

مسائل في مفهوم النقود وتوليدها وتنظيم البنك المركزي للسيولة

الدكتور أحمد إبريهي علي

العودة إلى المفاهيم الأساسية للنقود وإدارة السيولة والائتمان والحوار حول انتظام التفاعل بين الصيرفة المركزية والمصارف قد يُساعد في تعميق التفاهم، وربما اكتشاف فرص جديدة للترصين المؤسسي وتحسين الأداء. تعرض هذه الورقة ملاحظات تحليلية جاءت على هامش اهتمام البنك المركزي بعلاقاته المالية مع المصارف والنظر في المدى الممكن لفاعلية أدواته للوصول إلى الودائع والائتمان عبر السيولة وأسعار الفائدة التي يستخدمها في عملياته التي تكون المصارف طرفاً فيها.

لأن الدول المتقدمة ذات العمق المالي تُمثل المختبر الأول للتفكير والتطوير النقدي والمصرفي على المستوى الدولي لذلك نعالج بياناتها ونُشير إلى سياساتها من هذا الجانب. ليس الهدف من هذه المعالجات الواردة في هذه الورقة تغطية أكاديمية للمسائل المطروحة فتلك موجودة في المؤلفات المنهجية والدراسات المعروفة، كما لا تتضمن مقترحات التطوير الممكنة التي تعقد الندوة من أجلها، بل من أجل التهيئة لتسهيل النقاش أملاً في التوصل إلى مشتركات ضمن ثقافة العمل.

كيفية توليد النقود ومكائنتها أو تحجيم نموها مطروحة دائماً للبحث وموضع اهتمام الاقتصاد النقدي والسياسات، أشرنا بالمختصر إلى مقاربات متداولة ومؤثرة في هذا المجال، وجاء تحليل الوقائع بمثابة تعريض تلك المقاربات لاختبار إضافي. وليس الغرض من هذا النقض أو الإثبات بقدر الانتباه إلى المضمون الواقعي للأطروحات النظرية التي غالباً ما يتعرض إليها الكادر المصرفي في منتدياته ولقاءاته الدولية.

أشارت الورقة إلى سوق ما بين المصارف وهو حلقة الوصل بين الصيرفة المركزية وأسواق النقد وبقية أسواق المال والمحطة الأولى لبث السياسة النقدية.

لمحة عن نشأة العملة في التاريخ

ظهرت المبادلات والآليات التي تسمى السوق تدريجياً مع الانتقال من العيش البدائي إلى الحضارة الزراعية، ثم من الإكتفاء الذاتي نحو التخصص وتقسيم العمل الذي لا يمكن تصوره منطقياً دون مبادلة مُنتَجَ بمُنتَجات أخرى. كانت العملية تُدار بالمقايضة التي تتضمن الاتفاق على معدلات تبادل بين السلعة المعروضة من جهة وجميع الخدمات والسلع الأخرى: بين القمح والشعير والتمر والصوف والحيوانات وسواها والأوعية الفخارية أو معادن شائعة أنْ إذ والعمل والعلاج... وهكذا تنتهي تلك المقايضات، منطقياً، إلى استقرار التقييم

للسلع والخدمات بوحداث من سلعة رئيسية فأصبحت تلك السلعة بمثابة عملة. في ذات السياق كان يجري تكوين مؤسسي لتظهر الدولة وقوانينها، وضرائبها، أو ريع الملك والأمير، بمقاييس تلك العهود. بالتزامن مع الملكية الخاصة وحقوق الأفراد في الطبقات والتجمعات السكنية في المدن، ومهنة التجارة ومخازن الغلال، والوظيفة المالية للمعبد واهمها حفظ الأشياء الثمينة، وأيضًا يأخذ حصته مما ينتج الناس حقوقًا دينية عليهم أو تطوعًا من الاتقياء... ومن تلك البدايات التي مثّلت نقلة نوعية في حياة البشر تعاقبت الأجيال على مسار التطور الذي أفضى إلى عصرنا هذا.

استخدمت الحبوب مثل الشعير والفضة لإجراء المبادلات في العراق القديم وتدرجيًا صارت الفضة مقياسًا مرجعيًا للقيمة، وكشفت التنقيبات الأثرية عن مسكوكات شائعة لهذا الغرض. ومن أقدم القوانين المعروفة للأثاريين، والتي ذكرت فيها المسكوكات والشيكل Shekel، قانون أور - نمو Ur- Namu وهو الملك المؤسس لسلالة أور الثالثة 2006-2113 قبل الميلاد، والذي وجدت الواحة في نيبور Nippur عام 1952. والشيكل المذكور في المادة 19 من القانون وزن مرجعي يستخدم بمثابة وحدة أساس لما يشبه نظام العملة في زماننا. وكذلك قانون لبت عشتار Lipit - Ishtar الملك الخامس من سلالة إيسن وعثر على الواحة في آثار مدينة نُفّر. بيّنت مواد القانونيين عقوبات يدفعها الجاني فضة تقاس بعدد من الشيكلات. اما قانون اشنونة Ishnuna فقد كُشف عنه في تل حرمل قرب بغداد الجديدة، ويتألف من 61 مادة ذكرت الفضة بمقياس الشيكل في عدد منها ويُعرّف بخمسة غرامات من الفضة أو 180 حبة. القوانين آنفا كانت تحتوي تشريعات اقتصادية منها أسعار للسلع وأجور العمال، وعقوبات يشار ضمن نصوصها إلى الفضة مقياسًا للقيمة.

كان يُعتقد خطأً أنّ شريعة حمورابي هي الأقدم في العراق، لكن التنقيبات الأثرية اللاحقة كشفت عن قوانين صدرت قبلها منها تلك التي أشرنا إليها للتحري عن المنشأ التاريخي للنقود، إضافة على مدونات تعاقدية وغيرها يُفهم منها وجود قوانين. جاءت شريعة حمورابي 1750-1792 قبل الميلاد محطة بارزة على ذلك المسار التشريعي في العراق، وتضمنت العديد من القواعد القانونية للتجارة والعمل والعقوبات التي تُبيّن بوضوح وجود مقاييس للقيمة بدلالة المعدن الثمين.

قد استخدمت المعادن الثمينة في العهود السومرية، مقياسًا للقيمة ووسيلة للتبادل، وذكرت الفضة في الواح مسمارية تعود إلى أواخر الألف الثالث قبل الميلاد بمقياس الشيكل Shekel ويعادل ربع الأونصة. وكذلك في بلاد الشام الكبيرة، وفي الحضارة المصرية يُفهم من مدونات كشفت عنها التنقيبات أواخر الألف الثاني قبل الميلاد، لكنها في عموم المنطقة لم تكن عملة بالمعنى الذي عرفه العالم فيما بعد. كانت تستورد المعادن

الثمين إلى العراق ومصر، وهذا من أسباب قيمتها المرتفعة التي عززت وظيفتها النقدية. عندما تقيم السلع والموضوعات الأخرى للمبادلات بالفضة قد لا تتجز صفقة المبادلة إذ يمكن التسديد بسلع أو عبيد تعادل قيمة الصفقة، وهذا يعزز قناعات من يؤكد أن قياس القيمة وظيفة رئيسة للنقود في أصل النشأة، أي ان وظيفة المعدن الثمين لقياس القيمة كانت اظهر من دوره الفعلي في المبادلات.

كانت بلاد الإغريق تستخدم البرونز والحديد، على شكل سياخ أو مناصب ثلاثية أو حلقات، وسائط للتبادل. والإغريق آنذاك على اتصال مع الفينيقيين الذين يستخدمون الفضة في الألف الأول قبل الميلاد، وتجارهم مع بلاد الشرق عموما عرّفهم استخدام المعادن الثمينة نقودا. وتدل أشعار هوميروس على أن الذهب والفضة مقتنيات قيمة بذاتها لديهم، وأيضاً، كان الذهب يستورد إلى دويلات اليونان من أماكن أخرى. أما العملات بمعنى المسكوكات الرسمية فظهرت لاحقاً في آسيا الصغرى، مملكة ليديا، أولاً ثم في الصين والهند بين القرن السابع والرابع قبل الميلاد. العملة المسكوكة من المعادن أوجدتها وقتنها السلطة السياسية مختومة بشعارها. العملة، ذات الطابع الرسمي، التي ظهرت في ليديا غرب الأناضول مصنوعة من مادة هي مزيج من الفضة والذهب Electrum كهربان معدني. ومنذ ظهور المسكوكات الرسمية وطوال تاريخها يتكرر انخفاض كمية المعدن الثمين دون القيمة الاسمية للمسكوكة مع توالي السك، ولادامة الثقة تُصلح الحكومة الخل ليعود التطابق، وبعد مدة يظهر التفاوت من جديد.

بعد سك العملة بالكهربان أخذت ليديا بإصدار عملات بالذهب والفضة، وعند احتلالها من الفرس عام 546 قبل الميلاد كانت العملات متداولة في جميع مدن اليونان، وهناك 100 دار للسك في تلك المدن. وانتشرت العملات شرق المتوسط ومصر، بعد اجتياح الإسكندر المقدوني لبلاد الشرق فيما تسمى المرحلة الهيلينستية بين 321 و31 قبل الميلاد، وخلال هذه المدة يذكر المؤرخون أنّ القيمة الاسمية للمسكوكات كانت أعلى من محتواها المعدني وتلك الفروقات من مصادر تمويل الدولة لنفقاتها، وهذه تماثل إلى حد ما تمويل العجز في الدول المعاصرة من الإصدار النقدي. أما روما في عهد الجمهورية والإمبراطورية لاحقاً فقد شهدت سك العملات من الذهب والفضة والبرونز، وفي تاريخ الرومان يتكرر اختفاء العملات الجيدة من الذهب والفضة ذات العيار العالي لتبقى العملات ذات العيار الناقص، ومن تلك التجارب ظهر قانون Gresham "العملة الرديئة تطرد العملة الجيدة من التعامل"، وبمضمونه الاجتماعي فيما بعد.

وهكذا تطورت المقايضة إلى اتخاذ سلعة مناسبة، يعتمد اختيارها على النطاق الجغرافي، مقياساً للقيمة وتسهيل المبادلات. وبذلك ارتفعت كفاءة السوق ودوره في تحويل النشاط الاقتصادي تدريجياً من الاكتفاء الذاتي إلى التخصص. تتدرج مسكوكات المعادن الثمينة، من الذهب والفضة، ضمن فئة النقود السلعية، وبدأ

سك العملات في الصين بداية القرن السابع قبل الميلاد. أما السك الرسمي بإشراف الحكومة فقد ظهر أواخر القرن السابع قبل الميلاد في ليديا ، من الدول التي قامت غرب الأناضول، كما سلف. ويذكر أن فكرة العملة الورقية ظهرت ، أيضا، في الصين أول مرة بين القرن السابع والعاشر الميلادي، عندما اتجه التجار إلى وضع عملاتهم الفضية والذهبية في مراكز إيداع، لقاء وصولات، خشية الضياع أو السلب إثناء تنقلهم بين البلدان. ويدفع التاجر المشتري أوراق بقيمة البضاعة إلى البائع ليسلمها إلى مركز الإيداع ويقبض المسكوكات المعدنية. ثم توسع التعامل بتلك الأوراق، وصارت متداولة بالتظهير، فيما يبدو، ومركز الإيداع مرجع نهائي، وقد تستمر الأوراق في التداول لإنجاز العديد من المعاملات قبل أن تعود إليه لاستلام المعدن الثمين.

وفي أوروبا القرن السابع عشر صار من المعتاد إيداع المسكوكات الذهبية لدى الصاغة مقابل وصولات تسمى آنذاك وصولات الصاغة "Goldsmiths' Notes". في المبادلات يستلم بائع السلع أو صاحب الاستحقاق تلك الوصولات بديلاً عن تداول المعدن الثمين بذاته. واكتشف الصاغة بالتجربة دوام بعض الوصولات في التداول وبذا لا يُسترجع الذهب الذي تمثله تلك الأوراق، وبالنتيجة يمكنهم إقراض الودائع الذهبية أو إصدار وصولات إضافية تُقرض. تلك بداية صيرفة الاحتياطي الجزئي كما تذكر في المقاربة الأصولية Orthodox لنشأة العملة الورقية والمصارف الحديثة.

وتبعاً لهذه المقاربة للتاريخ النقدي اتجه الصاغة تدريجياً نحو التخصص وهكذا ظهرت مصارف الإيداع التي تعمل بالاحتياطي الجزئي. والحكومات أخذت تتنافس الصيرفة الخاصة بإصدار النقود الرسمية بالسلطة السيادية Fiat Money عن طريق وزارات المالية أو البنوك المركزية. وفي عام 1660 صدرت العملة الورقية لأول مرة من مصارف خاصة، وذلك في مستعمرة خليج ماساشوستس، إحدى المستعمرات 13 التي تؤلف ما أصبحت تسمى الولايات المتحدة الأمريكية في ذلك الحين. في أوروبا مصرف ستوكهولم أول من أصدر العملة الورقية عام 1660 إلا أنه أعلن إفلاسه عام 1664 لفشله في دفع قيمة كل ما أصدره، وفي عام 1669 بدأ مصرف اسكوتلندا بإصدار العملات الورقية. ويؤيد تاريخ الدولار المنشأ السيادي للعملة الورقية باستقلال عن الوصولات النائبة عن المعدن الثمين التي ظهرت في سياق التجارة كما تبين في الصين من قبل، وفي أوروبا بعد حوالي ألف عام من تلك البداية الصينية. في عام 1776 بعد الاستقلال عن بريطانيا صدرت عملة الدولار الورقية رسمياً في الولايات المتحدة الأمريكية، ولم تكن مغطاة بالذهب وأحجم الناس عن التعامل بها، فشرع الكونغرس قانوناً يُجرّم من لا يقبل الدولار ويصفه عدواً للدولة. لكن التمادي في الإصدار لتمويل الإنفاق العام اضطر الحكومة إلى ربط العملة الورقية بالذهب والفضة. وإنفك الارتباط بين العملة الورقية والمعدن الثمين إثناء الحرب الأهلية وأعيد الارتباط عام 1879 ، ثم انفك مرة أخرى على أثر الكساد

الكبير مؤقتاً عام 1933 وأُعيد عام 1934 بعد تعديل المحتوى المعدني، وعدم جواز تحويل الدولار بحوزة الجمهور إلى ذهب.

وأُرغمت المصارف على الاحتفاظ بمقادير من العملة الرسمية بصفة احتياطات وبذلك أضيف عامل آخر للتوسع الائتماني عبر نظام الاحتياطي الجزئي. ويذكر المؤرخون بداية مختلفة للعملة الورقية الرسمية في الصين خلال القرن الثالث عشر حيث أصدرت الحكومة أوراقاً نقدية تحاكي بها أوراق الدين، وكانت تُصنع أوراق العملة هناك من لحاء خشب التوت. وفي أمريكا الشمالية بداية القرن السابع عشر استخدمت أوراق متداولة لها وظيفة نقدية وهي بمثابة دين أيضاً على جهة الإصدار التي كان خزنها من المعدن الثمين في أوروبا.

وأفهم أن النظام النقدي الحديث والمعاصر المعروف الآن في العالم قد نشأ وتطور في أوروبا.

موضوع هذا المبحث توليد ومكاثرة النقود الائتمانية، ذات المنشأ السيادي، بالنظام المصرفي لاقتصاد هذا الزمن، وخاصة على ضوء العمق المالي لما بعد الأزمة الدولية للقروض العقارية. عندما كان المعدن الثمين ظهرت العملات الورقية، أول مرة، بمثابة إيصالات أو شهادات إيداع نائبة عنه تصدر من جهات خاصة، مثل تجار المجوهرات أو الصيارفة كما سلف، يمكن لحاملها استرجاع مسكوكاته الذهبية متى شاء، ثم تطورت الممارسة إذ أصبحت العملات الورقية أو المسكوكات من غير المعدن الثمين تصدرها الدولة وأوكلت هذه المهمة إلى البنوك المركزية بعد ظهورها تدريجياً منذ أواخر القرن السابع عشر. وبقيت لها صفة النيابة عن المعدن الثمين في البداية وقابلية التحويل إلى الذهب، لكنها فيما بعد أصبحت لها قيمة بقوة القانون وقبول الدولة لها وفاءً للالتزامات الضريبية باستقلال عن الذهب. بيد أن جهات الإصدار تحرص على وجود احتياطي من الذهب متناسب مع حجم العملة المتداولة لمنع الإفراط النقدي وتجنب عجوزات موازين المدفوعات التي يصعب تغطيتها بالاحتياطي. بعد الحرب العالمية الثانية تأسس نظام مبادلة الدولار الأمريكي بالذهب، حيث يكون الدولار احتياطياً، بدل الذهب، لعملات الدول مقابل تعهد الولايات المتحدة بمبادلة الدولار بالذهب حين الطلب بسعر ثابت. وعندما تخلت الولايات المتحدة عن ذلك الالتزام وهو محور نظام بريتون - وودز، صارت النقود ائتمانية - قانونية صرفة Fiat Money. فلم يعد، في صلب النظام، ارتباط الدينار والدرهم والليرة... بالذهب، مباشرة أو حسب نظام بريتون - وودز، ولا بالعملات القابلة للتحويل الدولي التي تُسمى صعبة أو احتياطية، كما كان ارتباط الدينار العراقي بالجنيه الاسترليني في العهد الملكي، بل هي مسألة تقديرية. وبذا صارت القوة الشرائية الداخلية والخارجية لوحدة النقد الوطني، والملائمة بين الاستقرار والنمو الاقتصادي، واعتبارات أخرى... هذه على تفاوت نفوذها في القرار النقدي والمالي، تحكم

مسار حجم النقود في الاقتصاد الوطني. أي أن مرتكز النقود، في العالم الحاضر، عقلانية السلطات صاحبة الصلاحية، وإحساسها بالمسؤولية تجاه النظام العام، وثقة الناس بالمؤسسات والتي تتأثر بالتضخم وسعر الصرف، وصورة المستقبل التي يرسمها وعي الأحداث بتدخل الرأي العام في سياق الثقافة السائدة. ومع ذلك، على الصعيد الواقعي في العالم المتقدم والنامي، درجت حكومات الدول وبنوكها المركزية على الاحتفاظ بعملات أجنبية واصل مالية بعملات دول أخرى وذهب، من أجل استقرار نظامها ومدفوعات الخارجية. والولايات المتحدة الأمريكية، وبريطانيا، وسويسرا، ...، ومنطقة اليورو لا تختلف عن العراق والصين وروسيا وغيرها في الالتزام الاختياري لهذه القاعدة.

تفسير نظري لوجود النقود

النظر إلى النقود من جهة الوظيفة ودوافع الاحتفاظ بها من المعتاد في أدبياتها للتعريف بها : مقياس للقيمة وحفظها وتسهيل المبادلات، لأنها مقياس للقيمة، ولذا تتوب عن كل الأشياء القابلة للبيع والشراء. يطلبها الناس لتلك الأغراض ولهذا يقال المبادلات دافع رئيسي للطلب على النقود . كما يحتفظ بالنقود إرضاء لدافع التحوط لأن عدم التأكد واحتمال حدوث غير المتوقع أمر وارد. وإضافة على المقادير الضرورية للمعاملات التجارية ومتطلبات المعيشة اليومية والاحتياطي، يحتفظ الكثير من الفاعلين في الأسواق والاستثمار بمقادير إضافية استجابة لدافع المضاربة، أي عدم التخلي عن النقود انتظاراً لفرص أفضل.

في البداية، كما ذكرنا، صدرت النقود الورقية مثل شهادات إيداع حيث تسترد الوديعة حين الطلب، وعلى أساس مطابقة وصولات الودائع مع المعدن الثمين المخزون وهو مبدأ الاحتياطي التام. ثم أنتج سياق العمل، كما تقدم، الاحتياطي الجزئي من خلال الممارسة. ولعل هذا التصور يلائم النقود الورقية ذات الأساس الذهبي، ويتسع لتفسير قاعدة مبادلة الدولار بالذهب، نظام بريتون وودز الذي انتهى العمل به مطلع سبعينات القرن الماضي. لكن النقود وعمليات توليدها من البنوك المركزية والمصارف ابتعدت كثيراً عن هذا المنشأ التاريخي حد الانقطاع. فالبنوك المركزية تصدرها تعبيراً عن مبدأ السيادة وقوة القانون والثقة بأن قدرة الدولة على الإرغام تعصمها من الإفلاس. وفي المصارف تتكاثر النقود بالتغذية المتبادلة بين الائتمان والإيداع ، خاصة في الدول المتقدمة أو العميقة مالياً، وهكذا صارت النقود ضمن الأدوات المالية التي تعرّف بجهتي الإصدار والحيازة. فالودائع أدوات مالية تُصدرها المصارف مطلوبات عليها وفي الجانب الآخر أصول لحائزها، وميزتها على بقية الأصول المالية كونها تامة السيولة بمعيار تحويلها أو استعادتها دائماً بقيمتها الاسمية Face Value ودون تكاليف. والودائع الجارية بالذات سيولة فورية لا تختلف عن العملة في وظيفة المدفوعات.

شركات الأعمال غير المالية تصدر أسهمها أو سنداتهما بضمان موجوداتها الحقيقية، والمؤسسات المالية بضمان موجوداتها المالية التي هي مطلوبات على الغير؛ أما البنوك المركزية فقد أصدرت النقود بضمان سيادة الدولة لأن الموجودات التي في حيازتها هي أصلاً جاءت من صلاحياتها لإصدار النقد لحيازة موجودات وطنية أو أجنبية وليس العكس. البنك المركزي يشتري العملة الأجنبية من الحكومة أو المصارف بتعزيز حساباتها الجارية لديه بقيمة العملة المشتراة، أو يُقرض الحكومة والمصارف ، أيضاً بإضافة مبالغ القروض إلى أرصدة حساباتها الجارية لديه. وفي كل الأحوال قد أصدر مطلوبات عليه، ودائماً يتحول قسم من تلك الودائع إلى عملة مُصدرة، بأوامر دفع على تلك الودائع من حائزيها. نلاحظ أن النظرية المعدنية لم تعد وافية لتفسير النقود ، ولذا تبرز النظرية الائتمانية، والنظرية السيادية – القانونية ؛ ثم المقاربة المالية.

الكارتالية Chartalism تسمية للنظرية التي تفسر النقود بالدولة وتنتظر أغلبها بصفة سندات أو أوراق قانونية Legal Tender ، وتُفهم أنّ النقود ذات قيمة لأن الحكومة تريد دفع الضرائب ومستحققاتها الأخرى على المواطنين بها. تُنسب النظرية إلى جورج فريديش Knapp، 1842 - 1926 ، وصارت تُسمى صراحة نظرية الدولة للنقود State Theory of Money وبالفعل يكتب على النقود بما فيها العراقية " ورقة نقدية صادرة بموجب القانون". لكن نظرية الأصل المعدني بقيت في التقاليد إذ كانت الأوراق ، وحتى في العراق، تحمل هذه الصفة " وصل مصرفي Banknote، بل أنّ البنكنوت تسمية اصطلاحية سائدة للعملة الورقية سواء كتبت أم لم تكتب.

لقد عارض Knapp صراحة التصور المعدني الذي عدّه محاولة لاستتباط النظام النقدي دون فكرة الدولة، أو ربما أراد القول ان النظرية المعدنية، وهي النظرية السلعية أو حالة خاصة منها، تتضمن إمكان وجود النظام النقدي بغياب الدولة أو مستقلاً عنها. وهو تجلي آخر للاختلاف في التفكير بين المنحى الإنغلو سكسوني المتمثل في ليبراليتهم الكلاسيكية، والمنحى الألماني الذي يرى الدولة مكوناً طبيعياً في النظام الاقتصادي وليس عنصراً متدخلًا من خارج النظام ينبغي الحذر منه كما في الليبرالية الإنغلو سكسونية. ولا شك عندي أن التكرّر للوجود الطبيعي للدولة في النظام الاقتصادي هو موقف أيديولوجي وليس وصفاً محايداً لحقائق التاريخ والحاضر. عند Knapp صحيح إن المدفوعات كانت تجري بمسكوكات معدنية لكنها لم تقتصر على معدن دون غيره ، ومن المعتاد التحول من معدن لآخر، والحكومات هي التي تقرر معدلات التحويل ، وحسب ملاحظاته أن وحدة القيمة النقدية كانت دائماً إسمية مع وجود المعادن. هذه المسألة الأخيرة أُحيلها للتحقيق التاريخي، وأيضاً لا استبعد أن الورقة النقدية التي كانت في الأصل تعبر عن هذا المقدار أو ذاك من الذهب أو الفضة صارت الأخيرة تقاس بالورقة النقدية. بحيث يقال هذه المسكوكة من الذهب تساوي كذا جنيه وتلك العملة الفضية تُقيّم أيضاً بالجنيه، وهكذا يتعين معامل التحويل بين مسكوكات قديمة وأخرى

جديدة ، أو الذهبية بالفضية ونحو ذلك ، كما يبدو لي. من جهة أخرى نرى شروحات ناب تجمع إلى المنشأ الحكومي فكرة النقود بصفة ورقة ترمز إلى استحقاق ، أو نائبة عن شيء مملوك لحائز الورقة مثل بطاقة المعطف للدخل إلى المسرح . ويعالج ناب النقود الصادرة عن المصارف من جهة قبول الحكومة لها، ولأنه يريد تأكيد الشرط الحكومي للنظام النقدي يقرر أن المهم ليس الإصدار بل القبول. ولأن الحكومة تقبل النقود التي أصدرتها المصارف، بذلك صارت الصلاحية التشريعية للدولة والتي تتضمن معنى الشرعية وليس مجرد القدرة على فرض القانون هي الأساس الذي يقوم عليه النظام النقدي.

لكن اطروحات ناب أضعفت أهمية الاحتياطي فليس المهم تبعاً لها مقدار ما تحتفظ به المصارف من معدن ثمين أو نقود صادرة من جهة حكومية احتياطيات لنقودها، بل مدى قبول نقود المصارف في المبادلات والمدفوعات اليومية. وهنا منطقياً لا تفهم نقود المصارف سوى أنها الودائع بتحرير الشيكات وأوامر الدفع الأخرى عليها.

نأتي إلى الفهم المالي Financial للنقود، ونقطة البدء واضحة ما دامت النقود أدوات مالية أي مطلوبات لحائزها على جهات إصدارها؛ وتتميز بسيولتها العالية ذات الصلة بالتطابق الدائم، المُستمد من وظيفتها في قياس القيمة، بين سعرها وقيمتها الاسمية. وضمن المنهج المالي تندرج النقود غير النائبة عن المعدن والمعروفة هذا الزمن، Fiat Money ضمن صيغة السند الاذني Promissory Note الخالي تماماً من مخاطر عدم الوفاء . وبذلك تتماثل النقود مع الكمبيالة القابلة للسداد حين طلب حائزها، وتُظهر بصفة دائمة ، أو صدرت أساساً لحاملها وقابلة للتداول الحر بالمطلق، دون أية خسارة من قيمتها الاسمية، ولذلك انتقت الحاجة للعودة بها إلى المدين.

حياة ذلك السند الاذني ، النقود، تقوم على الثقة بجهة الإصدار لأن الحكومة لا تغلس بقوة سيادة الدولة الضامنة لقدرتها على انتزاع موارد، من داخل نطاقها الجغرافي السياسي البشري والطبيعي، كافية لتغطية التزاماتها. تلك الخصائص للنقود التي تصدر عن البنوك المركزية وهي العملات الورقية والمسكوكات أو إلكترونية قابلة للحياة والتداول من الجمهور مباشرة في المستقبل. لكن الودائع المصرفية نقود أيضاً، وهي الجزء الأكبر لدى غالبية الدول وتشكل ما يزيد على 90 % أو حتى 95 % من مجموع النقود لدى بعضها، فهل تسري عليها خصائص النقود الصادرة عن البنوك المركزية. الجواب أنَّ أية أدوات مالية توفرت لها إمكانية السيولة الفورية إي التحويل إلى عملة البنك المركزي فوراً وبقيمنتها الاسمية صارت نقوداً. ولذلك فالودائع الجارية نقود، والودائع الأخرى وما في حكمها يتسع لها تعريف النقود طالما يمكن تحويلها إلى ودائع جارية. القابلية للتحويل المتبادل بين العملات والودائع بالقيمة الاسمية دون تكاليف أو إبطاء هي الأساس في

تعريف النقود بالعملة والودائع. وفي الواقع لم ينتف الاختلاف بين العملة والوديعة لا في الوظيفة ولا في الثقة لكنه لا يكفي لنفي صفة النقود عن الودائع الجارية. أما الودائع الأخرى فتندرج ضمن تعريف واسع للنقود ويمكن إضافة مطلوبات أخرى على مؤسسات مالية ، مثل أسهم صناديق النقد المشتركة، ضمن النقود بتعريف أوسع ... وهكذا. المهم النقود نطاق جزئي متحرك ضمن الطيف الواسع للأدوات المالية التي هي أصول ، أو موجودات ، لحائزها ومطلوبات على جهات إصدارها.

النظرية الحكومية أو الائتمانية للنقود كلاهما يؤكد أهمية وعد أو تعهد جهة الإصدار بالاستعادة أو الاسترجاع Redemption لتوليد أو إدامة الطلب على النقود. تستند النظرية الحكومية إلى حجة الضرائب التي تفرض بقوة القانون وتسدد بالنقود الصادرة عن الدولة وبذلك قدمت سببا لقبولها وحيازتها من الخاضعين لضرائب الدولة والآخرين. أما النظرية الائتمانية فتؤكد دور ديون المصارف التي لا بد من سدادها لمُصدري الأدوات النقدية ، المقصود بها هنا الودائع ، فكأنما الديون ضمانات يقوم عليها إصدار الودائع. وننتذكر أن جميع الأدوات النقدية سندات أذنية أي تتضمن تعهدًا من المُصدّر ، لاستعادتها بالقيمة الإسمية وهو الشرط الضروري لإضفاء صفة النقود على هذه الأداة المالية أو تلك. التعتثر في سداد الديون أو فشلها قد ينقض تعهدات المصارف للمودعين، كما يقود نقص الشرعية السياسية وضعف السلطة الحكومية إلى ارتباك إدارة الدولة للنقود. وبلغة أعم أنّ المؤسسة بمضمونها الشامل من قوانين وأخلاق ومعايير ضابطة للسلوك، والإحساس الضاغط المشترك بقيمة استقرار النظام ونفوذ الصالح العام...، تقوم عليها النقود وغيرها.

أو لهذا لا نقول أن الاحترام والوفاء المتبادل للتعهدات والالتزامات من بين أهم الأسس التي يقوم عليها الاجتماع الإنساني عموما والحضارة المعاصرة خاصة، ونظام النقود أحد أشكال التعبير عنهما. ويذهب البعض أبعد من هذا بأن تداول النقود بقيمتها الإسمية دائما له أهمية مركزية في الإطار النظري للاقتصاد الإنتاجي النقدي حيث يكون المكسب نقودًا أو مُقاسًا بها غاية نهائية إذ تبدأ العملية الاقتصادية بنقود على أمل الانتهاء بنقود أكثر، وهذا الأكثر يتطلب ثبات القيم الإسمية بمعنى الظاهرية Face Value. وهناك النظرية الإسمية Nominalism للنقود بأن وحدة العملة تساوي نفسها دائما دون التأثير بالتغيرات الخارجية ، أسعار الصرف، ولا الداخلية ، أسعار السلع والأجور وسواها، وتكاد هذه النظرة تقترب من الوصف أكثر من كونها أطروحة نظرية. مثلما المتر هو المتر و 100 متر هي دائما 100 متر، كذلك الدينار هو الدينار و100 دينار هي 100 دينار، المتر بالمسافة العينية والدينار بقيمته الإسمية.

مقاربات توليد النقود وصلتها بسياسة البنك المركزي

أصل النقود لم يزل موضع جدل، حيث ذهب فريق من الباحثين إلى إرجاع نشوئها لإرادة سلطة مركزية ، كما اسلفنا، ومن أبرز المدافعين عن هذا الفرض (Knapp 1924). ويتصل المنشأ بتصور آلية توليد النقود بأن البنك المركزي يتحكم بها عبر قراره لحيازة الموجودات من الذهب والعملية الأجنبية وما يقرضه محلياً، ونسبة الاحتياطي التي يلزم المصارف بها. هذا الاتجاه يوصف بمبدأ أن النقود خارجية Exogenous أي ليست نتاج عمل تلقائي لأسواق السلع والمال، بل تعزى لمؤسسات أخرى تلاحظ حاجة الدولة والاقتصاد وتقرر. ويتبنى المنحى الكلاسيكي في الاقتصاد، غالباً، خارجية النقود في مدرسته القديمة والنيوكلاسيك والكلاسيكية الجديدة. بينما ذهب منجر أواخر القرن التاسع عشر وما بعد الكينزية لاحقاً إلى تبني مبدأ النقود داخلية Endogenous، فقد نشأت إستجابة عفوية لمقتضيات التجارة، وهكذا استبدلت النقود الورقية بالمعدنية لأن تكاليفها واطئة ومن الأسهل زيادتها استجابة لاتساع حجم المبادلات. وبذلك صار توليد النقود داخلياً أيضاً وعفويًا نتيجة لتفاعل آليات السوق غير المخططة. ويعترض الاتجاه الآخر بأن التحول إلى النقود الورقية لم يكن داخلياً لأنها بديل رخيص بل نتيجة لتدخل حكومي من خارج السوق. النقوديون Monetarists الذين يمثلون الكلاسيكية الجديدة في النقود ارتبطت لديهم نظرية كمية النقود الكلاسيكية وتطورها بخارجية النقود. ومن أبرز النقوديين Friedman الذي تبني صيغة Fisher لنظرية كمية النقود $MV=PY$ وأن M تحدد خارجياً. وبثبات معدل دوران النقود V لا بد أن تؤدي زيادة النقود إلى زيادة مضاعفة بمقدار V في الدخل النقدي. وعلى فرض ثبات الناتج الحقيقي Y أو حجم السلع والخدمات موضوع التبادل يرتفع المستوى العام للأسعار P لامتصاص الزيادة. ولذلك أوصى فريدمان السلطات النقدية بالحفاظ على معدل نمو ثابت ومنخفض للنقود يجري نمو حجم السلع والخدمات لاستبعاد التضخم لأنه ظاهرة نقدية كما يرى.

وقبل ذلك كينز في النظرية العامة استنتج أن عرض النقود مُتغير يتحدد خارجياً من السلطة النقدية. ومن المعلوم أن نموذج التوازن السلعي النقدي IS-LM وهو تعبير عن الكينزية يفترض النقود خارجية يتحكم بها البنك المركزي ولذلك مع كل مستوى من العرض النقدي يرسم البنك المركزي طيف التوازن النقدي بثنائيات من الدخل وسعر الفائدة انعكاساً لدالة الطلب على النقود الكينزية التي أضافت سعر الفائدة إلى الدخل في تفسير الطلب على النقود اختلافاً عن معادلة فيشر الكلاسيكية آنفاً.

تُعد خارجية النقود وصفاً صحيحاً عندما كانت هي المعدن الثمين ذاته، أو مع نظام الاحتياطي التام، لأن المصارف لا تملك وسائل مكاثرة النقود. وحتى في ظل الاحتياطي الجزئي تبقى المصارف بحاجة إلى

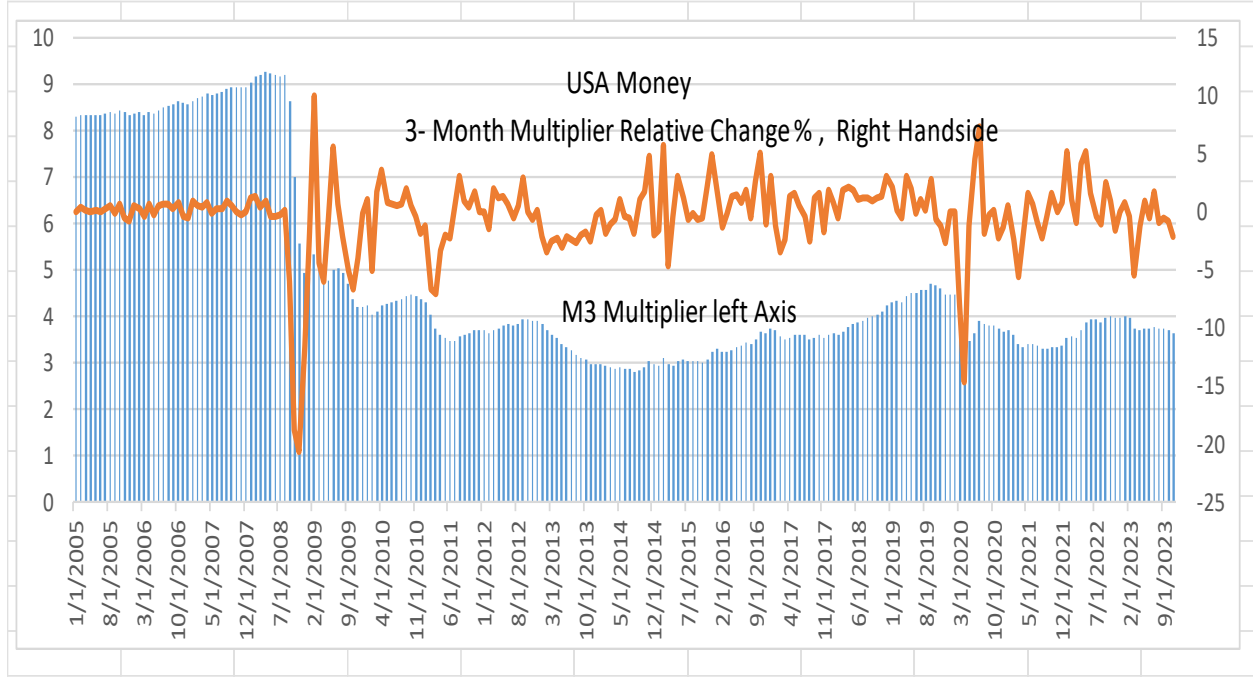
احتياطات من الذهب والتي لا يمكن زيادتها متى ما ترغب. ولذا يصح القول إن النقود محددة خارجيا مدة سريان قاعدة الذهب ، بمختلف صيغها وعندي أن النظام النقدي الدولي الذي اعتمد تبادل الدولار بالذهب، بين نهاية الحرب العالمية الثانية ومطلع سبعينات القرن الماضي، من تنويعات تلك القاعدة. ومع ذلك بقيت فرضية خارجية النقود مع قاعدة النقود الورقية – القانونية Fiat Money التي صارت سائدة بعد تخلي الولايات المتحدة عن إلزام نظام تبادل الدولار بالذهب. وذلك بحجة أن البنك المركزي يحتكر إنتاج النقود وبوسعه تحديد عرضها، واستجابته لاحتياجات المصارف التجارية لا تقوض قدرته الاحتكارية. ويتعزز هذا الفرض بالإشارة إلى متطلبات الاحتياطي، من عملة تحتفظ بها المصارف وودائع لدى البنك المركزي، وأن المصارف لا تستطيع توسيع الائتمان إلاّ باحتياطات إضافية.

بعد التخلي عن قاعدة الذهب في عشرينات القرن الماضي وعدم الاستقرار ما بين الحربين تعرضت خارجية النقود إلى مزيد من النقد، وتبنى الكينزيون ما بعد كينز من مدرسة كيمبردج ، السيدة روبنسون Robinson، كالدور Kaldor ، كآن Kahn داخلية النقود بين عامي 1956 و 1972. وآخرين من هذه المدرسة خاصة Davidson و Moore بين نهايتي السبعينات والثمانينات من القرن الماضي. مقارنة داخلية النقود هي من أهم الأسس النظرية لسياسة سعر الفائدة التي التزمتها الكينزية الجديدة وعبرت عنها معادلة Taylor. وتخلت البنوك المركزية تدريجيا عن استهداف النقود إذ وجدت استهداف سعر الفائدة أجدى وأسهل.

عندما خفّضت البنوك المركزية سعر الفائدة وصولاً إلى الصفر بعد انفجار الأزمة المالية للقروض العقارية توقفت فاعلية السياسة النقدية في الدول المتقدمة لأن سعر الفائدة أداتها. وتصورت البنوك المركزية مخرجاً في التيسير الكمي Quantitative Easing وهي العملية الرئيسة فيما سُمّي بالسياسة النقدية غير التقليدية، واصلها النظري نيوكلاسيكي، ينطلق من مبدأ المضاعف النقدي b، وهو منسوب النقود M إلى الأساس النقدي MB. الأساس النقدي هو احتياطات المصارف زائداً العملة لدى الجمهور CP أو ودائع المصارف لدى البنك المركزي زائداً العملة المصدرة. البنك المركزي يستطيع زيادة احتياطات المصارف BR بالإقراض الرخيص وبذلك يزداد الأساس النقدي، ومن ثم النقود عن طريق إقراض الاحتياطات الفائضة.

$$MB=BR+CP \quad M=b(MB) \rightarrow \Delta M=b(\Delta MB)$$

الشكل (1) المضاعف النقدي في الولايات المتحدة الأمريكية وتغيره النسبي % لكل ثلاثة أشهر



مصدر البيانات: FRED .

يُبين الشكل (1) محور اليسار كيف اختلف المضاعف النقدي بعد الأزمة عما كان قبلها، ويُعزى هذا الاختلاف إلى أثر دافع الاحتياط الذي صار قويًا عند المصارف وتجلّى في إكتناز السيولة بحيث لا تذهب الاحتياطات الإضافية إلى الائتمان ومنه مكاثرة النقود، فانخفض المضاعف النقدي. وعلى المحور اليمين التغير النسبي للمضاعف النقدي ومن مضامينه صعوبة التنبؤ بنتائج التيسير الكمي.

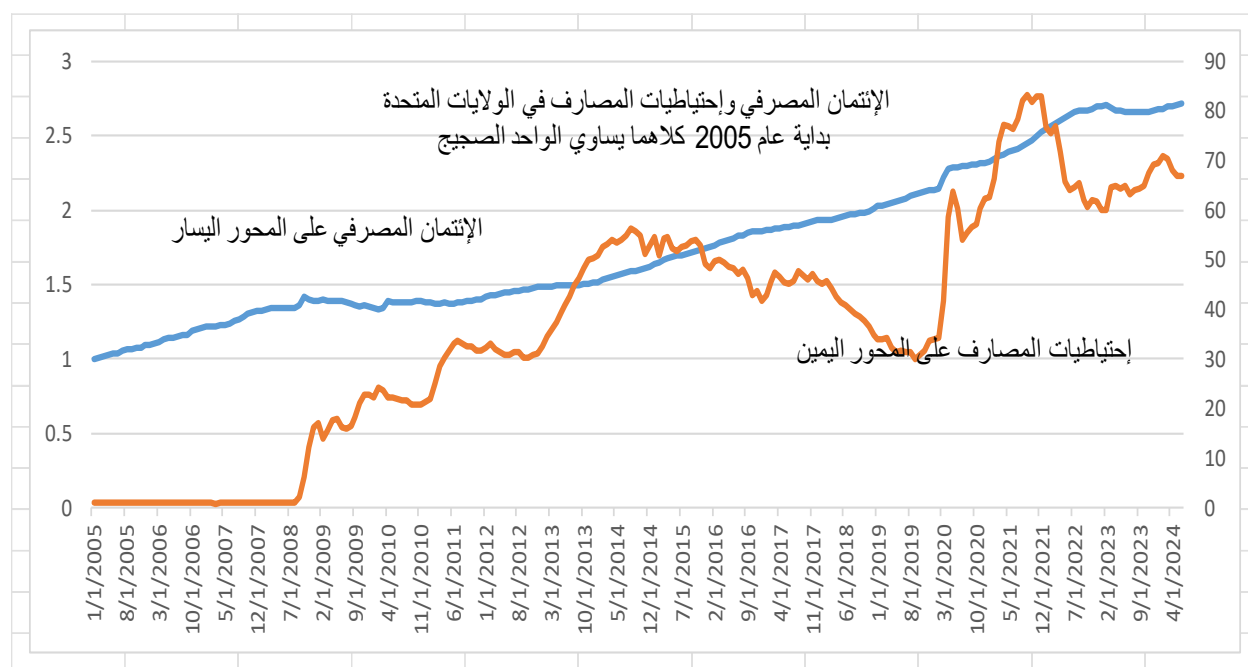
فحوى المقصود من التيسير الكمي أنّ زيادة سيولة المؤسسات المالية يقود إلى دفعة قوية في الإقراض الذي ينعش الطلب الكلي ثم الدخل ومنه إلى الاستهلاك، أو إن الإقراض الميسر يسهل تمويل مستويات أعلى من الاستهلاك وهو مصدر رئيس للطلب الكلي فينتعش الاقتصاد. بعد الأزمة لا يخشى من التضخم لو نجحت سياسة التيسير الكمي لدفع الائتمان نظرًا للعطالة الواضحة في الطاقات الإنتاجية. لكن نتائج التيسير الكمي أدنى بكثير من المتوقع إلى ما يقارب الفشل. لننظر في مسار المضاعف النقدي وتغيراته في الولايات المتحدة، إذ يُبين محور اليسار المضاعف وكيف انخفض منذ ظهور الأزمة وبقي منخفضًا مقارنة بمستوياته

السابقة؛ وعلى المحور اليمين التغير النسبي لكل ثلاثة أشهر ما يفيد عدم إمكانية التنبؤ بنتائج التيسير الكمي في الأمد القصير على الأقل.

نلاحظ في الشكل (2) عدم التناسب الواضح بين تطور احتياطات المصارف، التي تجاوزت ثمانين مرة عام 2021 بقدر ما كانت عليه بداية عام 2005، وحجم الائتمان المصرفي الذي لم يصل إلى ثلاثة أمثال ما كان عليه. ونستنتج أن استجابة النقود واطئة للتوسع في السيولة المصرفية ما بعد الأزمة قياساً على نمط ما قبل الأزمة، أما استجابة الائتمان فظهرت أوطأ بكثير. فالمصارف كدّست احتياطاتها وبقيت تخشى عواقب التوسع الائتماني، وربما بالغت في تقدير المخاطر.

الشكل (2) مناسيب الائتمان المصرفي واحتياطات المصارف في الولايات المتحدة

كانون الثاني 2005 يساوي واحد صحيح



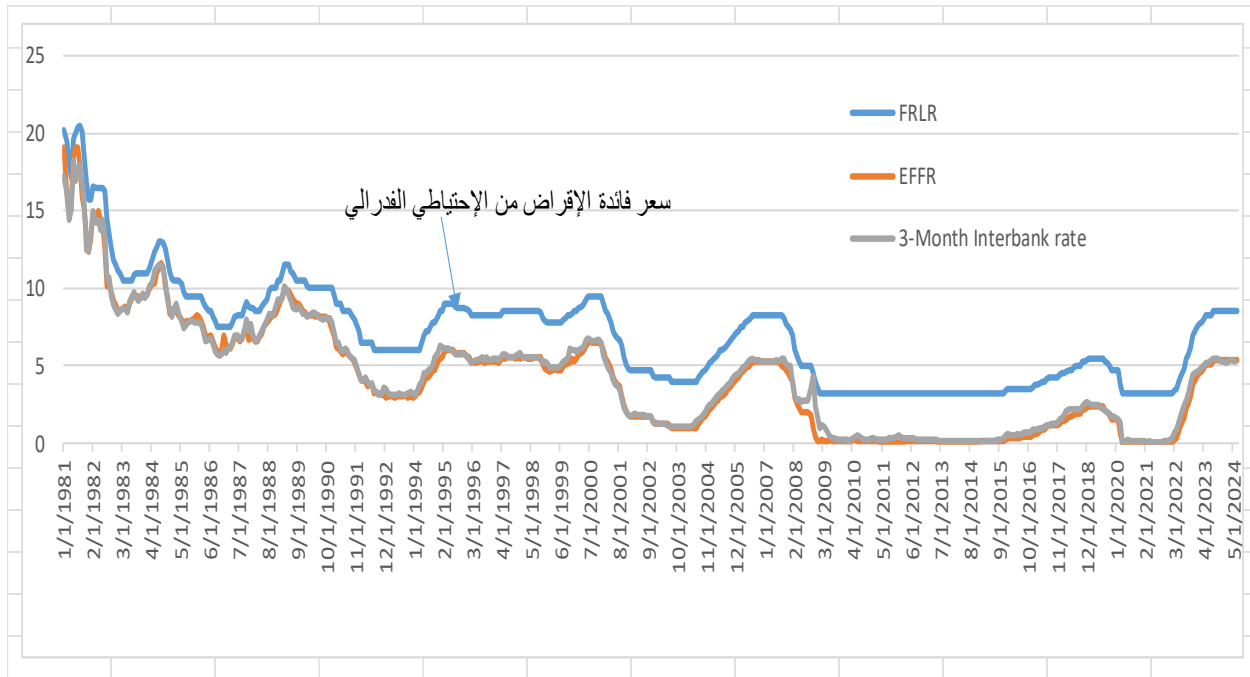
مصدر البيانات: FRED.

تلك الزيادات في الاحتياطات المصرفية نتيجة للتيسير النقدي، ومن الضروري القول أن البنك المركزي الأمريكي، الاحتياطي الفدرالي، قد رفع سعر الفائدة الذي يدفعه عن احتياطات المصارف لديه خوفاً من التضخم في المدة الأخيرة. يوضح الشكل (2) عدم استقرار التناسب بين احتياطات المصارف والائتمان، والارتباط ضعيف بين الفروقات الشهرية للمتغيرين 0.155 وهو بمعنوية عالية حيث مستوى الدلالة 0.018

قد يستخدم مثل هذا التحليل لترجيح داخلية النقود أي أنها محكومة بنظام أسواق المال جميعها، دون قدرة البنك المركزي على التحكم. والنشاط الائتماني مقيد بالعوائد والمخاطر المتوقعة باكثر من وفرة أو شح السيولة. والاستنتاج من الشكل (2) يؤكد النمط المعروف في الشكل (5) حيث لم يقترن نمو احتياطات المصارف بمثله في النقود والائتمان.

عندما يشغل البنك المركزي على السيولة توسيعاً أو تقليصاً لا يعني إغفال سعر الفائدة؛ والعكس صحيح أيضاً لأن سياسة سعر الفائدة حتماً تقترن بعمليات سوق مفتوحة تتقل سعر أو أسعار، البنك المركزي إلى أسواق النقد ثم بقية أسواق المال بمختلف آمادها. سياسة السيولة هدفها العمليتي النقود ثم الائتمان؛ بينما سياسة سعر الفائدة هدفها التأثير في أسعار الفائدة وكلاهما أهداف عملياتية Operational للسياسة النقدية؛ أما الهدف النهائي فهو الاقتصاد الكلي، خفض البطالة والتضخم أو المقايضة بينهما بحسب المرجعية النظرية للسياسة النقدية.

الشكل(3) أسعار الفائدة لدى الاحتياطي الفدرالي الأمريكي



مصدر البيانات: FRED .

من الشكل (3) انخفضت كثيراً أسعار فائدة الاحتياطي الفدرالي نهاية ثمانينات القرن الماضي عن بدايتها وذلك ارتباطاً بالتضخم، واستمرت تنخفض في الاتجاه العام. من الواضح أنها انخفضت عام 2009 كثيراً

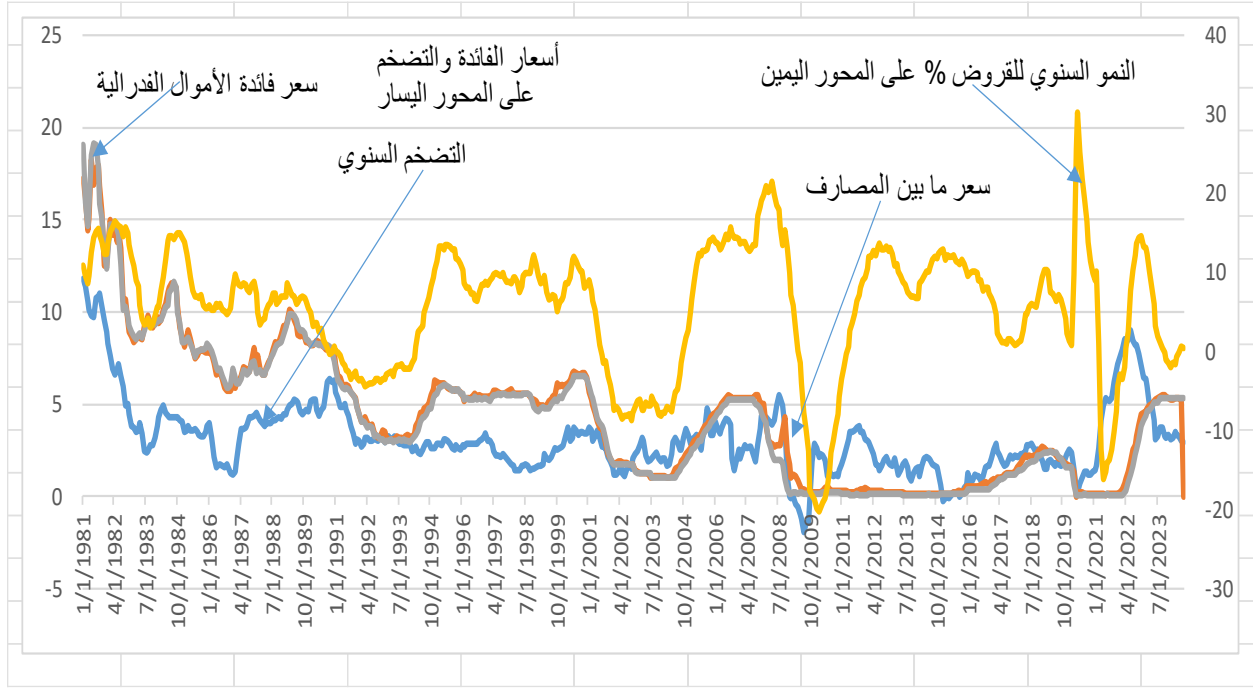
عن ذروتها الموضوعية عام 2007 ، بل وأدنى مما كانت عليه في الزمن السابق كله، وربما هي محاولة يائسة لمواجهة إنفلاق الفقاعة. الملاحظة الثانية هي الارتباط الوثيق بين أسعار الفائدة الثلاثة. سعر فائدة الأموال الفدرالية، السعر المتعارف عليه للسياسة، وثيق الصلة بسعر فائدة ما بين المصارف؛ وسعر الإقراض من الاحتياطي الفدرالي فوقهما بنفس الحركة صعودًا ونزولًا. ثمة تلازم بين انخفاض أسعار الفائدة والصعود السريع لاحتياطيات المصارف عبر سياسة الاحتياطي الفدرالي لدعم السيولة.

المؤيدون لداخلية النقود، كما تقدم، يتخذون من هذه الوقائع، ربما مع شيء من المبالغة، حجة لدحض خارجية النقود وتفكير النقوديين بأن تلك الزيادة في السيولة ما أدت إلى زيادة فورية في النقود ولا في الائتمان. لأن المصارف لا ترغب في زيادة رصيد القروض تحسبًا للمخاطر، وحتى لو ازدادت سيولة المصارف مُمثلة باحتياطياتها الحرة فهذا لا يكفي للتوسع في الائتمان. ولم تُترجم زيادة سيولة المصارف بزيادة في النقود، لأن هذه الزيادة تأتي من خلال الائتمان. وعند توقع هبوط النشاط الإنتاجي نجم وحدات الأعمال عن تعزيز المخزونات وتعزيز رأس المال التشغيلي فيخفض الطلب على الائتمان أيضا ما يؤكد داخلية النقود.

ويقترح البعض تزامن التيسير الكمي بانخفاض سعر الفائدة على الاحتياطيات الفائضة للمصارف لدى البنك المركزي، وتقترض هذه الأطروحة أن المصارف سوف تُقلص احتياطياتها الحرة لدى البنك المركزي طالما العوائد واطئة فتتجه نحو إقراضها. وسبق القول أن المصارف لا تستطيع توسيع الائتمان إلا استجابة لزيادة الطلب عليه، والمسألة لا تتوقف على وفرة السيولة. هذه الأوضاع السياسات المالية بوسعها إنعاش الاقتصاد ليرتفع الطلب على الائتمان وتكون الفرصة سانحة لتوظيف السيولة الزائدة.

وكل ما تقدم لا يعني أن النقود داخلية تمامًا، فالبنك المركزي له دور في مكثرة النقود أو تقليص نموها ليس بأسعار الفائدة وحسب بل لأنه منخرط في حياة الموجودات الدولية والمحلية في مقابل مطلوبات عليه هي نقود في النهاية. وعندي أن خارجية النقود لازالت أرجح في العراق من داخليتها لهيمنة العملة الأجنبية والإنفاق الحكومي على توليد النقود، لكن الصلة بين السيولة المصرفية والائتمان أقرب إلى تأييد المقاربة الداخلية.

الشكل (4) نمو القروض وأسعار الفائدة والتضخم



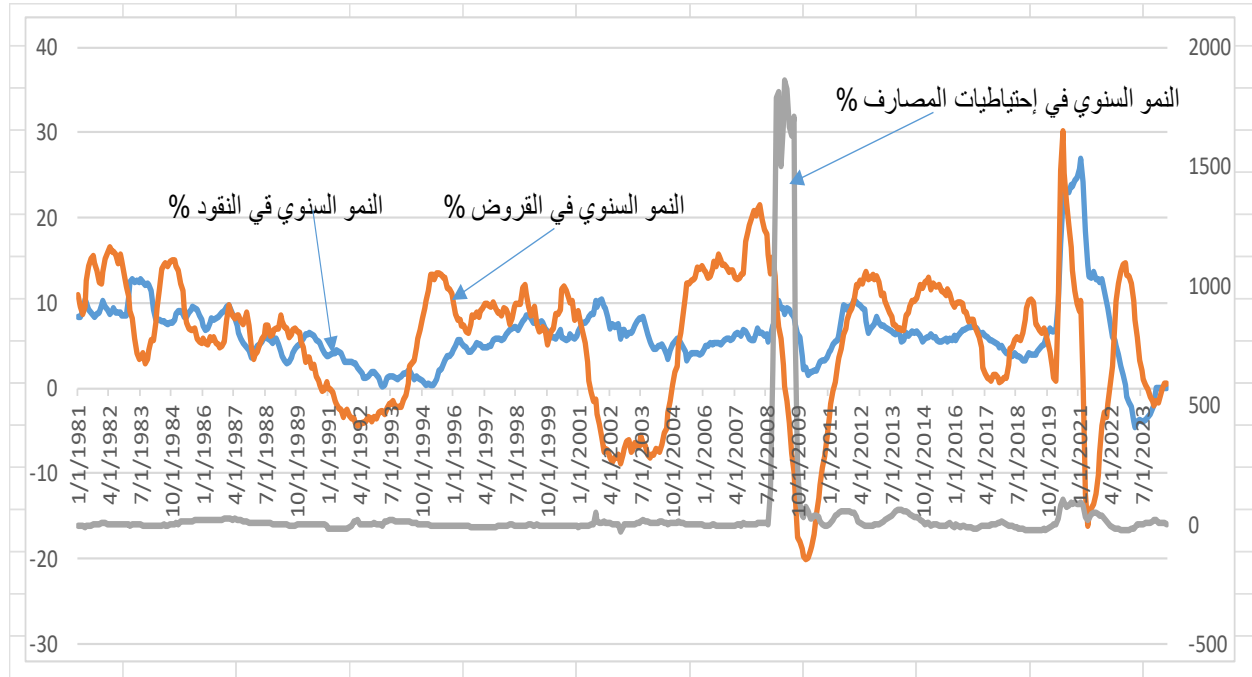
مصدر البيانات: FRED .

تحليل بيانات الشكل (4) أظهر أن الارتباط الثنائي موجب ومعنوي بمستوى دلالة 0.00 بين أي متغير وآخر. ومرة أخرى نشير إلى التلازم الغالب بين سعر فائدة الأموال الفدرالية وسعر ما بين المصارف 0.996 . ومنه نفهم كيف أن سعر السياسة في البنك المركزي يحتاج دائماً إلى سوق يحاكيه ثم يبتث إلى بقية الأسواق. وكان الارتباط بين سعري الفائدة والتضخم 0.631 و 0.639 للأموال الفدرالية وما بين المصارف على التوالي. والارتباط بين نمو القروض وسعري الفائدة 0.314 و 0.331 للأموال الفدرالية وما بين المصارف على التوالي. وظهر الارتباط بين نمو القروض والتضخم واطناً 0.139 . ومنه يستنتج أن أسعار الفائدة تهتم بالسيولة والائتمان لكنها تراقب التضخم أكثر، أي أن السياسة النقدية وجهتها كلية أولاً، والسيولة والائتمان ثانياً.

من الشكل (5) يظهر أيضاً ضعف الارتباط 0.181 بين نمو الائتمان ونمو النقود ولو أنه معنوي بمستوى دلالة 0.00 . ونعرف أن المقاربة الداخلية للنقود من بين مرتكزاتها أن الائتمان يولد الودائع وبهذا ننظر

أرتباطًا عاليًا بين نمو الائتمان ونمو النقود خاصةً عندما تكون نسبة العملة لدى الجمهور من النقود واطئة، لكن الشكل (5) يُبين ضعف الارتباط بين تغير النقود وتغير الائتمان.

الشكل (5) النمو السنوي % للنقود والائتمان واحتياطيات المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية



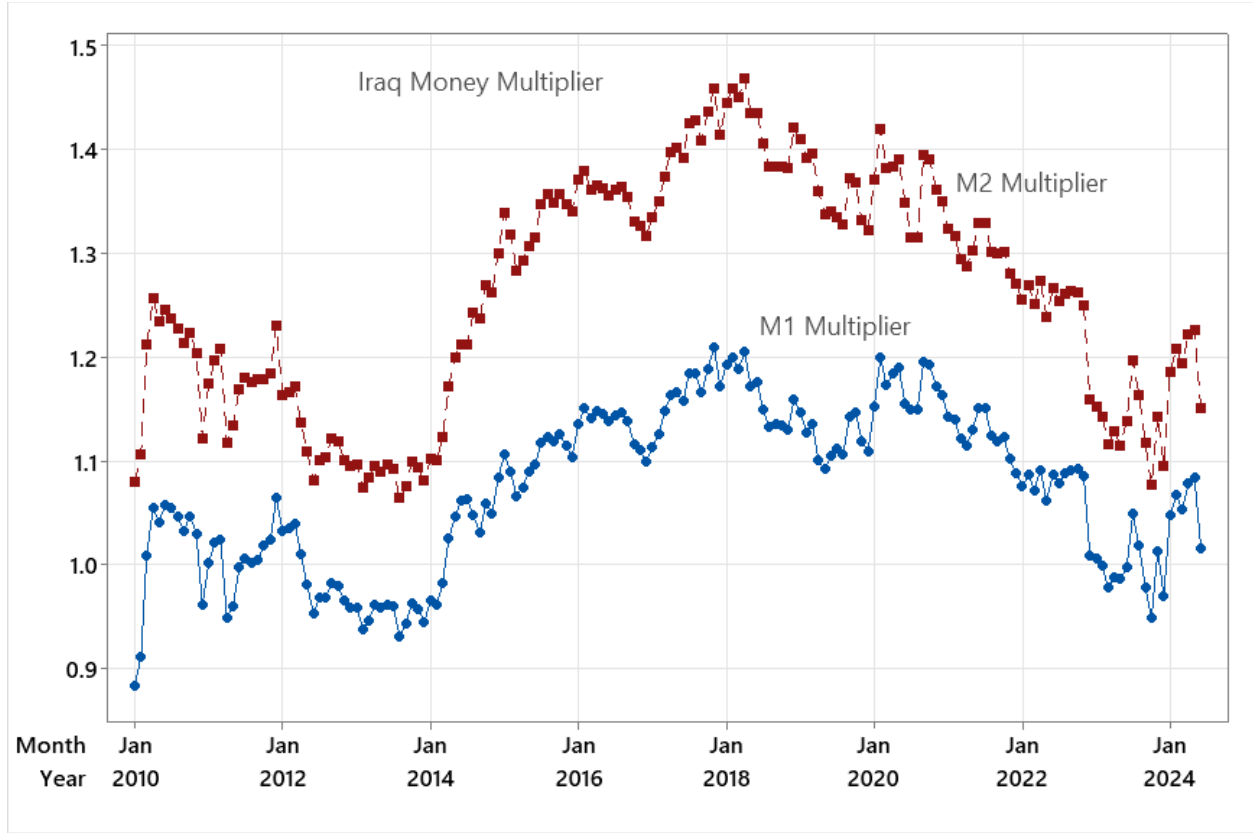
مصدر البيانات: FRED .

جماعة النقود الخارجية لا يستبعدون آلية المضاعف النقدي MU الذي يتأثر باحتياطيات المصارف ونسبة العملة إلى الودائع أو من النقود. احتياطيات المصارف إلزامية وحررة وعدم استقرار المضاعف يأتي من تذبذب الاحتياطيات الحرة للمصارف. النقود عملة لدى الجمهور C والودائع D ، والأساس النقدي MB والذي يسمى النقود الاحتياطية يتألف من احتياطيات المصارف R ، وهي ودائع للمصارف في البنك المركزي زائدا عملة تحتفظ بها المصارف، مضافا إليها العملة لدى الجمهور. البنك المركزي يستطيع التحكم تماما بالجزء الإلزامي من الاحتياطيات، أما الحرة فيؤثر عليها بسعر فائدة الإيداع لكن التأثير قد لا يكون حاسمًا وهو كذلك على الأغلب. ويمكن للبنك المركزي زيادة احتياطيات المصارف بإقراضها في حالة شح السيولة لتشجيعها في التوسع الائتماني. فعندما يُقرض البنك المركزي يريد التوسع النقدي لإنعاش الائتمان؛ أما عندما يستهدف الحد من نمو الائتمان فإنه يرفع فائدة ودائع المصارف لديه لاحتجاز ما يمكن من السيولة. من المهم الوقوف

عنده أن المضاعف يتغير كما لاحظنا من دراسة بيانات الولايات المتحدة، ولذلك تبقى الاستجابة متفاوتة بمديات قد تتسع إلى حد لا تبقى معه لمفهوم المضاعف مصداقية تجريبية. إذن ما الفرق بين مقاربتى النقود الخارجية والداخلية، الجواب هو في اتجاه العلاقة السببية في الأولى من السيولة إلى الائتمان، وفي الثانية من الائتمان إلى الودائع. في المقاربة الداخلية الائتمان يخلق الوديعة والأخيرة ليست جاهزة للإقراض تلقائياً، بل يتعلق الأمر بالطلب على القروض واستعداد المصارف للإقراض عندما ترى عوائده المرتفعة كافية لتبرير قبول المخاطرة حسب تقديرها.

لكن القول إن المصارف تخلق الودائع بالإقراض دون انتظار استلام ودائع لتتمكن من إقراضها، ينطلق من ملاحظة تعزيز المصرف لجاري المقرض بمبلغ القرض، ثم افتراض هذا التعزيز بمثابة وديعة جديدة دون الالتفات إلى كون المقرض سوف يتصرف فوراً بمبلغ القرض المودع بحسابه للإنفاق على ما اقترض من أجله. ولذلك من المنطقي تصور أن المصارف تُقدم القروض التي تتمكن من تمويلها بودائع حالية أو متوقعة. ولا نتصور، عملياً، إقراض جديد من مصرف ليست لديه سيولة فوق الحد الأدنى للاحتياجات التي قررها البنك المركزي. لأن الوديعة التي ظهرت في حساب المقرض، إن كان في نفس المصرف، لا توجد الاحتياطات المقابلة لها؛ وإن كانت في مصرف آخر تتطلب تحويل مبلغها بالكامل، ولهذا يلجأ المصرف للاقتراض من البنك المركزي، ونعود مرة أخرى إلى الآلية الخارجية للتوسع النقدي والائتماني. المصارف التي هي شركات الإيداع بالتعريف ملزمة بتمويل أنشطتها بالودائع بصفة رئيسية، ومصادر التمويل الأخرى ثانوية مقيدة بالضوابط التنظيمية وهذه من الثوابت الضرورية للاستقرار النقدي. لكن البيانات المنشورة تبين أن الائتمان أكبر من الودائع لعدد غير قليل من الدول ما يفيد اعتماد المصارف على مصادر تمويل من غير الودائع. وعندي أن المسألة ليست هذه أو تلك، لأن المصارف تتحسب أيضاً لمخاطر السيولة مثلما تنظر في عوائد ومخاطر الائتمان. فعندما تطمئن إلى أن سوق ما بين المصارف والبنك المركزي يكفيان لتجاوز شح السيولة، بحيث من المستبعد تعرضها إلى تدافع المودعين لاسترجاع أموالهم خوفاً من عجز المصرف عن الاستجابة لطلباتهم في المستقبل، لا تتردد عن زيادة رصيد الائتمان وتقبل بمخاطر أعلى لتعثر الديون.

الشكل (6) المضاعف النقدي في العراق



مصدر البيانات: موقع البنك المركزي العراقي.

المستوى المنخفض للمضاعف النقدي في العراق أبرز ما يلاحظ عليه للنقود بالتعريف الضيق والواسع؛ والثاني بالغ الانخفاض مقارنة مع المتوسطات الشائعة في العالم. وبهذا تكون سياسة البنك المركزي للتيسير أو التضيق النقدي عالية التكاليف، ويضيف التذبذب الذي أظهره الشكل (6) عدم التأكد من الاستجابة.

$$MU=(C+D)/(C+R)=(c+1)/(c+r) ; c=C/D ; r=R/D$$

السبب الرئيس لانخفاض المضاعف النقدي ارتفاع نسبة العملة من النقود ، وللايضاح لو فرضنا أنَّ العملة 50% من النقود ، فمهما ارتفعت نسبة احتياطات المصارف من الودائع يبقى المضاعف منخفضاً، يُبيِّنُه الجدول التالي:

الجدول (1) المضاعف النقدي بالعلاقة مع احتياطات المصارف r و c

احتياطات المصارف إلى الودائع %	10	20	30	35	40	50
المضاعف، نسبة العملة 50 % من النقود ، c=1	1.82	1.67	1.54	1.48	1.43	1.33
المضاعف، نسبة العملة 10 % من النقود c=1/9	5.26	3.57	2.70	2.41	2.17	1.82

ونذكر أن هذا التحليل يفترض إقراض السيولة الإضافية التي تعبر عنها الزيادة في الأساس النقدي، ثم يتحول جزء من القرض إلى وديعة تبعا لنسبة الودائع من النقود، هذه الوديعة الإضافية تقتطع منها الاحتياطات ليعاد إقراضها. وعندما لم يكن الائتمان مقيدا بموارد التمويل إنما بعوامل أخرى تتعطل فاعلية السببية المفترضة .

مما تقدم، ما دامت السيولة ليست قيداً على الائتمان، تُصبح له القيادة في توليد النقود بمضاعف يتناسب عكسياً مع كل من نسبة العملة في النقود ونسبة الاحتياطات المصرفية إلى الودائع، أي تتأكد الخاصية الداخلية للنقود. بينما لو كان الائتمان يستجيب للسيولة التي يستطيع البنك المركزي زيادتها أو إنقاصها فهذه خارجية النقود في مضمون المفهوم. وبالمجمل تبقى العملية ضمن سياق من التعاون والتنسيق بين البنك المركزي والمصارف ، أو بين العام Public الخارجي على الأسواق متمثلاً بالبنك المركزي والخاص Private الذي تزاوله المصارف في تفاعل مع بقية أنشطة الأعمال الخاصة والأسر، وكل هذا داخل النظام الكبير للاقتصاد بأجمعه. نظام تدفق الأموال في الاقتصاد Flow of Funds يوضح الشبكة المعقدة لتوليد النقود أوضح من مفهوم المضاعف. الأموال تتدفق ما بين الحكومة المركزية، بقية القطاع العام، الأسر وما في حكمها، قطاع الأعمال الخاصة غير المالية ، المؤسسات المالية غير المصرفية ، ثم المصارف. للمصارف والحكومة حسابات Accounts في البنك المركزي تجري فيما بينهما تدفقات قبض ودفع. والحكومة في شبكة اتصالات مع جميع القطاعات منها مباشرة وأخرى غير مباشرة عن طريق البنك المركزي والمصارف. والمصارف تتوسط بين الحكومة ودفعي الضرائب من جهة ومنسييها لاستلام الرواتب ومجهزيها

ومقاوليها من جهة أخرى. الأسر والقطاعات الأخرى غير الحكومة المركزية لها ودائع في المصارف وعليها قروض. بيانات تدفق الأموال تُعد على نحو منتظم في دول عدة وتكشف الكثير من خصائص دورة النقود في الاقتصاد، ومنها نفهم أن المقاربة الداخلية للنقود، التي تركز على المصارف، والخارجية التي مرتكزها البنك المركزي واحتياطات المصارف لديه، على أهميتها النظرية تبقى تصورات بالاجتزاء Partial يجمعها نظام تدفق الأموال.

من سياسة سعر الفائدة إلى التيسير الكمي

من المعلوم، في العقود الأخيرة، انتهاج السياسة النقدية في الدول المتقدمة وكثير من الناهضة استهداف أسعار الفائدة، وترك الأساس النقدي يستجيب للسوق الذي تأثر بتلك الأسعار. البنك المركزي يعتمد سعر، أو أسعار، السياسة أداة للتأثير في عرض الائتمان المرغوب من المصارف. وللحفاظ على سعر الفائدة المستهدف يقرض المبالغ التي يحتاجها السوق وصولاً إلى الأساس النقدي أو السيولة الإضافية لتغطية حاجة المصارف للتمويل المطلوب عند ذلك السعر. أسعار الفائدة التي يريدها البنك المركزي في السوق، عبر سعر السياسة، أهداف عملياتية أي وسيطة، أما الهدف النهائي فموضوعه التضخم ولذلك يسمى استهداف التضخم إطاراً للسياسة النقدية في تلك الدول. وعادة يوضع سعر السياسة في ضوء إنحراف التضخم الفعلي عن المستهدف إلى جانب انحراف الناتج الفعلي عن المحتمل وينوب الانحراف الأخير عن الفرق بين معدل البطالة الطبيعي ومعدلها الفعلي. أي أن التأثير في الائتمان لا يراد لذاته بل الأنشطة التي يسهم الائتمان في تمويلها ومنها إلى الطلب الكلي على السلع والخدمات وهو الوجه الآخر للناتج الفعلي.

أي أن سعر السياسة يحرك أسعار الفائدة في السوق عن طريق سوق ما بين المصارف خاصة، ومنها إلى الائتمان ومنه إلى الاستثمار في السكن وغيره والطلب على السلع المعمرة وسواها التي تسهم القروض في تمويلها. وينتقل إنتعاش الأنشطة الممولة إلى كل الاقتصاد، عبر التشابك القطاعي أو المضاعفات. وتظهر النتيجة في مجموع الطلب الكلي، الذي تحرص السياسة على عدم تجاوزه للعرض، بما يؤدي إلى ارتفاع التضخم فوق المعدل المستهدف، ولا يكون دون العرض فينخفض التضخم دون المستهدف وترتفع البطالة. من جهة أخرى عندما تريد البنوك المركزية تقييد الائتمان للأسباب التي اتضحت تلجأ لرفع سعر الفائدة لإقراض المصارف إلى جانب رفع سعر الفائدة على احتياطات المصارف لديها، جميعها أو الحرة منها، فيزداد الأساس النقدي لكن الزيادة محجوبة عن الائتمان. بينما عند خفض سعر السياسة أيضاً ازداد الأساس النقدي لكنها زيادة لا تلبث في البنك المركزي بل سرعان ما تستخدمها المصارف في الائتمان.

لكن الأساس النقدي لا يزداد فقط بالإقراض إلى المصارف بل من عمل البنك المركزي في سوق الصرف، عندما تزداد صافي الموجودات الدولية لديه، وإقراضه للحكومة أيضًا. الزيادة في السيولة المحلية نتيجة حياة البنك المركزي لموجودات إضافية ستمول زيادة في الطلب الكلي مباشرةً أو عن طريق المصارف لأن جزءاً من تلك الزيادة تصل إليها أيضاً. وعندما يقال أن سعر فائدة البنك المركزي يجعل عرض النقد يتحدد في السوق لأن البنك المركزي يستجيب سلباً Passively ، فقد أصبحت النقود داخلية بسياسة سعر الفائدة. وهو ما يتضمنه التوازن السلعي النقدي للكينزية الجديدة الذي يفترض تكيف عرض النقد تبعاً لسعر الفائدة وليس معطى مسبقاً.

في مثل النموذج العراقي، حيث لا يستطيع البنك المركزي التحكم بمشترياته من النقد الأجنبي، وسعر الصرف الثابت يمنعه من التحكم بمبيعاته منه، ولأن البنك المركزي هو المشتري الوحيد والبائع الوحيد للنقد الأجنبي عامل بنوي كافٍ بذاته للحد كثيراً من سيطرته على عرض النقد. وتبقى لديه ، مع ذلك ، إمكانية محدودة للتأثير من خلال زيادة احتياطات المصارف لديه أو تقليصها أو تحريك رصيد دينه على الحكومة.

وبغض النظر عن دور البنك المركزي في سوق الصرف تبعاً لنظام سعر الصرف، في الاقتصاد النفطي أو غيره، وتقييد الدين الحكومي، إذا كان محور السياسة النقدية تثبيت توقعات التضخم عند المستوى الفعلي المرغوب قد يتطلب الأمر تعديلاً مستمراً لسعر السياسة وهو إسمي. وتعبير آخر بالعودة إلى متطابقة Fisher، حيث سعر الفائدة الإسمي يساوي سعر الفائدة الحقيقي زائداً التضخم المتوقع، فإن جاء سعر الفائدة الحقيقي المستهدف بالسياسة أدنى من نظيره السوقي فسوف يتزايد ائتمان المصارف وتتكاثر النقود وتتجاوز مقتضيات التوازن. فيرتفع التضخم وبالنتيجة ينخفض مرة أخرى سعر الفائدة الحقيقي المتضمن في سعر السياسة ... ، وهكذا يتواصل التوسع الائتماني والنقدي وصولاً إلى ذروة لا بد من النزول عنها فينحدر الاقتصاد نحو الانحسار Recession والذي شاعت تسميته خطأً بالركود.

سياسة سعر الفائدة لم تعد قادرة على زيادة الائتمان والتوسع النقدي عندما وصل السعر حده الأدنى، الصفر أو قريب منه، ولذا تحولت البنوك المركزية إلى شراء الأصول وهي في الغالب واطئة العائد . ولأنها اشترت تلك الأصول من المصارف أو عن طريقها فقد ازدادت ودائع المصارف لدى البنك المركزي بقيمة الأصول المشتراة ، وبهذا ازدادت احتياطات المصارف الفائضة، وبوسعها الآن مواصلة زيادة الائتمان إن كانت العوامل أو المحددات الأخرى لمنح القروض مواتية. سميت تلك السياسة التيسير الكمي Quantitative Easing. وعندي أن التيسير الكمي ما هو إلا سياسة نقدية تقوم على التحكم المباشر بالسيولة، وتتسجم مع الفرض النيوكلاسيكي بأن البنك المركزي يحدد كمية النقود كما سلف. والعودة إلى توازن الحافظة بأبسط

نماذج الشائعة في أدبيات الاقتصاد النقدي بأنها تتألف من نقود وسندات ، وأن التخلي عن السندات يعني زيادة النقود والعكس صحيح ، تبعا لهذا المبدأ ، لا نتصور تمكن البنك المركزي من شراء تلك الكميات الكبيرة من الأصول لولا الاستعداد للتخلي عنها من أجل النقود. وقد يكون هذا التخلي مؤقتا لتوظيف الرصيد النقدي في حيازة سندات أو أصول أخرى أعلى عائداً ؛ أو التخلي عن السندات للاحتفاظ بالنقود وحسب . وقد حصل من هذا وذاك مع التيسير الكمي فازدادت السيولة الفائضة لمدة دون تحقق المنتظر من تلك السياسة بإنعاش الاقتصاد عن طريق الائتمان الممول بالتيسير الكمي. في هذا الخضم لوحظ أن السياسة الجديدة قد أظهرت ما يسمى " البطاطا الحارة " Hot potato " حيث سرعان ما استخدمت الودائع لشراء أصول بعائد أعلى ومنها خاصة أسهم وسندات الشركات. فارتفعت أسعار الأصول التي اشتد عليها الطلب ما شجع الشركات على طرح المزيد منها، ونذكر أن ارتفاع أسعار السندات يعني في المقابل انخفاض أسعار الفائدة. وهذه نتيجة منطقية تتفق مع التنظير المتعارف عليه، فالتيسير الكمي زاد عرض النقود فيخفض سعر السيولة وهو سعر الفائدة في مقابل ارتفاع سعر البديل في الحافظة وهو السند. وهكذا استطاعت البنوك المركزية، ولو جزئياً، الوصول إلى خفض أسعار الفائدة للأمد البعيد بالتيسير الكمي، بعد أن كانت تعول على خفض سعر الفائدة للأمد القصير، الذي لم يعد بالإمكان خفضه أكثر، كي يتبعه نظيره للأمد البعيد. وثمة تكامل بين المالية العامة لإنعاش الاقتصاد بسياسة الإنقاذ والتيسير الكمي للبنوك المركزية لأن سندات الدين الحكومي كانت المشتريات الرئيسية من صناديق التقاعد وشركات التأمين وبقية المؤسسات المالية غير المصرفية. فعندما تراكمت سندات الدين الحكومي في البنوك المركزية صار بوسع الحكومة إصدار سندات جديدة بالمعدلات المناسبة لسياسة الإنقاذ، وفي نفس الوقت اتجهت سيولة إضافية نحو إصدارات الشركات ساعدتها في تجاوز الأزمة وربما تمويل استثمارات جديدة.

قاعدة الحد الأدنى من التدخل في سعر الصرف

هدف هذه القاعدة ضمان حد أدنى لسعر صرف العملة الأجنبية بوحدة من العملة الوطنية لا ينزل دونه، وتسمى بدلالة الهدف A Minimum Exchange Rate Regime. وتريد الدول التي تعتمد الحفظ على تنافسيتها الدولية. ويتطلب التزامها شراء البنك المركزي عملة اجنبية بمقدار يكفي لرفع سعر الصرف إلى الحد الأدنى. وتتضمن بالتعريف زيادة حجم الميزانية العمومية وتوسع نقدي، ولا شك في ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية نتيجة الشراء، مع الحرص ألا يتجاوز حداً أعلى. وللعملية أثر مباشر على التضخم نتيجة لارتفاع سعر الصرف، أو لزيادة عرض النقد على رأي مدرسة التفسير النقدي للتضخم. هذه السياسة تختلف عما يجري في العراق، حيث يشتري البنك المركزي العملة الأجنبية بصفة دائمة من وزارة المالية لأن إيراداتها

من صادرات النفط ومبيعات البنك المركزي هي المصدر الوحيد لعرض العملة الأجنبية. أما في الدول حيث يكون عرض العملة الأجنبية مستقلاً عن الحكومة والبنك المركزي يسمى دور الأخير فيه تدخلا، ومن الجائز اندراجه ضمن مفهوم عمليات السوق المفتوحة.

مثال لإيضاح المفهوم ما اتخذته البنك المركزي السويسري في السادس من أيلول عام 2011 بالتدخل لمنع ارتفاع قيمة الفرنك منذ الأزمة، إذ كان سعر الصرف عند انهيار مصرف ليمان بروذرز 1.6 فرنك لليورو، لجعل الحد الأدنى 1.2 فرنك. ارتفاع قيمة الفرنك جعل السلع السويسرية غالية في الخارج وتضررت منها تنافسية الاقتصاد كما هو معروف. يشتري البنك المركزي مقادير كبيرة من العملة الأجنبية لرفع قيمتها تجاه الفرنك فإن تحقق الارتفاع يزداد رأسماله بالمكاسب بالفرق بين سعر الشراء وما يؤول إليه فيما بعد. بيد أن الاحتفاظ بمقدار كبير من العملة الأجنبية ينطوي على مخاطر في الواقع وفي نظر الجمهور هناك خاصة وإن الفرنك السويسري هو ذاته عملة احتياطية دولية. نفهم من هذا صعوبة السيطرة على سعر الصرف والتحكم بعرض النقد في آن واحد، وأسعار الصرف متغيرة في سوق حرة وتترتب على تغيرها أرباح ومكاسب رأسمالية تزداد أهميتها مع تزايد حجم الموجودات الأجنبية في الميزانية العمومية للبنك المركزي. رفع الحد الأدنى لسعر صرف العملة الأجنبية بالعملة الوطنية يقتضي مشتريات أكثر، وتوسع نقدي أزيد ... وهكذا. البنك المركزي السويسري، البريطاني، السويدي، الياباني ... في مثل هذه الدول يُفاضل بين مقدار الحد الأدنى لسعر صرف العملة الأجنبية، وهو الحد الأقصى لقيمة العملة الوطنية، ومقدار الزيادة المقبولة لميزانيته العمومية. لأن حيازة البنك المركزي لموجودات إضافية، ومنها العملة الأجنبية، زيادة في حجم الميزانية العمومية، وزيادة في عرض النقد بالنتيجة. لا بد للبنك المركزي من الانتباه في حيازته للموجودات إلى التوسع النقدي المقابل، وفي نفس الوقت لا يريد لسعر العملة الأجنبية الانخفاض دون حد أدنى حفاظا على القدرة التنافسية الدولية للاقتصاد.

الودائع الجارية في الائتمان والخوف من الإفراط النقدي

الدعوة إلى حجب الودائع الجارية عن الائتمان قديمة بحجة أن وجودها في المصارف لتسهيل المدفوعات، كما أن المصرف غرفة حصينة أكثر أماناً من المنزل، وليس من مقاصد المودعين تقديم أموالهم لتمويل قروض المصارف. المدرسة النمساوية في الاقتصاد التي تبنت هذا المبدأ دائماً تفسر أزمات المصارف باستخدام الودائع الجارية في تمويل أنشطتها. وفي الواقع يؤدي استبعاد الودائع الجارية من مصادر التمويل

إلى تغيير جذري في عمل المصارف ونظام المال، فعلى سبيل المثال تشكل الودائع الجارية 80 % من مجموع الودائع في السويد كما في العراق رغم الاختلاف الواسع في العمق المالي ومرحلة التطور الاقتصادي والتي قد يعبر عنها متوسط الدخل للفرد. للتحكم بتوليد النقود عرضت للتصويت في سويسرا مبادرة النقود السيادية لحصر صلاحية توليد النقود بالبنك المركزي ورفضت بنسبة 76% من الأصوات عام 2018. هذه أصلها مقترح صيرفة الاحتياطيات التامة Full – Reserve Banking مضمونها عدم إقراض الودائع الجارية بتأثا. أما الودائع الثابتة والزمنية فتستخدم لتمويل القروض المصرفية، لأنها بمثابة قرض من المودع للمصرف ولذا يمكن إعادة إقراضها، بينما الودائع الجارية سيولة تستخدم حين الطلب ولا تختلف عن العملة. بيد أن السبب الجوهري وراء هذا المبدأ منع المصارف من مكائثة النقود عبر مضاعف الائتمان. لأن القرض في المجتمعات ذات الميل المصرفي العالي إبتداءً تعزيز الحساب الجاري للمقترض وبذلك يتحول إلى وديعة يحتفظ المصرف بالاحتياطي الإلزامي منها ويقرض الباقي ثم يصبح القرض الجديد بدوره وديعة ... وتستمر النقود بالتكاثر من خلال الائتمان المصرفي. إخضاع الودائع الجارية إلى مبدأ الاحتياطي التام لا يسمح للمصارف بالانتفاع من إيداع مبالغ القروض لتمويل قروض جديدة، وبذا يتوقف التزايد التلقائي للنقود بالائتمان. وما دامت المصارف لا تُسهم في توليد النقود تُصبح العملية حصرًا من صلاحية البنك المركزي هو المؤسسة الوحيدة التي تتحكم بمديات التوسع النقدي بالإقراض للحكومة والمصارف أو بحيازة المزيد من الموجودات الأجنبية. وأيضاً يمكن للبنوك المركزية تقليص عرض النقد بخفض أرصدة دينها على الحكومة والمصارف أو بيع عملة أجنبية في سوق الصرف. ولو اتجه العالم للأخذ بهذا المبدأ تصبح النقود تابعة كلياً لإدارة البنك المركزي للسيولة وسياسته لسعر الصرف.

صيرفة الاحتياطي التام التي ظهرت من جديد بصيغة النقود السيادية، أي أنّ الدولة، السلطات السيادية، فقط لها الحق في إصدار، خلق، النقود اقترحت أصلاً منتصف ثلاثينات القرن العشرين لمنع تكرار أزمة مثل الكساد الكبير، وقد تبناها Irving Fisher مع اقتصاديين آخرين ضمن الإصلاح النقدي. ميلتون فريدمان، أيضاً، في وقت ما دافع عن قاعدة الاحتياطي التام للودائع الجارية. ترى المدرسة النمساوية أن نسبة الاحتياطي على الودائع الجارية إن كانت أدنى من 100 % يندرج هذا في النصب والاحتيال الذي ينبغي أن يمنعه القانون. من أسباب الأزمة المالية الدولية للقروض العقارية التماذي في توسيع الائتمان وقبول مخاطرة عالية، والودائع الجارية من بين مصادر التمويل واختلاف البنية الزمنية بين جانبي الموجودات والمطلوبات المصرفية، إلى جانب توريق ديون عقارية لإخراجها من الميزانية العمومية، وهي طريقة أخرى للتوسع الائتماني، وفشل الديون العقارية المؤرقة يعني فشل الأوراق التي استندت إليها. دعاة صيرفة الاحتياطيات التامة أرادوا بذلك ترصين العمل المصرفي بتمويل مستقر للديون إلى جانب الضبط النقدي، لأن البنوك

المركزية فعلاً لا تسيطر على النقود، لكن التمويل بالودائع الجارية ليس السبب الوحيد بل هناك عوامل أخرى منها تعويم أسعار الصرف والانفتاح المالي والدين الحكومي الذي لا يستطيع البنك المركزي الإمتناع عن تنقيده ... وسوى هذه.

النظام المصرفي كما هو في العالم إلى الآن يشغل على أساس الاحتياطي الجزئي ويرى ناقدوه أنه بطبيعته يقود إلى ديون لا تسدد وعدم المساواة الاقتصادية بين الناس، والأزمات وإفلاس المؤسسات المالية، ومن هذه كلها النمو غير المستدام. والانتقال إلى نظام الاحتياطي التام للودائع الجارية، إخراجها من تمويل القروض، يساعد كثيراً في الإصلاح. ونشير إلى اندراج هذه المطالبة في سياق نقد شامل لنشاط المصارف كونها تجاوزت الوظيفة المنتظرة منها وهي الوساطة بين المدخرين والمستثمرين لتطوير الإنتاج والإنتاجية ودعم النمو إلى تقديم القروض لاقتناء الموجودات القائمة أصلاً، وعن هذا الطرق تولدت فقاعة المساكن. وتماثل هذه المقاربات النشاط الائتماني للمصارف مع ما يجري في أسواق الأسهم حيث تصعد سريعاً وعالياً أسعار الأسهم دون أثر ملموس في الاستثمار. في المقابل يحتج من يؤيد بقاء النظام الحالي بأن فرض الاحتياطي التام ينعش صيرفة الظل الباحثة عن الائتمان عالي المخاطر من أجل العوائد المرتفعة. ولا تخضع تلك الصيرفة لقواعد التنظيم المعروفة، وبذلك تزداد احتمالات الانهيار.

نقد النظام المصرفي الحالي من جهة انفصام الصلة بين الائتمان والاستثمار والنمو سيبدو وجيهاً إذ وجدنا من نتائج البحث التجريبي الضعف البين للعلاقة بين الاستثمار والنمو وحجم الائتمان نسبة إلى الناتج المحلي، وقد وجدنا ذلك بالفعل. لكن أسباب وجود نمط الائتمان هذا لا تقتصر على التمويل بالودائع الجارية، وإن كان تأثيره لا يُنكر إذ يدفع لتفضيل الأمد القصير والمضاربة بالموجودات القائمة، بل أيضاً لأن العوائد المتوقعة من الاستثمار الإنتاجي لا تسمح بفوائد مرتفعة. أما القول بأن قاعدة الاحتياطيات التامة تقلص النشاط المصرفي الأصولي الخاضع للرقابة وتنعش صيرفة الظل، هذه تحتل المناقشة وربما التقنيد، لأن وجود صيرفة الظل تابع لرخاوة القواعد المنظمة لعمل المصارف والرقابة عليها. ولا تستبعد صحته في ظل الوضع الحالي إذ من المتوقع طلب المصارف أجور خدمة عن إدارة الودائع الجارية عندما تمنع من إقراضها فتستقبلها صيرفة الظل بمغريات لإقراضها.

المعترضين على مقترح الاحتياطي التام يخشون توسع نشاط صيرفة الظل التي تزاولها مؤسسات إقراض شبيهة بالمصارف، تعتمد في التمويل على بدائل الودائع وهو تعبير يراد منه تعبئة أموال من الجمهور بإصدار أوراق دين؛ أو قبولات مصرفية، والتي لا تختلف عملياً عن الإيداع الجاري في الوظيفة، أو الإقرارات Endorsement وهي تعهدات بتلبية أوامر دفع حين الطلب وهذه كلها مقابل أموال صارت بعهدة

المؤسسة المالية المعنية. وتستخدم بدائل الودائع للإقراض أو تمويل قصير الأجل تحتاجه منشآت الأعمال للتشغيل أو حيازة موجودات كالتي تتعامل بها مصارف الاستثمار. بدائل الإيداع والمؤسسات التي تتعامل بها ضمن ما يسمح به القانون ولا تعدو مزاولة الوساطة المالية بطرق أخرى. ويمكن القول أن مؤسسات الائتمان والاستثمار المالي تتحرى فرض الإفلات من القيود بما يصطاح عليه مراجعة الضوابط التنظيمية Regulatory Arbitrage ، إذا ما أرادت الحكومات والبنوك المركزية السيطرة على الائتمان والنقد ضمن النطاق الذي لا يهدد الاستقرار لا بد من سد الثغرات القانونية. لكن الحكومات ولضغوطات أو مرغوبات سياسية تتواطأ أحياناً مع التملص من القواعد.

سوق ما بين المصارف

سوق ما بين المصارف تسمية لتداول الموجودات المالية والإقراض والاقتراض بين المصارف للأمد القصير، وهو الأوثق صلة بالبنك المركزي لتوفير مزيد من السيولة أو تقليصها للتأثير في عرض النقد والسيطرة على التضخم، لأنه قناة نقل سعر، أو أسعار، فائدة البنك المركزي إلى بقية سوق النقد وعموم أسواق المال، وهو بهذه الوظيفة له دور رئيس في بث السياسة النقدية. سوق ما بين المصارف عندما يعمل بكفاءة يصبح من الممكن تحويل السيولة من مصارف الفائض إلى مصارف العجز، وتتضمن هذه الآلية توزيعاً كفوءاً للمخاطر. وعندما يصل سوق ما بين المصارف إلى الكفاءة والمرونة التي أصبح عليها في دول العمق المالي المتقدمة ينصرف البنك المركزي إلى مراقبة السيولة على المستوى التجميعي للقطاع المصرفي، ويُضيف أو يأخذ، ويتولى سوق ما بين المصارف توزيعها. وفي نفس الوقت كان سوق ما بين المصارف شبكة اتصال سريع لنقل وتعميم إخفاقات المؤسسات المالية أثناء أزمة القروض العقارية، ولذلك يوصف زمن الأزمة بزيادة مخاطر الطرف المقابل Counterparty risk ، واكتناز السيولة تحسباً لشحتها المستقبلية.

في الدول المتقدمة العريقة في تنوع أسواقها وأدواتها المالية، المصارف تستطيع بمساعدة سوق ما بينها تعديل حجوم موجوداتها ومطلوباتها وإدارة مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف التي تنشأ عن أنشطة زبائنها. لكن مشاركة المصارف في السوق متفاوتة عادةً، كما تختلف أحجام سوق ما بين المصارف من دولة لأخرى، فمثلاً للمدة بين عامي 2000 وذروة الأزمة عام 2009 كانت قروض ما بين المصارف إلى مجموع موجودات المصارف 2.4 % ، 4.9 % ، و 13.2 % في الولايات المتحدة واليابان وبريطانيا على التوالي؛ وفي فرنسا وألمانيا 28.7 % ثم 22.5 % . وفي العملة الأجنبية عادةً سوق ما بين المصارف كبير ويكاد يكون أكبر أسواق المال؛ أما الموجودات المحلية للسوق فتبقى نسبة محدودة من مجموع موجودات المصارف. لأن السوق يشغل في المقام الأول على فوائض السيولة وعجزاتها في الأمد القصير جداً من يوم لأسبوع. وللتذكير أن

السوق موضوع البحث لا يُقصد منه المصارف بذاتها إنما أحد أنشطتها وعندما يقال حجم السوق فالمقصود حجم الموجودات التي نجدها بالمتوسط مشغولة بالنشاط المُعرّف لسوق ما بين المصارف. ويقاس حجم السوق أيضاً بالحجم النسبي للودائع، وللدول الخمس حسب تسلسلها 2%، 4.4%، 9%، 31.2%، و 26.6% تلك المدة على التوالي. ومن هذه المؤشرات نفهم أن سوق ما بين المصارف يعتمد في المقام الأول على البنية المؤسسية للاقتصاد والخصائص الوطنية للنظام المالي Financial system. ويبدو أن أوروبا أكثر ألفة للمعاملات ما بين المصارف في الإقراض والاقتراض والمتاجرة بالموجودات والإيداع المتبادل منها في الولايات المتحدة واليابان.

الثقة عنصر هام في رسم مساحة نشاط ما بين المصارف، الثقة المتبادلة، والتي تستند إلى السجل الماضي والفشل في تاريخ المصرف والبيئة التي يعمل بها، إذ يؤثر مدى تكرار الأزمات للنظام المصرفي الوطني وحجم الخسائر في مقدار الثقة بأي مصرف في البلد المعني. كما أن المصارف المشاركة في السوق يراقب بعضها بعضاً. بينما في حالة غياب سوق ما بين المصارف لا يتعدى مضمون الثقة اطمئنان المودعين إلى استعادة أموالهم. لقد اتسع السوق الدولي لما بين المصارف، وكما هو متوقع تعتمد مكانة المصرف في السوق الدولي على جدارته الائتمانية. وترتب الصفقات على المستوى الدولي، عادةً، بين السماسرة والمعتدين بالهاتف ثم تؤكد برسائل متبادلة.

على الرغم من الحجم النسبي المحدود لسوق ما بين المصارف في اليابان والولايات المتحدة الأمريكية، وعدم وجود السوق أصلاً في العديد من الدول، لكن دراسة مجريات الأزمة المالية الدولية أفصحت عن أهميته. لأن توزيع السيولة ضروري لضمان أداء سليم للنظام المصرفي وعموم قطاع المال. فالكثير من الأدبيات أوضحت بأن فشل أسواق ما بين المصارف في إعادة توزيع السيولة كان من العوامل الرئيسة للأزمة المالية الدولية. ولقد أحجمت المصارف من إقراض بعضها لبعض استجابة لقوة الدوافع التحوطية فاحتجزت السيولة ومن نتيجتها ارتفعت أسعار الفائدة في أكثر الأسواق الأوروبية وهذا يدل على إمكانية تعرض النظام المالي وكل الاقتصاد لمخاطر جمة نتيجة الخلل في أداء أسواق ما بين المصارف.

السيولة ليست مجانية فالفائض منها ينعكس سلباً في معدلات العائد إلى الموجودات وإلى راس المال، كما أن العجز يعرض المصارف مرتفعة المخاطر إلى تكاليف إضافية عندما تُقرض هوامش مخاطرة عالية على فوائد اقتراضها من السوق. وقد لوحظ في أسواق أمريكا الجنوبية ارتفاع الفوائد على القروض التي يقدمها السوق لبعض المصارف حتى عند تقديمها لضمانات رصينة وذلك لأن تلك المصارف مصنفة برتبة خطر عالية. إن ارتفاع تكاليف التمويل للمصارف التي تعاني عجزاً في السيولة يقربها من الانهيار الذي يضر

بعموم القطاع المصرفي، في مثل هذه الحالات يكون دور البنك المركزي ضروريًا لتقديم إسناد غير مباشر للمصارف التي يتوقف بقاؤها في السوق على سيولة إضافية.

بيّنت دراسات تجريبية أنّ التركيز بدلالة هيمنة قلة على رؤوس أموال المصارف المشاركة في السوق يجعل الاتفاق التأمري ممكنًا، وتتبع المعاملات عن خصائص المنافسة في تحديد الأسعار وتزداد الأرباح الاحتكارية، وترتفع التكاليف فوق مستويات الكفاءة. كما أن دخول مصارف أجنبية ذات إمكانات كبيرة وارتباطات دولية واسعة يدفع نحو المزيد من التركيز. كما بيّنت دراسة التجربة البريطانية أنّ تخفيف الرقابة ثم السياسات غير التقليدية ما بعد الأزمة أدت إلى ابتعاد أكثر عن خصائص التنافس والكفاءة.

Wray, L. Randall, The Origins of Money and the Development of the Modern Financial System, Working Paper No. 86 March 1993, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College and University of Denver.

Curta Florin, "Gold and Silver: Precious Metals and Coinage ", In Impact of Materials on Society, Eds. Sophia Krzys Acord, et al, First Edition, University of Florida.

Tymoigne, Éric, On the Centrality of Redemption: Linking the State and Credit Theories of Money through a Financial Approach to Money, Working Paper No. 890, Levy Economics Institute of Bard College, May 2017.

Wray, L. Randall, From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy ,Levy Economics Institute of Bard College,Working Paper No. 792 March 2014

Hook, Andrew , Examining Modern Money Creation: An Institution–Centered Explanation and Visualization of the "Credit Theory" of Money and Some Reflections on its Significance, The Journal of Economic Education 2022, VOL. 53, NO. 3, 210–231.

McLeay, Michael, et al, Money Creation in the Modern Economy, Quarterly Bulletin 2014 Q1, bank of England.

Sgambati, Stefano, Historicizing the money of account: a critique of the nominalist ontology of money, *Journal of Post Keynesian Economics*, 43(3), pp. 417–444, 2020.

Barthalon, Eric, Money Supply, Saving & Hoarding: What You See Is Not What You Get, Allianz Research, 01 October 2021.

Claussen, Carl Andreas, et al, Cash for Transactions or Store-of-Value? A comparative study on Sweden and peer countries, Sveriges Riksbank Working Paper Series 427, July 2023.

Glinsky, Michael E., and Sievert, Sharon, A new economic and financial theory of money ,arXiv:2310.04986v5 [econ.TH] 11 Jan 2024.

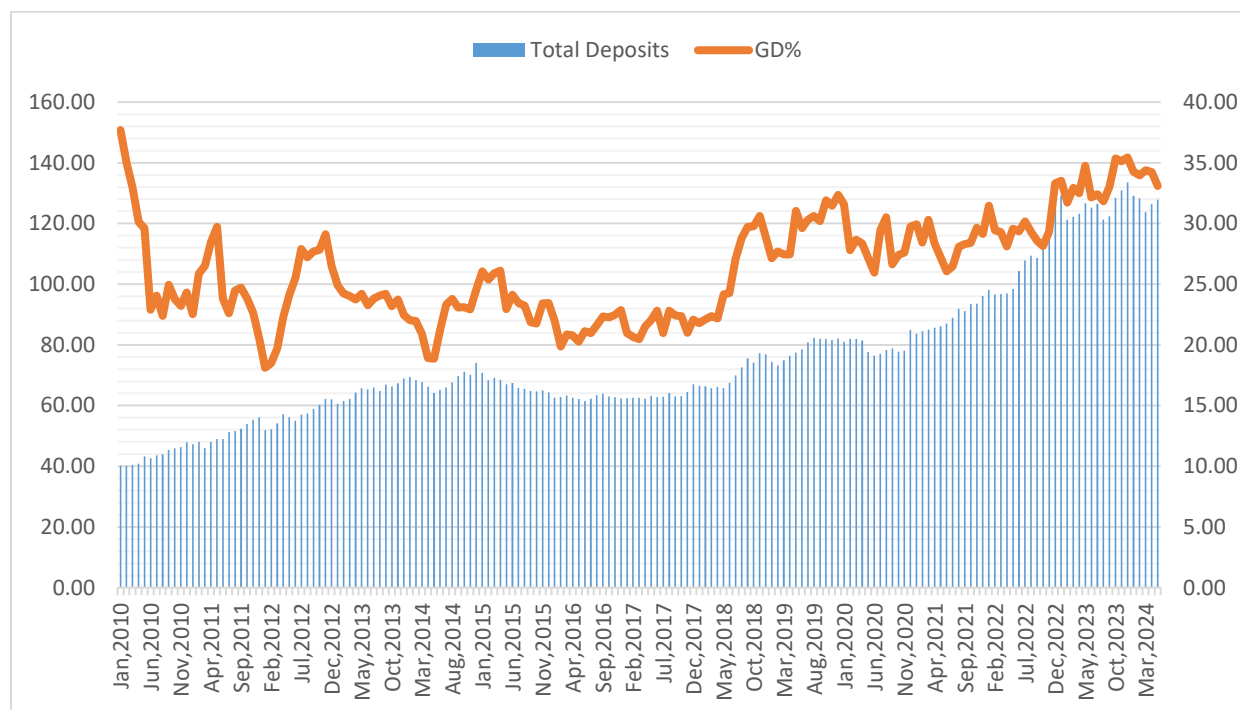
Trivellato, Francesca, Political Theories of Money and the Politics of Contextualization , *European Law Open* (2022), 1, 1040–1047
doi:10.1017/elo.2022.52.

Ogachi, Daniel, et al , Idiosyncrasies of Money: 21st Century Evolution of Money, *Economies* 9: 40. [https:// doi.org/10.3390/economies9010040](https://doi.org/10.3390/economies9010040).

Lartey, Theophilus, et al, Interbank market structure, bank conduct, and performance: Evidence from the UK, *Journal of Economic Behavior and Organization*, *Journal of Economic Behavior and organization* Volume 210, June 2023, Pages 1–25 .

Allen , Franklin, The Interbank Market Market Puzzle, ECB Working Paper Series No 2374 / February 2020.

الشكل (7) مجموع الودائع ونسبة ودائع الحكومة المركزية في العراق



GD % نسبة الودائع الحكومية من مجموع الودائع على المحور اليمين ؛ Total Deposits مجموع الودائع
 ترليون دينار على المحور اليسار. مصدر البيانات: موقع البنك المركزي العراقي.

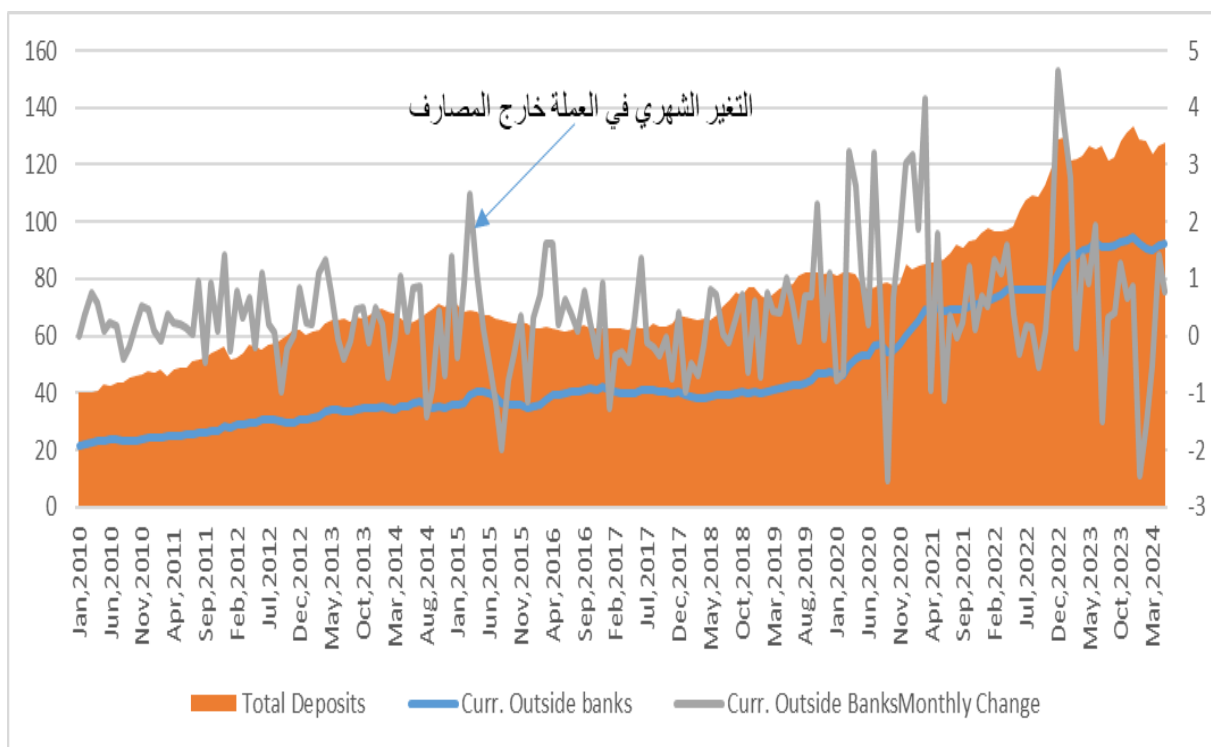
الجدول (2) نمو الودائع في العراق، التغير النسبي %

بين بداية عام 2010 وآخر شهر توفرت عنه بيانات

التغير % للودائع		الوسط	الخطأ المعياري للوسط	الإحراف المعياري	الحد الأدنى	الربيع الأدنى	الوسط	الربيع الثالث	الأعلى
	شهر	0.6	0.2	2.4	-8.1	-0.8	0.7	2.0	8.1
	ثلاثة أشهر	1.9	0.3	4.2	-7.9	-0.8	1.7	5.2	15.8
	ستة أشهر	3.8	0.4	5.6	-9.9	0.2	4.4	8.0	19.2
	12 شهر	7.4	0.6	8.1	- 15.1	1.5	9.1	13.4	25.6
التغير % للودائع عدا الحكومة المركزية	شهر	0.7	0.2	2.6	-6.3	-1.1	0.5	2.3	8.2
	ثلاثة أشهر	2.2	0.4	4.9	-8.4	-1.0	1.7	5.0	21.4
	ستة أشهر	4.2	0.5	7.1	-8.5	-0.7	2.8	7.9	32.3
	12 شهر	8.1	0.8	9.6	- 11.9	0.9	5.9	14.9	46.2
نسبة وداائع الحكومة المركزية		26.3	0.3	4.3	18.1	22.7	26.0	29.6	37.7

مصدر البيانات: موقع البنك المركزي العراقي.

الشكل (8) العملة والودائع في العراق



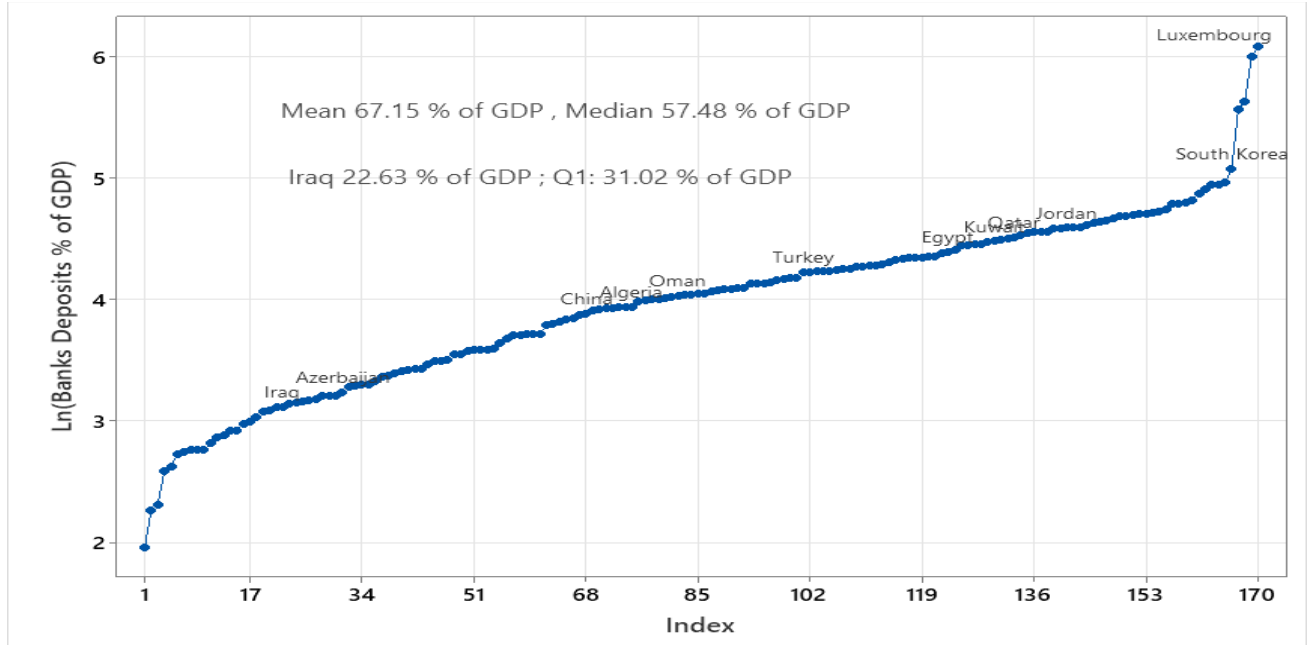
Total Deposits مجموع الودائع على المحور اليسار ، ترليون دينار؛

Curr. Outside banks العملة خارج المصارف على المحور اليسار ، ترليون دينار؛

Curr. Outside Banks Monthly Change

التغير الشهري في العملة خارج المصارف على المحور اليمين.

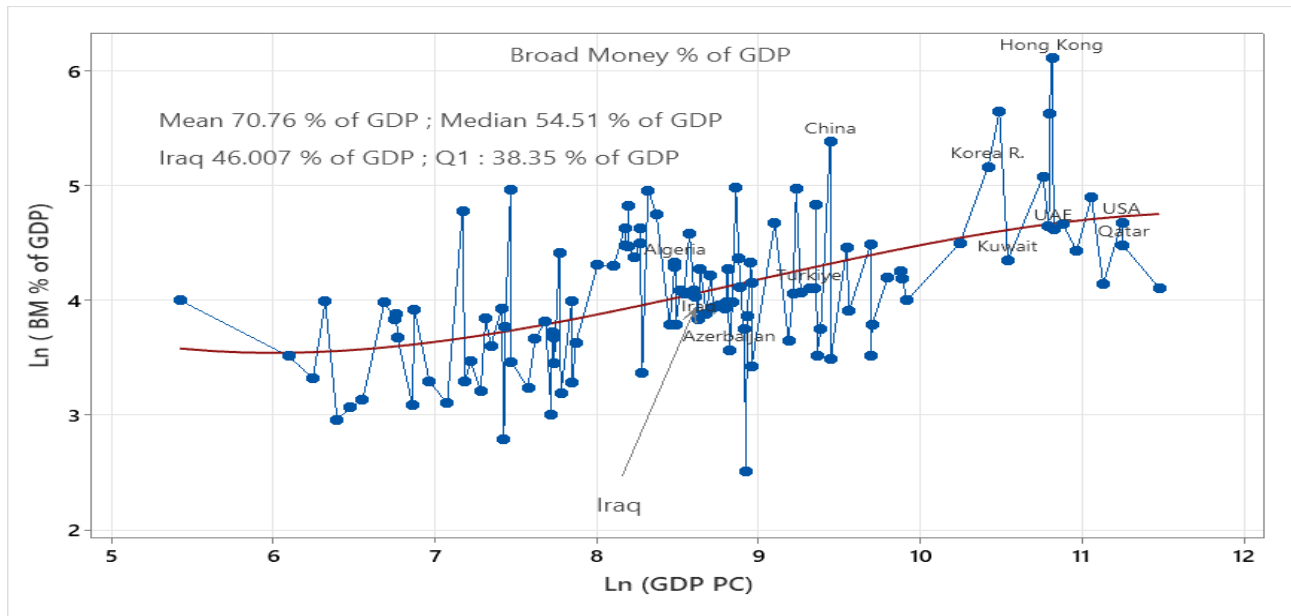
الشكل (9) نسبة الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي في العراق والعالم



مصدر البيانات: tradingeconomics.com

الشكل (10) النقود بالتعريف الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي %

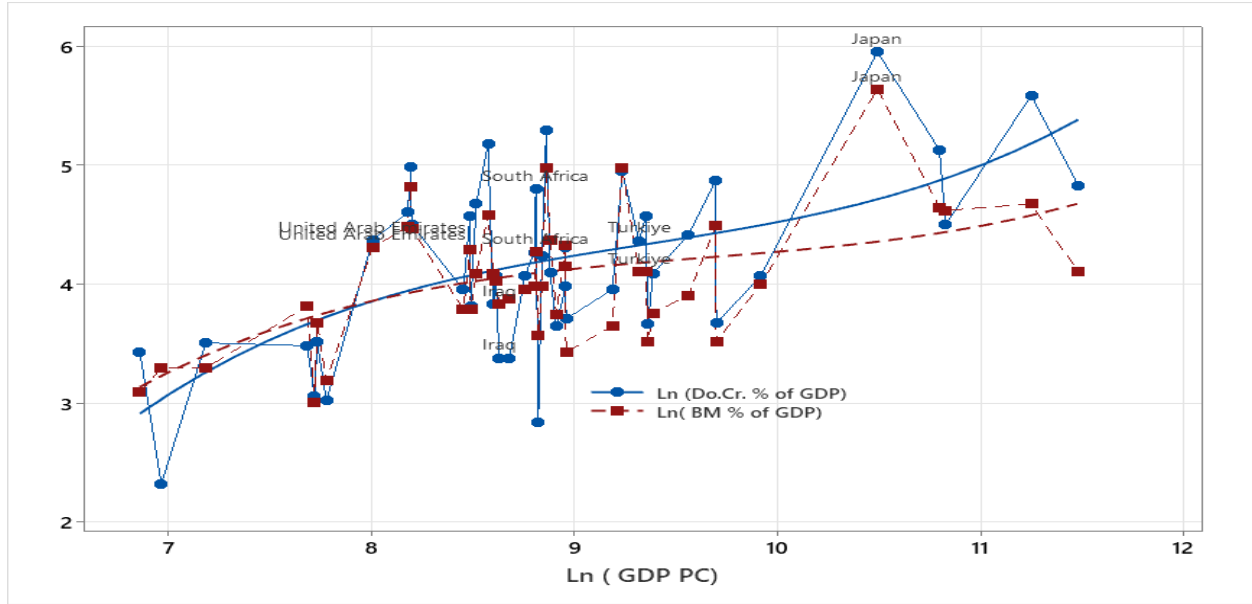
بدلالة متوسط الناتج المحلي للفرد ، كلا المتغيرين لوغاريتمات طبيعية



مصدر البيانات: موقع البنك الدولي.

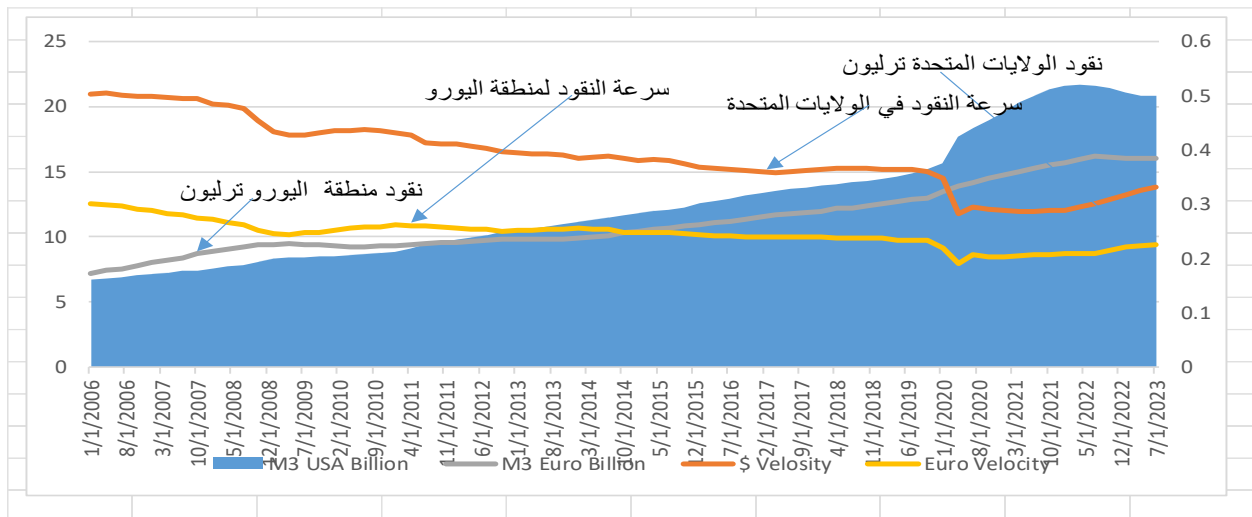
الشكل (11) نسبة كل من النقود والائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي

بدلالة متوسط الناتج المحلي للفرد ، المتغيرات لوغاريتمات طبيعية



مصدر البيانات: موقع البنك الدولي؛ الموقع الإحصائي للبنك المركزي العراقي ؛ الميزانية العمومية للبنك المركزي العراقي عام 2023.

الشكل (12) النقود وسرعة دورانها في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو



النقود على المحور اليسار بالتريليونات من الدولار واليورو؛ وسرعة الدوران على المحور اليمين.

مصدر البيانات : FRED .

الجدول (3) تاريخ النقود في السويد للمدة 1920 - 201 المتغيرات % من النقود M3

الخطأ							
المتغير النقدي	الوسط	للوسط	المعياري	الانحراف	الحد	الربع	الربع
المتغير النقدي	الوسط	للوسط	المعياري	الانحراف	الحد الأدنى	الأول	الوسيط
العملة بحيازة الجمهور	10.6	0.3	3.0		4.0	8.5	10.3
الودائع	89.4	0.3	3.0		83.9	87.2	89.7
العملة خارج البنك المركزي	11.6	0.3	3.0		4.3	9.7	11.3
الأساس النقدي	10.6	0.3	3.0		4.0	8.5	10.3
ودائع المصارف في البنك المركزي	9.6	0.3	3.0		3.6	7.4	9.3
احتياطيات المصارف	10.6	0.3	3.0		4.0	8.5	10.3

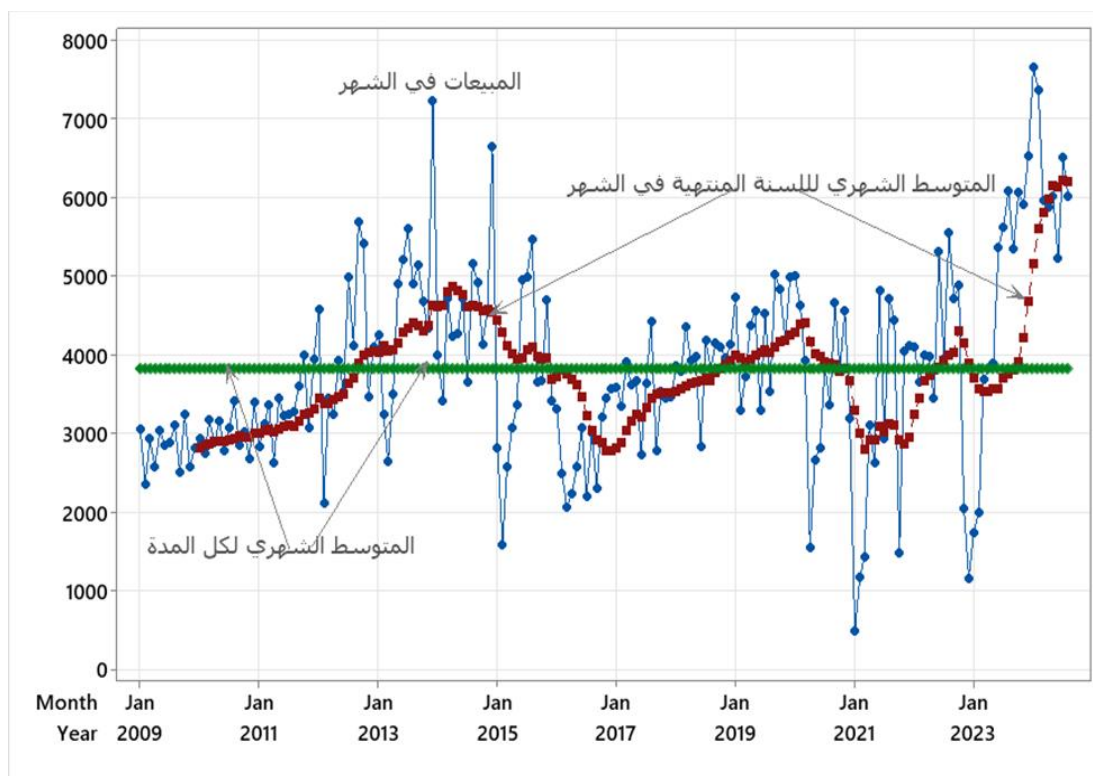
مصدر البيانات: Swedish Riksbank .

الجدول (4) الوضع النقدي في السويد حزيران عام 2024

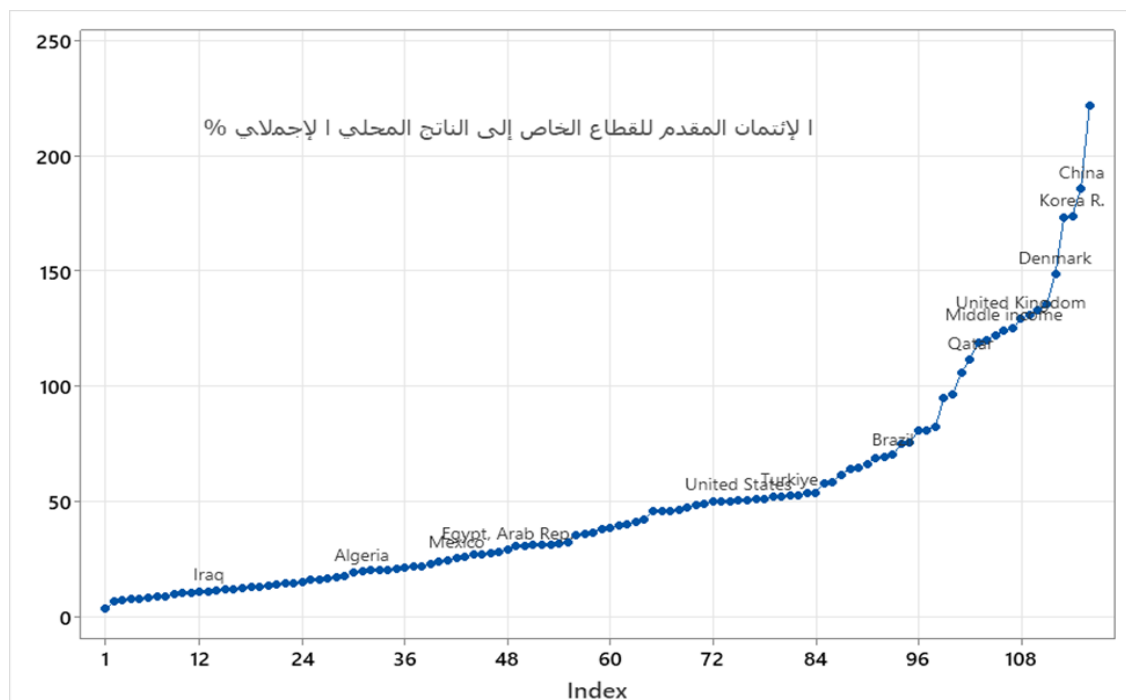
المتغيرات النقدية في السويد مليون كرونا	% من النقود M2	
56967	1.18	عملة لدى الجمهور
57633	1.19	عملة مصدرة للتداول
748055	15.50	شهادات إيداع صادرة عن البنك المركزي
191728	3.97	تسهيلات الإيداع في البنك المركزي
208	0.00	أخرى للمصارف في البنك المركزي
997624	20.67	الأساس النقدي
3839805	79.57	الودائع الجارية في المصارف ضمن M1
3896772	80.75	النقود M1
4825632	100.00	النقود M2

مصدر البيانات: Swedish Riksbank .

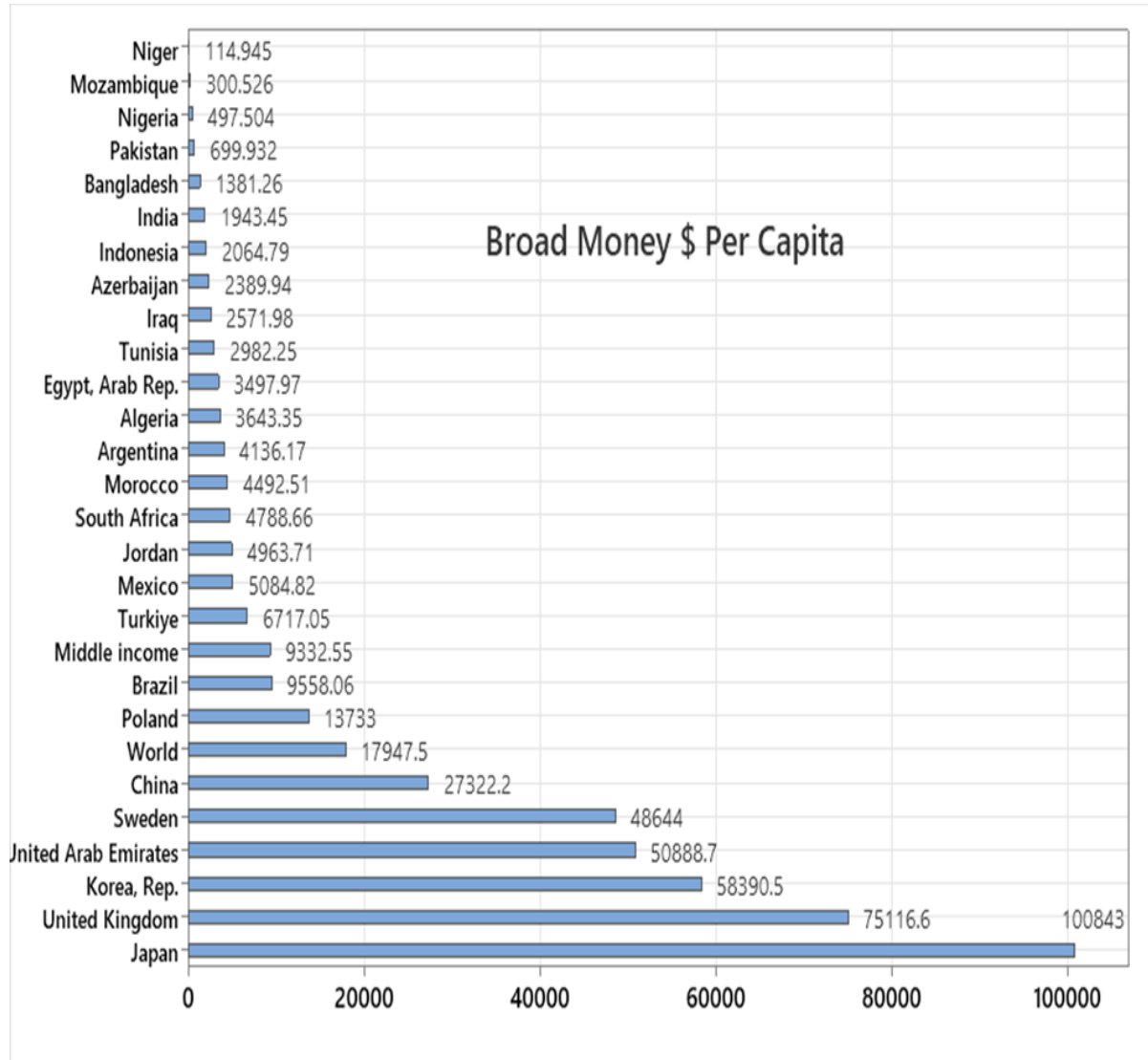
الشكل (13) مبيعات العملة الأجنبية



الشكل (14) الائتمان المقدم للقطاع الخاص من المصارف



الشكل (15) متوسط النقود بالتعريف الواسع للفرد بالدولار



الشكل (16) النقود والعملية في العراق

