

Ministry of High Education and Scientific Research

Financial and Banking Sciences Department

University of Karbala

المحاضرة الخامسة سياسات نقدية ومالية

ورقة بحثية

مقدمة الى الدكتور عباس الداعي

اعداد الطالبة

زينة ضياء عبد علي

2017

**Wealth****(1) الثروة****expected returns for asset i****(2) العوائد المتوقعة للأصل i**

$$RET_i^e = \sum p_i \times RET_i$$

= probability of getting a realization ( $p_i$ ) times the realization of the return ( $RET_i$ )

If the probability of earning 15% on an investment is 50% and the probability of earning 5% on the same investment is 50%, then:

$$RET_i^e = .5(.15) + .5(.05) \\ = .1 \text{ or } 10\%$$

**(3) المخاطر risk** يتم قياسها على أنها الانحراف المعياري للعائد علىالأصل  $i, \sigma_i$ 

$$\sigma_i = [\sum p_i \times (RET_i - RET_i^e)^2]^{1/2}$$

فإن الانحراف المعياري للفرصة الاستثمارية المذكورة أعلاه هو:

$$\sigma_i = [ .5 \times (.15 - .10)^2 + .5 \times (.05 - .10)^2 ]^{1/2} = .5$$

**liquidity** 4/السيولة

[http://www.bea.gov/bea/newsrel/intinv\\_highlights.pdf](http://www.bea.gov/bea/newsrel/intinv_highlights.pdf)

**الثروة Wealth**

عندما نجد أن ثروتنا قد زادت و لدينا المزيد من الموارد المتاحة والتي نستطيع بها شراء الأصول، سوف نطالب بزيادة كمية الأصول. لذلك فإن تأثير التغيرات في الثروة على الكمية المطلوبة من الأصول يمكن تلخيصها على النحو التالي: عندما يكون كل شيء آخر ثابت فإن زيادة الثروة تؤدي الى ارتفاع الكمية المطلوبة للأصل.

### العوائد المتوقعة Expected Returns

في الفصل 4 رأينا أن العائد على الأصول (مثل السندات) يقيس كم نحن نكسب من امتلاك ذلك الأصل. عندما نتخذ قرارا لشراء الأصول، وتتأثر من قبل ما نتوقعه العائد على الأصول. إذا سندات شركة إكسون موبيل على سبيل المثال لديها عوائد 15% نصف الوقت و 5% في النصف الآخر، عوائدها المتوقعة هي 10% ( $0.5 \times 15\% + 0.5 \times 5\%$ ) إذا كان العائد المتوقع على السندات يرتفع نسبة إلى العوائد المتوقعة على الأصول البديلة، مع ثبات العوامل الأخرى سيزداد الطلب عليه ويصبح مرغوب. يمكن أن يحدث هذا في واحدة من طريقتين:

- (1) عندما ترتفع العوائد المتوقعة على سندات إكسون موبيل في حين أن العائد على البدائل من الأصول والأوراق المالية في جوجل لا يزال دون تغيير
- (2) عندما يكون العائد على الأصول البديلة كاسهم جوجل تنخفض في حين أن العائد على سندات إكسون موبيل لم يتغير. الملخص فإن الزيادة في العائد المتوقع بالنسبة للأصل إلى ذلك من الأصول البديلة، وثبات كل شيء آخر دون تغيير يؤدي إلى زيادة الكمية المطلوبة للأصل

### المخاطر Risk

تؤثر درجة المخاطرة أو عدم اليقين على العائد على الأصول و أيضا الطلب على الأصول. لنفترض أن الأسهم يتوقع ان تجلب عوائد 15% بنصف الوقت و 5% في النصف الآخر، مما يجعل عوائدها المتوقعة 10% في حين الأسهم على أرض الواقع لديه عائد ثابت قدره 10%. اغلب الأشخاص ينفرون من المخاطرة ويفضلون الأسهم (على يقين من شيء) افضل من الأوراق المالية (الأصول أكثر خطورة)، على الرغم من أن الاسهم لديها نفس العائد المتوقع 10%.

### السيولة Liquidity

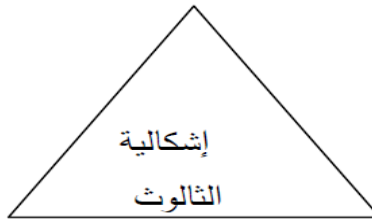
وثمة عامل آخر يؤثر على الطلب على الأصول هو مدى السرعة التي يمكن تحويلها إلى نقد بتكاليف منخفضة. يكون الأصل سائل إذا كان السوق الذي يتم تداول له عمق واتساع وهذا هو إذا كان السوق لديها العديد من المشترين والبائعين. فالبئب ليس من الأصول السائلة جدا لأنه قد يكون من الصعب العثور على مشتر بسرعة. إذا كان يجب أن تباع منزل لسداد الفواتير، وقد تضطر لبيعها بسعر أقل بكثير. وتكاليف المعاملات في بيع منزل (اللجان وسيط، وأتعاب المحامي، وهلم جرا) هي كبيرة. وهناك مشروع قانون وزارة الخزانة الأمريكية، على النقيض من ذلك هو أحد الأصول السائلة إلى حد كبير. ويمكن أن تباع في سوق منظمة تنظيميا جيدا مع العديد من المشترين لذلك يمكن أن تباع بسرعة وبتكلفة منخفضة

## المثلث المستحيل (الثالوث المستحيل)

يعني مفهوم المثلث المستحيل أن أي سياسة اقتصادية كلية لا يمكن أن تجمع في أحسن الأحوال إلا بين عنصرين من العناصر الثلاث المتمثلة بالتحريك الكامل للحساب الرأسمالي وسعر الصرف الثابت والسياسة النقدية المستقلة الموجهة صوب إنجاز أهداف ) ، إذ يستطيع البلد الذي يتبع نظام سعر صرف عائم أن يتمتع ، محلية بسياسة نقدية فعلية تماماً وبحركة حرة لرأس المال الدولي عبر حدوده في حين يستطيع البلد الذي اعتمد نظام سعر صرف ثابت أن يتحرر من أسعار الفائدة الأجنبية وأن يطبق سياسة نقدية مستقلة شريطة حظر حركة رؤوس الأول عبر حدوده ، أما إذا كان سعر الصرف ثابت وحركة رؤوس الأموال حرة فإن السياسة النقدية تكون عاجزة عن تحقيق الأهداف المحلية كما موضح في الشكل الآتي

الشكل (١) / عناصر الثالوث المستحيل

ثبات سعر الصرف



المصدر : باسم عبد الهادي حسن ، إشكالية الثالوث المستحيل التحدي المحتمل أمام السياسة النقدية في العراق ، دراسات اقتصادية ، بيت الحكمة ، العدد ١٩ ، ٢٠٠٧ ، ص ٨٧

وواقع يقول أن السياسة النقدية في العراق ستواجه في المستقبل القريب إشكالية الثالوث المستحيل بافتراض أن حرية حركة رؤوس الأموال من وإلى العراق ستكون أمراً واقعاً بعد استقرار الظروف السياسية والأمنية نظراً لحاجة العراق للاستثمار الأجنبي الذي لن يأتي ما لم يسمح له بالتحرك بحرية تامة ، وهذا ما نص عليه قانون الاستثمار الأجنبي رقم ( ١٣ ) لسنة 2006 ، أما سعر الصرف فإن قانون البنك المركزي الأخير لم يتضمن نص صريح ومباشر يدل على نوع نظام الصرف المتبع إلا أنه قام بإلغاء متطلبات غطاء العملة التي نصت عليها المادة ( ٤٠ ) من القانون السابق مما يمكن أن يفسر على أنه اتجاه نحو سعر الصرف المرن ولكنه في الوقت نفسه لم ينفي أهمية الاحتياطات الدولية أو الأجنبية الواجب إدارتها وبذلك فإن القانون الأخير أعطى المرونة الكافية ، والاحتفاظ بها للسلطة النقدية في اختيار الترتيبات المناسبة، لذلك فإن ما يحصل حالياً هو نوع من التعويم المدار الذي يسمح بهامش بسيط من الحركة، وعليه لا يمكن القول أن العراق يتبع نظام **الملاصم والاتجاهات الراهنة للسياسة النقدية في العراق الاستاذ المساعد الدكتور نهاد عبد الكريم احمد العبيدي جامعة بغداد**

## Central Bank Independence - University of California, Santa Cruz

### استقلال البنك المركزي - جامعة كاليفورنيا، سانتا كروز

#### نبذة مختصرة

وقد نفذ العديد من البلدان إصلاحات ترمي إلى منح سلطاتها النقدية قدرا أكبر من الاستقلال عن النفوذ السياسي المباشر. وقد تم تبرير هذه الإصلاحات من خلال البحوث التي تبين البنك المركزي المستقل كان مرتبطا سلبا مع المتوسط التضخم بين الاقتصادات المتقدمة المنشأ. وقد وضع خط هام من الأبحاث تدابير لاستقلال البنك المركزي ودرس علاقتها بين التضخم والنشاط الاقتصادي الحقيقي. وقد تم التشكيك في الارتباطات التجريبية على أساس أنها قد لا تعكس العلاقات السببية، ونقاد المرجع وقد أعربت حركة المكتب المركزي حول استقلال البنوك المركزية عن مخاوفها من أن الاستقلالية يمكن أن تضعف مساءلة البنوك المركزية.

خلال 1970s و 1980s في وقت سابق، الاقتصاد الصناعي فقد شهدت فترات طويلة من التضخم المرتفع. لشرح هذه الفترات من التضخم، يجب أن يفسر السبب الذي جعل البنوك المركزية تسمح لهم بأن يحدث. وأشار أحد الحجج المؤثرة إلى تحيز التضخم المتأصل في السياسة النقدية التقديرية إذا كان هدف البنك المركزي من الناتج الحقيقي (البطالة) الاقتصاد الطبيعي

هذا التفسير للتضخم يثير التساؤل عن سبب قيام البنوك المركزية بتوسيع التوسعات الاقتصادية أو تحقيق أهداف غير واقعية في الإنتاج. وقد أشار الاقتصاديون في كثير من الأحيان إلى الضغوط السياسية كجواب. وقد يكون الدافع وراء انتخاب المسؤولين المنتخبين لاعتبارات انتخابية قصيرة الأجل أو قد يفضي إلى توسيع التوسعات الاقتصادية في الأجل القصير بدرجة كبيرة مع تخفيض العواقب التضخمية الأطول أجلا للسياسات التوسعية. وإذا كانت قدرة المسؤولين المنتخبين على تشويه السياسة النقدية تؤدي إلى تضخم مفرط، فإن البلدان التي تكون مصارفها المركزية مستقلة عن هذا الضغط ينبغي أن تواجه معدلات تضخم أقل وبداية من بيد وباركين) 1984 ركز البحث على العالقة بين البنك المركزي والحكومة المنتخبة كمحدد رئيسي للتضخم.

وقد وجد هذا البحث التجريبي أن معدل التضخم في العمر كان مرتبطا سلبا باستقلالية البنك المركزي. كوكيرمان (1992) يقدم ملخصا ممتازا للعمل التجريبي. يمكن الرجوع إلى المؤلفات الأحدث في إيجفينجر و دي هان (1996) و والش (2003)، الفصل (8) وأدت النتائج التجريبية إلى مجموعة كبيرة من العمل تتناول المسائل التالية: ماذا نعني باستقلالية البنك المركزي؟ كيف يمكن قياس استقلالية البنك المركزي؟ ما هي التفسيرات السببية التي يجب أن توضع على الترابطات التجريبية

بين استقلال البنوك المركزية ونتائج الاقتصاد الكلي المكتشفة في البيانات؟ ما هو التفسير النظري لهذه الارتباطات؟

## معنى الاستقلال

فالعلاقة التاريخية والقانونية والفعالية بين حكومة البلد ومصرفه المركزي معقدة للغاية، وتشمل ما يلي: أي جوانب الاختلاف. وتشمل هذه، ولكن ليس على سبيل الحصر، دور الحاكم في تعيين (وفصل) أعضاء مجلس إدارة البنك المركزي، سلطة التصويت (إن وجدت) من الحاكم والدرجة التي يخضع لها البنك المركزي لمراقبة الميزانية من قبل الحكومة، والمدى الذي يجب على البنك المركزي تقديمه للحكومة، وما إذا كانت هناك أهداف محددة بوضوح للسياسات وضعت في ميثاق البنك المركزي. وقد ركزت معظم المناقشات على بعدين رئيسيين للاستقلال:

ويشمل **البعد الأول** تلك الخصائص المؤسسية التي تعزل البنك المركزي عن التأثير السياسي في تحديد أهداف سياسته. أما **البعد الثاني** فيتضمن الجوانب التي تسمح للبنك المركزي بتنفيذ السياسة بحرية في السعي لتحقيق أهداف السياسة النقدية. غريلي، ماس سياندارو، وتابليني (1991) بعدين "الاستقلال السياسي" و "الاستقلال الاقتصادي" غير أن المصطلحات الشائعة للخام ترجع إلى ديبييل وفيشر (1994) اللذان دعا ان إلى "استقلال الأهداف" و "استقلالية الأجهزة".

ويشير الهدف في الاعتماد إلى قدرة البنك المركزي على تحديد أهداف السياسة دون التأثير المباشر للسلطات المالية. في المملكة المتحدة، يفتقر بنك إنجلترا إلى الاستقلال عن الهدف، منذ أن حددت الحكومة هدف التضخم. في الولايات المتحدة، يتم تحديد أهداف مجلس الاحتياطي الاتحادي في ميثاقه القانوني، ولكن هذه الأهداف هي (على سبيل المثال، الحد الأقصى للعمالة)، وترك الأمر إلى مجلس الاحتياطي الفيدرالي لترجمته إلى أهداف تشغيلية. وهكذا، فإن مجلس الاحتياطي الفيدرالي لديها مستوى من الاستقلال الهدف. يتم تكليف استقرار الأسعار كما هدف البنك المركزي الأوروبي (ECB) ولكن البنك المركزي الأوروبي يمكن أن يختار كيفية تفسير هذا الهدف من حيث ييار معين مؤشر سعر محدد وتعريف استقرار الأسعار. الاستقلال قدرة البنك المركزي على ضبط حرية وأدواتها في مجال السياسات سعيا إلى تحقيق أهداف السياسة النقدية. بنك إنجلترا، في حين يفتقر إلى الاستقلال الهدف، لديه الاستقلال أداة؛ نظرا لتضخمها الذي حددته الحكومة، فإنها قادرة على وضع أدواتها دون تأثير من الحكومة. وبالمثل، فإن النطاق المستهدف للتضخم لبنك الاحتياطي النيوزيلندي منصوص عليه في اتفاق أهداف السياسة العامة (PTA) مع الحكومة، ولكن نظرا لاتفاق التجارة التفضيلية (PTA)، فإن البنك الاحتياطي لديه الاتحاد الأفريقي

ثوريتي لتعيين أدواتها دون تدخل مجلس الاحتياطي الاتحادي والبنك المركزي الأوروبي لديهم استقلال أداة كاملة.

ويرجع السبب الأكبر في مؤشر استقلالية البنك المركزي إلى كوكيرمان و ويب و نيابتي (1991)، على الرغم من أن التدابير البديلة قد وضعت من قبل بيد أند باركين (1984)، و أليسينا، ماسيندارو، و تابليني (1991)، من بين أمور أخرى. ويستند مؤشر كوكيرمان، و ويب، و نيابتي على أربع خصائص قانونية كما الموصوفة في ميثاق البنك المركزي **أولا** ينظر إلى البنك على أنه أكثر استقلالية إذا تم تعيين المدير التنفيذي من قبل مجلس البنك المركزي بدلا من رئيس الوزراء وزير المالية، لا يخضع للفصل، ولها فترة طويلة من المنصب هذه الجوانب تساعد على عزل البنك المركزي عن الضغوط السياسية. و **ثانيا** فإن الاستقلال أعلى كلما زادت القرارات السياسية بشكل مستقل عن مشاركة الحكومة **ثالثا** البنك المركزي أكثر استقلالية إذا نص ميثاقه على أن استقرار الأسعار هو الهدف الوحيد أو الأساسي للسياسة النقدية. النقدية. أكبر إذا كانت هناك قيود على قدرة الحكومة على الاقتراض من البنك المركزي. كوكيرمان، و ويب، و نيابتي الجمع بين هذه الجوانب الأربعة في مسيرة واحدة من الاستقلال القانوني. واستنادا إلى بيانات من الثمانينيات، وجدوا أن **سويسرا** تتمتع بأعلى درجة من استقلالية البنك المركزي في ذلك الوقت، تليها بشكل وثيق ألمانيا. وعلى الجانب الآخر من الجدول، وجد أن المصارف المركزية لبولندا و يوغوسلافيا السابقة تتمتع بأقل قدر من الاستقلال

وقد لا تعكس التدابير القانونية لاستقلال البنك المركزي العلاقة بين البنك المركزي والحكومة القائمة فعلا في الممارسة العملية. وحيثما تكون سيادة القانون أقل قوة في الثقافة السياسية، يمكن أن تخفف الفجوات بين الترتيبات الرسمية القانونية القانونية وأثرها العملي. ومن المرجح أن يكون هذا هو الحال في كثير من الاقتصادات النامية. ومن ثم، فمن الشائع بالنسبة للبلدان النامية أن تكمل أو تحل محل تدابير استقلال المصرف المركزي استنادا إلى تعاريف قانونية تتضمن تدابير تعكس درجة احترام الاستقلال القانوني المقرر عمليا واستنادا إلى عمل كوكيرمان، غالبا ما تستخدم قياسات دوران محافظ البنك المركزي الفعلي، أو دوران نسبة إلى طول المدة المحددة، لقياس الاستقلالية. ارتفاع قيمة التداول الفعلي هو تفسر على أنها تشير إلى التدخل السياسي في تسيير السياسة النقدية.

**أولاً : مفهوم الاستقلالية** قد تكون أكثر الأمور إثارة للجدل ومن ثم التعارض في السياسات الاقتصادية، في مختلف بلدان العالم ومنها العراق هي مسألة الاستقلالية التي تحظى بها السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي عن الحكومة، بمعنى إبعاد التأثيرات او التدخلات الحكومية عن قرارات السياسة النقدية، وعلى اعتبار ان مفهوم الاستقلالية (Independence) هو نقيض لمفهوم التبعية (dependence) فانه قد تثار تساؤلات حول استقلالية البنوك المركزية عن مَنْ؟ وقبلها تبعيتها إلى مَنْ؟ وما هي درجة او مستوى تلك الاستقلالية أو التبعية؟ وبالتأكيد ان الإجابة على مثل تلك الأسئلة تكمن في طبيعة النظم الاقتصادية السائدة والقواعد التشريعية القائمة التي تحدد العلاقة بين السياسة النقدية والحكومة، وبالرغم من (تطرف) بعض المؤيدين لاستقلالية البنك المركزي على اعتبار وصفه المؤسسة النقدية الرئيسية في إي بلد، والذي تتضمن أعماله مراقبة المؤسسات الأخرى، وكذلك إيجاد التنسيق بينها فلا بد ان يحظى البنك المركزي بالاستقلالية المطلقة، وكذلك المعارضون للاستقلالية الذين يؤكدون انه بالنظر إلى أن الحكومة تمثل الشعب الذي اختارها، فأنها أحيانا تضع أهدافاً عامة ذات أولوية لسياستها الاقتصادية ربما لا تتوافق مع سياسة البنك المركزي المتمثلة بتحقيق الاستقرار في الأسعار، ويدعم هذا الرأي ما حصل في ألمانيا خلال فترة توحيد الألمانيتين في بداية عقد التسعينيات عندما نجح القرار السياسي للحكومة الداعي لتحقيق الوحدة النقدية الفورية بين شطري ألمانيا على الرغم من المعارضة الشديدة لرئيس البنك المركزي الألماني لذلك الأمر حيث كان قلقاً من ان تؤدي هذه العملية الى نتائج اقتصادية سلبية . إلا أن أكثر الآراء الاقتصادية المعتدلة ترى ان على البنك المركزي أن يعمل كمؤسسة حكومية تمارس وظائفها ضمن الإطار العام للدولة ولكن لهذه المؤسسة خصوصيتها في اتخاذ القرارات المستقلة فيما يتعلق بالسياسة النقدية التي يجب ان تكون منسجمة مع السياسة الاقتصادية العامة للدولة . ثانياً :

استقلالية البنك المركزي العراقي وفي العراق فان الدستور العراقي (المادة 100 ) يعد البنك المركزي العراقي الذي يدير السياسة النقدية، هيئة مستقلة مالياً وإدارياً ويكون البنك مسؤولاً أمام مجلس النواب، بمعنى ان البنك المركزي سيكون مسؤولاً أمام مجلس النواب وليس الحكومة. هذا فضلاً عن أن قانون البنك المركزي رقم (56) لسنة 2004 (المادة الثانية، الفقرة 2) يؤكد ذلك (( سعياً لتحقيق أهداف البنك المركزي العراقي ولانجاز مهامه يكون البنك المركزي العراقي مستقلاً ومسؤولاً كما ينص عليه هذا القانون باستثناء ما يحدد خلافاً لهذا القانون , ولن يتلقى البنك المركزي العراقي تعليمات من إي كيان أو شخص آخر أو مؤسسة بما فيها المؤسسات الحكومية. وسيتم احترام استقلالية البنك المركزي العراقي ولا يمكن لأي شخص التأثير وبصورة غير سليمة على إي عضو في هيئة صنع القرار في البنك المركزي العراقي خلال أداء واجباته في البنك أو التدخل في أنشطة البنك المركزي العراقي )) . في ضوء ما تقدم فان البنك المركزي العراقي يسعى إلى تحقيق أهدافه التي تحددها ( المادة الثالثة (من القانون المذكور والتي تتمثل في: السعي والحفاظ لتحقيق استقرار السعر المحلي . تعزيز والحفاظ على نظام مالي مستقر تنافسي ويستند إلى السوق. ووفقاً لذلك يقوم البنك المركزي أيضاً بتعزيز النمو المستديم والعمالة والرخاء في



العراق. وفي ضوء ما تقدم فانه يستدل على ان هدف مواجهة التضخم له الأولوية على حساب بقية الأهداف الأخرى، وان آلية السوق هي التي ستحكم الفلسفة الاقتصادية للدولة . ثالثاً : آليات إقراض الحكومة أي: ما هي القيود والشروط التي يتم من خلالها تمويل الحكومة، ويمثل هذا الجانب أكثر العناصر التي يثار حولها الجدل والنقاش بين الماليين والنقديين ومن خلاله يتم التعرف عن مدى مسايرة أو تبعية السياسة النقدية للسياسة المالية، بل أن الكثير من ذوي الشأن يؤكدون أن درجة استقلالية البنك المركزي يمكن قياسها بمجرد التعرف على حدود إقراض البنك المركزي للحكومة . وحسب تشريعات السياسة النقدية في العراق ( المادة 26) فان طبيعة هذه العلاقة تتحدد في \* : لا يجوز للبنك المركزي العراقي منح ائتمانات مباشرة او غير مباشرة للحكومة او أية مؤسسة عامة او كيان حكومي عدا ما قد يقوم به البنك المركزي العراقي بتوفير دعم للسيولة وفقاً للمادة (31) إلى المصارف التجارية العائدة للحكومة والخاضعة لرقابة البنك المركزي العراقي، شرط ان يتم منح مثل هذه المساعدة بنفس المواد والشروط المعمول بها عند منحها للمصارف التجارية العائدة للقطاع الخاص \* . يجوز للبنك المركزي العراقي شراء أوراق مالية حكومية شرط ان تتم مثل هذه الشراءات في السوق الثانوية فقط بالارتباط مع عمليات السوق \* لا تفسر المادة (26) بمنع استخدام الأوراق المالية الحكومية فيما يتعلق بأي جانب من جوانب عمليات السوق المفتوحة أو كضمان لتسهيلات \* . يقدم البنك المركزي دعم وتسهيلات مقرض الملجأ الأخير للإقراض للمصرف المجاز او يملك ترخيصاً صادراً من قبل البنك المركزي العراقي وفق قانون المصارف من خلال منح مساعدات مالية بشرط ان تعتبر مثل هذه المساعدة ضرورية للحفاظ على استقرار النظام المالي وإصدار وزير المالية ضماناً خطياً إلى البنك المركزي العراقي نيابة عن الحكومة يؤمن فيه تسديد القرض ( المادة ) (30 رابعاً) : قياس درجة استقلالية البنك المركزي العراقي توجد العديد من المتغيرات التي يتم اعتمادها في معظم بلدان العالم ، والتي يمكن عن طريقها التعرف عن درجة استقلالية البنوك المركزية ، وتعد المتغيرات الأساسية الأربعة التي تتعلق بالمحافظ وصياغة .

## مؤشرات قياس استقلالية البنك المركزي العراقي

السياسة النقدية وتحديد أهدافها وحدود تمويل الحكومة من المؤشرات المهمة التي تقاس من خلالها استقلالية البنك المركزي ، إذ يتم تحديد أوزان معينة لكل متغير، وكذلك تحدد درجات ترتيبية للمؤشرات الثانوية لهذه المتغيرات . وعند تطبيق هذه المتغيرات ومؤشراتها على البنك المركزي العراقي ( حسب الملحق المرفق) استنادا إلى التشريعات النافذة ( القانون رقم 56 لسنة 2004 )، اتضح أن درجة استقلالية البنك المركزي العراقي الفعلية ( المتحققة ) في ضوء المتغيرات والمؤشرات المذكورة قد بلغت 78 % ، وهو مؤشر واضح ومدى ودرجة الاستقلالية . خامسا: الاستقلالية والسياسة الاقتصادية العامة للدولة قد يتساءل البعض: هل ان هذا المؤشر المرتفع لاستقلالية البنك المركزي العراقي هو في مصلحة الاقتصاد العراقي والسياسة الاقتصادية عموما ؟ والإجابة على ذلك تحمل وجهتي نظر، الأولى: تمثل وجهة نظر السلطات النقدية ( البنك المركزي) ومؤيديها، وهي ان هذا المستوى العالي ( نسبيا ) من الاستقلالية يحدد بوضوح المهام والمسؤوليات التي تقوم بها السلطات النقدية في تحقيق أهدافها الأساسية، ومن ثم إمكانية مساءلتها عن الاختلالات او الإخفاقات التي تحدث ضمن نطاق مسؤولياتها، بمعنى ان السياسة النقدية غير مستعدة ان تتحمل تكاليف غيرها، او ليست مسؤولة عنها . اما وجهة النظر الثانية: والتي غالبا ما يكون أطرافها الماليين ومؤيديهم، فهي تنظر الى ان لا تكون هذه الدرجة العالية من الاستقلالية على حساب السياسة الاقتصادية العامة للدولة والحكومة ، خاصة ان الاقتصاد العراقي يواجه مشكلة التضخم الركودي ( Stagflation ) أي ان على السياسة النقدية ان تعمل ضمن إطار السياسة الاقتصادية العامة باعتبارها جزءاً منها . ولكن المشكلة الكبيرة التي تواجه الاقتصاد العراقي عموما، وليس السياسة النقدية او المالية فقط، هي عدم تبلور ملامح سياسة اقتصادية عامة واضحة المعالم بمعنى وجود الإجراءات والمؤسسات والتشريعات الواضحة والقابلة للتنفيذ ، فمعظم الوزارات العراقية تلقي باللوم على بعضها وتنسب الخلل الى بعضها وهو ما يؤكد عدم وجود التنسيق المطلوب بين مختلف السياسات الاقتصادية المختلفة . فالسياسة المالية تهدف إلى مواجهة الركود والبطالة وهو ما يتطلب توسع في الإنفاق الذي يؤدي الى خلق اتجاهات تضخمية في ظل عدم مرونة القاعدة الإنتاجية، وهو ما يتعارض مع السياسة النقدية التي تهدف الى مواجهة التضخم ما يزيد من معدلات البطالة ... وتستمر حلقة الجدل والتعارض، وبالنتيجة لا تتحقق أهداف السياسة النقدية ولا أهداف السياسة المالية . ولكن تبقى مسألة استقلالية أية سياسة سواءاً كانت النقدية ام غيرها هي من المؤشرات الجيدة والمهمة التي تعطي لكل سياسة فرصتها في تحمل مسؤولياتها لتحقيق أهدافها، ولكن الأهم هو ان تكون هذه الاستقلالية في خدمة ومصالح السياسة الاقتصادية العامة وداعمة لها.

## عمليات السوق المفتوحة:

يقصد بعمليات السوق المفتوحة قيام البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية خاصة في السوق النقدية بهدف تقليص وزيادة حجم الاحتياطيات النقدية لدى البنوك التجارية والتأثير على مقدرتها في خلق الائتمان وبالتالي تغيير كمية التداول النقدي بما ينسجم ومستوى النشاط الاقتصادي وتحتج تلك العمليات إلى سوق نقدية ومالية متطورة ومنتظمة.

وتمارس سياسة السوق المفتوحة تأثيراً معيناً على حجم الائتمان عن طريق التغيير في كمية وسائل الدفع "السيولة" فعندما يقوم البنك المركزي بشراء أذون الخزانة - كميات من الأوراق التجارية والمالية من السوق النقدية سوف يؤدي إلى زيادة حجم وسائل الدفع بشكل نقد قانوني، وبالتالي زيادة قدرة البنوك التجارية على منح الائتمان نتيجة حصولها على كمية جديدة من النقود القانونية ويمكن تخيل العملية العكسية بنفس المفهوم". ويتم التأثير في حجم الائتمان عن طريق سعر الفائدة "فعندما يقوم البنك المركزي بشراء الأصول الحقيقية، أذون خزانة- أوراق تجارية ومالية من السوق النقدية سوف يزيد من عرض النقود القانونية في سوق النقد والائتمان هذا من شأنه ان يقلل ثمن اقتراضها- "سعر الفائدة" مما يشجع على طلب الائتمان واتساعه على العكس من ذلك عندما يقوم البنك المركزي بالبيع.

إلا أن نجاح هذه السياسة تتوقف بالإضافة إلى إدارة البنك المركزي على حجم وطبيعة السوق النقدية فيجب أن يكون لهذا السوق من الشمول والسعة ما يجعله معبراً بحق عن امكانيات النقود والائتمان لاقتصاد ما. وان سياسة السوق المفتوحة عادة ما تتبع لتحقيق الأغراض الآتية:

- مساندة سياسة سعر البنك "سعر إعادة الخصم" وجعلها أكثر فاعلية أو تمهد الطريق لتغييرها.

- قيام البنك المركزي بشراء الاذونات الحكومية والسندات الحكومية وغيرها من السندات عندما تكون أسعارها منخفضة وإعادة بيعها عندما تكون أسعارها مرتفعة وذلك لمساندة الائتمان الحكومي.

- تحقيق الاستقرار في سوق النقود، إذ يستطيع البنك المركزي امتصاص السيولة الفائضة عن طريق بيع السندات أو توفير الأصول السائلة في حالات الضغوط عن طريق شراء السندات.

- التأثير في ميزان المدفوعات فعمليات بيع السندات في السوق المفتوحة يترتب عليها اثر انكماشى على الائتمان وهذا يؤدي إلى انخفاض الأسعار المحلية والذي بدوره يتسبب في زيادة الصادرات وتقليص الواردات مما يؤدي إلى تحقيق توازن في ميزان المدفوعات إذا كان هناك عجز فيه.

## الدولرة Dollarization

حل آخر للمشاكل الناجمة عن عدم وجود الشفافية والالتزام بسعر الصرف المستهدف هو الدولرة، واعتماد عملة سليمة مثل الدولار الأمريكي. في الواقع الدولرة هي مجرد متغير آخر من لهدف ثبات معدل الصرف مع آلية التزام أقوى من التي يوفرها مجلس العملة. حيث يسمح مجلس العملة بالتغيير في قيمة العملة، ولكن تغيير القيمة مستحيل مع الدولرة: فالقائمة بدولار قيمتها دولار واحد سواء كانت في الولايات المتحدة أو خارجها. وتستخدم الدولرة كاستراتيجية في السياسة النقدية لبلدان الأسواق الناشئة: حيث تم مناقشتها بنشاط من قبل المسؤولين الأرجنتينيين في أعقاب انخفاض قيمة الريال البرازيلي في يناير كانون الثاني عام 1999 وتم اعتمادها من قبل الإكوادور في مارس 2000 الميزة الرئيسية للدولرة هي أنها تجنب احتمال وقوع المضاربة على العملة المحلية . هنالك مجموعه من العيوب التي تواجهها الدولة عند اعتمادها الدولرة وهي(فقدان السياسة النقدية المستقلة، وزيادة التعرض للاقتصاد للصدمات عدم قدرة البنك المركزي على خلق المال وبالتالي عدم قدرته على ان يكون بمثابة الملاذ الأخير) .

الدولرة لديها عيب واحد إضافي لا تتميز مجالس العملة أو غيرها من الأنظمة لتحديد سعر الصرف. لأن الدولة التي تتبنى الدولرة لم يعد لديها عملتها الخاصة، فإنها تفقد الإيرادات التي تحصل عليها الحكومة من خلال إصدار المال وهو ما يسمى السك. لأن الحكومات (أو بنوكها المركزية) لا تضطر لدفع فائدة على عملتها كانوا يكسبون إيرادات (رسوم سك العملات) من هذه العملة ويقومون بشراء الأصول المدرة للدخل مثل السندات. في حالة بنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة هذه الإيرادات هي عادة ما تزيد عن 30 مليار دولار سنويا. وبالتالي فان الدولة التي تتبنى الدولرة فانها ستفقد هذه الإيرادات وتحتاج ان تعوض هذه الإيرادات من مكان اخر وهذا ليس سهلا وخصوصا للدول الفقيرة .

### ثانيا :سعر الفائدة

يمثل سعر الفائدة ثمن التخلي عن النقود أو راس المال تستخدمه الدولة أداة لضبط الأسواق وتوجيه النشاط الاقتصادي ،فأي 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.

وفيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة في أسواق راس المال فيبرز تحت أشكال متعددة وكالاتي:

**أولاً :** يعد سعر الفائدة عنصراً مهماً في نفقات المشروعات وذلك لأن المشروعات عادة ما تلجأ إلى الاقتراض في ظل غياب مواردها الذاتية المتاحة من الاحتياطات والأرباح المتراكمة وما تحوزه من أصول نقدية سائلة.

**ثانياً:** أن أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس 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.

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

**رابعاً:** يؤثر سعر الفائدة في تخصيص الأموال بين أسواق الأسهم والسندات فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم والسندات وفي أسعارهما.

ولما كان سعر الفائدة من أهم العوامل الاقتصادية التي يأخذها المستثمر بنظر الاعتبار في التحليل، فإنه بالطبع سيكون عاملاً مؤثراً مهماً في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال والمتمثلة بالأسهم والسندات. فإن في الإمكان اعتبار أسعار الفائدة والأسهم والسندات على أنهما وجهان للعملة نفسها فنسبة العائدات المستحصلة من سهم هي القسط المدفوع للسهم، أما نسبة العائدات المستحصلة من سند فهي تسديد قسط السند

ومن الممكن بحث هذه العلاقة حسب الآتي.

### **1-تأثير سعر الفائدة في الأسهم:**

أن حركة سعر الفائدة هي أحد العوامل الرئيسية التي تسبب حدوث التحركات في أسعار الأسهم. وتعكس الثقل الذي يضعه المستثمرون على الدخل المستقبلي للأسهم عند تحديدهم قيمة الأسهم ويعد سعر الفائدة بمثابة كلفة فرصة الاستثمار في سوق الأسهم، ويؤثر ارتفاعه في مؤشر أسعار الأسهم بطريقة سلبية

فالزيادة في نسبة الفائدة تميل إلى أن تكون هناك أخبار سيئة لسوق الأسهم على افتراض أن يرى المستثمرون الأسهم بوصفها بدائل. وفي هذا المنظار، فإن العديد من المستثمرين يميلون إلى تصفية مراكزهم الاستثمارية عندما ترتفع معدلات الفائدة بهدف إيداع الأموال بشكل ودائع مصرفية بأسعار عالية وإذا ما اتجه كثير من هؤلاء لبيع أسهمهم فإن ذلك ينتج عنه عرض كثيف للأسهم ثم احتمال انخفاض حجم التداول للأسهم وانخفاض أسعارها وقيمتها وهي الخطوة الأكيدة .

وعلى العكس من ذلك ما يحدث في حالة انخفاض أسعار الفائدة، فعند ما تنخفض أسعار الفائدة فإن المستثمرين قد يجدون من الأفضل لهم أن يستخدموا الائتمان لانخفاض كلفته لزيادة أسهمهم، فالموارد المالية الرخيصة تميل إلى تفضيل

الاستثمارات ذات رؤوس الأموال الكثيفة ونتيجة لاستخدام الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم، يزداد الطلب مؤدياً ذلك إلى ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها

ومن ذلك يتضح أن هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم، فارتفاع أسعار الفائدة سيكون له تأثير سلبي في أداء سوق الأسهم، والعكس يحصل في حالة انخفاض أسعار الفائدة إذ سيكون لها تأثير إيجابي في أداء السوق .

## 2- تأثير سعر الفائدة في السندات

هناك علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات فانخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان ثم زيادة الطلب على الائتمان عن طريق المصارف، الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل ، أي قيام المقترضين بإحلال جهة الإقراض من السوق المالية (بواسطة إصدار السندات) إلى المصارف التجارية، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في عرض السندات ثم ارتفاع أسعارها. كذلك تستمد علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات قوتها عن طريق طلب المضاربين على السندات .

فالمضاربة على السندات تتطلب التنبؤ بنسبة الفائدة لأن التنبؤ بنسب الفائدة يؤثر على نحو مباشر في التنبؤ بالعائدات في سوق السندات (Bodie&Others,1998,332) ويعتمد التنبؤ بأسعار الفائدة في المستقبل على المقارنة بين سعر الفائدة العادي وسعر الفائدة الجاري، ويتم ذلك في ظل نظرية التوقعات (Expectation Theory) .

فحينما يكون سعر الفائدة الجاري أعلى من سعر الفائدة العادي، فإن المضاربين سيتوقعون انخفاضاً في سعر الفائدة الجاري في المستقبل وعودته إلى مستواه العادي وعندئذ سيزداد طلب المضاربين على السندات، وترتفع أسعارها في المستقبل، ويحصل المضاربون على مكاسب رأسمالية جراء المضاربة بالسندات في السوق المالية. والعكس يحصل في حالة انخفاض سعر الفائدة الجاري عن مستواه العادي .

تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال في مجموعة من الدول العربية للفترة، رسالة تقدمت بها إيمان عبد المطيب حسن محمد المولى