودات البنك المركزي خلال سبع سنوات بمقدار ١٣٣,٢٧ ترليون دينار عن حوالي ٧٢,٥ ترليون كانت عليها عام ٢٠١٥ وهي زيادة كبيرة لا شك في ذلك. وبقيت العملة المصدرة هي المصدر الرئيس لتمويل الموجودات تليها ودائع المصارف. لكن الأخيرة لم تواكب زيادة الموجودات وبقيت تراوح قريبا من متوسطها بين عامي ٢٠١٥ و ٢٠٢٠. وإزدادت زيادة كبيرة عام ٢٠١٢ وقفزة عام ٢٠٢٢. ومن المعلوم أن لهذه الحركة علاقة بالفائض المصرفي. أما ودائع الحكومة فتتسم بالتقلب العنيف ولا يعتمد عليها. ومما يثير الإنتباه صافي حقوق الملكية، الإستحقاق، الذي تطور سريعا منذ عام ٢٠٢٠. ويتبين كيف أن صافي الإستحقاق يقلل من الحاجة إلى العملة المصدرة.

يستنتج من تجارب البنوك المركزية للدول المتقدمة خاصة بريطانيا ، أن افضل إدارة للموجودات والمطلوبات تلك التي تجعل سلوك الميزانية العمومية معاكسا لدورة الاستقرار، وتماثل دورة سعر النفط في العراق دورة الأعمال في الدول المتقدمة. وقد سبق وبينّا أن البنك المركزي لا يستطيع تهذيب دورة سعر النفط إلاّ عند إقناع السلطة المالية بأهمية الإلتزام بقواعد الضبط المالي. عندها يستقر الإنفاق العام بإستقلال عن تقلبات سعر النفط والإيرادات، فعندما يرتفعان فوق المعدل تحقق المالية العامة فائضا يستخدم لإطفاء الدين الداخلي ومنه حوالات الخزانة لدى البنك المركزي والعكس صحيح. وبذلك يتحرك رصيد الدين الداخلي في الميزانية العمومية للبنك المركزي عكس الإحتياجات الأجنبية فيستقر مجموع الموجودات وفي المقابل التمويل المطلوب متمثلا بالمطلوبات على البنك المركزي ومنها العملة المصدرة. عند إعتماد هذه السياسة وعلى فرض إطفاء كل الدين العام الداخلي عند ذاك تستمر العملية بالودائع الحكومية في البنك المركزي فعندما ترتفع الموجودات الاجنبية مع زيادة إيرادات النفط تراكم الحكومة ودائع في البنك المركزي تكفي لتمويل الزيادة في الإحتياجات

الأجنبية وربما أكثر فتتعدم الحاجة لزيادة العملة المصدرة أو تكون بمقادير ضئيلة. أي أن معاكسة دورة الإيرادات والموجودات الأجنبية ممكنة دائما ما دامت السلطة المالية قد التزمت قواعد الضبط المالي، ومن ثمراته الاستقرار النقدي أيضا. بتعبير آخر تساعد معاكسة الدورة في تعطيل الأثر السلبي لهيمنة النفط والمالية العامة على عمليات الصيرفة المركزية.

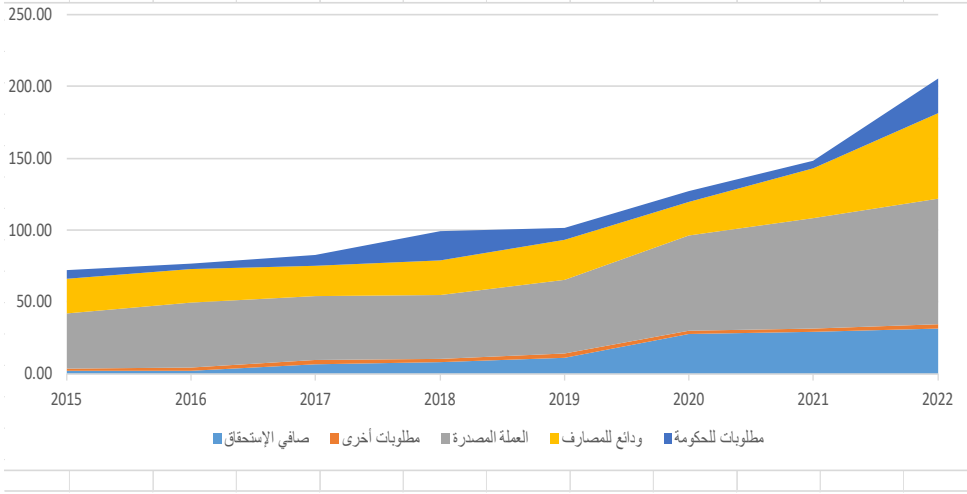
الجدول (٥)

تمويل الزيادة في موجودات البنك المركزي العراقي ، ترليون دينار



الزيادة السنوية في الموجودات جميعها موجبة لكنها عنيفة في تبذرها والذي يعود على تغير الموجودات الأجنبية. يوضح الجدول كيف أن العملة المصدرة تعوض نقص الإسهام من بقية المصادر، وفي عام ٢٠٢١ كان تغير صافي الإستحقاق كبيرا بالموجب - ولولا زيادة صافي الإستحقاق يقع العبء كله على العملة المصدرة لتمويل الموجودات الإضافية. من هذه الجهة لا ينبغي التقليل من أهمية صافي الإستحقاق والذي يؤثر فيه كثيرا صافي عوائد الإستثمار في الخارج وفروقات إعادة التقييم ونفقات السياسة النقدية في الداخل. يبدو ان محاولة التحكم بالموجودات من غير الإحتياطات الرسمية، وهي القروض على الحكومة والمصارف هي الوسيلة الممكنة، على رغم صعوبة التحقق، للحد من زيادة العملة المصدرة، أخذين في الاعتبار أن حركة الإحتياطات الأجنبية معطاة من عوامل تتعذر السيطرة عليها، وكذلك ودائع الحكومة، أما الودائع الإحتياطية للمصارف فوجودها في البنك المركزي نتاج حركة فائض السيولة ومن المستبعد التأثير فيها كثيرا بسعر الفائدة.

الشكل (٢) تمويل موجودات البنك المركزي العراقي



وللمقارنة مع الميزانيات العمومية للبنوك المركزية في الدول المتقدمة تأتي الزيادة الكبيرة في الموجودات من إقتناء أدوات الدين الحكومي، وفي جانب المطلوبات من إحتياطيات المصارف، ولسعر الفائدة أهمية أو فاعلية في الطرفين. ولذلك تكون مقارنة الميزانية العمومية، أي التعامل المباشر مع الموجودات والمطلوبات ذاتها دون وساطة سعر الفائدة أجدي في دول النموذج العراقي. من الميزانية الموحدة للمصارف نتابع مسار الإئتمان النقدي بصفته الوظيفة الرئيسة للمصارف والجزء الحيوي من موجوداتها. نعرف موارد التمويل أي مجموع جانب المطلوبات وهي رأس المال، متضمنا جميع صافي الإستحقاق، زائدا الودائع بما فيها ودائع الحكومة المركزية. أما الإستخدامات، جانب الموجودات، فهي الإئتمان النقدي والعملة التي تحتفظ بها المصارف، والودائع الإحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي، وموجودات أخرى منها عقارات واثاث ومعدات مكتبية وتشغيلية وإستثمارات مالية. الموجودات الأخرى أسميناها المتبقي أي الفرق بين موارد التمويل ومجموع الإئتمان النقدي والسيولة. نلاحظ ان الإئتمان النقدي يشكل ٤١ ٪ من موارد التمويل عام ٢٠١٤ إرتفعت هذه النسبة إلى ٤٥ ٪ عام ٢٠٢٣، اما عند إستبعاد ودائع الحكومة المركزية من الموارد تكون تلك النسب ٥٢ ٪ و ٦٦ ٪ على التوالي. أما حصة الإحتياطيات المصرفية، الودائع لدى البنك المركزي والعملة التي تحتفظ بها المصارف، فقد تغيرت من ٣٦ ٪ إلى ٤٣ ٪ تقريبا من مجموع الموارد، وعند إستبعاد ودائع الحكومة المركزية بقيت مستقرة إذ كانت ٥٣ ٪ أصبحت ٥٤ ٪ تقريبا. يفهم من هذا التحليل أن نسبة السيولة بقيت عالية؟ والموارد غير الموظفة في الإئتمان كبيرة ٥٥ ٪ عام ٢٠٢٣ وعند إستبعاد ودائع الحكومة المركزية تكون ٣٤ ٪ وهي ليست قليلة. يستنتج أن النظام المصرفي لم يتعرض إلى شحة الموارد، وبمجموعه كانت سيولته عالية بل فائضة لكن إستبعاد ودائع الحكومة يقترب من النطاق المقبول، أي ان النظام المصرفي لم يكن بحاجة لإستخدام ودائع الحكومة

المركزية والتي أودع قسما منها لدى البنك المركزي.

في الميزانية الموحدة للنظام المصرفي تختفي الودائع الإحتياطية للمصارف في البنك المركزي لأنها جزء من الودائع الظاهرة في جانب المطلوبات للميزانية الموحدة للمصارف؛ كما تختفي العملة التي تحتفظ بها المصارف لأنها جزء من العملة المصدرة الظاهرة في جانب المطلوبات للميزانية العمومية للبنك المركزي ؛ وعندما تخصم الودائع الحكومية في المصارف والبنك المركزي من مجموع الإئتمان المقدم للحكومة المركزية والسندات والحوالات الحكومية يبقى في جانب الموجودات صافي الدين على الحكومة والإئتمان للقطاع الخاص موجودات أخرى إضافة على صافي الموجودات الأجنبية؛ وفي جانب المطلوبات توجد النقود ، عملة في التداول خارج النظام المصرفي والودائع النقدية في المصارف، ثم صافي الإستحقاق للبنك المركزي وجميع المصارف، إذن:

النقود بالتعريف الواسع = صافي الإحتياطيات الدولية في النظام المصرفي – (صافي الإئتمان المحلي المقدم من النظام المصرفي وموجودات أخرى، أي عقارات وإستثمارات مالية، – صافي الإستحقاق للنظام المصرفي). نسمي النقود M والإحتياطيات الدولية NFA والحد الثاني من اليسار، بين القوسين، NDC نصل إلى المتطابقة

$$M = NFA + NDC$$

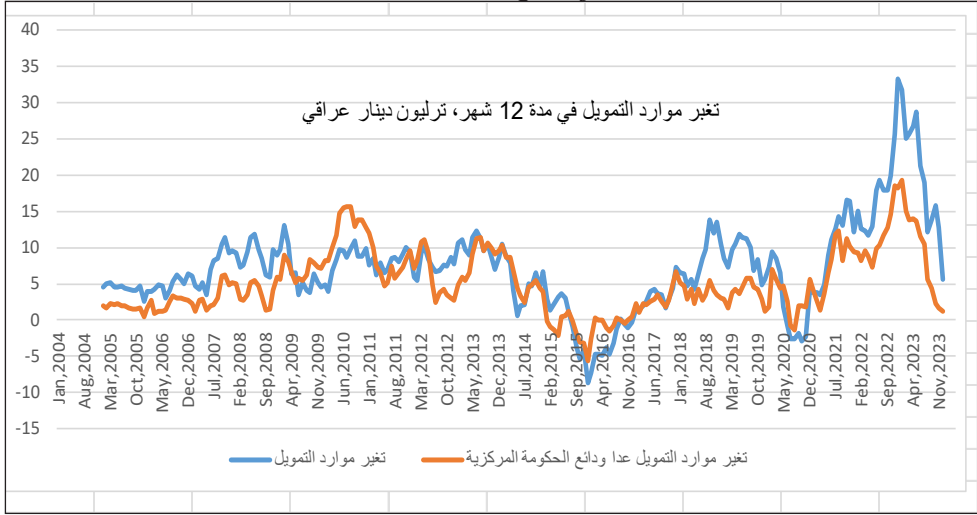
ومن المسلمات في آليات عمل الاقتصاد العراقي أن الجانب الأيمن للمتطابقة هو الذي يحدد النقود وليس العكس ، وبما أن حركة صافي الموجودات الدولية ، إحتياطيات العملة الأجنبية والذهب وما إلى ذلك، من المتعذر التحكم بها، والنقود تابعة كما تقدم، إذن بقدر التحكم بالعنصر الثاني على يمين المتطابقة نستطيع التحكم بالنقود.

يتزايد راس المال بصفة مستمرة بمتوسط يقترب من ١,١ ترليون دينار سنويا؛ لكن الودائع تنذبذب وخاصة ودائع الحكومة المركزية ولذلك لا تتغير موارد التمويل بمعدل مستقر. أما من جانب الموجودات فيلاحظ الصعود المنتظم للإئتمان النقدي، لكن الودائع الإحتياطية لدى البنك المركزي ليست منتظمة. تغير الودائع النقدية ، الودائع بإستبعاد التي للحكومة المركزية، زائدا العملة خارج النظام المصرفي يرسمان مسار النقود. أما تذبذب الودائع الإحتياطية للمصارف في البنك المركزي فتعكس في الأساس النقدي ومنه عدم استقرار نسبة النقود إليه أو مايسمى المضاعف النقدي والذي فقد دلالاته ما دامت البنوك المركزية لا تستطيع السيطرة على عرض النقد.

يبين الجدول الحجم الكبير لإعتماد المصارف على ودائع الحكومة المركزية في السنوات الأخيرة وهي أموال الموازنة التي تقترض لسداد عجزها عن تغطية الإنفاق الداخلي بالدينار. يتطلب ترصين النظامين المالي والنقدي دراسة جادة لودائع الحكومة المركزية في المصارف وكذلك ودائع مؤسسات القطاع العام لأن كلاهما نتاج نظام قانوني وقرار إداري، وكذلك إمعان النظر في فوائض المصارف الخاصة.

الشكل (٣)

تغير موارد التمويل في قطاع المصارف العراقية لمدة ١٢ شهر



إحتياطيات المصارف في البنك المركزي وسعر الفائدة

إحتياطيات المصارف سيولة تامة منها عملة تحتفظ بها، وأخرى ودائع في البنك المركزي، عادة تعين البنوك المركزية قدرأ أدنى من العملة التي ينبغي الإحتفاظ بها وكذلك الودائع في البنك المركزي كلاهما بنسبة من مجموع الودائع لدى المصارف، مازاد على الحد الأدنى إحتياطيات فائضة او حرة. الإحتياطيات بمجموعها مكون للأساس النقدي والجزء الآخر للأساس النقدي العملة في التداول خارج النظام المصرفي.

إلى جانب الودائع الإحتياطية للمصارف توجد مطلوبات أخرى للمصارف على البنك المركزي مبنية في جانب المطلوبات من ميزانيته العمومية، منها إتفاقيات إعادة الشراء العكسي، أنظر الميزانية العمومية للإحتياطي الفدرالي الأمريكي في الملحق، وفي بنوك مركزية أخرى تجد حوالات البنك المركزي وهي نظيرة لحوالات الخزانة تصدر عن البنك المركزي، وأيضاً هناك ما يسمى تسهيلات الإيداع هي ودائع للمصارف في البنك المركزي بفائدة. مجموع مطلوبات المصارف على البنك المركزي مصدر رئيسي لتمويل موجوداته، ومنها الودائع الإحتياطية للمصارف. الأخيرة تماثل الودائع الجارية، القابلة للتحويل، للأفراد في المصارف التجارية. المصارف تحتاج على الإحتياطيات لأنها سيولة جاهزة، وأحياناً تضطر إلى الإقتراض من خلال نافذة إعادة الشراء أو غيرها لتعزيز إحتياطياتها.

كانت إحتياطيات المصارف لدى البنك المركزي دون فائدة، إلزامية أو فائضة، لكن ظهرت أسباب أقنعت بنوك مركزية للدول المتقدمة خاصة بدفع فوائد لإحتياطيات المصارف. وبنوك مركزية أخرى ترى من الأفضل دفع الفوائد لأموال للمصارف مستثمرة في البنك المركزي مثل الحوالات أو ودائع لا تستطيع المصارف التصرف بها مدة الإستثمار إلا بالتنازل عن الفائدة. لكن المهم من منظور الاقتصاد النقدي الحجم الكلي لمطلوبات المصارف على البنك المركزي، دون العملة التي تحتفظ بها،

مع مراعاة تكاليف تلك المطلوبات على البنك المركزي. في أكتوبر ٢٠٠٨ باشر الإحتياطي الأمريكي دفع فوائد على إحتياطيات المصارف لديه ، الإلزامية والفائضة، إستنادا إلى قانون شرعه الكونغرس عام ٢٠٠٦ بناءا على طلب الإحتياطي الفدرالي عام ٢٠٠٤. فالتوجه نحو الإحتياطيات بسعر فائدة لم يكن وليد الأزمة المالية للقروض العقارية. بيد أن التنفيذ كان الكونغرس قد أرجاه حتى عام ٢٠١١ بـ كـر به في محاولة لإيقاف التدهور. وقد درجت بنوك مركزي أخرى لدول متقدمة على تقديم فوائد Taylor لإحتياطيات المصارف. هذا المنحى يعيد الأذهان إلى ما قبل طور سياسة سعر الفائدة وقاعدة عندما كانت البنوك المركزية تركز على التحكم بالسيولة ، كمية النقود، من خلال الأساس النقدي في جانب المطلوبات لميزانيتها العمومية، وفي سياسة تسمى كمية وليست سعرية قوامها نسبة الإحتياطي George Tolley الإلزامي. بعد الأزمة أعيدت تلك السياسة مع سعر الفائدة، وثمة دعوات مبكرة تحت البنوك المركزية لدفع فائدة على الإحتياطيات (Milton Friedman 1960) و (1957) الإلزامية من جهة أن وجود ودائع للمصارف بفائدة صفرية يشوه الأسعار وآليات عمل السوق المالية ، فلا بد من الإكتراث بكلفة الفرصة البديلة. وقد إقترح أن الفائدة التي تدفع على الإحتياطيات الإلزامية تماثل نظيرتها على أدوات الإستثمار المالي بنفس درجة الأمان والسيولة وهي حوالات الخزنة. وبعدما توسعت موجودات البنوك المركزية كثيرا وبدى تأثير السياسات السابقة ضعيفا اضطرت البنوك المركزي لزيادة مطلوبات المصارف على البنك المركزي، وفعلا يدفع الإحتياطي الفدرالي فائدة على الإحتياطيات الإلزامية والحررة لكن سعر الفائدة على الأولى أدنى منه على الثانية. وهذا لا يتفق مع مقترح فريدمان وزميله ، إذ يقصدان الإحتياطيات الإلزامية ، لأن الإحتياطيات غير الإلزامية موجودة في البنك المركزي لأنها فائضة أصلا والأموال غير الموظفة لا تتقاضى فائدة. ومن المتوقع ظهور إطرورات معارضة لدفع البنوك المركزي فوائد على إحتياطيات المصارف فهي قي نظرهم إعانات لا مبرر لها، وأتفق معهم إلا أن يثبت العكس بأن ودائع المصارف في البنك المركزي من غير الإلزامية ليست فائضة أصلا.

من مسائل التعارض التي قادت إلى هذا التوجه أن البنك المركزي عندما يرفع سعر الفائدة لكبح التوسع النقدي والإئتماني، إستجابة لشروط إستقرار الاقتصاد الكلي، ترتفع كلفة الفرصة البديلة لوجود إحتياطيات للمصارف في البنك المركزي ، والنتيجة إنخفاض تلك الإحتياطيات وهو توسع نقدي أيضا لم يكن مقصودا. بيد أن هذا الإرتباط لم يكن متحققا دائما لا يتحقق دائما فقد يرتفع سعر السياسة ولا تتقلص إحتياطيات المصارف لدى البنك المركزي، لأن سعر السياسة لا يمثل، دائما، أرضية لأسعار فائدة الأمد القصير، وربما يتعامل البنك المركزي نفسه بأسعار فائدة أخرى لا تتفق مع سعر السياسة.

ارصدة المصارف المودعة في البنك المركزي خالية من الخطر، وهي الأكثر سيولة من جميع الإستثمارات، ولذا من غير المتوقع أن تستخدم المصارف تلك الأرصدة للإقراض ما لم يكن سعر الفائدة أعلى مما تتقاضاه من البنك المركزي بمقدار هامش المخاطرة. لهذا يكون سعر الفائدة على الإحتياطيات أرضية لسعر فائدة السوق، هذا عند شمول جميع المصارف، وقد توجد بعض المصارف تستثنى من الفائدة على الودائع الإحتياطية او مؤسسات وسيطة أخرى لا تتاج لها أصلا فرصة الإيداع ، او الإستثمار، في البنك المركزي بفائدة ندها لا يكون سعر الفائدة على الإحتياطيات أرضية لسعر

الإقراض من تلك المؤسسات.

في الدول حيث سوق الإستثمار ليوم واحد Overnight واسع وإيداع الإحتياطيات هو قصير الأمد بالتعريف، لأنها إحتياطيات، مالم تكن فرصة إيداع الإحتياطيات بفائدة مكفولة لجميع المؤسسات المشاركة في سوق الإقراض ليوم واحد من الممكن أن ينخفض السعر في هذا السوق دون سعر الفائدة على الإحتياطيات.

تتفع زيادة الإحتياطيات لدى البنك المركزي، كما تقدم، لتعقيم الإقراض الإستثنائي من البنك المركزي على الحكومة والقطاعات الأخرى كما حصل لإخراج الاقتصاد من صدمة الأزمة والحفاظ قدر الإمكان على المؤسسات الدائنة من الإنهيار نتيجة العجز عن سداد الدين. وأيضاً، قد يكون لها دور لا يؤديه سعر فائدة السياسة الإعتيادي، قاعدة Taylor مع التضخم الجامح. أما في الطور التراجعي لدورة العمال فلا ضرورة للفائدة على الإحتياطيات بل الأفضل التوقف عنها. أيضاً، مضمون التيسير الكمي زيادة المطلوبات على البنك المركزي أي بالنتيجة توسع الأساس النقدي، وهذه الوظيفة تتفق مع سعر الفائدة على الإحتياطيات المصرفية، لرفع سعر الفائدة وتجاوز التضخم الواطئ بزيادة عرض النقد في السوق. أي أن الفائدة على الإحتياطيات والتيسير الكمي يتفقان مع سياسة لدفع الاقتصاد نحو الوضع الإعتيادي، ويوصف التيسير الكمي بعهد الإحتياطيات الوفيرة والقيادة الأمامية Forward Guidance أي تفصح البنوك المركزية مقدماً عن توجهاتها للفترة القادمة من أجل إستقرار التوقعات من الطبيعي أن التيسير الكمي يعني شراء المزيد أدوات دين أو موجودات أخرى في حوزتها أو حتى من القطاع الخاص عدا المصارف، لكن المهم في الأمر التيسير النقدي، وتحدث تغيرات قد تكون عنيفة في جانب الموجودات للميزانية العمومية لكنها ناتج عرضي ليست مقصودة لذاتها. هذه تختلف عن تعمد البنك المركزي توسيع إنتمانه للحكومة والقطاع الخاص فعندما يخشى، في هذه الحالة من الإفراط النقدي يلجأ إلى مراكمة إحتياطيات للمصارف لديه بفائدة. في التيسير الإنتماني يحاول البنك المركزي تغيير مكل موجوداته من القروض وأوراق المال في حوزته لتحسين الوضع الإنتماني لقطاعي الأسر والأعمال. وننتبه على مسألة حيث دائماً تخضع جميع السياسات لمطابقة الميزانية العمومية، فلا يزداد إنتمان البنك المركزي إلا بزيادة مقابلة في المطلوبات والعكس صحيح، وتختلف النتائج في قطاع المال والإقتصاد الكلي لنفس السياسات تبعا لفتور أو سخونة الإنتمان والنشاط الاقتصادي، ووفرة أو شحة السيولة.

مما يساعد على جعل سعر الفائدة على الإحتياطيات أرضية لأسعار فائدة الأمد القصير هي ان المصارف التي تستطيع الإنتفاع من الفائدة على إحتياطياتها في البنك المركزي تقترض السيولة من المؤسسات التي لا تتاح لها هذه الفرصة لإيداعها في البنك المركزي وصولاً إلى تعادل فائدة الإقتراض مع الفائدة على الإحتياطيات. وتبقى مسألة التنسيق بين سعر الفائدة على الإحتياطيات وسعر السياسة وتماتل وإختلاف التأثير، فضلاً عن إختلاف هيئة القرار لسعر السياسة عن سعر الفائدة على الإحتياطيات.

في العراق تأتي مطلوبات المصارف على البنك المركزي من فائض موارد التمويل على الإنتمان، ومن المشكوك فيه أن المصارف، عامة وخاصة، تعتمد تكوين فوائض إستجابة لسياسة البنك المركزي.

كما أن الإئتمان الذي يقدم أغلبه من المصارف الحكومية مستقل إلى حد كبير عن تغيرات سعر الفائدة، وكذلك الودائع التي أغلبها جارية. فوائض المصارف تلقائياً وحتماً أما إضافة إلى العملة التي تحتفظ بها المصارف، وهذه الإضافة قليلة نسبة إلى ودائع المصارف لدى البنك المركزي وإستثماراتها في أدواته. ولذا من الضروري ان تستند سياسة البنك المركزي تجاه المصارف الى النظر الدقيق في موارد التمويل وإستخداماتها والتحقق من مدى أثر سعر الفائدة في تحديد الفوائض القابلة للإيداع أو الإستثمار في البنك المركزي.

الشكل (٤)

تغير الودائع الاحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي العراقي



يبين الشكل تغيرات واسعة في الودائع الاحتياطية للمصارف لدى البنك المركزي مقاسة بالفرق بين ماكت عليه والشهر النظير من السنة السابقة. تعكس التغيرات حركة السيولة في المصارف والتي تتغير تبعا لتغير رصيد الإئتمان والإستثمار في موجودات أخرى من جهة والودائع النقدية والحكومية في جانب المطلوبات في الميزانية الموحدة للمصارف.

دالة الطلب على الإحتياطيات المصرفية لها وظيفة إرشادية حيث يستدل منها على السيولة الفائضة او حاجة المصارف للإقتراض لتعزيز إحتياطياتها. الدالة تقوم على فرض العلاقة العكسية بين الطلب على الإحتياطيات المصرفية وسعر الفائدة على بقية الموجودات قصيرة الأمد والخالية من المخاطر. وفي الدول التي يتاح فيها للمصارف إقتراض السيولة الإضافية من البنك المركزي يكون سعر الفائدة في السوق وسطا بين سعر فائدة إقتراض المصارف من البنك المركزي وسعر الفائدة على إحتياطياتها فيه، أي أن سعر الفائدة في السوق أعلى ، عادة، من سعر الفائدة على إحتياطيات البنك المركزي في الدول التي تدفع بنوكها المركزية فائدة على الإحتياطيات المصرفية. وعندما ينخفض سعر الفائدة في السوق دون سعر الفائدة على الإحتياطيات تقترض المصارف من السوق وتراكم في البنك المركزي فيرتفع سعر السوق.

ومن المتوقع عندما يتيح البنك المركزي للمصارف فرصا للإستثمار وتكون أسعار الفائدة لتلك الفرص، مثل إعادة الشراء العكسي أو حوالات البنك المركزي ... وسواها، أعلى من سعر الفائدة على الإحتياطيات تنخفض أرصدة الإحتياطيات إلى الحد الأدنى الضروري أو الإلزامي، أيهما أعلى ، لزيادة الإستثمار في تلك التسهيلات. أما إذا لم تدفع البنوك المركزية فائدة على الإحتياطيات ، مثل العراق، فمن الطبيعي تضع المصارف سيولتها الفائضة في حسابات الإستثمار. لهذا يُقِيم أثر السياسات التي تتيح للمصارف الحصول على فوائد من البنك المركزي، سواء على الإحتياطيات أو غيرها، بتغير حجم مطلوباتها على البنك المركزي إستجابة لسعر الفائدة.

يراد من دالة طلب المصارف على الإحتياطيات تقدير الفائدة ، فوق الإلزامية ، التي تحتفظ بها المصارف لدى البنك المركزي، وبناء على ما تقدم يمكن توصيف الدالة على أن الإحتياطيات المطلوبة تعتمد أولاً على الفرق بين سعر الفائدة على الإستثمارات قصيرة الأمد الخالية من الخطر وسعر الفائدة على الإحتياطيات؛ وثانياً على حجم الودائع في المصارف؛ ثم عامل عدم التأكد الذي يقاس بتذبذب الحاجة اليومية إلى السيولة.

العملة في النقود

تُطلب العملة لكونها وسيلة دفع فوري لا تتطلب اية إجراءات حتى مقارنة بالصك على الودائع القابلة للتحويل. كما هي إحتياطي طوارئ جاهز للإستخدام في أي وقت ومكان، خاصة حيث لا توجد خدمات مصرفية سهلة الوصول والتعامل في الحي السكني أو موقع العمل. كما تساعد العملة في تسهيل الصفقات التي يتجنب أحد الطرفين أو كلاهما الإفصاح عنها، ليس بالضرورة لعدم قانونيتها أو شرعيتها الأخلاقية بل لإعتبارات أخرى. وفي الإتجاه العام تنخفض نسبة العملة في التداول إلى النقود أو الناتج المحلي لحساب الودائع وما في حكمها وهي المكون الآخر للنقود.

العملة تصدرها البنوك المركزية وهذا مما يعزز الثقة بها مقارنة بالودائع وتناسب الناس في مختلف أوضاعهم الإستثنائية، ومستويات دخلهم، وفي أيام الإضطرابات وصعوبة الإتصال والمواصلات هي الوسيلة الأكثر أماناً. وقد إنخفضت نسبتها في النقود مع إنتشار الصيرفة تدريجياً في الدول المتقدمة ولقتها الدول الناهضة على عذا المسار وفي السنوات الأخيرة إنتشرت وسائل الدفع الإلكتروني وتنوعت خلال السنوات الأخيرة وتوصف بأنها بديل عن العملة، وهي في الواقع بديل عن الصك، لأن وسائل الدفع الإلكتروني تتعامل مع الودائع بشكل أو آخر. وقد أخذت نسبة العملة إلى النقود ، في الإنخفاض المتواصل من مدة طويلة قبل إنتشار وسائل المدفوعات التي تستفيد من التطور التكنولوجي، ثم عاودت الإرتفاع قليلاً في بعض الدول في العقدين الأخيرين. ويبدو الاختيار بين العملة وسواها وثيق الصلة بالإطمئنان إلى المصارف وإستئناس التعامل معها. وقد بين تحليل الطلب على العملة في بريطانيا، مثلاً، أن إرتفاع الإستهلاك الأسري، وإنخفاض أسعار الفائدة و تجنب الضرائب من بين أسباب الطلب المرتفع على العملة. بلغة أبسط يبقى حجم العملة المطلق والنسبي متغير إقتصادي نقدي محكوم بمحددات الطلب على النقود ذاتها، على المستوى الكلي، وبالإسجام مع قيد متطابقات الميزانية العمومية للنظام المصرفي، والتكنولوجيا تأتي لاحقاً.

وقد لوحظ الانعكاس في استخدام العملة من الإنخفاض نحو الإرتفاع في عشرات الدول رغم تطور وسائل الدفع التقنية. وربما يعود الأمر إلى خصائص الصفقات المرتبطة بعمليات الإنتاج ومشتريات السلع الوسيطة والتجارة وأنظمة الأجور والطلب على السلع النهائية وسواها. في السنوات الأخيرة دراسات حول المفاضلة والتفضيل بين العملة ذاتها التي تسمى Cash وبطاقات السحب Debit card وبطاقات الإئتمان Credit Card ، والنقود الإلكترونية E- Money ، ولا زالت العملة تنافس حتى في دول متقدمة ماليا ومع إنتشار الوسائل الإلكترونية.

في الدول التي كانت وسائل الدفع البديلة عن العملة Cash محدودة الإنتشار مثل البرازيل وروسيا والهند إنخفضت حصة العملة سريعا في مجموع قيمة الصفقات المنجزة بجميع وسائل الدفع بين عامي ٢٠١٢ و ٢٠٢٢. والتفاوت واسع بين الدول ولا زالت دول متقدمة مثل ألمانيا حصة العملة ٥٢ ٪ من مجموع وسائل الدفع عام ٢٠١٩ ، بينما في كوريا الجنوبية ٦ ٪ وفي روسيا يرتبط وثيقا بمستوى التطور الاقتصادي بدلالة متوسط الدخل للفرد أو أي معيار آخر. وعلى سبيل الإيضاح في عام ٢٠١٩ كانت حصة العملة Cash من مجموع وسائل الدفع في ألمانيا ٥٢ ٪ بينما في روسيا ٢٩ ٪ وفي البرازيل ٤٤ ٪ ، وفي الهند والسعودية وأندونيسيا ٦٤ ٪ ، ٧٢ ٪ ، و ٧٧ ٪ على التوالي. وفي عينة من ٢٥ دولة متقدمة وناهضة إنخفضت العملة من مجموع وسائل الدفع في جميعها عدا تركيا إذ بقيت النسبة ٤٩ ٪ عام ٢٠١٩ كما كانت عام ٢٠١٢. ووصلت كوريا الجنوبية والسويد والولايات المتحدة الأمريكية إلى اوطا نسب استخدام العملة ١٠ ٪ فما دون من مجموع وسائل الدفع المبينة أنفان العملة والبطاقات والنقود الإلكترونية، ونوضح ان هذا المؤشر يختلف كثيرا عن نسبة العملة من النقود. وللتذكير أن الصفقات ذات القيمة العالية تجري في التحويلات فيما بين الحسابات المصرفية أي من الودائع إلى الودائع. بينما تقتصر دلالة المؤشر أنفا ، حصة العملة من وسائل الدفع، على مشتريات الأفراد والأسر في النطاق الإستهلاكي على وجه الخصوص.

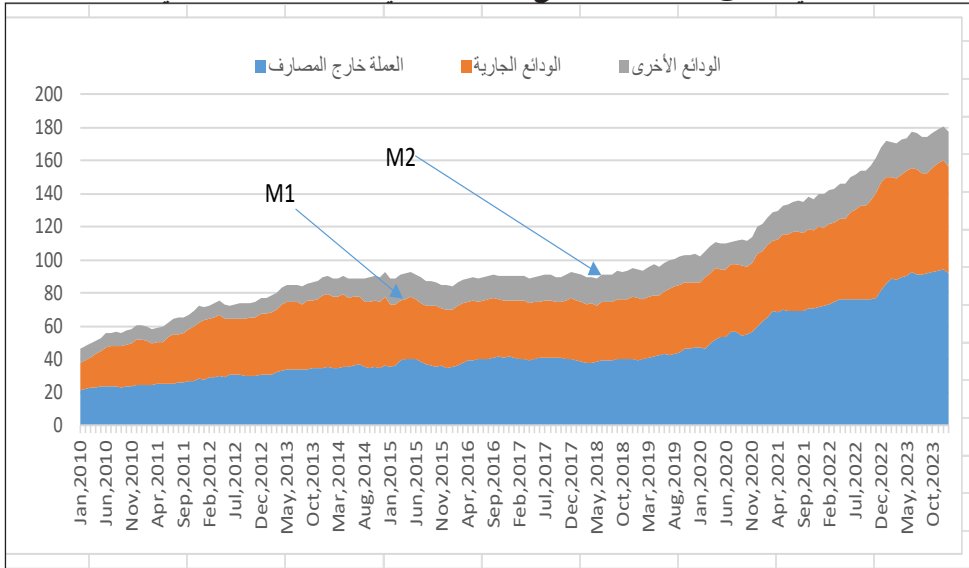
بفهم من نتائج دراسات عدة وملاحظة البيانات أن العملة في التداول ، خارج النظام المصرفي، تنخفض في الإتجاه العام نسبة إلى النقود بالتعريف الواسع نتيجة لإتساع النطاق الاجتماعي للتعامل المصرفي وإنتشار أنظمة البطاقات ووسائل الدفع الإلكتروني السهلة. ومن المتوقع عند إتاحة البنوك المركزية نقودا رقمية للأفراد التي تسمى Retail Central Bank Digital Currency سوف ينخفض سريعا استخدام أوراق العملة والمسكوكات لكنها لا تصل إلى الصفر، إذ توجد عوامل ثقافية ونفسية وأخرى موضوعية تستدعي بقاء العملة في التداول.

لتوصيف دالة الطلب على العملة نشير إلى ماتقدمت مضامينه في أن العملة تؤدي الوظائف المعتادة للنقود كونها وحدة حساب ، ومخزن للقيمة، ولإجراء المبادلات. والوظيفة الأخيرة من إبرز العوامل المحددة للطلب عليها ، لكن كلفة الفرصة البديلة للإحتفاظ بها تتدخل في الطلب وقد يعبر عنها سعر الفائدة في مقابل تكاليف إستخدام البطاقات أو النقود الإلكترونية؛ ولعل دافع التحوط Precautionary يقلل من أثر عامل كلفة الفرصة البديلة، وهناك عوامل أخرى منها أن إستخدامها مقارنة بالبدائل الأخرى أكثر حفاظا على الخصوصية Privacy، وهناك عوامل أخرى توصف بالبعد الثقافي- الاجتماعي.

إرتباط الطلب على النقود ، ومنها العملة، بالمعاملات من أهم أسباب التزايد المستمر في حجم النقود، ولما كان الناتج المحلي الإجمالي مجموع ما ينتج من سلع وخدمات نهائية صار معبرا عن الحجم الكلي لصفقات التبادل ولهذا يظهر في دوال الطلب، وقد يتخذ الإستهلاك الخاص بديلا عنه عند توصيف دالة طلب على العملة دون النقود بأكملها لأن الصفقات المرتبطة بالإنتاج والتجارة والإستثمار يجري أغلبها بالتحويلات عبر الشبكة المصرفية، بيد ان منشآت الأعمال تحتفظ بمقدار من العملة ضروري لمدفوعات اليومية الصغيرة. ونذكر ان كلفة الفرضة البديلة تتمثل بالتضخم والعائد الحقيقي وكلاهما متضمن في سعر الفائدة الاسمي، عادة، ومع ذلك عندما يكون التضخم منخفضا تكون تكاليف الاحتفاظ بالعملة واطئة مقارنة بمزايا السيولة الفورية والأمان. وأصبح من المعتاد حضور بدائل العملة في دالة الطلب عليها، وكلما كانت البدائل أسهل ،ادنى كلفة قللت الطلب على العملة ، أي نشأت علاقة إحلال بين البدائل مثل البطاقات والتحويلات الإلكترونية والعملة.

الشكل (٥)

النقود في العراق بالتعريف الواسع ، كانون الثاني ٢٠١٠ - كانون الثاني ٢٠٢٤



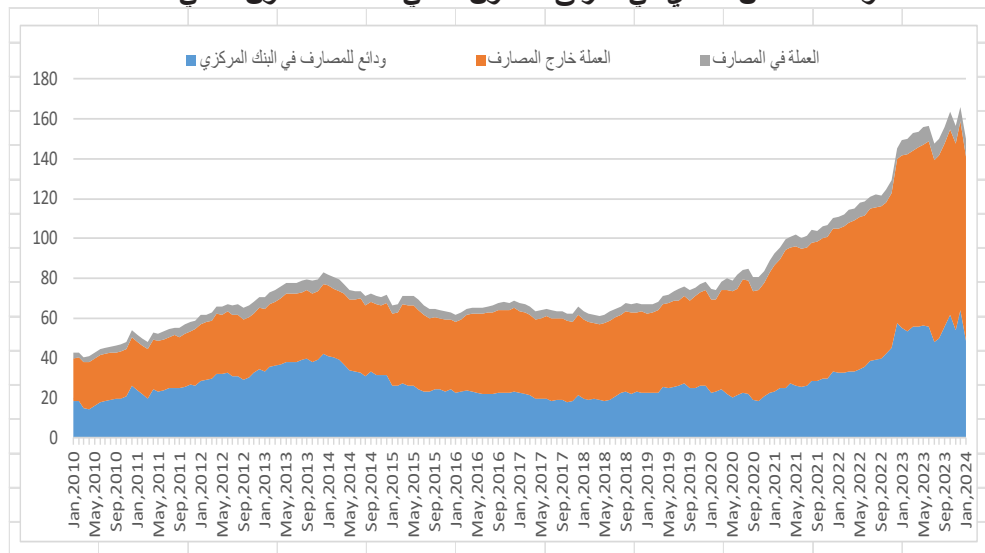
أيضا، العملة تكتنز وعاءا لحفظ القيمة ويشجع التضخم المنخفض على الإكتناز، ومن المنطقي الإقبال على مزيد من الإكتناز عند توقع إرتفاع سعر صرف العملة. ميزت بعض الدراسات بين الفئات العمرية في الطلب على العملة إذ يبدو أن لدى كبار السن تفضيل نسبي للعملة في المفاضلة مع وسائل الدفع البديلة مقارنة مع الشباب، واضيف أن سكان الريف أكثر ميلا للعملة وكذلك فئات الدخل المنخفض. من المعروف ان الإنتشار الجغرافي للمصارف يقلل الحاجة إلى الاحتفاظ بها أو الإكتفاء بمقادير قليلة كلما كانت الثقة بالمصارف عالية وسهولة التعامل معها؛ لكن إنتشار الخدمات المصرفية ووسائل الدفع البديلة كلاهما يتطلب إستعداد المجتمع للتحول عن العملة، فالتشجيع المتبادل يفسر التحول والإتجاه قابل للإرتداد مع إحتمال فشل المصارف او وسائل الدفع البديلة.

توافقت العديد من نتائج الدراسات على العلاقة العكسية بين نسبة العملة إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة في الدول المتقدمة ودول ناهضة، إلى جانب عدم التماثل بين الدول في الميل إلى العملة. ومن الملاحظ أن نسبة العملة على الناتج المحلي الإجمالي قد إرتفعت أو لم تتخض في العقدين الماضيين. في العراق لا يبدو أن المجتمع مستعد لإنخفاض كبير في نسبة العملة على النقود او على الناتج المحلي قد حصل إنعكاس نحو مزيد من العملة نسبة إلى النقود في السنوات الأخيرة.

واضحة في الشكل ٦ ضخامة العملة خارج النظام المصرفي، ثم الودائع الجارية، اما الودائع بفائدة فهي محدودة. ويفهم من هذا الواقع أن سعر الفائدة الى القروض رغم إرتفاعه في العراق عدا الإئتمان الممول من مبادرة البنك المركزي، لم ينعكس في تسريع نمو حصة الودائع من مجموع النقود.

الشكل (٦)

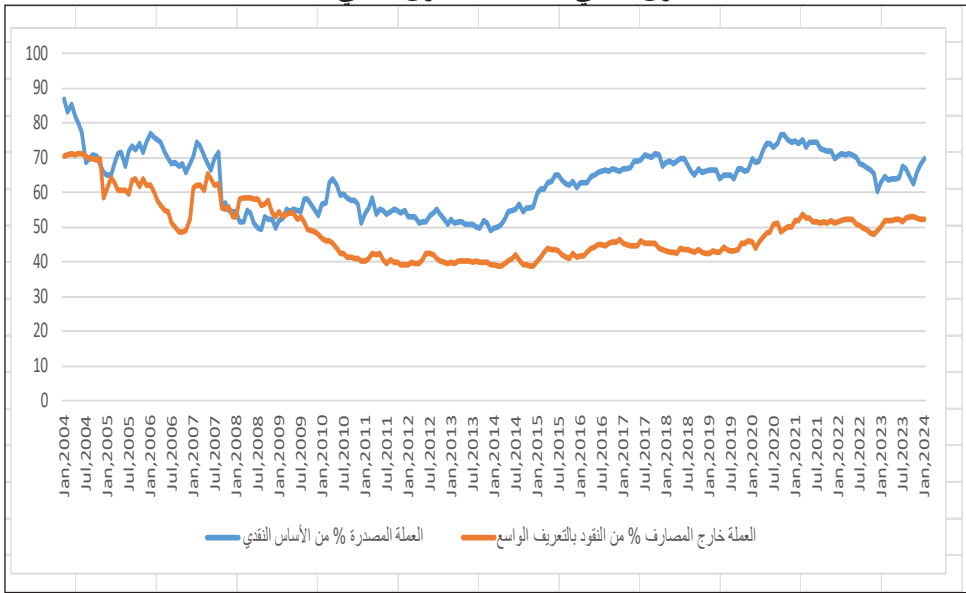
مكونات الأساس النقدي في العراق ، كانون الثاني ٢٠١٠ - كانون الثاني ٢٠٢٤



يُظهر الشكل مكونات الأساس النقدي، حيث العملة خارج النظام المصرفي وما تحتفظ به المصارف هما العملة المصدرة من البنك المركزي، والمكون الأقل أهمية غالباً الودائع ذات الطابع الاحتياطي لدى البنك المركزي. في محاولة زيادة هذه الودائع لتقليل العملة المصدرة وجه آخر حيث انها مقطوعة أصلاً من الودائع في المصارف التجارية، ولذا زادت هذه الفقرة في الأساس النقدي إنخفضت الموارد المتاحة للإئتمان. بتعبير أوضح أن السياسة التي تريد زيادة ودائع المصارف لدى البنك المركزي على أمل خفض العملة المصدرة قد تنتهي إلى تحجيم النقود والإئتمان المصرفي معاً. أي ان ثمة مقايضة إنطوت عليها هذه السياسة من الضروري الوقوف عندها . تكديس إيداعات المصارف لدى البنك المركزي، مع الإعلان عن تشجيع الإئتمان نا هيئك عن المبادرة بتقديم إئتمان من البنك المركزي لتعويض إحجام المصارف عنه أو عدم كفاية موارد التمويل لديها.

راجت في العراق إنطباعات سلبية عن حجم العملة في حيازة الجمهور، خارج النظام المصرفي، ويرى البعض المؤثر في الراي العام كأن هذه العملة ثروة ضائعة وهذا وهم لأن النقود ليست ثروة حقيقية على المستوى الوطني ، الإقتصاد الكلي، بل هي ثروة لحائزها. أما على المستوى الوطني فهي لأشيء موجودات

الشكل (٧)
العملة % في الأساس النقدي والنقود بالتعريف الواسع في العراق
كانون الثاني ٢٠٠٤ – كانون الثاني ٢٠٢٤



من الشكل أنفا لا يظهر إتجاه لإنخفاض العملة في النقود او الأساس النقدي بل عاودت الإرتفاع بعد وصولها إلى ادنى مستوى عام ٢٠١٢.

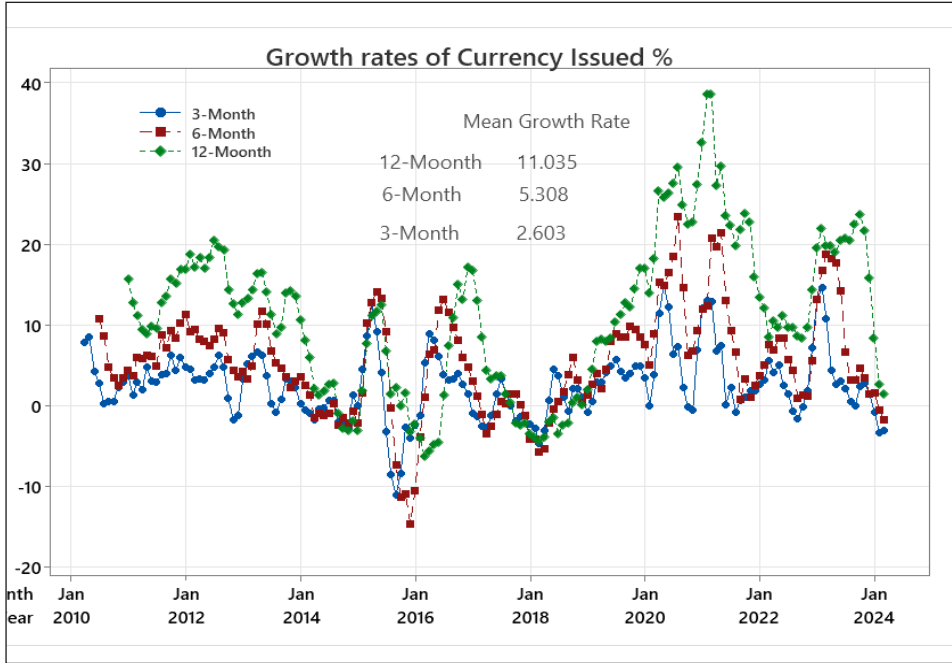
للحائزين ومطلوبات بقدرها على مؤسسات وطنية. كما لو تصورنا هذه العملة في المصارف فهل تأخذ طريقها إلى الإئتمان ، ليس بالضرورة ، لأن للإئتمان محددات عدا وفرة موارد التمويل ويتضح ذلك جليا من ملاحظة الميزانية العمومية الموحدة للمصارف الخاصة العراقية، حيث تجاوزت رؤوس الأموال والودائع ٢٧ ترليون دينار والإئتمان دون ١١ ترليون دينار. ولو فرضنا أن العملة أودعت كلها في المصارف وأقرضت فهل هذا مناسب لشروط الاستقرار الاقتصادي. كي يفهم خوف الكثير من البنوك المركزية والحكومات، دائما أو بين أونة وأخرى في الدول المتقدمة والناهضة، من التيسير النقدي أليس لأن ذلك يؤدي إلى حجوم إئتمانية ترفع مستويات الطلب الكلي فوق قدرة الإقتصاد على التحمل. عندما نضع هذه الحقائق على بساط التحليل المنهجي نستنتج أن إرتفاع نسبة العملة من النقود ينطوي على خصائص إيجابية على الصعيد التجميعي.

نمو المجاميع النقدية وإرتباطاتها

هل حجم النقود كبير في العراق، عند النظر في البيانات الدولية نجد نسبة النقود إلى الناتج واطئة في العراق، ومنها نستنتج إفتقار العراق إلى العمق المالي. متوسط نسبة النقود بالتعريف الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي في العالم ١٤٣ ٪ من أحدث البيانات المنشورة بينما في العراق هذه النسبة ٤٦,٥ ٪ وفي الدول متوسطة الدخل حوالي ١٥٤ ٪؛ وفي السعودية ٧٧ ٪ رغم إرتفاع متوسط الدخل للفرد عندها. بصفة عامة من تحليل البيانات الدولية أن الحجم النسبي للنقود بعلاقة عكسية مع الربيع، وكذلك مع سعر الفائدة والتضخم؛ وعلاقتها موجبة مع الناتج بمرونة أزيد من الواحد الصحيح ، أي إتجاه العالم نحو مزيد من العمق المالي من جهة ومن جهة أخرى لا يستوعب التضخم الفرق بين نمو النقود والناتج بمضمون تراجع سرعة دوران النقود وهي خاصية إيجابية تدعم الاستقرار السعري مع التوسع النقدي. ونمو النقود في العراق مرتفع أكثر من معدل نمو الناتج المحلي وهو ما ينسجم مع الإتجاه العالمي في العنق المالي.

الشكل (٨)

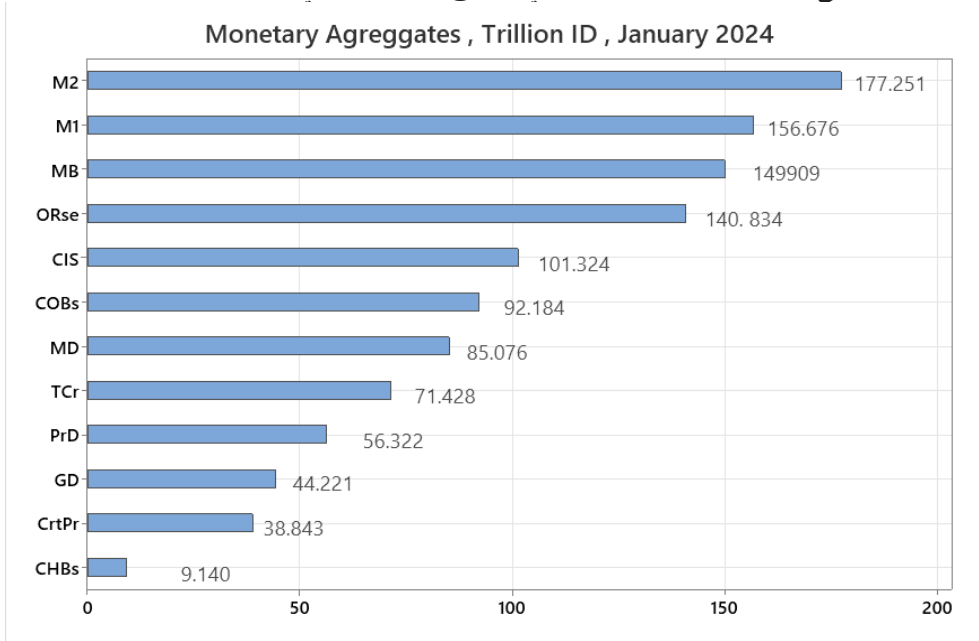
معدلات نمو العملة المصدرة



يبين الشكل المعدلات الفصلية والسنوية المتحركة شهريا للعملة المصدرة في العراق، ومن الواضح أن تلك المعدلات أعلى من نمو النقود لمدة ١٢ شهر بالتعريف الواسع ٩,٧ ٪ وبالتعريف الضيق ١٠,٢ ٪. في البيانات المعروضة عن كانون الثاني ٢٠٢٤ نلاحظ تراتبية منطقية في مقادير المجاميع النقدية، أعلاها النقود بالتعريف الواسع ن النقود بالتعريف الضيق وبعدهما الأساس النقدي ، ليأتي صافي الموجودات الدولية ، الإحتياطيات الرسمية، المهم التركيز على علاقتها مع النقود.

الشكل (٩)

المجاميع النقدية كما أصبحت عليه في العراق ، كانون الثاني ٢٠٢٤ ، ترليون دينار



المجاميع النقدية: M2 النقود بالتعريف الواسع؛ M1 النقود بالتعريف الضيق؛ MB الأساس النقدي؛ ORse الإحتياطيات الدولية أي الرسمية للسلطة النقدية؛ CIS العملة المصدرة من البنك المركزي؛ COBs العملة المتداولة خارج النظام المصرفي؛ MD الودائع النقدية أي الودائع التي تحسب جزءاً من النقود؛ TCr الإئتمان من المصارف لجميع القطاعات؛ PrD الودائع الخاصة؛ GD ودائع الحكومة المركزية؛ CtPr الإئتمان إلى القطاع الخاص؛ CHBs العملة التي تحتفظ بها المصارف. نعود إلى المتطابقة آنفاً: $M = NFA + NDC$ ، مادامت M أكبر من NFC هذا يعني أن بقية عناصر الموجودات عدا الإحتياطيات الدولية والمطلوبات عدا النقود ، بضمنها صافي الاستحقاق للنظام المصرفي، هذه الفقرات عندما توضع في جانب الموجودات تحت الإحتياطيات الدولية تكون موجبة. ولو كانت سالبة يسمى النظام المصرفي مديناً محلياً يسد دينه بموجودات أجنبية، وطالما كانت خلاصة العناصر المجمعة في NDC موجبة فإن النظام المصرفي دائناً.

الجدول (٧)
نمو المجاميع النقدية في العراق لثلاثة أشهر في العراق
كانون الثاني ٢٠١٠ – كانون الثاني ٢٠٢٤

	الربع الأعلى	الربع الثالث	الوسيط	الربع الأول الأدنى	الإنحراف المعياري	الخطأ المعياري للسوسط	الوسيط	المتغير
العملة المصدرة	14.9	4.6	2.7	0.0	-11.0	4.1	0.3	CIS
عملة خارج المصارف	15.3	4.9	2.3	-0.1	-9.8	4.5	0.4	COBs
العملة في المصارف	62.0	11.3	1.9	-6.1	-36.0	14.9	1.2	CHBs
إحتياطيات الرسمية	25.3	6.2	2.1	-1.7	-16.4	6.6	0.5	ORse
الأساس النقدي	19.5	5.9	2.7	-0.6	-10.1	5.3	0.4	MB
لنقود بالتعريف الضيق	15.7	4.8	2.3	-0.2	-6.5	4.0	0.3	M1
لنقود بالتعريف الواسع	13.4	4.2	2.1	0.3	-5.9	3.4	0.3	M2
ودائع القطاع الخاص	18.1	5.5	2.3	-0.5	-7.0	4.5	0.4	PrD
ودائع الحكومة	40.3	10.7	2.0	-6.4	-26.7	13.1	1.0	GD
الودائع النقدية	21.3	5.3	2.2	-1.0	-8.4	4.8	0.4	MD
مجموع الإئتمان	42.2	6.4	2.6	0.7	-4.0	6.6	0.5	TCr
الإئتمان للقطاع الخاص	23.0	4.9	2.4	0.6	-2.0	4.3	0.3	CrtPr

ملاحظة: تحسب هذه المعدلات متحركة لاشهر السلسلة كافة، لثلاثة أشهر تنتهي بالشهر المعني ، وهكذا. الوسط متوسط معدلات النمو المحسوبة من السلسلة الشهرية و يشير إختلافه عن الوسيط إلى مدى التذبذب. بالمعيار الإحصائي متوسطات معدلات النمو ذات إعتمادية رغم التفاوت. يمكن الإستفادة منها على نحو اولي لتقدير حركة المتغير النقدي في المستقبل القريب آخذين في الإعتبار المسافة بين الربع الأدنى والربع الأعلى. تتحرك الودائع النقدية ابطأ من النقود والودائع الحكومية اسرع من كليهما.

الجدول (٨)

معدلات نمو المجاميع النقدية في العراق لمدة ١٢ شهر

المتغير	الوسط	الخطأ المعياري للوسط	الانحراف المعياري	الأدنى	الربيع الأول	الوسط	أربع الثالث	الأعلى	
CIS	11.1	0.8	9.6	-6.3	2.4	11.3	17.2	38.6	العملة المصدرة
COBs	11.5	0.8	9.6	-4.9	4.0	11.2	17.8	40.7	لعملة خارج المصارف
CHBs	10.0	1.7	21.7	-44.3	-3.6	11.3	26.0	77.5	العملة في المصارف
ORse	9.6	1.5	18.2	-29.9	-2.1	12.3	21.8	63.7	إحتياطيات الرسمية
MB	10.7	1.1	13.1	-19.4	-2.3	13.9	20.5	34.2	الأساس النقدي
M1	10.2	0.8	9.6	-10.3	1.2	11.4	17.0	37.1	لنقد بالتعريف الضيق
M2	9.7	0.6	8.0	-9.1	2.9	10.5	16.1	31.6	لنقد بالتعريف الواسع
PrD	11.6	0.8	9.8	-7.1	3.7	11.0	19.9	36.6	ودائع القطاع الخاص
GD	12.2	1.7	21.3	-29.7	-4.5	10.6	25.9	74.7	ودائع الحكومة
MD	8.5	0.8	10.1	-12.7	0.9	6.7	15.7	47.3	الودائع النقدية
TCr	16.9	1.6	19.8	-3.1	4.8	11.2	17.4	104.1	مجموع الإئتمان
CrtPr	13.9	1.0	12.0	-2.5	3.9	12.8	19.1	48.1	الإئتمان للقطاع الخاص

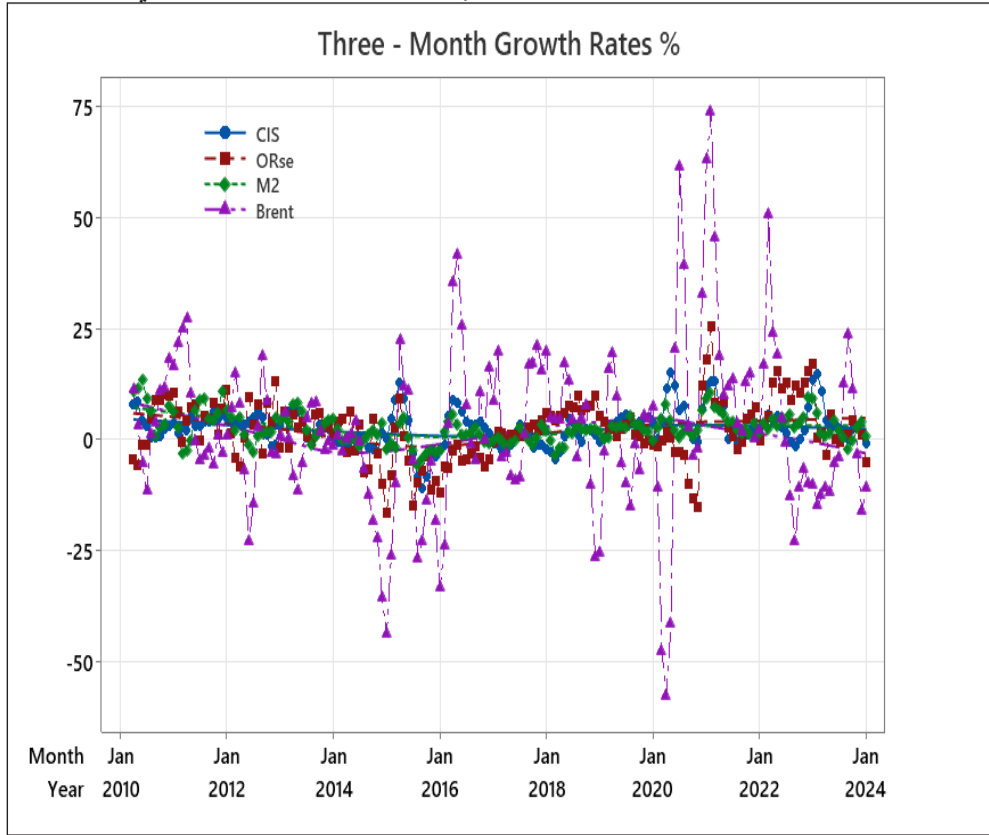
ملاحظة: تحسب هذه المعدلات متحركة لأثني عشر شهرا تنتهي بالشهر المعني، أي أن المعدلات المحسوبة بعدد أشهر السلسلة. معدلات النمو السنوية محسوبة شهريا، أكثر إستقرارا من معدلات النمو الفصلية، وحافظت على نفس التراتبية المبينة في معدلات النمو الفصلية. نمو العملة في التداول مرتفع ولا يتضح إتجاه لإنخفاضه.

الجدول (٩)
الإرتباط الثنائي بين المجاميع النقدية في العراق

		معامل	حدود		معامل	حدود	
المتغير	المتغير	إرتباط	الثقة	مستوى	إرتباط	الثقة	مستوى
الأول	الثاني	Searman		الدلالة	Pearson		الدلالة
			95% CI for p	P-Value		95% CI for p	P-Value
COBs	CIS	0.90	(0.860, 0.930)	0.00	0.93	(0.903, 0.946)	0.00
ORse	CIS	0.15	(-0.009, 0.291)	0.06	0.28	(0.135, 0.416)	0.00
M2	CIS	0.54	(0.412, 0.645)	0.00	0.58	(0.471, 0.675)	0.00
PrD	CIS	0.11	(-0.047, 0.255)	0.17	0.13	(-0.023, 0.276)	0.10
GD	CIS	0.05	(-0.107, 0.197)	0.55	0.07	(-0.083, 0.220)	0.37
TCr	CIS	0.07	(-0.088, 0.216)	0.40	0.09	(-0.061, 0.241)	0.24
M2	ORse	0.37	(0.227, 0.499)	0.00	0.40	(0.266, 0.523)	0.00
PrD	ORse	0.30	(0.153, 0.437)	0.00	0.31	(0.165, 0.441)	0.00
MD	ORse	0.35	(0.202, 0.478)	0.00	0.29	(0.141, 0.421)	0.00
TCr	ORse	0.06	(-0.089, 0.214)	0.41	-0.01	(-0.159, 0.146)	0.93
CrtPr	ORse	0.23	(0.083, 0.375)	0.00	0.16	(0.011, 0.308)	0.04
M2	MB	0.70	(0.602, 0.778)	0.00	0.69	(0.600, 0.762)	0.00
M2	M1	0.97	(0.954, 0.978)	0.00	0.97	(0.963, 0.980)	0.00
TCr	M1	0.18	(0.028, 0.325)	0.02	0.32	(0.176, 0.450)	0.00
PrD	M2	0.60	(0.484, 0.697)	0.00	0.58	(0.472, 0.675)	0.00
TCr	M2	0.15	(-0.001, 0.299)	0.05	0.29	(0.138, 0.419)	0.00
CrtPr	M2	0.37	(0.228, 0.501)	0.00	0.52	(0.397, 0.621)	0.00
TCr	PrD	0.14	(-0.015, 0.286)	0.08	0.07	(-0.082, 0.221)	0.36
TCr	MD	0.22	(0.067, 0.360)	0.01	0.31	(0.161, 0.438)	0.00
GD	PrD	-0.12	(-0.270, 0.031)	0.12	-0.18	(-0.321, -0.026)	0.02
MD	PrD	0.71	(0.611, 0.783)	0.00	0.66	(0.569, 0.741)	0.00

جاءت إرتباطات العملة المصدرة من البنك المركزي غاية في الضعف مع الودائع الحكومية والودائع الخاصة ومجموع الإئتمان وكأنها ليست موجودة إحصائياً مع هذه المتغيرات الثلاثة. لكن إرتباطها ذو معنوية عالية مع النقود بالتعريف الواسع ، ويوجد لها إرتباط مع الإحتياطيات الدولية أدنى من المتوقع معنوية مقبولة. التلازم بين النقود بالتعريف الواسع والضيق شديد لأن الفرق بينهما طفيف بمقدار العوائد من غير الجارية. إرتباطات الإحتياطيات الدولية دون الوسط مع النقود بالتعريف الواسع والودائع لكنها معنوية. لكن هذا لا ينفي التلازم فيما بين هذه المجاميع في الأمد البعيد ، لكن السياسة النقدية تشتغل على الأمد القصير. في الإتجاه العام كانت حركة هذه المتغيرات منسجمة في وتائر تغيرها أعلى إرتباط لمجموع الإئتمان المقدم من المصارف كان مع الودائع النقدية ، الودائع عدا ودائع الحكومة المركزية، وباقي علاقاته المقبولة إحصائياً مع النقود لكنها واطئة.

الشكل (١١)
معدلات النمو لثلاثة أشهر
سعر النفط والعملة المصدرة والنقود والإحتياطيات الدولية للبنك المركزي



يوضح الشكل كيف يتقلب سعر النفط عنيفاً، ثم الإحتياطيات الدولية، وفي الوسط النقود بالتعريف الواسع والعملة المصدرة. تغيرات سعر النفط لا تنعكس كما هي في الاقتصاد أولاً بأول، بل يظل تأثيرها لاحقاً ومهذباً. ولو إلترزم نظام المالية العامة بقواعد إستقرار مسار الإنفاق الحكومي وفق شروط توازن الأمد المتوسط الطويل لكانت النتائج أفضل بكثير.

يتسق الشكل آنفاً مع تحليل الإرتباط لمدة ثلاثة أشهر والذي بين كيف يعزل النظام المالي والنقدي تقلبات سعر النفط في الأمد القصير عن المجرى الإعتيادي للإقتصاد والأرصدة النقدية. لكن هذا لا ينفي إتصال سعر النفط بمتغيرات نقدية حتى في الأمد القصير، بيد أن الإرتباط دون المتوسط مع الإحتياطيات الدولية والعملة المصدرة والأساس النقدي، ونذكر، أيضاً، هذا في الأمد القصير أما لإي الإتجاه العام قطعاً هو النفط.

الجدول (١١)

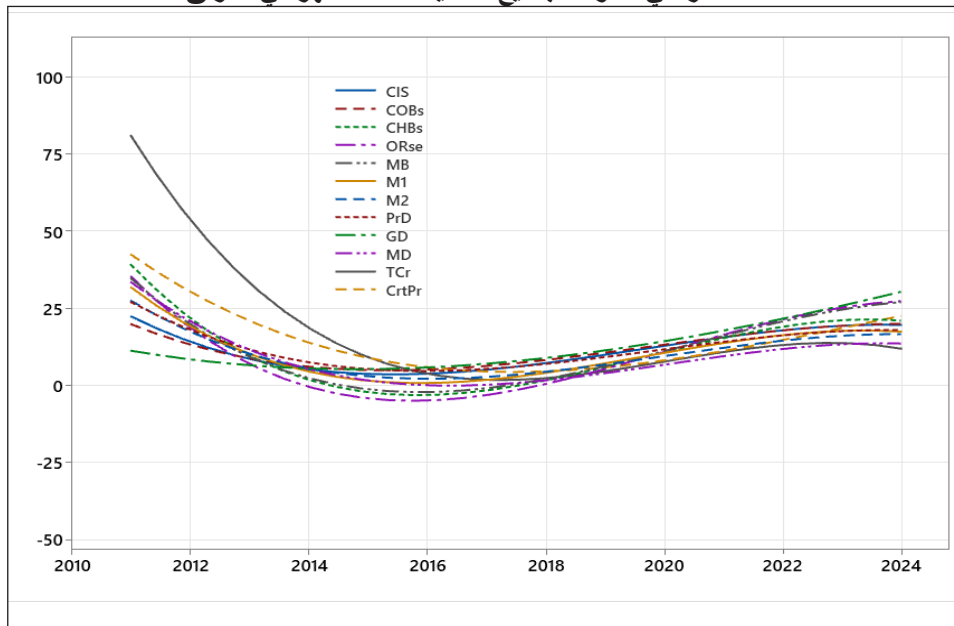
الإرتباط بين سعر النفط والمتغيرات النقدية: معدلات النمو لثلاثة أشهر

المتغير	المتغير	الإرتباط	حدود الثقة	مستوى الدلالة	الإرتباط	حدود الثقة	مستوى الدلالة
الأول	الثاني	Spearman	95% CI for p	P-Value	Pearson	95% CI for p	P-Value
Brent	CIS	0.21	(0.059, 0.354)	0.01	0.27	(0.123, 0.406)	0.00
Brent	COBs	0.15	(-0.005, 0.295)	0.06	0.26	(0.110, 0.394)	0.00
Brent	CHBs	0.03	(-0.126, 0.179)	0.73	0.02	(-0.134, 0.171)	0.81
Brent	ORse	0.19	(0.032, 0.329)	0.02	0.30	(0.154, 0.432)	0.00
Brent	MB	0.19	(0.037, 0.333)	0.02	0.26	(0.110, 0.394)	0.00
Brent	M1	0.05	(-0.106, 0.198)	0.55	0.12	(-0.038, 0.263)	0.14
Brent	M2	0.03	(-0.127, 0.177)	0.75	0.11	(-0.043, 0.258)	0.16
Brent	PrD	-0.10	(-0.253, 0.049)	0.18	-0.16	(-0.300, -0.003)	0.05
Brent	GD	-0.01	(-0.159, 0.145)	0.93	0.03	(-0.119, 0.185)	0.66
Brent	MD	-0.11	(-0.256, 0.046)	0.17	-0.08	(-0.226, 0.077)	0.33
Brent	TCr	-0.03	(-0.178, 0.127)	0.74	0.08	(-0.077, 0.226)	0.33
Brent	CrtPr	0.00	(-0.149, 0.155)	0.97	-0.07	(-0.216, 0.087)	0.40

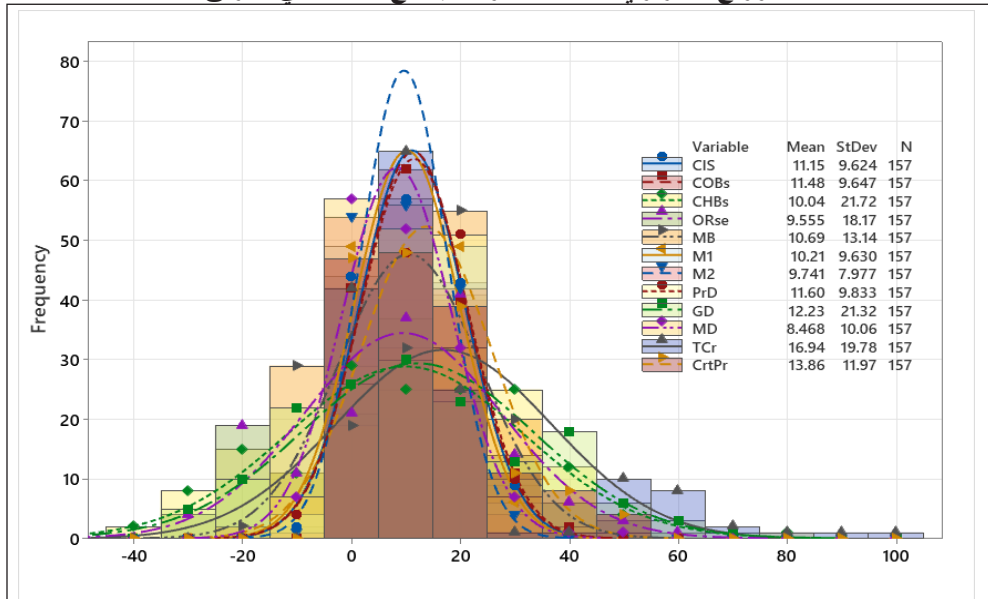
ملحق إحصائي

الشكل (١٢)

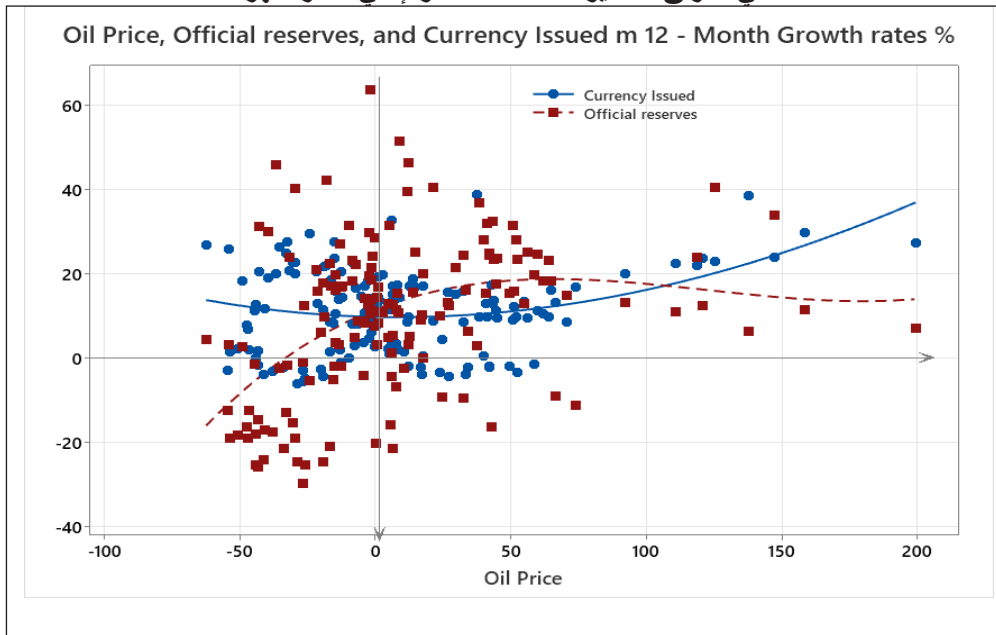
النمط الزمني لنمو المجاميع النقدية لثلاثة أشهر في العراق



الشكل (١٣)
التوزيع التكراري لمعدلات نمو المجاميع النقدية في العراق



الشكل (١٤)
العلاقة الدالية بين سعر النفط وكل من الإحتياطيات الدولية والعملية المصدرة في العراق المتغيرات معدلات النمو لإثني عشر شهرا



الجدول (١٣)

معدلات النمو للمتغيرات بالقيمة الحقيقية والتضخم: بيانات دولية مجمعة
للمدة ١٩٩٢ - ٢٠٢٢

المتغير	الأعلى	الربيع	الوسط	الربيع	الأدنى	الانحراف	المعياري	الخطأ	الوسط	عدد
	الثالث	الأدنى			المعياري	للوسط				المشاهدات
الإنفاق الوطني الإجمالي	38.82	7.03	4.13	1.56	-19.09	5.85	0.12	4.23	2489	
الإنفاق الحكومي	39.50	8.42	3.61	0.46	-19.93	8.03	0.21	4.87	1485	
النقدي التشغيلي										
لنقود بالتعريف الواسع	39.67	12.53	6.80	2.29	-19.92	9.22	0.19	7.73	2489	
الناتج المحلي الإجمالي	27.96	5.92	4.00	2.09	-17.00	3.83	0.08	3.79	2489	
التضخم	39.33	7.87	4.15	2.00	-9.62	5.79	0.12	5.70	2489	
الفرق السنوي للتضخم	40.17	1.55	-0.05	-1.70	-28.56	5.06	0.10	-0.22	2489	

الجدول (١٤)

معادلة إحدار نمو النقود بالتعريف الواسع من البيانات الدولية
المتغيرات التفسيرية: نمو الناتج الوطني الإجمالي وفرق التضخم السنوي

Coefficients				
Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value
Constant	6.059	0.218	27.76	0
GNE	0.3811	0.0303	12.59	0
DINF	-0.2789	0.035	-7.98	0
	R sq	D-W	Observations	
	8.47%	1.887	2489	
العمود اليسار	الوطني	الإنفاق	الثابت ؛	
	التضخم	فرق	الإجمالي ؛	

الجدول (١٥)
معادلة إنحدار نمو النقود بالتعريف الواسع من البيانات الدولية
المتغيرات التفسيرية: نمو الإنفاق الحكومي التشغيلي و فرق التضخم السنوي

Coefficients				
Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value
Constant	6.067	0.248	24.47	0
Go.Exp.	0.2234	0.0266	8.41	0
DINF	-0.3562	0.0544	-6.55	0
	Rsqr	D-W	Observations	
	7.90%	1.92	1485	
النقدي	الحكومي	الاتفاق	الثابت ؛	لعمود اليسار
		فرق التضخم	التشغيلي ؛	

الجدول (١٦)
معادلة إنحدار نمو النقود بالتعريف الواسع من البيانات الدولية
المتغيرات التفسيرية: نمو الناتج المحلي الإجمالي و فرق التضخم السنوي

Coefficients					
Term	Coef	SE Coef	T-Value	P-Value	
Constant	5.332	0.248	21.52	0	
GDP	0.6167	0.046	13.41	0	
DINF	-0.29	0.0348	-8.33	0	
	Rsqr	D- W			
	9.27%	1.88			
المحلي	الناتج	الثابت ؛	اليسار	العمود	
		التضخم	فرق	الإجمالي ؛	

1937 مشاهدة للمدة 1990 – 2022 عدد الدول ١٦٩ التي يزيد سكانها عن مليون نسمة عام ٢٠٢٢.

١

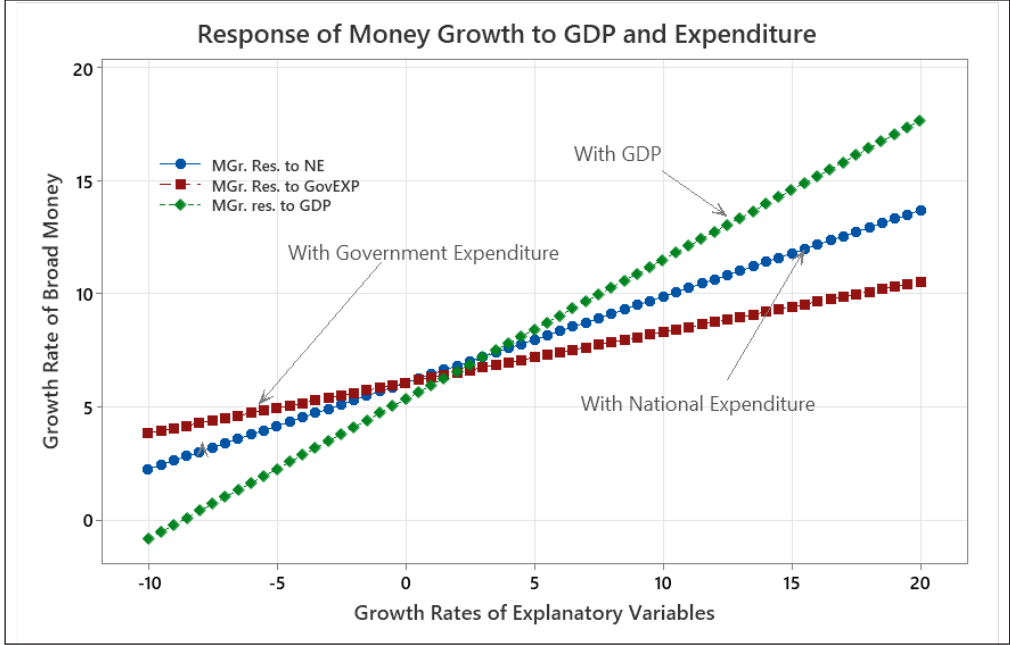
الجدول (١٧)

معاملات الارتباط بين نمو المتغيرات بالقيمة الحقيقية من البيانات الدولية
النقود بالتعريف الواسع والإنفاق الوطني الإجمالي التشغيلي والنتائج المحلي الإجمالي

المتغير	المتغير	لمشاهدات	الارتباط	حدود	مستوى	الارتباط	حدود	مستوى
الأول	الثاني	دولة / سنة	Spearman	95% CI for p	P-Value	Pearson	95% CI for p	P-Value
Go.Exp.	GNE	1485	0.14	(0.089, 0.190)	0.00	0.12	(0.067, 0.168)	0.00
MG	GNE	2489	0.26	(0.226, 0.300)	0.00	0.25	(0.212, 0.286)	0.00
GDP	GNE	2489	0.72	(0.693, 0.736)	0.00	0.65	(0.627, 0.672)	0.00
DINF	GNE	2489	0.03	(-0.014, 0.064)	0.21	-0.05	(-0.086, -0.008)	0.02
MG	Go.Exp.	1485	0.24	(0.187, 0.285)	0.00	0.23	(0.180, 0.277)	0.00
GDP	Go.Exp.	1485	0.18	(0.128, 0.227)	0.00	0.15	(0.099, 0.198)	0.00
DINF	Go.Exp.	1485	-0.09	(-0.136, -0.034)	0.00	-0.11	(-0.159, -0.059)	0.00
GDP	MG	2489	0.28	(0.245, 0.319)	0.00	0.26	(0.222, 0.296)	0.00
DINF	MG	2489	-0.15	(-0.191, -0.114)	0.00	-0.17	(-0.203, -0.126)	0.00
DINF	GDP	2489	0.04	(-0.003, 0.076)	0.07	-0.02	(-0.060, 0.019)	0.30

الشكل (١٤)

إستجابة نمو النقود لكل من المتغيرات التفسيرية الثلاث في دوال الإنحدار



الجدول (١٨)

الميزانية العمومية للإحتياطي الفدرالي الأمريكي ٢٦ أكتوبر ٢٠٢٢

المطلوبات	الموجودات
إحتياطيات المصارف	أوراق الدين للخرانة 5609
3108	أوراق القروض العقارية 2679
إتفاقيات إعادة الشراء العكسي	فروض للمصارف 19
2187	أخرى 466
ليوم واحد	
العملة	
2285	
ودائع حساب الخزانة العام	
557	
أخرى	
636	
8773	8773

أبحاث ومراجع ذات علاقة

1. IMF, Monetary and financial statistics manual and compilation guide, 2017 International Monetary Fund.
2. Philipp, Bagus, and David, Howden, Central Bank Balance Sheet Analysis, MPRA, 2016.
3. Chadha, Jagjit S, et al, Reserves, liquidity and money: an assessment of balance sheet policies, BIS Papers No 66, September 2012 ,PP 304- 326 .
4. Caruana, Jaime , Why central bank balance sheets matter, BIS Papers No 66, September 2012, PP 1-9.
5. Khiaonarong, Tanai, and Humphrey, David, Cash Use Across Countries and the Demand for Central Bank Digital Currency, IMF Working Paper, WP/19/46, IMF 2019.
6. Ademuyiwa, Idris, et al, Central Bank Balance Sheets and the Interaction between Monetary Policy and Financial Stability, CIGI Papers No.193, October 2018.
7. Khiaonarong, Tanai, and Humphrey, David, Falling Use of Cash and Demand for Retail Central Bank Digital Currency, IMF Working Paper, WP/22/27, 2022 International Monetary Fund.
8. Bailey, Andrew , et al, The central bank balance sheet as a policy tool: past, present and future, Paper prepared for the Jackson Hole Economic Policy Symposium, 27–28 August 2020, Bank of England.
9. MAS, A Retail Central Bank Digital Currency: Economic Considerations in the Singapore Context, Economic Policy Group (EPG) Monetary Authority of Singapore, 2021.
10. Shirai, Sayuri, and Sugandi, Eric Alexander, What Explains the Growing Global Demand for Cash?, ADBI Working Paper Series, No. 1006 September 2019, Asian Development Bank Institute.

11. Bowman, David, et al, Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 996, March 2010.
12. Lopez-Salido, David, and Vissing-Jorgensen, Annette, Reserve Demand, Interest Rate Control, and Quantitative Tightening, Federal Reserve Board and CEPR , September 18, 2023.
13. Lopez-Salido, David, and Vissing-Jorgensen, Annette, Reserve Demand and Balance Sheet Run-off, Federal Reserve Board and CEPR, March 16, 2022.