

**Ministry of High Education and Scientific Research**  
**University of Karbala**  
**Financial and Banking Sciences**



**Monetary Policy**

الاسبوع الثالث

محاضرة مقدمة الى :

الاستاذ الدكتور عباس كاظم الداعي

اعداد الطالبة

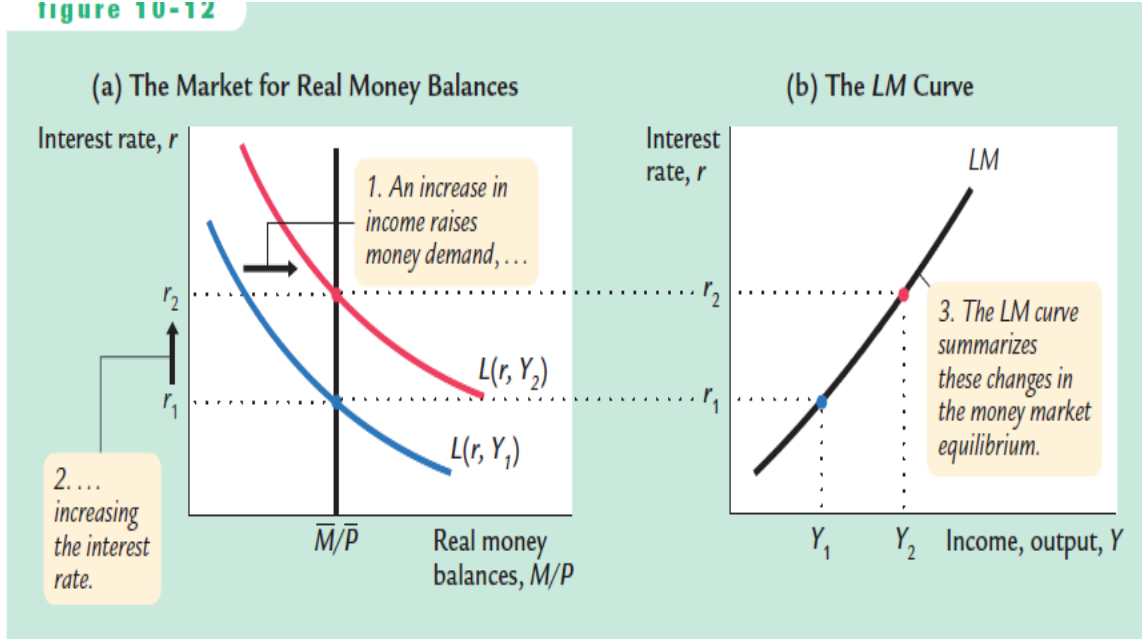
شيماء شاكر محمود

## كيف تكون تحولات منحنى السياسة النقدية LM

### How Monetary Policy Shifts the LM Curve

منحنى LM هو يخبرنا بسعر الفائدة في حالة التوازن في سوق النقد في أي مستوى من مستويات الدخل. ويعتمد سعر الفائدة بالتوازن على عرض الأرصدة النقدية الحقيقية،  $M/P$ . وهذا يعني أن منحنى LM هو

Figure 10-12



يستمد المنحنى في الشكل LM (A) حيث يدل على أن السوق للأرصدة النقدية الحقيقية: أي أن زيادة في الدخل من  $Y_1$  إلى  $Y_2$  ترفع الطلب على النقود، وبالتالي ترفع سعر الفائدة من  $R_1$  إلى  $R_2$ . ويبين الشكل (ب) منحنى LM تلخيص هذه العلاقة بين سعر الفائدة والدخل: كلما ارتفع مستوى الدخل فيرتفع سعر الفائدة.

بالرجوع لعرض من الأرصدة النقدية الحقيقية. إذا تغيرت الأرصدة النقدية الحقيقية على سبيل المثال إذا كان بنك الاحتياطي الفيدرالي يغير عرض الأموال LM في تحويلات المنحنى. حيث يمكن استخدام نظرية تفضيل السيولة لفهم كيفية تحويلات منحنى السياسة النقدية LM. لنفترض أن بنك الاحتياطي الفيدرالي يخفض عرض النقد من  $M_1$  إلى  $M_2$ ، الذي يتسبب في انخفاض المعروض من أرصدة النقدية الحقيقية من  $M_1/P$  إلى  $M_2/P$ . ويبين الشكل 10-13 ما يحدث. مقدار الدخل عقد ثابت وبالتالي يتكون منحنى الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، وسوف نرى أن تخفيض المعروض من أرصدة النقدية الحقيقية سوف يرفع سعر الفائدة في توازن سوق النقد. وبالتالي فإن انخفاض في المعروض من النقود ينتقل منحنى LM التصاعدي.

وخلص القول ببيان منحنى LM هو المجموع من سعر الفائدة ومستوى الدخل الذي ينسجم مع التوازن في سوق النقود الحقيقية والتوازن يكون بالرسم . و LM منحنى العرض لمجموع الأرصدة النقدية الحقيقية. اي ان الانخفاض في المعروض من أرصدة النقدية الحقيقية تحويل منحنى LM التصاعدي. ان زيادة في المعروض من أرصدة النقدية الحقيقية تحول منحنى LM أسفل.

المعادلة الكمية التي تفسر المنحنى LM

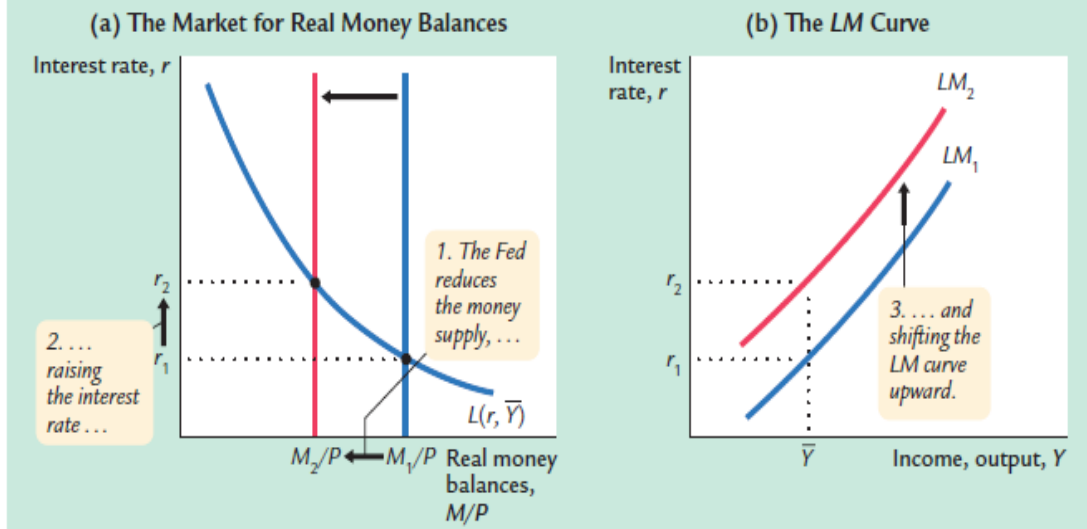
### A Quantity-Equation Interpretation of the LM Curve

عندما ناقشنا أولاً الطلب الكلي وتحدد بالمدى قصير للدخل في الفصل 9، سوف نشترك منحنى الطلب الكلي من النظرية الكمية للنقود. وصفنا سوق النقود مع المعادلة الكمية

$$MV = PY,$$

ويقتض أن سرعة  $V$  ثابت . هذا الافتراض لمستوى السعر  $P$ ، وتوفير النقود  $M$  في حد ذاته يحدد مستوى  $Y$ . الدخل لأن مستوى الدخل لا تعتمد على سعر الفائدة ، والنظرية الكمية ما يعادل منحنى LM العمودي.

figure 10-13



انخفاض في العرض النقدي فان التحولات يظهر المنحنى التصاعدي LM المنحنى (أ) أي مستوى معين من الدخل Y انخفاض في المعروض النقدي يرفع سعر الفائدة اي في توازن سوق النقود. ولذلك، فإن منحنى LM خلال الشكل(ب) التحولات التصاعدية .

يمكننا ان يستند منحنى LM الانحدار التصاعدي الأكثر واقعية من المعادلة الكمية عن طريق التخفيف من افتراض أن السرعة هي مستمرة . بافتراض السرعة ثابتة على افتراض أن الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية يعتمد فقط على مستوى الدخل. ومع ذلك، وكما لاحظنا في مناقشتنا للنموذج تفضي السيولة فإن الطلب على الأرصة النقدية الحقيقية يعتمد أيضا على أسعار الفائدة: اي ان أعلى سعر الفائدة يزيد من تكلفة عقد النقود ويقال من الطلب على النقود. و عندما يستجيب الناس لرفع أسعار الفائدة من خلال عقد أقل من النقود كل دولار لم يعقد يجب أن تستخدم في كثير من الأحيان لدعم حجم معين من المعاملات، وهذا هو، وسرعة من المال يجب أن تزيد.

$$MV(r) = PY.$$

دالة السرعة  $V(r)$  يشير إلى أن السرعة ترتبط بشكل إيجابي على سعر الفائدة. هذا الشكل من المعادلة الكمية تنتج منحنى LM في الانحدارات التصاعدية . بسبب الزيادة في سعر الفائدة تزداد سرعة النقود ، فإنه يرفع من مستوى الدخل لاي عرض معين من النقود ومستوى الأسعار. منحنى LM يعبر عن هذه العلاقة الإيجابية بين سعر الفائدة والدخل.

وتوضح هذه المعادلة أيضا التغيرات في عرض النقود التي تحول منحنى LM. للحصول على أي معدل تعطى الفائدة ومستوى الأسعار، والمعروض النقدي ومستوى الدخل و يجب أن تتحرك معا. وبالتالي فإن الزيادة في المعروض من النقود تحول منحنى LM إلى اليمين، وانخفاض في المعروض من النقود تحويل منحنى LM إلى اليسار.

أن نأخذ في الاعتبار أن المعادلة الكمية هي مجرد طريقة أخرى للتعبير عن نظرية المنحنى LM. هذا التفسير لكمية نظرية المنحنى LM هو نفسه جوهري مثل ما قدمتها نظرية تفضيل السيولة. في كلتا الحالتين، يمثل منحنى LM وجود علاقة إيجابية بين الدخل وسعر الفائدة الذي يطرح نفسه من أسواق النقد.

وأخيرا، تذكر أن منحنى LM في حد ذاته لا يحدد إما Y الدخل أو R سعر الفائدة الذي سيسود في الاقتصاد. مثل منحنى IS، منحنى LM ليست سوى العلاقة بين هذه المتغيرات الذاتية اثنين. منحنيات IS و LM تحديد معا لتوازن الاقتصاد.

## طبيعة منحنى LM

في إطار قريب من نموذج (باومول - توين)، يمكن أن نحدد إدارة علاقة الطلب بالنقود وعرض النقود وذلك برسم منحنى LM ليمثل خارطة من العلاقات بين مستوى الدخل ومعدل الفائدة والتي تمتاز بطابعها العام، في ان ارتفاع مستوى الدخل سيعني بقاء الطلب المرتفع على معدل الفائدة ومن ثم الطلب المرتفع على الأرصدة النقدية، الذي يشكل المستوى التوازني المرتفع لمعدل الفائدة، مما يعني ان منحنى LM يوضح أوضاع التوازن في القطاع النقدي، وإذا ما أريد إدارة السوق النقدية فإنه سيتم اختيار شكل منحنى LM المرغوب به وانتقالاته المطلوبة، واحتمالات الإدارة يمكن الكشف عنها في اشتقاق منحنى LM وطبقاً للنظريات النقدية المختلفة، وبهذا الخصوص نأخذ منحنى LM وحسب نظريه تفضيل السيولة أولاً، التي تصف حاله السوق النقدية والكيفية التي تؤثر بها التغيرات الاقتصادية نتيجة للتغيرات في مستوى الدخل وتأثيرها على مستوى الأرصدة الحقيقية، إذ ان زيادة الدخل تؤدي الى زيادة الأنفاق فيلتحق الأفراد في المزيد من المعاملات والتي تستوجب المزيد من النقود لهذا الغرض وبذلك ستكون دالة الطلب على النقود كالاتي<sup>(1)</sup>:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(r, y)$$

بهذا فإن كمية الأرصدة النقدية الحقيقية المطلوبة ترتبط سلبياً بمعدل الفائدة وإيجابياً بالدخل، وعليه فإن زيادة الدخل من  $Y_1$  الى  $Y_2$  سينقل الطلب النقدي نحو اليمين من  $L_1(r_1, Y_1)$  الى  $L_2(r_2, Y_2)$  كما في الشكل (5-أ)، مما يحدث زيادة في سعر الفائدة من  $r_1$  الى  $r_2$  مع ثبات عرض النقد باعتباره متغير السياسة النقدية الخارجي، ومن ذلك نحصل على منحنى LM ذو الميل التصاعدي .

وان حدوث الانتقال في منحنى LM يتم عند تحريك عرض الأرصدة النقدية الحقيقية والتي عند تخفيضها سينتقل مستوى منحنى LM إلى الأعلى وعند زيادتها فإنها ستنتقل مستوى منحنى LM إلى الأسفل باتجاه تنازلي كما في الشكل (5) الجزء (ب) وفي المقابل يمكن اشتقاق منحنى LM بواسطة النظرية الكمية ومن خلال معادلة التبادل ثانياً:

$$MV = PY$$

وتحمل هذه المعادلة افتراضات عديدة وذلك بثبات سرعة التداول النقدي وان مستوى السعر معطى، وهكذا فإن عرض النقد (M) سيحدد بنفسه مستوى الدخل وهو لا يعتمد على معدل الفائدة مما يجعل من النظرية الكمية هي معادلة منحنى LM العمودي .

وفي الاستطاعة اشتقاق منحنى LM بمرونة أكبر وذو ميلاً تصاعدياً وذلك بتخفيف الفرضية القائلة في ثبات سرعة التداول والقائمة على فرضية أخرى، وهو ان الطلب على الأرصدة النقدية يعتمد على معدل الفائدة، وان معدل الفائدة المرتفع يساعد في زيادة كلفة الفرصة البديلة للنقود

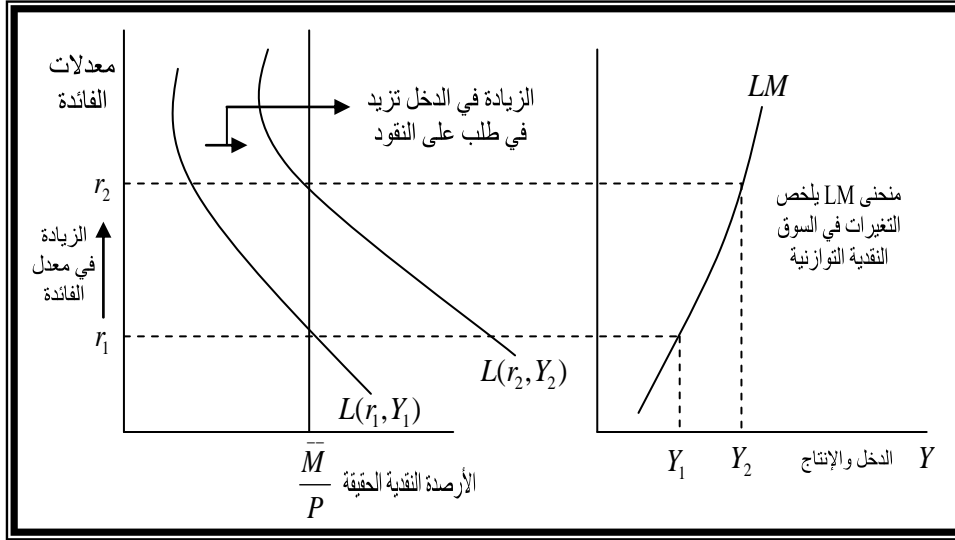
(1)N.Gregory Mankiw . Op.Cit .Pp:271-277

والذي ينجم عنه خفض الطلب على النقود، وعندها يستجيب الناس للزيادة في معدل الفائدة بحيازة كمية أقل من النقود، وان كل دولار سيعملون على حيازته يستدعي ان يستخدموه أكثر من مرة لدعم حجم المعاملات وتلك هي سرعة التداول المتزايدة ويمكن كتابه المعادلة الكمية ووفقاً للتحليل أعلاه بالشكل الآتي:

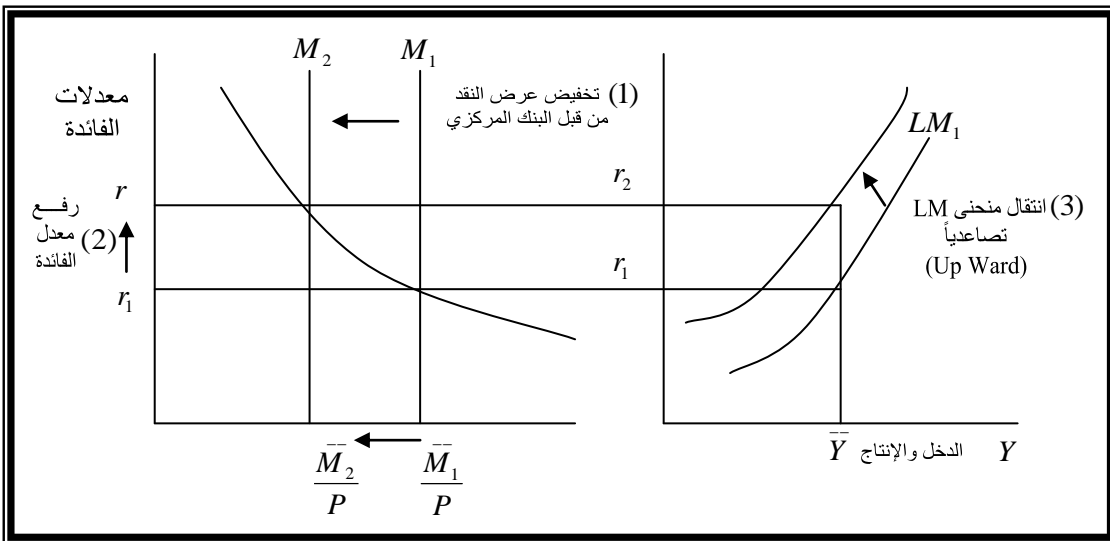
$$Mv(r) = PY$$

وبذلك تكون دالة سرعة التداول هي  $V(r)$  والتي نستدل منها على ان سرعة التداول ذات علاقة ايجابية بمعدل الفائدة، وهذه الصيغة تمنح منحنى LM ميلاً تصاعدياً وتبرير ذلك ان زيادة معدل الفائدة ستزيد من مستوى الدخل لأية كمية نقدية معطاة ولأي مستوى معطى من سعر الفائدة ووجوب تحرك مماثل لعرض النقد وسعر الفائدة.

شكل (5 - أ) سوق الأرصدة النقدية الحقيقية وميل منحنى LM



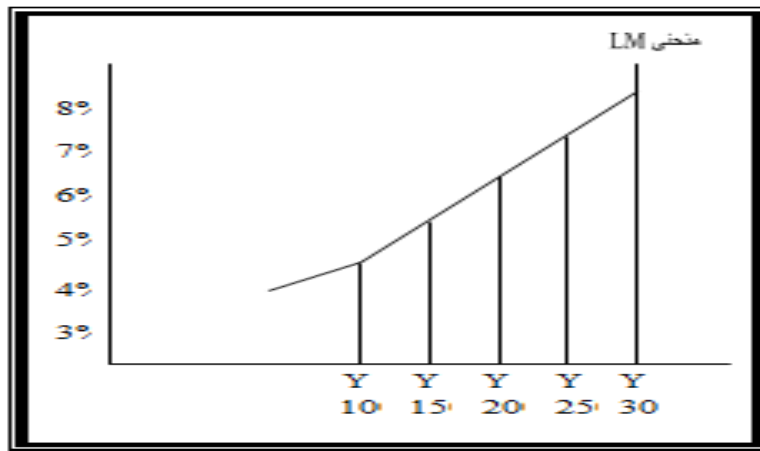
شكل (5 - ب) سوق الأرصدة النقدية الحقيقية وانتقالات منحنى LM



Source: N. Gregory, Mankiw, Macro Economic, Harvad University, Fourth Edition, Worth Publisher, United State, New Jork, 1999, P. 275

إن أوضاع جدول LM يكون في حدود العلاقة الطردية بين الدخل وسعر الفائدة بافتراض وجود جدول سيولة معين (أي جدول الطلب على النقود) وكمية النقود محددة بواسطة السلطات النقدية، وبتعبير آخر عندما تكون النقود الحاضرة المرغوبة تساوي النقود الحاضرة الفعلية أي عندما  $L = M$  وبهذه الشاكلة فإنّ جدول LM يفترض مسبقاً التوازن بين  $L, M$  كما يفترض مسبقاً جدول Is التوازن بين  $I, S$ .<sup>(2)</sup>

### اشتقاق منحنى LM



المصدر: سامي خليل، النظريات والسياسات النقدية والمالية، شركة كاظمة للنشر والترجمة والتوزيع، الكويت، 1988، ص 572.

## متغيرات السياسة النقدية

### أولاً : عرض النقد

يرمز لعرض النقد بالرمز (M) وينسحب مفهوم عرض النقد إلى:

(M1)- يعبر عن مجموع العملة في التداول خارج الجهاز الصيرفي زائداً الودائع الجارية تحت الطلب مما يملكه القطاع الخاص اللامصرفي لدى المصارف التجارية، ويطلق عليه (عرض النقد بمعناه الضيق).

(M2)- يعبر عن عرض النقد بمعناه الضيق (M1) زائداً الودائع الادخارية والثابتة الخاصة لدى المصارف التجارية، ويطلق عليه (عرض النقد بمعناه الواسع) (Habibullah&baharumshah,1996,125)

(M3)- يعبر عن عرض النقد بمعناه الواسع (M2) زائداً الودائع الجارية وغير الجارية الحكومية، ويطلق عليه إجمالي السيولة المحلية التي يتمتع بها الاقتصاد القومي .

(M4)- : يعبر عن (M3) فضلاً عن الأصول والخصوم النقدية لدى المصارف المتخصصة (عبد الحميد، 290، 1997).

يعد البنك المركزي المسؤول الوحيد عن عرض النقد فهو يؤثر ويتحكم فيه بما يتلاءم مع تطور النشاط الاقتصادي (عبد الحميد، 293، 1997). ولما كان نشاط اسواق راس المال جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثير في أداء هذه الأسواق. لقد نالت العلاقة بين عرض النقد وأسواق راس المال اهتماماً كبيراً من لدن الباحثين والكتاب وقدمت فيها مجموعة من الدراسات، إذ توصل (sprinkel) في عام 1964 إلى أن هناك علاقة قوية بين اسواق راس المال وعرض النقد في الولايات المتحدة، ومنذ ذلك الحين اختبرت العلاقة بين عرض النقد وسوق راس المال لمختلف الاقتصاديات (Habibullah&baharumshah,1996,21) بسبب الاعتقاد القائل أن تغييرات عرض النقد لها تأثيرات مباشرة مهمة عبر تغييرات أسعار الأوراق المالية، وتأثيرات غير مباشرة عبر تأثيراتها في النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي يظهر في المقابل على أنه على من المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم (Habibullah&baharumshah,2000,413). فالتذبذبات الحاصلة في عرض النقد تؤدي إلى التذبذبات في أسعار الأسهم مستندة في ذلك إلى سلسلة من فرضية السبب والنتيجة وهذه الفرضية بشكلها المبسط هي: (أن التغيير في عرض النقد يسبب التغيير في أسعار



الأسهم على نحو مباشر أو غير مباشر عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي). أن التغير المباشر يحصل من خلال قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد بنسبة أسرع من المعتاد، إذ يجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليها لأغراض المعاملات المالية، فينفقون بعضاً من هذه الأموال الزائدة في شراء الأوراق المالية ومنها الأسهم، فطالما أن عرض النقد ثابت وخاصة على المدى القصير، فإن الطلب الزائد على الأسهم يولد حجم تداول كثيفاً ويؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها. في حين تأتي النتائج متشابهة مع أن الانتقال غير المباشر عبر سوق السندات ونسبة العائد كان أكثر تعقيداً إلى حد ما (Ritter&Silber,1980,413). ويحصل ذلك عندما يقوم البنك المركزي بزيادة عرض النقد مما يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الفائدة وبما أن العلاقة عكسية بين أسعار الفائدة والسندات، فإن انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار السندات (العاني، 35، 2002) ويعمل ارتفاع أسعار السندات على نحو مباشر على انخفاض عوائدها (جابر، 230، 1989) ولكون العائد على السندات أقل فمن المحتمل أن ينخفض الإقبال على شراء السندات، ويتحول مشتري السندات إلى سوق الأسهم لأن بديلاتها من السندات قد أصبحت أكثر غلاءً وأقل عائداً ونتيجة لتوسع الطلب على الأسهم يزداد حجم تداول الأسهم وترتفع أسعارها وقيمتها. في حين يحصل الانتقال عبر الناتج المحلي الإجمالي لأن الزيادة في عرض النقد تقود إلى انخفاض نسبة الفائدة، وإنفاق استثماري أكثر، وإنفاق استهلاكي أكثر، ونسبة من الناتج المحلي الإجمالي أعلى إلى جانب أرباح موزعة على المساهمين أكبر نتيجة لزيادة الإنتاج التي عادة ما تنعكس على مستوى الطلب على منتجات الشركة، وتحفز الأرباح الموزعة على المساهمين الأعلى شراء الأسهم مما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها (Ritter&Silber,1980,413) أن النتيجة في الحالات الثلاثة السابقة سواء كانت سلسلة السبب مباشرة من عرض النقد إلى أسعار الأسهم أو غير مباشرة عبر سوق السندات ونسبة العائد أو عبر الناتج المحلي الإجمالي هي نفسها وتتمثل في أن الزيادة في عرض النقد تقود إلى زيادة الطلب على الأسهم ثم إلى ارتفاع مؤشرات أداء سوق راس المال<sup>(1)</sup>.

(Ritter&Silber,1980,414).

(1) من الشواهد التاريخية التي تثبت ذلك ما حصل في نيويورك من أواسط 1927 إلى أواسط 1928 إذ ازداد عرض النقد بنسبة 16% ومن أواسط 1928 إلى أواسط 1929 ازداد بنسبة 2 و1% وقد تضاعف سوق الأسهم في تلك الأثناء ولكن في السنتين التاليتين من أواسط 1929 إلى أواسط 1931 تقلص عرض النقد بحوالي 5% كل سنة، فكان تفاعل سوق الأسهم مع عرض النقد أكبر تفاعل فائق في التاريخ، وبسبب انخفاض المعروض النقدي خسرت السوق جميع الأرباح التي حققها في السنتين السابقتين.

إن الزيادة في عرض النقد قد يظهر لها أحيانا اثر سلبي<sup>(2)</sup>. مثلما يكون لها اثر إيجابي في أسعار الأسهم ويتمثل ذلك الأثر السلبي في حجم الإصدارات الجديدة، إذ قد يذهب جزء من الزيادة في عرض النقد على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يؤدي إلى امتصاص جزء لا بأس به من السيولة المتاحة ثم إلى انخفاض أسعار الأسهم (الزغبى، 324، 2000). كما أن للزيادة في المعروض النقدي تأثيرا سلبيا مثلما أن لها اثر إجابيا في أرباح الشركات، ويتمثل ذلك الأثر السلبي في احتمال حدوث تضخم، يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون. وبما أن القيمة السوقية للشركة ثم القيمة السوقية للسهم العادي الذي تصدره تتحدد في ضوء حجم التدفقات النقدية المتوقعة والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار فيمكن القول أن النتيجة النهائية لتأثير عرض النقد في أسعار الأسهم يتوقف على حجم تأثير كل من هذين المتغيرين (هندي، 165، 1999).

ومثلما تؤثر الزيادة في عرض النقد في أسعار الأسهم فإن التناقص في عرض النقد سيكون له تأثير في أسعار الأسهم أيضا.

فالتناقص في عرض النقد بنسبة إبطا مما هو من الضروري توفيره لحاجات المعاملات المالية، سيولد نقصا في التمويل وتكون النتيجة انخفاضا في شراء الأسهم مما سوف يتسبب في انخفاض في حجم التداول، ويكون ذلك أما :

-على نحو مباشر إذ يؤدي الانخفاض في عرض النقد إلى الانخفاض في أسعار الأسهم وقيمتها

-أو غير مباشر بسبب كون السندات عمليات شرائية أكثر جاذبية نتيجة لان عوائد السندات المتمثلة بالفوائد أعلى من عوائد الأسهم فيتحول المستثمرون من سوق الأسهم إلى سوق السندات بما يؤدي إلى الانخفاض في أسعار الأسهم وقيمتها. أو بسبب انخفاض الأرباح الموزعة على المساهمين لدى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي موديا ذلك إلى انخفاض الطلب على الأسهم ثم إلى انخفاض حجم التداول للأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها. (Ritter, Silber, 1980, 414).

(<sup>2</sup>) ففي نيويورك وفي عام 1940 تحديدا انخفض مؤشر أسعار الأسهم 15% على الرغم من أن عرض النقد كان يرتفع بنسبة 15%، وفي عام 1973-1974 انخفض مؤشر الأسعار للسوق أكثر من 15% على الرغم من زيادة عرض النقد بمقدار 11% خلال تلك المدة .

مما سبق يتضح أن هناك علاقة طردية بين عرض النقد وأسعار الأسهم، فالزيادة في عرض النقد تقود إلى شراء الأسهم ثم إلى ارتفاع حجم التداول بالأسهم وارتفاع أسعارها وقيمتها إلا في بعض الحالات التي تم ذكرها سابقا إذ قد تؤدي الزيادة في عرض النقد إلى الانخفاض في أسعار الأسهم. على العكس من ذلك يقود الانخفاض في عرض النقد إلى الانخفاض في شراء الأسهم ثم إلى الانخفاض في حجم التداول للأسهم والانخفاض في أسعارها وقيمتها.

## ثانيا: سعر الفائدة

يمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو راس المال (Lanyi&Saracoglu,1983,10) تستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي، فأى تغير ولو طفيف يطرأ عليه يؤثر في حركة الأموال في المجتمع وتوجهات الاستثمار سواء أكان مباشرا على شكل مشروعات أم غير مباشر في الأوراق المالية (إبراهيم، 1، 2002).

وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق راس المال فيبرز تحت أشكال متعددة وكالاتي:  
أولا : يعد سعر الفائدة عنصرا مهما في نفقات المشروعات وذلك لان المشروعات عادة ما تلجا إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطات والأرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة.

ثانيا: أن أسعار الأوراق المالية في أسواق راس المال تمثل القيمة الحالية لمال المستقبل فالقيمة المباشرة تتوقف على سعر الخصم أو العائد المتوقع، وهذا السعر هو سعر الفائدة السائد في اللحظة نفسها والمتعلق بالتوظيف للمدة ذاتها. (السامرائي، 360، 2002-361)

ثالثا :يؤثر سعر الفائدة في الاستثمارات الخاصة في شركات الأعمال وبهذا فهي تؤثر في الإنفاق الكلي والأرباح الموزعة على المساهمين وأسعار الأسهم.

رابعا :يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم والسندات فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم والسندات وفي أسعارهما. (Singh&Talwar,1982,76)

كشف الميزانية العامة لدى البنك المركزي

المطلوبات	الموجودات
1- العملة في التداول لدى الجمهور	1- الذهب والعملات الأجنبية
2- الاحتياطات المصرفية الكلية - ودائع المصارف - عملة لدى المصارف	2- أوراق مالية حكومية
3- ودائع حكومية	3- قروض إلى الحكومة
4- مطلوبات أخرى	4- قروض إلى المصارف التجارية
	5- موجودات أخرى

المصدر: عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين آل عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004، ص 218.  
وبالنظر إلى مصادر واستخدامات القاعدة النقدية التي هي:

الاستخدامات البديلة	تلقا	= المصادر	القاعدة النقدية
أولاً: النقد لدى الخزينة		أولاً: ائتمان البنك المركزي	الاحتياطيات
+ ثانياً: الودائع لدى البنك المركزي		(A) قروضاً للحكومة	النقدية المصرفية الكلية
(A) حكومية		(B) قروضاً للمصارف التجارية	+
(B) أجنبية		+ ثانياً: استثمارات لدى البنك المركزي	العملة في التداول لدى الجمهور
+ ثالثاً: صافي الحسابات الأخرى		(A) سندات حكومية	
		(B) عملات أجنبية	
		(C) ذهب	

ومما سبق نرى أن البنك المركزي هو المحدد النهائي للقاعدة النقدية فعلى سبيل المثال عند قيام البنك المركزي بتخفيض ائتمانه إلى الحكومة او المصارف التجارية مع ثبات استثمارات البنك المركزي فإنّ هذا يعني انكماشاً في القاعدة النقدية وان ذلك يعني انخفاضاً للعملة في التداول والاحتياطيات المصرفية الكلية.

وفي نفس الصدد فإنّ التوسع او الانكماش في القاعدة النقدية يؤدي إلى التوسع او الانكماش في عرض النقد وان ذلك مشروطاً في وجود طلب على القاعدة النقدية من قبل الجمهور على شكل عملة في التداول والطلب من الجهاز المصرفي التجاري على شكل احتياطيات قانونية واحتياطيات فائضة:

$$Bd = C + Lr + Sr$$

اذ ان Bd (وهو الطلب على القاعدة النقدية)

نستنتج مما سبق ان البنك المركزي هو المتحكم بحجم القاعدة النقدية المعروضة او المتاحة لدى الجهاز المصرفي التجاري Bs في حين ان الطلب على القاعدة النقدية Bd سيكون محدداً لعرض النقد في النقطة التوازنية التي تتقاطع فيها منحني الطلب على القاعدة النقدية وعرض النقد (M)<sup>(3)</sup>:

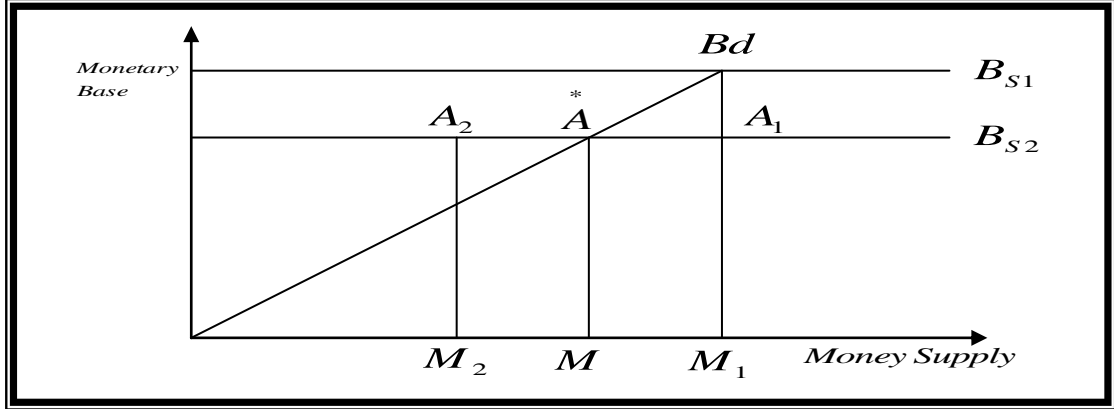
ولتوضيح آلية الطلب والعرض للقاعدة النقدية عبر ملاحظة الرسم البياني في الشكل (1) فعند A\* يكون M هو مستوى عرض النقد التوازني فإنّ التحول إلى النقطة M<sub>1</sub> أي زيادة عرض النقد فإنّ Bd > Bs مما يستوجب زيادة المعروض من القاعدة النقدية من Bs<sub>1</sub> إلى Bs<sub>2</sub> ويكون الوضع معكوساً في حالة الانخفاض إلى M<sub>2</sub>.

---

(3) عبد المنعم السيد علي, مصدر سابق، ص222.

## شكل (1)

عرض النقد وتفاعل الطلب والعرض على القاعدة النقدية



المصدر: عبد المنعم سيد علي، نزار سعد الدين آل عيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2004، ص 221.

ويختلف استقرار المضاعف في الأمد القصير عن المضاعف النقدي في الأمد البعيد ففي الأمد القصير فإن نسبة الاحتياطي القانوني ثابتة وكذلك سلوك الأفراد والمصارف او ان زيادة طلب الأفراد على العملة يقابله انخفاضاً في طلب المصارف على الاحتياطي، أي ان الزيادات في اتجاهات متعاكسة فتبقى نسب المقام ثابتة في الأمد القصير مما يتبعها ثباتاً نسبياً في قيمة المضاعف النقدي الا انه في الأمد الطويل تحدث التغيرات الآتية:

- 1- قد يقوم الأفراد بتوزيع ودائعهم من المصارف الكبيرة إلى المصارف الصغيرة والتي هي أدنى منها في الكبيرة مما يخفض نسب الاحتياطي القانوني في الجهاز المصرفي ككل مما يؤدي إلى انتقال المضاعف النقدي وتزداد قيمته.
- 2- انتقال ملكية عرض النقد من المنشآت الخاصة إلى الأفراد مما يزيد من نسبة العملات المتداولة إلى الودائع وتتنخفض قيمة المضاعف.
- 3- إعادة توزيع الودائع لصالح ودائع الاجل وبعيداً عن الودائع تحت الطلب ومن ثم انخفاض المضاعف المتعلق بعرض النقد الضيق ( $M_1$ ) وارتفاع قيمة المضاعف لـ ( $M_2$ ).
- 4- عندما تقوم وزارة المالية او الخزانة بفرض ضرائب او بيع سندات فإن العوائد توضع او تودع لدى المصارف التجارية مما يتطلب على المصارف التجارية وضع احتياطات تقابل هذه الودائع مما يؤدي إلى انخفاض عرض النقد.
- 5- انخفاض الاحتياطات الزائدة خلال فترات ارتفاع سعر الفائدة وارتفاع الطلب على القروض او لزيادة طلب الأفراد للعملة لتفادي ضريبة الدخل ويمثل ذلك انخفاضاً في ودائع الادخار والودائع الاجل فمن الصعوبة مراقبة المعاملات نقداً مقارنةً بالصكوك.

وان أي تغيير في عرض النقد هو ناجم عن التقلبات في المضاعف النقدي والتأثير المتبادل بين التقلبات في القاعدة والمضاعف ولا ثبات ان المستوى الجديد من كمية النقود هو المستوى القديم زائداً التغيير الذي حصل<sup>(4)</sup>.

$$M + \Delta M = (B + \Delta B) (M + \Delta M) \dots (12)$$

$$M + \Delta M = BM + B\Delta M + \Delta B M + \Delta B \Delta M \dots (13)$$

ويطرح المستوى القديم لعرض النقد  $M = Bm$  من المعادلة (13) فنحصل على التغييرات فقط:

$$\Delta M = \Delta Bm + \Delta Mb + \Delta B \Delta M \dots (14)$$

وبقسمة معادلة (14) بطرفيها على  $M = Bm$  نحصل على:

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta Bm}{Bm} + \frac{\Delta mB}{Bm} + \frac{\Delta B \Delta m}{Bm} \dots (15)$$

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta B}{B} + \frac{\Delta m}{m} + \frac{\Delta B \Delta m}{Bm} \dots (16)$$

ومن المعادلة (16) فإن  $(\frac{\Delta M}{M})$  تعكس التغييرات في عرض النقد في حين أن ( )  $(\frac{\Delta B \Delta m}{Bm}, \frac{\Delta m}{m}, \frac{\Delta B}{B})$  تعكس التغيير في المضاعف والقاعدة النقدية والتأثير المتبادل بين المضاعف والقاعدة النقدية.

<sup>(4)</sup> باري سيجل، مصدر سابق، ص195.

## العالم كما يراه الفدرالي



P 541

الشكل ٢٧ - ٣. في حين يسعى الفدرالي لتحقيق غايات نهائية مثل استقرار الأسعار، فإن عملياته قصيرة المدى تركز على أهداف وسيطة

لتحديد السياسة النقدية، يستخدم الفدرالي بشكل مباشر الأدوات أو متغيرات السياسة التي يسيطر عليها (مثل عمليات السوق المفتوح، وسعر الخصم، ومتطلبات الاحتياطي). وتساعد هذه الأدوات في تحديد احتياطي البنوك، العرض النقدي، وأسعار الفائدة (وهي الأهداف الوسيطة للسياسة النقدية). في النهاية، يشارك الفدرالي بسياسته المالية في السعي لتحقيق الغايات الرئيسية في التنمية السريعة، وخفض البطالة، والعمل على استقرار الأسعار.

تشكل هيئة الاحتياطي الفدرالي في واشنطن، مع بنوك الاحتياطي الفدرالي الاثني عشر، البنك المركزي الأمريكي. ولدى كل دولة حديثة بنك مركزي. والمهمة الأساسية للبنك المركزي هي السيطرة على العرض النقدي وشروط الائتمان.

### نظرة على عمليات الفدرالي

كيف يستطيع الفدرالي فعلياً إدارة العرض النقدي؟ للإجابة على هذا السؤال، من المفيد أن نبدأ بإلقاء نظرة على العالم كما يراه الفدرالي. يبين الشكل ٢٧ - ٣ المراحل المختلفة لعمليات الاحتياطي الفدرالي. توجد تحت تصرف الاحتياطي الفدرالي أدوات سياسية عدة. ويمكن لهذه الأدوات أن تؤثر في أهداف وسيطة معينة (مثل الاحتياطي، والعرض النقدي، وأسعار الفائدة). وهذه الأهداف مخصصة للمساعدة في تحقيق الغايات النهائية للاقتصاد السليم (وهي تضخم منخفض، وتنمية سريعة للمخرجات، وبطالة منخفضة). ومن المهم إبقاء هذه المجموعات (أدوات السياسة، والأهداف الوسيطة، والغايات النهائية) متميزة عن بعضها البعض بوضوح في تحليلاتنا.

والادوات الرئيسية الثلاث للسياسة النقدية هي:

ليس ثمة إجابة صحيحة على هذه الاسئلة. من جهة، البنك المركزي المستقل هو الحارس على قيمة عملة الدولة، وأفضل حام لها ضد تفشي التضخم. إضافة إلى ذلك، فإن الاستقلال يضمن عدم انحراف السياسة النقدية لغايات سياسية متحيزة؛ فاستقلال الفدرالي يتيح له مجال اتباع سياسات لاتحظى بدعم جماهيري كبير، مثل محاربة التضخم، فأعضاء السلطات المنتخبة لن يضحوا بمناصبهم من أجل ازدهار اقتصادي بعيد المدى. وقد بينت الدراسات التاريخية أن الدول التي لديها بنوك مركزية مستقلة، هي عادة، أكثر نجاحاً في إبقاء معدلات التضخم منخفضة، من الدول التي تخضع بنوكها المركزية لسلطة مسؤولين منتخبين.

في الوقت نفسه، فإن المسؤولين عن الإدارة النقدية في الفدرالي بعيدون جداً عن العملية السياسية، لذلك قد يفقدون اتصالهم بواقع البلد الاقتصادي والاجتماعي، فأعضاء الكونجرس مجبرين، وبشكل روتيني، على مواجهة عمال صناعة السيارات العاطلين عن العمل، والمزارعين المفلسين (وهي جماعات نادرأ ما نراها في مبنى الاحتياطي الفدرالي في واشنطن).

يمكننا اختصار هيكل نظام الاحتياطي الفدرالي على النحو

التالي:



الميزانية العامة الموحدة لاثني عشر بنكاً للاحتياطي الفدرالي، ١٩٩٤  
( بلايين الدولارات )

المطلوبات والقيمة الصافية		الموجودات	
		الاوراق المالية لحكومة الولايات المتحدة \$ ٣٤٠.٣	
٣٤٤.٥	إصدارات الاحتياطي الفدرالي	٥١	قروض وقبولات
	الودائع :	٥٨.٩	موجودات اخرى متفرقة
٣٨.٧	إحتياطي مصرفي		
٤.٤	خزينة الولايات المتحدة		
١٦.٧	مطلوبات متفرقة		
٤٠٤.٣	المجموع	٤٠٤.٣	المجموع

**الجدول ٢٧ - ١ . إصدارات الاحتياطي الفدرالي من العملة القانونية والودائع هي ما يقوم عليه العرض النقدي.**  
عن طريق السيطرة على الأصول الكاسبة (القروض والاوراق المالية الحكومية)، يسيطر الفدرالي على المطلوبات (الودائع وإصدارات الاحتياطي الفدرالي). وهي تحدد العرض النقدي في الاقتصاد (العملة، والودائع تحت الطلب، و «ع»)، تؤثر بالتالي على «أ ن م»، البطالة، والتضخم. (المصدر: نشرة الاحتياطي الفدرالي، حزيران ١٩٩٤).

النقدي، علينا أن نشرح الميزانية العامة الموحدة لنظام الاحتياطي الفدرالي المبينة في الجدول ٢٧ - ١. تشكل الأوراق المالية لحكومة الولايات المتحدة (مثل السندات) معظم موجودات الفدرالي. أما البنود الصغيرة، مثل القروض والقبولات، فهي أساساً قروض أو سلف مقدمة للبنوك التجارية. وسعر الفائدة، أو «الخصم»، الذي يفرضه الفدرالي على البنوك مقابل تلك القروض يدعى سعر الخصم، وهو أداة أخرى من أدوات الفدرالي.

وتشمل المطلوبات والقيمة الصافية البنود المعتادة (وهي غير مبيّنة هنا) والبنودان الفريدان هما النقد والاحتياطي. إصدارات الاحتياطي الفدرالي هي المطلوبات الرئيسية في موازنة الفدرالي، وهي العملة الورقية التي نستخدمها في تعاملاتنا اليومية.

وما يحظى بأهمية حيوية، الإحتياطيات المصرفية، أو الأرصدة التي تحفظها البنوك التجارية كوديعة لدى بنوك الاحتياطي الفدرالي، وتظهر كمطلوبات في ميزانية الفدرالي. وتشكل هذه المبالغ مع ما يحتفظ به البنك في خزائنه، الإحتياطيات التي كنا نتحدث عنها. وهي توفر الأساس لمضاعف انشاء الودائع من قبل الجهاز المصرفي القومي.

ويمكن للفدرالي عن طريق تبديل ما بحوزته من أوراق مالية حكومية أن يغير الإحتياطيات المصرفية ويطلق بذلك سلسلة من الأحداث التي تقرر في نهاية الأمر مجمل العرض النقدي...

- **عمليات السوق المفتوح -** بيع وشراء سندات الحكومة.
- **سياسة سعر الخصم -** وضع سعر الفائدة، الذي يدعى «سعر الخصم»، يمكن للبنوك الأعضاء بموجبها اقتراض أموال إحتياطية من الفدرالي.
- **سياسة متطلبات الاحتياطي** تغيير متطلبات نسبة الاحتياطي الإجباري على الودائع التي لدى البنوك وغيرها من المؤسسات المالية.

عند إدارة الاحتياطي الفدرالي للنقد، يتوجب عليه مراقبة مجموعة من المتغيرات تعرف باسم «الأهداف الوسيطة». وهي متغيرات اقتصادية وليست أدوات سياسية في يد الفدرالي ولا هي غايات حقيقية لتلك السياسات، لكنها تقع في مكان وسط يربط ما بين الأدوات وتحقيق الأهداف. فإذا أراد الفدرالي التأثير على غاياته النهائية، فإنه يبدأ بتغيير إحدى أدواته. وهذا التغيير يؤثر في متغير وسيط مثل أسعار الفائدة، وشروط الأئتمان، أو العرض النقدي. وكما أن طبيباً يهتم بصحة مريضه فيراقب النبض وضغط الدم، كذلك، فإن الاحتياطي الفدرالي يراقب عن كثب أهدافه الوسيطة.

### الميزانية العامة لبنوك الاحتياطي الفدرالي

قبل تحليل الطريقة التي يحدد فيها الفدرالي العرض

الميزانية العامة للبنوك التجارية  
( بلايين الدولارات )

مطلوبات	موجودات
ودائع تحت الطلب - \$ ١٠	الاحتياطيات - \$ ١
	قروض واستثمارات - \$ ٩
المجموع - \$ ١٠	المجموع - \$ ١٠

الميزانية العامة للاحتياطي الفدرالي  
( بلايين الدولارات )

مطلوبات	موجودات
الاحتياطي المصرفي - \$ ١	أوراق مالية حكومية - \$ ١
المجموع - \$ ١	المجموع - \$ ١

الجدول ٢٧ - ٢ (ب) . . . وفي النهاية تخفض الودائع بنسبة ١٠ إلى ١

الجدول ٢٧ - ٢ (أ) . مبيعات الفدرالي في السوق المفتوح تخفض الاحتياطي لدى البنوك التجارية في البداية.

تبين هذه المجموعة من الجداول كيف تؤثر عمليات السوق المفتوح في الميزانية العمومية للفدرالي والميزانية العمومية للبنوك. في الجدول ٢٧ - ٢ (أ)، باع الفدرالي أوراقاً مالية قيمتها بليون دولار. الأموال التي استخدمت لدفع ثمن هذه الأوراق كانت مودعة في الفدرالي، مما خفض إحتياطيات البنوك لدى الفدرالي بمقدار بليون دولار. وهكذا انخفض الإحتياطي المصرفي بمقدار بليون دولار نتيجة لعمليات السوق المفتوح. ثم في الجدول ٢٧ - ٢ (ب) نرى تأثير ذلك على الميزانية العامة للبنوك. ومع نسبة احتياطي إجباري مقداره ١٠ بالمئة من الودائع، فإن الودائع تنقلص في سلسلة تشمل الجهاز المصرفي كله. وبالتالي، لا بد أن تهبط الودائع بمقدار ١٠ بلايين دولار، كي يعود النظام المصرفي إلى وضع التوازن.

والأثمان. فتمت الموافقة على المبادرة بالإجماع، بتصويت حكام واشنتن السبعة، وخمسة من رؤساء بنوك الاحتياطي الإقليمية.

لمن تباع هذه السندات؟ للسوق المفتوح، وهذا يشمل المتعاملين بالسندات الحكومية، الذين يبيعونها بدورهم إلى البنوك التجارية، والشركات المساهمة الضخمة، وغيرها من المؤسسات المالية، والأفراد.

يشترى المتعاملون السندات عادة بتحرير شيكات للفدرالي، مسحوبة من حساب لهم في أحد المصارف التجارية. مثلاً، إذا باع الفدرالي سندات خزينة بقيمة ١٠ آلاف دولار للسيدة سميث، فإنها تحرر شيكاً مسحوباً على «لاست بنك» في سياتل. فيقوم الفدرالي بعرض الشيك على «لاست بنك». حين يدفع لاست بنك الشيك فإن رصيده لدى الفدرالي سينخفض بمقدار قيمة الشيك. في نهاية اليوم، سيفقد «لاست بنك» والجهاز المصرفي كله ١٠ آلاف دولار من الاحتياطي الموجود لدى نظام الاحتياطي الفدرالي.

يبين الجدول ٢٧ - ٢ (ب) تأثير بيع ما قيمته بليون دولار على الميزانية العمومية للاحتياطي الفدرالي. فقد غيرت صفقة السوق المفتوح الميزانية العمومية للاحتياطي الفدرالي بأن خفضت الموجودات والمطلوبات بمقدار بليون دولار. فقد باع الفدرالي بليون دولار من السندات الحكومية، وانخفضت التزاماته بالمقدار ذاته بالضبط، بليون دولار من الاحتياطيات المصرفية.

## ضوابط السياسة النقدية

### عمليات السوق المفتوح

أكثر أدوات الفدرالي فائدة هي «عمليات السوق المفتوح».

يمكن للفدرالي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية في السوق المفتوح، أن يرفع أو يخفض الإحتياطيات المصرفية. وما يطلق عليه عمليات السوق المفتوح (open - market operations) هي أكثر أدوات تحقيق الإستقرار أهمية لدى البنك المركزي.

تقوم لجنة السوق المفتوح الفدرالية بتقرير ما إذا كانت ستضخ المزيد من الإحتياطي للجهاز المصرفي عن طريق شراء سندات الخزينة قصيرة الاجل وسندات الخزينة الاطول أجلاً، أو ما إذا كانت ستتشدد في السياسة النقدية عن طريق بيع الأوراق المالية الحكومية.

لمعرفة كيف تغير عمليات السوق المفتوح الإحتياطيات، لنفرض أن الإحتياطي يعتقد أن رياح الاقتصاد تحمل في طياتها بعض التضخم كما حدث في بداية عام ١٩٩٤، فتعقد لجنة السوق المفتوح الفدرالية اجتماعاتها في واشنطن، وتستمع من أعضائها من علماء الاقتصاد البارزين، إلى تقاريرهم الحالية وتوقعاتهم. وقد تقرر اللجنة التالي: «دعونا نبيع ما قيمته بليون دولار من اذونات الخزينة قصيرة الاجل، لتقليص الإحتياطيات، وتقييد النقد

## آلية انتقال آثار السياسة النقدية في الاقتصاد المفتوح والصغير على المتغيرات

### المختلفة:

#### (أ) التأثير على سعر الفائدة، نموذج (FLAMING – MENDEL):

لإثبات الكيفية التي يحدد سعر الفائدة العالمي تأثيراته في الاقتصاد المحلي في اقتصاد صغير مفتوح والذي يأخذ معدل الفائدة العالمي باعتباره متغير خارجي معطى، نأخذ النموذج المبسط لاقتصاد صغير مفتوح مع حركية كاملة لرأس المال (Awhile Capital Mobility)، فمع هذه الحركية فإنه سيحدث تعديلاً صوب التوازن في الاقتصاد الصغير بين الادخار والاستثمار، الأمر الذي لا يمكن تحقيقه من معدل الفائدة الحقيقي المحلي، ونعني بالاقتصاد والصغير هو لمساهمة في حصة صغيرة من السوق العالمية وان تأثيرها يمكن إهماله وبواسطة الحركية الكاملة لرأس المال فإن المقيمين في تلك الدولة يملكون فائضاً في إطار السوق المالية الدولية، وفي هذا النموذج ترمز لمعدل الفائدة في الاقتصاد الصغير المفتوح بـ  $R$  والتي يجب ان تساوي معدل الفائدة الدولي  $R^*$  وهو معدل الفائدة الحقيقي السائد في أسواق المال الدولية . المقيمون في هذا الاقتصاد لا يحتاجون للاقتراض بأي معدل للفائدة أعلى من  $R^*$  وذلك لأنهم يستطيعون دائماً في الحصول على الفائدة في  $R^*$  من الخارج، وكما ان المقيمين في هذا الاقتصاد لا يحتاجون للإقراض بمعدل فائدة أدنى من  $R^*$  كونهم يستطيعون إقراض نقودهم بمكسب  $R^*$  في الخارج، وكما يحدد الاستثمار والادخار المحلي في حالة التوازن سعر الفائدة المحلية فإن التوازن بين الادخار والاستثمار العالمي يحدد معدل الفائدة الحقيقي العالمي . وان معدل الفائدة المحلية له تأثير ضئيل يمكن إهماله على معدل الفائدة العالمي الحقيقي كون الاقتصاد الصغير والمفتوح جزءاً صغيراً من العالم ولبناء النموذج المبسط للاقتصاد الصغير المفتوح تأخذ ثلاثة افتراضات:

(1) إنتاج الاقتصاد ( $Y$ ) ثابت بواسطة عناصر الإنتاج في إطار دالة الإنتاج التي يمكن كتابتها

$$Y = \bar{Y} = F(\bar{K}, I) \quad \text{كالآتي:}$$

(2) الاستهلاك ( $C$ ) ذو علاقة موجبة تتعلق بالدخل القابل للتصرف (Disposable Income)

$$C = C(Y-T) \quad \text{وبذلك نكتب دالة الاستهلاك كالآتي:}$$

(3) الاستثمار ذو علاقة سلبية بمعدل الفائدة وبذلك نكتب دالة الاستثمار كالآتي:

$$I = I(R)$$

وتشكل الفرضيات السابقة أجزاء أساسية لنموذجنا ويمكننا الرجوع الى احتساب المتطابقة وكتابتها

$$N_x = (Y-C-G) - I \quad \text{بالشكل الآتي:}$$

$$N_x = S - I$$

وبتعويض الفرضيات الثلاثة مع الشرط المتعلق بان معدل الفائدة المحلي يساوي معدل الفائدة العالمي سوف نحصل على :

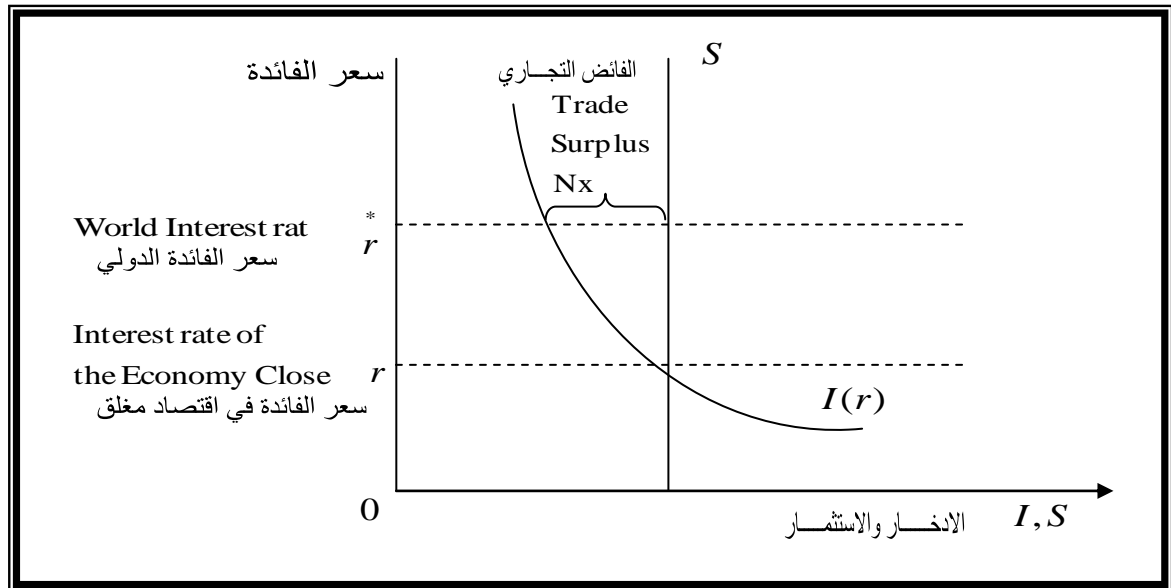
$$N_x = \left[ \bar{Y} - C(\bar{Y} - T) - G \right] - I(r^*)$$

$$N_x = S - I(r^*)$$

والمعادلة الأخيرة توضح لنا مجموعة من الأمور، فالادخار تحدده السياسة المالية فزيادة الضرائب والأنفاق الحكومي تزيد من الادخار الوطني.

وإن أي ارتفاع لمعدل الفائدة العالمي سيعمل على قيام المشاريع غير المربحة، ولذلك فإن الميزان التجاري يعتمد على الاختلاف ما بين مستويات الادخار والاستثمار عند معدل الفائدة العالمي، وفي هذه النقطة يمكن التساؤل عن الآلية التي تسبب تعادل الميزان التجاري مع صافي الاستثمار الأجنبي، وعندما يقل الادخار المحلي عن الاستثمار المحلي، فإن المستثمرين المحليين يقترضون من الخارج، وعندما يفيز الادخار عن الاستثمار فإنه يتم إقراضه الى الدول الأخرى، وفي الاقتصاد المغلق فإن معدل الفائدة الحقيقي يتحقق بتقاطع منحى الادخار والاستثمار وكما في الشكل (16)<sup>(5)</sup>:

شكل (16) أثر سعر الفائدة الدولي على اقتصاد صغير ومفتوح



<sup>(5)</sup>N. Gregory Mankiw، 'Macro Economic'، Op.Cit Pp:198-199

Source: N. Gregory, Mankiw, Macro Economic, Harvad University , Fourth Edition, Worth Publisher, United State, New Jork, 2000, 355.

ان التدفقات الدولية متقلبة باستمرار مما تؤثر في الاحتياطي المصرفي المحلي والدولي ولذلك مُنحت البنوك المركزية السلطة والصلاحيه اللازمة في موازنة التغير في الاحتياطي القادم من الخارج، وذلك في إطار عملية التعقيم (Sterilization) <sup>(6)</sup>

### ب) تأثير السياسة النقدية على سعر الصرف:

ان استقرار أسعار الصرف هو احد الأهداف الرئيسة للسياسة النقدية إلا ان هذه الأهمية تزداد في حالة اعتماد الاقتصاد على أسعار الصرف الثابتة (Fixed Exchange Rate)، أكثر مما هو في اقتصاد يعتمد على أسعار الصرف المرنة (Flexible Exchange Rate)، وننطلق في تحليلنا عن الكيفية التي يتم بها اختيار نظام سعر الصرف المفضل، فالنظام النقدي الدولي هو موضوع البحث الساخن ما بين الاقتصاديين وصانعي القرار .

إن أغلب الاقتصاديون يفضلون سعر الصرف الموعوم، إلا انه وفي السنوات الحالية الأخيرة فإن البعض منهم يفضل العودة الى أسعار الصرف الثابتة، قبل كل شيء فإن سعر الصرف الموعوم يمنح المرونة لصانعي القرار في استخدام السياسة النقدية لتحقيق أغراض أخرى، مثل استقرار الاستخدام، ثبات الأسعار، ولكن عند الأخذ بأسعار الصرف الثابتة فإن السياسة النقدية لها هدف أساسي هو الحصول على سعر صرف في مستوى معروف، على اعتبار ان سعر الصرف الثابت هو احد المتغيرات التي يمكن ان تؤثر فيه السياسة النقدية، بالإضافة الى ذلك كله فإن سعر الصرف الموعوم قد يساعد في استخدام قواعد السياسة النقدية . ان مسألة الاختيار بين سعر الثابت أو الموعوم لم تكن مسألة حديه أو نهائية كما تبدو لأول وهلة ففي الفترات التي كانت تلتزم فيها الدول المتقدمة بتحقيق أسعار صرف ثابتة، فإنها لم تتوانى عن تغيير أقيام عملاتها في الأوقات التي كانت تستطيع عمل ذلك وبما تقتضيه الحاجة لتحقيق أهداف اقتصادية أخرى <sup>(7)</sup>.

وفي الفترات التي استخدمت تلك الدول أسعار الصرف الموعومة فإن السلطات النقدية غالباً ما تستخدم أهدافاً رسمية أو غير رسمية لمستوى صرف عملتها عندما تتجه نوايا هذه السلطة نحو توسيع أو تقليص عرض النقد وكما في الشكل (17).

شكل (17)

\* التعقيم هي ممارسات يتم فيها عزل عرض النقد المحلي عن تدفقات الاحتياطي الدولي، ويتم التعقيم عادة، عندما ينفذ البنك المركزي إحدى عمليات السوق المفتوحة والتي تكون عكس حركة الاحتياطي الدولي .

<sup>(6)</sup> بول آ . سامويلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، ص 548-599

<sup>(7)</sup> N. Gregory Mankiw ،Macro Economics ،Op.Cit Pp:333-324

## السياسة النقدية التوسعية والانكماشية وأثرها على سعر الصرف المعموم

وتستخدم السلطة النقدية سياستها النقدية في تحديد سعر صرف عملتها من خلال ثلاثة متغيرات وهي سعر الفائدة، الدخل، ومستويات الأسعار أو التضخم . فعند الأخذ بالسياسة النقدية التوسعية فإنها ستدفع بالمتغير الأول أي معدل الفائدة نحو الأسفل والذي سيؤدي الى انقطاع التدفق (Inflow) الرأسمالي للأغراض التمويلية مما ينجب عنه انخفاض في قيمة عملة (Push Down In Value) ذلك البلد . ويكون تأثير سعر الفائدة في الأمد القصير له التأثير الساحق في بقية التأثيرات . وعلى سبيل المثال فعندما كان معدل الفائدة الياباني في بداية عام 2000 بنسبة مئوية قريبة من الصفر، في حين كان معدل الفائدة في الولايات المتحدة 3% اذ كانت الأخيرة تعاني من انكماشاً في عرض النقد، وهو الأمر الذي دفع اليابانيون الأفراد نحو التفكير للادخار في الولايات المتحدة لكسب فائدة بقيمة 3% مما استدعى من قبلهم تحويل الين الياباني الى الدولار وزيادة الطلب على الأخير وارتفاع قيمته الى الين الياباني ومن الأمثلة الأخرى على دور الفائدة ففي عام 1995 حافظت تايوان على سياسة نقدية متشددة للحفاظ على قيمة الدولار التايواني الجديد، إلا انه في عام 1997 خفضت تايوان من متطلبات الاحتياطي القانون مما دفع معدل الفائدة الى الانخفاض وانخفاض قيمة الدولار التايواني الجديد .

وتستخدم السياسة النقدية المتغير الثاني في تحديد سعر الصرف وهو الدخل وعليه فإنّ زيادة عرض النقد ستؤدي الى زيادة الدخل، فعندما يزداد عرض النقد فإنّ الدخل يزداد وان تأثير الدخل يعني توفير مسلكاً آخراً للتأثير على سعر الصرف وان الزيادة في الدخل يعني زيادة الاستيرادات في حين لن يكون هناك تأثير في الصادرات . وعند إتباع السياسة النقدية الانكماشية فأنها تسبب انخفاضاً في الدخل ومن ثم انخفاضاً في الاستيرادات وارتفاع سعر صرف العملة بواسطة مسلك الدخل .

وأما المسلك الثالث فهو تأثير السياسة النقدية على سعر الصرف من خلال متغير الأسعار، فالسياسة النقدية التوسعية تدفع بمستوى الأسعار الى الأعلى في البلد الذي يبادر بهذه السياسة، وستكون الأسعار في ذلك البلد مرتفع نسبياً بالأسعار الأجنبية، الأمر الذي سيجعل صادرات ذلك البلد أكثر غلاءً (More Expensive) مما سيخفض من القدرة التنافسية (Competitiveness) في ذلك البلد ويزداد الطلب على العملة الأجنبية ويخفض من الطلب على العملة الوطنية، وهذا يعني ان السياسة النقدية التوسعية سوف تدفع العملة الوطنية نحو الانخفاض، وفي النهاية فإنّ التأثير الصافي للسياسة النقدية على سعر الصرف سيكون في

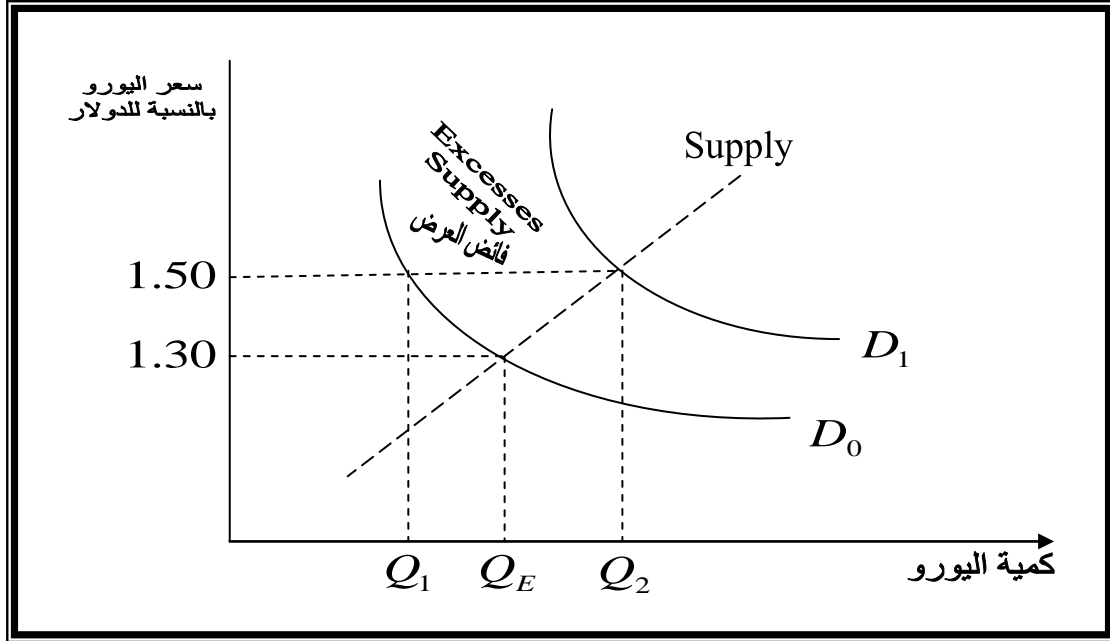
الاتجاه نفسه فالسياسة النقدية التوسعية ستدفع سعر الصرف نحو الانخفاض والمقيدة الى الارتفاع .

ان عدم الأخذ بالحسبان للقدرة التنافسية عند تحديد سعر الصرف عبر السياسة النقدية قد يؤول الى أضرار اقتصادية للبلد، فلنفترض ان إدارة مشروع ما قررت التوسع خارج بلدها وبناء معمل في بلد آخر، ولسبب ما ارتفعت عملة ذلك البلد وارتفعت فيه تكاليف بناء لمشاريع في ذلك البلد مما جعلها غير تنافسية، وفي هذه الحالات التي تنقلب بها العملات فإنّ الشركات ستجد من الصعوبة ان تتخذ قرارات صنع السلع في مكان الإنتاج .

ونفس المثال في العالم الحقيقي ففي يوليو عام 1997 فإنّ انخفاض قيمة العملة التايلندية بنسبة 40% وكان لتايلاند الشركات الى لها القدرة على تحقيق أرباحاً عالية، وفجأة واجهت ارتفاعاً في أسعار موادها بنسبة 20% من كلفة المواد الأولية، وكانت تلك الشركات تدفع أقيام هذه التكاليف بالدولار، وفي هذا الصدد نذكر ما واجهته تايلند من انخفاض في أسعار الإطارات من 20% الى 40%، وخلال شهرين فإنّ المشاريع ذات الأرباح العالية أصبحت خاسرة والعديد من المشاريع أغلقت أبوابها، مما جعلها تفقد القدرة التي حصلت عليها بالدولار، وباختصار فإنّ تقلبات كبيرة قد حدثت أدت الى صعوبة التبادل الحقيقي وتسبب نتائج خطيرة وان الصعوبات تتسبب بواسطة التقلبات في أسعار الصرف مما تدعو السلطات النقدية الى التدخل فأما للاستقرار أو لتثبيت سعر الصرف مباشرة بواسطة شراء عملتها مفترضين وجود احتياطات دولية لشرائها، والبديل هو إمكانية تعويض قيمة العملة بواسطة بيع أو شراء عملة ذلك البلد . وان قدرة ذلك البلد على شراء أو بيع عملة تعتمد على وجود احتياطي كافي يمكن البلد من تثبيت عملته في سعر صرف محدد .

والشكل (18) يوضح مسألة دعم العملة ولنفترض ان قيمة التوازن المعطاة لليورو Euro هو 1.30 دولار نتيجة لتفاعل عرض القطاع الخاص وقوى الطلب، ولكن الاتحاد الأوروبي كان يرغب في بلوغ قيمة اليورو وبما يعادل 1.50 دولاراً . فإنّ هناك فائضاً في العرض عن الطلب وبذلك فعلى الاتحاد شراء هذا الفائض والذي يعادل (Q2-Q1) مستخدمين الاحتياطات الرسمية (حيازة العملة الأجنبية) في عمل ذلك فإنها ستنتقل الطلب الإجمالي الى D1 محققة توازن بسعر الصرف (مشملة على طلب الحكومة الأمريكية على اليورو)، وأنها تمثل سياسة التدخل المباشر فإذا كان لدى الحكومات الأوروبية الاحتياطات الرسمية الكافية أو تقنع حكومات أخرى لإقراض احتياطاتها، وفي هذا الخصوص فانه ليس من مشكلة في المدى الذي يصل إليه عرض القطاع الخاص أو الطلب عليه، إلا أن الصعوبة تكمن في ان الحكومة ممثلة بسلطتها النقدية ليست لها قدرة كهذه في دعم عملاتها للأمد الطويل، اذ ستصبح احتياطاتها محدودة، وعلى سبيل المثال فإنّ الحكومة الأرجنتينية حرصت بشكل دؤوب في الحفاظ على ثبات قيمة عملتها بالنسبة للدولار

الأمريكي ولكن سرعان ما استنفذت احتياطياتها الأجنبية ومن ثم اضطرت الى ترك عملتها لكي تواجه حظهها في السوق الذي أدى الى انخفاض قيمة عملتها الوطنية .  
والدولة التي لديها المزيد من القوة لمنع قيمة عملتها من الارتفاع والتي لها قدرة على طبع عملتها الخاصة بنفسها، هي الصين التي استخدمت Yuan لشراء كمية كبيرة من الدولارات وبتلك الوسيلة منعت الصين قيمة Yuan من الارتفاع نسبياً الى الدولار<sup>(8)</sup>.  
شكل (18) كيفية دعم عملة الاتحاد الأوربي (اليورو)



Source: David C. Colander, Economics, Six Edition, Mc Craw-Hill-Irwin, Boston, 2006, P.806.

<sup>(8)</sup>David . C.Colander ،Economics ،Op.Cit Pp:804-82



## المطلب الثاني :- آلية انتقال السياسة النقدية عبر قناة سعر الفائدة عند الكينزيين

### والنقوديين :

تعتبر قناة سعر الفائدة التقليدية لانتقال اثر السياسة النقدية الى هدف النمو ، حيث تؤدي السياسة النقدية الانكماشية ( انخفاض عرض النقود ) الى ارتفاع سعر الفائدة الاسمي . وفي ظل الفرضية الكينزية لجمود الأسعار في الأجل القصير فإن سعر الفائدة الحقيقي يرتفع مما يرفع من تكلفة رأس المال ويحد من الطلب على الاستثمار في قطاع الإنتاج<sup>(2)</sup> . ويستطيع البنك المركزي توظيف أدوات السياسة النقدية السابقة الذكر إما بزيادة أو تقليل معدلات النمو في عرض النقود ، مما ينعكس ذلك على سعر الفائدة ، لأن سعر الفائدة هو بمثابة سعر النقود والذي يتحدد بعوامل العرض والطلب التي يسيطر البنك المركزي على جانب العرض منها<sup>(3)</sup> ، ومن المعروف أن السياسة النقدية تستخدم عمليات السوق المفتوحة للسيطرة على عرض النقد ، فيقوم البنك المركزي بزيادة كمية النقود عن طريق دخوله للسوق المفتوحة مشترياً للأوراق المالية على سبيل المثال وتحاول العناصر الاقتصادية إنفاق هذه الكمية من النقود في شراء السندات أو أي أصول أخرى تدر فائدة مما يؤدي الى زيادة ثمنها ومن ثم انخفاض سعر الفائدة نظراً للعلاقة العكسية بين ثمن السندات وسعر الفائدة<sup>(4)</sup> ، كما ويرتبط الإنفاق الاستثماري في الاقتصاد الكلي ( كما رأينا في الفصل السابق ) بأسعار الفائدة ، حيث أن المستثمرين يعتبرون إن أسعار الفائدة هي بمثابة كلفة لتمويل نفقاتهم الاستثمارية والاستهلاكية لذلك فان ارتفاع أسعار الفائدة يعتبر بمثابة ارتفاع في كلفة الاستثمار والاستهلاك المعمر مما يدفع المنشآت والأفراد الى تخفيض نفقاتهم هذه ، وعلى العكس من ذلك فان انخفاض أسعار الفائدة يعتبر بمثابة انخفاض في كلفة المستثمرين مما يحفزهم على التوسع في استثماراتهم ، وباختصار فان التوسع النقدي يخفض أسعار الفائدة وبالتالي يزيد من الإنفاق الاستثماري وحتى الإنفاق الاستهلاكي ، وعلى صعيد تحليل العرض الكلي والطلب الكلي فان زيادة الاستثمار ستؤدي الى زيادة في الطلب الكلي وبالطبع تؤدي هذه التغيرات من الإنفاق الكلي أو الطلب الكلي الى تغيرات في الدخل ( الناتج الكلي ) ، ويرتبط بتغيرات الإنتاج مباشرة تغيرات في التوظيف والبطالة . ووفقاً لنموذج الطلب الكلي والعرض الكلي فإن تغيرات الطلب الكلي ستؤدي أيضاً الى تغيرات في مستوى الأسعار مما يؤدي الى تغيرات في معدلات التضخم<sup>(5)</sup> ، ويمكن إيضاح هذه الآلية وفق الشكل التالي :

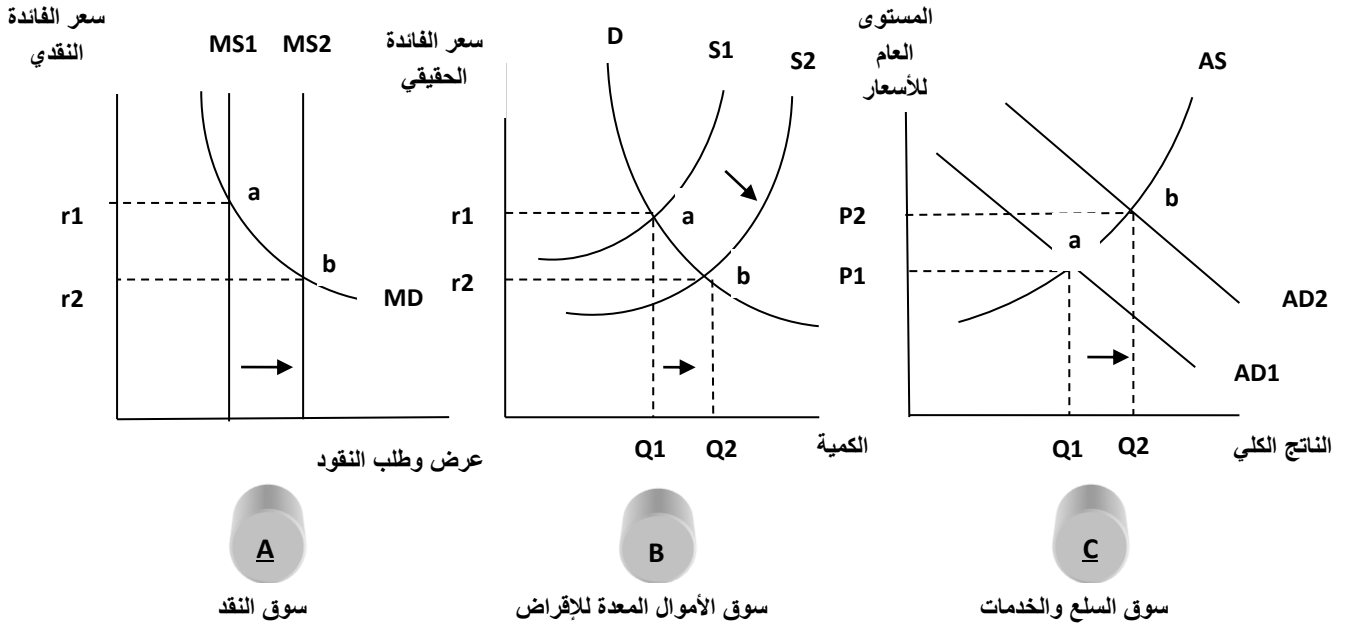
(2) علي توفيق الصادق وآخرون ، مصدر سابق ، ص 60 .

(3) نزار سعد الدين العيسى ، ابراهيم سليمان قطف ، مصدر سابق ، ص 291 .

(4) سهير محمود معتوق ، مصدر سابق ، ص 151 .

(5) طالب محمد عوض ، مصدر سابق ، ص 232 .

شكل ( 2 - 3 ) تأثير التغيرات في منحني عرض النقود على المستوى العام للأسعار عن طريق  
سعر الفائدة



المصدر : د. ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، محاضرة أقيمت لطلبة الدكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، لعام الدراسي 2006- 2007 .

من الجزء ( A ) من الشكل أعلاه نشاهد أن التقاء منحني عرض النقد ( MS1 ) مع منحني الطلب على النقود ( MD ) يحدد سعر فائدة نقدي عند النقطة (  $r_1$  ) فإذا افترضنا حصول زيادة في عرض النقد على أثر تدخل البنك المركزي كمشتري سندات خزينة ، فإن عرض النقد سينتقل من ( MS1 ) الى ( MS2 ) ويتحدد سعر فائدة جديد أقل من السابق وهو (  $r_2$  ) ولكن الأثر المترتب على شراء السندات من خلال السوق المفتوحة لا يقتصر فقط على ذلك بل يسفر عن رفع أسعار السندات من جهة ومنح احتياطات نقدية جديدة الى النظام المصرفي من جهة أخرى وهو ما تم ذكره في السابق . وحيث أن المصارف تعتبر مؤسسات باحثة عن الربح فأنها لا تحتفظ باحتياطاتها الإضافية الجديدة بشكل عاطل بل تتوجه الى توظيفها بتقديم القروض للأفراد بمعنى إن هذه الاحتياطات يمكن أن تستثمر في موجودات ذات عائد .

إن اتجاه هذه العوامل معاً ( أسعار السندات المرتفعة ، احتياطات مصرفية إضافية ، قدرة إضافية لخلق النقود ) سوف تؤدي الى زيادة عرض الأموال المعدة للإقراض كما في الجزء ( B ) من الشكل ( 2 - 3 ) ، وتؤدي الى انتقال منحني عرض الأموال من ( S1 ) الى ( S2 ) ويتحدد سعر فائدة حقيقي (  $r_2$  ) أقل من السابق (  $r_1$  ) في الأمد القصير .

أما الجزء ( C ) فيوضح كيفية تأثير مشتريات البنك المركزي للسندات وخلق احتياطات إضافية على الطلب الكلي والسلع والخدمات إذ أن هذه العوامل مجتمعة تؤدي الى حصول تغيرات في الدخل الكلي (  $Q_2$  ) عبر انتقال منحني الطلب الكلي من ( AD1 ) الى ( AD2 ) وهذا الانتقال يؤدي الى حصول زيادة في الدخل الكلي .

نلاحظ مما تقدم بأن اثر قناة سعر الفائدة ينقسم إلى مرحلتين وهما مرحلة اثر تغير سعر الفائدة الاسمي في أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل في الاقتصاد والمرحلة الثانية اثر تغير أسعار الفائدة هذه في المتغيرات الحقيقية والمتمثلة بالطلب الكلي والناتج واثر هذا في المستوى العام للأسعار ، فتغير سعر الفائدة الاسمي سيترتب عليه تغير أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل ، ومن ثم تغير أسعار الفائدة على الودائع والقروض ، إلا أن هذا التغير قد لا يكون بنفس المقدار والمدة الزمنية ، وذلك تبعاً لدرجة المنافسة في القطاع المصرفي ، واثر ذلك في الهامش مابين سعر الفائدة على الودائع وسعر الفائدة على القروض ، أما الأثر في أسعار الفائدة طويلة الأجل فيعتمد على طبيعة التوقعات حول مستقبل سلوك سعر الفائدة الرسمي .  
وتجدر الإشارة هنا إلا أن هناك قنوات أخرى تالية لقناة سعر الفائدة وهي في الواقع تفصيل لأثر قناة سعر الفائدة وهي قناة الائتمان وقناة أسعار الأصول وقناة سعر الصرف ، وكالاتي (1) :

### 1- قناة الائتمان :

إن ضعف العلاقة بين سعر الفائدة طويلة الأمد ( تكلفة رأس المال ) والطلب الكلي ، وبالتالي فشلها في تفسير اثر سعر الفائدة قصيرة الأجل على الناتج ، دفع الى تفسير بديل ، وهو قناة الائتمان التي تمثل حلقة وصل بين تقلبات سعر الفائدة قصيرة الأجل وكل من الطلب الكلي والناتج . إذ تنقسم هذه القناة الى جزأين وهما : قناة الإقراض البنكية وقناة الإقراض الموسعة ، ففيما يتعلق بقناة الإقراض البنكية فإن الإحلال غير الكامل لأصول البنك سيدفع المصارف الى خفض عرض النقود كردة فعل لأي سياسة نقدية انكماشية وذلك للمحافظة على حجم السيولة المرغوب فيه ، أما بالنسبة لقناة الإقراض الموسعة فتعتمد على درجة الإحلال بين التمويل الخارجي والداخلي ، فزيادة سعر الفائدة الرسمي وما يترتب عليه من آثار سلبية على صافي الثروة للوحدات الاقتصادية سينعكس سلباً على قدرتها على الاقتراض وبالتالي فان لم يكن لها القدرة على تعويض ذلك من خلال التمويل الداخلي فإن حجم الإنفاق لهذه الوحدات سينخفض ، مما يؤدي الى انخفاض الطلب الكلي وبالتالي الناتج .

### 2- قناة أسعار الأصول :

إن زيادة سعر الفائدة الرسمي وما يترتب عليه من ارتفاع أسعار الفائدة الأخرى في الاقتصاد سيؤدي الى انخفاض أسعار الأصول المالية كالأسهم والسندات ، فارتفاع سعر الفائدة سيؤدي الى انخفاض القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية لعوائد الأسهم وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم ، في حين إن ارتفاع سعر الفائدة سيؤدي الى انخفاض أسعار السندات كونها ذات عائد ثابت . كما إن ارتفاع سعر الفائدة سيترتب عليه انخفاض الطلب على الأصول العقارية وبالتالي انخفاض أسعارها ، إن هذه الآثار في مجموعها سيترتب عليها انخفاض ثروة الوحدات الاقتصادية وبالتالي انخفاض الطلب الكلي في الاقتصاد وبالتالي الناتج .

(1) حسين علي العمر ، قنوات تأثير السياسة النقدية ( حالة الكويت ) ، مجلة الشارقة للعلوم الانسانية والاجتماعية ، المجلد 6 ، العدد 3 ، دولة الكويت ، أكتوبر 2009 ، ص 253 .

### 3- قناة سعر الصرف :

إن خفض سعر الفائدة الاسمي سيجعل عليه انخفاض سعر الصرف ، وفق مبدأ تعادل أسعار الفائدة ، مما سيجعل عليه زيادة صافي الصادرات كنتيجة لانخفاض أسعار الصادرات الوطنية بالعملة الأجنبية وارتفاع أسعار السلع المستوردة . من ناحية أخرى فإن ارتفاع أسعار الاستيرادات قد يؤثر في كلفة الإنتاج وبالتالي على حجم الإنتاج المحلي مما قد يترتب عليه انخفاض العرض الكلي الأمر الذي سيعزز من الضغوط التضخمية في الاقتصاد .

بناءً على ما تقدم يمكن القول انه في ظل تخلف القطاع المالي ستفقد القنوات الأخرى والتي هي تفصيل لأثر قناة سعر الفائدة فاعليتها فيما عدا قناة الائتمان ، فقناة سعر الفائدة في هذه الحالة ( تخلف القطاع المالي ) غير فاعلة بسبب هيمنة القطاع المصرفي على القطاع المالي وما يواكبها من سلوك احتكاري لمؤسسات هذا القطاع سينعكس سلباً على درجة استجابة أسعار الفائدة لتغيرات السياسة النقدية في حين إن أسعار الأصول غير ذات أهمية وذلك لضآلة نسبة الأصول المالية في المحفظة الاستثمارية للوحدات الاقتصادية ، وأخيراً فإن القيود المفروضة على حركة رأس المال في الدول التي تعاني من تخلف قطاعها المالي سيبيطل اثر قناة سعر الصرف (1) .

وبالعودة مرة أخرى الى تأثير التغيرات في منحني عرض النقود على المستوى العام للأسعار عن طريق سعر الفائدة نجد من خلال الشكل السابق ( 2 - 3 ) إن الانتقال في الطلب الكلي له أهمية من الناحية الاقتصادية إذ يشدد الاقتصاديون على وجود ثلاث عوامل تساهم في زيادة الطلب الكلي وهي (2) :-

1- إن هبوط أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي الى جعل الاستثمار والاستهلاك أرخص نسبياً بالنسبة للإنفاق في المستقبل ، فمن ناحية الاستثمار يرى كينز إن حجم الاستثمار يتوقف على عاملين مهمين وهما معدل الفائدة المدفوع من قبل المنظم لقاء حصوله على رأس المال النقدي وعلى الكفاية الحدية لرأس المال (3) .  
ومن ثم فإن زيادة في كمية النقود تؤدي الى انخفاض في معدل الفائدة وهذا بدوره يؤدي الى زيادة الاستثمار ويؤدي من خلال عمل المضاعف الى زيادة الطلب الفعال .

ولا بد هنا من إيضاح مسألة مهمة وهي مدى حساسية الاستثمار لسعر الفائدة وتأثيرها على إدارة السياسة النقدية ، فإذا كان الاستثمار غير حساس لسعر الفائدة " شكل ( 2 - 4 ) الجزء A " ، فإن السياسة النقدية التوسعية لن تكون أداة فعالة لزيادة الطلب الكلي وعلى العكس من ذلك ، إذا كان الاستثمار حساساً لتغيرات سعر الفائدة الجزء ( B ) من الشكل ( 2 - 4 ) فإن السياسة

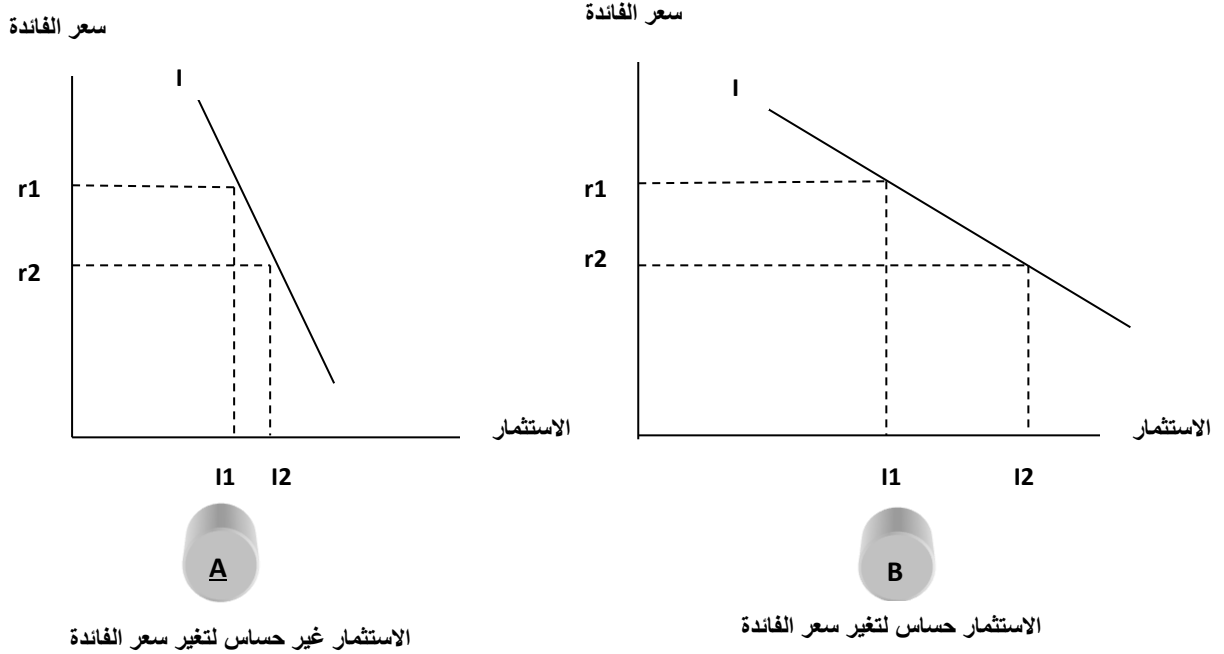
(1) المصدر السابق نفسه ، ص 254 - 255 .

(2) ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، محاضرة أقيمت الى طلبة الدكتوراه ، مصدر سابق .

(3) ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، عباس يحيى المندلاوي ، إمكانات السياسة النقدية في تشجيع الاستثمار المحلي في العراق للمدة ( 1980 - 2003 ) ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد 11 ، العدد 40 ، جامعة بغداد ، كلية الإدارة والاقتصاد ، 2005 ، ص 7 .

النقدية التوسعية تعمل من خلال سعر الفائدة على تشجيع الاستثمار ومن ثم تؤثر بشدة على الطلب الكلي<sup>(1)</sup>.

### شكل ( 2 - 4 ) الاستثمار وسعر الفائدة



المصدر : صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية ( المفهوم - الأهداف - الأدوات ) ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2005 ، ص 172 .

فيعتقد الكينزيون بأن الاستثمار له مرونة إزاء سعر الفائدة ولكن تكون هذه المرونة منخفضة ، وهذه هي نقطة الاختلاف الموجودة بين الكينزيين والنقديين وهو ما سيتم ذكره في آلية انتقال النقود عبر المدرستين .

أما من ناحية الاستهلاك فإن سعر الفائدة المنخفض يشجع المستهلكين على زيادة مقنناتهم من السلع الدائمة .

2- بسبب هبوط سعر الفائدة ، يصبح عائد توظيف الأموال في الداخل اقل من مثيلة في الخارج ، مما يؤدي الى تدفق رؤوس الأموال الى الخارج وبالتالي يقود هذا في ظل نظام أسعار صرف حرة الى انخفاض في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية الأخرى ، وبالتالي هبوط القيمة الخارجية للعملة الوطنية تحت على زيادة الصادرات وتقليل الاستيراد ، مما يعني أن صافي الصادرات يكون في صالح البلد ، وصافي الصادرات هو احد مكونات الطلب الكلي حيث أن زيادة الأول تعمل على زيادة الثاني . إن هبوط سعر الفائدة المحلي يمارس تأثيره على المستثمر المحلي والأجنبي إذ يعمل على نقل جزء من استثماراتهم المالية الى الدول الأخرى ، إذ يكون معدل العائد أكثر

(1) جيمس جوارتي ، ريجارد استروب ، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن ، عبد العظيم محمد ، مصدر سابق ، ص 395 .

جاذبية . وعندما يبدأ المستثمر بتحويل أمواله للخارج يقوم بعرض العملة الوطنية لشراء العملة الأجنبية ، ومن خلال قوى العرض والطلب في سوق الصرف فان سعر العملة المحلية ينخفض مقابل العملات الأجنبية ، ونتيجة لذلك تصبح الاستيرادات من السلع والخدمات

أعلى بالنسبة للمستورد المحلي والصادرات المحلية ارخص ، لذا تتجه الاستيرادات نحو الانخفاض بينما ترتفع الصادرات وهذا يعني حصول زيادة في صافي الصادرات والتي نشأت من الطلب الكلي .

3- إن هبوط أسعار الفائدة يؤدي الى ارتفاع أسعار الموجودات مثل ( الأسهم ، العقارات ، السندات ) ومن ثم تنشيط الطلب الكلي ، والسبب في ذلك أنه في حالة ارتفاع أسعار الموجودات المالية والحقيقية تزداد ثروة الأفراد ، وحيث أن هناك علاقة طردية بين مقدار الثروة والاستهلاك ، فإن زيادة الثروة تؤدي الى رفع الإنفاق الاستهلاكي وارتفاع أسعار العقار والأصول المالية والحقيقية يجعل عمليات التشييد والبناء أكثر ربحية ، وزيادة ربحية الاستثمار في هذه الأموال يشجع رجال الأعمال على توظيف مبالغ إضافية في هذا القطاع ، إذ أن الإنفاق الاستثماري في الأصول المادية ( الحقيقية ) هو احد مكونات الطلب الكلي ، فإن زيادة الإنفاق الاستثماري ترفع من الطلب الكلي .

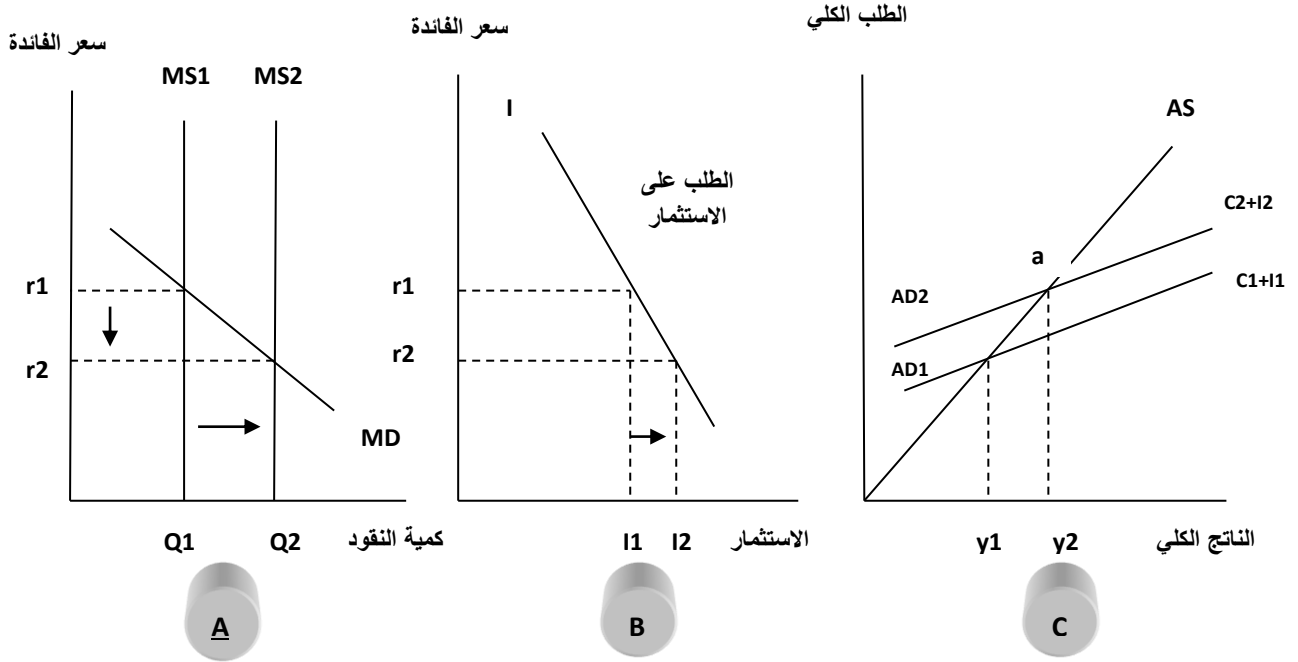
إن السلسلة المتعاقبة من الأحداث السابقة تعرف بآلية انتقال السياسة النقدية من خلال سعر الفائدة والتي ستكتمل بعد إيضاح آلية انتقال النقد عند الكينزيين والنقديون إذ يوضح الشكل ( 2 - 5 ) آلية انتقال النقود عند الكينزيين (1) :-

(1) أنظر في ذلك :

- صالح مفتاح ، مصدر سابق ، ص 169 .

- جيمس جوارتي ، ريجارد استروب ، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن ، مصدر سابق ، ص 391 .

شكل ( 2 - 5 ) آلية انتقال النقود عند الكينزيين



المصدر : صالح مفتاح ، النقود والسياسة النقدية ( المفهوم - الأهداف - الأدوات ) ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2005 ، ص 169 .

نلاحظ من الجزء ( A ) من الشكل في أعلاه أن زيادة عرض النقد من ( MS1 ) الى ( MS2 ) يؤدي الى انخفاض أسعار الفائدة حيث أنه بانخفاض سعر الفائدة تزداد رغبة الأفراد بالاحتفاظ بكميات أكبر من النقود في حوزتهم وذلك لانخفاض تكلفة الفرصة البديلة وارتفاع أسعار السندات والتي تربطها علاقة عكسية مع سعر الفائدة ، وإن منحنى الطلب على النقود ( MD ) يكون مسطحاً نسبياً ، حيث أن الزيادة المذكورة في عرض النقود تؤدي الى هبوط سعر الفائدة من ( r1 ) الى ( r2 ) أما في الجزء ( B ) من الشكل يوضح كيف أن هبوط أسعار الفائدة أدت الى زيادة الاستثمار ولكن ليس بنسبة كبيرة ، وذلك لأن قطاع الأفراد ( القطاع الخاص ) يظهر استجابة لمعدلات الربح المتوقع اكبر من استجابتها للتغير في سعر الفائدة ، إن الطلب على الاستثمار في هذا الجزء من الشكل المذكور يكون شديد الانحدار نسبياً مما يعني أن الاستثمار لن يزداد بشدة لهبوط أسعار الفائدة . أما في الجزء ( C ) من الشكل نلاحظ توازن الناتج الكلي عندما يتقاطع منحنى العرض الكلي مع منحنى الطلب الكلي في النقطة ( a ) حيث أن الاستثمار

يزداد بسبب المضاعف وقيمة المضاعف هذه تتوقف على قيمة الميل الحدي للاستهلاك فكلما كانت قيمة الميل كبيرة كلما ارتفعت قيمة المضاعف وأدى الى زيادة اكبر في الناتج .

بناءً على ما تقدم يرى الكينزيون بأنه إذا كان الاستثمار اقل استجابة لتغيرات أسعار الفائدة ، فان السياسة النقدية لن تكون أداة فعالة لزيادة الطلب الكلي ، وخلافاً لذلك تكون السياسة المالية أكثر فاعلية إذا كان الاستثمار عديم المرونة تماماً بالنسبة لسعر الفائدة ، وتكون السياسة المالية في قمة فاعليتها ، ويحدث هذا حتى إذا زادت أسعار الفائدة عندما يزداد الإنفاق الحكومي ، وإن الاستثمار لن يتغير ، ونتيجة لذلك يكون هناك انخفاض في الاستثمار ليلغي الزيادة في الإنفاق الحكومي ، ومن ثم لا يوجد شيء يخفض من فاعلية السياسة المالية (1) .

أما النقديون فيعتبرون إن السياسة النقدية أقوى فعالية من السياسة المالية ، وذلك وفق نظرتهم الى آلية انتقال النقود أو السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي ، فقد انتقد النقديون النظرة الضيقة لنظرية كينز من حيث التركيز على سعر الفائدة والاستثمار كآلية للانتقال ، وهو ما أدى الى سوء تقدير فعالية السياسة النقدية ، ويعتقد النقديون بأن السياسة النقدية لها أثرها على النقل من خلال المتغيرات الأخرى ، فالاستهلاك قد يتغير بتغير سعر الفائدة ويتناسب عكسياً مع سعر الفائدة ، لأنه كلما ارتفع سعر الفائدة كلما ضحى المستهلك بجزء من دخلة لصالح الادخار بسبب ارتفاع سعر الفائدة كما افترض الكلاسيك ، وان الزيادة في عرض النقود تؤدي الى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك وبما إن الاستهلاك هو احد مكونات الإنفاق الكلي أو الطلب الكلي ، فإن الطلب الكلي سيرتفع ، ويتزايد بالتالي المستوى التوازني للدخل (2) . أي بصيغة أخرى أكد النقديون على أن التغيرات في عرض النقد تسبب اختلالاً في الأرصدة النقدية التي يحتفظ بها الأفراد وتغير في سلوكهم الإنفاقي ، مما يدفعهم الى المزيد من الإنفاق ، يضاف الى ذلك قيام الأفراد بشراء موجودات تضاف الى محافظهم الاستثمارية ( أسهم ، سندات ، موجودات حقيقية ، .... الخ ) وأن الأفراد يتجهون باستمرار الى التغيرات في حجم الموجودات وتنويع المحفظة الاستثمارية ، ويمكن تلخيص هذه الآلية وفق الآتي (3) :

عندما يزداد عرض النقود في الجزء ( A ) من الشكل ( 2 - 6 ) وانتقاله من ( MS1 ) الى ( MS2 ) يتجه الأفراد الى توظيف فائض أرصدهم النقدية بأشكال متنوعة من أشكال الاحتفاظ بالثروة ، وهذا يؤدي الى زيادة أسعار هذه الأشكال وان زيادة النقود يكون لها أثر في زيادة أسعار الموجودات فيلاحظ من الجزء ( A ) من الشكل هبوط ملحوظ في أسعار الفائدة من ( r1 ) الى ( r2 ) والسبب في ذلك توجه الأفراد الى اقتناء موجودات مختلفة وان الطلب على النقود ( MD ) يكون شديد الانحدار نسبياً كون الأفراد يحتفظون بكمية من النقود لإتمام معاملاتهم الاقتصادية بغض النظر عن سعر الفائدة ( الطلب على النقود لأغراض المبادلة ) .

(1) أنظر في ذلك :

- المصدر السابق نفسه ، ص 409 .

- مايكل إيدجمان ، ترجمة محمد ابراهيم منصور ، الاقتصاد الكلي ، دار المريخ للنشر ، الرياض ، 1988 ، ص 277 .

(2) صالح مفتاح ، مصدر سابق ، ص 172 .

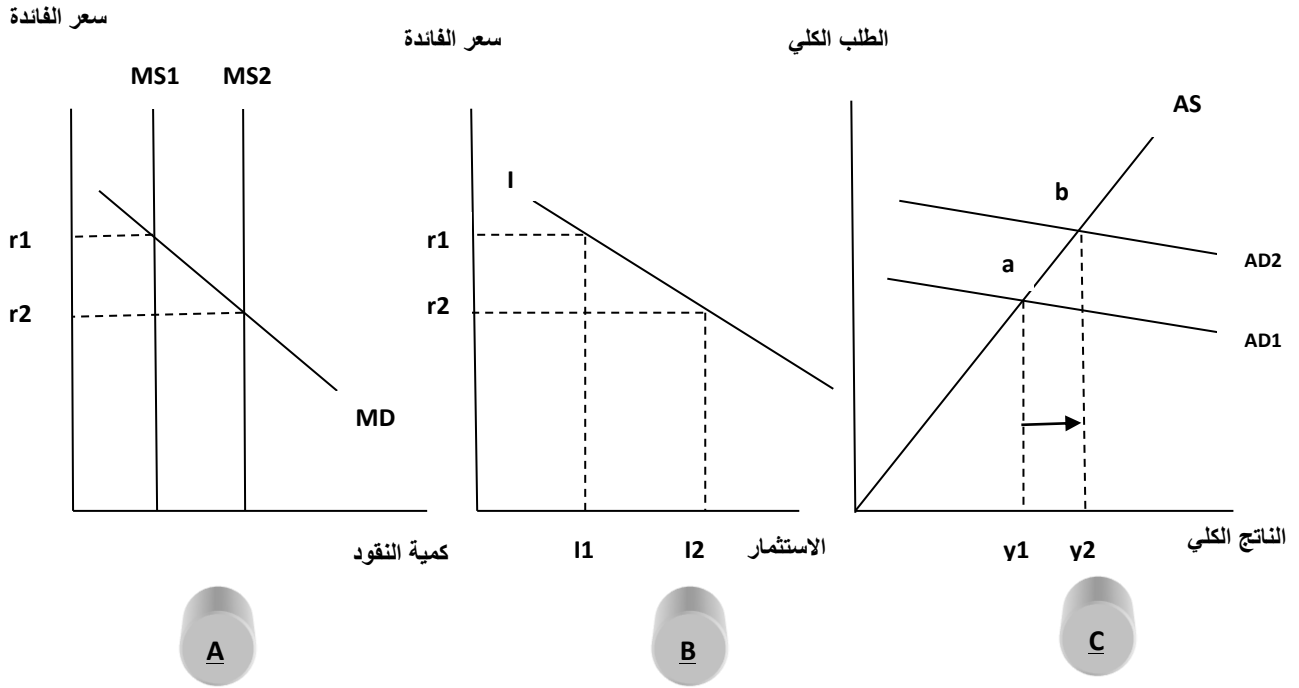
(3) ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، محاضرة أقيمت الى طلبة الدكتوراه ، مصدر سابق .



اما الجزء ( B ) من الشكل ( 2 - 6 ) فنتضح من خلاله الزيادة الكبيرة في حجم الاستثمار والسبب في ذلك إن منحنى الاستثمار يكون أكثر مرونة نسبياً ويكون شديد الاستجابة للتغيرات في معدل الفائدة .

اما الجزء ( C ) من الشكل فيوضح حصول زيادة كبيرة في الناتج الإجمالي مقارنة بالنموذج الكينزي .

### شكل ( 2 - 6 ) آلية انتقال النقود عند النقوديين



المصدر : د. ثريا عبد الرحيم الخزرجي ، محاضرة أقيمت لطلبة الدكتوراه ، كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد ، لعام الدراسي 2006- 2007 .

من خلال التحليل السابق لآلية انتقال السياسة النقدية للمدرستين الكينزية والنقدية نجد عدد من نقاط الاختلاف بين المدرستين يمكن إيجازها بالاتي :-

- 1- عند النقوديين تكون الزيادة في الناتج الكلي بحجم أكبر مقارنةً برأي الكينزيين .
- 2- إن الطلب على النقود يكون أقل استجابة للتغيرات في سعر الفائدة عند النقوديين مقارنةً بالكينزيين .
- 3- ميل منحنى الطلب على النقود ( MD ) أشد انحداراً عند النقوديين .
- 4- طلب الاستثمار يكون أشد استجابة للتغيرات في سعر الفائدة عند النقوديين .

وختاماً لا بد من إيضاح أن الفكر الكينزي قلل من فاعلية السياسة النقدية مقدماً عليها بفاعلية السياسة المالية في الخروج من حالة الانكماش الاقتصادي ، وناقش حالات عديدة مثل مرونة الطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة ومرونة الاستثمار بالنسبة لسعر الفائدة لإثبات فاعلية السياسة النقدية من عدمها ، أما الفكر النقدي بزعمه فريدمان يرى أن السياسة النقدية أقوى فاعلية من السياسة المالية ، فقد انتقد فريدمان كينز ونظرته الضيقة عندما ركز على سعر الفائدة والاستثمار كألية لانتقال أثر النقود وركز النقديون على السياسة النقدية ذات الأثر القوي على الدخل ، وان الزيادة في عرض النقود تؤدي الى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك وبالتالي زيادة الإنفاق الكلي ويزداد الدخل أيضاً .

وان (الطلب على النقود هو طلب على ارصدة نقدية حقيقية تتغير بصورة نسبية مع المستوى العام للأسعار)<sup>(9)</sup>. تبحث نظرية فريدمان العوامل التي تحدد الطلب على النقود وان النقود تعد شكلاً من اشكال الثروة كأصل من الموجودات لدى الوحدات مالكة الثروة في الاقتصاد ، وان النقود بالنسبة الى المشروع الانتاجي تعتبر سلعة انتاجية (Capital Good) او هي مصدر لتوليد الخدمات الانتاجية المساهمة مع خدمات عوامل الانتاج الاخرى<sup>(10)</sup>. ان تكلفة الاحتفاظ بالنقود كأحدى اشكال الثروة تتحدد بعائد الموجودات المالية كالاسهم والسندات والاصول المادية الاخرى كالعقارات والسلع ومعدل التضخم المتوقع الذي تتخلى عنه الوحدات الاقتصادية مقابل احتفاظها بالنقود ، وبتعبير اخر ان ارتفاع اسعار الفائدة على الودائع الادخارية والسندات يزيد من تكلفة الاحتفاظ بالنقود مما يدفع الافراد الى احلال هذه الموجودات محل النقود في ثروتهم وهذا يؤدي الى ان يقل الطلب على النقود<sup>(11)</sup>، والعكس صحيح ويمكن صياغة محددات الطلب على النقود في دالة فريد مان كما يلي:-

$$\left( \frac{M}{P} \right) = F \left( rb, re, \frac{1}{P} \frac{dp}{dt}, w, \frac{Y}{P}, u \right)$$

حيث ان :

<sup>9</sup> (د.عبد المنعم السيد علي ، اقتصاديات النقود والمصارف ، مصدر سابق ، ص358.

<sup>10</sup>) Milton Friedman ,”Studies in The Quantity Theory of Money ,” The Univesity of Chieago press, six impression, 1974,P.4.

<sup>11</sup>) Milton Friedman,”Studies in The Quantity Theory of Money ,,” Op-Cit, p.11.

M/p : الطلب على النقود بصورة ارصدة نقدية حقيقية.

rb : سعر الفائدة على السندات.

re : عائد الاسهم.

$\frac{1}{p} \frac{dp}{dt}$  معدل التغيير في المستوى العام للاسعار.

W نسبة الثروة غير البشرية الى الثروة البشرية .

Y/p الدخل الدائم الحقيقي او القيمة الحقيقية للثروة.

U : الازواق والتفضيلات.

ان النظرة المتفحصة لهذه الدالة تكشف عن تقلص في عدد المتغيرات التي تحدد الطلب على النقود ، فالمتغير المحدد الحاسم للدالة هو الدخل الدائم الحقيقي، اما بقية المتغيرات فقد اعطاها دوراً ثانوياً ، وهذا يعني (ان دالة الطلب على النقود تفسر بعامل واحد وهو الدخل الدائم الحقيقي)<sup>(12)</sup> كتعبير عن الثروة، وبذلك تصبح دالة الطلب على النقود دالة مستقرة لعدد محدود جدا من المتغيرات وبهذا يمكن التعبير عن هذه الدالة كما يلي:-

حيث ان:

$$\frac{M}{P} = ky$$

M/P = الطلب على النقود بصورة ارصدة نقدية حقيقية.

K : نسبة الارصدة النقدية التي يحتفظ بها الافراد من دخلهم الدائم.

y : الدخل الدائم الحقيقي.

وبناء على ما تقدم نخلص الى ما يلي:-

1. ان مرونة الطلب النقدي لمعدل الفائدة لا تظهر تغيرات مهمة على الطلب على النقود عندما يكون سعر الفائدة في ادنى مستوى له وهذا يعني ان فريد مان ينكر فكرة مصيدة السيولة (التفضيل المطلق للسيولة). The Liquidity trap.

2. ان التغيرات في عرض النقد MS سيكون لها الدور الاكبر في تفسير التغيرات في مستوى الدخل الكلي بالاستناد الى فرضية استقرار دالة الطلب على النقود من خلال الية عمليات السوق المفتوحة التي يقوم بها البنك المركزي من جهة ومن خلال خلق نقود جديدة اضافية عن طريق منح الائتمان (Credit) للافراد والمشاريع وبسعر فائدة اقل من السابق ، ومن شأن ذلك اقدام الوحدات الاقتصادية غير المصرفية على شراء الموجودات الحقيقية لانها

<sup>12</sup> ( اقتراح محمد مناحي الرفيعي ، اثر المضاعف النقدية في عرض النقود ، اطروحة ماجستير، جامعة بغداد، 2002، ص 33 .

ارخص من الموجودات المالية مما ينعكس بالنهاية على زيادة الانتاج وبالتالي زيادة الدخل القومي.

وخلاصة تحليل ملتون فريد مان انه يعطي اهمية رئيسة للتوسع النقدي في تفسير التوسع الاقتصادي<sup>(13)</sup> وفي تفسير التقلبات التي تطرأ على مستوى النشاط الاقتصادي وان الالية التي تجري من خلالها تاثير كمية النقود على الدخل القومي يتم من خلال سريانها من القطاع النقدي والمالي الى القطاع الحقيقي، (ويعتبر النقود سلعة رأسمالية ايضاً تدخل في العملية الانتاجية)<sup>(14)</sup>، كما ان الدور الحاسم يكون لكمية النقود في رسم السياسة النقدية وليس لاسعار الفائدة او الانفاق الاستثماري ويقترح فريد مان وانصاره النقديون (زيادة كمية النقود سنوياً بنسبة ثابتة مع الزيادة في الناتج القومي)<sup>(15)</sup> اخذين بنظر الاعتبار اتجاهها العام ومدة التأخير ، اذ ان أي اختلال بين معدل نمو عرض النقد ومعدل نمو الناتج القومي الحقيقي يؤدي الى اختلالات في توازن الاقتصاد القومي، (ويرى وجود علاقة عكسية بين عرض النقد وسعر الفائدة مسمياً ذلك بتاثير السيولة ذلك مع بقاء العوامل الاقتصادية كالدخل ومستوى الاسعار والتضخم المتوقع على حالها اما اذا اثرت زيادة عرض النقد على هذه العوامل الاقتصادية التي لها تاثير على الاقتصاد ، فان زيادة عرض النقد تؤدي الى زيادة اسعار الفائدة)<sup>(16)</sup>.

<sup>13)</sup> Milton Friedman, "Studies in The Quantity Theory of Money," Op-Cit, p.12.

<sup>14)</sup> ذكاء محمد مخلص الخالدي ، الطلب على النقود في العراق ، منشورات دار البيان، بغداد، 1976 ، ص30.

<sup>15)</sup> د. سامي خليل ، النقود والبنوك، مصدر سابق، ص751.

<sup>16)</sup> د. غالب عوض الرفاعي ، د. عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، ج1، الاساسيات ، وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2002 ، ص180.