

# السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي و مفارقة الازدهار في اقتصاد ريعي\*

د. مظهر محمد صالح قاسم

تشرين الثاني 2011

(\*) الافكار الواردة في هذا البحث لاتعبر بالضرورة عن وجهة النظر الرسمية للبنك المركزي العراقي، بل تعبر عن افكار الباحث الشخصية

## مقدمة :

### الاستراتيجية النقدية : الفرص والتحديات

أطرت السياسة النقدية الراهنة بأهداف ألزمت البنك المركزي العراقي العمل على تحقيقها في نطاق بناءه ركائز قوية للاستقرار الاقتصادي ومقدمات ملازمة لمناخ الاستثمار المرغوب و حتمية التنمية الاقتصادية والاندفاع نحو تعميق السوق المالية الوطنية وتقوية سبل الوساطة فيها وتمكينها للاندماج في النظام المالي الدولي ومغادرة عهد من التضخم والتدهور في النمو والتنمية الاقتصادية والانعزال التام عن العالم. وإزاء ذلك ألزم قانون البنك المركزي العراقي الذي منحه الاستقلالية في ادارة عملياته النقدية منذ صدوره في العام 2004 بالعمل على مواجهة التضخم اولا واستخدام ادوات السياسة النقدية غير المباشرة و اشاراتها للتصدي للاسعار والتوقعات التضخمية التي طالت اقتصاد البلاد على مدى اكثر من عقدين من الزمن بلغت متوسطات التضخم فيها مايزيد على 50% سنويا" وهو الامر الذي ترك كلفة عالية على الرفاهية الاقتصادية وتدني الانتاجية بمعدلات تراوحت بين (30-40%) عن مستوياتها المرغوبة لمختلف قطاعات الاقتصاد الوطني او ربما اكثر من ذلك حسبما تؤكد الدراسات المعاصرة لكل من Craig and Rocheteau 2008 وكذلك Lagos and Wright 2005 . وهذا امر جسده عوامل كثيرة في تدني الانتاجية وتدهور قطاعات الاقتصاد الوطني السلعية او المنتجة منها ، ولكن حالة التضخم وتدهور فرص الاستقرار كانت على رأس التدهور الاقتصادي الحقيقي في بلادنا .

ولا يخفى علينا ان المؤشرات الاقتصادية الكلية مازالت تؤكد قوة ارتباط الاقتصاد الوطني بالعالم الخارجي وهي مستويات تؤشرها نسبة الانفتاح الى التجارة الدولية من السلع والخدمات المستوردة والمصدرة التي بلغت مستويات بين (65-75%) رافقت تطبيق السياسة الجديدة للبنك المركزي العراقي في حين أن نسبة فائض الحساب الجاري لميزان المدفوعات الى الناتج المحلي الاجمالي تراوحت بين 25% كحد أعلى في العام 2008 و اقل من 2% في العام

2009 كحد أدنى ومازالت في مستويات إيجابية عالية تقدر للعام 2011 بحوالي 8% بحكم قوة الربيع النفطي للاقتصاد العراقي .

وبناءً على ماتقدم وبسبب نفوذ المالية العامة الذي تهيمن إيراداتها المباشرة على نسبة من الناتج المحلي الاجمالي لن تقل عن 50% في معظم السنوات (في حين تقدر مساهمة الدولة في تكوين الناتج المحلي الاجمالي بحوالي 80%) فان الصعوبات التي يمكن ان تواجهها السياسة النقدية في الدولة الربعية تكاد تكون شبه مستحيلة في ايجاد تنسيق مطلق مع السياسة المالية لاستهداف التضخم ،اي اخضاع اتجاهات الصرف بالموازنة العامة لمشية اهداف السياسة النقدية في الاستقرار والتنمية !، لذا فإن التفكير في استهداف التضخم عبر الموازنة العامة والتحكم بثوابتها ومتغيراتها بارادة نقدية ،امسى امرا" مستحيلا" مالم يتم اختيار الادوات النقدية المستقلة التي يمكن ان تتيح للسياسة النقدية التأثير على استمرار التضخم والتصدي له ولا سيما استمرار التوقعات التضخمية على الرغم من توافر العوامل الايجابية التي يتركها القطاع الخارجي(عائدات النفط) على ازدهار الاقتصاد الكلي في الغالب في اطار النزعة الرعوية للدولة الربعية\*.

---

\*مثلما تركت اسعار النفط والصادرات النفطية للعراق آثار ايجابية فاقت الآثار السلبية لتضخم اسعار السلع الصناعية والمواد الغذائية المستوردة بكونها عوامل انتقالية pass through على ادامة التضخم واستمرار التوقعات التضخمية . فإن توافر مثبت اسمي تتولاه السياسة النقدية يعد مسألة مهمة لكون الآثار السعوية الخارجية على التضخم الداخلي هي خارج سيطرة صناعات السياسة الاقتصادية مما يضع عبء على السياسة النقدية وفعاليتها في الامد الطويل وتأثيرات ذلك على التضخم الاساسي ولاسيما في بلدنا الذي يتمتع بفائض طلب استهلاكي عالي من السلع المستوردة وهو الامر الذي يحرك القوى الهيكلية في الاقتصاد لاطلاق توقعاتها التضخمية وتوليد تضخم المسمى بـ تضخم عزم القصور الذاتي مما يعظم اثر التكاليف في ارتفاع اسعار جانب العرض . على سبيل المثال ارتفاع سلة اسعار المواد الغذائية بنسبة 1% في العالم يقود الى ارتفاع مستوى الاسعار بنسبة 18% في العالم الاول ولكن في العراق يقود الى ارتفاعات تتراوح بين 34-50% في مستوى الاسعار عبر ظاهرة العوامل الانتقالية الدولية على الاقتصاد المحلي واندفاع القوى الهيكلية في توليد التوقعات التضخمية . وهو الامر الذي يولد في النهاية اتجاهها" تضخمية" trend . اذ يلحظ ان انحراف معياري في التضخم الجاري عن متوسطاته بمقدار 1% يؤدي الى ارتفاع في التوقعات التضخمية مقداره 1.8% . راجع بهذا الشأن world economic outlook\imf sept.2011

لقد ورث الاقتصاد العراقي قبل صدور قانون البنك المركزي العراقي رقم 56 لسنة 2004 تضخماً "ممتداً" من القطاع الخارجي الى مداخل الاقتصاد المحلي عبر عوامل انتقالية سببتها عزلة البلاد عن العالم وضياع القيمة الخارجية للنقود. فتدهور سعر صرف الدينار العراقي منذ العام 1980 والى مستويات غير مسبوقه بعد فرض الحصار الاقتصادي الدولي في العام 1990 وحتى عشية الحرب في عام 2003 وحصول التغيير في النظام السياسي، كانت جميعها معبرة عن انتقال الاثر السعري الدولي الى الاقتصاد المحلي المنعزل عبر العوامل الانتقالية الخارجية pass through والتي تعني قوة اسعار العالم وانتقالها الى القوى الهيكلية في الاقتصاد العراقي ولاسيما بعض القوى الاجرية والكيانات الاحتكارية داخل الاقتصاد.

ان القوى الهيكلية structural forces في اعلاه تعد كيانات تحمل في ثناياها الحركية دوال مولدة للتوقعات التضخمية expectations inflation يبقى مفعول تأثيرها على الاختلالات السعرية لمدد طويلة داخل الاقتصاد . وان هذه الدوال وتأثيراتها لايمكن ايقافها بصورة فورية بكونها قوى تضخمية مستمرة يطلق عليها بالتضخم الناجم عن عزم القصور الذاتي inertia inflation والتي تمثل حالة الاستمرارية في البناء السعري المبني على توقعات لا تنتهي في الامد القصير مالم تتدخل القوى التصحيحية من جانب السياسة النقدية لايقاف تلك الحركة المؤازرة لارتفاع اسعار النقود money price للسلع والخدمات اي التضخم. وبهذا اختار صناع السياسة النقدية في العراق اشارات مهمة لكبح جماح التضخم واحتواء الدوال المولدة للتوقعات التضخمية بأستخدام ما يسمى بالمثبت الاسمي للتوقعات التضخمية nominal anchor وكان على رأس تلك المثبتات استخدام سياسة سعر الصرف كهدف وسيط يتاثر بشدة ميكانيكيات الانتقال النقدي الذي تولده الاهداف التشغيلية للسياسة النقدية المستقلة.

فعندما وجد ان سعر الصرف الاسمي في السوق العراقية كان متدنياً عن سعر الصرف الحقيقي بما يساوي 25% في مطلع العام 2007 شجع صناع السياسة النقدية على رفع قيمة الدينار العراقي وتعظيم سعر الصرف للحصول على التطابق المطلوب بين سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الاسمي لايقاف عمل دالة التوقعات التضخمية وتأثيراتها وان الاختلال بين السعريين (الاسمي والحقيقي) يعني في حقيقته استمرار القوى الهيكلية في توليد التوقعات التضخمية اي ان فجوة سعر الصرف من دون استخدام المثبت الاسمي للتوقعات التضخمية يعني ترك العنان للدالة المولدة للتوقعات التضخمية بأستمرار نشاطها في تدهور

## استقرار الاقتصاد العراقي وبعثرة نموه صوب أنشطة المضاربة والربح السريع وخلق الاستثمار الحقيقي.

لقد حققت السياسة النقدية بين الاعوام 2007-2011 مثلثاً ذهبياً للاستقرار الاقتصادي تمثلت اركانه باستقرار سعر الصرف وانخفاض معدلات الزيادة السنوية في التضخم الى مرتبة عشرية واحدة بعد اكثر من عقدين من تدهور الاستقرار الاقتصادي وبناء احتياطات قوية تعاضمت من اقل من 4 مليار دولار في عام 2004 لتصبح في نهاية عام 2011 وحسب ما هو مقدر لها حوالي 60 مليار دولار او اقل بقليل وهي تمثل غطاء العملة العراقية في مواجهة الاهتزازات الداخلية والخارجية التي يفرزها الاقتصاد والتي يرمي بتقلها على السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي. وبهذا استطاعت السياسة النقدية ان تعيد للدينار العراقي قوته في توليد اثر للثروة wealth effect وانتزاع هذا الاثر من الكثير من الموجودات السلعية او الشبه نقدية التي كان يعتد بها كمعادل عام للقيم وخزين لها مما افقد الدينار العراقي طوال التسعينيات ومابعداها كثير من وظائفه الجوهرية وبات مجرد وسيلة قانونية لتسهيل التبادل فحسب.

لذا فقد صبت السياسة النقدية التي اعتمدها البنك المركزي العراقي في توجهاتها كافة ومنذ صدور قانونه رقم 56 لسنة 2004 نحو توفير فرص الاستقرار و النجاح للاقتصاد الوطني . وهي السياسة الوحيدة التي تكاد تنفرد بمثل هذا الهدف الكلي في التصدي للتضخم وخفض معدلات الزيادة السنوية في المستوى العام للأسعار وتقوية الاستقرار في النظام المالي في آن واحد . لذا عدت السياسة النقدية بنفسها سياسة منتجة لسلعة عامة فريدة في اهميتها ونوعها وهي سلعة الاستقرار الكلي او سلعة الحفاظ على استقرار القوة الشرائية للعملة الوطنية . ولاسيما بعد ان ارتبطت تلك السياسة باجراءات اصلاحية اساسية تزامن فيها هدف تقوية او اصر السوق النقدية وعمليات الوساطة المالية مع ضرورات استقرار سوق التحويل الخارجي ومؤازرة استقرار القيمة الخارجية للدينار العراقي ، اذ أدى توازنهما الى تحقيق اشارتين سعريتين قويتين من اشارات السوق التي تبنتهما السياسة النقدية في بلوغ اهدافها المنوه عنها وهما اشارة سعر الفائدة على الدينار العراقي و اشارة سعر صرف الدينار العراقي ازاء العملة الاجنبية .

فالتحرر المالي الذي شهدته اسواق العراق خلال السنوات الخمس الماضية، جسده فعلياً السوق المالية الوطنية عبر حرية الجهاز المصرفي واطلاق قدرته في تحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة لديه(اي التحرر المالي) ، والذي عد ركنا اساسيا من اركان تقوية

الوساطة المالية التي هي جوهر الاستقرار المالي ولاسيما بعد ان تم التخل عن الاجراءات القسرية التي كانت السياسات النقدية السابقة تعتمد عليها عبر وسائلها المباشرة ، واللجوء الى السياسات غير المباشرة التي تعتمد قوى السوق لتفادي ظاهرة الكبح المالي و المتمثلة بوضع سقف على الائتمان المصرفي الممنوح او تحديد جهة الائتمان او فرض معدلات فائده اداريه تقع خارج قوى السوق وتوازناته . حيث قاد الكبح المالي في السياسات السابقة الى انحراف السوق المالية واضعاف مناخ الوساطة فيها، فضلاً عن اعتماد سياسة النقد الرخيص لاغراض اقراض الموازنة العامة ، مما عطل التنمية الاقتصادية لعقود طويلة وادخل البلاد في موجة عارمة من التضخم الجامح والمستمر و حلت المضاربة السعرية على السلع والخدمات محل الاستثمار المنتج وتدنى الادخار الكلي مما اغرقت البلاد في ركود طويل قاد الى تدهور معدلات التنمية الاقتصادية والاجتماعية فيها ،والوصول بها الى مستوى مؤشرات الاقتصادات الرثة، وهي الظاهرة التي مازلنا نعيش بعض اثارها السالبة حتى اللحظة.

ان النجاح الذي احرزته السياسة النقدية في مواجهة التضخم الجامح للبلاد واستخدامها اشارة سعر فائدة السياسة النقدية *policy rate* في اطار تعاملاتها مع الجهاز المصرفي، كان لها الاثر الاكبر في مواجهة حالة التوقعات التضخمية ايضا المستمرة والمتصاعدة التي كانت تعصف في اسقرار البلاد وتسحق قرارات الاستثمار الحقيقي فيه ولمصلحة قطاعات المضاربة ،ذلك قدر تعلق الامر بالقيمة الداخلية للنقود. وبهذا أكسبت اشارة سعر الفائدة الاسمية على الدينار العراقي و للمرة الاولى ومنذ عهود طويلة مع اشارة سعر الصرف الاسمي زخماً استقرارياً قوياً ، انعكس بدوره على استقرار المعاملات في الاقتصاد الوطني وساعد في الحفاظ على معدلات فائدة حقيقية موجبة للمرة الاولى في تاريخ البلاد (بعد اكثر من ثلاثة عقود)تفوق فيها سعر الفائدة الاسمي على معدلات التضخم مما عزز من قدرة النظام المالي على الاستثمار ومنح السوق النقدية فرصة الاستقرار والديمومة في اشد الظروف الاستثنائية التي مرت بها بلادنا خلال الاعوام الاخيرة التي تلت العام 2003.

فتوافر معدلات فائدة حقيقية سالبة تتفوق فيها معدلات التضخم على معدلات الفائدة الاسمية ،عدت هي المصدر الاخر من الدوال المولدة للتوقعات التضخمية وتدهور القيمة الداخلية للنقود. وان اطلاق اشارات فائدة حقيقية موجبة كان الاساس في احتواء المصدر الاخر من مصادر التوقعات التضخمية المؤثرة في القيمة الداخلية للنقود.

ومع هبوط التضخم الاساس من نسبة 34% سنويا قبل ثلاثة اعوام الى ما بين 4% الى 6% سنويا بالوقت الحاضر والدخول في عصر المرتبة العشرية الواحدة للتضخم كما اشرنا الى ذلك سلفاً، فان اشارة سعر الفائدة التي اعتمدها البنك المركزي قد هبطت هي الاخرى ( مع هبوط التضخم ) من 20% سنوياً الى 6% حالياً ، بعد ان حققت اشارة فائدة السياسة النقدية هدفها في تحقيق عوائد قوية على الدينار العراقي وتحويله الى عملة جاذبه ومصدة قوية في مواجهة التوقعات التضخمية التي عانت البلاد منها عبر الحقب الزمنية الطويلة الماضية.

على الرغم من تحرر السوق المالي واخضاع السياسة النقدية للعمل وفق آليات السوق ، فضلاً عن منح النظام المالي بشكل عام والنظام المصرفي بشكل خاص حرية تحديد اسعار الفائدة بنفسهما دون تدخل مباشر من البنك المركزي العراقي ( بأستثناء اطلاق اشارة فائدة السياسة النقدية ) الا ان البنك المركزي العراقي قد لاحظ وللأسف الشديد ان قطاع المصارف الاهلية قد ظل متمسكا باشارات فائدة عالية على القروض الممنوحة للجمهور وبمعدلات مازالت تفوق معدلات التضخم وهو امر يعرض تمويل التنمية في هذه الحقبة المستقرة التي يشهدها الاقتصاد الكلي الى مخاطر الركود الاقتصادي وتعطيل الموارد المادية والبشرية لدى القطاع الأهلي وعموم السوق الوطنية، اذ ما زالت القروض التي تمنحها الكثير من المصارف الاهلية تقارب في متوسطاتها السنوية حوالي 17% بل قد تصل الفائدة المستوفاة على القروض الممنوحة الى الجمهور في البعض منها الى ما بين 20%- 25% سنويا .

ان ممارسة سياسة النفوذ او الاقناع الادبي مع مجموعة المصارف الاهلية والحكومية وحثها على خفض الفائدة المستوفاة على القروض الممنوحة وتشجيعها على منح الائتمان بما يخدم النشاط الاقتصادي التنموي في البلاد هو ربما اجراء اولي قد يدفع السلطة النقدية الى اعتماد اجراءات اضافية ربما تكون تشجيعية او احياناً قانونية وفقاً للوائح الرقابية، تمكن السياسة النقدية من تقليص نقاط الانتشار بين الفائدة المصرفية الدائنه والفائدة المصرفية المدينة( حيث اضحت للأسف عند بعض الكيانات المصرفية هي اقل مايمكن على الودائع الادخارية واعلى مايمكن على الائتمان الممنوح الى الجمهور) ذلك بجعل نقاط الانتشار عند مستوياتها الطبيعية التي لا تزيد على 3 نقاط او اكثر بقليل وعلى وفق الممارسات المصرفية الطبيعية، بدلا من وضعها الحالي البالغ 10 نقاط لدى الكثير من المصارف، وهو امر يتقاطع مع اهداف الاستقرار المالي وحسب المؤشرات المعيارية للرقابة المصرفية المعتمدة عالمياً . إذ مازالت السوق المصرفية تعاني من فجوة فائدة ناجمة عن ان مرونة او حساسية الموجودات المصرفية للمخاطر وبشكل خاص الائتمان تفوق مرونة او حساسية المطلوبات للمخاطر في تلك السوق وبشكل خاص الودائع ، وان هذا التحسس يتعاظم مع تشدد السياسة النقدية وارتفاع

معدل اسعار فائدة السياسة النقدية policy rate ولكن لوحظ على الرغم من انخفاض اسعار فائدة السياسة النقدية من 20% الى 6% في الوقت الحاضر ، الا ان السوق المصرفية مازالت تتمتع بظاهرة الازاحة الخارجية للمخاطر risk crowding out وهو ما اصطلح عليه هذا البحث في نطاق تحريه لمشكلة ضعف الوسائط المصرفية التي يجسدها معدل الانتشار الواسع spread بين الفائدة المصرفية الدائنة والمدينة . وهي معضلة ونتاج لتداخل السياسات بصورة ضعيفة التنسيق فيما بينها ، إذ ارتبطت الازاحة الخارجية للمخاطر بالإزاحة الداخلية للمخاطر risk crowding in ايضاً في إطار ماتوصل اليه هذا البحث في تشخيصه لتزامن حالة الاستقرار الاقتصادي العالي الذي ولدته السياسة النقدية مع حالة الركود الاقتصادي المستمر وانخفاض مؤشرات النمو .

وعلى الرغم من تلك النجاحات التي حظيت بها السياسة النقدية يبقى التساؤل قائماً " هل نجحت السياسة الاقتصادية بدورها واستفادت من فرص الاستقرار التي وفرتها السياسة النقدية للنهوض بالنشاط الانمائي للبلاد بالشكل الصحيح ام كانت تلك السياسات تعمل بمعزل عن السياسة النقدية وبتجاهات شديدة الغموض احياناً" مما جعلت أمثليات السياسة النقدية المستقلة التي بلغت أهدافها هي تفضيل ثاني second best بدل من ان تكون تفضيلاً "أولاً" first best؟ لاسيما ان حصة الانفاق الاستثماري الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي وعلى الرغم من ارتفاعه كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي من 0.4% في العام 2006 الى 10.6% كما يتوقع لها في العام 2011-2012 ، إلا انها مازالت متواضعة استناداً الى مقاييس الانفاق الاستثماري الدولي الى الناتج المحلي الاجمالي العالمي والتي تقدر بحوالي 23% في وقت مازالت تهيمن الدولة في العراق على 80% من اجمالي مكونات ذلك الناتج.

إن مثل هذه التساؤلات لا بد أن تنعكس اجاباتها بشكل أو بآخر في ورقة البحث هذه عبر جدالات فكرية وأسس منهجية نقدية ينبغي أن تؤسس اطارا" لتضامن مجهودات السياسة الاقتصادية بفروعها كافة بما يصب في مصلحة الاستقرار والتنمية وبناء السوق المالية وتكاملها مع النمو المنشود في القطاع الحقيقي للبلاد والتحول من مستوى نمو في الناتج المحلي الاجمالي للقطاع (غير النفطي) البالغ 4% او اقل حالياً" و الوصول الى ما استهدفته خطة التنمية الوطنية 2010-2014 لبلوغ نمو قدره 9.4% وانخفاض البطالة الفعلية الى كسرهما الطبيعي الذي لايتعدى 3% بدلاً" من واقعها الحالي البالغ 15% التي ترافقها حالات واسعة من الاستخدام الناقص التي تقدر بحوالي 28% من قوة العمل البالغة حالياً 8.5 مليون



عامل في سن العمل . في وقت مايزال فيه العراق يحتل المعدل الاعلى عالميا البالغ 59 نقطة من 100 نقطة في الرقم القياسي الدولي في تصلب از جمود بيئة الاستخدام والعمل (اي التسلسل 19من بين 167 دولة). آخذين بالاعتبار ان النشاط الحكومي هو الوحيد الذي يوفر اعمال تمثل 60% من الاستخدام الكامل او غير الناقص وهو النشاط الحكومي حصريا" حيث تتفوق معدلات الرواتب والاجور لدى النشاط الحكومي ماهو عليه الامر في النشاط الخاص الذي تهيمن عليه حالة الاستخدام الناقص في ظل بنية تحتية تشريعية ضعيفة في قدراتها على تنظيم سوق العمل الوطنية وشؤون العمال .

## 2- السياسة النقدية والسلوك الاقتصادي العام : ركوب حقيقي ام ركوب مجاني ؟

### اولاً: الازاحة الداخلية للمخاطر Risk Crowding In

#### ( التحوط بفجوة الاجر الحقيقي / الانتاجية )

لم تنسجم اثار الاستقرار التي ولدتها السياسة النقدية في حث السياسة المالية على بلوغ اهداف التنمية والنمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمار لكون المالية العامة قد صممت على اثار توزيعية واجتماعية لها الغلبة على تعظيم مجالات الاستثمار ودفع التنمية الى مستويات مرغوبة ومؤثرة ، وهذا هو ديدن الاقتصاد الريعي شديد الاحادية. فالتفاعلات النقدية ونتائج الاستقرار وانخفاض التضخم على السياسة المالية لم تؤدي ثمارها بالشكل الذي تناوله الكينزيون من ان الدخل الحقيقي للموازنة وتعاضمه بسبب ارتفاع القوة الشرائية لمصرفاتها بفعل انخفاض التضخم واستقرار سعر الصرف لكي تصب في مصلحة تعاضم الانفاق المحرك لمضاعف الدخل الحقيقي وحث قطاعات الانتاج على النهوض بما يصب في توسيع الطاقة المادية المنتجة ولسبب بسيط ان النفقات العامة ذات توجهات تشغيلية استهلاكية . فأنموذج السعة في التنمية الاقتصادية capacity model في العراق اظهر بحق ان نسبة انخفاض الاستثمار الى الطاقة المنتجة بات معتمداً على نسبة انخفاض الانتاج نسبة الى الطاقة المنتجة نفسها. ولما كانت القطاعات المنتجة عدا (القطاع النفطي) ضعيفة النمو والانتاجية بسبب غلبة التوزيع والاستخدام الوظيفي الحكومي غير المنتج وخلق سوق استهلاكية اقرب الى المضاربة منها الى الاستثمار على حساب اتساع النشاط المنتج بات هو السمة الظاهرة لبلادنا .

وان انموذجاً من هذا النوع ، هو انموذج قادر حقا على توليد ازاحة داخلية للمخاطر اي التحوط من مخاطر ضياع الوظيفة وتعظيم الاجر الحقيقي من خلال الاستفادة من مزايا استقرار الاسعار وتحسن سعر الصرف والى اقصى حد ممكن على حساب تدني الانتاجية وخلق فجوة تحوطية هي فجوة الاجور / الانتاجية ، وبهذا فإن ما اصطلح عليه بالازاحة الداخلية للمخاطر مجازاً لايعني توليد دخلا منتج بقدر ما هو توليد تحوط عالي في تعظيم الدخل النقدي على حساب تدهور الانتاج وخلق استقطاب لمصلحة الاجر الحقيقي على حساب الانتاجية. وان نتائج الازاحة الداخلية للمخاطر قد امتدت اثارها الى السوق خارج الوظائف العامة ، حيث استفادت قوة العمل من تعظيم الاجر الحقيقي مستفيدة من فرص

استقرار دونما تعظيم الانتاجية وكأنما جاءت فرص الاستقرار وخفض التضخم لمصلحة تعظيم الدخل وتوفير الادخار دونما اهتمام بتعظيم فرص الاستثمار والتشغيل الممكنة. انه ركوب مجاني على حساب توفير فرص الاستقرار التي قدمتها السياسة النقدية باداء وفهم عاليين.

فالساسة الاقتصادية بشكل عام باتت مؤازرة للتحوط من المخاطر والتمتع بثمار الدخل الحقيقي ولم يحث هذا الامر تعظيم نسبة الانفاق الاستثماري الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي الذي ظل مقتصرًا على معدل نسبة 5% خلال السنوات 2006 – 2011 في حين ارتفع الانفاق الاجمالي للحكومة وللمدة نفسها من 49 تريليون دينار الى 98 تريليون دينار دون ان تتحسن مساهمة الانفاق الاستثماري الحكومي خلال المدة نفسها.

ربما كانت الكينزية على حق عند تناولها لمسألة مهمة في الفكر الاقتصادي اطلق عليها بمفارقة الازدهار **paradox of thrift** وهي الجدلية التي وصفها الكينزيون بأن الميل مرغوب للادخار **ex ante** ( اي الجزء الذي يرغب الافراد ادخاره من الدخل ) والذي لم يؤدي الى زيادة الادخار او الاستثمار المتحقق في الاقتصاد **ex post** وهو انموذج ركودي للرفاهية بات منطبقًا على اقتصادنا الريعي الذي يمر بدورة تشغيل واستخدام للوظائف دون تحقيق نتائج على الادخار والدخل في القطاعات الاقتصادية المختلفة ، وهو ما اشبه بأقتصادات العجز الحقيقي على الرغم من دوران عجلة القطاع النفطي الممول للانفاق على قطاعات التشغيل كافة غير المنتجة وهو ما يمكن ان نطلق عليه بمفارقة الازدهار المكيفة في الاقتصاد الريعي **adjusted paradox of thrift** ويقوم اساس الجدلية في اعلاه من محاولة المجتمع ادخار اعلى مايمكن من الدخل القائم او المرغوب في اقتصاد ركودي يتمتع بأرتفاع الاستهلاك من المنتج الاجنبي على حساب المنتج المحلي وتوسيع نطاق الادخار الخارجي قدر الامكان متحوط بثمار الاستقرار وانخفاض التضخم للسياسة النقدية .(راجع :الملحق التحليلي للباحث الذي يوضح مجموعة الافتراضات حول عمل النظام الاقتصادي الريعي وفق مفارقة الازدهار المكيفة وتأثيرات السياسة النقدية.)

ان ظواهر الادخار الحالية تدفع الفئات الميسورة الى التحوط من مخاطر بيئة الاستثمار الداخلية وتوليد ادخار خارجي فضلا عن تعظيم السلع الاستهلاكية المصنعة خارج البلاد على حساب النهوض بالمنتج المحلي (بسبب فقدان حلقة القدرة على تحويل الادخار المرغوب الى استثمارات مرغوبة محلياً) وبدلا من ان تكون السياسة النقدية

ونجاحاتها فرصة في تعظيم حالة اليقين والتوقعات المتفائلة في بناء الاستثمارات باتت وسيلة للتحوط في تعظيم الاجر الحقيقي والادخار الحقيقي على حساب الاستثمار الوطني وتعظيم الاستهلاك من السلع الاجنبية الموردة على حساب تنمية المنتج المحلي او خلق فرص انتاجية احلالية وتوليد دخل حقيقي داخلي من خارج القطاع الريعي ، وجل ماتفعلة السوق العراقية اليوم هي توليد قيمة مضافة added value للعالم الخارجي على حساب النشاط الاقتصادي الوطني ، وبهذا فان النشاط الاستهلاكي للسلع الاجنبية على حساب المنتج الوطني والادخار في الخارج على حساب الادخار المحلي هما جوهرى مفارقة الازدهار المكيفة ويأتیان كبديل للتزام الداخلي الفعلي crowding in الذي يؤدي الى تحريك مضاعف الدخل income multiplier وان ما اصطلح عليه بفجوة الاجر الحقيقي / الانتاجية والتباعد بينهما هو عبارة عن امتصاص ثمار الاستقرار النقدي لادامة حالة طويلة من الركود والتعايش على مورد النفط كقوة ونشاط توزيعي بعيد عن توليد الانتاج الفعلي ، وهي مسألة تحوطية من مخاطر التزام الداخلي للاستخدام غير المنتج المعزز بقوة شرائية وفرتها مظلة الاستقرار للسياسة النقدية .

وان خلاصة ماتقدم ، فان التزام الداخلي للمخاطر كبديل للتزام الداخلي الحقيقي وما ولده من فجوة تحوطية قامت على اساس تقوية الاجور الحقيقية وامتصاص ثمار قوة الدينار العراقي كدخل حقيقي / لقاء تدني انتاجية العمل والايخذ بالاقتصاد الكلي للتعايش على مفارقة الرفاهية المكيفة بموارد النفط ، فانها لامحال قادت الاقتصاد الوطني الى الركود المستمر واغراق البلاد بالسلع الاستهلاكية المستوردة على حساب ركود وبطالة القطاعات المنتجة وتحويل قوة العمل الى ممارسة سلوك منغمس في قطاعات المضاربة ولاسيما العيش على هوامش قطاع التجارة الخارجية (الاستهلاكية) في إطار سياسة الباب المفتوح لتجارة الاستيراد وميلان القوى الميسورة بتحويل مدخراتها خارج البلاد طالما ان النموذج الاقتصادي القائم لا يخدم حركة التنمية و انه انموذج محفوف بالركود ومرهون بحال القطاع النفطي وتقلبات سوق النفط الدولية واستمرار الموازنة العامة باتجاهاتها الانفاقية السنوية في تقوية عديد الوظائف العاطلة دون فعل انتاجي او استثماري مشجع . وبهذا ولدت حالة استنزاف للفائض الكامن المعد للاستثمار ليتسرب الى فائض فعلي ، اما بكونه معد للاستهلاك من السلع المستوردة على حساب النشاط الانتاجي المحلي او انه فائض متجه نحو الادخار خارج البلاد اي ادخار خارجي وجميعها تمثل جوهر مفارقة الازدهار كما افترضتها المدرسة الكينزية

في الاقتصاد وكيفها هذا البحث حول اقتصاد ريعي معتمد على الخارج (استهلاكاً وادخاراً) ضعيف الاعتماد على الذات.

## ثانياً: الازاحة الخارجية للمخاطر Risk Crowding Out

### ( التحوط بفجوة الفائدة )

توضح المؤشرات النقدية تطابقاً واضحاً بين عرض النقد الواسع والقاعدة النقدية لاغلب السنوات الاخيرة مما يعني ان مضاعف الائتمان النقدي للمصارف يساوي واحد. وأن هذا الامر تؤكد السيوولة العالية للمصارف كافة والتي تزيد على ضعف المعدل المطلوب لها. مما يعني انخفاضاً ملموساً في رغبة المصارف على منح الائتمان النقدي. فعند النظر الى القدرة الائتمانية للمصارف ولاسيما الائتمان النقدي الممنوح نجده لايمثل سوى 8% من الناتج المحلي الاجمالي حالياً في بلادنا مقارنة بدول المنطقة الذي يتراوح فيها ذلك الائتمان بين (40-50%) من الناتج. اما على صعيد الاستقرار النقدي فيمكن تشخيص معيارين معتمدين يؤشران حالة الاستقرار النقدي في البلاد مما يعني ان التدفقات النقدية تتناسب مع التدفقات السلعية (عرض السلع والخدمات) :

**اولهما:** يتمثل بنسبة عرض النقد الواسع ( المكون من العملة في التداول خارج المصارف مضافاً اليها الودائع الجارية للجمهور ومختلف اصناف الودائع الاخرى للجمهور لدى المصارف بما فيها الودائع الاجنبية ) الى الناتج المحلي الاجمالي. حيث تبلغ هذه النسبة قرابة 54.5% . واذا ما قورنت هذه النسبة بما هو عليه في بلدان منطقة الشرق الاوسط نجد انها تزيد على 75% مما يعني ان هنالك سيطرة واسعة من البنك المركزي على مناسيب السيوولة ومقاومة اتجاهات التضخم الناجمة عن الانفاق الكلي. علماً ان تقديرات الناتج المحلي الاجمالي الاسمي في البلاد تبلغ حوالي 110 تريليون دينار في العام 2010 وان عرض النقد الواسع يقترب من 60 تريليون دينار. منها عملة في التداول خارج المصارف هي بحدود 25 تريليون دينار عراقي.

\* ان مفهوم التضاحم الخارجي للمخاطر هو تطوير فكري بسيط تم اجراؤه من جانب الباحث على فكرة التزاحم الخارجي للاقتراض الحكومي على كلفة الاقتراض في السوق النقدية وتأثيرات تلك الكلفة على اقتراض الجمهور بسبب ارتفاع الطلب الحكومي على التمويل وازاحة القطاع الخاص وتقييد قدرته على الاقتراض ولكن بكلفة عالية . — (يتبع في الصفحة التالية)...

**وثانيهما:** يتمثل بنسبة الاصدار النقدي (اي العملة في التداول ولكن خارج البنك المركزي والبالغة 28 تريليون دينار في العام 2010 موزعة بين عملة في التداول خارج المصارف لدى الجمهور وهي 25 تريليون دينار كما ذكرنا انفاً و3 تريليون نقد سائل في خزائن المصارف) الى الناتج المحلي الاجمالي البالغ حوالي 110 تريليون دينار حسب التقديرات. فنجد ان هذه النسبة ( اي نسبة الاصدار النقدي الى الناتج المحلي الاجمالي هي تساوي 22% اي حوالي خمس الناتج المحلي الاجمالي ) تعد هذه النسبة في المقاييس العالمية من اكثر النسب استقراراً ، التي يغطي فيها التدفق النقدي التدفق السلعي. اخذين بالاعتبار سرعة تداول النقود التي تتراوح بين 4-5 مرات تتداول فيها الوحدة النقدية في المعاملات . فحاصل ضرب 5 في 22 تساوي 110 (نستنتج مما تقدم ، ان السياسة النقدية لها تأثير مباشر في السيطرة على مناسيب السيولة في البلاد واندفاعاتها بما يخدم هدف الاستقرار النقدي وخفض التضخم ) وعلى هذا الاساس يُلخص بأن الائتمان النقدي للمصارف العراقية الذي يفترض أن يكون ثمان مرات رأس المال المصرف واحتياطاته السليمة، نجده لايتعدى في المصارف الاهلية حالياً مرة ونصف في احسن الاحوال ، في وقت ترتفع فيه الفائدة على القروض الممنوحة بمستوى انتشار يبلغ قرابة 10 نقاط مقارنة بالودائع الادخارية وهو يمثل ثلاث مرات اكثر من معدلات الانتشار السائدة في العالم. مما يعكس ضعف الوساطة المالية في المصارف وانكماشها صوب العمليات المصرفية المفضية الى تعميق السوق المالية. وأن تحليل هذه الحالة مرده شيئان :

---

...**(تكملة الهامش في الصفحة السابقة)** وان المفهوم الجديد هو مناظر للمفهوم القديم للازاحة ولكن **باحلال مفهوم المخاطر** بشكلها الواسع والمضافة الى مخاطر الائتمان ووفق الآلية نفسها من حيث اثر سياسات اقتراض السلطات المالية او النقدية على ارتفاع كلفة الاقتراض في سوق الاقراض .وان **فجوة الفائدة** هي وليدة **التحوط** من مخاطر السوق او مخاطر الائتمان والتي يولدها هذه المرة الاستثمار بادوات السياسة النقدية وهو استثمار خالي المخاطر ولكن يرتب ازاحة خارجية للمخاطر يتمثل بتلك الفجوة التي هي دالة لارتفاع مرونة اوحساسية الموجودات المصرفية ازاء مرونة اوحساسية المطلوبات المصرفية.وان العلاقة هي طردية بين مقدار الفجوة ونوع السياسة النقدية، فكلما زاد التشدد زادت معه الفجوة.

ا- تدرع المصارف بمخاطر السوق اضافة الى مخاطر الائتمان والأخفاق ، اذ ان اخفاق في تسديد قرض واحد يؤدي الى رفض 32 قرض مقدم.

ب- وجود احتياطي او تحوط بموجب لائحة رقابية يفرض على الائتمان النقدي للمصارف لمواجهة حالات الاخفاق او المشكلات العالقة بالديون الرديئة وهو امر يمثل كلفة أو عبأ على المصارف ، مما جعل المصارف تلجأ الى الائتمان التعهدي الذي مازال غير منظم بلائحة رقابية وان التحوط حول رأس المال لهذا الائتمان غير موجود وربما هنالك اشارة غامضة في اللائحة الرقابية اشارت الى الائتمان دون التفريق بين الائتمان النقدي والائتمان التعهدي مما جعل التطبيقات المصرفية والرقابية تتصرف حصريا نحو الائتمان النقدي واغفال الائتمان التعهدي لكون الاخير يقع ضمن الموجودات العرضية وبنود خارج الميزانية العمومية للمصرف .

ج- وبناء على ماتقدم ، تلجأ المصارف الى الميل في استثمارات من خلال تعظيم الاستثمار بالسيولة وهو ما يسمى **بالتسرب الداخلي Internal leakage** وهو ايداع السيولة الفائضة في حاضنة خالية من المخاطر وهي نوافذ البنك المركزي وأدواته أو التحوط بالعملة الأجنبية وغيرها ما هو متاح لدى البنك المركزي بحيث ان قبول فائدة أقل من سعر السياسة النقدية أو اكثر بقليل بدون مخاطر هو أفضل من الأقراض وتقديم الائتمان النقدي في السوق المصرفية للجمهور حتى وان كانت بفائدة عالية تساوي سعر فائدة السياسة النقدية مضافا اليها مختلف أنواع المخاطر، وهو الامر الذي ادى الى ارتفاع معدلات الانتشار من خلال اعتماد مبدأ : ان الأستثمار في بيئة خالية المخاطر وقبول معدل عائد اقل هو افضل من الأستثمار بعائد أعلى ولكن بمخاطر أكبر، والمقصود به الائتمان النقدي.

لذلك نجد ان هناك رجحان للاستثمار في البيئة الآمنة ذات العائد الأقل ( ادوات السياسة النقدية ) بدلا من البيئة الخطرة ذات العائد الأعلى ( الائتمان النقدي للجمهور ) مما يرتب نتيجتين هما :

الأول :- ان ادوات السياسة النقدية اخذت تولد **تزامم خارجي Risk Crowding out** ويمكن ان نطلق عليه اصطلاحاً بأنه **تزامم خارجي للمخاطر** مما يعظم الفائدة المستوفاة عن القروض النقدية خارج توازن السوق بسبب حالة اللايقين الناجمة عن

ماتعتقده المصارف ان هناك مخاطر سوق ومخاطر قانونية وغيرهما التي تحيط بالسوق المصرفية علاوة على المخاطر الائتمانية.

الثاني :- خشية المصارف من حصول مخاطر نظامية systemic risk قد يولدها الوضع الاقتصادي عموماً على مصالحتها وتدفقاتها النقدية الفعلية مما جعلها تلجأ الى البيئة الآمنة والمتمثلة بأدوات السياسة النقدية التي تحقق أقل قدر من العوائد ولكن خالية المخاطر مما يعني تفضيل الأمان على العائد بمستويات غير مسبوقة طالما أن العائد على أدوات السياسة النقدية يعد مجزياً ومشجعاً على توليد تزام خارجي ناجم عن المخاطر.

### **3- احتياطي العملة الاجنبية :**

#### **(وسيلة تدخل واستقرار ام تمويل للتجارة الخارجية؟)**

لا يخفى ان للسياسة النقدية التي يعتمد عليها البنك المركزي العراقي اذرع خارجية لاتقل اهمية عن ادواتها الداخلية في بلوغ غايات تلك السياسة في الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي وخفض التضخم وتعميق الاستقرار المالي مما يصب في مصلحة التنمية الاقتصادية للبلاد .

وعلى هذا الاساس ، كان انفتاح البنك المركزي العراقي على النظام المالي الدولي والاندماج في واحدة من بين اهم التحديات التي واجهتها السياسة النقدية منذ العام 2003 بعد رفع الحصار الاقتصادي المباشر وتحرير الارصدة العراقية المجمدة في المصارف العالمية، للبدء في اعادة بناء احتياطيات البنك المركزي العراقي من العملة الاجنبية التي تمثل غطاء للعملة الوطنية ومصدر استقرار الدينار العراقي من خلال استقرار سعر الصرف وبناءه التوازني كقيمة خارجية للدينار .



وبناءً على ماتقدم ، ولكون البنك المركزي العراقي بنك الدولة ومستشارها المالي والمؤتمن على المال العام كما نص على ذلك قانونه رقم 56 لسنة 2004 ، فقد استطاع البنك المركزي العراقي من ادارة موارد البلاد النفطية وغيرها من مصادر العملات الاجنبية عبر ادارته لصندوق تنمية العراق ذلك الصندوق الذي أسس بموجب قرار مجلس الامن 1483 في ايار 2003 وبشكل خاص منذ تسلم العراق السيادة بعد 28/حزيران / 2004 .

حيث ارتبطت ادارة ذلك الصندوق ارتباطا وثيقا بالموازنة الاتحادية للبلاد لكون النفط يشكل المورد الرئيس للموازنة وبنسبة تزيد على 90% فضلا عن ان تدفقات البلاد من العملة الاجنبية هي مصدرها الصندوق المذكور ، وبنسبة قد تزيد على 95% من التدفقات الداخلة وان النفط كما هو معلوم يشكل حوالي ثلثي الناتج المحلي الاجمالي للبلاد .وان هذه الادارة قد اخذت طورا آخر بعد نفاذ قرار مجلس الامن 1956 لسنة 2010 وانتهاء الحماية الدولية على اموال صندوق تنمية العراق في 30/حزيران/2011 . وعلى هذا الاساس عُدت موارد صندوق تنمية العراق مرتبطة بالميزانية العمومية للبنك المركزي العراقي وبالسياسة النقدية باتجاهين :-

### الاول: بنود داخل الميزانية العمومية للبنك المركزي

اذ يتولى البنك المركزي استبدال جانب مطلوباته الممثلة بالدينار العراقي لقاء العملة الاجنبية المتسلمة من الصندوق المذكور لتمويل مصروفات الحكومة الداخلية ، حيث يمثل تراكم تلك العملة الاجنبية احتياطات العراق الدولية او غطاء العملة الوطنية والذي يستخدم في جانب منه كوسيلة للتدخل **step in** في السوق النقدية للسيطرة على مناسيب السيولة وفائض الطلب الذي تولده الموازنة العامة عبر نفقاتها العامة الممولة بالدينار العراقي المصدر ضمن سياسة التعقيم لتوفير التوازن بين العرض والطلب في سوق النقد والحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار العراقي .

### الثاني: بنود خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي

وتمثل في الاحوال كافة ادارة البنك المركزي العراقي للمال العام ولاسيما بالعملة الاجنبية لكونه الوصي على اموال الحكومة والمؤتمن على الادارة الخارجية للمال العام .وقدر تعلق الامر بالشق الاول / بنود داخل ميزانية البنك المركزي

العراقي ولاسيما الموجودات الاجنبية ، فانها تمثل اليوم كما ذكرنا غطاء العملة الوطنية المؤازر للاستقرار وهو يمثل تحوطات لمواجهة قوى الصرف الاضافية المحتملة التي يولدها السوق في كل لحظة من نشاطاته اليومية والتوقعات التي تفرزها تلك السوق . فضلا ان ذلك الغطاء هو احد مكونات الاساس النقدي اي نقود البنك المركزي وتمثل الوسيلة الساندة لقوة الدينار العراقي المصدر ، حيث ارتفعت الاحتياطات الاجنبية للبنك المركزي ( غطاء العملة ) من (بضعة مليارات) في العام 2004 الى حوالي (59) مليار دولار حالياً وهي الاعلى في تاريخ البلاد الاقتصادي منذ ثلاثة عقود مضت . ومع ذلك ، لا يرى البنك المركزي ان هذه المبالغ كافية لحماية الاقتصاد الوطني بسبب ضعف تنوعه اذ لا تشكل الزراعة فيه اليوم مساهمة في الناتج المحلي الاجمالي اكثر من 2.5% والصناعة لالتزيد الا على 1% بقليل ، مما يعني ان الاقتصاد في وضعه الحالي باستثناء انتاج النفط هو اقتصاد خدمي ضعيف الارتباط بالانتاج الكلي ، مما يتطلب حذر وترقب شديدين في تكوين احتياطات كافية تمتص ضعف التنوع وتعرض ميزان المدفوعات الى مخاطر التقلب الشديد بسبب ضغوط الطلب الكلي او الانفاق الكلي .

وعلى الرغم مما تقدم ، فقد اشر التاريخ الاقتصادي للعراق الحديث تلازما واضحا في حركة تمويل التجارة ومستوى تراكم الاحتياطي الاجنبي الرسمي للبلاد . اذ مثلت موارد النفط الربعية خلال الستين سنة الاخيرة ما نسبته 95% من احتياجات البلاد للعملة الاجنبية في تمويل التجارة وبنسبة لن تقل عن 85% في تمويل ايرادات الموازنه العامة في افضل سنواتها خلال العقود الاربعة الاخيرة .

ان تراكم العملة الاجنبية لدى البنك المركزي العراقي والتي تمثل احتياطاته الدولية قد تمت من خلال قيام وزارة المالية بمقايضة ما لديها من ايرادات بالدولار التي هي ناجمة بالاساس عن صادرات العراق النفطية لقاء حصولها على ما ترغبه من الدينار العراقي المصدر من البنك المركزي العراقي ، ليدخل التداول ولكن عبر ابواب الصرف في الموازنة العامة للدولة.

ولما كانت مهمة البنك المركزي العراقي هي الحفاظ على استقرار قيمة الدينار العراقي ، الذي جرى اصداره والتصرف به بصورة رئيسة عبر نفقات الموازنة العامة المذكورة وحسب الآلية المشار اليها في اعلاه ، فان مثل هذا الامر قد حدد توجهات السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي وقبدها في كيفية استخدام الدولار

المتاح كاحتياطي اجنبي ، بغية مواجهة نفقات الجمهور ومعاملات السوق المترتبة عليها والتي أشتقت بالاساس من انفاق حكومي تحول في مرحلة لاحقة الى قوة شرائية بيد الجمهور ، يتم تداولها وانفاقها كدينار عراقي في التعاملات اليومية .

وبهذا فقد اضحى الاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي موجه للتعامل المباشر مع ضغوط السوق واحتياجاتها للعملة الاجنبية ، ولكن في اطار الحفاظ على الدينار العراقي وقوته الشرائية عبر غطاء دائم من العملة الاجنبية . وان مثل هذا التوجه في السياسة النقدية يعد من الاعمال اللاحقة والاساسية في تنفيذ اهداف البنك المركزي العراقي ، ولاسيما بعد ان انتهت مرحلة التعامل المباشر مع السياسة المالية في المرحلة الاولى المذكورة آنفاً ( اي مرحلة استبدال احتياجات الموازنة العامة للدينار العراقي ببعض موجودات الحكومة من العملة الاجنبية والبدء بصرف الدينار عبر نفقات الموازنة العامة ) لتبدأ المرحلة الثانية المتمثلة هذه المرة بمعالجة طلب السوق على العملة الاجنبية والناجم كما نوهنا عن المصروفات النهائية للحكومة بشكل رئيس .

وفي اطار التوجه نحو اقتصاد السوق وبناء مرتكزات قوية ومستقرة للاقتصاد الحر وعلى وفق ما نص عليه الدستور ، فان السياسة النقدية هي ليست في وضع التعامل بصورة معكوسة في هذه المرحلة اللاحقة ، ذلك بالتغافل عن النتائج التي افرزتها النفقات العامة في المرحلة الاولى ، ووضع الامور بصورة معكوسة خارج سياقاتها ، عبر التعامل مجدداً في معالجة احتياجات الموازنة العامة وسد العجز في متطلباتها التمويلية اللاحقة ، ولكن على حساب استقرار السوق وافرازات النفقات العامة السابقة التي تسببت في تعظيم مناسب السيولة المحلية .

## - آلية تمويل التجارة والموازنة العامة:

ينصرف مفهوم تمويل التجارة trade finance الى العلم الذي يصف ادارة النقود والمصارف والانتمان والاستثمارات والموجودات لاغراض التجارة الدولية ، وان الاطراف المشاركة في تمويل التجارة هم المصدرون والمستوردون والممولون ورجال التامين ومجهزي الخدمات الاخرى ، وعلى هذا الاساس سيتم تناول تمويل التجارة الخارجية في العراق بمرحلتين وعلى النحو الاتي :

### أ- مرحلة ما قبل استقلالية البنك المركزي

لما كان البنك المركزي العراقي وما يزال يمثل بنك الدولة والمؤمن على اموالها وهو جزء لا يتجزأ من المالية العامة بسبب قوة الترابط بين الموازنة العامة والميزانية العمومية للبنك المركزي بحكم التبعية وهيمنة السلطة المالية على القرار النقدي .حيث كان هنالك حساب واحد للعملة الاجنبية يمثل احتياطات البلاد كافة من النقد الاجنبي وان الايرادات من تلك العملة التي تدخل الموازنة العامة تمثل عوائد النفط في الغالب يسجل ما يعادلها في الميزانية العمومية للبنك المركزي دينار عراقي مصدر سواء بشكل حسابي في سجلات البنك ام فعلي في التداول ليتولد النقد الاساس base money وان النقد الاجنبي في هذه الحالة يدخل في بنود الميزانية العمومية للبنك المركزي On Balance Sheet.

ان الكيفية التي يجري فيها تمويل التجارة الخارجية (ولا سيما تمويل الاستيرادات ) للحكومة والقطاع الخاص كانت تجري وفق برنامج تجاري سنوي معد مسبقا سمي فيما بعد بـ (خطة التجارة الخارجية) وكان يقصد بها في الغالب تمويل تجارة الاستيرادات الحكومية والخاصة وفق الالية الاتية :

اولا – تتولى الحكومة السحب من ذلك الاحتياطي لاغراض تمويل التجارة الحكومية وتجري التسوية عبر تعديل قيود الموازنة العامة وما يقابلها من قيود عبر الميزانية العمومية للبنك المركزي .

ثانيا- استنادا الى برنامج او خطة الاستيراد يمنح القطاع الخاص اجازات استيراد وفق تقديرات لجان الحاجة او مسح الطلب على السلع المستوردة النهائية او مستلزمات انتاج وغيرها من اللوازم الراسمالية .

ثالثا – تقوم الاطراف التجارية الخاصة بفتح اعتماد عن طريق المصارف التجارية المحلية وبشكل خاص مصرف الرافدين ، بعد ان يبتاع التاجر العملة الاجنبية سواء بمدخراته التي تمثل راسماله او عن طريق الاقتراض وهو الائتمان التجاري الذي يمنحه المصرف الى زبونه التاجر .

رابعا – في كلتا الحالتين ثانيا وثالثا في اعلاه يبادل البنك المركزي العملة الاجنبية لقاء الدينار العراقي المتحصل من المصرف التجاري . وفي هذه

الحالة كانما الحكومة قامت مباشرة ببيع العملة الاجنبية الى التاجر المستورد عبر المصرف الوسيط الفاتح للاعتماد لتغطية الاستيرادات .

خامسا - في ظل الرقابة المتشددة على الصرف والتحويل الخارجي فان البنك المركزي غير مخول في بيع العملة الاجنبية خارج نطاق برنامج تمويل التجارة والسفر السياحي العادي الا بموافقة مشروطة مثل نفقات الدراسة على النفقة الخاصة والاستشفاء والتطبيب خارج العراق ومستحقات شركات الطيران وبعض الشركات العاملة في العراق المولدة للربح وتحويلات العاملين الاجانب . مع العرض ان الفترات التي اشتدت فيها الحروب ولا سيما عقد الثمانينيات تم اللجوء الى الاقتراض الخارجي واشاعة ما يسمى بالدفع الاجل بسبب تدني الاحتياطيات الاجنبية التي استهلكتها الحرب وقد غطت تلك الاتفاقيات جانب بسيط من احتياجات القطاع الخاص الاستيرادي ، قبل ان يؤذن بممارسة سياسة الاستيراد بدون تحويل خارجي التي قادت الى فوضى في مصادر التمويل وتوليد سوق صرف سوداء واسعة ممولة لتلك العمليات الاستيرادية ولكن بكلف تضخمية مشوهة لهيكل الاسعار .

#### ب- مرحلة استقلالية البنك المركزي العراقي (مرحلة التدخل في سوق الصرف)

وهي المرحلة التي ابتدأت منذ العام 2004 والمتمثلة بصور قانون البنك المركزي العراقي رقم 56 حيث انفصلت موارد الحكومة المركزية بالعملة الاجنبية عن الاحتياطيات الاجنبية للبنك المركزي العراقي .وان ممارسة وظيفة بنك الدولة في ظل الاستقلالية جعلت من ايرادات الحكومة بالعملة الاجنبية والممثلة بحساب DFI والذي تمثل عائداته ايرادات مباشرة للموازنة العامة ، ان تسجل في الميزانية العمومية للبنك المركزي ضمن بنود خارج الموازنة Off Balance Sheet وليس كما كان يجري في المرحلة السابقة لاستقلالية البنك المركزي. حيث تولدت احتياطيات البنك المركزي العراقي منذ العام 2004 عبر اتجاهين :

#### الاول : وهو الاتجاه الغالب او المباشر :

ويتمثل بقيام الحكومة بسد نسبة تصل ما بين (60-70 %) من نفقاتها الداخلية بالدينار العراقي عن طريق مبادلة الدينار المنتج في البنك المركزي العراقي بكونه سلطة الاصدار النقدي ومبادلته بالدولار لتمثل

عملية مبادلة بين الميزانية العمومية والموازنة العامة او بين بنود داخل الميزانية العمومية وبنود خارج الميزانية العمومية للبنك المركزي العراقي وان هذه المبادلة تتم لاغراض سد النفقات المحلية بالدينار العراقي وان الدولار المتحصل لقاء هذه المبادلة يمثل تراكم للاحتياطي الاجنبي للبنك المركزي العراقي او ما يسمى بالموجودات الخارجية المكونه للنقد الاساس المستعمل في التداول.

ويلحظ ان تمويل تجارة الاستيرادات الحكومية تتم من المتبقي من النسبة في اعلاه عبر ادارتها من جانب المصرف العراقي للتجارة TBI والذي انشأ في العام 2003 لتمويل الاستيرادات الحكومية كبديل مؤقت او دائم لمصرفي الرافدين والرشيد المثقلين بالديون الحكومية الخارجية ودعاوى الحجز القضائي والتي جميعها ما زالت في طريق التسوية .

#### الثاني: وهو الاتجاه غير المباشر :

ويتمثل ببعض التدفقات من تحويلات مقيمة في الخارج الى مقيمين في الداخل ولكن بالرغم من ذلك كانت التحويلات من الكيانات غير المقيمة او (خارجية) الى كيانات غير مقيمة (داخلية) قد تركت بعض بصماتها على تدفق العملة الاجنبية في السوق المحلية وهي ناجمة عن بعض مصروفات الجيش الامريكي ومختلف الواجهات الاجنبية .

وبناء على فصل احتياطات العملة الاجنبية الى قسمين الاول يخص الحكومة ويتولى تمويل التجارة الحكومية والثاني احتياطات البنك المركزي التي تتولى في واحدة من وظائفها تمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص عن طريق تلبية طلبات المصارف لها من خلال مزاد العملة الاجنبية .

وهو المزاد الذي يمارس وظيفة عمليات السوق المفتوحة في مبادلة الدولار بالدينار ليس لتمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص واحتياجاته من النقد الاجنبي فحسب ، وانما يمارسها كسياسة نقدية **للتدخل step in** لاستقرار سعر الصرف و للسيطرة على مناسب السيولة المحلية واحتواء قوة النفقات العامة التي تولدها الموازنة العامة وبشكل خاص النفقات الجارية وتوليد قوة طلب محلية متنوعة جدا على

السلع والخدمات الخارجية امام هشاشة التنويع الاقتصادي المحلي وتعاضم الانفاق الفردي المستمد من قوة النفقات العامة في الموازنة العامة الذي يمثل أس التضخم الناجم عن ضغوط الطلب أو الانفاق الكلي ، حيث لا تشكل مساهمة القطاع الزراعي والصناعي سوى 5% من تكوين الناتج المحلي الاجمالي ، مما جعل مزاد العملة الاجنبية وسيلة لأمتصاص قوة الانفاق الحكومي المولد من الربيع النفطي وتغذية السوق واحتياجاتها الواسعة من الطلب على السلع والخدمات الاجنبية ، عبر تمويل البنك المركزي للتجارة الخارجية للقطاع الخاص بوسائل وآليات تمويل متاحة خلفها انعزال العراق عن العالم وانزواءه ضمن الفصل السابع الذي لايمكن ان يوفر كفاءة عالية في تمويل التجارة الخارجية للقطاع الخاص الا من خلال الدفع المقدم او المباشر Cash in Advance كبديل لوسائل تمويل التجارة الخارجية عن طريق الائتمان التجاري او الاعتمادات LCs لكون العراق يحظى بمخاطر ائتمانية Credit Risk ولا يوجد لدى البلاد او مؤسساتها تصنيفا ائتمانيا rating يعتد به في النظام المالي الدولي لكي ينتقل تمويل التجارة من الدفع النقدي عن طريق التحويل المباشر للعملة الاجنبية الى الدفع عن طريق الوسائل الائتمانية في تمويل التجارة المذكورة آنفا مثل رسائل الاعتمادات LCs او تحصيل المستندات Documentary collections وغيرها من وسائل تنظيم التجارة .

ان مايتطلع اليه البنك المركزي العراقي من خطط مستقبلية تتلخص بتطوير ادارة موارد البلاد الخارجية وتنويعها من خلال تكوين وانشاء صندوق للثروة السيادية تختلف معاييرها قليلا عن معايير ادارة الاحتياطيات الاجنبية الدولية ( غطاء العملة) ذلك بتغليب العائد وتعظيمه على مسألة السيولة التي هي ملازمة لصفة الاحتياطيات الدولية للبنوك المركزية عادة لمواجهة الحالات الطارئة . وان تنويع صندوق الثروة السيادية بمختلف الادوات المالية ينطلق من حقيقتين الاولى ان موارد النفط التي يصعب امتصاصها من خلال التنويع الحقيقي فينبغي تنويعها ماليا . والآخر فان عوائد صندوق الثروة السيادية لا بد من ان تصب في مصلحة تمويل التنمية وبناء القدرات المادية والبشرية للبلاد في خط متوازي مع القدرة على

التنوع الحقيقي لقطاعات الاقتصاد الوطني كافة . وهو الامر الذي يمثل واحد من استراتيجيات البنك المركزي المقبلة.

**ختاماً :** اذا كانت الموازنة العامة عبر سياستها المالية قد اخفقت في تحقيق قاعدة قوية للنمو الاقتصادي ومالت كثيرا نحو الانفاق الجاري المولد لفائض الطلب الاستهلاكي واستمرار ضعف القاعدة الانتاجية الوطنية ، فإن مثل هذا التوجه يتقاطع مع المباديء الاساسية للسياسة النقدية واهدافها في تحقيق الاستقرار عن طريق التصدي للانفاق او توليد عرض معوض لنقص العرض المحلي من خلال تمويل تجارة الاستيراد وجعل العرض منسجم مع قوة الطلب وبخلاف ذلك فان تقييد مزاد العملة الاجنبية امام نواقص خطيرة في تنويع العرض المحلي واخفاقات سياسة التنمية لا يؤدي الا الى توليد ميلان سالب في الاقتصاد يتمثل بضرب عناصر الاستقرار فيه وابعاد وتحريف السياسة النقدية عن اهدافها لاسيما في تعاضم سقف الموازنات العامة ودفعه الى الاعلى ونحن اليوم نواجه اكبر موازنة عامة في تاريخ العراق يقدر سقف الانفاق فيها قرابة 112 مليار دولار للعام 2012 .

وإذا ما اريد تبديل فلسفة السياسة النقدية في تنفيذ بعض ادواتها كمزاد العملة الاجنبية ، فينبغي ابتداء العمل على تبديل فلسفة السياسة المالية وجعلها سياسة مولدة للتنمية وتوسيع العرض وقاعدة الانتاج المحلية وتعظيم كفاءتها وتقليل مستويات البطالة الفعلية التي ما زالت تزيد على 18% من اجمالي القوة العاملة . مما يتطلب تقييم حزمة السياسات الاقتصادية بعيدا عن اي توجهات انتقائية في تقييم بعض السياسات دون الاخرى .

### **3- الاستنتاجات:**

#### **سياسة نقدية مستقرة ام ملجأ اخير للتحوط من المخاطر؟**

يعد الانموذج الاقتصادي الراهن للبلاد انموذجاً توزيعياً كثيفاً الاحادية صوب القطاع النفطي ضعيف الكفاية الانتاجية يتمتع بتكاليف اجرية حقيقية عالية نسبياً لاتسمح بتوليد فرص عمل جديدة بل هو على العكس مولد للبطالة ولايمتلك الامكانية والمرونة الكافية في امتصاص معدلات نمو قوة العمل السنوية . . ولم ينسجم ذلك النموذج مع مناخ الاستقرار السعري الذي وفرته السياسة النقدية للبلاد ممثلة في انخفاض معدلات التضخم الى المرتبة العشرية الواحدة فضلا عن استقرار معدلات الصرف ولاربعة سنوات متعاقبة وبناء احتياطات عالية سائدة



للدينار العراقي مع المسارات الاخرى للسياسة الاقتصادية في البلاد وميولها التوزيعية التي غلبت رؤيتها الاستهلاكية على رؤيتها الاستثمارية او رؤيتها في تعظيم الانتاج والكفاية الانتاجية. فألاداء الانفاقي(الاستهلاكي او التشغيلي) العالي للسياسة المالية طوال السنوات الثمان الماضية جاء متلازما مع اشتداد احادية اقتصاد وانحسار مساهمة القطاعات الانتاجية الاخرى خارج القطاع النفطي في تكوين الناتج المحلي الاجمالي ، وان اي اضافات فعلية للطاقة الانتاجية المادية مازالت عند النقطة الدنيا في التاريخ الاقتصادي الحديث للعراق. في وقت انفرد فيه قطاع الوظائف الحكومية بسياسات تشغيل توسعية فاقت اجورها ومرتباتها في متوسطاتها السنوية متوسط دخل الفرد من الناتج المحلي الاجمالي. وان تلك الوظائف الحكومية امست بحق مسؤولة عن استمرار فرص العمل في العراق دون انقطاع بنحو 60% من اجمالي الفرص المتاحة في الاقتصاد الوطني وبمستوى يغلب عليه انخفاض الانتاجية او حتى دون توافر ارتباط بالنشاط الانتاجي الحقيقي . وان خلق الوظيفة العاطلة، على الرغم من كونها مثلت صورة من صور اعادة ثمار الربيع النفطي وتوزيعه على سكان البلاد وانتفاع اكثر من 25 مليون مواطن من تلك الموازنة ، الا ان سياسات التشغيل غير المنتج قد هدرت الكثير من مكنونات واهداف الاستقرار الاقتصادي والذي عملت السياسة النقدية عليه لسنوات طويلة وانتهت لمصلحة نموذج توزيعي عالي للاستهلاك (والادخار) الخارجي على حساب التراكم الفعلي لرأس المال الوطني . فحصة الاستثمار الحكومي للناتج المحلي الاجمالي على سبيل المثال، مازالت لا تتعدى 10% وهي نسبة تحسنت كثيرا الا ان القطاع الحكومي مازال يهيمن على 80% من مقاليد ذلك الناتج مما جعل السوق الوطنية تحاكي الانموذج الحكومي في تصرفاته بتحويل ثمار الفائض الاقتصادي الممكن والمسؤول عن تحريك الاستثمار الى فائض اقتصادي فعلي متجه نحو الخارج ولاسيما في بلدان المجموعة التجارية المجاورة للعراق والتي خلقت (حاضنات استقطاب) للتراكم العراقي الخارجي .

وبهذا فقد اضعفت السياسة النقدية ونجاحاتها في توفير معدلات استقرار في المستوى العام للأسعار وتماسك قوة الدينار العراقي دخلا فعليا غير منظور على الاجر الاسمي وتقوية الاجر الحقيقي دون ان يترك اثرا على الانتاجية بسبب غياب سياسات انتاج واستثمار واضحة في القطاع الحقيقي ، كما شجع الاستقرار السعري للسياسة النقدية على توليد مدخلات خارجية ايجابية *positive externalities* ولكن للأسف ادمجت في مسار لم يشجع على النمو او يستفاد منه في البرامج والسياسات الاجرية المنتجة ، بل استخدمت نجاحات الاستقرار النقدي لتزج في مسار عالي الركود الاقتصادي دونما تفعيلها في منهج تنمية عملي جاذب للاستثمار ومولد للدخل الحقيقي . وبهذا ومع الاحادية الشديدة وضعف التنوع الاقتصادي

امسى اقتصادنا واحد من اقوى الاقتصادات في العالم التي تتجسد فيه مفارقة الازدهار الكينزية **(المكيفة) adjusted paradox of thrift** ، حيث الرغبة في الاستهلاك **(الخارجي)** على حساب تدهور المنتج المحلي وتعاضم الرغبة في الادخار **(الخارجي)** او تعظيم الاكتناز او السيولة الفائضة لدى الافراد والمصارف والتي جسدت معاً **فجوتين ركوديتين** جاءتا بمثابة تحوط من مخاطر الازاحة الخارجية ومخاطر الازاحة الداخلية لتعبران بحق عن مفارقة الازدهار المكيفة حيث تقضي الرغبة في الادخار الخارجي والرغبة في الاستهلاك الخارجي على حساب تدني الانتاج المحلي وتدهور انتاجيته لقاء اجور حقيقية عالية الى تدهور الاستثمار وتوليد حالة واسعه من الاستنزاف الاقتصادي دفعت بهما تكما الفجوتين اي **فجوة الفائدة** (وهي ارتفاع نقاط الانتشار بين الفائدة الدائنة والمدينة تحت طائلة التحسس العالي للموجودات المصرفية مقارنة بالمطلوبات المصرفية تحت تأثير الازاحة الخارجية للمخاطر) في حين مثلت **فجوة الاجور الحقيقية / الانتاجية** (اي تعاضم الاجر الحقيقي بفعل نتائج الاستقرار النقدي والتحوط بمستوى اجور تقترب من المدفوعات الاجرية في الاسواق الناشئة ذات الصادرات التنافسية الى البلاد مع تدني انتاجية المنتج المحلي وارتفاع تكاليفه بشكل لايتفق مع تعظيم الاجر الحقيقي). وعلى هذا الاساس فبدلاً من ان تستخدم نجاحات السياسة النقدية في الاستقرار بخلق بيئة استثمارية مواتية للتنمية ، الا انها استعملت تلك النتائج ونجاحاتها من جانب القطاعين المالي والحقيقي لتعميق فجوة الفائدة وفجوة الاجور/ الانتاجية بما يؤكد تحقق **مفارقة الازدهار المكيفة** في اقتصاد شديد الاحادية يعتمد على مورد القطاع النفطي عالي التوزيع لاغراض الاستهلاك الخارجي على حساب المنتج المحلي ، وشديد الادخار المرغوب (سواء الخارجي او الداخلي) والمعطل دون توافر القدرة او السياسة الملائمة على زجه في تعظيم النمو الاقتصادي والاستثمار كأساس لذلك النمو ، بل على العكس اصبح النموذج الاقتصادي العراقي الراهن مولداً للنشاط الاقتصادي السالب او العابر للحدود استهلاكاً وادخاراً وهو مايمكن ان نطلق عليه **بمرض العراق الاقتصادي Iraqi economic disease** ، كناية عن المرض الهولندي في الاقتصاد .

وبناء على ماتقدم ، نجد ثمة مقايضة trade off بين انتهاج سياسة نقدية متشددة tighten في مواجهة الانشطة التضخمية التي تجذرت في الاقتصاد العراقي عبر نموذج اقتصادي شديد الاحادية وسياسة اقتصادية رعوية استهلاكية في التشغيل والتعويض ، قادت في الاحوال كافة وللأسف الشديد الى بلورة حالة من التحوط hedge من مخاطر الازاحة الداخلية لدى القطاع المصرفي او المالي مثلته **فجوة الفائدة**. في حين تبلورت حالة من التحوط hedge لدى القطاع الحقيقي الاهلي في تعظيم الاجر والاجر الحقيقي مقابل تدني

الانتاجية من خلال العمل في قطاعات التجارة الخارجية الاستهلاكية و الخدمات الملازمة لها وابتعادها عن النشاط الانتاجي الحقيقي. وان الفائض الكامن للقطاع الخاص قد وجد طريقة ( كأدخارات خارجية ) او اموال معطلة لا يتم اقراضها الا بكلفة عالية تمثلها الفائدة المستوفاة على القروض النقدية لقاء انخفاضها على الودائع النقدية ، وفقاً لحساسية المخاطر على الاصول او الموجودات المصرفية مقارنة بالمطلوبات او الخصوم المصرفية (الفجوة النقدية). واستمرت السوق العيش على مفارقة الازدهار في مرحلة ما بعد الاستقرار النقدي واتباع سياسة نقدية ملبية accommodative لحركة التنمية، بعد ضمان الاستقرار وانخفاض التضخم بسبب تأثيرات السياسة المالية على السوق وهي السياسة المستحوذة على موارد الربح النفطي وتوزيعها والتي عبرت عن احادية الاقتصاد وتوجهاته التوزيعية / الرعوية.

لما تقدم ، يلحظ ان الاستفادة من ثمار نجاح السياسة النقدية في فرض الاستقرار ( وهو الاستقرار الذي حرمت منه البلاد على مدى اكثر من عقدين من الزمن بعد المرور بمصاعب التضخم الجامح والتدهور الاقتصادي ) تقتضي اليوم إعادة هندسة السياسة الاقتصادية لاسيما السياسات المسؤولة عن الركود الاستثماري في القطاع الحقيقي عبر تحريك القطاعات عالية الانتاجية والتي لا يمكن للقطاع الخارجي عبر سياسة الباب المفتوح منافستها ، مما يعني إعادة تخطيط اولويات التنمية وتنفيذ سياسات اعمار رصينة والدخول في مجالات تستطيع جذب قوة العمل والتصدي للبطالة وتفعيل الادخارات عن طريق توليد الكيانات الخالقة للسوق، اي (الشركات المساهمة الحكومية الاهلية المشتركة) .

بعبارة اخرى ، فإن المسؤولية الاساسية للخروج من مفارقة الازدهار ، تقع على تبني سياسة اقتصادية قادرة على توليد استثمارات محركة للعجلة الاقتصادية حالاً ولاسيما المشروعات الكبرى وبشكل خاص مشاريع البنية التحتية والمشاريع الاستراتيجية العابرة للمحافظات والاقاليم وخلق سوق وطنية بأماكنها تحريك قوة العمل من مجال الى مجال اخر بشراكة وانسيابية واضحة وصريحة بين الحكومة و السوق او قطاع الاعمال الوطني.

References:

- Bick. A and Nautz. D (2008) "Inflation Threshold and Relative Price Variability: Evidence from U.S. Cities" International Journal of Central Banking Vol.4 No. 3 pp: 61-76.
- Central Bank of Iraq Statistical Annual Statistical Bulletin.  
Research and statistics Dept. CBI. Baghdad. [www.cbi.iq](http://www.cbi.iq)
- Craig, B and Rocheteau, G (2008) "Inflation and Welfare: A Search Approach" Journal of Money, Credit and Banking Vol. 40 , pp:89-47.
- International Monetary Fund, World Economic Outlook Slowing Growth, Rising Risks Sept./ 2011.
- Iraq : Rising Risk of Political instability, Business Forecast Report Q4,2011 Business Monitor International Ltd. London.
- Kasim , Mudher (2010) "Prelude to Political Economy for Iraq: The Rental state from Economic Centralism to Market Democracy" Bayt EL-Hikma, Baghdad.
- Pearce, D.W (1992) The MIT Dictionary of Modern Economics. 4ed. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Ricardo . L and Wright ,R (2005) "A unified Framework for Monetary Theory and Policy Analysis" Journal of Political Economy Vol. 113 . pp: 463-84.

### **Adjusted Paradox of Thrift:**


#### **Two Risk Gaps Analysis and monetary policy**

**First Gap :**

**Risk Crowding out (X)**

Or (Bank's Loan Interest  $\sim$  Risk x Elasticity)

$$X = d \log R / d \log \text{Risk} \times \geq < 1$$


 Tightened Monetary Policy  $X \geq 1$   
 Accommodative Monetary Policy  $X \leq 1$

R = interest on Banks Loan

Risk  $x$  = Policy interest Rate

**Second Gap:**

**Risk Crowding in ( $y$ )**


or Real Wage / productivity Hedge Gap


or Real Wage /productivity  $\sim$  Risk Elasticity( $y$ )

W = Real Wage

Productivity = given

Risk  $y$  = Iraqi Dinar depreciation / appreciation


 Low inflation Combined  
 with accommodative  
 monetary policy  $y \geq 1$


 High inflation Combined  
 with tightened monetary  
 policy  $y \leq 1$