

الأثار النقدية لسعر الفائدة الصفرية على التوازن الاقتصادي في البلدان النامية

المدرس الدكتور
راجي محيل هليل الخفاجي
Raji.majbel@siuc.edu
كلية صدر العراق الجامعة الأهلية

Monetary Effects of Zero Interest Rates on Economic Equilibrium in Developing Countries

Lecturer Dr.
Raji Mhel Hlail Al-Khafaji
Sadr Al-Iraq University College

Abstract:-

This study aims to analyze the Zero Interest Rate Policy (ZIRP) from a monetary and economic perspective, focusing on its effectiveness in achieving financial stability and economic growth in developing economies. The research assumes that ZIRP, under certain conditions, may serve as a transitional step toward a financing model closer to the Islamic economic system, which emphasizes justice and risk-sharing. Using a comparative analytical approach, the study explores real-world applications of ZIRP in countries such as Japan, Egypt, Pakistan, Iran, and Iraq, and evaluates its macroeconomic and financial impacts. The findings suggest that while ZIRP can be an effective temporary instrument when applied within a broader reform framework, it cannot substitute for the Islamic model unless accompanied by deep institutional transformations.

Keywords: Zero Interest Rate, Monetary Policy, Islamic Economy, Economic Growth, Developing Countries.

المخلص:-

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل سياسة سعر الفائدة الصفرية (ZIRP) من منظور نقدي واقتصادي، مع التركيز على مدى فعاليتها في تحقيق النمو والاستقرار المالي في الاقتصادات النامية. انطلقت الدراسة من فرضية مفادها أن الفائدة الصفرية قد تُمهّد، في بعض السياقات، نحو نظام تمويلي أقرب إلى مبادئ الاقتصاد الإسلامي القائم على العدالة وتقاسم المخاطر. تم استخدام المنهج التحليلي المقارن، مع دراسة حالات تطبيق فعّلية (مثل اليابان، مصر، باكستان، إيران، العراق)، واستعراض التأثيرات الاقتصادية والنقدية لهذه السياسة، إضافة إلى تقييم إمكانات توظيفها في إصلاح النظام المالي. خلصت الدراسة إلى أن الفائدة الصفرية أداة ظرفية فعّالة إذا وُظفت ضمن إطار شامل من الإصلاحات، ولكنها ليست بديلاً جوهرياً للنموذج الإسلامي، ما لم تُرافقها تحولات مؤسسية هيكلية.

الكلمات المفتاحية: الفائدة الصفرية، السياسة النقدية، النظام الاقتصادي الإسلامي، النمو الاقتصادي، الدول النامية.

المقدمة:

بعد أزمة الرهن العقاري التي تفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠٠٧، والتي سرعان ما امتدت تداعياتها إلى النظام المالي العالمي، شهد الاقتصاد العالمي حالة من الاضطراب غير المسبوق. فقد تأثرت الأسواق المالية، وتراجعت معدلات النمو، وازداد الضغط على الأنظمة النقدية والمالية في شتى أنحاء العالم. وأمام هذا الواقع المتأزم، لجأت العديد من الدول إلى إجراءات غير تقليدية للحد من الانكماش وتخفيف النمو، من أبرزها: سياسة سعر الفائدة الصفرية. (Zero Interest Rate Policy - ZIRP)

لقد أثارت هذه السياسة نقاشاً واسعاً في الأوساط الاقتصادية والفكرية، لا سيما مع اقترابها - من حيث الشكل - من بعض المبادئ الاقتصادية الإسلامية. لقد حان الوقت لكي تضع السياسة النقدية خططا للخروج من التسهيل الكمي وتبني اسعار الفائدة الصفرية، وفي واقعا المعاصر تتبلور امامنا التجربة اليابانية، حيث كان التعافي الاقتصادي في اليابان مدفوعا من خلال تنفيذ حزمة من الاصلاحات الهيكلية لاستمرار ديمومة النمو الاقتصادي وتحديد المسار الصحيح للسياستين النقدية والمالية، في الوقت الذي تتوجه فيه هذه السياسات نحو العودة إلى اسعار الفائدة الحقيقية بعد الازمات التي لاحقت النظام المالي العالمي، والتوجه نحو تحييد معدل سعر الفائدة، الذي كان وما يزال يشكل العقبة الرئيسة في الحلول والمعالجات الاقتصادية.

تقوم هذه الدراسة على فرضية مفادها أن تبني سياسة سعر الفائدة الصفرية (ZIRP) قد يشكّل في بعض البيئات، وخاصة في البلدان النامية، مدخلا تجريبياً نحو نظام مالي أكثر عدالة واستقراراً، وربما يمهد للتحوّل إلى نماذج تمويلية غير ربوية، خصوصاً إذا تم دمج هذه السياسة ضمن إصلاحات اقتصادية أشمل تراعي مبادئ الشفافية وتقاسم المخاطر والإنتاج الحقيقي. وتتجلى أهميتها في تقديم إطار تحليلي للدول النامية التي قد تجد نفسها مضطرة لتبني هذه السياسات، لكنها تفتقر إلى دراسات محلية أو نماذج استباقية. اما مشكلة الدراسة فانها تتمحور حول السؤال الآتي: ما مدى فعالية سياسة سعر الفائدة الصفرية في دعم الاستقرار والنمو الاقتصادي، خصوصاً في الدول النامية، وهل تُشكّل هذه السياسة نقطة التقاء وتقارب مع توجهات النظام الاقتصادي الإسلامي؟ أم انها تمثل مجرد أداة فنية

في فلسفة السياسة النقدية؟

اما هدف هذه الدراسة فيتمثل في تحليل المفهوم الاقتصادي للفائدة من منظور الفكر الرأسمالي والفكر الإسلامي من خلال دراسة نشأة وتطور سياسة الفائدة الصفرية ومبررات استخدامها وتقييم فعاليتها في معالجة الركود والأزمات المالية مقارنة بتجارب بعض الدول المتقدمة (مثل اليابان) والنامية (مثل مصر، إيران، العراق) في هذا السياق، فضلاً عن تقديم رؤية نظرية وتطبيقية تساعد صنّاع القرار في الدول النامية على تفهم آفاق هذه السياسة وحدودها.

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل المفاهيم والنظريات الاقتصادية المرتبطة بسعر الفائدة ودراسة تطبيقات هذه السياسة عبر تجارب واقعية (اليابان، وبعض الدول النامية). وتتناول المباحث الآتية:

١. المبحث الأول: الاطار النظري للدراسة.

٢. المبحث الثاني: تحليل سياسة سعر الفائدة الصفرية، وأهدافها، ومبررات اللجوء إليها.

٣. المبحث الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة

٤. المبحث الرابع: سيناريو سياسة القروض اللاربوية في دولة نامية

٥. المبحث الخامس: الاستنتاجات والتوصيات.

ولا بد من الإشارة إلى ان هذه الدراسة تسعى إلى تقديم رؤية تحليلية موضوعية، تستند إلى الأدبيات الاقتصادية المعاصرة، وتُقارب بين النظرية والتطبيق، مع إشارة خاصة إلى إمكانات الاستفادة من بعض هذه السياسات في إعادة النظر بالهياكل التمويلية التقليدية القائمة.

الدراسات السابقة:

شهد موضوع سياسة الفائدة الصفرية (ZIRP) اهتماماً متزايداً في الأدبيات الاقتصادية، لا سيما بعد الأزمات المالية المتعاقبة. وقد تناول عدد من الباحثين والأكاديميين هذه الظاهرة من زوايا مختلفة، سواء في إطارها النقدي أو في تقاطعها مع النماذج البديلة

للتمويل. وفيما يلي استعراض موجز لأبرز الدراسات ذات الصلة:

1. Paul Krugman (1999) The Return of Depression Economics: W. W. Norton & Company, 1999. New York.

تناول بول كروغمان في هذا الكتاب الأسباب العميقة للأزمات الاقتصادية الحديثة، مركزاً على ما سماه "مصيدة السيولة (Liquidity Trap)"، واقترح أن الفائدة الصفرية هي أحد الأدوات القليلة المتبقية في يد السلطات النقدية في مثل هذه الظروف، وقد ركز على التجربة اليابانية كنموذج لحالة اقتصادية مزمنة من الركود رغم تدني أسعار الفائدة.

2. Claudio Borio, Leonardo Gambacorta and Boris Hofmann (2017): The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability International Finance, Vol. 20, No. 1, 2017, pp. 48-63.

تعد هذه الدراسة من أبرز ما صدر عن باحثي بنك التسويات الدولية (BIS)، وقد ناقشت بشكل تفصيلي تأثير سياسة الفائدة المنخفضة والممتدة (ZIRP/NIRP) على ربحية البنوك في الاقتصادات المتقدمة. خلصت الدراسة إلى أن استمرار الفائدة قرب الصفر يؤدي إلى ضغوط ربحية شديدة، مما يدفع البنوك إلى تغيير نماذج أعمالها نحو أنشطة أكثر مخاطرة.

٣. محمد علي القري (٢٠٠٠)

التمويل الإسلامي: الأسس النظرية والتطبيقات العملية جدة: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب - البنك الإسلامي للتنمية، ٢٠٠٠.

تناول هذا الكتاب أدوات التمويل الإسلامي من حيث الأساس النظري والوظيفة الاقتصادية، مع مقارنة ضمنية بالنظام الربوي التقليدي. وقد أشار المؤلف إلى أن وجود أدوات تمويل تقوم على المشاركة والمراجعة يعد بديلاً فعالاً لاقتصادات تبحث عن بدائل للفائدة دون التأثير على النمو.

٤. علي الصديق (2020) "تحليل نقدي لسياسة الفائدة الصفرية من منظور إسلامي" نُشر في: مجلة البحوث الاقتصادية الإسلامية، المجلد ١٢، العدد ٢، ٢٠٢٠، ص ٦٥-٨٨.

حلّل الباحث سياسة ZIRP ضمن رؤية توجيهية إسلامية، مشيراً إلى أوجه الالتقاء السطحي بين هذه السياسة وبين المفاهيم الإسلامية للتمويل، لكنه أكد أن جوهر النظام

(٢٨٠) الآثار النقدية لسعر الفائدة الصفرية على التوازن الاقتصادي

الإسلامي لا يكفي بإلغاء الفائدة، بل يستبدلها بعقود قائمة على العدالة والمخاطرة المشتركة والتمويل الإنتاجي.

5- International Monetary Fund (IMF), Country Reports (2019-2023)

(صندوق النقد الدولي)، تقارير البلدان بعناوين متعددة، أهمها:

- Arab Republic of Egypt: 2021 Article IV Consultation
- Islamic Republic of Iran: 2020 Staff Report
- Pakistan: 2022 Extended Fund Facility Review

على الموقع الرسمي لصندوق النقد الدولي <https://www.imf.org> والتي تقدم مراجعات شاملة لسياسات الفائدة في البلدان النامية والتوصيات اللازمة بشأنها في سياق مواجهة التضخم والاستقرار النقدي والدين العام. والتي توفر تقييمات دورية تساعد على فهم مدى قدرة هذه البلدان على تطبيق السياسات النقدية غير التقليدية، والمتمثلة بسعر الفائدة الصفرية.

المبحث الأول

الاطار النظري للدراسة

أولاً: المفهوم الاقتصادي لسعر الفائدة وأبعاده النظرية في الفكرين الرأسمالي والإسلامي

يعدّ سعر الفائدة (Interest Rate) أحد الركائز الأساسية للنظام المالي في الاقتصاد الرأسمالي المعاصر، إذ يمثّل كلفة اقتراض الأموال أو العائد على إقراضها، وهو أداة رئيسية للسياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية لتنظيم العرض النقدي وتخفيف أو كبح النشاط الاقتصادي. وقد تطوّر هذا المفهوم عبر مراحل متعاقبة من الفكر الاقتصادي، وتباينت النظريات في تفسير طبيعته وتحديد وظيفته.

أ: سعر الفائدة في الفكر الاقتصادي الرأسمالي

ظهر مفهوم الفائدة في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي من خلال (آدم سميث) Adam Smith الذي نظر إليها على أنها تعبير عن عائد رأس المال المستثمر في الإنتاج. ثم جاء

ديفيد ريكاردو (David Ricardo) وركز على العلاقة بين الفائدة والربح، معتبراً أن الفائدة تتحدد من خلال فائض الربح المتاح بعد تغطية التكاليف^١. بينما اعتبر (جون ستوارت مل (John Stuart Mill) أن الفائدة ليست إلا جزءاً من أرباح رأس المال المعروضة في السوق^٢.

وقد تطور هذا الطرح في المدرسة الكينزية على يد (جون مينارد كينز Keynes)، الذي رفض المفهوم الكلاسيكي القائل بأن الفائدة ناتجة عن الادخار، وطرح نظريته الشهيرة في "تفضيل السيولة (Liquidity Preference Theory)"، إذ رأى أن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بالنقد كوسيلة لتأمين حاجاتهم المستقبلية، وأن سعر الفائدة هو الثمن الذي يُدفع للتخلي عن هذا التفضيل^٣. وهكذا أصبح سعر الفائدة عند كينز أداة تنظيمية للطلب الكلي تؤثر على الاستثمار والاستهلاك، وليس مجرد نتيجة لتفاعل الادخار والاستثمار. وأكد على أن الأفراد يحتفظون بالنقد فوق احتياجاتهم للمعاملات والاحتياط، وذلك بناء على توقعاتهم بأن سعر الفائدة سيرتفع في المستقبل.

أما (توبن Tobin) فقد انتقد التفسير الكينزي للعلاقة بين الطلب على النقود للمضاربة وسعر الفائدة، وقدم تفسيراً بديلاً، فقد رأى بان تفسير (كينز) يتضمن بان الافراد يسلكون سبيلاً واحداً فقط، وذلك بان الفرد اما ان يحتفظ بجميع السندات أو بالنقود جميعاً، معتمداً بذلك على توقعاته عن التغيرات التي تطرأ على سعر الفائدة. فعندما يتوقع الفرد ارتفاع سعر الفائدة في المستقبل فانه سوف يحتفظ بالنقود فقط وذلك للاستفادة من الزيادة التي تطرأ على سعر الفائدة في المستقبل. وعكس ذلك حين يتوقع ثبات سعر الفائدة أو اتجاهه نحو الهبوط، فانه سوف يحتفظ بالسندات فقط^٤.

أما في المدرسة النقدية، فقد اعتبر (ميلتون فريدمان Milton Friedman) أن سعر الفائدة هو أحد العوامل التي تؤثر على الطلب على النقود، لكنه لم يكن العامل الحاسم، بل أكد أن الكتلة النقدية هي الأهم^٥.

لقد وضع فريدمان ثلاثة مزايا لمنهج القواعد (Rules approach) في السياسة النقدية^٤:

١. ينبغي ان تحول دون ان يصبح عرض النقد مصدراً لعدم الاستقرار.

٢. من خلال الزيادة بمعدل ثابت في عرض النقود، تستطيع السياسة النقدية من جعل الآثار الناجمة من اضطرابات المصادر الأخرى عند حدها الأدنى.

٣. مع الزيادة في عرض النقود بمعدل ثابت سيكون مستوى الأسعار في الأجل الطويل ثابتاً أو يقترب من ذلك، وستصبح وظائف الاقتصاد بشكل أفضل عندما يأخذ مستوى الأسعار منحى يمكن التنبؤ به.

يعتقد العديد من الاقتصاديين ان بإمكان السياسة النقدية العمل على تحقيق استقرار النشاط الاقتصادي وثباته، لكنهم يختلفون ويلتقون حول تثبيت المستوى العام للأسعار كهدف أساس في تحقيق الاستقرار الاقتصادي^٦.

لذا فإن سعر الفائدة يعتبر أداة تدخل بها السلطات النقدية لضبط التضخم (Inflation) وتحقيق الاستقرار المالي (Financial Stability)، وهو ما جعلها ذات بعدين سياسي واقتصادي.

ب: الفائدة في الفكر الاقتصادي الإسلامي

يقف النظام الاقتصادي الإسلامي موقف واضح من مسألة الفائدة، إذ يُحرّم الربا بجميع أشكاله، ويُفرّق بين التمويل المشروع القائم على المشاركة في الربح والخسارة، وبين التمويل القائم على ضمان العائد المسبق بغض النظر عن النتيجة.

ويعود هذا الموقف إلى مبدأ العدالة والمخاطرة المشتركة في العقود، ورفض الاحتكار والاستغلال المالي. وقد كتب أبو يوسف والماوردي وابن خلدون عن ضرورة حماية السوق من الربا، واعتبار المال وسيلة للتداول لا للتكديس^٧.

وفي العصر الحديث، طور فقهاء الاقتصاد الإسلامي نماذج تمويلية قائمة على بدائل للفائدة، مثل: المراجعة، المضاربة، المشاركة، والسلم. وقد رأى بعضهم أن تطبيق "سعر فائدة صفر" قد يكون خطوة أولى للانتقال نحو نظام تمويلي إسلامي، لكن بشرط ألا يكون هذا السعر مدخلاً للاستغلال من نوع آخر.

ويرى السيد محمد باقر الصدر بان الإسلام يحرم الفائدة على القروض، في حين يسمح بالكسب الناتج عن ايجار العقارات ووسائل الانتاج، مما يكشف الفرق النظري بين راس

المال النقدي وبين وسائل الانتاج والعقارات. وذلك يعود إلى ان الكسب المضمون (الاجر) الناتج عن ملكية وسائل الانتاج يقع ضمن الدليل الايجابي للقاعدة التي تنص على ان الكسب لا يقوم الا على أساس اتفاق عمل خلال المشروع، إذ ان العمل المنفق يعتبر المبرر الأساسي الوحيد للحصول على المكافأة، وبدون هذه المساهمة من شخص بالقيام بعمله فإنه لا مبرر لكسبه.

لقد اعتاد البعض على تبرير الفائدة الربوية وتفسيرها بعنصر المخاطرة الذي يشمل عليه القرض، في حين ان الإسلام لا يقر هذا النوع من التفكير، ولم يجد في المخاطرة المزعومة مبرراً للفائدة التي يحصل عليها صاحب المال، ولهذا حرمها تحريماً حاسماً. لذا فإن الاقتصاد الإسلامي لا يعترف بالكسب الذي لا يبرره اتفاق عمل مباشر أو عمل مختزن وكل ما يترتب على ذلك من فائدة، لأنها وفق التفسير الرأسمالي تبرر الفائدة باعتبارها تمثل الفرق بين قيمة السلع الحاضرة وقيمة سلع المستقبل نتيجة لعامل الزمن وحده دون عمل منفق، وهذا لا يتفق مع مذهب الاقتصاد الإسلامي الذي يمنع الرأسمالي من استغلال عامل الزمن في الحصول على كسب ربوي حتى لو تم الاعتراف بالدور الايجابي الذي يساهم فيه الزمن في تكوين القيمة^٨.

ثانياً: الجدل حول حيادية الفائدة

رغم التأصيل النظري العميق للفائدة في الاقتصاد الغربي، فقد ثار جدل طويل حول مدى حياديتها. فبينما تعتبر أحياناً كأداة تقنية، يراها آخرون وسيلة لإعادة توزيع الثروة على نحو غير عادل، عبر تحميل المقترضين كلفاً ثابتة بغض النظر عن ظروف السوق. وقد أكد الاقتصادي (جوزيف ستيغليتز) Joseph Stiglitz أن "أسواق الإقراض كثيراً ما تعاني من المعلومات غير المتماثلة، ما يجعل الفائدة لا تعكس المخاطرة الفعلية"^٩.

المبحث الثاني

تحليل سياسة سعر الفائدة الصفرية، وأهدافها، ومبررات اللجوء إليها

تعد سياسة سعر الفائدة الصفرية إحدى الأدوات النقدية غير التقليدية التي تلجأ إليها البنوك المركزية في حالات الركود العميق أو الانكماش الاقتصادي الحاد، حين تفقد السياسة النقدية التقليدية (القائمة على التحكم بأسعار الفائدة) فاعليتها. وتمثل هذه

السياسة تحولاً نوعياً في وظيفة سعر الفائدة، إذ يقصد بها تخفيضه إلى الصفر أو قريب من الصفر لتحفيز الإقراض والإنفاق والاستثمار.

أولاً: العمق التاريخي لسياسة سعر الفائدة الصفرية

يعود العمق النظري لهذه السياسة إلى الاقتصاد الكينزي، ولا سيما إلى تحليل (كينز) لحالة "مصيدة السيولة (Liquidity Trap)"، حيث تصبح السياسة النقدية عاجزة عن التأثير في الاقتصاد لأن الأفراد يحتفظون بالنقود بدافع الاحتياط، ولا يجدون امامهم حافزاً للاستثمار أو الاستهلاك، حتى مع انخفاض الفائدة^١. في هذه الحالة، يرى (كينز) أن خفض سعر الفائدة إلى الصفر أو ما يقاربه قد يحفز الطلب الكلي عن طريق تقليل الادخار وتشجيع الإنفاق الاستثماري.

وقد طور البنك المركزي الياباني هذا التوجه منذ أواخر تسعينيات القرن الماضي، ثم تابعت تلك الخطوات البنوك المركزية الغربية (مثل الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي) بعد أزمة ٢٠٠٨، حين أصبح خفض الفائدة إلى أدنى مستوى ضرورة ملحة لإنقاذ الاقتصاد من الانهيار^٢.

ثانياً: أهداف سياسة الفائدة الصفرية

تعمل هذه السياسة لتحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية والنقدية، أبرزها:

١. تحفيز الاستثمار والإنفاق الاستهلاكي: كلما انخفض سعر الفائدة، انخفضت تكلفة الاقتراض، مما يشجع الأفراد والشركات على الاقتراض لأغراض استثمارية أو استهلاكية.
٢. مكافحة الانكماش والانكماش السعري: (Deflation) يؤدي خفض سعر الفائدة إلى زيادة الطلب الكلي، وبالتالي إلى رفع مستويات الأسعار إلى المستوى المطلوب.
٣. دعم القطاع المصرفي: عبر خفض تكلفة التمويل وتحفيز دورة الإقراض، وتسهيل إعادة هيكلة الديون المتعثرة.
٤. التخفيض من كلفة الدين العام: حين تنخفض الفوائد إلى الصفر، تنخفض كلفة خدمة الدين الحكومي، ما يساهم في توسيع الإنفاق العام دون ضغوط كبيرة على الموازنة^٣.

٥. دعم سوق العمل: من خلال تحفيز النمو ورفع معدلات التشغيل، وهو يمثل هدف سياسي واجتماعي بامتياز.

ثالثاً: مبررات اللجوء إلى سياسة سعر الفائدة الصفرية

لا يتم اللجوء إلى هذه السياسة إلا في ظل ظروف استثنائية، ومن أبرز مبررات ذلك:

١. حالات الركود الحاد، كما حدث بعد أزمة الرهن العقاري عام ٢٠٠٨، حين شهد الاقتصاد الأمريكي انكماشاً تجاوز معدله ٢.٨٪ في عام واحد^{١٣}.

٢. عجز أدوات السياسة النقدية التقليدية، عندما يصبح سعر الفائدة قريباً من الصفر، ولا تزال مؤشرات النمو ضعيفة.

٣. ارتفاع معدلات الدين الخاص، مما يتطلب تخفيف عبء فوائد القروض عن الأفراد والشركات.

٤. ضعف الثقة في الأسواق المالية، ما يدفع البنوك المركزية إلى استخدام إشارات مؤثرة لطمأنة الأسواق المالية وتشجيعها على المخاطرة المدروسة.

وقد وصف رئيس البنك الاحتياطي الفيدرالي الأسبق في الولايات المتحدة (بن برنانكي Ben Bernanke) هذه السياسات بأنها تعتبر "تجربة ضرورية في ظل أوقات غير مسبوقة"، مشدداً على أنها لا تُعتبر حلاً دائماً، بل "جسراً نحو استعادة النمو الحقيقي"^{١٤}.

رابعاً: حدود السياسة ومخاطرها المحتملة

رغم فاعلية هذه السياسة في بعض الحالات، إلا أنها عادة ما تكون محفوفة ببعض المخاطر أهمها:

١- تشويه آلية التسعير في السوق: حين تصبح الفائدة صفراً، يفقد رأس المال معيار تقييمه.

٢- تشجيع المضاربة: تؤدي الفائدة المنخفضة إلى ضخ السيولة في الأسواق المالية، وليس في تنمية الإنتاج الحقيقي.

٣- ظهور فقاعات أصول: (Asset Bubbles) كما حدث في أسواق العقارات

والأسهم بعد عام ٢٠١٢.

٤- ضعف العائد على المدخرات، مما يُضِرُّ بأصحاب الدخل المحدودة وصغار المدخرين.

٥- تعميق فجوة التفاوت في توزيع الدخل: إذ يستفيد الأغنياء (ملاك الأصول) أكثر من الفقراء^{١٥}.

المبحث الثالث

الجانب التطبيقي للدراسة

أولاً: استعراض تجارب بعض الدول في تطبيق سياسة سعر الفائدة الصفرية - اليابان
أمودجاً، ومقارنة ذلك مع البلدان النامية:

تعتبر التجربة اليابانية من أول التجارب المعاصرة في تطبيق سياسة الفائدة الصفرية، وقد شكّلت مرجعاً مهماً للبنوك المركزية حول العالم، وخصوصاً بعد الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. كما بدأت بعض الدول النامية بالنظر إلى هذه السياسة كأداة محتملة لتحفيز النمو، لكن النتائج كانت متفاوتة نظراً لاختلاف الهياكل الاقتصادية والمالية.

أ: التجربة اليابانية في تطبيق سياسة الفائدة الصفرية:

بدأ بنك اليابان (Bank of Japan) في تبني سياسة سعر الفائدة الصفرية منذ أواخر تسعينيات القرن الماضي، وذلك في أعقاب انفجار فقاعة الأصول عام ١٩٩١، التي أدت إلى انهيار أسعار العقارات والأسهم، ودخول الاقتصاد في ما يُعرف بـ "العقد الضائع" (Lost Decade)^{١٦}.

١- في عام 1999، أعلن البنك المركزي الياباني رسمياً اعتماد سياسة سعر الفائدة الصفرية، حيث تم خفض سعر الفائدة إلى 0.15%، ثم إلى 0.00% في أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين.

٢- تم تعزيز هذه السياسة ببرنامج التيسير الكمي (Quantitative Easing) ابتداءً من عام ٢٠٠١، من خلال شراء السندات الحكومية لغرض زيادة السيولة^{١٧}. وادت هذه

السياسة إلى زيادة الاحتياطات المصرفية لدى البنك المركزي من ٥ ترليون في اذار ٢٠٠١ إلى ٣٥ ترليون في كانون الأول 2004¹⁸.

ورغم هذه الإجراءات الجذرية، لم يحقق الاقتصاد الياباني انتعاشاً كبيراً لسنوات طويلة. فقد ظل معدل التضخم سلبياً أو قريباً من الصفر، كما بقي نمو الناتج المحلي الإجمالي ضعيفاً. ويعزى ذلك إلى عدة عوامل منها: انخفاض معدل الولادات، وارتفاع أعمار السكان، وتشبع السوق المحلية، بالإضافة إلى الميل العالي نحو الادخار^{١٩}. وقد أشار بعض الاقتصاديين، مثل (بول كروغمان)، إلى أن اليابان كانت بحاجة إلى "صدمة تضخمية مقصودة (deliberate inflation shock) "للخروج من مصيدة السيولة^{٢٠}.

ب: المقارنة الأولية مع بعض الدول النامية

بخلاف اليابان، لم تعتمد معظم الدول النامية سياسة الفائدة الصفرية بشكل مباشر، بسبب ضعف مرونة أجهزتها النقدية وخوفها من هروب رؤوس الأموال. ومع ذلك، توجد حالات لبعض التجارب المشابهة أو القريبة من هذه السياسة:

١. مصر بعد عام ٢٠١١: بعد الأزمة السياسية والاقتصادية التي أعقبت الانتفاضة المصرية التي انطلقت في ٢٥ كانون الثاني عام ٢٠١١، ارتفعت معدلات الفائدة بشكل حاد، ثم بدأت بالتراجع تدريجياً. وقد لجأ البنك المركزي المصري إلى خفض الفائدة أكثر من مرة، خصوصاً في عام ٢٠٢٠ لمواجهة أزمة كورونا، لكن سعر الفائدة الحقيقية ظل موجباً لتجنب ارتفاع معدل التضخم وهروب رؤوس الأموال^{٢١}.

٢. باكستان: تعتبر باكستان من أولى الدول الإسلامية التي اقدمت على محاولة اخضاع قطاعها المالي للمبادئ الإسلامية، وذلك على مراحل متعددة بدأت منذ العقد الخامس من القرن الماضي والتي لم يكتب لها النجاح^{٢٢}.

وفي عام ١٩٨٠ قام البنك المركزي الباكستاني بتشكيل لجان واتخاذ خطوات عملية لتطبيق النظام المصرفي الإسلامي، واصدرت قوانين مختلفة لتوسيع تطبيق العمل المصرفي اللاربوي. وتم في كانون الثاني ١٩٨٥ تطبيق نظام الاقتصاد الإسلامي في كل المعاملات المالية

والذي يقوم على أساس الغاء سعر الفائدة من كل التعاملات المالية والمصرفية^{٢٣}. وقد خفض البنك المركزي الباكستاني أسعار الفائدة في عام ٢٠٢٠ بعد تفشي جائحة كورونا، إلا أنه لم يجرؤ على الاقتراب من حدود الصفر بسبب هشاشة الاقتصاد وارتفاع الدين العام، مع ملاحظة أن الفائدة عادت إلى الارتفاع لاحقاً في ظل ضغوط صندوق النقد الدولي^{٢٤}.

٣. إيران: تبنت الجمهورية الإسلامية في إيران منذ انتصار الثورة الإسلامية عام ١٩٧٩ مشروعاً طموحاً لإلغاء سعر الفائدة في النظام المصرفي، انسجماً مع المبادئ الإسلامية التي تحرم الربا. وقد صدر على أثره قانون "عمليات المصرف بدون ربا" سنة ١٩٨٣، والذي دخل حيز التنفيذ في عام ١٩٨٤، وجعل من إيران دولة تسعى إلى تحويل كامل نظامها المصرفي إلى نظام تمويلي خالٍ من الفائدة.

ويقوم هذا النظام على استبدال القروض الربوية بعقود تمويلية مثل المرابحة والمضاربة والإجارة. من أجل تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، من خلال ربط الأرباح بالنشاط الإنتاجي الحقيقي، دون الاعتماد على عامل الزمن كما هو الحال في نظام الفائدة التقليدي. إلا أن هذا التطبيق واجه تحديات كبيرة، أهمها توجه بعض المصارف إلى إضفاء صبغة إسلامية شكلية على قروض تقليدية، بالشكل الذي يؤدي إلى حدوث "أسلمة شكلية للفائدة" دون تغيير جوهري في المضمون الاقتصادي^{٢٥}.

ورغم أن النظام المصرفي الإيراني استمر في العمل رسمياً بدون فائدة، إلا أن معدلات العائد المحددة سلفاً في بعض العقود التمويلية (وخاصة عقود المرابحة) والتي أصبحت تُحدّد بطريقة أشبه ما يكون في جوهرها تحديد سعر الفائدة، رغم الاختلاف في التسمية. كما أن البنك المركزي الإيراني ظل يوجه المصارف بتحقيق معدلات "عائد شرعي" سنوية محددة، مما أظهر مفارقة واضحة بين النص القانوني والتطبيق الفعلي^{٢٦}.

ورغم مساهمة هذا النموذج في تعزيز الشمول المالي من خلال اتساع شبكة التمويل، إلا أن عدم تبني آليات ضبط دقيقة، وارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد الإيراني، جعل من الصعوبة بمكان تقييم مدى نجاح هذا النموذج على المدى الطويل، بالإضافة إلى تأثير العقوبات الاقتصادية التي ساهمت في تعقيد عمل المصارف ما دفعها إلى تبني سياسات مالية مرنة في التعامل مع العائدات^{٢٧}.

ولا بد من الإشارة إلى ان التجربة الإيرانية تمثل نموذجاً متميزاً في محاولة إلغاء سعر الفائدة على الصعيد المحلي، إلا أن نجاحها بات مرهون بقدرة الدولة على تطوير المؤسسات الرقابية لغرض تعزيز الشفافية، واقامة بيئة اقتصادية مستقرة تدعم المعاملات القائمة على الشراكة وتقاسم المخاطر، بدلاً من الاعتماد على عقود تسعى إلى تكريس العائد المحدد.

٤. العراق: رغم عدم تبني سياسة فائدة صفرية بشكل رسمي، فإن نسبة الفائدة في المصارف العراقية كانت منخفضة وبلغت (حوالي ٦٪) خلال العقد الاخير، والبنك المركزي العراقي يتدخل بشكل ملحوظ لتثبيت سعر الدينار وضمان استقرار السوق. إلا أن ضعف القطاع المصرفي وعدم تبني استراتيجية اقتصادية فعالة يمنع تطبيق هذه السياسة فعلياً^{٢٨}. وحافظ البنك المركزي العراقي على معدلات فائدة ايجابية لضبط التضخم ودعم الاستقرار المالي في ظل اقتصاد ريعي يواجه تحديات مالية وامنية. ما يعكس سياسة حذرة يكتنفها ضعف القطاع المصرفي وغياب أدوات مالية متقدمة^{٢٩}.

جدول (١) مقارنة بين الدول الخاضعة لتجربة خفض سعر الفائدة

البلد	سنة تطبيق خفض الفائدة	أدنى معدل فائدة(%)	نسبة التضخم في فترة الخفض(%)
اليابان	1999	0.0	0.5
مصر	2016	8.25	13.5
باكستان	2020	7.0	10.7
إيران	2015	10.0	34.0
العراق	2018	6.0	6.2

المصدر: عمل الباحث بالاعتماد على:

١. احمد بلوفي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفرية، مركز اجاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية.
٢. البنك المركزي العراقي، "النشرة الإحصائية السنوية"، بغداد، ٢٠٢١.

3. State Bank of Pakistan, Monetary Policy Statements, 2020-2023.

ج: النتائج الاولى للمقارنة

١. تشير التجربة اليابانية إلى أن الفائدة الصفرية ليست حلاً سحرياً، بل قد تفقد فاعليتها إذا لم يرافقها إصلاحات هيكلية في سوق العمل والإنتاج والاستثمار.

٢. أما فيما يخص البلدان النامية، فإن غياب الاستقرار المالي والسياسي، واعتمادها على رؤوس الأموال الأجنبية، يجعلها أكثر تردداً في خفض الفائدة إلى حدود الصفر.

٣. كما أن ضعف الثقة بالمؤسسات المالية والمصارف وارتفاع معدلات التعامل بالدولار يشكلان عائقاً أمام نجاح مثل هذه السياسة.

ومع ذلك، فإن الظروف الاقتصادية العالمية بعد عام ٢٠٢٠، وتغير توجهات صندوق النقد الدولي نحو التسهيل النقدي، تفتح المجال لبعض البلدان النامية لإعادة التفكير في تبني نموذج مستقبلي للفائدة المنخفضة أو الصفرية، لا سيما في مجال التمويل والاستثمار.

ثانياً: وجهات التقارب بين سياسة الفائدة الصفرية والنظام الاقتصادي الإسلامي.

أثارت سياسة الفائدة الصفرية (ZIRP) الكثير من النقاشات الفكرية، ليس فقط على مستوى فعاليتها الاقتصادية، وإنما أيضاً من حيث مدى انسجامها أو تقاطعها مع النظام الاقتصادي الإسلامي. فبما أن النظام الإسلامي يحرم الربا مطلقاً، ويقوم على قواعد تمويلية مختلفة، يرى بعض الباحثين أن ZIRP قد تشكل خطوة أولى نحو تفعيل نظام تمويلي خالٍ من الفائدة. غير أن تحليل هذا التقارب يتطلب التمييز بين المقاصد والآليات في كلا النظامين.

أ: الفائدة الصفرية بين الشكل والمضمون

يبدو من الوهلة الأولى أن الفائدة الصفرية تقترب من المفهوم الإسلامي الذي يرفض تحديد عائد مالي ثابت ومضمون على رأس المال النقدي. إلا أن الاختلاف الجوهرى يكمن في النية والمقصد:

١- في النظام الإسلامي، يُمنع أخذ العائد المالي المضمون على القروض، لأنه ربا محرم، ويشترط الجهد أو المخاطرة أو المشاركة ليكون الربح حلالاً^{٣٠}.

٢- أما ZIRP، فهي ليست تطبيقاً للمبادئ والشرع الإسلامي وإنما مجرد أداة اقتصادية ظرفية تُستخدم لتفادي الركود، وقد يُعاد رفع سعر الفائدة لاحقاً حين تزول الظروف الاستثنائية^{٣١}.

لذا فإن التشابه بينهما شكلي لا جوهري. فالفائدة الصفرية في النظام الرأسمالي لا تتبع من رفض مبدئي للربا، وإنما من اعتبارات عملية مرتبطة بفعالية السياسة النقدية.

ب: الفائدة الصفرية ومحطات التلاقي:

يمكن اعتبار ZIRP خطوة أولى في الاتجاه الصحيح من حيث تأثيرها الاقتصادي، إذ انها تُمهّد لتغيير في نظرة صناع القرار إلى أدوات التمويل. ومن هنا يُثار السؤال: هل يمكن أن تؤسس الفائدة الصفرية أرضية مشتركة بين النظامين؟

يرى بعض الباحثين أن الفائدة الصفرية قد تُمهّد لتطبيق أدوات تمويل إسلامية، مثل:

١- التمويل بالمشاركة: حيث تتقاسم المصارف والأفراد أو المؤسسات المالية الأرباح والخسائر وفقاً لمساهمة كل طرف.

٢- المراجعة: حيث يشتري المصرف أصلاً ويبيعه للمقترض بهامش ربح معلوم، دون تحديد فائدة.

٣- السّلم: كبديل لتمويل الإنتاج والتوريد دون ربا^{٣٢}.

وقد لاحظ البعض أن "البيئات التي تعاني من تدني سعر الفائدة تكون أكثر قابلية لتقبل البدائل الإسلامية، لأن الهوية بين النظامين تصبح أقل حدة"^{٣٣}.

ج: الانتقادات الموجهة لسياسة الفائدة الصفرية

رغم هذا التقارب الشكلي، فإن العديد من المفكرين والمختصين بالاقتصاد الإسلامي وجهوا نقداً منهجياً لسياسة ZIRP، أبرزها:

١- أنها لا تخرج النظام من بنيته الربوية، لأن البنوك التجارية تواصل إقراض العملاء برسوم أو عمولات تحاكي الفائدة.

٢- أن العلاقة التعاقدية بين المقرض والمقترض تبقى أحادية ومبنية على الدين لا على المشاركة أو العمل الحقيقي.

٣- أنها مؤقتة، وليست قائمة على مبدأ العدالة الاقتصادية كما هو الحال في الشريعة الإسلامية.

٤- أنها تُستخدم أحياناً لخدمة مصالح المصارف والمؤسسات المالية، وليس لمصلحة الفئات الضعيفة أو المتوسطة^{٣٤}.

د: مدى مساهمة الفائدة الصفرية في التمهيد للمصارف اللاربوية:

يمكن أن تصبح سياسة الفائدة الصفرية خطوة عملية نحو تطبيق النظام الإسلامي إذا توفرت الشروط الآتية:

١. إعادة هيكلة المصارف لتنتقل من وظيفة الوساطة الربوية إلى شراكة في الاستثمار والإنتاج.

٢. اعتماد بدائل شرعية للتمويل على نطاق واسع، مثل الصكوك الإسلامية بدلاً من السندات.

٣. تبني أطر تشريعية واضحة تمنع العودة إلى نظام الفائدة بمجرد انتهاء الأزمة.

٤. التثقيف المالي للجمهور حول أدوات التمويل الإسلامي، ورفع مستوى الثقة فيها.

٥. توجيه الدعم الحكومي للمصارف من خلال تقديم الإعانات المالية لتعويضهم عن عدم احتساب سعر الفائدة.

وقد أشارت بعض التجارب المحدودة، مثل بنك القرض الحسن في لبنان، وتجربة بنك التنمية الإسلامي والذي مقره في جدة، إلى إمكانية قيام مؤسسات مصرفية ناجحة بلا فائدة تماماً، شريطة وجود دعم حكومي أو أهلي مناسب^{٣٥}.

ثالثاً: الآثار الاقتصادية لتطبيق سياسة سعر الفائدة الصفرية في بيئات مختلفة

إن تطبيق سياسة سعر الفائدة الصفرية يُنتج آثاراً متباينة تختلف باختلاف البيئة الاقتصادية، ومدى تطور النظام المصرفي، ومستوى الثقة بالسياسات العامة. ففي الوقت الذي تؤدي فيه إلى زيادة معدل النشاط الاقتصادي في بعض البلدان، فإنها قد تؤدي إلى ظهور اختلالات ومخاطر في بلدان أخرى. ومن هنا تأتي أهمية تحليل الآثار الاقتصادية والنقدية لهذه السياسة وفقاً للبيئات المختلفة.

أ: في الاقتصادات المتقدمة: تظهر التجربة أن تطبيق الفائدة الصفرية في الاقتصادات المتقدمة يؤدي إلى مزيج من الآثار الإيجابية والسلبية، حسب توقيت التنفيذ وسرعة الاستجابة السوقية.

الآثار الإيجابية:

١. زيادة الإنفاق الاستثماري نتيجة تراجع كلفة الاقتراض.
٢. تعزيز القدرة الشرائية للأفراد عبر تخفيف عبء خدمة الديون.
٣. استقرار الأسواق المالية في المدى القصير نتيجة ضخ السيولة.

الآثار السلبية:

١. انخفاض عوائد المدخرات، مما يلحق الضرر باصحاب الدخل المحدودة وصغار المودعين.
٢. تشجيع المضاربة المالية على حساب الاقتصاد المنتج.
٣. إضعاف قدرة المصارف على تحقيق أرباح من القروض، مما يدفعها لتقليل الإقراض أو فرض رسوم بديلة^{٣٦}.

وقد أظهر تحليل البنك المركزي الأوروبي أن الفائدة الصفرية ساهمت في تخفيض معدلات البطالة في بعض الدول، لكنها زادت من هشاشة النظام المصرفي على المدى البعيد^{٣٧}.

ب: في البلدان النامية

في الاقتصادات الناشئة أو النامية، يكون تطبيق ZIRP أكثر تعقيداً بسبب هشاشة المؤسسات المالية، وتدني الثقة في النظام النقدي، وارتباط العملة بالدولار أو العملات الأجنبية. وهناك آثار إيجابية ومخاطر تكتنف تطبيق هذه السياسة في البلدان النامية أهمها:

الفرص الإيجابية:

١. تخفيض كلفة تمويل المشاريع الحكومية والتنمية.
٢. إتاحة الفرصة لتجربة أدوات التمويل الإسلامية أو البديلة عنها.

٣. دعم القطاعات الصناعية والزراعية بالقروض طويلة الأجل.

المخاطر المحتملة:

١. خروج رؤوس الأموال إلى الخارج بحثاً عن عوائد أعلى.
 ٢. انخفاض قيمة العملة المحلية بسبب ضعف الفائدة.
 ٣. تآكل الاحتياطيات الأجنبية نتيجة زيادة الطلب على الدولار.
 ٤. تراجع الودائع في المصارف لصالح الأصول المادية (ذهب، عقار).
- وقد أظهرت تجارب مثل مصر وتركيا وإيران أن خفض الفائدة دون إدارة حذرة يؤدي إلى تسارع وازدياد معدلات التضخم، مما يفقد السياسة فعاليتها^{٣٨}.

ج: تأثيرها على القطاع المصرفي

تؤثر الفائدة الصفرية بشكل مباشر على نموذج عمل المصارف، لا سيما المصارف التجارية التقليدية التي تعتمد على الفارق بين سعر الفائدة على القروض والودائع لتحقيق الربح. ويؤدي انكماش هذا الهامش إلى:

- انخفاض قدرة المصرف على الإقراض.
- الاتجاه نحو فرض رسوم ثابتة أو الاستثمار في أدوات عالية المخاطرة لتعويض الأرباح.
- ازدياد مخاطر الديون المدومة مع التوسع السريع في الإقراض غير المخطط والمدروس^{٣٩}.

لكن في المقابل، قد يشجع هذا الوضع على تحول النظام المصرفي إلى النموذج التشاركي الإسلامي، كما حدث في ماليزيا وبعض الدول الخليجية، حيث ارتفعت حصة التمويل الإسلامي بعد أزمت الفائدة التقليدية.

د: الآثار الاجتماعية:

- تساعد الفائدة الصفرية الطبقات المتوسطة وأصحاب الأعمال عبر خفض كلفة

القروض، لكنها تضر بالمدخرين والفئات ذات الدخل الثابت الذين يعتمدون على عوائد ودائعهم.

• وقد أشار (جوزيف ستيجليتز) إلى أن "السياسات النقدية غير التقليدية، رغم دعمها للنمو، تؤدي إلى اتساع فجوة الثروة والدخل إذا لم تُصاحبها سياسات إعادة توزيع عادلة"^٤.

رابعاً: إمكانية الاستفادة من سياسة معدل الفائدة الصفرية في إصلاح النظام التمويلي

يمكن أن تعمل سياسة الفائدة الصفرية في نطاق أشمل لإحداث تحول في النموذج المالي، إذا تم اتخاذ الإجراءات التالية:

١. ربطها بإصلاح هيكلي للمصارف نحو التمويل التنموي.
٢. دمج أدوات التمويل الإسلامي القائمة على تقاسم المخاطر.
٣. وضع الحوافز المشجعة لتوجيه القروض نحو الإنتاج وليس للمضاربة.
٤. ضبط معدلات التضخم وتثبيت سعر الصرف لتجنب الآثار الانكماشية أو التضخمية العكسية.

المبحث الرابع

سيناريو سياسة القروض اللاربوية في دولة نامية:

نفترض ان هناك دولة نامية يبلغ ناتجها المحلي الإجمالي (GDP) = ١٠٠ مليار دولار سنوياً وعدد سكانها 40 مليون نسمة ويشكل نسبة البطالة %15 ونسبة الفقر %30

النظام المصرفي فيها يضم ١٥ مصرفاً، وتستهدف الحكومة تمويل ٥ قطاعات إنتاجية (الصناعة، الزراعة، التعليم، الصحة، المشاريع الصغيرة)

يهدف البرنامج الحكومي إلى:

١. تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة بدون فائدة.

٢. تقليل البطالة والفقير.

٣. تحفيز الابتكار والإنتاج المحلي.

٤. الاتجاه نحو إقامة تنمية مستدامة.

الهيكل المالي للبرنامج:

البنود	القيمة التقديرية
حجم القروض السنوي المستهدف	5مليار دولار
الفائدة المتوقعة في حالة التمويل الاعتيادي (بافتراض ان نسبة الفائدة ٦%)	300مليون دولار سنويًا
دعم حكومي لتعويض المصارف عن الأرباح المفقودة	300مليون دولار
كلفة تشغيلية وإدارية إضافية (رقابة، تسجيل، تدريب)	200مليون دولار
الإجمالي السنوي	500 مليون دولار

$$100 * \frac{C}{GDP} = \text{نسبة الكلفة إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP)}$$

C: اجمالي تكلفة البرنامج السنوية.

GDP: الناتج المحلي الاجمالي.

$$\frac{500 \text{ مليون دولار}}{100 \text{ مليار دولار}} * 100 = 0.5\%$$

لذا فان تكلفة هذا البرنامج على الاقتصاد الوطني تساوي 0.5% من الناتج المحلي الإجمالي سنويًا.

الفوائد الاقتصادية والاجتماعية المتوقعة من هذا البرنامج:

المجال	الفائدة
الاقتصاد الكلي	زيادة نمو الناتج المحلي بـ ٢-٣% سنويًا بسبب نمو الإنتاج
العمالة	ايجاد ٥٠٠,٠٠٠ وظيفة جديدة خلال ٣ سنوات
الفقر	انخفاض معدل الفقر من ٣٠% إلى أقل من ٢٢%
الاستثمار المحلي	تحفيز ٢٠٠,٠٠٠ مشروع صغير ومتوسط
الابتكار	اقامة وتأسيس شركات ناشئة تعتمد على التقنية والتعليم
الاستقرار المالي	خفض الديون المتعثرة بسبب غياب الفائدة المركبة

تحليل استراتيجي للنموذج وفق نظرية الألعاب وتوازن ناش^{٤١}:

- اللاعبون: الحكومة، المصارف، المقترضون.
 - التوازن: الحكومة تدعم المصارف ← المصارف تمنح قروضاً مجانية ← المقترضون يستثمرون وينتجون ← الاقتصاد ينمو ← تعود الفوائد الضريبية إلى الدولة.
- يتحقق توازن ناش (Nash equilibrium) عندما لا يكون هناك حافز لأي طرف لتغيير سلوكه ما دام الآخرون ملتزمون بذلك، إذ تستفيد المصارف من التعويض، وتستفيد الدولة من النمو، ويستفيد المواطن من التمويل المجاني.
- اي ان تمويل القروض بدون فائدة ليس مجرد عبء مالي، بل هو استثمار اجتماعي واقتصادي.

لذا فانه مقابل تكلفة تقدر بـ 0.5% فقط من الناتج المحلي الإجمالي، تحقق الدولة: نمواً أعلى وبطالة أقل وفقراً أدنى وتماسكاً اجتماعياً أكبر.

المبحث الخامس

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

١. تمثل الفائدة الصفرية أداة نقدية ظرفية لا تحوّلها جوهرياً في النظام المالي. فهي تُستخدم ضمن بنية رأسمالية قائمة على الاقتراض الربوي، دون أن تمس الجوهر العقدي أو الهيكلي للنظام المصرفي التقليدي.
٢. التشابه بين سياسة ZIRP والنظام الاقتصادي الإسلامي هو تشابه ظاهري، لا يتعدى الشكل دون المضمون. فبينما يقوم النظام الإسلامي على مبدأ تقاسم المخاطر والربح المشروع الناتج عن العمل أو المشاركة، تقوم ZIRP على تعليق الفائدة مؤقتاً لأهداف اقتصادية بحتة.
٣. التجربة اليابانية تمثل أوضح نموذج لتطبيق الفائدة الصفرية طويل الأجل، وقد أثبتت أن خفض الفائدة إلى الصفر ليس كافياً لتحفيز النمو، ما لم يترافق مع إصلاحات

- هيكلية في سوق العمل، وتشجيع الطلب الفعال، ورفع مستويات الإنتاج.
٤. في البلدان النامية، يظهر أن ضعف البنية المصرفية، وهشاشة الثقة في العملة المحلية، وارتباط الاقتصادات بالتمويل الأجنبي تشكل عقبات جوهرية أمام نجاح تطبيق سياسة الفائدة الصفرية. كما أن عدم وجود شبكات أمان اجتماعي أو سياسات دعم إنتاجي يعزز من الآثار الجانبية لهذه السياسة.
٥. الفائدة الصفرية في البيئات النامية قد تؤدي إلى نتائج عكسية، مثل ارتفاع التضخم، تراجع قيمة العملة وانكماش القطاع المصرفي، خصوصاً عند غياب سياسات تنموية متزامنة ومتكاملة.
٦. رغم التحديات، فإن الظروف التي تفرض تخفيض الفائدة إلى مستويات دنيا قد تفتح الباب لتجربة أدوات التمويل الإسلامية، مما يجعل من ZIRP مدخلاً عملياً (ولو غير مقصود) للابتعاد عن النظام الربوي في بعض البيئات.

ثانياً: التوصيات

أولاً: في الاقتصادات النامية:

- ١- عدم اعتماد سياسة الفائدة الصفرية بشكل منفرد دون وجود حزمة متكاملة من السياسات النقدية والمالية والتنموية، وإلا فإنها قد تؤدي إلى نتائج عكسية، مثل تسريع التضخم وهروب رؤوس الأموال.
- ٢- الربط بين ZIRP وسياسات تحفيز الإنتاج المحلي، عبر توفير قروض ميسرة مشروطة بإقامة مشاريع إنتاجية وليس لأغراض تمويل الاستيراد أو الإنفاق الاستهلاكي.
- ٣- تعزيز الشمول المالي وتطوير النظام المصرفي المحلي، لزيادة الثقة به وتشجيع المواطنين على ادامة وإبقاء مدخراتهم داخله، حتى في ظل انخفاض العوائد.

ثانياً: في البلدان ذات التوجه الإسلامي:

- استثمار مرحلة الفائدة الصفرية في ترويج أدوات التمويل الإسلامي، من خلال تقديم منتجات مصرفية تعتمد على المشاركة والمرابحة والسلم، بدلاً من القروض الربوية التقليدية.

- إنشاء صناديق تمويلية غير ربحية (قروض حسنة) تستفيد من الدعم الحكومي أو الخيري لتوفير تمويل بدون فائدة للفئات الضعيفة، على أن تُدار بمنهج اقتصادي مهني لضمان الاستدامة.
- ربط النظام المصرفي بالاقتصاد الحقيقي، عبر اشتراط أن تتجه السيولة الناتجة عن الفائدة المنخفضة إلى القطاعات الإنتاجية (الزراعة، الصناعة، الخدمات).

ثالثاً: على المستوى الأكاديمي والبحثي:

- ضرورة إجراء دراسات تطبيقية ونماذج محاكاة لقياس أثر تطبيق سياسة الفائدة الصفرية على الاقتصادات النامية، في ظل السيناريوهات المختلفة (ثبات الأسعار، التضخم، تراجع النمو).
- تشجيع التعاون البحثي بين خبراء الاقتصاد الإسلامي وخبراء السياسات النقدية التقليدية لاقتراح بدائل نقدية مستدامة تحقق الاستقرار والنمو دون الوقوع في فخ الربا أو الأزمات المالية الدورية.
- تحليل تجارب البلدان النامية التي تبنت أدوات تمويل بديلة عن الفائدة (مثل إيران، بنغلاديش، السودان، ماليزيا) بهدف تطوير نماذج اقتصادية قابلة للتطبيق في بيئات مختلفة.

واخيراً فإن سياسة سعر الفائدة الصفرية، على الرغم من كونها نتاجاً للأزمة الرأسمالية المالية، فإنها تطرح تساؤلات عميقة حول مستقبل أدوات السياسة النقدية. وإذا أحسن استخدامها وتوجيهها ضمن إطار إصلاحي شامل، فإنها قد تمهد الطريق نحو نموذج مالي أكثر عدالة واستدامة، وربما تكون مدخلاً عملياً لتجسير الفجوة بين النظام المالي العالمي والنموذج الإسلامي الذي طالما نُظر إليه كمجرد خيار أخلاقي أو ديني.

هوامش البحث

1. Adam Smith, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London: W. Strahan and T. Cadell, 1776, Book II, p. 321.
2. John Stuart Mill, Principles of Political Economy, Longmans, Green, and Co., 1848, Book III, Chapter XXIII.
3. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, Macmillan, 1936, Chapter 13.
4. Milton Friedman, A Program for Monetary Stability, Fordham University Press, 1960, p. 25.
٥. مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، دار المريخ، الرياض، ١٩٩٩، ص (٢٤١)، (٥٥٧).
٦. عبد المنعم السيد علي، اقتصاديات النقود والمصارف، ج ١، مطبعة جامعة الموصل، ١٩٨٤، ص ٣٨٦.
٧. ابن خلدون، المقدمة، تحقيق: علي عبد الواحد وافي، دار نهضة مصر، القاهرة، ص ٢٧٩.
٨. محمد باقر الصدر، اقتصادنا، شريعة قيم، ٢٠٠٩، ص (٦٩٠، ٧٠٧، ٧١٢).
9. Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," American Economic Review, Vol. 71, No. 3 (1981), pp. 393-410.
10. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, Macmillan, 1936, Chapter 15.
11. Kazuo Ueda, "The Japanese Experience with Zero Interest Rates," Bank of Japan Working Paper Series, 2001.
12. Ben S. Bernanke, The Federal Reserve and the Financial Crisis, Princeton University Press, 2013, p. 54.
13. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2009, Table A.1.
14. Ben Bernanke, Speech at the National Economists Club, Washington, DC, November 21, 2002.
15. Joseph Stiglitz, The Price of Inequality, W.W. Norton & Company, 2012, pp. 77-79.
16. Richard Katz, Japan: The System That Soured, M.E. Sharpe, 1998, p. 12.
17. Bank of Japan, Monetary Policy Releases, 1999-2003.
١٨. احمد بلوفي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفرية، مركز اجاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، ص ٢٠.

الأثار النقدية لسعر الفائدة المصرفية على التوازن الاقتصادي (٣٠١)

19. Adam Posen, "Restoring Japan's Economic Growth," Peterson Institute for International Economics, 1998, Chapter 2.
20. Paul Krugman, The Return of Depression Economics, W.W. Norton, 1999, pp. 78-84.
٢١. البنك المركزي المصري، "بيانات السياسة النقدية"، نشرات ٢٠١٦-٢٠٢٢.
٢٢. عائشة الشراوي المالقي، البنوك الإسلامية، التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، ط ١، المركز الثقافي العربي، بيروت ٢٠٠٠، ص ٨٩.
23. Muhammad Anwar, Modeling Interest-Free Economy, Herndon International Institute of Islamic Thought, 1981, p.p.10-14.
24. State Bank of Pakistan, Monetary Policy Statements, 2020-2023.
٢٥. صادق نيك نام، العمليات المصرفية بدون ربا في إيران: التطبيق والمشاكل، طهران: مركز بحوث الاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٩، ص ٤١-٤٥.
26. Mohammad Najjarzadeh, "Islamic Banking in Iran: A Legal and Economic Analysis," Iranian Economic Review, Vol. 15, No. 28, 2011, pp. 1-23.
٢٧. علي رضا محبي، تحديات النظام المصرفي الإسلامي في إيران، مشهد: جامعة فردوسي، ٢٠١٥، ص ٨٧-٩٢.
٢٨. البنك المركزي العراقي، "النشرة الإحصائية السنوية"، بغداد، ٢٠٢١.
29. Central Bank of Iraq, Annual Reports (2020-2023).
٣٠. وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، الطبعة الرابعة، ١٩٩٧، ج ٥، ص ٣٤٢.
31. Claudio Borio and Piti Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal," BIS Working Paper No. 292, 2009, p. 4.
٣٢. محمد علي القري، التمويل الإسلامي: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ٢٠٠٠، ص ٨٨.
٣٣. محمد عبد الحي الكتاني، "الفائدة المصرفية والنظام المصرفي الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد ٣٣، ٢٠١٧، ص ٢٣.
٣٤. علي الصديق، "تحليل نقدي لسياسة الفائدة المصرفية من منظور إسلامي"، مجلة البحوث الاقتصادية الإسلامية، مجلد ١٢، عدد ٢، ٢٠٢٠، ص ٧٧.
35. Islamic Development Bank, Annual Report 2020, Jeddah: IDB Publications, pp. 14-15.
36. BIS Quarterly Review, "Bank Business Models and the Risk of Low Interest Rates," Bank for International Settlements, March 2018, p. 12.

37. European Central Bank, Economic Bulletin, Issue 5/2019, Frankfurt, p. 37.
38. IMF Country Reports: Egypt (2021), Turkey (2020), Iran (2019) - <https://www.imf.org>
39. Claudio Borio, Leonardo Gambacorta and Boris Hofmann, "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability," International Finance, Vol. 20, No. 1, 2017, pp. 48-63.
40. Joseph E. Stiglitz, The Price of Inequality, W.W. Norton & Company, 2012, p. 91.
٤١. راجي محيل الخفاجي، اقتصاديات تكنولوجيا الاتصالات، الفا للوثائق، الجزائر، ٢٠١٩، ص ٨٠.

المصادر باللغة العربية:

١. مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي النظرية والسياسة، دار المريخ، الرياض، ١٩٩٩، ص (٢٤١)، (٥٥٧).
٢. عبد المنعم السيد علي، اقتصاديات النقود والمصارف، ج ١، مطبعة جامعة الموصل، ١٩٨٤، ص ٣٨٦.
٣. ابن خلدون، المقدمة، تحقيق: علي عبد الواحد وافي، دار نهضة مصر، القاهرة، ص ٢٧٩.
٤. محمد باقر الصدر، اقتصادنا، شريعة قيم، ٢٠٠٩، ص (٦٩٠، ٧٠٧، ٧١٢).
٥. احمد بلوفي، عبد الرزاق بلعباس، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفرية، مركز البحوث الاقتصادية الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، ص ٢٠.
٦. البنك المركزي المصري، "بيانات السياسة النقدية"، نشرات ٢٠١٦-٢٠٢٢.
٧. عائشة الشراوي المالقي، البنوك الإسلامية، التجربة بين الفقه والقانون والتطبيق، ط ١، المركز الثقافي العربي، بيروت ٢٠٠٠، ص ٨٩.
٨. صادق نيك نام، العمليات المصرفية بدون ربا في إيران: التطبيق والمشاكل، طهران: مركز بحوث الاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٩، ص ٤١-٤٥.
٩. علي رضا محبي، تحديات النظام المصرفي الإسلامي في إيران، مشهد: جامعة فردوسي، ص ٨٧-٩٢.
١٠. البنك المركزي العراقي، "النشرة الإحصائية السنوية"، بغداد، ٢٠٢١.
١١. وهبة الزحيلي، الفقه الإسلامي وأدلته، دار الفكر، دمشق، الطبعة الرابعة، ١٩٩٧، ج ٥، ص ٣٤٢.
١٢. محمد علي القرني، التمويل الإسلامي: الأسس النظرية والتطبيقات العملية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ٢٠٠٠، ص ٨٨.

الأثار النقدية لسعر الفائدة الصفرية على التوازن الاقتصادي (٢٠٣)

١٣. محمد عبد الحي الكتاني، "الفائدة الصفرية والنظام المصرفي الإسلامي"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد ٣٣، ٢٠١٧، ص ٢٣.

١٤. علي الصديق، "تحليل نقدي لسياسة الفائدة الصفرية من منظور إسلامي"، مجلة البحوث الاقتصادية الإسلامية، مجلد ١٢، عدد ٢، ٢٠٢٠، ص ٧٧.

١٥. راجي محيل الخفاجي، اقتصاديات تكنولوجيا الاتصالات، الفا للوثائق، الجزائر، ٢٠١٩، ص ٨٠.

المصادر باللغة الانكليزية:

1. Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan and T. Cadell, 1776, Book II, p. 321.
2. John Stuart Mill, *Principles of Political Economy*, Longmans, Green, and Co., 1848, Book III, Chapter XXIII.
3. John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, 1936, Chapter 13.
4. Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, 1960, p. 25.
5. Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3 (1981), pp. 393-410.
6. John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, 1936, Chapter 15.
7. Kazuo Ueda, "The Japanese Experience with Zero Interest Rates," *Bank of Japan Working Paper Series*, 2001.
8. Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press, 2013, p. 54.
9. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 2009, Table A.1.
10. Ben Bernanke, Speech at the National Economists Club, Washington, DC, November 21, 2002.
11. Joseph Stiglitz, *The Price of Inequality*, W.W. Norton & Company, 2012, pp. 77-79.
12. Richard Katz, *Japan: The System That Soured*, M.E. Sharpe, 1998, p. 12.
13. Bank of Japan, *Monetary Policy Releases*, 1999-2003.
14. Adam Posen, "Restoring Japan's Economic Growth," *Peterson Institute for International Economics*, 1998, Chapter 2.
15. Paul Krugman, *The Return of Depression Economics*, W.W. Norton, 1999, pp. 78-84.

16. Muhammad Anwar, Modeling Interest-Free Economy, Herndon International Institute of Islamic Thought, 1981, p.p.10-14.
17. Mohammad Najjarzadeh, "Islamic Banking in Iran: A Legal and Economic Analysis," Iranian Economic Review, Vol. 15, No. 28, 2011, pp. 1-23.
18. State Bank of Pakistan, *Monetary Policy Statements*, 2020-2023.
19. Central Bank of Iraq, Annual Reports (2020-2023).
20. Claudio Borio and Piti Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal," *BIS Working Paper No. 292*, 2009, p. 4.
21. Islamic Development Bank, *Annual Report 2020*, Jeddah: IDB Publications, pp. 14-15.
22. BIS Quarterly Review, "Bank Business Models and the Risk of Low Interest Rates," Bank for International Settlements, March 2018, p. 12.
23. European Central Bank, *Economic Bulletin*, Issue 5/2019, Frankfurt, p. 37.
24. IMF Country Reports: Egypt (2021), Turkey (2020), Iran (2019) - <https://www.imf.org>
25. Claudio Borio, Leonardo Gambacorta and Boris Hofmann, "The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability," *International Finance*, Vol. 20, No. 1, 2017, pp. 48-63.
26. Joseph E. Stiglitz, *The Price of Inequality*, W.W. Norton & Company, 2012, p. 91.