

## السند المقوم بالعملة الأجنبية ومسألتي تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار والصرف الأجنبي: العراق حالة دراسية

د. سمير فخري نعمة

أستاذ مساعد  
قسم الاقتصاد  
جامعة نوروز  
جمهورية العراق

### الملخص

تهدف الدراسة إلى إصدار سند حكومي مقوم بالعملة الأجنبية، إذ يكتب السند بالعملة المحلية (بناءً على سعر الصرف الرسمي) ويسدد عند الاطفاء بالعملة الأجنبية ليتم من خلال ذلك تحديد سعر الفائدة للسند على أساس الفرق بين معدل الفائدة بالعملة المحلية والأجنبية، مما يجعل المرونة أكبر للسياسة المالية والنقدية في التحكم بأصدار هذا النوع من السندات، بهدف تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار وسوق الصرف الأجنبي وتحفيز عمل سوق الأوراق المالية إضافة إلى تقليل من نسب الدولار في الاقتصاد العراقي. لذا تعتبر السياسة النقدية أداة هامة في التأثير على مكونات الطلب الاجمالي، ويمكن ان تؤثر بقوة على مسار الاقتصاد الحقيقي، ولتحقيق ذلك يجب ان تكون السلطات النقدية على دراية كافية وتقدير دقيق لتوقيتات تأثير هذه السياسة على متغيرات الاقتصاد الكلي الأساسية، من هنا كان السبب وراء اختيار الموضوع لأهميته على مستوى الاقتصاد ككل (استقرار الاسعار) ووزارة المالية دائرة الدين العام (تخفيض التكاليف) والبنك المركزي (تقليل الفارق بين سعري الصرف الرسمي والموازي)، لذا نسعى من خلال إصدار هذا السند إلى رفع التصنيف الائتماني إلى درجة أعلى وذلك لتقليل الفوائد والخصوم الدولية عبر تقييم المخاطر، إذ يعد السند المقوم ذو قدرة على الوفاء بتسديد فوائد الدين، معتبراً السند أهم مؤشر للجدارة الائتمانية من خلال تنفيذ الالتزامات المالية تجاه الديون الخارجية، هذا فضلاً عن إصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية سيجعل مرونة الصرف غير مقيدة وكافية للانفاق العام برافعة مالية مرتبطة بعائد الإصدار المالي والنقدي (السينيوريج)، هذا الاجراء سيسبب زيادة الطلب الكلي المقيد بمعدلات الفائدة الحقيقية للسيطرة على مناسيب السيولة، وللمحافظة على الية الانتقال من الطلب على العملة الأجنبية إلى الطلب على العملة المحلية، من هنا ستمتلك السياسة الاقتصادية ادوات أكثر مرونة على تمويل الموازنة وتخفيض من نسب العجز، وذلك من خلال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية.

الكلمات المفتاحية: السند المقوم بالعملة الأجنبية، سعر الصرف الرسمي والموازي، الإيرادات النفطية الدولارية.

### المقدمة

يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى قيام السلطتين المالية والنقدية بإدارة أداة جديدة من أدوات الدين العام تتمثل بإصدار «سند حكومي مقوم بالعملة الأجنبية» ليتم من خلال ذلك تحديد سعر الفائدة للسند على أساس الفرق بين معدل الفائدة بالعملة المحلية والأجنبية، مما يجعل المرونة كافية للسياسة الاقتصادية في الإقبال على الاكتتاب في هذا النوع من السندات، ويجعل التعاقدات وقرارات الاستثمار الحالية والمقبلة تعتمد على نقطة مرجعية تفاضلية مستقرة، فضلاً عن العمل على إنضاج البيئة المالية الراهنة، والسعي الجاد لتنمية أدواتها وصولاً إلى الأوعية الادخارية الحقيقية للجمهور، ويمكن أن تؤثر بقوة على مسار الاقتصاد الحقيقي، ولتحقيق ذلك يجب أن تكون السلطات النقدية على دراية كافية بتقدير دقيق لتوقيتات تأثير هذه السياسة على متغيرات الاقتصاد الكلي الأساسية.

\* تم استلام البحث في نوفمبر 2016، وقبل للنشر في مارس 2017.

## أهمية الدراسة

أولاً- بيان أثر السند المقوم بالعملة الأجنبية في تحقيق الاستقرار في كل من المستوى العام للأسعار وسوق الصراف الأجنبي وتحفيز عمل سوق الأوراق المالية، من خلال تجميع المدخرات.  
ثانياً- تقييم أثر السند المقوم بالعملة الأجنبية على قنوات السياسة النقدية المتمثلة بكل من قناة سعر الصراف وقناة سعر الفائدة، فضلاً عن قناة التوقعات من خلال تقليل نسب الدولار.

## الهدف من الدراسة

أولاً- توضيح نطاق الدولار من خلال تقليل الفارق بين سعر الصراف في السوق الموازي وسعر الصراف في السوق الرسمي والذي ينعكس على انخفاض المستوى العام للأسعار المتمثل بالتضخم، لأن استيراد السلع والخدمات يشكل النسبة الأكبر في مكونات العرض الكلي على حساب الناتج المحلي بسبب عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في الاقتصاد العراقي محل الدراسة.  
ثانياً. التنبؤ بتقدير دالة للطلب على العملة الأجنبية من خلال كبح التوقع المتشائم تجاه العملة المحلية بإصدار السند المقوم بالدولار.

## فرضيات الدراسة

تنطلق الدراسة من فرضيات ثابتة مفادها:

أولاً- إن سعر الصراف الرسمي في الاقتصاد العراقي ثابت، لذا كلما ابتعد سعر الصراف الموازي عن الرسمي انخفضت قيمة العملة مما يؤدي إلى ظهور ما يسمى بسعر الفائدة الحقيقي السالب، وبالتالي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، وهذا يؤدي بطبيعة الحال إلى انخفاض الطلب على العملة المحلية وبرز ظاهرة الدولار.  
ثانياً- إن معدّل الفائدة على الودائع بالدينار العراقي أعلى من معدّل الفائدة على الودائع بالدولار الأمريكي، ومعدّل الإقراض بالدينار العراقي أقل من معدّل الإقراض بالدولار الأمريكي، وهذه السياسة متبعة في جميع البلدان النامية، وذلك لتشجيع الطلب على العملة المحلية لكي تستقر مقابل العملات الأجنبية.

## أسباب اختيار موضوع الدراسة

ترجع أسباب اختيار هذا الموضوع في مجملها إلى ما يلي:

أولاً- طبيعة وخصوصية الاقتصاد العراقي الذي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات الدوائية النفطية في مكونات الناتج المحلي الإجمالي فضلاً عن الاعتماد شبه التام لهذه الإيرادات في مكونات الموازنة العامة، لذلك يلعب سعر الصراف دوراً مهماً ومحورياً في تقييم جميع السلع والخدمات.  
ثانياً- المساهمة في تفعيل أدوات السياسة النقدية سواء الوسيطة أو النهائية للتأثير على مناسيب السيولة النقدية من خلال إصدار سند مقوم بالعملة الأجنبية.

## منهجية الدراسة

تماشياً مع طبيعة البحث، للوقوف على تفاعل المتغيرات النقدية من خلال السياسة النقدية بصورة مباشرة وتحفيز عمل سوق الأوراق المالية بصورة غير مباشرة، تم اعتماد المنهج التحليلي الوصفي على خلفية نظام سعر الصراف المعتمد، والفجوة الحقيقية بين سعري الصراف الرسمي والموازي، وكذلك الوقوف على النتائج المترتبة على إصدار هذا السند المقوم مع تفسير وإرجاع هذه الدراسة إلى أسبابها وضبط مختلف انعكاساتها وتأثيراتها، من خلال الأخذ بالمعطيات والأرقام الدالة والتي تعتبر محصلة لمجموعة من الأنشطة والسياسات والقرارات من خلال الاعتماد على المصادر العلمية والمنشورات والإحصائيات الرسمية والبحوث والرسائل العلمية من أجل تحقيق الفرضية وهدف الدراسة.

## محاور الدراسة

لاستكمال ذلك تم تقسيم الدراسة إلى ما يلي:

### أولاً- الإطار النظري لإصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية:

- 1- العلاقة التبادلية بين سعري الصرف والفائدة من خلال نموذج توازن المحفظة.
  - 2- أثر العلاقة التبادلية بين سعر الصرف والفائدة على السند المقوم بالعملة الأجنبية.
  - 3- المخاطر التي تتعرض لها السندات المقومة بالعملة الأجنبية.
- ثانياً- آلية عمل (دراسة مقروحة) السند الحكومي المقوم بالعملة الأجنبية في الاقتصاد العراقي.

### أولاً- الإطار النظري لإصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية

تصنف السندات التقليدية ضمن الأوراق المالية ذات العائد الثابت، ولكن السند المقوم بالعملة الأجنبية يصنف ضمن الأوراق المالية ذات العائد المتغير أو العائم نتيجة تقلبات سعر الصرف، ففي تلك السندات يتم ربط العائد الكلي للسند بعائد السند التقليدي نتيجة حساسية الانتقال بين النوعين من السندات، وذلك للتعبير في اتجاهات أسعار الصرف والفائدة للسند المقوم واتجاهات سعر الفائدة الحقيقي للسند التقليدي، علماً أن من أهم مزايا السند المقوم انخفاض تكلفتها وذلك لحصولها بالحد الأدنى على إعفاء ضريبي بنسبة محددة من قبل الحكومة يُنص عليها في نشرة الاكتتاب، (هندي، 2006، 101-113)، مما يجعلها أكثر جاذبية من قبل المستثمرين وبالأخص المؤسسات المالية المهتمة بمخاطر أسعار الصرف والفائدة، مثل البنوك التجارية، لأن تلك السندات تمثل الاستثمار العادل من قبل تلك المؤسسات.

#### 1- العلاقة التبادلية بين سعري الصرف والفائدة من خلال نموذج توازن المحفظة وفقاً لخصائص الاقتصاد العراقي

إن أدبيات نموذج توازن المحفظة تعود إلى McKinnon & Oates (1969)، حيث يقدم هذا النموذج مدخل العلاقة بين سعر الصرف والفائدة من خلال منهج توازن المحفظة، (Lewis, 1988: 111-115)، الذي يشير إلى تحديد سعر الصرف من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على الأصول المالية من خلال سعر الفائدة، إذ تم تأكيد هذه العلاقة من قبل Girton & Henderson (1977) إذ يشير إلى أن تحديد أسعار الصرف والفائدة لا تتوقف فقط على الأسعار النسبية للنقود وإنما بالعرض والطلب على العلاقة بين السندات المحلية والأجنبية (Girton, 1981: 28)، مفترضاً أن السندات المحلية والأجنبية ليست قابلة للإحلال الكامل، ولكن لخصوصية الاقتصاد العراقي الذي يلعب الدولار فيه دوراً كبيراً في تقييم السلع والخدمات، ولإصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية، حيث يأخذ المستثمر في اعتباره العوائد النسبية والمخاطر المحتملة للسندات المحلية والسندات الأجنبية كل على حدة، ستكون قابلة للإحلال الكامل، وهنا يفضل المستثمرون تنوع المحفظة بين السندات المحلية والمقومة بالعملة الأجنبية بدلاً من التركيز على نوع واحد فقط من السندات، معتمداً على العلاقة بين العائد والمخاطر والسيولة، ومن ثم فإن إعادة تكوين المحفظة من السندات المحلية إلى السندات المقومة بالعملة الأجنبية أو العكس تعتمد على العلاقة بين سعري الصرف والفائدة وللمعملتين المحلية والأجنبية، من خلال دور سوق النقد وسوق السندات في كيفية استجابة العلاقة بين السندات لتغيرات كل من سعر الفائدة والصرف محددًا سعر الفائدة الحقيقي على نوعين من السندات، وسنبدأ بمنهج توازن المحفظة وفقاً لخصوصية الاقتصاد العراقي<sup>(2\*)</sup>. إذ يفترض هذا النموذج أن مقيمين من (أفراد ومؤسسات) يوزعون ثرواتهم (W) بين الطلب على النقد المحلي (Md) والسندات المحلية (N) ذات الفائدة التي تصدرها الحكومة والبنك المركزي ويقوم بحيازتها القطاع الخاص، والسندات المقومة بالعملة الأجنبية (F) ذات الفائدة والتي يتم إصدارها من قبل الحكومة أيضاً وتتكفل السياسة النقدية كوكيل مالي عن الحكومة ويقوم بحيازتها القطاع المحلي الخاص، ونفترض أن (F) تمثل الاستثمار في صندوق تنمية العراق (DFI)، يضاف إلى ذلك افتراض أن (F, N, Md) ومن ثم (W) تكون ثابتة في الأجل القصير، ويتوقع أن يكون (F, N, Md) دالة في الثروة الكلية ومعدّل العائد على السندات المحلية (r) ومعدّل العائد على السندات المقومة بالعملة الأجنبية (r\* + E<sup>e</sup>), حيث (r\*) هو العائد على الدولار، (E<sup>e</sup>) تغير قيمة العملة، و (E) يشير إلى متوسط سعر صرف الدينار مقابل الدولار (عدد وحدات

2 \* - النموذج من اقتراح الباحث .

العملة المحلية مقابل وحدة واحدة أجنبية)، من هنا سيكون شرط التوازن في سوق السندات وفقاً لنموذج توازن المحفظة من خلال المعادلات التالية:

$$Md = md(-r, -r^*, -E^e) W \quad \dots (1)$$

$$N = n(+r, -r^*, -E^e) W \quad \dots (2)$$

$$F = f(-r, +r^*, +E^e) W \quad \dots (3)$$

$$W = Md + N + F \quad \dots (4)$$

$$md + n + f = 1 \quad \dots (5)$$

إذ توضح المعادلة (1) العلاقة العكسية بين الطلب على النقود (Md) وكل من سعر الفائدة على السندات المحلية (r) وسعر الفائدة للسندات المقومة بالدولار (r<sup>\*</sup>)، مضافاً إليها التغيرات في قيمة العملة المحلية (E<sup>e</sup>) من خلال سعر الصرف (E)، بينما تشير المعادلة (2) إلى أن الطلب على السندات المحلية (N) يرتبط بعلاقة طردية بمعدل الفائدة على السندات المحلية (r) وعكسياً بمعدل الفائدة على السندات المقومة بالعملة الأجنبية (r<sup>\*</sup>) وعكسياً بانخفاض قيمة العملة المحلية (E<sup>e</sup>)، أما الطلب على السندات المقومة بالعملة الأجنبية (F) فقد جاء في المعادلة (3) حيث إنه يرتبط طردياً بالفائدة المتوقعة على السندات الأجنبية (r<sup>\*</sup>) وعكسياً بمعدل الفائدة على السندات المحلية (r) وكذلك يرتبط طردياً بانخفاض قيمة العملة المحلية (E<sup>e</sup>)، مع ملاحظة أن أجمالي حيازة المقيمين للسندات الأجنبية يتم الاكتتاب بها بالعملة المحلية والتسديد بالعملة الأجنبية على أساس سعر الصرف الرسمي الذي تتعامل به الحكومة مع البنك المركزي علمًا بأن صافي الثروة (W) وفقاً لنموذج توازن المحفظة هو عبارة عن مجموع الطلب على النقود (Md) مضافاً إليه السندات المحلية (N) والسندات المقومة بالعملة الأجنبية (F) لذلك فإن معلمات العناصر الثلاث (F, N, md) يجب أن تكون مساوية للواحد الصحيح، مفترضاً أن الطلب على كل من (F, N, Md) يتزايد مع تزايد الثروة (W)، (الوكيل، 2006، 315)، والمعادلات اللاحقة توضح التوازنات التي يمكن الحصول عليها. ومن هذه المعادلات الثلاث يمكن الوصول إلى توازنات حقيقية لكل من سعر صرف الدينار مقابل الدولار، إضافة إلى سعر الفائدة في السوقين المالي والنقدي عن طريق هذا النموذج حيث إن:

$$-md_1 r - md_2 r^* - md_3 E^e = md \quad \dots (6)$$

$$+n_1 r - n_2 r^* - n_3 E^e = N \quad \dots (7)$$

$$-f_1 r + f_2 r^* + f_3 E^e = F \quad \dots (8)$$

في ظل هذه المعطيات يمكن الحصول على قيم توازنية لكل من معدل الفائدة على السندات المحلية (r) ومعدل العائد على السندات المقومة بالدولار (r<sup>\*</sup>) وكذلك تغيرات قيمة العملة المحلية (E<sup>e</sup>) من خلال تحويل المتساويات إلى مصفوفة قياس وكما يلي:

$$\begin{bmatrix} -md_1 & -md_2 & -md_3 \\ n_1 & -n_2 & -n_3 \\ -f_1 & +f_2 & +f_3 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} r \\ r^* \\ E^e \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} md \\ N \\ F \end{bmatrix}$$

$$Z \quad \quad \quad xi = v$$

$$Xi = Z^{-1}.V$$

حيث إن:

**md<sub>1</sub>**: هو عبارة عن الميل الحدي للطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة على السندات المحلية.

**md<sub>2</sub>**: الميل الحدي للطلب على النقود بالنسبة لسعر الفائدة على السندات المقومة بالعملة الأجنبية.

**md<sub>3</sub>**: الميل الحدي للطلب على النقود بالنسبة لتغيرات قيمة العملة المحلية.

**n<sub>1</sub>**: الميل الحدي للطلب على السندات المحلية بالنسبة لسعر الفائدة على السندات المحلية.

**n<sub>2</sub>**: الميل الحدي للطلب على السندات المحلية بالنسبة لسعر الفائدة على السندات المقومة بالعملة الأجنبية.

**n<sub>3</sub>**: الميل الحدي للطلب على السندات المحلية بالنسبة إلى تغيرات قيمة العملة المحلية.

**f<sub>1</sub>**: الميل الحدي للطلب على السندات المقومة بالعملة الأجنبية بالنسبة لسعر الفائدة على السندات المحلية.

**f<sub>2</sub>**: الميل الحدي للطلب على السندات المقومة بالعملة الأجنبية بالنسبة لسعر الفائدة على نفس السندات.

$f_3$ : الميل الحدي للطلب على السندات المقومة بالعملة الأجنبية بالنسبة لتغيرات قيمة العملة المحلية.

$$md_1 = A, md_2 = B, md_3 = C, n_1 = D, n_2 = E$$

$$n_3 = F - f_1 = g, f_2 = H, f_3 = i$$

وعليه فإن المصفوفة ستكتب وتختصر بالشكل التالي:

$$Z = \begin{bmatrix} -A & -B & -C \\ -D & -E & -F \\ -G & -H & -i \end{bmatrix}$$

$$Z = \begin{bmatrix} a_{11} = -Ei + HF & a_{12} = Di - gF & a_{13} = DH - gE \\ a_{21} = -Bi + HC & a_{22} = -Ai - gC & a_{23} = -AH - gB \\ a_{31} = BF - EC & a_{32} = AF + DC & a_{33} = AE + DB \end{bmatrix}$$

$$xi = Z^{-1} \cdot V$$

$$Adj Z = \begin{bmatrix} -Ei + HF & Bi - HC & BF - EC \\ -Di + gF & -Ai - gC & -AF - DC \\ DH - gE & AH + gB & AE + DB \end{bmatrix} \quad V = \begin{bmatrix} md \\ N \\ F \end{bmatrix}$$

لذا فإن قيمة المحدد ستكون

$$|Z_1| = AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC$$

وعليه فإن سعر الفائدة على السندات في السوق المحلية يحسب بالشكل التالي:

$$r = \frac{(-Ei + HF)Md + (Bi - HC)N + (BF - EC)F}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

أما سعر الفائدة على السندات المقومة بالعملة الأجنبية فسيحسب بالشكل التالي:

$$r^* = \frac{(gF - Di)Md + (-Ai - gC)N + (-AF - DC)F}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

أما تغيرات قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية فستحسب بالشكل التالي:

$$E^e = \frac{(DH - gE)Md + (AH + gB)N + (AE + DB)F}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

ومن خلال هذه المعادلات تستطيع السياسة النقدية وبالتنسيق مع السياسة المالية من التحكم بعرض وطلب السندات والنقود بهدف التأثير على العلاقة بين الطلب على السندات المحلية والأجنبية وتحديد سعر الصرف في ضوء تلك المعطيات. إذ نلاحظ من خلال التحليل أن تأثير السياسة المالية التوسعية في تحديد سعر الصرف يعتبر أمراً غير واضح (دانيالزوفانوز، 2010، 601)، ولكن يمكن القول بان انتهاج سياسة مالية توسعية مقرونة بسياسة نقدية مقيدة يكون أثره واضحاً من خلال كل من معدّل الفائدة والصرف الأجنبي، إذ تعكس المعادلة الأخيرة النموذج المركب لتحديد تغيرات قيمة العملة المحلية، ويقرر هذا النموذج أن العملة المحلية سوف:

- تتدهور قيمتها إذا كانت الزيادة في عرض السندات المحلية أكبر من الزيادة في عرض السندات الأجنبية
- تتحسن قيمتها إذا كانت أسعار الفائدة المحلية الحقيقية تفوق مثلتها الأجنبية والأخيرة مضافاً إليها تغيرات قيمة العملة.
- تتحسن قيمتها إذا تأخذ نسب الدولار في الاقتصاد المحلي بالانحسار بسبب اقتراب سعر الصرف الرسمي من الموازي والعكس صحيح أيضاً.
- تتدهور إذا كان الفرق بين سعر الفائدة الاسمي للعملة المحلية والأجنبية أكبر من الفرق بين سعر الصرف الرسمي والموازي.

علمًا أنه عند زيادة الطلب على النقود كجزء من الثروة بمقدار وحدة واحدة فإن كل من  $r, r^*, E^e$  ستتغير بمقدار

الاشتقاق الجزئي وعلى النحو التالي:

$$\frac{\partial r}{\partial Md} = \frac{-Ei + HF}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial Md} = \frac{gF - Di}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial E^e}{\partial Md} = \frac{DH - gE}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

نستنتج من المعادلات أعلاه أن الزيادة في الطلب على النقود لا تؤثر في كل من سعر الفائدة على السندات المحلية والأجنبية وسعر الصرف إذ كانت مقدار التغير  $(-Ei + HF)$  مساوياً  $(Gf - Di)$  ومساوياً  $(DH - gE)$ .

أما عند زيادة الطلب على السندات المحلية بمقدار وحدة واحدة فإن كل من  $r^*$ ,  $r$ ,  $E^e$  ستتغير بمقدار الاشتقاق الجزئي وعلى النحو التالي:

$$\frac{\partial r}{\partial N} = \frac{Bi - HC}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial N} = \frac{-Ai - gC}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial E^e}{\partial N} = \frac{AH + gB}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

أما عند زيادة الطلب على السندات الأجنبية بمقدار وحدة واحدة فإن كل من  $r^*$ ,  $r$ ,  $E^e$  ستتغير بمقدار الاشتقاق الجزئي وعلى النحو التالي:

$$\frac{\partial r}{\partial F} = \frac{BF - EC}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial r^*}{\partial F} = \frac{-AF - DC}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

$$\frac{\partial E^e}{\partial F} = \frac{AE + DB}{AEi - AHF + DBi - DHC - gBF + gEC}$$

نستنتج مما سبق أن هناك علاقة كبيرة بين تغيرات الثروة والمعبّر عنها (بالطلب على العملة المحلية، والطلب على السندات المحلية والمقومة بالدولار) مع تغيرات (أسعار الفائدة على السندات المحلية والسندات المقومة بالعملة الأجنبية إضافة إلى تغيرات قيمة العملة) لذلك يمكن احتساب التغيرات والتنبؤ الدقيق بتلك العلاقات من خلال المشتقات في أعلاه مع التركيز على ما يلي:

- أ- كلما ازداد الطلب على السندات المقومة بالعملة الأجنبية كلما انخفض فائض السيولة المحلية نتيجة الاكتتاب على السندات بالعملة المحلية، والذي سينعكس على المستوى العام لأسعار السلع والخدمات (احتواء التضخم)، والأخير مرتبط بمتوسط دخل الفرد الحقيقي والمعبّر عنه بمستوى الرفاهية في الاقتصاد العراقي.
- ب- إعادة تقييم العلاقة بين السياستين المالية والنقدية من خلال أدواتها، لأن انحراف سعر الصرف الرسي عن الموازي يزيد من الطلب على العملة الأجنبية، ولكن عند إصدار السند المقوم سنحصل على جزء من الفائض الاقتصادي لصالح الموازنة العامة.
- ج- إن تبني الأداة المالية الجديدة (السند المقوم بالعملة الأجنبية) سينعكس على الثبات النسبي لتغيرات قيمة العملة من خلال استهداف التضخم، والأخير يستهدف من خلال العلاقة بين أسعار الفائدة على السندات بالعملتين المحلية والأجنبية، مما ينعكس بالتنبؤ والتحكم إلى حد ما بنسب الدولار.



## 2- أثر العلاقة التبادلية بين سعر الصرف والفائدة على السند المقوم بالعملية الأجنبية

هناك علاقة تبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة، إذ إنه من الممكن أن يؤثر سعر الفائدة في سعر الصرف، هذا من جانب، ومن جانب آخر يمكن أن يؤثر سعر الصرف في سعر الفائدة، ففي الحالة التي تميل فيها الموازنة العامة إلى التوازن، فإن سعر الصرف يميل إلى التوازن (حالة الاقتصاد العراقي)، من خلال تساوي الطلب المحلي على العملة الأجنبية (الدولار) والذي هو مشتق من عرض النقد المحلي والأخير متغير داخلي يتحدد من قبل السلطات المالية لكون الإنفاق العام مرتبط بنسبة كبيرة بالإيرادات النفطية الدولية، مع انخفاض قيمة المضاعف النقدي القريبة من الواحد الصحيح، إذ أنه كلما كان مضاعف الائتمان أكبر وأكثر استقراراً كلما زادت فاعلية ممارسة البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة في التأثير بعرض النقد (العلي، 2009: 12). وهذه من الخصائص التي يمتاز بها الاقتصاد العراقي خلال فترة البحث، مع عرض العملة الأجنبية من خلال نافذة بيع العملة (مزداد العملة) المصدر الأساس في عرض العملة الأجنبية (الاحتياطيات الدولية الأجنبية التي يمتلكها البنك المركزي العراقي).

أما في حالة عجز الموازنة العامة أي أن الطلب على الصرف الأجنبي يزيد على عرضه فإن سعر الصرف الأجنبي يتجه إلى الارتفاع، والسبب في ذلك انخفاض الإيرادات النفطية الدولية المسببة بزيادة العجز في الموازنة والأخيرة عند التغطية من خلال الاقتراض الداخلي (إصدار السندات وأجالاتها المختلفة) ستسبب بمزيد من عرض العملة المحلية والذي هو مشتق من الطلب على العملة الأجنبية مسبباً ضغطاً أكبر على الاحتياطيات الأجنبية من خلال نافذة بيع العملة، من هذا التحليل فإن سعر الصرف يتجه إلى الارتفاع مسبباً انخفاضاً في كل من قيمة العملة المحلية والطلب على السندات وظهور ما يسمى بسعر الفائدة الحقيقي السالب المسبب بظهور التضخم والتوقع المتشائم بالمستوى العام للأسعار، من هنا فإن سعر الصرف في السوق الموازي سيبتعد عن سعر الصرف في السوق الرسمي مسبباً بمزيد من الارتفاع بسعر الفائدة الاسمي لكي يواجه الارتفاع في المستوى العام للأسعار للمحافظة على سعر الفائدة الحقيقي (كريانين، 2007: 299)، أما في حالة الفائض في الموازنة العامة من خلال المثبت الديناميكي (زيادة أسعار النفط) وظهور الموازنات التكميلية، فإن سعر الصرف في السوق الموازي يميل إلى الانخفاض وذلك بسبب زيادة عرض النقد الأجنبي عن الطلب عليه (الوائلي، 2001: 17-25). ومن هنا فإن سعر الفائدة الحقيقي سيبدأ بالارتفاع مسبباً بمزيد من الطلب على السندات وبمختلف أنواعها.

ولكي تتمكن التغيرات في كل من سعر الصرف وسعر الفائدة أن تحد من العجز أو الفائض في الموازنة العامة، فإن هناك حدوداً دنيا من شروط المرونة يجب أن تتوافر دائماً، ويتحقق ذلك عندما يكون منحى الطلب على العملة الأجنبية سالب الاتجاه ومرناً نسبياً، وحيث يكون عرض العملة الأجنبية موجب الميل ومرناً نسبياً.

وهذا هو الأساس ما ذهبت إليه نظرية النموذج النقدي لـ (Dornbush) في تحديد سعر الفائدة التوازني الحقيقي على الأصول المالية التي عرضها بعض الاقتصاديين أمثال روديجر دورنبوش (Radiger Dornbush) وهو أحد أهم الرواد الاقتصاديين ضمن المدرسة الألمانية الذين تناولوا ظاهرة الأصول المالية المقيمة بالعملية المحلية كبديل كامل للأصول المقيمة بالعملية الأجنبية، وبالتالي يزيد سعر الفائدة على الأصول المالية بالعملية المحلية عن سعر الفائدة في الخارج بمقدار المعدل المتوقع لانخفاض قيمة العملة المحلية (الوائلي، 2013: 10) وبالتالي فإن سعر الصرف يكون بمنتهى الحساسية للتغيرات في عرض النقود وسعر الفائدة، لأن تلك التغيرات تؤثر في مجموع القيمة الاسمية للثروة بما في ذلك السندات (أذونات وسندات قصيرة وطويلة الأجل)، والعوائد النسبية مما تستدعي إعادة تشكيل المحفظة وفي هذا السياق يزداد أو ينخفض الطلب السندات وبمختلف أجالها.

## 3- المخاطر التي تتعرض لها السندات المقومة بالعملية الأجنبية

من أهم المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها السند المقوم بالعملية الأجنبية من حيث العائد والقيمة السوقية، والمتمثلة بكل من مخاطر تقلب سعر الصرف والفائدة ومخاطر المستوى العام للأسعار فضلاً عن مخاطر المزاحمة بين أنواع السندات (هندي، 2006: 129-125) وضعف السيولة النقدية وكذلك إعادة الاستثمار ويمكن الإشارة إلى تلك المخاطر من خلال ما يلي:

## أ- مخاطر تقلب سعر الصرف

تشير درجة استجابة الإحلال بين العملة المحلية والأجنبية إلى العلاقة بين الطلب على العملة المحلية المتأثرة بسعر الفائدة والذي هو مشتق من عرض العملة الأجنبية المتأثر بالاحتياطيات الأجنبية والأخير مرتبط بالإيرادات النفطية، مع الطلب على العملة الأجنبية من خلال سوق الصرف الأجنبي (مزداد العملة) والذي هو مشتق من عرض العملة المحلية المتمثلة بالائتمان المقدم من قبل البنك المركزي إلى الحكومة، من هنا فكلما زادت درجة الإحلال نتيجة الاستجابة بين العملة المحلية والعملات الأجنبية في محافظ الأصول والثروة تزداد درجة التقلب لمعدلات سعر الصرف، علمًا ان درجة الإحلال تعتمد على الانخفاض (الارتفاع) بقيمة العملة المحلية المتأثرة بعجز (فائض) الموازنة العامة بحكم خصوصية الاقتصاد العراقي، والتي تنعكس على تقلبات سعر الفائدة الحقيقي لتلك الأنواع من السندات المقومة بالدولار، وبافتراض ثبات سعر الفائدة الاسمي على تلك السندات، علمًا ان العجز السنوي بالموازنة العامة هو عبارة عن صافي الإصدارات من السندات إلى جهات ليست أطرافًا للبنك المركزي مضاف له الائتمان المقدم من قبل البنك المركزي إلى الحكومة، علمًا ان ارتفاع العجز وانخفاضه يعتمد على الإيرادات النفطية بنسبة كبيرة مسببه المزيد من التقلب في سعر الصرف في السوق الموازي مشكلًا أحد أهم مخاطر الاكتتاب في السندات المقومة بالعملة الأجنبية (الوائي، 2012:10).

## ب- مخاطر التضخم والمعبر عنه بالمستوى العام لأسعار المستهلك

عادة المتغيرات ذات الدخل الثابت والدخل المتغير تتأثر بالمستوى العام للأسعار ومن تلك المتغيرات بصورة عامة كأصل مالي، والسند المقوم بالعملة الأجنبية بصورة خاصة وهبوطًا فضلًا عن الأسهم الممتازة، وذلك من خلال انخفاض القوة الشرائية لوحدة النقد والتي تنعكس على سوق الصرف الأجنبي من خلال الفارق بين سعري الصرف الرسمي والموازي، لخصوصية الاقتصاد العراقي، إذ تلعب الاستيرادات النسبة الأكبر في مكونات العرض الكلي مؤشرًا خلل هيكلية بين القطاعات الاقتصادية، فارتفاع المستوى العام للأسعار من شأنه ان يرفع من سعر الفائدة الاسمي وذلك للمحافظة على سعر الفائدة الحقيقي عند مستوى معين مما ينعكس على معدل الفائدة على السند المقوم بالعملة الأجنبية (Weston et al., 1996: 53-55) مشكلًا مخاطرة تؤثر في القيمة الاسمية للسند المقوم مستقبلاً.

## ج- مخاطر تقلب سعر الفائدة

هناك علاقة تبادلية بين عجز الموازنة العامة الذي يغطي بإصدار السندات وعجز ميزان المدفوعات، هذه العلاقة أثرها واضح على تقلب سعر الفائدة على السندات من خلال أدوات السياسة النقدية المتبعة في البلدان النامية والتي تنعكس في ظهور حالة التضخم، هذه المتغيرات هي إحدى مكونات مخاطر تقلب سعر الفائدة على السند، ولكن في كثير من الأحيان تكون كسياسة مقصودة وذلك لتقليل أعباء خدمة الدين من خلال عائد الإصدار النقدي (السنوي ربح)، فعندما يتم تغطية عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض الداخلي (إصدار السندات) ولكن مقومة بالدولار، هذا من شأنه ان يزيد من المستوى العام للأسعار وظهور حالة التضخم في الاقتصاد ولكن في الأجل القصير مما يؤثر بارتفاع أسعار الفائدة (Jones, 1996: 344) وظهور مخاطرة تسمى بالمزاحمة المالية، أي مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص، ولكن على السياسة النقدية المتمثلة بالبنك المركزي وبالتنسيق مع السياسة المالية، من خلال ضبط مناسيب السيولة ان تؤثر بكل من عرض النقد المحلي والطلب عليه، لتقليل أثر الإصدار على مخاطر سعر الفائدة، بل ان العجز في الحساب الجاري ذات الأثر الأكبر في ميزان المدفوعات، عادة يؤدي إلى نفس النتيجة.

## د- مخاطر المزاحمة بين أنواع السندات الحكومية

المقصود بأنواع السندات هي كل من السندات بالعملة المحلية وبأجال مختلفة وكذلك سندات بالعملة الأجنبية وبأجالها المختلفة. أن تلك المخاطر هي نوع من المخاطر الغير منتظمة نظرًا لارتباطها بالعائد على العملة سواء أكانت محلية أو أجنبية، ولكن عادة هذه السندات تصدرها الحكومات من خلال السياسة النقدية كوكيل مالي عنها، علمًا أنه غالبًا



تكون هذه السندات في منأى من المخاطر، ولكن عند ظهورها يصعب على المستثمر التخلص من مخاطرها بالتنوع بين السندات، لذلك ينبغي على الحكومة التعامل مع هذا النوع من المخاطر بالمخاطر المنتظمة (بمعنى ان يحصل المستثمر على التعويض في مقابل تلك المخاطر)، لذلك على المستثمر تقدير العائد على النوعين من السندات وذلك لاحتساب المخاطر في فروق أسعار الفائدة نتيجة المزاخمة بين السنتين (Bernstein, 1987: 60)، ولعل من المفيد الإشارة إلى فاعلية التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، وذلك من خلال متابعة الآثار المالية للسياسة النقدية والآثار النقدية للسياسة المالية ذات الأثر الأكبر على متغيرات السنتين لتجنب مخاطر تغيرات العائد الحقيقي لكلا السنتين (سيجل، 1987: 212)، فعلى سبيل المثال في فترات الكساد يتوقع ان يزداد اتساع الهامش بين النوعين من السندات مقارنة بفترة التضخم، وذلك لأن المستثمر سيكون أكثر حساسية لمخاطر تقلب أسعار الفائدة الحقيقي على كلا النوعين من السندات، وبعبارة أخرى، يتوقع ان يحاول المستثمر التخلص من السندات ذات العائد أو الجودة الأقل، فتنخفض أسعارها نتيجة حساسية تلك الأصول بسبب زيادة المعروض منها، وبالمقابل يترتب على زيادة الطلب على السندات مرتفعة العائد والجودة (السندات المقومة بالعملة الأجنبية) مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، لذلك على السياستين المالية والنقدية النظر لحساسية الانتقال بين النوعين، وذلك لأن المستثمر لن يقدم على شراء السندات ذات الجودة المنخفضة، إلا مقابل الحصول على تعويض أكبر للعائد نتيجة تحمل المستثمر مخاطر أكبر مما يشجعهم على الاستثمار في سندات أقل جودة.

#### هـ- مخاطر ضعف السيولة

أن ضعف السيولة يشير إلى عدم إمكان تحويل الأصل المالي إلى نقد سائل بسرعة وسهولة وبتكلفة مالية منخفضة (Amihud and Mendelson, 1986: 44)، دون ان يتعرض قيمة الأصل المالي إلى الانخفاض، مقارنة بقيمته عند إبرام العقد، وهذه المخاطر تتمثل في تكلفة المعاملات من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع مع فارق العائد على السند، هذا النوع من المخاطر غير المنتظمة ترتبط بالورقة المالية ذاتها وبطبيعة النظام المالي والنقدي وتطور الأسواق المالية في تلك البلدان، ففي البلدان الرأسمالية الصناعية تدخل الأوراق المالية كجزء من عرض النقد بحكم إمكان تحويل تلك الأصول إلى نقد سائل بسرعة ويسر، على العكس من البلدان النامية والتي تتحمل جزء من المخاطر بسبب ضعف البنية المالية في تحويل أصل السند.

#### و- مخاطر إعادة الاستثمار بسبب تقلب سعر الصرف

تشير نشرة الاكتتاب في السندات شرط الاستدعاء بما يعطي الحق في إعادة شراء السند، إذ تلجأ الدولة إلى ذلك الاستدعاء نتيجة زيادة الفارق بين سعري الصرف الرسمي والموازي، مما يؤدي إلى تغير كبير في معدّل إجمالي العائد على السند مسبباً بمزيد من الفارق بين معدّل الفائدة للسوقين المالي والنقدي مسبباً مزاخمة مالية للقطاع الخاص، وذلك بعد تاريخ معين بسعر تحدده نشرة الاكتتاب، علمًا ان الحكومات تلجأ إلى مثل هذا الإجراء عندما توجد مؤشرات لاحتمال انخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السند تاريخ الاستحقاق، تستدعى تلك السندات ويتم استبدالها بسندات جديدة تحمل فائدة أكبر، علمًا عادة يكون سعر إعادة الشراء مساويًا للقيمة الاسمية للسند، من هنا يظهر ما يسمى بمخاطر إعادة الاستثمار (Kidwell et al., 1993: 162) نتيجة اختلاف العائد على الاستثمار نتيجة الاستدعاء.

### ثانيًا- آلية عمل (الدراسة المقترحة) السند الحكومي المقوم بالعملة الأجنبية في الاقتصاد العراقي.

يؤثر السند المقوم بالعملة الأجنبية بقوة على مسار الاقتصاد الحقيقي، من خلال التأثير في مكونات الطلب الكلي والمتمثل بامتصاص فائض السيولة النقدية، ذلك من خلال الخصائص التي يمتاز بها الاقتصاد العراقي، إذ ان التركيبة السلعية للصادرات تتكون من سلعة واحدة ذات أهمية نسبية كبيرة في مكونات الصادرات وهي عادة تقيم بالدولار، وتمثل عوائد هذه الصادرات المصدر الرئيسي لتمويل الاستيرادات المتنوعة، لذا فإننا نسعى إلى استقرار قيمة العملة المحلية من خلال إصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية، ولتحقيق ذلك يجب ان تكون السلطات النقدية على دراية كافية وتقدير دقيق لتوقيتات تأثير هذه السياسة على متغيرات الاقتصاد الكلي الأساسية، من هنا تتضح أهمية قنوات الانتقال (قناة

الاتئمان، قناة سعر الصراف، قناة سعر الفائدة، قناة السندات المحلية) (الصادق وآخرون، 1996، 59) التي ينقل من خلالها أثر السياسة النقدية على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

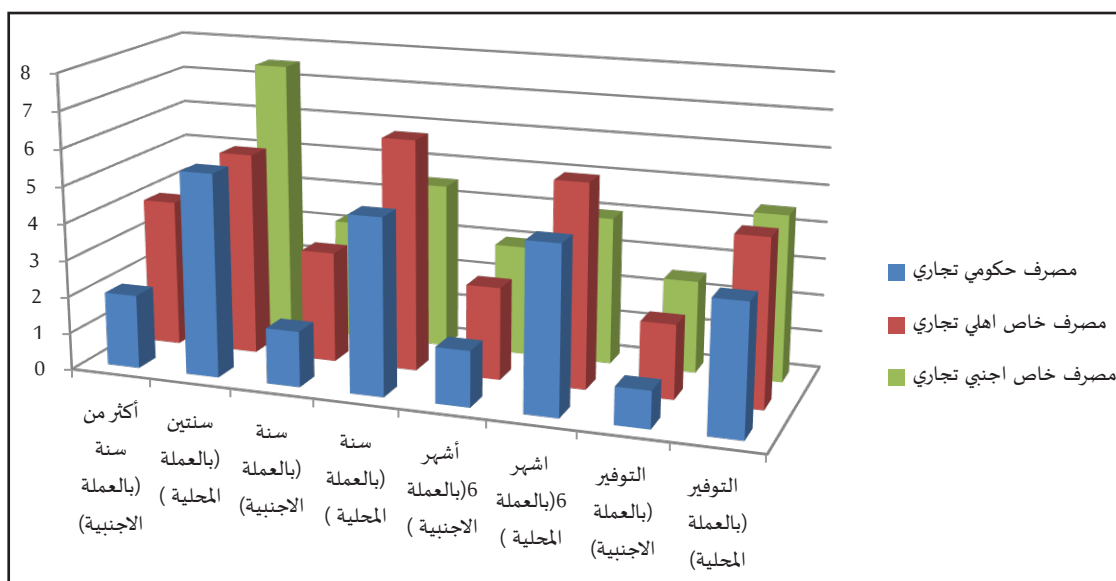
والسند مقوم بالعملة الأجنبية لان سعر الصراف يؤدي دورا مهماً وتأثيرا في الاقتصاد المحلي. إذ يمثل المرتكز الذي تتحدد من خلاله أسعار السلع والخدمات المحلية في الخارج وكذلك السلع والخدمات الأجنبية. لذلك فإن أي تغيير يطرأ عليه سينعكس على مستوى الأسعار والتكاليف في الاقتصاد العراقي، ومن هنا نسعى من خلال هذه الدراسة في ظل تغطية العجز في الموازنة العامة عن طريق إصدار السندات (دراسات في الاقتصاد العراقي، 35: 2001). وهناك ثبات لسعر الصراف الرسمي للدينار مقابل الدولار من خلال علاقة السياسة المالية بالسياسة النقدية، إذ يتم تنقيد دولار السياسة المالية مقابل دينار السياسة النقدية هذا من جانب، ومن جانب آخر نلاحظ أن معدّلات الفائدة (الودائع) بالدينار العراقي أعلى من معدّلات الفائدة (الودائع) بالدولار الأمريكي في داخل الاقتصاد العراقي والجدول (1) يوضح معدّلات الفائدة على الإيداع وبالعملتين المحلية والأجنبية.

### جدول (1)

#### أسعار الفائدة على الودائع للمصارف التجارية العاملة في العراق لعام 2016

متوسط أسعار الفائدة على الودائع الثابتة بالعملة الأجنبية				متوسط أسعار الفائدة على الودائع الثابتة بالدينار العراقي				أسماء المصارف
أكثر من سنة	سنة	أشهر 6	التوفير	أكثر من سنتين	سنتين	سنة	أشهر 6	
2	1,5	1,5	1	5,5	4,75	4,5	3,5	حكومي تجاري
4	3	2,5	2	7	5,5	6,25	5,5	خاص أهلي تجاري
4	3,25	3	2,5	6	7,5	4,5	4	خاص أجنبي تجاري

المصدر: البنك المركزي العراقي، النشرة الاقتصادية، الإحصائيات، 2016.



الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (1)

#### شكل (1) متوسط أسعار الفائدة على الودائع الثابتة بالعملة المحلية والأجنبية

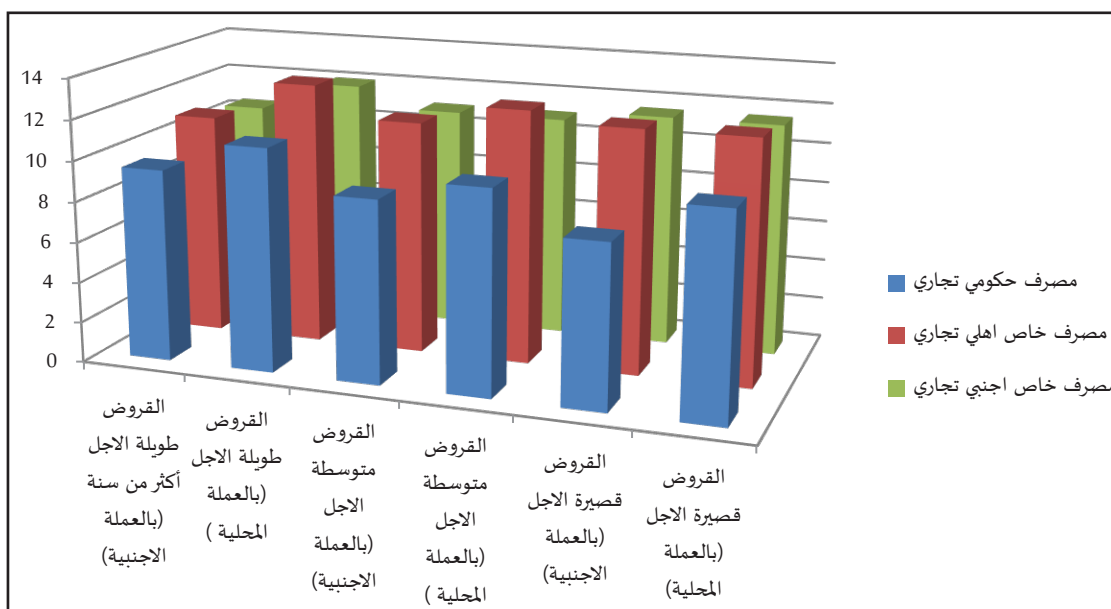
من خلال متابعة اتجاهات الشكل (1) نلاحظ الفرق بين معدّلات الفائدة على الإيداع وبالعملتين المحلية والأجنبية وبأجال مختلفة، وكذلك معدّلات الفائدة على (الإقراض) بالدينار العراقي ومعدّلات الفائدة (للإقراض) بالدولار الأمريكي، والجدول (2) يوضح تلك العلاقة.

جدول (2)

أسعار الفائدة على الائتمان للمصارف التجارية العاملة في العراق لعام 2016

متوسط أسعار الفائدة على الائتمان بالعملة الأجنبية				متوسط أسعار الفائدة على الائتمان بالدينار العراقي				أسماء المصارف
القروض طويلة الأجل أكثر من سنتين	القروض طويلة الأجل أكثر من سنة	القروض متوسطة الأجل	القروض قصيرة الأجل	القروض طويلة الأجل	القروض متوسطة الأجل	القروض قصيرة الأجل	الحسابات الجارية المدينة (المكشوف)	
	9,5	9	8	11	10	10	10	حكومي تجاري
	11,25	11	11,5	12	13	12,5	14	خاص أهلي تجاري
	10	10,5	11	11,5	12	11	12,5	خاص أجنبي تجاري

المصدر: البنك المركزي العراقي، النشرة الاقتصادية، الإحصائيات، 2016.



الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (2)

شكل (2) متوسط أسعار الفائدة على الائتمان بالعملة المحلية والأجنبية

إذ نلاحظ من خلال جدول وشكل (2) مقارنة بالجدول والشكل (1) التفاوت بمعدلات الفائدة وبالعملتين المحلية والأجنبية وعلى الإيداع والإقراض، علمًا ووفقًا لمنطوق النظرية الاقتصادية. وبما إن سعر الصرف ثابت يفترض أن تكون معدلات الفائدة على الإيداع والإقراض ثابتة، لكن الواقع يشير لعكس ذلك وهذا وضع طبيعي لهذه السياسة المتبعة في جميع الدول النامية، وذلك لزيادة الطلب على الدينار لكي تستقر قيمته مقابل الدولار، ومن هنا تأتي فكرة السند المقوم التي تحقق هدف الاستقرار في المستوى العام للأسعار والنمو الاقتصادي الحثيث للاستفادة من فروق أسعار الفائدة لإصدار السند المقوم والذي ينعكس بتقليل الآثار السلبية من التغيرات في المستوى العام للأسعار وسوق الصرف، أما فيما يتعلق بهدف هذه الدراسة والمتمركز حول السند المقوم هو تقليل كل من خدمة الدين العام (كجزء من العجز في الموازنة العامة) وفي الوقت نفسه تقليل نسب الدولار في الاقتصاد المحلي لكون الاكتتاب في السندات بالعملة المحلية وعلى أساس سعر الصرف الرسمي والتسديد عند انتهاء مدة القرض بالدولار، ومن خلال ذلك يتضح أن الاقتصاد العراقي شديد الحساسية للتغيرات الحاصلة في الاقتصاد الدولي ولاسيما في أسعار صرف الدولار، لذا فإن أي تغير في قيمة الدينار مقابل الدولار ينعكس على الاقتصاد العراقي من خلال التركيب السلعي لتجارته الخارجية واتجاهاتها. وبغية معرفة قدرة السياسة

النقدية على بعث الاستقرار في سوق الصراف على مدى مدة زمنية قادمة، فإنه يمكن أن نقترح قيام السلطة النقدية بإدارة أداة جديدة من أدوات الدين العام تتمثل بإصدار (سند حكومي مقوم بالعملة الأجنبية) لسحب الجزء الأكبر من السيولة النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض عرض العملة المحلية الذي هو مشتق من الطلب على الدولار، مما يؤدي إلى استقرار أكبر في سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار، فضلاً عن التوقعات المتفائلة بعد هذه المرحلة (فترة تسديد قيمة القرض) تجاه الدينار العراقي، مما سينعكس بانخفاض الطلب على العملة الأجنبية وبالنتيجة سيؤدي إلى استقرار أكبر في سوق الصراف الأجنبي (الحمزاوي، 2004، 111) ويتم من خلال ذلك تحديد سعر الفائدة للسند على أساس الفرق بين معدّل الفائدة بالعملة المحلية والأجنبية مما يجعل المرونة كافية للسياسة المالية في الإقبال على هذا السند. ونرى في هذا السند وإدارته مؤشراً على وضوح السياسة الاقتصادية عامة والسياسة النقدية خاصة من خلال تفعيل عمل نافذة بيع العملة الأجنبية بصورتها الحقيقية كونها أحد المكونات الرئيسية في تحديد سعر الصراف الحقيقي لكي يتم التنبؤ بما يسمى (سعر الصراف المستقبلي) والذي يتم التنبؤ به عند الاكتتاب، وهو ما يجعل قرارات الاستثمار الحالية والمستقبلية تعتمد على التوقع المتفائل، فضلاً عن العمل على إنضاج فاعلية سوق العراق للاوراق المالية لتنمية أدواتها وصولاً إلى الأوعية الادخارية الحقيقية للجمهور. لذا فالعلاقة مشتركة بين السياستين المالية والنقدية في تبني استراتيجيات جديدة مشتركة في إصلاح كل من هيكلية الدين العام والطلب على الدولار، وكذلك السير بالسوق النقدية إلى نقطة تحول ذات جذب عال تهدف إلى التوسع في أنشطة الاقتراض المباشر من الجمهور والتعرض الجدي إلى مناسيب السيولة العالية (صالح، 2000: 21).

وعليه سيمثل السند المقوم بالعملة الأجنبية صورة من صور المكونات الحقيقية لثروة المجتمع، ووحدة حساب في التعاملات التجارية لكونه سيضع مؤشر حماية مناسبة وفعالة في استقرار المسالك الاستثمارية والإنتاجية، ويمتلك السند في الوقت نفسه القدرة على إبعاد حالات المضاربة الشديدة في سوق الصراف. وبعبارة أخرى، فإن السند المقوم بالعملة الأجنبية سيمثل بصورة عامة منافسة وتقييم بين الأدوات المالية، الذي يمكن بواسطته إضفاء حالة من الاستقرار على الحقوق والالتزامات إزاء المبادلات والتعاملات التجارية والأنشطة الاستثمارية والإنتاجية الجارية تفاصيلها كافة، كما يوفر هذا الصنف من أدوات الدين (المقوم بالعملة الأجنبية) ركيزة مستقبلية في رسم حدود الاستقرار في سعر الصراف والفائدة لكون السند المقوم بالعملة الأجنبية سيمثل متغيراً أساسياً من متغيرات السياسة المالية مع فاعلية عمل نافذة بيع العملة واللذان يتركان آثارهما الإيجابية في سوق الصراف من حيث التحكم أو التأثير في اتجاهاتها، وهي تمثل بالوقت نفسه وسيلة تدخل تلقائية (علاقة تبادلية بين سعر الصراف الفائدة) في السوق المذكورة من حيث احتواء تقلباتها والسعي في تحقيق ثباتها واستقرار أسعارها. بناءً على ما تقدم، من هنا فإن اعتماد الأداة المالية الجديدة (السند المقوم بالعملة الأجنبية) ستمثل بنفسها استهداف (سعر الصراف المستهدف، والتضخم، وامتصاص فائض السيولة)، أو بعبارة أخرى أنها تعبير فعلي عن مدى نجاح السياسة النقدية والتي تنعكس على ميزان المدفوعات (تقليل من عجز الحساب الجاري من خلال تحويل جزء من الاستهلاك الحالي إلى الاستهلاك المستقبلي عبر آلية الادخار نتيجة الاكتتاب) في فرض الاستقرار في سوق الصراف وتأكيد حقيقة أن احتواء المستوى العام للأسعار المستهلك لا بد من أن يعمل بعمق صوب توازن سوق الصراف واستقرارها، وفرض عوامل قوة جديدة للتصدي للتحركات الضارة لرؤوس الأموال والسعي لتوظيفها في مصلحة الاقتصاد العراقي. من هنا نتوقع الإقبال على الاكتتاب في السند المقوم بالعملة المحلية (على أساس سعر الصراف الرسمي) وان كان معدّل الفائدة الاسمي على السند قريب من الصفر والسبب في ذلك يعود إلى الفرق الكبير بين سعر الصراف الرسمي والموازي مما يجعل هناك مرونة كافية للسياسة النقدية في التحكم بالكميات المتوقعة للاكتتاب بها من هنا سنضمن الاكتتاب وبالوقت نفسه نضمن تجميع المدخرات من خلال هذا السند ونسير بالسوقين المالية والنقدية باتجاه واحد من خلال تحويل التوقع على العملة المحلية من متشائم إلى متفائل هذا بطبيعة الحال سيجعل من سعر الصراف الموازي ليعيد التوازن باتجاه الرسمي محققاً انخفاضاً بنسب الدولار في السوق النقدية، كاجبا للتوقع المتشائم، مكوناً طلباً حقيقياً تجاه العملة الأجنبية.

## الاستنتاجات والتوصيات

توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات والتوصيات والتي يمكن ان نوجزها إلى ما يلي من خلال: آلية عمل السند الحكومي المقوم بالعملة الأجنبية في الاقتصاد العراقي:

## الاستنتاجات

- يُكتتب السند بالعملة المحلية (بناءً على سعر الصرف الرسمي) ويسدد عند الإطفاء بالعملة الأجنبية. سنضمن الاكتتاب في السند المقوم بالعملة المحلية (على أساس سعر الصرف الرسمي) وان كان معدّل الفائدة الاسمي على السند قريب من الصفر والسبب في ذلك يعود إلى الفرق الكبير بين سعر الصرف الرسمي والموازي، مما يجعل هناك مرونة كافية للسياسة النقدية في التحكم بالكميات المتوقع الاكتتاب بها، من هنا سنضمن تجميع المدخرات من خلال هذا السند ونسير بالسوقين المالية والنقدية باتجاه واحد من خلال تحويل التوقع على العملة المحلية من متشائم إلى متفائل، هذا بطبيعة الحال سيجعل من سعر الصرف الموازي ليعيد التوازن باتجاه الرسمي محققاً انخفاض بنسب الدولار في السوق النقدية مكوناً طلباً حقيقياً تجاه العملة الأجنبية (باستبعاد المضاربة).
- يتم من خلال ذلك تحديد سعر الفائدة للسند المقوم بالعملة الأجنبية على أساس الفرق بين معدّل الفائدة بالعملة المحلية والأجنبية مما يجعل المرونة أكبر للسياسة النقدية في التحكم والإقبال على هذا السند.
- سحب الجزء الأكبر من السيولة النقدية، مما يؤدي إلى انخفاض عرض العملة المحلية الذي هو مشتق من الطلب على الدولار، مما يؤدي إلى استقرار أكبر في سعر صرف العملة الوطنية مقابل الدولار، فضلاً عن تحويل التوقعات من متشائمة إلى متفائلة بعد هذه المرحلة تجاه الدينار العراقي.

كما توصلت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات:

- إصدار سندات مقومة بالعملة الأجنبية ومرتبطة بالتفاوت بين أسعار الصرف بالسوقين الرسمي والموازي وأسعار الفائدة على الودائع بالعملة المحلية وأسعار الفائدة على الودائع بالعملة الأجنبية، وذلك لتمكين الحكومة من الاقتراض بأسعار فائدة حقيقية متوازنة، لامتصاص فائض السيولة النقدية وصولاً للأوعية الادخارية الحقيقية للجمهور فضلاً عن جذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال المصارف الأجنبية العاملة في العراق لكون رؤوس أموال هذه المصارف في دولها بالعملة الصعبة.
- نسعى من خلال هذا السند إلى رفع التصنيف الائتماني من (B-) (وفقاً لوكالة التصنيف الائتماني ستاندراند بورز) إلى درجة أعلى وذلك لتقليل الفوائد والخصوم الدولية من خلال تقييم المخاطر، إذ يعد السند المقوم ذو قدرة على الوفاء بتسديد فوائد الدين، معتبراً السند أهم مؤشر للجدارة الائتمانية من خلال تنفيذ الالتزامات المالية تجاه الديون الخارجية.
- إصدار السند المقوم بسبب أثره المباشر على تفعيل العلاقة لسعري الفائدة بالعملة وسعر الصرف من خلال الانتقال بين الطلب على العملتين الأجنبية والمحلية عبر التوقعات التضخمية، لأن السند المذكور سيؤثر بقوه في مسار سعر السياسة النقدية (وفقاً لاستقلالية البنك المركزي) وهو هدف بحد ذاته.
- أحياء وتنشيط سوق الأوراق المالية وتنظيم التعامل بها خاصة بعد إصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية، من خلال تبني استراتيجيات جديدة مشتركة في إصلاح كل من الطلب على الدولار وهيكلية الدين العام وكذلك السير بالسوق النقدية إلى نقطة تحول ذات جذب عال تهدف إلى التوسع في أنشطة الاقتراض المباشر من الجمهور من خلال تفعيل تداول عمل السندات في سوق الأوراق المالية.
- إصدار السند المقوم بالعملة الأجنبية سيجعل مرونة الصرف غير مقيدة وكافية للإنفاق العام برافعة مالية مرتبطة بعائد الإصدار المالي والنقدي (السينيوريج)، وبالتركيز والاعتماد على الأول أكثر من الثاني هذا الإجراء سيسبب زيادة الطلب الكلي المقيد بمعدلات الفائدة الحقيقية للسيطرة على مناسيب السيولة، وللمحافظة على آلية الانتقال من الطلب على العملة الأجنبية إلى الطلب على العملة المحلية، من هنا ستمتلك السياسة الاقتصادية أدوات أكثر مرونة على تمويل الموازنة وتخفيض من نسب العجز، وذلك من خلال التنسيق بين السياستين المالية والنقدية، علمًا ان البنك المركزي يمتاز باستقلال القرار.



## المراجع

### أولاً - مراجع باللغة العربية

- بيت الحكمة. (2001). «دراسات في الاقتصاد العراقي»، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثاني لقسم الدراسات الاقتصادية»، بعنوان السياسة الاقتصادية أداة لتفعيل الاقتصاد العراقي، بغداد العراق.
- الحمزاوي، محمد كمال. (2004). سوق الصراف الأجنبي. الإسكندرية: دار المعارف للنشر، الجزء الأول.
- دانيالزوفانهوز، جوزيف دانيالز وديفيد فانهوز. (2010). اقتصادات النقود والتمويل الدولي، ترجمة/ محمود حسن حسني؛ وونيس فرج عبد العال. الرياض: دار المريخ للنشر.
- سيجل، باري سيجل. (1987). النقود والبنوك والاقتصاد وجهة نظر النقوديون، ترجمة/ طه عبد الله منصور؛ وعبد الفتاح عبد المجيد. الرياض: دار المريخ للنشر.
- الصادق، علي توفيق؛ وآخرون. (1996). السياسات النقدية في الدول العربية. أبوظبي: صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، العدد الثاني.
- صالح، مظهر محمد. (2000). التضخم المستهدف والسياسة النقدية. مستشار محافظ البنك المركزي العراقي، دراسة غير منشورة، بغداد، العراق.
- العلي، أحمد إبراهيم. (2009). التضخم والسياسة النقدية. إصدارات البنك المركزي العراقي.
- كريانين، موردخاي كريانين. (2007). الاقتصاد الدولي مدخل السياسات، ترجمة/ محمد إبراهيم منصور؛ وعلي مسعود عطية. الرياض: دار المريخ للنشر.
- هندي، منير إبراهيم. (2006). الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، كلية التجارة جامعة طنطا، الجزء الأول، العدد (3).
- الوائلي، سمير فخري نعمة. (2011). العلاقة التبادلية بين سعر الصراف والفائدة وانعكاسهما على ميزان المدفوعات. عمان، الأردن: دار اليازوري.
- الوائلي، سمير فخري نعمة. (2013) «أثر تغيرات سعر الصراف على الدين العام الداخلي من خلال سعر الفائدة: العراق حالة دراسية للمدة 2004 - منتصف 2012»، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد العاشر، واسط، العراق.
- الوكيل، نشأت محمد نبيل. (2006). التوازن النقدي وسعر الصراف: دراسة تحليلية مقارنة. القاهرة: دار الكتب المصرية، جامعة حلوان، مصر.

### ثانياً - مراجع باللغة الأجنبية

- Amihud, Y. Meadelson, H. (1986). «Liquidity and Asset Prices Financial Management Implications.
- Bernstein, P. (1987). «Simple Story», *Financial Analysis Journal*, 43.
- Girton, L. & D. Henderson. (1981). «Theory & Implications of Currency substitution», *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol. 13.
- Jones, C. Investment. (1996). Analysis and Management. (4<sup>th</sup> ed). NY: John Willy and Sons.
- Lewis. (1988). «Testing The Portfolio Balance Model: A Multilateral Approach», *Journal of International Economics*, Vol. 24.
- Weston, S.; S. Besley and E. Brigham. (1996). *Essential of Managerial Finance*. (6<sup>th</sup> ed) Tx: Dryden Press.

## The Bond Valued by Foreign Currency and the Issues of Achieving Stability in the General Level of Prices and Foreign Exchange: Iraq as a Case Study

Asst. Prof. Samir Fakhri Ni'ma

Dept. of Economics

Nawroz University

Iraq

### ABSTRACT

The current study aims at issuing a governmental bond valued by the foreign currency. The bond is written out in local currency (on the basis of official exchange rate) and is paid back in foreign currency so that it would determine the interest rate of the bond on the basis of the difference between the interest rate of the local currency and that of the foreign currency. This will result in more flexibility for the financial and monetary policies to control the issuance of this type of bonds and to bring about stability in the general level prices and the exchange rate market, and trigger the work of the stock market as well as minimize the rates of dollarization in the Iraqi economy. As such, the monetary policy is viewed as a crucial tool that affects the constituents of the aggregate demand. It can also heavily affect the direction of the real economy. To achieve that, the monetary authorities are required to be well aware of and accurately estimate the timings of the effect of this policy on the basic variables of the macro economy. Herein lies the reason behind the choice of this topic side by side with its importance at the level of the macro economy (Stability of prices), The Ministry of Finance, The Public Debt Office (reducing the costs) and the Central Bank (minimizing the difference between the official and parallel exchange rates. Consequently, we are endeavoring through the issuance of this bond to boost the credit ranking to a higher level through minimizing international interests and discounts) on the basis of evaluating the risks. The valued bond is viewed to be able to pay the debt interests and as an important indicator of the credit efficiency through the execution of the financial obligations with regard to the foreign debts. This is added to the fact that the issuance of this bond that is valued by foreign currency will add unlimited flexibility to the exchange that suffices to boost public expenditure by a financial raising tool related to the return of the financial and monetary issuance (seigniorage). Such a procedure would result in an increase of the aggregate demand that is restricted by real interest rates so as to control liquidity rates and to keep the technique of transfer from the demand on the foreign currency to that of the local currency. By so doing, the economic policy will have tools that add more flexibility to finance the budget and reduce the rates of deficiency through coordination between the financial and monetary policies.

