

# الطلب على العملة الأجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف

الدكتور أحمد إبريهي علي

كانون الثاني 2015

# The Demand for Foreign Exchange, External Balance, and Exchange Rate

Dr. Ahmed Ibraihi Ali

## ABSTRACT

The Paper attempts to explore the functioning of foreign exchange market in an oil dominated economy and pegged exchange rate as a nominal anchor. Some mainstream theoretical models and empirical findings are presented to understand the Iraqi arrangements and policy through international perspective. Also, the paper addressed the essential components of foreign exchange operations of the central bank highlighting the interconnections between the government budget and the central bank balance sheet.

The accounting and behavioral aspects of the private sector demand for foreign exchange are carefully considered in terms of international reserve , monetary base, and money supply.

Furthermore the research work deals with the real appreciation of the Iraqi dinar and its economic consequences. In this regard bilateral real exchange rates of the Iraqi dinar with major currencies are computed for the years 1988-2003. Also, positive co-movement of oil price and real exchange rate of Iraqi dinar and correlations with other currencies real exchange rates are investigated.

Considering the crude oil price sharp decline and huge budget deficit due to limited non-oil source of finance, Public debt monetization will be constrained by the international reserve of the central bank the fact that this paper confirms. The need for institutional changes in the budgeting and regulatory set of the financial sector has become very clear as a necessity for fiscal sustainability and foreign exchange market stability.

**الطلب على العملة الأجنبية والميزان الخارجي وسعر الصرف**

**الدكتور أحمد إبريحي علي**

**نبذة مختصرة**

حاولت الدراسة الكشف عن آلية عمل سوق الصرف في اقتصاد يهيمن عليه النفط ويتخذ من سعر الصرف الثابت مثبتاً إسمياً. وقد عرضت الدراسة بعض النماذج النظرية للتيار الرئيسي، في الأوساط الأكاديمية، ونتائج البحث التجريبي لفهم الترتيبات والسياسة العراقية من منظور دولي. كذلك تناولت الدراسة العناصر الأساسية لعمليات العملة الأجنبية للبنك المركزي لأضواءه الروابط بين الموازنة الحكومية والميزانية

العمومية للبنك. وحظيت الجوانب المحاسبية والسلوكية لطلب القطاع الخاص على العملة الأجنبية بعناية كبيرة بدلالة الاحتياطيات الدولية والأساس النقدي وعرض النقد.

وأيضاً يتعامل البحث مع ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي ونتائجه الاقتصادية. وفي هذا الصدد جرى حساب اسعار الصرف الحقيقية الثنائية للدينار العراقي مع العملات الرئيسية للسنوات 1988-2013. وإضافة على ذلك فإن تزامن حركة سعر النفط وسعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي والارتباطات مع اسعار الصرف الحقيقية للعملات الأخرى قد نوقشت.

آخذين بالاعتبار الانخفاض الحاد لسعر النفط والعجز الكبير في الموازنة العامة نظراً لمحدودية مصادر التمويل غير النفطية، فإن تنقيد الدين سوف يقيد بالاحتياطيات الدولية للبنك المركزي وهي الحقيقية التي أكدت هذه الدراسة. إن الحاجة للتغيرات المؤسسية في آلية الموازنة العامة وقواعد تنظيم القطاع المالي أصبحت بمنتهى الوضوح بصفتها ضرورة لاستدامة المالية العامة واستقرار سوق الصرف.

**مقدمة:** النفط هو مصدر العملة الأجنبية في العراق، و تغيرات سعر النفط وصادراته يحددان الميزان

الخارجي لأن المستوردات السلعية والخدمات والتحويلات والمدفوعات الخارجية الأخرى مستقرة في علاقتها مع الطلب الكلي الفعال في الأمد القصير والمتوسط. ويرتبط سعر الصرف الحقيقي بتغيرات سعر النفط، بكيفية معقدة لكنها معروفة منشؤها الأنفاق الحكومي الذي يهيمن على المورد النفطي. كما يعد سعر النفط من جهة أخرى عاملاً فاعلاً في العلاقات الاقتصادية والمالية الدولية، لذلك تابعت هذه الدراسة ارتباطه بأسعار الصرف الحقيقية الثنائية وسعر الصرف الحقيقي الفعال للدول الأخرى.

ومن المألوف تثبيت سعر الصرف الاسمي أو السيطرة على حركته عند التعويم ضمن مدى لا يتعداه، ويمكن الحفاظ على ثباته لسنوات عدة دون الحاجة للتغيير مادام الطلب على العملة الأجنبية يقارب مع العرض بالمتوسط السنوي. وتحفظ البنوك المركزية عادة بمقدار من الاحتياطيات بالعملة الأجنبية لاستكمال النقص وتعزز تلك الاحتياطيات باستيعاب الفائض من العملة الأجنبية.

لكن تثبيت سعر الصرف الاسمي لا يعني ثبات سعر الصرف الحقيقي أي نسبة التبادل بين القوة الشرائية لوحدة من العملة الوطنية والقوة الشرائية لما يعادلها من العملة الأجنبية. وقد يتغير سعر الصرف الحقيقي على الرغم من ثبات سعر الصرف الاسمي بمديات اوسع من تغيره عند اعتماد سعر الصرف المرن. وليس من السهل استهداف سعر الصرف الحقيقي لأن الأمر يتعدى سوق الصرف ويتطلب التحكم بالتضخم كي لا يتجاوز المستويات الدولية. كما يعد تصحيح سعر الصرف الحقيقي من المعضلات عندما يبتعد كثيراً عن مستوى تعادل القوة الشرائية والذي يعرف بمسار سعر الصرف الاسمي معدلاً بفرق الضخم بين الداخل والخارج.

لقد أغفل سعر الصرف الحقيقي، في بلادنا، رغم أهميته البالغة إذ هو احد اهم محددات نمو القطاع السلعي غير النفطي. ولقد صار شائعاً تفسير ضعف الأداء التنموي في البلدان المصدرة للموارد الطبيعية بالمرض الهولندي الذي يصيبها عقب طفرة في اسعار الصادات، بما يؤدي إلى وفرة نسبية في العملة

الأجنبية. و يترتب عليها ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية، الذي يقود إلى تدهور القدرة التنافسية الدولية للبلد، فتنخفض جدوى الاستثمار وتعاق عملية التصنيع.

ومن المتوقع في اقتصاد نفطي إدامة سعر منخفض للعملة الأجنبية حتى مع استمرار تنامي الاحتياطات الدولية ، لكن التحدي الأكبر كيف تلائم السياسة الاقتصادية بين مطلب الرفاه الآني المتمثل برخص المستوردات ،الاستهلاكية منها بالذات، وهدف بناء قاعدة إنتاجية لاقتصاد العراق خارج النفط الخام. وبقيت مشكلة عدم انضباط سعر الصرف الحقيقي في مختلف دول العالم مهمة معروضة للبحث المتواصل وقد اكتفت هذه الدراسة بإلقاء الضوء عليها غير بيان واقع ارتباطه الضعيف مع المتغيرات المرشحة نظريا لتفسيره.

### من نماذج التنظير لسلك سعر الصرف:

عموما المقادير الحقيقية للمتغيرات الاقتصادية هي الأسمية **Nominal** بعد إزالة ما لحق بها من تغير المستوى العام للأسعار. والتعريف الشائع لسعر الصرف الحقيقي هو نسبة المستوى العام للأسعار في الداخل  $P$  إلى نظيره في الخارج  $P^*$  عندما يعبر عنهما بعملة مشتركة، أي كلاهما بالدينار. وهو ما نصطلح عليه في هذه الدراسة سعر الصرف الحقيقي الثنائي  $r_R$  :

$$r_R = P/rP^* = (1/r)P/P^* \quad (1)$$

حيث  $r$  هو سعر الصرف الاسمي الاعتيادي ( وحدات من العملة الوطنية لوحد واحد من العملة الأجنبية)، وبهذا التعريف يصبح المقصود سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية، أي منظورا إليه من العراق، وهو الذي تعتمد هذه الدراسة. أما سعر الصرف الحقيقي من جهة الدولة الأجنبية تجاه العراق فهو

$$P^*/P(1/r) = rP^*/P$$

الشرائية  $PPP$  طالما يعبر عن الأسعار في الداخل والخارج بوحدات من العملة الوطنية. ومن التعاريف الشائعة لسعر الصرف الحقيقي نسبة المستوى العام لأسعار السلع غير المتاجر بها  $P^{NT}$  إلى نظيره للسلع المتاجر بها  $P^T$  وكلاهما في الداخل أي  $P^{NT} / P^T$  ، وحسب هذا التعريف فإن ارتفاع أو انخفاض هذه النسبة هو ارتفاع أو انخفاض سعر الصرف الحقيقي. ومن المبررات لاستخدام هذا التعريف أنه يقيس كلفة الفرصة البديلة لإنتاج السلع المتاجر بها، ويعتمد الميزان التجاري للدولة تجاه العالم الخارجي على مدى وجود فائض مسبق *Ex ante* في السلع المتاجر بها. وثمة وجهة نظر مفادها أن المهم في الأمر قياس القدرة التنافسية الخارجية وبذلك تكون نسبة التبادل التجاري **Terms of Trade** بين اسعار صادراتنا  $P^x$  واسعار مستورداتنا  $P^m$  هي المقياس المناسب لسعر الصرف الحقيقي أي  $P^x / r P^m$  .

كما سلف ان سعر النفط احد العوامل المحددة لسعر الصرف الحقيقي في البلد النفطي لكن دور العوامل الأخرى ومنها الإنتاجية خاصة في الأمد البعيد في غاية الأهمية. الإنتاجية ترفع سعر الصرف الحقيقي لأنها اصلا حسنت من القدرة التنافسية للبلد بخفض التكاليف، وهو معنى علاقة الإنتاجية بسعر الصرف الحقيقي.

من المعروف ان النموذج النقدي لتحديد سعر الصرف يفترض اساسا تعادل القوة الشرائية و بالتالي يتعدل سعر الصرف النقدي، على فرض استمرار ذلك التعادل، تبعا لنسب تغير عرض النقود في الداخل والخارج. أما نموذج مندل فلمنج فهو ينطلق اساسا من ثبات الأسعار وبالتالي تكون تغيرات سعر الصرف النقدي هي ذاتها تغيرات سعر الصرف الحقيقي، أي مع سعر الصرف الاسمي الثابت تنتفي تغيرات سعر الصرف الحقيقي نظريا في اصل النموذج. ويقدم نموذج دورنبوش فسحة إذ يتضمن تغير الأسعار، لكن تدريجيا وليس فورا بعد زيادة عرض النقد، وعدم تغيرها فورا يعني ان الزيادة في عرض النقد تكون ابتداء زيادة في الأرصدة الحقيقية. وبذلك يقتضي التوازن انخفاض سعر الفائدة لتعويض صلابة الأسعار في القطاع الحقيقي. إن انخفاض سعر الفائدة عن المستوى الدولي، في ظل الانفتاح، يتطلب تغير سعر الصرف لتغطية فرق اسعار الفائدة، وذلك حسب مبدأ تعادل اسعار الفائدة المعروف. وهذا المبدأ مثل غيره يعمل ايضا بثبات اثر العوامل الأخرى و بالنتيجة هو لا يعمل في العراق بالمرّة. و حتى في الدول المتقدمة ماليا عمله ضعيف ولا يفسر حركة سعر الصرف، وهذه مبينة في محلها. و لا يختلف نموذج دورنبوش عن ان سعر الصرف الحقيقي عند مستوى التوازن في الأمد البعيد لكنه يشذ في الأمد القصير، وفي كل الأحوال يتحدد بمستويات الدخل القومي وسعر الفائدة والنقود في الداخل نسبة إلى مستوياتها في الخارج.

ولقد اتضح ان سعر الصرف الحقيقي هو مفهوم مشتق من سعر الصرف الاسمي وعناصر أخرى. و بالتالي ، مبدئيا، لا توجد حاجة لنظرية خاصة بسعر الصرف الحقيقي بل هي نظرية سعر الصرف الاسمي مضافا إليها، او معدلة، بالنظريات المفسرة لحركة المستويات العامة للأسعار. بيد ان اشتقاق سعر الصرف الحقيقي من قواعد السلوك الأمثل للمستهلك معروف ايضا، وله مضامين تقدم تفسيراً مختلفاً لحركة ميزان المدفوعات بالعلاقة مع سعر الصرف (14, pp304-306, 546-550). وينطلق الاشتقاق من دالة منفعة باستهلاك السنة الحالية  $C_t$  و استهلاك السنة القادمة  $C_{t+1}$  وبصيغة رياضية مبسطة باللوغاريتمات الطبيعية:

$$\ln U(C_t, C_{t+1}) = \ln C_t + \ln C_{t+1} \quad (2)$$

وهذا يفترض ان دورة الحياة بفترتين حيث يستهلك الدخل  $y$  بأكمله و لذلك يكون استهلاك السنة الثانية دخلها وما أدر من العام الماضي الذي استثمر بسعر فائدة  $i$ ، ويعرف هذا الشرط قيد الموازنة الذي يخضع له تعظيم المنافع في (2) :

$$C_{t+1} = y_{t+1} + (1+i)(y_t - C_t) \quad (3)$$

وهنا تستعاد فكرة الدخل الدائم (Permanent Income  $y^p$ ) بأنه نسبة من تدفقات الدخل المستقبلية المخصومة:

$$y^p = \beta [\sum (y_t / (1+i)^t)] \quad (4)$$

$$\beta = 1 / \sum (1 / (1+i)^t) \quad (5)$$

المعادلتين (4) و (5) تفيدان أن الدخل الدائم هو نسبة من الثروة معرفة بمجموع القيمة الحالية للتدفقات المخصومة بسعر الخصم  $p$  والنسبة هي معكوس مجموع معاملات الخصم. وعند مساواة الاستهلاك بالدخل الدائم، وتعريف الحساب الجاري لميزان المدفوعات بأنه الدخل الجاري ناقصا الاستهلاك يصبح الحساب الجاري  $CA_t$  عبارة عن فرق الدخل الجاري عن الدخل الدائم (14, P305):

$$CA_t = y_t - y_t^p \quad (6)$$

هذا التنظير يسمى مقارنة RAIOM ليتوصل إلى ان نتيجة الحساب الجاري لا تعزى إلى ارتفاع او انخفاض سعر الصرف الاسمي فوق ( تحت) المستوى التوازني بل هو نتيجة المفاضلة بين الحاضر و المستقبل في نظر المستهلك. و بعد تعريف الاستهلاك الخاص باستبعاد الاستهلاك الحكومي من الدخل الدائم يطور معادلة الحساب الجاري ليكون مساويا للفرق بين الدخل الجاري والدائم مطروحا منه الفرق بين دخل الحكومة الجاري  $G_t$  ودخلها الدائم  $G_t^p$ :

$$CA_t = (y_t - y_t^p) - (G_t - G_t^p) \quad (7)$$

وفي هذه المرحلة من التنظير يميز بين السلع المتاجر بها وغير المتاجر بها في دالة المنفعة، وليكتشف أن النمط الأمثل للاستهلاك ان يكون الاستهلاك من السلع غير المتاجر بها إلى المتاجر بها بنسبة ثابتة  $\mu$ .

$$p_t^{NT} C_t^{NT} / P_t^T C_t^T = \mu \quad (8)$$

ونستعيد تعريف سعر الصرف الحقيقي  $r_R$  وهو نسبة اسعار السلع غير المتاجر بها إلى اسعار السلع المتاجر بها  $P^{NT}/P^T$  لننتهي إلى:

$$r_{Rt} = \mu C_t^T / C_t^{NT} \quad (9)$$

وبذلك اصبح سعر الصرف الحقيقي مجردا تماما من الأسعار طالما  $\mu$  ثابتة وبقية عناصر الطرف الأيسر من المعادلة (9) كميات. وهذا الطراز من التنظير المتعرج انتهى إلى استعادة تعريف سعر الصرف الحقيقي تقريبا. لأن  $\mu$  هي حاصل ضرب سعر الصرف الحقيقي ( نسبة التبادل التجاري بين قطاع السلع غير المتاجر بها والمتاجر بها) بنسبة كميات الاستهلاك في القطاع الأول إلى الثاني. و مما يستنتج إذا كانت  $\mu$  ثابتة وهو الفرض فإن ثبات سعر الصرف الحقيقي يتطلب ثبات تناسب كميات الاستهلاك من القطاعين. و بما ان دالة المنفعة هي للقطاع الخاص اصلا وما ينتج من السلع غير المتاجر بها  $Q^{NT}$  يتوزع بين الحكومة  $G^{NT}$  والقطاع الخاص يمكن كتابة المعادلة (9) كما في ادناه:

$$r_{Rt} = \mu C_t^T / (Q_t^{NT} - G_t^{NT}) \quad (10)$$

ونخلص ان سعر الصرف الحقيقي يتحدد بحصة الحكومة من مجموع السلع والتناسب بين السلع المتاجر بها إلى غير المتاجر بها في استهلاك القطاع الخاص إضافة على مجموع إنتاج السلع غير المتاجر بها. وبغض النظر عن التحفظات إزاء الانتقالات التي استندت إلى الكثير من الفرضيات البالغة التجريد فإن هذا المنحى قد

يساعد على الهروب من مشكلة عدم التحديد التي تكتنف سلوك سعر الصرف الحقيقي. ثم يفترض ان الاستهلاك الحكومي كله من السلع غير المتاجر بها، اما الاستهلاك الخاص فهو من نوعي السلع. يفيد مبدأ تعادل أسعار الفائدة ان شرط التوازن لمستثمر محايد إزاء المخاطرة ان تتساوى العوائد بين بلده والخارج، وبخلافه تهاجر رؤوس الأموال نحو العوائد الأعلى حتى تعيد الأسواق شرط التوازن من جديد، فهو يقبل سعر فائدة ادنى في الخارج إذا توقع ان سعر صرف العملة التي يستثمر بها سوف يرتفع لتغطية الفرق، ويعبر عنه ببساطة:

$$ds^e = r - r^* \quad (11)$$

حيث الطرف الأيسر هو التغير المتوقع في سعر العملة الأجنبية، سعر الدولار بوحدات من الدينار او اليورو او الإسترليني، والطرف الأيمن هو الفرق بين سعر الفائدة في الداخل ونظيره الأجنبي. فعندما يرتفع سعر صرف الدولار من 1100 إلى 1200 دينار عراقي لا بد لسعر الفائدة في العراق ان يكون اعلى منه في أمريكا لتعويض خسارة انخفاض قيمة العملة الوطنية. أي ان المستثمر الأجنبي عندما يحول الدولار إلى دينار ويوظفه بفائدة في السوق العراقية وفي نهاية المدة يعيد تحويل المبلغ إلى دولار تكون العوائد مكافئة لاستثمار نفس المبلغ في الولايات المتحدة الأمريكية. هذا عند غرض النظر عن هامش المخاطرة و الذي كان كبيرا جدا في العراق عندما تجاوز سعر الفائدة 20 بالمائة مع تحسن سعر صرف الدينار العراقي ولم يتمكن السوق العراقي من استقطاب ودائع اجنبية (11, P271).

ونستعيد مطابقة فيشر للبلد المعني و الأجنبي على التوالي :

$$r = R + dP^e \quad (12)$$

$$r^* = R^* + dP^{*e} \quad (13)$$

حيث الطرف الأيسر سعر الفائدة في الداخل والخارج  $r$  ،  $r^*$  و الطرف الأيمن سعر الفائدة الحقيقي  $R$  ،  $R^*$  مضافا إليه التضخم المتوقع في الداخل والخارج لأن  $P$  ،  $P^*$  هي المستويات العامة للأسعار و  $d$  التغير النسبي، ومنهما (13, p102):

$$ds^e = (R - R^*) + (dP^e - dP^{*e}) \quad (14)$$

وتفيد المعادلة الأخيرة ان تغير سعر العملة الأجنبية بوحدات من عملتنا هو محصلة فرق سعر الفائدة و فرق التضخم. و يعرف مبدأ تعادل القوة الشرائية بأن سعر الصرف يتغير بالضبط لإلغاء فرق التضخم بين الداخل والخارج:

$$ds^e = (dP^e - dP^{*e}) \quad (15)$$

وتفترض المتطابقة (15) تساوي اسعار الفائدة بين الداخل والخارج في ظل الانفتاح المالي، او تقييد تام لحركة رأس المال. ويعبر مبدأ تعادل القوة الشرائية عن قانون السعر الواحد أو ان الوحدة الواحدة من العملة الوطنية تشتري نفس المقدار من السلع سواء أنفقت في الداخل او في الخارج:

$$SP^*=P \quad (16)$$

و المعادلة (15) هي تفاضل المعادلة (16) بعد جعلها باللوغاريتمات، وفي البحث التجريبي تقرأ المعادلة (15) أن الفرق اللوغاريتمي لسعر الصرف يساوي الفرق اللوغاريتمي للمستوى العام للأسعار في الداخل مطروحا منه الفرق اللوغاريتمي لمستوى الأسعار في الخارج.

والمهم ان المعادلة (15) تعني ثبات سعر الصرف الحقيقي، ومن جهة اخرى عندما يتغير سعر الصرف الحقيقي فهذا يتضمن انتهاكا لمبدأ تعادل القوة الشرائية. وتفيد البيانات ان هذا الانتهاك واسع النطاق في العالم. وعند الرجوع إلى المعادلة (14) يفهم ان فروقات اسعار الفائدة سبب لذلك الانحراف اي تغير سعر الصرف الحقيقي. ومن الصعب حصر اسباب الانحراف عن تعادل القوة الشرائية بأسعار الفائدة أو على الأقل ان تحليل البيانات لا يؤيد ذلك الاستنتاج النظري.

تبين المعادلة (16) ان سعر صرف الدولار بالدينار يجب ان يرتفع كثيرا كي يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتا بالاتسجام مع تعادل القوة الشرائية لأن الطرف الأيمن، المستوى العام للأسعار في العراق، تغير بأسرع من نظيره في الولايات المتحدة الأمريكية. ويفسر ذلك المسار بمورد النفط (سعر النفط) الذي عبر الوفرة النسبية للعملة الأجنبية يخفض  $S$  وبالاتفاق الحكومي يرفع  $P$ .

و عند تركيب تعادل القوة الشرائية على معادلة كمية النقود (النموذج النقدي البسيط) نحصل على علاقة تفسر ايضا، نظريا، حركة سعر الصرف او شرط التوازن بدلالة الأسعار في الداخل و الخارج و النقود  $M$  و الدخل الحقيقي  $y$  ومعامل كمبردج أو معكوس سرعة دوران النقود  $k$ :

$$M=k Py \quad (17)$$

$$M=kSP^*y \quad (18)$$

و المعادلة السابقة عندما توضع باللوغاريتمات و يأخذ تفاضلها مع الزمن، ولأن تفاضل الثابت صفر، تؤدي إلى:

$$dM/M=ds/s+dP^*/P^*+dy/y \quad (19)$$

$$dS/S=dM/M- dP^*/P^*- dy/y \quad (20)$$

ومن المعادلة (20) ان سعر الصرف التوازني (سعر العملة الأجنبية) يتغير طرديا مع نمو عرض النقد وعكسيا مع نمو كل من الناتج في الداخل ومستوى الأسعار في الخارج (13, PP 148-150).

و المنهج لا يتنافى مع استخدام دالة تفضيل السيولة في الطلب على النقود:

$$M/P= M^d/P=L_0 e^{-\alpha r} y^\beta \quad (21)$$

حيث الطرف الأيسر  $M^d/P$  هي النقود الأسمية المطلوبة مقسومة على المستوى العام للأسعار لتكون أرصدة حقيقية ، و  $L_0$  الحجم الابتدائي من الأرصدة الحقيقية،  $e$  اساس اللوغاريتمات الطبيعية،  $r$  سعر الفائدة،  $y$  الدخل الحقيقي،  $\alpha$  شبه المرونة للطلب على النقود تجاه سعر الفائدة،  $\beta$  مرونة الطلب على النقود مع الدخل. ولأن الطلب على النقود يتساوى مع عرضها عند التوازن نستخدم  $M$  بدلا من  $M^d$ . و للخارج معادلة طلب على النقود مثل الداخل :

$$M^*/P^* = L_0 * e^{-\alpha r^*} y^{*\beta} \quad (22)$$

وايضا نعود إلى مبدأ تعادل القوة الشرائية ( $SP^*=P$ ) لنحصل بالتعويض في المعادلتين (21) و (22) على:

$$SM^*/L_0 * e^{-\alpha r^*} y^{*\beta} = M/L_0 e^{-\alpha r} y^\beta \quad (23)$$

ولأن تغير الثابت صفر نحصل على:

$$dS/S = dM/M + \alpha r - \beta dy/y - dM^*/M^* - \alpha r^* + \beta dy^*/y^* \quad (24)$$

والمعادلة (24) لدراسة تغير سعر الصرف بين بلدين، وتفيد ان تغير سعر صرف العملة الأحبية بدنانير عراقية يساوي فرق نمو النقود مضافا إليه أثر فرق الفائدة ومطروحا منه أثر فرق نمو الناتج:

$$dS/S = (dM/M - dM^*/M^*) + \alpha(r - r^*) - \beta(dy/y - dy^*/y^*) \quad (25)$$

ونتذكر ان العلاقة (24) مشروطة اصلا بتعادل القوة الشرائية لكنها تسمح باختبار هذا الفرض

وبما ان  $r - r^*$  هو التغير المتوقع في سعر الصرف إذن تصلح المعادلة لدراسة فرق تغير سعر الصرف الفعلي عن المتوقع وذلك بطرح التغير المتوقع من الطرف الأيسر و  $r - r^*$  من الطرف الأيمن. وللتبسيط نعبر عن  $dX/X$  بالحرف الصغير لكل المتغيرات عدا التغير المتوقع لسعر الصرف نبقى عليه كما في المعادلة الأولى للتواصل  $ds^e$  ، ولأن  $dS/S = dP/P - dP^*/P^*$  من متطابقة تعادل القوة الشرائية نحصل على الآتي:

$$p - p^* = \alpha \Delta s^e + (m - m^*) - \beta(y - y^*) \quad (26)$$

والطرف الأيسر هو  $\Delta s$  حسب تعادل القوة الشرائية وبالتالي:

$$ds = \alpha ds^e + (m - m^*) - \beta(y - y^*) \quad (27)$$

و لقد استدعت المعادلة (27) المتغيرات المرشحة لتفسير تغيرات سعر الصرف الاسمي، وهي متغيرات دالة الطلب على النقود واقامت علاقة بين التغير المتوقع في سعر الصرف و التغير الفعلي.

واضاف البعض هامش مخاطرة إلى الطرف الأيمن من المعادلة رقم (11) وهو ما يسمح بالانحراف عن تعادل اسعار الفائدة، وفي نفس الوقت يُقترح جعل هامش المخاطرة دالة بوضع ميزان المدفوعات في الداخل

والخارج في الفترات الماضية (14, P519) او تراكم الفائض ( العجز)، و بذلك يمكن إضافة متغير ميزان المدفوعات إلى المعادلة (27) بالموجب.

و يمكن الانتقال إلى الميزانية العمومية للبنك المركزي لبيان وجه آخر لعلاقة سعر الصرف مع المتغيرات الحقيقية والنقدية :

$$M = \lambda (FX + DC) \quad (28)$$

المتطابقة (28) تبين ان النقود هي الأساس النقدي مضروبا بالمضاعف، والأساس النقدي هو الاحتياطات الدولية للبنك المركزي FX وصافي الائتمان المحلي DC في جانب الموجودات من الميزانية العمومية للبنك المركزي، اما المضاعف فيرمز له  $\lambda$ . وتبين هذه المتطابقة بأن التوسع النقدي، زيادة الائتمان المحلي، مع ثبات سعر الصرف وبقيّة المعطيات يستتفز الاحتياطات الدولية لتعويض عجز ميزان المدفوعات وبالمقابل تقلص الائتمان المحلي يراكم المزيد من الاحتياطات من فائض ميزان المدفوعات، وبالتعويض في المعادلة (18) :

$$\lambda (FX + DC) = kSP * y \quad (29)$$

وبعد استيعاب  $\lambda$  في المضاعف والمناقلة:

$$FX = (k)SP * y - DC \quad (30)$$

اما عند التحول نحو سعر الصرف المرن فإن تغير سعر الصرف يتولى دورا في التسوية، وطالما لا يقدم البنك المركزي ائتمان محلي تكون الاحتياطات الدولية وحدها حاكمة لعرض النقد بثبات سعر الصرف وهو النموذج العراقي حتى نهاية عام 2014، بمعنى:

$$dFX/FX = dM/M \quad (31)$$

وهذا التبسيط لا يضحى بالحقائق، صحيح إن الائتمان المحلي في ميزانية البنك المركزي سالب نتيجة لسياسة التعقيم في العراق ، لكن المقدار اصبح ثابتا على قلته قبل الانهيار الأخير لسعر النفط، وبالتالي لم يعد محددًا للأساس النقدي و بالتالي لا يؤثر في عرض النقد.

وعالج نموذج دورنبوش انحراف تغير سعر الصرف والأسعار في الأمد القصير عن مستويات توازن الأمد البعيد. وينطلق من دالة تفضيل السيولة الكينزية في الطلب على النقود بأنها دالة التوازن في سوق النقد LM وعندما يجعل متغيرات النقود والمستوى العام للأسعار والدخل باللوغاريتمات وتعبّر الحروف الصغيرة عنها في الزمن t تكون الدالة:

$$m_t - p_t = \beta y_t - \alpha r_t \quad (32)$$

وتكون المعادلة (6) باللوغاريتمات الطبيعية :

$$S + P^* = P \quad (33)$$

وعندما لا يتحقق تعادل القوة الشرائية فإن الطرف الأيمن لا يساوي الطرف الأيسر والفرق بينهما له دور في الطلب الكلي السلعي  $d_t$  ولذلك يكون ضمن منظومة التوازن في سوق السلع IS (15, pp 186-188):

$$d_t = \pi + \theta(s + p^* - p_t) + \beta y_t - \alpha r \quad (34)$$

لقد تضمنت معادلة التوازن السلعي الكينزية (34) المتغيرات الاعتيادية في نموذج الاقتصاد الكلي المفتوح بإضافة الأسعار وعدم تعادل القوة الشرائية وسعر الصرف، وبالتالي أصبحت معبرة عن اوضاع الأمد القصير و يكون توازن الأمد البعيد حالة خاصة، فعند تحقق تعادل القوة الشرائية يبقى سعر الصرف إضافة على متغيرات الدالة في الاقتصاد المغلق وهو نموذج مندل - فلمنغ. وبما أن سعر الصرف لا يكون دائما بالمستوى التوازني، بالتناظر مع الانحراف عن تعادل القوة الشرائية، يمكن توقع تغيره للفترة القادمة  $E_t(ds_{t+1})$  بصفته دالة بالفرق بين سعر الصرف التوازني  $s^*$  وسعر الصرف الفعلي:

$$E_t(ds_{t+1}) = \theta(s^* - s_t) \quad (34)$$

ثم نستعيد الدالة رقم (11) وبتعويضها بالدالة رقم (34) تتغير دالة الطلب على النقود رقم (32) على النحو التالي:

$$M_t - p_t = \beta y_t - \alpha r_t^* - \alpha \theta(s^* - s_t) \quad (25)$$

وهذا الأسلوب الذي اقترحه دورنبوش لدراسة التفاوت في سرعة التعديل بين قطاع السلع والقطاع المالي متمثلا بسعر الصرف. ويبدأ سعر الصرف بتجاوز مستوى الأسعار ثم تلحق الأسعار فيما بعد لأنها عصية. والنموذج يحاكي سعر الصرف الاسمي.

بقي ان نشير إلى مقارنة نظرية ذات صلة وهي أن إحلال العملة بين الأجنبية والوطنية له آثار لا يستهان بها في سلوك اسعار الصرف والاحتياطيات الدولية للبنك المركزي و ميزان المدفوعات. و أن آلية إحلال العملة تنطوي على مخاطر على الاستقرار المالي تتعاظم مع زيادة الانفتاح وضعف او انعدام الضوابط المنظمة لحيازة العملة. لأن المتعاملين في السوق يسارعون إلى مراكمة العملة التي يتوقعون ارتفاع قيمتها فيعجلون في تدهور قيمة العملة الأخرى. وجاءت زيادة الاحتياطيات الدولية منذ أواخر التسعينات في البلدان الآسيوية للوقاية من هذه الآلية. وفي الجانب النظري لا تختلف ادوات التحليل في نموذج إحلال العملات عن توازن الحافطة في النظر إلى النقود بصفاتها اصلا ماليا ويخضع الاحتفاظ بها إلى المفاضلة فيما بين العوائد للمستثمر المحايد تجاه المخاطر، وإضافة هوامش المخاطرة في قرارات من يتحاشى الخطر.

### تقييم وضع الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي:

طور قسم الأبحاث في صندوق النقد الدولي منهجا كميا لتقييم سعر الصرف الحقيقي يعتمد ثلاث مقاربات، الميزان الاقتصادي الكلي وسعر الصرف الحقيقي التوازني والاستدامة الخارجية (18). والمنهج تجريبي يقوم على اكتشاف أنماط من البيانات الدولية لتقدير دوال يستند توصيفها على التنظير الساند.

تبدأ مقارنة الميزان الاقتصادي الكلي بتقدير دالة للحساب الجاري ثم التوصل من تلك الدالة إلى وضع الحساب الجاري المتوقع في الأمد المتوسط استناداً إلى توقعات حول مستقبل المتغيرات الأساسية، أي محددات الحساب الجاري. و بعد ذلك معرفة التعديل المطلوب في سعر الصرف الحقيقي لردم الفجوة بين الحساب الجاري المقدر والحساب الجاري الذي يترتب على التساوي بين الناتج الفعلي والممكن، بمعنى اكتشاف سعر الصرف الحقيقي الملائم للتوظيف الكامل. والأساس النظري للمقاربة الكلية لا يبتعد عن نموذج التوازن السلعي في اقتصاد مفتوح مكيفا لتسهيل القياس وخدمة مهمات مراقبة ميزان المدفوعات والسياسة الاقتصادية. ومن المتغيرات التفسيرية للحساب الجاري: الميزان المالي الحكومي ويقاس بنسبة فائض الموازنة إلى الناتج المحلي الإجمالي أو انحراف تلك النسبة عن المتوسط لدى الشركاء التجاريين، والزيادة النسبية في فائض الموازنة، عند غرض النظر عن المكافئ الريكارد، إذ تتضمن زيادة الادخار وتنعكس في تحسن الحساب الجاري. والمتغير الآخر يتمثل في العامل الديموغرافي والذي يقاس بنسبة السكان غير النشيطين اقتصادياً إلى مجموع السكان أو انحراف هذه النسبة عن مستواها لدى الشركاء التجاريين، والفئات غير النشيطة اقتصادياً أي كبار السن والأطفال. والمتغير الثالث صافي الموجودات الأجنبية أو الاحتياطيات الدولية والتي تؤثر في الحساب الجاري باتجاهين فعندما تكون مرتفعة يصبح عجز الحساب الجاري ممكناً وبذلك تكون علاقتها عكسية مع الحساب الجاري، ومن جهة ثانية تستلم البلدان التي راكمت مقادير كبيرة من صافي الموجودات الأجنبية تدفقات دخل استثمار تلك الموجودات في الخارج وبهذا المعنى تكون علاقتها إيجابية مع الحساب الجاري. والعامل الرابع الميزان النفطي فعندما يرتفع سعر النفط يتحسن الحساب الجاري للبلدان المصدرة للنفط في حين ينخفض الفائض أو يزداد العجز للبلدان المستوردة. وفي العراق ثمة ترابط وثيق بين الميزان المالي والحساب الجاري لميزان المدفوعات وأسعار النفط. والمتغيرين الخامس والسادس هما مستوى الدخل، ويقاس بنسبة متوسط الناتج المحلي للفرد إلى نظيره في الولايات المتحدة الأمريكية؛ والنمو الاقتصادي والذي يعبر عنه بالفرق بين النمو في البلد المعني وشركائه التجاريين. وكلما ارتفع المستوى النسبي للدخل يتجه الحساب الجاري نحو التحسن، بينما يؤثر النمو الاقتصادي حسب التعريف آنف الذكر سلباً بالحساب الجاري. وتضاف متغيرات للتمييز بين زمن الأزمة والوضع الاعتيادي وفيما إذا كانت الدولة تزاوّل دور المركز المالي الدولي أم لا (18, p7).

أما حساب التعديل المطلوب في سعر الصرف الحقيقي لتقريب الحساب الجاري المتوقع من الوضع المرغوب فيعتمد على مرونة الحساب الجاري تجاه سعر الصرف الحقيقي الفعال. وتقدر مرونة الحساب الجاري من مرونتي الصادرات والاستيرادات تجاه سعر الصرف الحقيقي الفعال: (مرونة الصادرات  $\times$  نسبة الصادرات من الناتج المحلي الإجمالي) - (مرونة الاستيرادات  $\times$  نسبة الاستيرادات من الناتج المحلي الإجمالي - 1)  $\times$  نسبة الاستيرادات من الناتج المحلي الإجمالي. وكلما كانت المرونة أعلى كان التعديل المطلوب في سعر الصرف الحقيقي أقل.

والمقاربة الثانية قوامها تقدير دالة لسعر الصرف الحقيقي الفعال مباشرة. ومن ثم حساب سعر الصرف المنسجم مع الوضع التوازني من تلك الدالة عندما تكون المتغيرات التفسيرية بمستويات التوازن. ومن المتغيرات التفسيرية لسعر الصرف الحقيقي الفعال: صافي الموجودات الأجنبية والتي تقاس نسبة إلى مجموع الصادرات والاستيرادات، وعادة تحتاج البلدان المدينة إلى سعر صرف حقيقي منخفض لتحسين الميزان الخارجي. والمتغير الثاني يسمى فروقات الإنتاجية أي إنتاجية العمل في قطاع السلع المتاجر بها منسوبة إلى الإنتاجية في قطاع السلع والخدمات غير المتاجر بها، ثم يحسب انحراف هذه النسبة عن المتوسط لدى الشركاء التجاريين والعلاقة طردية بين فروقات الإنتاجية وسعر الصرف الحقيقي الفعال. والأصل في هذه العلاقة أن زيادة الإنتاجية في قطاع السلع المتاجر بها ترفع الأجرور في قطاع السلع غير المتاجر بها.

والمتغير الثالث الانفاق الاستهلاكي الحكومي لشدة ارتباطه إيجابياً بقطاع السلع والخدمات غير المتاجر بها. وهناك متغيرات تتعلق بالسياسة الاقتصادية مثل قيود التجارة الخارجية التي ترفع الأسعار في السوق المحلية وتسهم في زيادة سعر الصرف الحقيقي تبعاً لذلك، وعامل تحرير الأسعار من التحديد الرسمي

والذي يرفع عادة مستوياتها لتقترب من اسعار التوازن وبذلك تسهم في زيادة سعر الصرف الحقيقي، ويمثل هذا الأثر ما حصل في العراق بعد رفع اسعار المنتجات النفطية.

والمقاربة الثالثة، الاستدامة الخارجية، تدور حول اختيار مقدار صافي الموجودات الأجنبية الذي يعد مناسباً وبعد ذلك حساب فائض او عجز الحساب الجاري الذي يؤدي إلى المكوث عند ذلك المقدار. ولهذا الغرض تصبح عوائد الاستثمار في الخارج مقارنة بأسعار الفائدة على القروض الأجنبية مهمة في هذه المقاربة. ومن المتوقع ان تختار البلدان عالية المديونية، حيث يكون صافي الموجودات الأجنبية مقدارا سالبا وكبيرا، مراكمة فائض في الحساب الجاري يفوق مدفوعات الفائدة على الدين لخفض مديونيتها الخارجية. وعندما يتخذ المركز المالي الدولي للبلد المعني موضوعا لسياسة سعر الصرف وميزان المدفوعات تواجه السياسة الاقتصادية صعوبة الاختيار بين الاحتياطات الدولية الرسمية والمركز الاستثماري الدولي للدولة. إذ عندما يكون البلد جاذبا للاستثمار الخارجي ويستقبل لمدة طويلة صافي تدفقات سنوية كبيرة نسبيا يصبح مركزه الاستثماري الدولي مدينا، بينما وفي نفس الوقت تكون الاحتياطات الدولية للسلطة النقدية كبيرة. فعندما يتخذ صافي الموجودات الأجنبية للبنك المركزي مؤشرا مرجعيا للسياسة يصب هذا الاختيار في اتجاه تحسين سعر الصرف الحقيقي الفعال وقبول عجوزات في الحساب الجاري. بينما إذا استهدفت السياسة الاقتصادية المركز الاستثماري الدولي دانا او مدينا فقد يختلف المعيار عما كان عليه مع احتياطات السلطة النقدية. والذي يناسب العراق والدول المماثلة لا هذا ولا ذاك بل المركز المالي الدولي للقطاع العام أي مجموع صافي مديونية ( دائنية ) الحكومة وصافي الموجودات الدولية للبنك المركزي.

وفي أواخر عام 2013 أنجز قسم الأبحاث في الصندوق دراسة شارك 11 باحث في إعدادها لتطوير منهج التقييم وترتكز المساهمة على علاقيتين: الأولى مساواة الفجوة الداخلية ( الادخار - الاستثمار) مع الفجوة الخارجية ( فائض الحساب الجاري). والثانية متطابقة ميزان المدفوعات ( الحساب الجاري + الحساب المالي = التغير في الاحتياطات الدولية). وتشكل العلاقتان أنفا الصيغة البنوية للنموذج والذي يتضمن الحساب الجاري وسعر الصرف الحقيقي الفعال متغيرين داخليين. وبعد ذلك معادلتان بالصيغة المختزلة تربطان كلا من الحساب الجاري وسعر الصرف بالمتغيرات الخارجية للنموذج البنوي (19, PP6-7).

وتتركب العلاقتان البنويتان، مساواة الفجوتين ومتطابقة ميزان المدفوعات، من أربعة دوال : الادخار: يعتمد على صافي الموجودات الأجنبية، وفجوة الناتج بين الفعلي والمحتمل، وسعر الفائدة، وعوامل مؤثرة في تحولات دالة الادخار مثل متوسط الدخل للفرد ومعدل نمو السكان ونسبة الإعالة، والدخل المتوقع او تحولات الدخل الدائم، والضمان الاجتماعي، وفائض الموازنة العامة، والبيئة المؤسسية، والسياسات النقدية والتمويلية، وصادرات الموارد الطبيعية.

الاستثمار: ويعتمد على فجوة الناتج المعرفه آنفا، وسعر الفائدة، والعوامل المؤثرة في تحولات دالة الاستثمار مثل متوسط الدخل للفرد والدخل المتوقع والكفاءة والنزاهة والسياسات النقدية والتمويلية.

الحساب الجاري: والذي يعتمد على فجوة الناتج، وسعر الصرف الحقيقي الفعال، وفجوة الناتج في العالم، والعوامل المؤثرة في تحولات دالة الحساب الجاري مثل نسب التبادل التجاري وحصّة البلد المعني من صادرات واستيرادات السلع الأولية.

الحساب المالي: والذي يقصد منه ميزان المدفوعات عدا الحساب الجاري وتغير الاحتياطات الدولية. ومتغيراته التفسيرية هي الفرق بين سعر الفائدة الوطني والدولي، وسعر الصرف الحقيقي الفعال، والعوامل المسؤولة عن تحولات الحساب المالي مثل المخاطرة في السوق المالية الدولية ومزايا دول العملات الاحتياطية الدولية والتحيز نحو السوق الوطنية وتقييد حركة رأس المال.

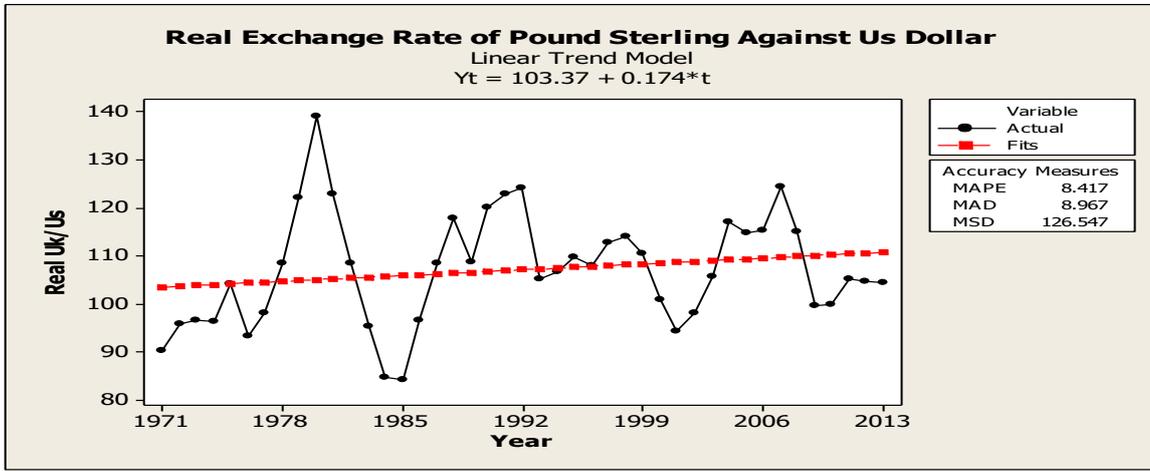
الصيغة المختزلة لكل من الحساب الجارى وسعر الصرف الحقيقي الفعال: وهما دالتان تعتمدان على نفس المتغيرات الخارجية وهي: العوامل المؤثرة في تحويلات الحساب الجارى والحساب المالى والادخار والاستثمار آفة الذكر، وأسعار الفائدة قصيرة الأمد او فجوة الناتج في البلد المعنى والعالم، وتغير الاحتياطات الدولية.

وعند تقدير الدوال والمقارنة توصل البحث إلى ارجحية مقارنة الحساب الجارى لتقييم التوازن الخارجى وهي تطوير لطريقة الميزان الاقتصادى الكلى فى المنهجية السابقة والمبينة من قبل فى هذه الدراسة.

وسوف يتبين ان النماذج النظرية المبينة آنفا، والتي على نحوها، عجزت عن محاكاة تغير سعر

الصرف فى البلدان المتقدمة كما النامية، بيد ان هذا لا يقلل من وجهة تلك النماذج وأهميتها فى تنظيم اية معالجة تحليلية له بالعلاقة مع المتغيرات الحقيقية والمالية.

سعر الصرف الحقيقي الثنائى بين الإسترليني والدولار الأمريكى



المصدر: إعداد الباحث والبيانات من الاحتياطي الفدرالى FRED

ارتباط سعر الصرف الحقيقي الثنائى بين الأسترليني والدولار الأمريكى مع المتغيرات التفسيرية من البيانات السنوية 2013-1971

المعلومات	العائد على السند الحكومى الأمريكى	العائد على السند الحكومى البريطانى	الناتج المحلى البريطانى	الناتج المحلى الأمريكى	الأرصدة النقدية الحقيقية البريطانية	الأرصدة النقدية الحقيقية الأمريكية	الحساب الجارى البريطانى	الحساب الجارى الأمريكى
الارتباط	0.067	0.046	0.176	0.174	0.155	0.058	(0.045)	(0.027)
مستوى الدلالة	0.668	0.768	0.258	0.263	0.398	0.751	0.774	0.862

المصدر: من إعداد الباحث ومصدر البيانات FRED

من جدول الارتباط لم تظهر علاقة ذات اعتمادية إحصائية بين سعر الصرف الحقيقي وأي من المتغيرات التفسيرية، مع العلم ان البيانات السنوية من المتوقع ان تكون أقل تذبذباً. ويدل هذا التحليل على صعوبة الربط الإحصائى بين سعر الصرف الحقيقي والأساسيات الاقتصادية.

وتوصلت الدراسة (17, P156) إلى ان تعادل القوة الشرائية غير متحقق فى بلدان الخليج من البيانات

الشهرية بين بداية عام 2000 ونهاية عام 2008. ومن تلك الدراسة ان تخفيض قيمة العملة فى الخليج

بنسبة 10 بالمائة يؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار بنسبة 1.6 بالمائة. وفي الأمد البعيد ينعكس بالمتوسط 27 بالمائة من نسبة التخفيض في المستوى العام للأسعار وهي متفاوتة في السعودية حوالي 10 بالمائة وفي عمان تصل 70 بالمائة من نسبة التخفيض. اي حسب تجربة الخليج يستبعد ان ينعكس تخفيض العملة كلياً في اسعار المستهلك، وعليه يمكن خفض سعر الصرف الحقيقي بخفض سعر الصرف الاسمي . ويستنتج من طريقة اخرى في التقدير والتي تسمى نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM ارتفاع معامل انعكاس تخفيض قيمة العملة في المستوى العام للأسعار إلى 57 بالمائة في الأمد البعيد، ومع ذلك تبقى فسحة لتصحيح سعر الصرف الحقيقي عن طريق تعديل سعر الصرف الاسمي.

إن التثبيت تجاه الدولار يعني، بالطبع، تغيير سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي تجاه جميع العملات الأخرى بتغيير سعر صرف الدولار تجاه تلك العملات وبالتالي فإن اسعار المستوردات في العراق، من المنشأ الأوربي مثلاً، تحتوي التضخم في بلدان المنشأ وانخفاض سعر صرف الدولار تجاه تلك العملات. أي ان التثبيت تجاه الدولار يجعل سعر صرف الدينار تجاه العملات الأخرى انعكاساً للسياسة النقدية الأمريكية . ورأت الدراسة (17, pp 282-283) من الأنسب لدول الخليج ربط عملاتها بسلة من الدولار واليورو بأوزان تعبر عن الثقل النسبي للتبادل التجاري مع الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة اليورو، لكي تكون عملاتها اكثر استقراراً. لكن مثل هذا الأجراء يجعل إدارة نافذة البنك المركزي العراقي لبيع العملة الأجنبية اصعب لتبدل سعر الصرف بصفة مستمرة بحكم تعويم الدولار تجاه اليورو. ويتحرك سعر الصرف الدينار تجاه الدولار عكس حركة الأخير تجاه اليورو بنسبة اقل حسب وزن كل من العملتين في السلة. و يمكن تسهيل إدارة سوق الصرف بجعل تعديل سعر الصرف متباعد في الزمن خاصة وأن نمط تغيير سعر صرف الدولار تجاه اليورو ذو طابع دوري شبه منتظم.

ودون السيطرة على حركة الأسعار قد لا ينفذ خفض سعر صرف العملة الوطنية لتصحيح انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستوى تعادل القوة الشرائية جزءاً او كلاً. ومن ابرز التحديات المسكوت عنها في السياسة الاقتصادية استجابة الأسعار لتغيير سعر الصرف استجابة تامة. وقد تناولت الدراسة (10) نتائج عدم ملائمة سعر الصرف الحقيقي للنمو الاقتصادي في كينيا و في نفس الوقت تشخيص العوامل المحددة لتغيرات سعر الصرف الحقيقي هناك. و يقصد بعدم الانسجام انحراف سعر الصرف الحقيقي عن مستوى التوازن، و الذي قد تكون له عواقب وخيمة في إعاقاة النمو الاقتصادي. و يعتقد ان التعويم يضمن بقاء سعر الصرف الحقيقي عند التوازن وهذا التصور لا سند له من الواقع لأن الية الوصول إلى التوازن في سوق الصرف لا تضمن ثبات سعر الصرف الحقيقي ناهيك عن انسجامه مع مبدأ تعادل القوة الشرائية وهو معنى التوازن المتعلق بسعر الصرف الحقيقي.

يشير تزايد سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه الدولار بالاهتمام بالمقارنة مع التغيير الذي تظهره بيانات الدول الأخرى . فلقد ارتفع عام 2012 إلى 488 بالمائة نسبة إلى المستوى الذي كان

عليه عام 2003، وازداد عن مستوى عام 2007 بنسبة 40 بالمائة. وبالمقارنة ارتفع سعر الصرف الحقيقي للدولار الاسترالي بنسبة 31 بالمائة بين عامي 2005 و 2011 نتيجة لزيادة الدخل من صادرات الموارد الطبيعية، الفحم و الحديد، و السياسة الاقتصادية هناك انشغلت بهذا الامر وماذا ينبغي أن تعتمد من تدابير لإزالة المرض الهولندي أو التخفيف منه (Corden)، علما أن سعر الصرف الحقيقي للدولار الاسترالي قد انخفض عن المستوى الذي بلغه عام 2008. وينسجم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي مع تزايد الطلب على العملة الأجنبية، وخاصة للأغراض الاستهلاكية بالمعنى الواسع، وأيضا لا يمكن التقليل من مضامينه التنموية السلبية بالمحصلة الأخيرة. وغدا ارتفاع التكاليف من أشد عوائق الاستثمار الخاص في ميادين السلع القابلة للاستيراد. ومن المفيد دراسة الأسعار في ضوء التكاليف والسعي الى تلمس الوسائل لتخفيض الأخيرة كي يرى أصحاب الأعمال وأصحاب الأموال جدوى واضحة للاستثمار الزراعي و الصناعي وانشطة الإنتاج الأخرى في العراق.

ومادام سعر الصرف الحقيقي يعبر عن القدرة التنافسية الدولية للعراق فإن زيادته تفيد تدهورها، أي كلما ابتعد سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي عن مستوى تعادل القوة الشرائية تراجع النشاط الاستثماري الإنتاجي و قدرة الاقتصاد على خلق فرص عمل جديدة. ولكن، أيضا، ينتفع المستهلك من أسعار منخفضة للسلع والخدمات المستوردة وهذا الانتفاع ملموس فورا وبصورة مباشرة و شامل لجميع الأفراد، بينما ثمار النشاط الاستثماري تصيب الاقتصاد الوطني ومجموع المجتمع و بصفته الكلية وأغلب تلك الثمار مؤجلة.

ولذلك يتواطأ الأفراد بصفتهم الفردية و متخذو القرارات الذين يسعون إلى إرضائهم على ترجيح مطلب الاستهلاك العاجل. ومن المعلوم ان وفرة العملة الأجنبية في الاقتصاد النفطي تجعل مستويات توازن سعر الصرف الاسمي للعملة الأجنبية واطنة، وذلك مع تزايد الاحتياطيات الدولية للبنك المركزي. وتلك خاصية للاقتصاد النفطي فحواها عدم انسجام الوفرة النسبية للعملة الأجنبية مع درجة الندرة فيما عداها. ولا تفيد خبرة الدول في ظل نظام التعويم، والتعويم المدار، بأن حركات اسعار الصرف الأسمية والحقيقية تعبر عن العوامل الاقتصادية الأساسية ومنها اختلاف التكاليف النسبية او الانتاجيات وما إلى ذلك، بل يتعد تفسيرها بالأساسيات.

ثبات سعر الصرف الحقيقي يعني بقاء اسعار الصرف عند تعادل القوة الشرائية لكن الية السوق لا تضمن استمرار هذا التعادل عند اعتماد نظام التعويم، وحتى مع سعر الصرف الاسمي الثابت لصعوبة السيطرة على التضخم. ولأن النقود، وطنية و أجنبية، من الأصول المالية و يستند الاحتفاظ بها إلى توازن المحفظة المثلى، و الذي تحكمه العوائد والمخاطر النسبية من جملة عوامل أخرى. و أيضا لم نجد ان تغير سعر الصرف، او انحرافه عن مستويات تعادل القوة الشرائية تفسره فروقات اسعار الفائدة بين الداخل والخارج. أي مثلما يبتعد سعر الصرف عن تعادل القوة الشرائية يبتعد أيضا عن مستوى تعادل اسعار الفائدة.

وبذلك لا يتغير فقط لتغطية الفرق بين سعر الفائدة على موجودات العملة الوطنية مقارنة بنظيره الأجنبي (11) .

في الأبحاث التجريبية عادة ما تقترح عدة عوامل لتفسير حركة سعر الصرف الحقيقي ومنها: نسب التبادل التجاري، درجة الانفتاح على الخارج بدلالة نسبة الاستيرادات ( او الاستيرادات والصادرات) من الناتج المحلي الإجمالي، وصافي التدفق المالي من الخارج، الاستثمار الأجنبي، والتقدم التقني مقاسا بالإنتاجية، و نسبة الأنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي، ومؤشر للتوسع النقدي (نمو عرض النقد مطروحا منه نمو الناتج المحلي الإجمالي او نمو الائتمان ناقصا نمو الناتج المحلي الإجمالي )، وقد تجرب متغيرات اخرى بما فيها اسعار الفائدة وأسعار النفط ... وغيرها. وثمة إشكالية، نظرية على الأقل، في اعتماد القيم المقدرة لدالة انحدار سعر الصرف الحقيقي على انها توازنية (11). لأن سعر الصرف الحقيقي عندما ينحرف لمدة طويلة من الزمن عن تعادل القوة الشرائية، ادنى او اعلى منها، فإن معادلة الانحدار تتقمص هذا المسار. اما إذا كان الانحراف تذبذبا، صعودا ونزولا، فلا بأس من وصف القيم المقدرة بأنها توازنية.

تغيرات اسعار النفط اوسع في مداها من المستوى العام لأسعار السلع الأولية. و تتجاوز في حدة تقلبها الكثير من اسعار الأصول(12).

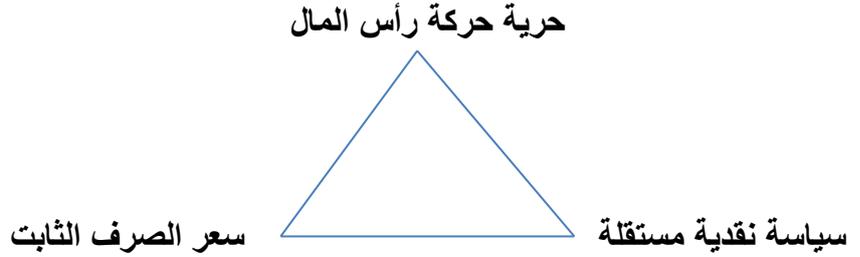
ولاشك في العلاقة بين اسعار النفط وسعر الصرف الحقيقي في الدول المصدرة والمستوردة، بيد ان حجم التأثير هو ما تعدد به السياسات. وفي الدول التي يهيمن النفط على صادراتها ويتحكم إيراده بحجم الأنفاق الحكومي ومستوى الطلب الكلي لا بد ان يظهر لسعر النفط اثر موجب وكبير على سعر الصرف الحقيقي وهو الحاصل في العراق. اما البلدان المستوردة فالأمر يتعلق بالأهمية النسبية للنفط في سلة المستوردات ودور العوامل الأخرى في منظومة محددات سعر الصرف والمستوى العام للأسعار، والأبحاث التي جرت، لحد الآن، لم تؤكد ان التأثير بنفس الاتجاه. وعلى سبيل المثال توجد علاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي للدولار وسعر النفط في السنوات الأخيرة بينما وجدت دراسات اخرى غطت الفترة 1974-2004 عكس ذلك تماما ( 12, P 201 ).

وهناك دور للفوائض النفطية في تشكل اسعار الصرف، لأن الفوائض التي تستثمر في الخارج لها اثر خافض لسعر الصرف الحقيقي في البلد المصدر، ورافع له في البلد المستقبل للفوائض. كما ان الحركة المشتركة لأسعار السلع الأولية، تخصم بعض التحسن في نسب التبادل التجاري للبلدان المصدرة للنفط كون اغلبها مستوردة للمعادن والغذاء، وفي نفس الوقت تخفف من وطأة ارتفاع اسعار النفط في البلدان المصدرة لتلك السلع الأولية.

#### الثلاثية المستحيلة:

عادة ما تمثل تلك الاستحالة النظرية بالمثلث ادناه والذي يبين ان السياسة النقدية لا تستطيع الجمع بين رؤوس المثلث، بل تختار احد الأوجه. فمع سعر الصرف الثابت وحرية حركة رأس المال لا تستطيع الاستقلال بالسياسة النقدية أي لا تتمكن من إدامة اسعار فائدة مغايرة للمستوى العالمي او التحكم بالسيولة. وإذا اختارت

الحرية في السياسة النقدية مع سعر الصرف الثابت لا بد من تقييد حركة رأس المال. وعندما تقبل المرونة في سعر الصرف ( التعويم ) يمكن الجمع بين الاستقلال في السياسة النقدية إلى جانب حرية حركة رأس المال. لكن هذه الاستحالة تعتمد على نموذج نظري صافي ينطلق من تعادل اسعار الفائدة المبين في المعادلة (11). بيد ان دراسة السلوك الفعلية لسعر الصرف بالعلاقة مع اسعار الفائدة لا يؤكد سريان هذا المبدأ. لأن المخاطر، من مصادر متنوعة، كفيلة بالتفاوت بين اسعار الفائدة بين الدول دون ان يؤدي إلى اندفاع التدفقات الرأسمالية نحو العوائد الأعلى حسب معادلة التعادل التي تقيّد فروقات اسعار الفائدة بالتغيرات المتوقعة في اسعار الصرف لا غير.



وحتى مع العمل التام لمبدأ التعادل ايضا توجد فسحة لخلطات هجينة مثل بعض القيود على حركة رأس المال والاستعداد لتعديل سعر الصرف لإنجاح سياسة نقدية تستهدف سعر الصرف والسيولة. ويضرب المثل على الاستحالة الثلاثية في ان الاحتياطات الدولية للبنك المركزي سوف تُستنزف نتيجة التدفقات الرأسمالية الخارجة عند انخفاض سعر الفائدة دون المستوى الدولي، او دون سعر الفائدة في بلد عملة التثبيت مثل الدولار او اليورو، للحفاظ على ثبات سعر الصرف. وبعدها سوف تنخفض قيمة العملة الوطنية بالأمر الواقع فتضطر السياسة النقدية اما التخلي عن سياسة سعر الفائدة وقبول المستوى الخارجي لها او تقييد رأس المال او التخلي عن التثبيت. واستطاع العراق الحفاظ على ثبات سعر الصرف ليس نتيجة انسجام سعر الفائدة الوطني مع نظيره الأجنبي بل نتيجة لضالة دور سعر الفائدة من جهة ووفرة العملة الأجنبية من جهة أخرى.

ومع تثبيت سعر الصرف وحرية التدفقات المالية عبر الحدود عندما لا يستطيع البنك المركزي او السياسة المالية، السيطرة على التضخم كما حصل في العراق حتى نهاية عام 2007 ينمو سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية بوتيرة قد تهدد مقومات النمو عندما تتآكل القدرة التنافسية الدولية و تتناقص معدلات العائد على الاستثمار.

إن الثلاثية المستحيلة أغفلت دور السياسة المالية وهي اداة فعالة للتأثير بالطلب الكلي وحركة المستوى العام للأسعار. ولا تتضح إمكانية السياسة الاقتصادية في الجمع بين النمو والاستقرار إلا بالنظر في منظومة من السياستين في الإطار المؤسسي الأشمل وخصائص الاقتصاد الوطني مثل كونه مصدرا للمورد الطبيعي، وبنية الإنتاج المعروفة، والعمق المالي، ... وهكذا. ومع كل التحفظات على النموذج النظري للثلاثية المستحيلة تبقى من المرجعيات التي المعتمدة في السياسة النقدية خاصة لوجود قناعات بأن أزمة العملة في

المكسيك منتصف التسعينات والأزمة الآسيوية 1989-1997 والانهيار المالي للأرجنتين مطلع القرن الحالي تعزى إلى عدم اكتراث السياسات هناك بالثلاثية المستحيلة.  
وفرة العملة الأجنبية:

لقد كان لوفرة العملة الأجنبية من مورد النفط الدور الرئيس في نمط التطور الاقتصادي لبلادنا بعد الحرب العالمية الثانية، كما اقترنت مآسي الحصار بانقطاعه ثم تقييد التصرف به في عهد النفط مقابل الغذاء، ويهدد انخفاض سعر النفط استدامة الأنفاق الحكومي وهو اساس الحياة الاقتصادية. وبينت التجربة العالمية فشل الكثير من البلدان الغنية بالموارد الطبيعية في تحقيق إنجازات تنموية مثل بقية البلدان ولم تفلح في تنويع اقتصادها والقضاء على الفقر. لأنها تورطت في سياسات لم تصمم أصلا على الاعتراف بالمرض الهولندي والتحسب لتقليل أضراره. والعراق يستطيع الانفعاخ من ميزات الصادرات النفطية والتي تتمثل بإلغاء قيد ميزان المدفوعات وإمكانية توسيع الانفاق الحكومي بمعدلات عالية دون ضغوط ضريبية على قطاع الاعمال الخاص و الدخل العائلي. لكن الامر يتطلب منظومة أخرى من السياسات Hailu & (weeks).

ولأن سعر الصرف يعين معدلات التبادل مع الخارج فله، تبعا لذلك، الأثر البالغ في القدرة التنافسية الدولية والتي تحدد فرص نمو القطاع السلي و خاصة الصناعة. التعثر الذي واجهته التنمية في العراق ارتباطا بالمورد النفطي، المرض الهولندي، شهدت اعراضه ونتاجه أغلب الدول المصدرة للموارد الطبيعية من البلدان النامية بل وحتى المتقدمة منها مثل استراليا وكندا، وقد ظهر المصطلح ، عام 1977، لوصف آثار موارد الغاز على الاقتصاد الهولندي. ويلاحظ ومنذ عقود ان الدول المصدرة للنفط ورغم فورات الموارد بعد طفرات الأسعار لم تتمكن من إظهار قدرة على الإنجاز التنموي مثلما تمكنت كوريا الجنوبية او الصين مثلا. والانتعاش الاقتصادي من الموارد الطبيعية كما لوحظ في التجربة الهولندية آنذاك يقلص صادرات الصناعة ويتناقص معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي من غير المورد الطبيعي. أي ان القطاع الجديد يزيح الأنشطة المنتجة للسلع المتاجر بها عن التصدير لأن قدرتها التنافسية الدولية لم تعد كما كانت. ومن هذه الزاوية بالذات يفهم المضمون الاقتصادي لارتفاع سعر الصرف الحقيقي، وهو الابتعاد عن تناسب القوة الشرائية، الذي كان قائما، بين الدولار، اليورو، مثلا وما يعادله في سوق الصرف من وحدات العملة الوطنية، فتصبح السلع الوطنية أعلى مقاسة بالعملة الأجنبية. وهكذا تعوض المنتجات المحلية بالمستوردات وتنحسر الصادرات. والأهم من منظور التنمية انتفاء جدوى الاستثمار في قطاع السلع المتاجر بها وبالتالي فإن ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية لا ينتهي اثره في تعطيل طاقات إنتاجية قائمة بل إعاقه توسيع الطاقة الإنتاجية، سواء لأغراض التصدير أو تعويض المستوردات. لكن، وقبل المضي في التحليل، لا بد من الالتفات إلى ان سعر الصرف ليس هو العامل الأوحد في تحديد معدلات العائد على الاستثمار، بل ثمة عوامل أخرى ومنها التكنولوجيا والتنظيم و السياسات المتدخلة في بنية الأسعار النسبية كلها تتفاعل بكيفيات

تتفاوت بحسب مرحلة التطور الاقتصادي وتاريخ الممارسة في قطاع الأعمال والسياسة الاقتصادية. و لذلك ومهما بلغت قوة الدلائل من الدور الكبير بالسلب للمرض الهولندي تقتضي الحصافة إخضاع ذلك التحليل لمبدأ " بثبات أثر العوامل الأخرى".

و مما يتصل بالمرض الهولندي ما يسمى نقمة الموارد وهو تعبير لوصف نمط السلوك الذي يكرسه سحاء الأنفاق الحكومي، مع مستويات متدنية من الضبط و ضآلة الإنجاز، والذي يعتمد على المورد الطبيعي دون اعباء ضريبية على قطاع الاعمال والدخل الأسري.

وكان الكلاسيك ومنهم آدم سميث يشككون في قدرة اقتصاد الريع **Rentier**، الذي يعتمد على المعادن دون السلع التي ينتجها الناس، على توليد الثروة التي في استطاعة " الأمم الرأسمالية" إنتاجها. ومع ذلك توجد امثلة على نجاح اقتصادي إلى جانب وفرة الموارد الطبيعية القابلة للتصدير ويضرب المثل بالنرويج و اندونيسيا وبوستوانا، وقد يرى البعض ان تلك حالات خاصة. ولقد بقيت اغلب دول **OPEC** قاصرة عن تنويع الصادرات، وحصاة الصناعة التحويلية عادة منخفضة في الناتج المحلي الإجمالي غير النفطى. وذلك لأن المورد النفطى يعيد تشكيل بنية الانتاج حسب القدرة على الاستيراد التي رفعتها وفرة العملة الأجنبية. فعندما يرتفع الدخل بعد زيادة اسعار الصادرات يرتفع الطلب الكلي على السلع والخدمات بنسب تنسجم مع المستوى الجديد. وبالنتيجة تزداد عوامل الإنتاج الأساسية لإشباع الزيادة في الطلب على الخدمات لأن السلع يمكن استيرادها.

ان اغلب الدول النفطية تربط اسعار صرفها بالدولار ربطا ثابتا وهذا يساعد على تحاشي ارتفاع سعر الصرف الاسمي لعملاتها، لكن طالما ان معدل التضخم في الداخل اعلى منه في الخارج سوف يرتفع سعر الصرف الحقيقي كما في مثال العراق. ومن جملة التوصيات لمقاومة سلبيات الريع ثبات سعر الصرف الحقيقي، والعقبة الرئيسية التي قد تعترض هذا الهدف تتمثل في صعوبة استهداف التضخم للحفاظ عليه قريبا من المستويات الدولية أو دون ذلك وهو شرط التثبيت. وحتى مع تمكن سياسات مالية ونقدية صارمة من تلك المهمة قد لا يصح الانحراف عن تعادل القوة الشرائية خاصة مع الابتعاد بمدى واسع مثل العراق نتيجة تراكم آثار التضخم الجامح. إلى جانب التثبيت تُنصح بلدان الريع النفطى بادخار جزء من عوائد النفط في الخارج بشكل احتياطيّات بتسميات مختلفة مثل صناديق الثروة السيادية والأجيال القادمة... وهي لا تتفوق على سياسة خفض الإنتاج والتصدير بسبب قوي، خاصة وقد اوضحت بيانات الأمد البعيد ان سعر النفط الحقيقي، في الاتجاه العام، ينمو بأعلى من عوائد الاستثمار المتعارف عليها لأموال الصناديق تلك. وهذا التحفظ لا يتضمن اقتطاع جزء من الإيرادات لمواجهة مخاطر تقلبات الأسعار فهذه مسألة مختلفة تماما عن مراكمة ثروة مالية من إيرادات النفط. ومن المشاكل التي يعانها العراق نهاية عام 2014 صعوبة تكييف الأنفاق العام لمجاراة نقص الإيرادات دون التورط بديون خارجية تنشئ التزامات إضافية على موارد النفط للسنوات القادمة.

أما تنويع القاعدة الإنتاجية فهو الوجه الآخر للتنمية الناجحة وليس أداة لها، لأن الخبرة المكتسبة من معالجة بيانات المقارنة الدولية والتاريخ الاقتصادي الحديث للبلدان المتقدمة كلاهما يفيدان ان التغييرات البنوية في أنشطة إنتاج السلع والخدمات وتشغيل القوى العاملة وتوليد الدخل هي بذاتها عملية النمو الاقتصادي و ليست اخرى. وحتى في تجربة النرويج التي تقدم نموذجا للسياسة الاقتصادية في بلد نفطي لم يفلت الاقتصاد هناك تماما من الخصائص التي يملئها الربح. فالأسعار و الاجور والتكاليف في النرويج عالية على الرغم من التضخم المنخفض وإدارة سعر الصرف. كما لا يوصف التنويع في الصناعة التحويلية بالنجاح، وترتكز الصناعة على التشييد وصناعة السفن(1) .

ارتفاع أسعار النفط وما يترتب عليها في زيادة عرض العملة الأجنبية من أبرز الأسباب المعروفة لارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية، والذي يقود إلى تقلص الصادرات الصناعية وانخفاض إنتاج السلع المتاجر بها وتهديد إمكانات النمو والتشغيل في المستقبل. وفي هذا السياق يكون السؤال الأساسي ما هي سياسة التدخل الملائمة لمواجهة الآثار السلبية للربح النفطي.

ومن الوسائل المتصورة، نظريا لمنع نزول الإنتاج المتاجر به دون المستوى المطلوب بموجب شروط الكفاءة اتخاذ تدابير تقود الى انخفاض سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية أو إعاقاة انتشار تداعياته السلبية. وقد تنجح هذه السياسة في منع تراجع الإنتاج السلعي وتنميته لكن لها نتائج أخرى تسمى تخصيصية **Allocative** كما سيتضح من دراسة تجارب أخرى. و تعني زيادة موارد النفط ارتفاع الدخل الوطني، ومن نتيجته صعود الطلب على السلع المتاجر بها وغير المتاجر بها، وترتفع الأجور أيضا، كما حصل في العراق. ولذلك ينخفض إنتاج الصناعة وسواها بسبب قفزة التكاليف وتبقى الأسعار محددة بالسوق الدولية وبذلك هي معطاة باستقلال عن التكاليف في الداخل، ومن المنطقي أن يتجه الطلب الى السلع المستوردة .

ومن جملة المشاكل التي يعانيتها الاقتصاد العراقي والذي على شاكلته هبوط مستويات تشغيل طاقات الإنتاج في العديد من المنشآت، ما يؤدي الى انخفاض الإنتاجية، ويكون الانخفاض أشد عندما لا تستطيع تسريح كل العمالة الفائضة. وهذا مصدر جديد لزيادة التكاليف يقود الى مزيد من التدهور ويقدم تفسيراً للظاهرة التي لاحظها ( Lama and Medina p8 ) في كندا على أثر صعود مواردهم النفطية.

لقد درس الباحثان التجربة الكندية بتوصيف وتقدير نموذج توازن عام، بصيغة كينزية جديدة **NKGEM** مدعما بدالة رفاه لتقييم آثار السياسة النقدية لاستقرار سعر الصرف بهدف إزالة المرض الهولندي، معرفا برفع الإنتاج الصناعي وقطاع السلع المتاجر بها عموما. و كان توصيف الإنتاج بقدر من الوضوح والتمييز بين المدخلات الداخلية، متاجر بها وغير متاجر بها، و الخارجية وعلى أساس دالة إنتاج بثبات مرونة الإحلال **CES**. وتوصيف غير خطي لقاعدة تايلور ... و معالجة لتباطؤ تغير الأسعار ... و انتهيا الى توصية تختلف عن المتوقع. إذ استنتجا ان السياسة النقدية التي تقوم على التدخل لاستقرار سعر

الصرف تضيّع فرصا في الرفاه عبر إساءة تخصيص الموارد. و لذلك يؤيدان معالجة المرض الهولندي بسياسات أخرى ومنها السياسة المالية، او السياسة البنوية، أي المتدخلة في أنظمة الإنتاج، والتكنولوجيا وغيرها وهي مما يحتاجه العراق أيضا بالحاح. إن فحوى تدخل السياسة النقدية، لمعالجة الاقتصاد من أثر وفرة المورد الطبيعي على القاعدة الإنتاجية والنمو غير النفطي، كبح سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية كي لا يتجاوز الحد الذي تتلاشى معه القدرة التنافسية الدولية. وهذا الطراز من السياسة موجود في اليابان و كوريا الجنوبية والصين، وبدرجات متفاوتة، جميع البلدان التي راكمت احتياطات دولية كبيرة. وإلا كيف تجمعت تلك الاحتياطات الضخمة لولا الحفاظ على سعر منخفض للعملة الوطنية، ولو ترك سوق الصرف حرا، بلا تدخل، لتجاوزه. و لو أجريت الدراسة على تلك البلدان، التي راكمت فوائضا، لتوصلت لنفس النتيجة. وعندما توصي الدراسة، آنفة الذكر، اعتماد المالية العامة للمعالجة لا يتعدى القصد اقتطاع جزء من تلك الموارد و حجبها عن دورة الدخل وسوق الصرف، في صناديق ثروة سيادية و ما إليها، وهذا لا يعني سوى تأجيل الانتفاع من تلك الموارد، ليس بلا مخاطر و أضرار .

لقد تزايدت الموجودات الأجنبية للبنك المركزي بانتظام ولم تتعرض إلى الانخفاض سوى عام 2009 فقد ارتفعت من حوالي 59 ترليون دينار عام 2010 إلى 71 ثم 82 ترليون دينار للسنتين التاليتين على التوالي. وهو مؤشر آخر يستبعد انطباق مفهوم ضغوطات سوق الصرف على العراق طالما أن احتياطات البنك المركزي في تزايد. والنقطة التي تبدأ بها الضغوطات في سوق الصرف عندما تنخفض الاحتياطات الدولية للبنك المركزي وتوقع استمرار الانخفاض لأسباب بنوية، أي في أساسيات العلاقات بين التدفقات و /أو بنية الأسعار النسبية وهذا لم يحصل في العراق حتى نهاية عام 2014.

اعد (9) نموذج توازن عام حسابي لمحاكاة آثار تغير أسعار النفط وأسعار أخرى للمستوردات على اقتصاد الجزائر. وبينت النتائج شدة حساسية اقتصاد الجزائر، والعراق في الأخرى، لارتفاع اسعار المستوردات او انخفاض اسعار النفط وعند اجتماعهما تشتد الآثار. ويبدو من تحليله ان زيادة سعر النفط لا تقتصر نتائجها على زيادة الاستهلاك والاستثمار بل تتغير اسعار مجموعة من السلع عبر علاقات المستخدم المنتج، ومنشؤها الطلب بالعلاقة مع الطاقات الإنتاجية القائمة وليس لصلة مباشرة مع سعر النفط إلا اذا كانت الأسعار الداخلية للطاقة تعدل تبعا لتغير الأسعار الدولية وهو مستبعد في العراق. المهم كيف تحجب السياسة الاقتصادية سعر النفط عن آليات تكوين الأسعار في الداخل وتسيطر على الأنفاق ضمن نطاق العرض المتوقع للتشكيلة المتناسبة من السلع والخدمات بحسب بنية الطلب. وهذا من اجل تثبيت سعر الصرف الحقيقي كي لا تضيع على الاقتصاد الوطني فرصة الانتفاع من المورد النفطي في النتائج النهائية.

سوق الصرف والاحتياطات الدولية والنقود:

نظام سعر الصرف هو الأساس في تنظيم سوق الصرف والتدخل فيه ويؤثر في وظيفة البنك المركزي ونطاق فاعلية السياسة النقدية. لقد منع قانون البنك المركزي العراقي نظام لجنة العملة أي حصر إصدار العملة الوطنية لقاء العملة الأجنبية حصراً، ومن الناحية العملية هذا ماكان عليه الحال لأن فقرة صافي الائتمان المحلي سالبة في الميزانية العمومية للبنك المركزي حتى نهاية عام 2014. كما اشار القانون إلى إمكانية إدارة سعر الصرف أو اعتماد شكل ما من اشكال التعويم المدار. وقد حصل التباس ، ليس له مبرر، عند القول إن نظام سعر الصرف في العراق هو التعويم المدار. وللاطلاع والمقارنة نستعرض في أدناه ترتيبات سعر الصرف في العالم حسب مسح صندوق النقد الدولي لعام 2013 وهي : عدم وجود عملة قانونية مستقلة؛ لجنة العملة؛ التثبيت التقليدي؛ ترتيبات مستقرة؛ التثبيت الزاحف؛ ترتيبات شبيهة بالتثبيت الزاحف؛ التثبيت مع مدى للحركة؛ الترتيبات المدارة الأخرى؛ التعويم المدار؛ التعويم الحر (5) . والعراق وضعه الصندوق في صنف الترتيبات المستقرة وهو لا يختلف عن التثبيت عدا ان الدولة ليست ملتزمة قانوناً بالتثبيت. وايضا ألا يبتعد سعر الصرف في مدى حركته عن 2 بالمائة زيادة او نقصانا خلال ستة أشهر.

بينت الدراسات المسحية تنوع أشكال تنظيم أسواق الصرف في البلدان النامية والناهضة (Canales-Kriljenk). بل حتى يصعب تصنيفها في مجموعات متماثلة. وعموما تلعب البنوك المركزية دوراً رئيسياً في التنظيم، وفي أغلب الحالات يوجد نظام موحد يدار إلكترونياً لمقابلة العروض بالطلبات والخروج بسعر موحد عند اعتماد نظام السعر المرن. وربما يقوم البنك المركزي بدور البائع للعملة الأجنبية الحكومية نيابة عنها، وهو المعتمد في العراق أيضاً. ويمكن أن يتولى البنك المركزي دور البائع (المشتري) الأخير في نظام سعر الصرف الثابت أو المدار، وبذلك تقوم جهة أخرى بمهمة بيع العملة الأجنبية الحكومية بانتظام للقطاع الخاص. ومن بين التجارب المعروفة إدارة التدخل في سوق الصرف باحتياطات الحكومة والبنك المركزي مجتمعة عبر تنسيق تتولاه لجنة مشتركة. ومع أن المصارف هي المؤسسات الرئيسية في سوق الصرف إلا ان البنك المركزي قد يتعامل مع مؤسسات أخرى مجازة منه.

من المعلوم إن تغير الاحتياطات الدولية في الميزانية العمومية للبنك المركزي يتطلب حتماً تغيرات في العناصر الأخرى للميزانية العمومية. ويعتمد الأمر على تمويل زيادة صافي الموجودات الأجنبية، عن طريق التوسع النقدي، أو بوسائل ترفع صافي الموجودات الأجنبية مع بقاء الأساس النقدي دون تغيير. ولا يستطيع البنك المركزي أصلاً التحكم مباشرة بالعملة المصدرة بل يعتمد مقدارها على طلب الجمهور. وقد يمكن تمويل زيادة موجودات العملة الأجنبية من زيادة احتياطات المصارف أو ودائعها لدى البنك المركزي. وفي هذه الحالة يصبح لديها فائض يضغط لخفض سعر الفائدة وتوسيع الائتمان وينعكس فيما بعد على زيادة عرض النقد كي يتناسب مع المستوى الجديد للأساس النقدي، أو ما يسمى النقود الاحتياطية. وهذه الزيادة في الاحتياطات الدولية لم تقترن بالتعقيم. ويمكن تمويل الزيادة بأصدار حوالات البنك المركزي لتشتريها

المصارف، وهو إجراء تعقيمي. وبطريقة عرض ايسر يمكن نقل المطلوبات غير النقدية ورأس المال إلى جانب الموجودات بأشارة سالبة أي تستوفى في مفهوم صافي الموجودات المحلية. واصبحت المسألة أكثر وضوحاً، أي يزداد صافي الموجودات الاجنبية بانقاص صافي الموجودات المحلية وهي حالة التعقيم بمختلف أشكالها. ويمكن زيادتها من خلال زيادة مقابلة في المطلوبات النقدية أي حالة التوسع النقدي Mohany .and Turner p43 .

لا توجد دولة لاكتنرت بالكامل لسعر صرف عملتها الوطنية وبالنتيجة لا بد من سياسة للتأثير في سعر الصرف وابقائه في نطاق معين. وتستفيد السياسة النقدية في ظل الانفتاح المالي من العلاقة الطردية بين سعر الفائدة وصافي التدفق المالي من الخارج، والعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والتضخم. و يؤدي رفع سعر الفائدة لمقاومة التضخم الى تدفقات رأسمالية داخلية حرة ما يعني وفرة نسبية في العملة الأجنبية، وهي الآلية التي لم تعمل في العراق لحد الآن. وفي حالة بقاء البنك المركزي محايداً بدعوى أنه يلتزم التعويم سيرتفع سعر صرف العملة الوطنية ومن نتائج إضعاف القدرة على التصدير وزيادة عجز الحساب الجاري. ما يضطر البنك المركزي الى التدخل لأقتطاع جزء من العملة الاجنبية في مقابل عملة وطنية وهذه تؤدي، نظرياً على الأقل، الى خفض سعر الفائدة وتقليل التدفقات الداخلة وفي نفس الوقت زيادة الانتماء ما يدفع البنك المركزي الى انتهاج سياسة تعقيم لسحب جزء من العملة الوطنية التي توسعت أصلاً نتيجة التدخل في سوق الصرف.

وفي العراق لا نجد الا نادراً ما نبهت جهات غربية كانت تهتم بالاقتصاد العراقي الى حقيقة التناقض بين التنمية ورفع سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي. وعندما اقترح صندوق النقد الدولي رفع سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي للإسهام في خفض التضخم لم يبين ان هذا الاجراء لخفض التضخم مدفوع الثمن مسبقاً من القدرة التنافسية الدولية للعراق ويكسر ظاهرة انخفاض جدوى الاستثمار في قطاع السلع المتاجر بها غير النفطي. المهم ان الدول المتقدمة والمراكز القيادية في النظام المالي الدولي تهتم بالاستقرار في المقام الاول. وهو موقف منطقي لأنها في الصدارة ولا تعاني ما نسميه في البلدان النامية فجوة الدخل و فجوة الإنتاجية.

عندما تكون البيئة الاقتصادية ملائمة لمعدل تضخم منخفض يمكن بسهولة التوصل الى تسوية لمراكمة احتياطات دولية مع الحفاظ على سعر الصرف. وقد جمعت الصين زيادة الاحتياطات الدولية الى جانب قدر من التوسع النقدي. ومن الناحية العملية لا يمكن الاستمرار بالتعقيم الى ما لا نهاية. وان هدف التعقيم لم يكن للحفاظ على سعر الصرف حسب مبدأ توازن الحافطة على اساس ان تمويل نمو الاحتياطات الدولية بالتوسع النقدي لا بد ان يؤدي الى خفض السعر النسبي للعملة الوطنية في حافطة الموجودات ومن

دلالاته انخفاض سعر صرفها تجاه العملات الاخرى. ولكن التعقيم وفق نفس المبدأ للحفاظ على السعر النسبي الداخلي للنقود تجاه السلع أي السيطرة على التضخم .

وللتبسيط يمكن القول اذا كانت نتيجة ميزان المدفوعات، دون التغير في الاحتياطات ليست الصفر ولم يتدخل البنك المركزي سوف يتغير سعر الصرف لتحقيق النتيجة الصفرية، ولأن البنك المركزي لا يرغب بتغير سعر الصرف يتدخل فيشتري الفائض أو يستكمل النقص للوصول الى النتيجة الصفرية، أي تتغير الاحتياطات الدولية لموازنة ميزان المدفوعات فتستبعد الحاجة إلى تغير سعر الصرف.

تقود وفرة العملة الاجنبية عند التوازن الى رفع سعر الصرف الاسمي للعملة الوطنية ويقترن ذلك بارتفاع سعر الصرف الحقيقي عند ثبات المستوى العام للأسعار، أو التضخم المنخفض، وعندما يشتري البنك المركزي فائض العرض من العملة الاجنبية بموجب سعر الصرف القائم بالعملة الوطنية يؤدي ذلك، بدون التعقيم، الى انخفاض اسعار الفائدة وارتفاع الطلب الكلي الفعال وارتفاع معدل التضخم وبالتالي ارتفاع سعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية. وهذا لا ينسجم مع أهداف السياسة التي ارادت أصلاً الحفاظ على سعر صرف حقيقي منخفض للعملة الوطنية، وبالتالي يلجأ الى التعقيم أي اعادة شراء الجزء الاكبر او جميع العملة الوطنية التي سبق وان اضافها الى السوق لشراء العملة الاجنبية. وفيما سبق توصيف للتفاعل بين السياسة النقدية وسوق الصرف الحر عندما تكون التدفقات الداخلة اساسا ليست حكومية وسعر الصرف عائم، والقصد من ذلك إضاءة خصوصية الوضع العراقي بالمقارنة.

النماذج النظرية للتدخل في سوق الصرف لا تتجاوز اقتطاع الزائد من العملة الاجنبية أو استكمال النقص للإبقاء على حركة سعر الصرف الاسمي التوازني ضمن المدى المرغوب. وتعتمد كثافة التدخل، بدلالة تكرار عمليات بيع وشراء العملة الاجنبية التي تقوم بها سلطة ادارة الاحتياطات، على مدى المرونة المسموح بها لسعر الصرف. و لفهم مضامين الأطروحات النظرية نتطرق الى تجارب بعض الدول في التدخل ومنها كوريا الجنوبية التي انتقلت من فئة البلدان النامية الى صنف البلدان المصنعة حديثاً وعالية الدخل، واحياناً توصف متقدمة، في عقدين من الزمن. لقد تحولت كوريا الجنوبية من سعر الصرف الثابت الى المرن واتسع مدى تغير سعر الصرف بين عامي 1990 و 1997 بداية الازمة الآسيوية وبعد ذلك اعتمدت التعويم والمقصود التعويم المدار. وبالتزامن مع الأخير التزمت رسمياً استهداف التضخم بصفته اطاراً للسياسة النقدية لكنها عملياً بقيت تهتم بسعر الصرف الى جانب معدل التضخم. ولم تنحصر سياسة استهداف التضخم بإدارة سعر الفائدة بل كان حجم السيولة المحلية يخضع للرقابة ولذلك تعد كوريا الجنوبية من الامثلة الواضحة على اهمية التعقيم Sterilization في سياستها النقدية كما تبين في هذه الدراسة. إن استهداف التضخم واستقرار سعر الصرف يجعل مهمات السياسة النقدية صعبة ويبدو ان الجهات المعنية لا تستطيع التركيز على التضخم وتترك لبقية المتغيرات التكيف مع المثبت الرئيسي فهي تراقب وضع الحساب

الجاري وسعر الصرف الحقيقي بحكم اهتمامها بالقدرة التنافسية الدولية رغم تسمية سياستها النقدية المعلنة استهداف التضخم. وحسب قانوني بنك كوريا الجنوبية (المركزي) وتبادل العملة الأجنبية تقع المسؤولية على وزارة المالية والبنك المركزي معاً لتنظيم التدخل في سوق الصرف، وحسب قانون تبادل العملة الأجنبية الكوري يكون وزير المالية والاقتصاد مسؤولاً عن سياسة العملة الأجنبية. وفي نفس الوقت لبنك كوريا الجنوبية وظيفة بلورة سياسة للعملة الأجنبية بالتعاون مع وزارة المالية. ويشرف البنك المركزي على مكاتب الصرافة ودلالة العملة الأجنبية ويراقب صفقاتها ويسعى الى تطوير سوق الصرف بصفته عضواً في لجنة سيؤول للعملة الأجنبية. ومن الضروري الإشارة الى ان هذه الترتيبات عرضة للتغير وجاء توثيقها لبيان السعة والتنوع في واقع الممارسة التي لا تقبل الاختزال إلى صيغة تنظيمية دون غيرها. و المناقشة التي دارت في العراق حول سعر الصرف ونافذة بيع العملة الأجنبية من البنك المركزي كانت تعوزها الدراية بمدى التنوع، ضمن بلدان الاقتصاد الحر في اساليب تنظيم سوق الصرف وادارة سعر الصرف. واكثر من ذلك استحدثت وزارة المالية الكورية عام 1997 صندوق استقرار العملة الأجنبية يديره وزير المالية، بينما الادارة الإجرائية للصندوق لمحافظة البنك المركزي الكوري الجنوبي. وتتألف الاحتياطات الكورية من صندوق استقرار العملة الأجنبية والاحتياطات الدولية للبنك المركزي ويديرهما البنك المركزي معاً. وعند المماثلة مع العراق تكافى الاحتياطات الوطنية هناك الاحتياطات الدولية للبنك المركزي وارصدة حسابات وزارة المالية في الخارج وكلاهما يدار من البنك المركزي العراقي. وبعد الازمة الآسيوية استهدف التدخل مراكمة احتياطات دولية أي شراء العرض الزائد من العملة الأجنبية والتدخل هناك تقديري **Discretionary** ويعتمد على عوامل عدة منها زيادة او انخفاض تدفق العملة الأجنبية، وحركة مؤشرات السوق مثل الفرق بين اسعار عروض الشراء والبيع، ووفرة العملة الأجنبية المطلوبة للتدخل. وبغض النظر عن مدى التذبذب في سعر الصرف فإن التدخل يأخذ بالاعتبار مصدر الاضطراب والمدة الزمنية المقدرة لاستمراره وانسجام التدخل مع السياسة الاقتصادية الجارية .

في المملكة العربية السعودية وهي الدولة النفطية القريبة من نموذج العراق مع اختلاف الحجم، بقي سعر صرف الريال تجاه الدولار ثابتاً منذ عام 1986 بمعدل 3.75 ريال للدولار. ومثل العراق توفر مؤسسة النقد السعودية، البنك المركزي، احتياجات القطاع الخاص من العملة الأجنبية عبر بيع الدولار مقابل الريال للمصارف السعودية المحلية. و أشارت التقارير إلى وجود سوق صرف آجل في السعودية وهو ما يفترقه العراق رسمياً لحد الان. وذلك رغم تعامل قطاع الأعمال بالعقود الآجلة في الإطار غير الرسمي **Informal Market** و ربما في سياق البحث عن مخرج من القيد الشرعي على الفائدة، بتحويل عملية الإقراض من مبادلة قيمة إسمية بنفس العملة عبر الزمن إلى مبادلة بين عملتين. ويعمل الاقتصاد السعودي أيضاً، مثل العراق حتى نهاية عام 2014، مع فائض في الحساب الجاري لميزان المدفوعات منذ عام 1999، وتزايد الفائض في السنوات الاخيرة. ويتطلب القانون السعودي تغطية العملة المصدرة باحتياطات

دولية تغطية تامة. وحسب نصوص القانون يختار البنك المركزي السعودي، مؤسسة النقد، نظام الصرف وسعر الصرف بالتشاور مع الحكومة والبنك المركزي سلطة تقديرية ضمن النظام وفي حدود السعر المتفق عليه. وقد بين القانون إجراءات تعديل سعر الصرف، الذي حافظ على ثباته لمدة طويلة، وتنطلق المبادرة للتعديل من البنك المركزي وبالتنسيق مع وزارة المالية ثم مصادقة مجلس الوزراء. وفي العراق، ومع الاختلاف بين نصوص الدستور و قانون البنك المركزي الذي صدر قبله، يستطيع البنك المركزي تغيير سعر الصرف بصلاحياته حسب نصوص قانونه ولم ينته الجدل حول هذه الصلاحيات الى نتيجة حاسمة بعد .

### تنظيم التدخل في سوق الصرف:

في السنوات الاخيرة ازداد الاهتمام بتقسيم العمل وتوزيع الادوار والنفوذ فيما بين الدوائر المسؤولة عن السياسات المالية والنقدية. ورغم منح البنوك المركزية الاستقلال في الاهداف والعمليات لازالت سياسة سعر الصرف بيد الحكومات في الكثير من الدول. كما ان تدخل البنوك المركزية في أسواق الصرف يكتنفه الغموض في احيان كثيرة مقارنة بالسياسة النقدية، فيما عدا ذلك، التي تتسم على الاغلب، بقدر أكبر من الشفافية والوضوح. وتختلف الدول في الجهة صاحبة الصلاحية في تغيير سعر الصرف المثبت و /أو التدخل في سوق الصرف، وهل يستند التدخل إلى قواعد محددة مسبقا، من جهة ما، أم يدار بالسلطة التقديرية. في بعض البلدان تلك الجهة هي الحكومة، واخرى الحكومة بالاشتراك مع البنك المركزي، ومنها البنك المركزي بعد التشاور مع الحكومة، وحتى توجد دول يقرر البرلمان نظام سعر الصرف بمعنى ان يصدر بتشريع او قرار له قوة التشريع. و ينفذ البنك المركزي سياسة سعر الصرف ضمن نظام السعر في 78 بالمائة من الحالات.

في المكسيك، مثلاً، توجد لجنة العملة الاجنبية مشكلة من ستة، ثلاثة من المالية وثلاثة من البنك المركزي، وفي حالة تعادل الاصوات يكون القرار لوزير المالية واي قرار لا يصدر الا ان يحظى بتأكيد عضو واحد على الاقل من وزارة المالية. هذه اللجنة هي التي تعد دليل العمل لتدخل البنك المركزي في سوق الصرف. في الهند وكوريا الجنوبية ونيوزيلاندا سياسة الصرف مسؤولية مشتركة بين الحكومة والبنك المركزي، وفي ماليزيا الحكومة بعد التشاور مع البنك المركزي. ومع نظام السعر العائم يؤدي رفع سعر الفائدة، من قبل البنوك المركزية المستقلة، الى رفع سعر صرف العملة الوطنية وقد لا ترغب الحكومة بذلك. في بعض الدول مثل البرازيل، هو نكونك، كوريا الجنوبية، نيوزيلاندا، بيرو لا تملك البنوك المركزية الاحتياطات الدولية بالكامل، و في هونكونك يدير البنك المركزي الاحتياطات الدولية نيابة عن الحكومة. في كوريا الجنوبية يتدخل البنك المركزي مستخدماً حصة من الاحتياطات بموافقة الحكومة والحكومة لها الكلمة الاخيرة في استخدام الاحتياطات المملوكة لها بعد التشاور مع البنك المركزي. في نيوزيلاندا يستطيع البنك المركزي استخدام الاحتياطات المملوكة للحكومة والمؤسسات الاخرى في التدخل استناداً الى

بروتوكول غير رسمي. بينما الترتيبات التي اعتمدت في البنك المركزي العراقي لبيع العملة الاجنبية تفترض استقلال البنك المركزي في التصرف بالعملة الأجنبية التي بحوزته ولا يخضع لضوابط من جهة أخرى وهو وحده يمثل علاقة الدولة مع سوق الصرف.

إن قاعة المتاجرة بالعملة الأجنبية في البنوك المركزية لها صلاحيات محدودة والصفقات الكبيرة من صلاحية الادارة العليا في البنوك المركزية. هذه في البلدان التي لا تعتمد بالدرجة الاولى على المصدر الحكومي لتوفير العملة الاجنبية ويكون التدخل من اجل الحفاظ على سعر الصرف ضمن المدى المطلوب. اما البيع المنتظم للعملة الاجنبية من البنوك المركزية للدول النفطية فهذه الممارسة لا تندرج ضمن مفهوم التدخل. وفي بلدان أخرى تطالب كوادر البنوك المركزية بزيادة صلاحية غرفة المتاجرة لمعرفة من يديرها بأوضاع السوق من المصادر المباشرة والفورية للمعلومات، وفهمهم لحساسيته تجاه حجم التدخل ووجهته. وقد تستخدم البنوك المركزية المزادات في عمليات التدخل لبناء الاحتياطيات في وقت تكون قيمة الاسعار ملائمة. و يحتاج التدخل، احياناً، الى متابعة بتدخل ثاني متصل لتأكيد مصداقية البنك المركزي. وعندما يتأخر التدخل اللاحق بسبب متطلبات الموافقة عليه قد يضر ذلك بالمصداقية ويتآكل أثر التدخل الاول في تحسين التوقعات، ويتضح مما تقدم انسجام مفهوم التدخل مع انتماء سوق الصرف للقطاع الخاص أصلاً.

و يختلف تدخل البنوك المركزية تماماً عن البيع المنتظم من نافذة البنك المركزي العراقي فهذه النافذة هي السوق الرئيسي للعملة الاجنبية في العراق. والعراق لم يزاوّل التدخل بمعناه المتعارف عليه بعد عام 2003 و قبل عام 1990 أي في الاوضاع الاعتيادية، وفي سياسة التدخل تكون البنوك المركزية بمنتهى الحرية في اختيار الشريك الذي قد يكون مصرفاً او وسيطاً. بينما في نافذة البيع المنتظم يحاول البنك الوصول الى كل السوق في جانب الطلب ويتحاشى التمييز الذي تترتب عليه ارباح شبه احتكارية .

في بلدان مثل كولومبيا والمكسيك وشيلي والبرازيل يجري التدخل من خلال المزادات، وهي الآلية التي اعتمدها البنك المركزي العراقي اواخر عام 2003 و تخلى عنها فيما بعد عندما اعتمد اسعار صرف تعلن مسبقاً. وحتى في فترة المزاد لم تكن اسعار الصرف الرسمية في العراق، في الغالب، تختلف عن السعر الجاري والمفضل لدى البنك المركزي والذي لا يغير سعر السوق الا بالهامش الاعتيادي .

ان خسائر البنوك المركزية يتحملها بالنتيجة المجتمع وهي تنعكس بشكل خسارة رأسمالية، وفي العراق مثلاً، تسدد من الموازنة العامة بعد اظهارها في كشوفات حسابية معترف بها من جهة يختارها وزير المالية ولم يحدث أن تقدم البنك المركزي العراقي الى وزارة المالية لتعويض خسائر لحد الآن. و تترتب على تغيرات سعر الصرف خسائر وأرباح في الميزانية العمومية، في اغلب الممارسات المحاسبية، دون ان تنعكس في حساب الارباح والخسائر، حيث تأخذ اكثرية المصارف، حالياً بمعيار القيمة العادلة. وعموماً لا تشكل الخسائر والارباح وزناً مهماً في تقييم اداء البنوك المركزية ولكن حينما ترتفع لتشكل حجماً كبيراً

نسبة الى مجموع موجودات البنك او الناتج المحلي عند ذاك يعدد بها من جهة سياسة الاستقرار الكلي، لان الخسائر في هذه الحالة لا تختلف عن الاصدار النقدي دون مقابل في جانب الموجودات.

وينفي نظام لجنة العملة **Currency Board** تقريباً الحاجة الى التدخل المتعارف عليه في سوق الصرف اما في مثل حالة العراق فلا توجد حاجة للتدخل موضوعياً لان جانب العرض محتكر للدولة. ويتضمن التدخل في سوق الصرف عملية تغيير صافي مركز العملة الاجنبية للقطاع العام وليس للبنك المركزي وحسب. وهناك صلة قوية بين ادارة الاحتياطات ومتطلبات التدخل في سوق الصرف اذ تراعي الحكومة في اختيار عملة الدين الأجنبي متطلبات سياسة سعر الصرف. واحياناً تعتمد بعض الحكومات، شيلي وبيرو مثلاً، ادوات هي بالعملة المحلية مقاسة بالعملة الاجنبية أي عند تدهور سعر صرف العملة الوطنية يضمن التقييس تعويض حملة ادوات الدين تلك، وبذلك يقدمون على اقراض الحكومة دون الخوف من الخسارة .

في البلدان غير النفطية وعندما تكون أنشطة القطاع الخاص، صادراته من السلع والخدمات والتدفقات الاستثمارية الداخلة، هي المصدر لعرض العملة الاجنبية فلا بد للسلطة النقدية من العناية بقروض الحكومة بالعملة الاجنبية، لان الحكومة اذا توجهت الى السوق للحصول على العملة الاجنبية وقت السداد سوف يتدخل البنك المركزي باحتياطياته لمواجهة الطلب الاضافي. هذا عندما تتحاشى الحكومة شراء العملة الاجنبية التي تريد من البنك المركزي مباشرة. ولذلك تراعي البنوك المركزية عند اختيار العملات لاستثمار احتياطياتها الدولية حاجة الدين الحكومي. هذا الطراز من العلاقات لا يظهر في العراق لان ايرادات الحكومة اصلاً بالعملة الاجنبية والقوانين التي صدرت بعد عام 2003 لا ترتب اية التزامات على البنك المركزي تجاه الحكومة في العراق .

يتدخل الاحتياطي الفدرالي الامريكي في سوق الصرف بتسعة عملات اجنبية هي : الدولار الكندي، الكرون الدانماركي، اليورو، الباوند الاسترليني، الين الياباني، الكرون النرويجي، الكراون السويدي، الفراتك السويسري. ويتعامل الاحتياطي الفدرالي في عمليات التدخل مع وزارة الخزانة ومع صندوق استقرار الصرف الامريكي، والبنوك المركزية للدول الاخرى.

ان إجراءات التدخل في دول العملات الاحتياطية تختلف عنها في دول العملات غير العابرة للحدود فالأولى لديها مرونة كبيرة من خلال اتفاقيات تبادل العملات **Currency Swap**. وتستخدم الاحتياطات، اضافة الى التدخل لاستقرار سعر الصرف، لغرض ادامة شروط العمل النظامي للسوق **Maintaining Orderly Market Conditions** وتمويل التجارة الخارجية في اوضاع يتعذر معها الحصول على تمويل خارجي. ولتسهيل مدفوعات الحكومة الخارجية خاصة بالتنسيق مع ادارة الدين وتوفير السيولة بالعملة الاجنبية لقطاع المصارف وتعزيز ثقة المستثمر بقدرة البلاد على الوفاء بالتزاماتها الخارجية .

ولكن من الضروري التمييز بين خدمات الصيرفة المركزية وادارة الاحتياطات، خاصة في دولة نفطية. فالبنوك المركزية تساعد الحكومات في الحصول على عملة اجنبية لسداد الدين الخارجي من ايراداتها بالعملة المحلية وهي القاعدة في الدول غير النفطية، اما في العراق فأن ايرادات الحكومة بالعملة الاجنبية اصلاً.

قد تعتمد الدولة، السلطة النقدية، إلى مراكمة احتياطات دولية عبر التدخل في سوق الصرف لمزاولة الشراء بالصافي وفي اوقات ملائمة، وربما تقطع العرض الزائد عن الطلب مع سعر الصرف المقبول. وتلك السياسة لمواجهة انخفاض في عرض العملة الاجنبية من مصادرها غير المنتظمة مثل تدفقات الاستثمار الأجنبي وواردات الصادرات من السلع الاولية المعروفة بتقلبات اسعارها. وقد تتراكم الاحتياطات ناتجاً عرضياً لسياسة التدخل للموازنة بين مكونات السيولة المحلية والاجنبية ولكبح سعر صرف العملة الوطنية . ومع الانفتاح المالي التام، و عند غض النظر عن " الاحتكاك Friction " و ما ينطوي عليه المصطلح من تكاليف الصفقات و فترات التأخير و آثار تفاوت المخاطر، اي في نظام من العلاقات المالية الدولية مجرد من جميع هذه العقبات يتفق المعنيون على قبول الثلاثية المستحيلة أي عدم إمكانية التحكم بسعر الفائدة وسعر الصرف والنقود في آن واحد. لكن ماذا بشأن تخفيف الالتزام بسعر صرف ثابت نحو حصره ضمن ما أصطلح عليه نطاق الهدف Target Zone. بمعنى تبقى السياسة النقدية مستقلة تماما عن سعر الصرف في سعر الفائدة و إدارة السيولة طالما بقي سعر الصرف ضمن النطاق وليكن مثلاً التغير بما لا يزيد عن عشرة بالمائة صعوداً ونزولاً. كما اقترحه Williamson و آخرون عام 1987 (ECB, p8, Chmelarova). وعلى وفق هذا التصور يكون التدخل ضرورياً في حالات صعود سريع في سعر الصرف يؤدي القدرة التنافسية، أو نزول يهدد استقرار المستوى العام للأسعار. و قد توصلت الدراسة المشار إليها آنفاً، عند المقارنة بين تجربة اليابان وكرواتيا للتدخل في سوق الصرف الى اختلاف بين الأولى المتقدمة وقطاعها المالي عميق ويوفر الكثير من أدوات الوقاية من تقلبات سعر الصرف والثانية، التي تصنف ضمن الدول الناهضة مع تخلف قطاعها المالي وإمكاناته المحدودة. وفي كلتا الدولتين كان التدخل يقوم على حركة أسعار الصرف اليومية ومدى انحرافها عن المتوسط اليومي. وتهتم كرواتيا بالدرجة الأولى في مقاومة انخفاض سعر صرف عملتها لتحاشي الآثار الضارة لانخفاض على قطاع المصارف بوجه خاص. أما اليابان فتستهدف في تدخلها العكس أي مقاومة ارتفاع سعر صرف عملتها مخافة تدهور قدرتها التنافسية في أسواق الصادرات، ومن جهة أخرى، لا تريد انخفاض قيم احتياطاتها الدولية عندما تسعر بالين. وبينت التقديرات إن التدخل في كرواتيا أكثره بيعا للعملة الأجنبية، وهو ما يتسق مع هدف التدخل كي لا ينخفض سعر صرف عملتها الوطنية بينما في اليابان أكثره شراء للعملة الأجنبية كي لا يرتفع سعر صرف الين.

و أيضا كشفت التقديرات عناية السياسة النقدية بنسب العوائد على الاستثمار بالعملة الوطنية الى العوائد على الاستثمار بالعملة الأجنبية، وهو ما يتضمن الجمع بين سعر الفائدة وتغير سعر الصرف، و هذا المؤشر مهم مع الانفتاح المالي و له علاقة مع التدفقات المالية الأجنبية .

ويلاحظ أن تدفقات صافية تدخل إلى البنك المركزي العراقي تراكمت إلى حوالي 61 مليار دولار نهاية عام 2012 ومجموع العملة الأجنبية المباعة من الداخلة وصلت إلى 79 بالمائة منها نهاية عام 2012 . و حتى نهاية ذلك العام كانت الموجودات الأجنبية للبنك المركزي أعلى من النقود بالمعنى الضيق و حتى بالمعنى الواسع فهي بنسبة 128.7 و 108.9 بالمائة منهما على التوالي. ومن المتوقع انخفاض هذه النسب لأنها مرتفعة، خاصة وأن قاعدة التغطية التامة يقصد منها نسبة الاحتياطيات الدولية إلى العملة المصدرة و ليست النقود بأكملها . كما أن نظام لجنة العملة الذي يلتزم بعدم إصدار العملة الوطنية إلا مقابل عملة أجنبية ينصرف، أيضا، إلى ما يصدر عن البنك المركزي مطلوبات عليه، و ليس كل النقود، لأن عملية تكاثر النقود في النظام المصرفي داخلية Endogenous أي تخضع لمجرى العمليات الاقتصادية و علاقاتها بالمصارف و لا تقرر من السلطة النقدية.

### سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي:

مما استنتجته دراسات سابقة ان زيادة سعر النفط بنسبة 10 بالمائة تقترن بتحسن سعر الصرف الحقيقي لعملة البلد المصدر للنفط بنسبة 5 بالمائة (200, P 12) . غير ان سعر الصرف الحقيقي في العراق استجاب لزيادة سعر النفط بأعلى من هذه النسبة . وقد يعود الجزء الأكبر من تلك النتيجة إلى التضخم العارم الذي شهده العراق بين سنتي 2003 و 2007 مضافا إلى ما كان سابقا. و لعل التضخم هو التحدي الأكبر امام استقرار سعر الصرف الحقيقي في العراق. و تؤكد البيانات ذلك ، كما سيتضح.

إن التضخم الذي شهده العراق أيام الحصار انتهى بخفض كبير في سعر الصرف الحقيقي، لأن سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي كان يتراجع بأسرع من التضخم. أي ان التضخم الذي يؤدي إلى رفع سعر الصرف الحقيقي هو الذي يتزامن مع وفرة العملة الأجنبية فيبقى سعر الصرف الاسمي ثابتا او يتحسن رغم تراكم آثار التضخم.

ولأن عملة البلد النفطي تثبتت إزاء الدولار وهي القاعدة الغالبة ترتفع اسعار مستورداته بالعملة الوطنية عندما ينخفض سعر صرف الدولار تجاه العملات الأخرى. والمعروف ان العلاقة عكسية بين سعر صرف الدولار، تجاه العملات الأخرى وخاصة اليورو، وسعر النفط . لذلك واجه العراق ضغوط انخفاض الدولار وصعود سعر النفط وكلاهما يرفعان المستوى العام للأسعار في العراق ، الأول عبر ارتفاع أسعار المستوردات والثاني نتيجة لضغط الطلب المحفز بالأنفاق الحكومي. وتفاعلت الضغوط مع الآثار الكبيرة لرفع اسعار المنتجات النفطية وكانت المحصلة هذا الارتفاع الشاهق لسعر الصرف الحقيقي للدينار الذي كان من جملة اسباب إعاقه النمو. وثمة نصيحة ان يعدل سعر صرف الدينار العراقي تجاه الدولار عنما ينخفض

الأخير، لكن هذه الوصفة قد أغفلت أن التعديل المقترح ينعكس في زيادة سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي، وبالتالي يكرّس سلبيات الربيع النفطي، ويحجب عن الاقتصاد الوطني فرصة، على رغم ضآلة مردودها المتوقع، في تحسن القدرة التنافسية الدولية وربما تعويض المستوردات بقدر.

ورغم تبرير رفع اسعار المنتجات النفطية بأنه يزيل التشوهات عن بنية الأسعار النسبية ويقربها من التكاليف النسبية للفرص البديلة للموارد، وهو صحيح بلا تحفظ. لكن هذا المنطق يتغافل عن الاثر الإجمالي الكلي لرفع اسعار المنتجات النفطية وهو سلبي من جهة إسهامه في رفع سعر الصرف الحقيقي للدينار وخفض النمو الاقتصادي تبعاً لذلك.

ويستخدم سعر الصرف الحقيقي الثنائي، هنا، لقياس مدى الابتعاد عن تعادل القوة الشرائية والذي لو تحقق يبقى سعر الصرف الحقيقي ثابتاً. وهذا المؤشر هو سعر صرف الدينار تجاه الدولار اي معكوس القراءة المتعارف عليها لسعر الصرف و بوحدات ثابتة القوة الشرائية و يحسب بالمعادلة التالية:

$$Re = (1/E) (CPI_{Iraq} / CPI_{USA})$$

حيث  $Re$  سعر الصرف الحقيقي للدينار تجاه الدولار،  $E$  سعر الصرف الاسمي للدولار بالدينار العراقي ،  $CPI_{Iraq}$  الرقم القياسي لأسعار في العراق ،  $CPI_{USA}$  الرقم القياسي للأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية. و ذلك بعد توحيد سنة الأساس للأرقام القياسية للأسعار في الدولتين، و يكون سعر الصرف الحقيقي بأسعار سنة الأساس. و جرت العادة على عرض سعر الصرف الحقيقي برقم قياسي أي مستوى سعر الصرف الحقيقي نسبة إلى سنة الأساس :  $(Re_t / Re_0) \times 100\%$  حيث ترمز الهوامش  $t$  و  $0$  لسنتي المقارنة و الأساس على التوالي. و يقدم الجدول التالي سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي بسنوات أساس ثلاث : 1988، 1991، 2007 . ونذكر أن الأفضل حساب سعر الصرف الحقيقي الفعال للدينار العراقي **Real Effective Exchange Rate** وهو متوسط موزون لسعر صرف الدينار العراقي تجاه جميع العملات الأخرى التي يتعامل بها العراق في علاقاته الدولية. لكن حساب هذ المؤشر يتطلب تحضير بيانات إضافية واكتفينا بحساب سعر الصرف الحقيقي الثنائي بين الدينار العراقي وعدد من العملات الأجنبية و هو يفى الغرض كما سيتضح.

و نظراً لانخفاض معدل التضخم في العراق سيكون لعام 2013 مقارب لما هو عليه في عام 2012، والفرق طفيف. وقد اعدته كي يستخدم بديلاً عن سعر الصرف الحقيقي الفعال لأن الأخير يتطلب بيانات عن كل الشركاء التجاريين. وسعر الصرف الحقيقي الثنائي التالي يفى بالغرض لسياسة سعر الصرف. ويتضح منه تزايد سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي بمعدلات كبيرة، و قد وصل إلى مستويات تفيد تآكل القدرة التنافسية الدولية للعراق، وذلك ارتباطاً مع معدلات التضخم العالية، ويظهر الشكل البياني والجدول التالية أن التصاعد كان عنيفاً في العقد الأول من القرن الحالي.

## شكل (1)

سعر الصرف الحقيقي الثنائي للدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي

للسنوات 1988 - 2013



المصدر : إعداد الباحث من بيانات الجدول (1).

## جدول (1)

سعر الصرف الحقيقي الثنائي للدينار العراقي تجاه العملات الرئيسية

سعر النفط بدولارات 2013	المتوسط البسيط مع العملات الرئيسية		تجاه الدولار الأمريكي			السنة
	مع اليورو	بدون اليورو	سنة الأساس 1999	سنة الأساس 2007	سنة الأساس 1988	
			190.68	22.5	100.0	1988
			122.03	14.4	63.8	1991
			103.39	12.2	54.1	1992
			86.44	10.2	45.1	1993
98.95		72.90	75.42	8.9	39.7	1994
103.52		86.20	94.92	11.2	49.7	1995

122.13		105.62	112.71	13.3	59.0	1996
110.29		102.88	107.63	12.7	56.4	1997
72.32		113.22	110.17	13.0	57.9	1998
100.00	100.00	100.00	100.00	11.8	52.4	1999
153.42	108.84	106.87	103.39	12.2	54.4	2000
127.96	132.70	131.27	116.95	13.8	61.5	2001
128.96	151.09	151.17	135.59	16.0	71.3	2002
145.27	184.14	186.80	176.86	20.87	92.76	2003
187.80	288.71	294.05	295.25	34.84	154.84	2004
258.81	377.09	383.32	386.53	45.61	202.71	2005
299.58	560.51	570.07	572.03	67.50	300.00	2006
323.68	784.20	800.25	847.46	100.00	444.44	2007
418.79	902.83	930.25	972.03	114.70	509.778	2008
266.51	1049.94	1082.42	1071.86	126.48	562.12	2009
337.99	1014.53	1033.13	1076.86	127.07	564.76	2010
458.55	976.89	993.62	1093.64	129.05	573.56	2011
450.92	1005.53	1014.32	1101.86	130.02	577.87	2012
432.43	1034.04	1052.47	1101.86	130.02	577.87	2013

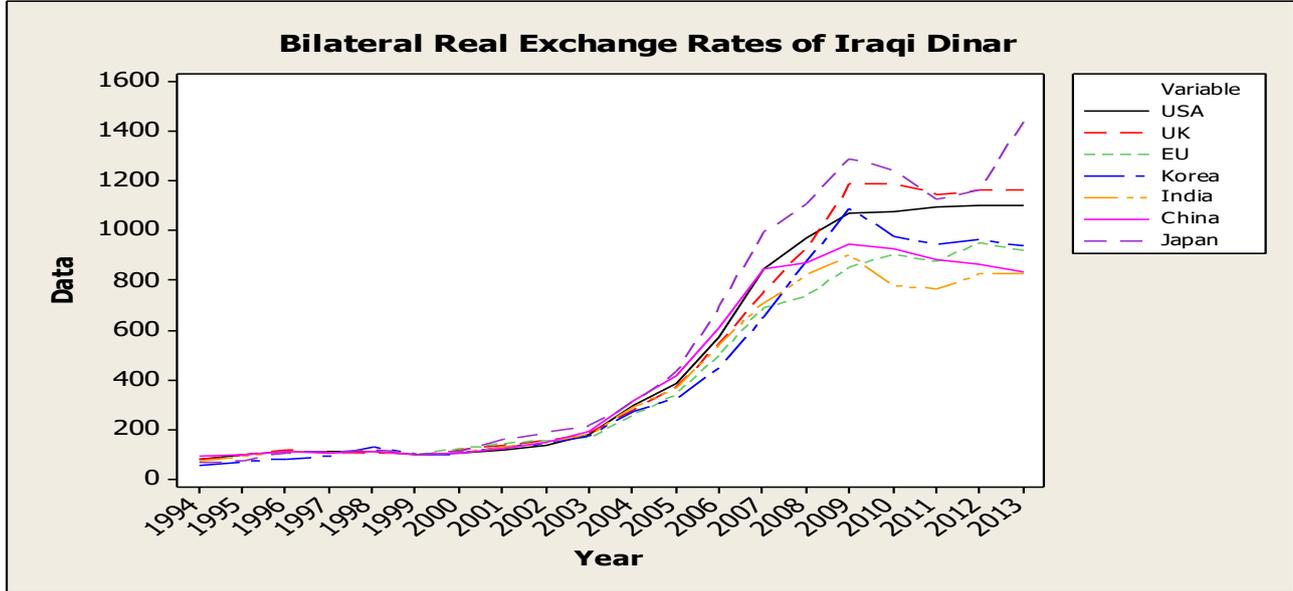
المصدر: الأحتساب أجراه الباحث.

ولمتابعة سعر الصرف الحقيقي ليس تجاه الدولار وحسب إنما مع العملات الرئيسية في العالم يتأكد الاستنتاج أنفاً. والقصد من توفير حزمة المؤشرات هذه التعويض عن غياب مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعال. وكان الأوطأ مع الهند وقريبا منها مع الصين ثم الاتحاد الأوربي وبعده كوريا الجنوبية والولايات المتحدة الأمريكية وبعدها بريطانيا وأعلاه مع اليابان. و بذلك عند متابعة سعر الصرف الحقيقي العراقي مع الدولار إنما نعتمد مؤشرا معتدلا لمتابعة الانحراف عن تعادل القوة الشرائية للدينار العراقي على المستوى الدولي.

و الدول ، ومنظومة اليورو، التي أعددنا اسعار الصرف الحقيقية إزاءها لا تغطي كافة التعاملات الخارجية للعراق لكن لا نتوقع ان اسعار الصرف الحقيقية للدينار العراقي تجاه العملات الأخرى تتجاوز المدى الذي ترسمه المجموعة المختارة.

## شكل (2)

أسعار الصرف الحقيقية الثنائية للدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي وعدد من العملات الرئيسية



المصدر: إعداد الباحث من بيانات الجدول (2)

## جدول (2)

اسعار الصرف الحقيقية الثنائية بين الدينار العراقي والعملات الرئيسية

سنة الأساس 1999

Japan	Chin a	India	Korea	EU	UK	USA	السنة
63.8	89.1	74.5	56.5		78.1	75.42	1994
73.8	95.6	90.4	67.0		95.5	94.92	1995
106.0	107.5	111.0	81.3		115.2	112.7	1996
108.5	102.0	103.7	90.1		105.4	107.6	1997
119.8	106.6	108.2	127.9		106.6	110.2	1998
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1999
111.6	106.5	107.2	99.3	120.7	113.2	103.4	2000
157.8	123.0	126.1	126.8	141.3	136.9	117.0	2001
185.7	145.9	146.6	140.7	154.1	152.5	135.6	2002

213.3	192.5	180.6	172.9	168.2	184.6	176.9	2003
308.1	317.8	289.9	274.8	256.7	278.4	295.3	2004
434.2	418.3	365.8	323.5	339.7	371.6	386.5	2005
696.2	611.6	542.1	450.6	503.2	547.9	572.0	2006
993.8	848.4	708.4	652.0	687.9	751.4	847.5	2007
1108.6	871.2	820.3	877.2	738.3	932.2	972.0	2008
1293.0	948.4	905.1	1088.5	855.1	1187.6	1071.9	2009
1242.9	930.2	779.7	979.1	902.9	1190.0	1076.9	2010
1127.1	881.6	766.1	944.3	876.5	1149.0	1093.6	2011
1166.6	862.5	825.1	966.8	952.8	1163.0	1101.9	2012
1446.1	831.4	827.9	941.3	923.5	1166.2	1101.9	2013

المصدر: أجزاها الباحث

و إضافة على اسعار الصرف الحقيقية الثنائية بين الدينار العراقي و عملات تلك الدول راجعنا اسعار الصرف الحقيقية الفعالة REER لعملاتها وجرى حساب معاملات الارتباط، ومعنويتها الإحصائية، بين اسعار الصرف و سعر النفط. و يلاحظ ان معدل نمو سعر الصرف الحقيقي الثنائي للدينار العراقي مرتفعا بما لا يقارن مع اسعار الصرف لبقية الدول. وذلك ليس بين الحصار و عام 2013 بل وعند القياس عن سنة 2004 .

ومن مؤشرات الجدول نجد ان معدل نمو سعر الصرف الحقيقي الثنائي بين عملات الدول والدولار الأمريكي كان موجبا في الهند والصين واليورو. وفي الفترة الثانية موجبا في الهند والصين واليابان. اما سعر الصرف الحقيقي الفعال فقد كان في الهند قريبا من الصفر وفي الصين موجبا. والنتيجة ان سعر الصرف الحقيقي في الصين لم يتناقص في فترة ازدهارها إنما كان منخفضا في الأساس. ويبدو ان نمو سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي اعلى بكثير من نمو السعر الحقيقي للنفط. وبين الحساب ان اسعار الصرف الحقيقية الثنائية واسعار الصرف الحقيقية الفعالة ترتبط عكسيا مع سعر الصرف الحقيقي الفعال للولايات المتحدة الأمريكية باستثناء اليابان والمملكة المتحدة في حالة سعر الصرف الحقيقي الفعال . ومن اهم الاستنتاجات ان السعر الحقيقي للنفط يرتبط عكسيا وبمعنوية إحصائية عالية مع سعر الصرف الحقيقي الفعال للدولار الأمريكي و الإسترليني بينما الارتباط موجب ومعنوي مع اسعار الصرف الثنائية والفعالة للهند والصين وكذلك في حالة سعر الصرف الحقيقي الثنائي لليورو، وارتباط سعر الصرف الحقيقي للدينار مع سعر النفط الدينار هو الأعلى.

مؤشرات تحليلية لحركة أسعار الصرف وسعر النفط الحقيقي

معاملات الارتباط مع سعر النفط	معاملات الارتباط مع سعر الصرف الحقيقي الفعال الأمريكي	معدل النمو السنوي بالمائة بين عامي 2004 و 2013	معدل النمو السنوي بالمائة بين عامي 1994 و 2013	المتغير والمعلومات	
0.123	** (0.619)	(0.39)	(0.3)	كوريا الجنوبية	سعر الصرف الحقيقي الثنائي
**0.876	** (0.801)	3.63	1.8	الهند	بين العملة
**0.743	** (0.657)	4.44	1.4	الصين	الوطنية
(0.350)	(0.342)	1.3	(1.3)	اليابان	والدولار
0.058	(0.199)	(1.8)	(0.1)	المملكة المتحدة	الأمريكي
**0.784	** (0.875)	(0.46)	2.57	اليورو	
**0.941	** (0.666)	14.09	17.18	العراق	
(0.119)	(0.110)	(2.48)	(0.56)	كوريا الجنوبية	سعر الصرف الحقيقي الفعال
**0.604	(0.359)	0.06	0.37	الهند	REER
**0.606	(0.153)	3.49	1.42	الصين	
** (0.715)	0.217	(0.77)	(1.87)	اليابان	
** (0.562)	**0.835	(3.05)	(0.78)	المملكة المتحدة	
0.059	* (0.507)	(1.15)	(0.1)	اليورو	
** (0.640)	1	(1.88)	(0.6)	الولايات المتحدة	
1		8.0	9.51	سعر النفط الحقيقي بدولارات 2013	

المصدر: احتسبها الباحث.

ملاحظات: المؤشرات من إعداد الباحث؛ ( ) يعني ان الرقم سالب؛ \*\* معنوي بمستوى دلالة 0.01؛ \* معنوي بمستوى دلالة 0.05؛ وعندما لا توضع علامة فوق معامل الارتباط فهو غير معنوي إحصائياً. و سعر الصرف الحقيقي الثنائي لليورو يبدأ من عام 1999، والفعال من بداية السلسلة.

**الخاتمة:** كانت المهمة الأساسية لهذه الدراسة المباشرة بتهيئة مؤشرات كمية عن سلوك سعر الصرف الحقيقي للدينار العراقي تجاه العملات الرئيسية. و التعرف على مسار الطور من بيانات سنوية. و أيضا تناول الصلة بين سعر النفط وسعر الصرف الحقيقي، مع محاولة إعادة النقاش حول محددات سعر الصرف الحقيقي. و لم تتسع الدراسة لتحليل العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والنمو في العراق إنما النظر في مديات ارتفاع سعر الصرف الحقيقي لا يشك في أن آثاره التنموية لا يستهان بها فالمسألة لا تدور حول انحراف بالمعنى المؤلف عن تعادل القوة الشرائية بل هو تصاعد إلى مستويات لا تقارن جوهريا مع نقطة البدء. و من المتوقع أن تواجه الدراسة مشكلة صعوبة تحديي نمط حركة سعر الصرف الحقيقي لأن الأمر يتعلق بفروقات التضخم بين الدول إضافة على تغيرات سعر الصرف الاسمي. و يتضح ان ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يرفع الطلب على العملة الأجنبية و بهذا فإن مواصلة تزايد جعل من الصعب الاستمرار على بقاء سعر الصرف الاسمي دون تعديل أو اعتماد سياسات سعرية أخرى للتأثير على جانب الطلب في سوق الصرف. و لقد أمكن تقدير دوال طلب على العملة الأجنبية بصيغة مختزلة ما يفيد أهمية تهيئة بيانات متكاملة و بعينة مناسبة في الحجم للتعرف على العلاقات التي تكتنف سعر الصرف الحقيقي والطلب على العملة الأجنبية. لقد أنجز تقدير الطلب على العملة الأجنبية بعد إعداد تقديرات عن الأنفاق الحكومي لعام 2015 للاستفادة من معادلات الانحدار في التنبؤ على طلب العملة الأجنبية. بيد ان سيناريوهات تقدير الأنفاق الحكومي هي بذاتها مطلوبة لأغراض أخرى لا تقل أهمية عن المهمة الأساسية للدراسة.

### المصادر:

- (1) Priewe, Jan , Dutch Disease, Resource Curse and Development, UNCTAD, Virtual Institute, Geneva 2011.
- (2) Federal Reserve Economic Data \_FRED\_ St. Louis FED.
- (3) Lama, Ruy, and Medina, Juan Pablo, Is Exchange Rate Stabilization an Appropriate, Cure for the Dutch Disease? \* International Monetary Fund, 2012.
- (4) Mohany, M.S. and Turner philip, "Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets: What are the Domestic Implications." BIS quarterly Review, September 2006 .

(4) Chmelarova, Viera and Schnabl, Gunther, Exchange Rate Stabilization in Developed and Underdeveloped Capital Markets, working Paper Series No. 636 / JUNE 2006 , European Central Bank.

(5) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange 2013.

(6) Cordon, W. Max, the Dutch Disease in Australia: Policy Options for a Three-Speed Economy, Melbourne Institute Working Paper No. 5/12, February 2012.

(7) Hailu, degol and weeks, John, Macroeconomic Policies for resource - Rich Countries, G- 24 Policy Brief No.71 04/12/2012.

(8) Canales-Kriljenk, Jorge Ivan, Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies, IMF Working Paper WP/04/4, January 2004.

(9) Mohamed, Touitou, The multidimensional impacts of external price shocks on the Algerian economy by using of CGEM, Developing Country Studies, Vol.4, No.13, 2014 – Special Issue, www.iiste.org.

(10) Musyoki, Danson, et al, The Impact of Real Exchange Rate Misalignment on Economic Growth; Kenyan Evidence, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.8, 2014, www.iiste.org.

(11) علي، احمد إبريهي علي، الاقتصاد المالي الدولي والسياسة النقدية، مركز حمورابي للبحوث والدراسات الاستراتيجية، 2012، الصفحات، 247 - 306 .

(12) A. Odeyemi, Gbenga, The Real Exchange Rate of Oil Exporting Countries: An African Experience, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.11, 2014.

(13) Copeland, Laurence S., Exchange Rates and International Finance, Fourth Edition, Prentice Hall ,2005.

- (14) Gandolfo, Giancarlo, International Finance and Open Macroeconomics, Springer, 2002.**
- (15) Wang, Piejie, The Economics of Foreign Exchange and Global Finance, Second Edition, Springer, 2009.**
- (16) IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange 2013.**
- (17) Al Yahyaei, Qais Issa, The relevancy of the US dollar peg to the economies of the Gulf Cooperation Council countries (GCC). PhD thesis, University of Glasgow.**
- (18) IMF, Methodology for CGER Exchange Rate Assessments, November 8, 2006.**
- (19) Phillips, Steven , et al, The External Balance Assessment (EBA) Methodology, IMF Working Paper WP/13/272, IMF December 2013.**