



تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية

إعداد
د. عماد موسى

تحرير
د. أحمد طلفاح

سلسلة اجتماعات
الخبراء

العدد رقم (16)

Arab Planning Institute - Kuwait
Tel.: (+965) 4843130 - 4844061 - 4848754
Fax: (+965) 4842935
P.O.Box: 5834 Safat13059 - State of Kuwait



api@api.org.kw
www.arab-api.org

العهد العربي للتخطيط بالكويت
هاتف: (+965) 4843130 - 4844061 - 4848754
فاكس: (+965) 4842935
ص.ب: 5834 الصفاة - دولة الكويت

ISBN: 99906 - 80 - 05 - 1
Depository Number: 2005/00242

سلسلة إجتماعات الخبراء "ب"
المعهد العربي للتخطيط بالكويت

تقييم أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في الدول العربية

إعداد: د. عماد موسى

تحرير: د. أحمد ظلفاح

ISBN: 99906-80-05-1

Depository Number: 2005/00242

الفهرس

- 5 ● تقديم
- 7 ● مقدمة
- 8 ● بعض الأسئلة المتعلقة بالسياسة النقدية
- 10 ● كيفية عمل السياسة النقدية
- 13 ● أدوات السياسة النقدية
- 13 ● السياسة النقدية في دولة الكويت
- 16 ● خاتمة
- 16 ● ملخص المناقشات
- 20 ● المراجع
- 21 ● صدر عن هذه السلسلة

تقديم

تعتبر السياسة النقدية إحدى السياسات الاقتصادية المهمة إلى جانب السياسة المالية في التأثير على جانب الطلب الكلي في الاقتصاد. وقد بدأ الاهتمام بها في عقد السبعينات من القرن الماضي، خصوصاً بعد قصور المنهج الكينزي في تقديم التفسيرات والحلول المناسبة لمشكلة الكساد التضخمي. وبالرغم من استخدام هذه السياسة من قبل كثير من الدول المتقدمة إلا أنها بقيت مثاراً للجدل بين الاقتصاديين وخصوصاً فيما يتعلق بفاعلية هذه السياسة في الأمد الطويل. ومما زاد في الجدل حولها هو تعدد الأشكال التي من الممكن أن تأخذها السياسة النقدية، والغموض الذي يكتنف آلية وصولها إلى أهدافها النهائية المتمثلة باستقرار معدل التضخم ودفع عجلة النمو واستقرار أسعار الصرف.

وبسبب تعدد الأشكال التي من الممكن أن تأخذها السياسة النقدية من ناحية تنوع أدواتها وأهدافها العملية وأهدافها الوسيطة، إضافة إلى الغموض الذي يكتنف آلية وصولها إلى أهدافها، فقد لجأت الكثير من الدول النامية ومنها الدول العربية في بداية الأمر إلى القوة التنظيمية والتشريعية للبنوك المركزية في تنفيذ السياسة النقدية بطريقة مباشرة من خلال فرض القيود الكمية على حجم الائتمان، وتوجيهه وتحديد أسعار الفائدة بسقوف عليا ودُنيا، باعتبار أن مثل هذه الإجراءات تعطي نتائج سريعة وموثوقة في السيطرة على الائتمان وتسعيه وتوجيهه إلى القطاعات الاقتصادية التي تسعى الحكومات إلى دعمها. وقد أدى ذلك في نهاية المطاف إلى خلق الكثير من التشوهات في الهياكل الاقتصادية لهذه الدول بسبب؛ عدم الفاعلية التخصيصية، إغفال دور البنوك في هذا الجانب، انتشار ظاهرة الكبح المالي، وانعدام المنافسة بين البنوك.

هذا، وقد بدأ قصور الأسلوب المباشر في إدارة السياسة النقدية جلياً مع تبني العديد من الدول لسياسات الانفتاح الاقتصادي وتحريرها لحساباتها الجارية تمهيداً للتحرير الكامل للقطاع الخارجي، وانتشار تبني دور السوق كآلية للتسعير وتخصيص الموارد، مما حدا بالكثير من البلدان للتحوّل نحو أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية واستغلال قدرة البنك المركزي في التأثير على أسواق النقد باعتباره المصدر للنقود الاحتياطية. وبهذا التحوّل فقد أصبحت السياسة النقدية تدار من خلال قوى السوق بالتأثير في العرض والطلب على الاحتياطيات، وبالتالي فقد أصبحت الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية بأدواتها المعروفة مثل عمليات السوق المفتوحة والاحتياطيات الإلزامية ونافذة إعادة الخصم، أصبحت تمثل أدوات تحرير الأسواق في الجانب النقدي.

إن استخدام الإدارة غير المباشرة يعطي للسلطات النقدية قدراً كافياً من المرونة في سياستها النقدية، كما أنه يعمق دور الأسواق المالية كوسيط، وهو كذلك يتناسب مع سياسات التحرر

الاقتصادي. إلا أن تنفيذها- وخاصةً باستخدام عمليات السوق المفتوحة- يحتاج إلى أسواق مالية متطورة نوعاً ما، وإلا فإن على البنك المركزي أن يقوم ببيع الأدوات النقدية اللازمة من خلال السوق المالي الأولي بطريقة المزاد. كما أن قدرة البنك المركزي في التأثير في عرض النقود الاحتياطية تتفاوت وفقاً لنظام الصرف المتبع. فالتأثير يمكن أن يمتد لأجل طويلة في ظل نظم الصرف المرنة، بينما يقتصر التأثير على الأجل القصير في ظل نظم الصرف المثبتة.

وكغيرها من الدول النامية، فقد تحولت معظم الدول العربية إلى الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية مع مطلع التسعينات من القرن الماضي أثناء انخراطها في برامج التصحيح الاقتصادي. وقد عملت الدول العربية على تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقوف الائتمانية التي كانت مفروضة آنذاك وذلك بالتزامن مع استخدام عمليات السوق المفتوحة في معظم الأحيان كأداة رئيسية للسياسة النقدية، مع اللجوء أحياناً إلى أسعار الخصم ومعدل الاحتياطي الإلزامي كأدوات مساندة. وبالرغم من أن بعض ثمار هذا التحول قد ظهرت في عدد من الدول العربية مثل الأردن ولبنان ومصر مؤخراً وتحديداً في استقرار أسعار العملة الوطنية في هذه البلدان، إلا أن قدرة السياسة النقدية في تحفيز الاقتصاد ودفع عجلة النمو الاقتصادي في الدول العربية ما زالت مثار جدل خصوصاً في ظل: ضعف الأسواق المالية العربية، نظم الصرف المثبتة في غالبية الدول، سيطرة القطاع الحكومي والسياسة المالية على مجريات النشاط الاقتصادي، عدم استقلالية البنوك المركزية، وضعف الجهاز المصرفي في العديد من البلدان العربية.

أما في دولة الكويت، فقد حدّد قانون بنك الكويت المركزي هدف السياسة النقدية بالمحافظة على الاستقرار النسبي في سعر صرف الدينار، بالإضافة إلى توفير السيولة المناسبة للبنوك وتعزيز دور الجهاز المصرفي من خلال الرقابة على حجم واتجاهات الائتمان المصرفي. وقد استخدم البنك المركزي عمليات الخصم وإعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة كأداتين لتنفيذ السياسة النقدية منذ أواسط السبعينات والثمانينات من القرن الماضي، هذا إلى جانب عمليات تبادل العملات بالأجل من أجل المحافظة على سعر صرف ثابت للدينار. ويجدر القول أنه وعلى الرغم من أن بنك الكويت المركزي ومنذ عام ١٩٩٥ عمل على تحرير أسعار الفائدة على الودائع بالدينار من الحدود الدنيا، إلا أن معدلات الفائدة على الإقراض بالدينار ما زالت مربوطة بسعر الخصم ضمن هوامش محددة.

د. عيسى الغزالي

مدير عام المعهد العربي للتخطيط

مقدمة

تهدف هذه الورقة إلى التعريف بالسياسة النقدية و كيفية عملها بشكل عام ومن ثم تقييم السياسة النقدية التي يستعملها بنك الكويت المركزي كمثال على عمل السياسة النقدية في الدول العربية. وتتكون الورقة من جزئين رئيسيين يعالج أولهما الجانب النظري للسياسة النقدية أما الجانب الثاني فيسلط الضوء على الواقع العملي فيما يتعلق بعمل السياسة النقدية في دولة الكويت.

تعرف السياسة النقدية بأنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي (أو السلطة النقدية) للتحكم في عرض النقد ومعدلات الفائدة وحجم الائتمان المصرفي وذلك لتحقيق بعض الأهداف الاقتصادية الكلية مثل دفع عجلة النمو الاقتصادي والحد من التضخم. وتتميز السياسة النقدية بأنها مثيرة للجدل، حيث لا يتفق الاقتصاديون على أمور عديدة ذات صلة بعمل هذه السياسة. فعلى سبيل المثال لا يوجد اتفاق على فعالية السياسة النقدية (هل السياسة النقدية فعاله في الحد من التضخم؟) أو الشكل الذي يجب أن تأخذه هذه السياسة (هل تركب السياسة النقدية على عرض النقد أم معدلات الفائدة؟).

وقد بدأ الاقتصاديون بالاهتمام بالسياسة النقدية في السبعينات من القرن الماضي خاصة مع بروز المدرسة النقدية بزعامة ميلتون فريدمان الذي أكد في كتاباته على أهمية المتغيرات النقدية ومدى تأثيرها على القطاع الحقيقي من الاقتصاد الكلي خاصة في كتابة حول التاريخ النقدي للولايات المتحدة الذي صدر في الستينات من القرن الماضي (Friedman and Schwartz, 1963). وعلى وجه الخصوص يمكن أن نذكر الأسباب التالية لتنامي الاهتمام بالسياسة النقدية:

- 1- فشل النظرية الكينزية في تفسير أو حل مشكلة الكساد التضخمي (تزامن التضخم مع البطالة وهي حالة لم تكن معروفة قبل السبعينات) عن طريق السياسة المالية.
- 2- زيادة الاهتمام بالاقتصاد النقدي بشكل عام خاصة بعد توفر الدليل التجريبي على العلاقة بين النمو النقدي والتضخم، مما يوفر دليلاً تجريبياً على صحة النظرية الكمية للنقد (انظر 1992 Friedman).

- 3- وصول الأحزاب السياسية اليمينية إلى السلطة في العديد من الدول الصناعية الكبرى (مثل حزب المحافظين بزعامة مارغريت تاتشر في بريطانيا والحزب الجمهوري برئاسة رونالد ريغان في الولايات المتحدة).

وتتطلب دراسة السياسة النقدية مناقشة مواضيع أخرى مثل النظريات النقدية والعلاقة بين المتغيرات النقدية والعلاقة بين الجانب النقدي والجانب الحقيقي من الاقتصاد. وتشمل النظريات النقدية النظرية الكمية للنقد إضافة إلى العلاقات والمفاهيم التي تتفرع من هذه العلاقة مثل مفهوم حيادية عرض النقد ومفهوم الفصل الكلاسيكي (انظر مثلاً 1956 Friedman, 1992, Tobin).

بعض الأسئلة المتعلقة بالسياسة النقدية

على السلطات النقدية الإجابة على بعض الأسئلة عند قيامها بصياغة السياسة النقدية يتعلق أولها بالأهداف الأساسية للسياسة النقدية (انظر مثلاً Lindsey and Wallich, 1992) هل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية هو الحد من التضخم أم دفع عجلة النمو الاقتصادي أم تحديد سعر الصرف؟ المشكلة هنا أن النمو الاقتصادي غالباً ما يصاحبه ظهور ضغوط تضخمية ولذلك يحصل تضارب ما بين هذين الهدفين، إذ أن انتهاج سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى تسارع النمو الاقتصادي ولكن على حساب ظهور التضخم، أما انتهاج سياسة نقدية انكماشية فإنه يؤدي إلى الحد من التضخم ولكن على حساب تباطؤ النمو الاقتصادي. وتتباين وجهات النظر حول هذا الأمر، إذ يعتقد بعض الاقتصاديين أن المشكلة الاقتصادية الكبرى (أو العدو العام رقم واحد) هو التضخم ولذلك لا بد من تركيز السياسة النقدية على مكافحة التضخم، في حين يعتقد البعض الآخر أن العدو العام رقم واحد هو البطالة ولذلك لا بد من توجيه السياسة النقدية نحو النمو وخلق فرص العمالة (انظر مثلاً (Moosa). أما في ما يتعلق بسعر الصرف فالبعض يعتقد أن سعر الصرف الثابت هو البديل الأفضل وهنا توجه السياسة النقدية نحو تحقيق هذا الهدف على حساب الأهداف الأخرى، في حين يعتقد البعض الآخر أن سعر الصرف يجب أن يكون متغيراً يحدد عن طريق قوى السوق (انظر (Moosa, 2005).

السؤال الثاني يتعلق بموقع السياسة النقدية في السياسة الاقتصادية الكلية وفيما إذا كانت السياسة النقدية أداة أساسية أم ثانوية. يرى الكينزيون أن السياسة النقدية جزء من مجموعة كبيرة من الأدوات التي يمكن استعمالها للحد من التقلبات في الطلب الكلي والاحتفاظ به قريبا من المستوى الذي يحقق العمالة الكاملة. وعلى وجه التحديد يرى الكينزيون أن السياسة النقدية غير فعالة وأنه لا يمكن التحكم بعرض النقد وان العلاقة بين عرض النقد والطلب الكلي ضعيفة ويصعب التنبؤ بها. وأخيراً يعتقد الكينزيون أن اثر السياسة النقدية على الطلب الكلي يمر عبر معدل الفائدة. من ناحية أخرى يرى النقديون أن الدور الأساسي للسياسة الاقتصادية الكلية هو الحصول على بيئة ملائمة لعمل القطاع الخاص وهذا يقتضي استعمال السياسة النقدية وسياسات جانب العرض. وبالطبع لا يتفق النقديون مع الآراء التي يطرحها الكينزيون حول السياسة النقدية إذ أنهم يعتقدون أن السياسة النقدية يمكن أن تكون فعالة (بل أنها أكثر فعالية من السياسة المالية). كما يعتقد النقديون أن بالإمكان السيطرة على عرض النقد وان العلاقة بين عرض النقد والطلب الكلي مستقره، إضافة إلى اعتقادهم بان اثر السياسة النقدية على الطلب الكلي يمكن أن يكون مباشراً .

السؤال الثالث هو: هل تهدف السياسة النقدية إلى السيطرة على عرض النقد أم معدلات الفائدة أم الائتمان المصرفي. هنا نبدأ بالقول انه لا يمكن للبنك المركزي السيطرة على عرض النقد ومعدل الفائدة في آن واحد . لذلك تختار البنوك المركزية بين هدف السيطرة على عرض

النقد وهدف السيطرة على معدل الفائدة، وهذا يعني انه في حالة اختيار البنك المركزي أي من هذين الهدفين فإنه يتخلى عن الهدف الآخر. مثلا كانت سياسة بنك الاحتياطي الفيدرالي (البنك المركزي للولايات المتحدة) تستند إلى السيطرة على معدلات الفائدة حتى أكتوبر 1979، ثم تغيرت بعدها إلى هدف السيطرة على عرض النقد وهذا ما أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة إلى مستويات قياسية أوائل عام 1980 ويبدو أن البنوك المركزية قد عادت مره أخرى لتبني هدف السيطرة على معدلات الفائدة.

أن عدم قابلية البنك المركزي على السيطرة على عرض النقد ومعدل الفائدة في آن واحد أمر يسهل استنباطه من قانون الطلب والعرض حيث أن معدل الفائدة هو سعر النقد (أي السعر الذي يحدد في سوق النقد بموجب قوى الطلب والعرض). وفي حالة إقدام البنك المركزي على تثبيت عرض النقد (الكمية) فإن معدل الفائدة يحدد بواسطة منحى الطلب، أما في حالة الإقدام على تحديد معدل الفائدة فإن كمية النقد المطلوبة تحدد بواسطة منحى الطلب، في حين يقوم البنك المركزي بتعديل عرض النقد حتى يحافظ على سعر الفائدة على المستوى المرغوب.

وفيما يتعلق بالاختيار بين عرض النقد وحجم الائتمان المصرفي فإنه يمكن القول بأن النقد والائتمان هما وجهان لعملة واحدة، إلا انه ليس من الضروري أن يتحركا معا بنفس النسبة. في حالة زيادة عرض النقد (في جانب الخصوم من ميزانية البنك) يمكن أن يزداد الائتمان أو بنود أخرى (في جانب الأصول). بعض نظريات السياسة النقدية تركز على الائتمان بدلا من عرض النقد، ولذلك فإن هذه النظريات تؤكد على قيام السياسة النقدية بدعم أو تقليص قابلية البنوك على منح القروض وعلى تغيير الشروط التي تمنح بموجبها القروض.

السؤال الآخر هو الأتي: هل يتخذ مخططو أو منفذو السياسة النقدية نظرة طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وهل من المحبذ وضع هدف محدد لنمو عرض النقد و التمسك به أم هل يتم تغيير السياسة النقدية حسب تقييم الوضع السائد؟ مثلا إذا كان هدف السياسة النقدية هو عدم السماح لمعدل التضخم بان يتخطى حاجز الثلاثة بالمائة سنويا فهل تعمل السياسة النقدية على تحقيق هذا الهدف كل سنه، أو هل يكون الهدف هو عدم السماح لمعدل التضخم بتجاوز الحاجز على أساس متوسط سنوي خلال فترة زمنية معينة (خمس سنوات مثلا). إن وضع هدف لنمو عرض النقد والتمسك به مسألة نوقشت في العديد من المحافل الأكاديمية، إذ يرى البعض (النقديون بشكل خاص) أن مخططي السياسة النقدية يجب أن يضعوا هدفا معينا لنمو عرض النقد والتمسك به بغض النظر عما يحصل للمؤشرات الاقتصادية الكلية. من ناحية أخرى يرى البعض الآخر أن المسؤولين عن السياسة النقدية يجب أن يتصرفوا بحيث يكون لهم دور فعال يستجيب للتغيرات الاقتصادية الكلية.

السؤال الأخير هو: هل يستطيع البنك المركزي فعلا السيطرة على عرض النقد ومعدل الفائدة؟ هذا السؤال يجاب عليه عند استعراض نموذج المضاعف النقدي.

كيفية عمل السياسة النقدية

كما قلنا سابقا، يرى الكينزيون أن السياسة النقدية تعمل عن طريق التغييرات في معدل الفائدة. ففي حالة قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد ينخفض معدل الفائدة مما يؤدي إلى تشجيع الاستهلاك و الاستثمار وبالتالي حدوث الانتعاش الاقتصادي. ولكن يجب أن نذكر أن التوسع النقدي يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة فقط في حالة كون اثر السيولة أقوى من الآثار الأخرى (اثر الدخل و اثر الأسعار و اثر التوقعات التضخمية) وهي الآثار التي تؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة.

إلا أن الكثير من الاقتصاديين يرون أن السياسة النقدية تعمل بأشكال أخرى وعبر قنوات عديدة . ويمكن تلخيص هذه الآراء بما يلي:

- 1- يرى النقديون أن هناك علاقة مباشرة بين عرض النقد والطلب الكلي. تؤدي التغييرات النقدية إلى إعادة ترتيب المحافظ المالية إضافة إلى تغيير نمط الإنفاق على السلع والخدمات.
- 2- إذا أدت زيادة عرض النقد إلى انخفاض معدل الفائدة فإن ذلك يؤدي ارتفاع أسعار الأسهم، و يتبع ذلك قيام الشركات بزيادة الاستثمار .
- 3- إذا أدت السياسة النقدية إلى زيادة احتياطي البنوك فإنها تلجأ إلى استثمار الاحتياطي الفائض وهذا يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة.

نموذج المضاعف النقدي: يمكن استعمال نموذج المضاعف النقدي لبيان عمل السياسة النقدية. يعرف عرض النقد (M) بأنه يتكون من العملة المتداولة (C) والودائع (D) . ومن ناحية أخرى يتكون الأساس النقدي (B) ، وهو إجمالي كمية النقد التي يصدرها البنك المركزي، من النقد المتداول (C) واحتياطي البنوك التجارية (R). إذن يصبح لدينا المعادلتين:

$$(1) \quad M=C+D$$

$$(2) \quad B=C+D$$

بقسمة المعادلة (1) على المعادلة (2) نحصل على ما يلي:

$$(3) \quad \frac{M}{B} = \frac{C+D}{C+R}$$

والتي يمكن كتابتها بالشكل التالي:

$$(4) \quad M = mB$$

حيث أن m هو المضاعف النقدي الذي يمكن تعريفه بالشكل التالي:

$$(5) \quad m = \frac{C + D}{C + R}$$

تعني المعادلة (4) بان أقصى حد لكمية النقد التي يمكن أن تتولد في الاقتصاد من كمية محدده من الأساس النقدي تعتمد على المضاعف الذي يمكن تمثيله بالمعادلة التالية:

$$(6) \quad m = \frac{C / D + I}{C / D + R / D}$$

وتبين هذه المعادلة أن المضاعف (وبالتالي عرض النقد) يعتمد على نسبة العملة المتداولة إلى الودائع ونسبة الاحتياطي إلى الودائع . وفي حالة عدم قيام الأفراد بحمل العملة فإن المعادلة (6) تصبح:

$$(7) \quad m = \frac{I}{R / D} = \frac{D}{R}$$

وهذا يعني أن المضاعف في هذه الحالة يساوي مقلوب نسبة الاحتياطي. إذن بموجب نموذج المضاعف النقدي يعتمد عرض النقد على (1) الأساس النقدي، (2) نسبة العملة المتداولة إلى الودائع، (3) نسبة الاحتياطي إلى الودائع. هذا يعني أن قابلية البنك المركزي على السيطرة على عرض النقد تعتمد على قابليته على السيطرة على هذه العناصر. وإذا كان البنك المركزي قادراً على ضبط كمية الأساس النقدي (B) فإن له قابلية محدودة للسيطرة على نسبة الاحتياطي إلى الودائع (عن طرق المتطلبات الاحتياطية) وليس له قدره للسيطرة على نسبة العملة المتداولة إلى الودائع التي يحددها الأفراد. بشكل عام يمكن أن يقال أن البنك المركزي يستطيع السيطرة على عرض النقد عن طريق ضبط كمية الأساس النقدي شريطة ثبات المضاعف.

يمكن كتابة المضاعف بأشكال أخرى متعددة. مثلاً يمكن في حالة التمييز بين الاحتياطي المطلوب (R_q) والاحتياطي الفائض أن تكتب معادلة الأساس النقدي بالشكل التالي :

$$(8) \quad B = C + R_q + D_e$$

وفي هذه الحالة يكون المضاعف:

$$(9) \quad m = \frac{C / D + I}{C / D + R_q / D + R_e / D}$$

حيث أن R_q / D تمثل نسبة الاحتياطي المطلوب التي يحددها البنك المركزي في حين أن R_e / D هي نسبة الاحتياطي الفائض التي تحددها البنوك التجارية بموجب معايير الريح والسيولة. وفي حالة التمييز بين الودائع تحت الطلب (D) والودائع الآجلة (T) يصبح تعريف عرض النقد كالتالي:

$$(10) \quad M = C + D + T$$

ولهذا تتغير المعادلة التي تحدد المضاعف إلى ما يلي:

$$(11) \quad m = \frac{\frac{C}{D+T} \quad \frac{D}{D+T} \quad \frac{T}{D+T}}{\frac{C}{D+T} \quad \frac{R_q}{D+T} \quad \frac{R_e}{D+T}}$$

وهذا يعني أن المضاعف يعتمد على: (1) نسبة العملة المتداولة إلى إجمالي الودائع، (2) نسبة الودائع تحت الطلب إلى إجمالي الودائع، (3) نسبة الودائع الآجلة إلى إجمالي الودائع، (4) نسبة الاحتياطي المطلوب إلى إجمالي الودائع، (5) نسبة الاحتياطي الفائض إلى إجمالي الودائع .

وفي حالة قيام البنك المركزي بفرض نسب احتياطية بموجب نوع الودائع فان تعريف الأساس النقدي يصبح:

$$(12) \quad B = C + R_D + R_T$$

حيث أن R_D هو الاحتياطي الذي تحتفظ به البنوك مقابل الودائع تحت الطلب و هو R_T الاحتياطي الذي تحتفظ به البنوك مقابل الودائع الآجلة. وفي حالة افتراض أن البنوك التجارية لا تحتفظ باحتياطي فائض يمكن كتابة المضاعف بالشكل التالي:

$$(13) \quad m = \frac{C/D + 1 + T/D}{C/D + r_D + r_T + T/D}$$

حيث أن r_d و r_t هي نسب الاحتياطي المطلوب من قبل البنك المركزي على الودائع تحت الطلب والودائع الآجلة.

أدوات السياسة النقدية

يستعمل البنك المركزي ثلاث أدوات غير مباشرة يستطيع من خلالها السيطرة (أو بالأحرى التأثير) على عرض النقد ومعدل الفائدة وقابلية البنوك على منح الائتمان. أول هذه الأدوات هي المتطلبات الاحتياطية، إذ يستطيع البنك المركزي تغيير نسبة الاحتياطي إلى الودائع باستعمال هذه الأداة. بالإشارة إلى نموذج المضاعف تؤثر هذه الأداة على R/D و $R_q/(D + T)$. في حالة فرض نسبة احتياطي حسب نوع الودائع فإن هذه الأداة تؤثر على r_D و r_T .

والأداة الثانية هي عمليات السوق المفتوحة التي تمكن البنك المركزي من التأثير على كمية الاحتياطي لدى البنوك عن طريق بيع وشراء السندات في السوق المفتوحة. مثلاً في حالة قيام البنك المركزي ببيع السندات إلى الأفراد فإن الأفراد يسحبون من ودائعهم لدى البنوك التجارية ويؤدي ذلك إلى انخفاض الاحتياطي وبالتالي تقليص قابلية البنوك على منح القروض وزيادة عرض النقد. وبالإشارة إلى نموذج المضاعف تؤثر هذه الأداة على R و R_q .

أما الأداة الثالثة والأخيرة فهي سعر الخصم وهو معدل الفائدة المفروض على القروض التي يمنحها البنك المركزي إلى البنوك التجارية. بشكل عام تؤثر هذه الأداة على كلفة الاحتفاظ بالاحتياطي إضافة إلى قابلية البنوك على ورغبتها في منح القروض. ويبين الجدول التالي كيفية قيام البنك المركزي بانتهاج سياسة نقدية توسعية أو انكماشية. في حالة وجود سوق سندات نشطة يفضل استعمال عمليات السوق المفتوحة لأنها تؤدي إلى إحداث تغيرات تدريجية بدلاً من التغيرات المفاجئة والكبيرة التي تنتج عن استعمال المتطلبات الاحتياطية وسعر الخصم (الأدوات الحادة).

سياسة انكماشية	سياسة توسعية
زيادة المتطلبات الاحتياطية	تخفيض المتطلبات الاحتياطية
بيع السندات	شراء السندات
زيادة سعر الخصم	تخفيض سعر الخصم

السياسة النقدية في دولة الكويت

بشكل عام تعتبر السياسة النقدية ضعيفة الفعالية في الدول النامية والناشئة. يعود ذلك إلى أن معظم المشاكل في هذه الدول ذات طابع هيكلي وليس نقدي وكذلك إلى غلب الأسواق المالية المتطورة لأن ذلك يؤدي إلى فقدان أهم أداة وهي عمليات السوق المفتوحة. والكويت كدولة نامية أو ناشئة تفتقر إلى الأسواق المالية المتطورة مما يؤدي إلى ضعف فعالية السياسة النقدية. إضافة إلى ذلك فإن بعض الخصائص الأخرى التي سوف تسرد لاحقاً تؤدي إلى ضعف السياسة النقدية في دولة الكويت.

عند دراسة السياسة النقدية في دولة الكويت لا بد من الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:

- 1- أن السياسة النقدية هي إحدى جوانب السياسة الاقتصادية العامة للدولة.
- 2- الترتيبات القانونية والمؤسسية وعلى سبيل المثال أن معدل الفائدة على الدينار تحكمه حدود قانونية.
- 3- السمات الاقتصادية الأساسية مثل الحرية الاقتصادية والانفتاح.

تحدد المادة ١٥ من قانون البنك المركزي الأغراض المتعلقة بعمل السياسة النقدية في دولة الكويت كما يلي:

- 1- العمل على تأمين ثبات العملة.
 - 2- العمل على توجيه سياسة الائتمان بما يساعد على التقدم الاقتصادي وزيادة الدخل القومي.
 - 3- مراقبة الجهاز المصرفي في دولة الكويت.
- و بشكل عام تهدف السياسة النقدية في دولة الكويت إلى ما يلي:

- 1- المحافظة على الاستقرار النسبي في سعر صرف الدينار الكويتي وعلى قوته الشرائية عن طريق سياسة سعر الصرف.
- 2- العمل على توفير المستويات المناسبة من السيولة لدى البنوك.
- 3- الرقابة على حجم واتجاهات الائتمان المصرفي.
- 4- تعزيز دور الجهاز المصرفي من خلال الرقابة عليه.

فيما يتعلق بسياسة سعر الصرف كان الدينار الكويتي خلال الفترة 1975-2002 مربوطاً بسلة من العملات غير محددة المكونات، ولكنها كانت مصممة بشكل يضمن استقرار سعر صرف الدينار مقابل الدولار. اعتباراً من يناير 2003 تم تغيير نظام سعر الصرف إلى الربط بالدولار عند 0.29963 وبهامش قدرة 3.5%، مثل هذه السياسات تهدف بالأساس إلى استقرار الدينار مقابل الدولار وليس مقابل العملات الأخرى، وهذا قد لا يكون مناسباً نظراً لأن الولايات المتحدة الأمريكية ليست المصدر الأكبر لدولة الكويت. ويبرر البنك المركزي مثل هذه السياسة في أن تجارة النفط مقومه بالدولار، إضافة إلى أن التجارة بسلع وخدمات أخرى مقومه بالدولار وإلى كون معظم الاستثمارات الخارجية للكويت مقومة بالدولار.

ويعمل البنك المركزي على تنظيم مستويات السيولة باستعمال الأدوات التالية:

- 1- عمليات خصم وإعادة خصم الأوراق التجارية للبنوك. وتخضع قرارات البنك المركزي بشأن

تغيير سعر الخصم لاعتبارات أساسية أهمها مدى حاجة قطاعات الاقتصاد المحلي وذلك لتحفيز نشاطها دون أن يؤدي ذلك إلى حدوث تأثير كبير على مؤشرات الأسعار. وقد بدأ العمل بهذه العمليات في فبراير 1975.

2- عمليات تبادل العملات بالأجل مع البنوك المحلية التي بدأ العمل بها اعتباراً من 30 مايو 1978.

3- التدخل المباشر في السوق النقدي عن طريق عمليات الإيداع المتبادلة.

4- عمليات الاقتراض المباشر مع البنوك.

5- عمليات السوق المفتوحة باستعمال أدوات الدين العام. بدأ العمل بعمليات السوق المفتوحة اعتباراً من نوفمبر 1987 على اثر قيام البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية بطرح سندات وأذونات الخزانة.

أما فيما يتعلق بهدف السيطرة على معدلات الفائدة فان بنك الكويت المركزي يقوم بهيكله معدلات الفائدة على أساس ربط الحدود القصوى للفائدة المحلية على معاملات الإقراض بالدينار الكويتي بسعر الخصم باستعمال هوامش محددة. في عام 1995 تم تحرير معدلات الفائدة على ودائع الدينار من أية حدود دنيا.

ويستطيع البنك المركزي التأثير على حجم واتجاهات الائتمان المصرفي عن طريق سعر الخصم لان سعر الخصم هو معدل الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل إقراض البنوك التجارية. إضافة إلى ذلك توجد أداة أخرى وهي حجم الأموال التي يوافق البنك المركزي على تقديمها إلى البنوك التجارية. كما يقوم البنك المركزي بإصدار تعليمات لترشيد السياسة الائتمانية للبنوك مثل:

1- ضرورة التركيز على القروض محددة الأجل.

2- التقليل من نسبة التسهيلات الائتمانية الممنوحة في صورة سحب على المكشوف.

3- متابعة استخدام العميل للقرض في الغرض الممنوح من اجله.

4- تعيين حد أقصى للتسهيلات الائتمانية غير المضمونة التي يجوز لأي بنك تقديمها إلى عميل واحد.

وأخيراً نتطرق إلى جهود البنك المركزي في مجال حماية الجهاز المصرفي والمالي. يستعمل البنك المركزي قواعد نظم عديدة لحماية سيولة وملاءة الجهاز المصرفي بما في ذلك القواعد الخاصة بنظام السيولة والقرار الخاص بالحد الأقصى للجائز إقراضه إلى عميل واحد إضافة إلى وضع القواعد المتعلقة بترشيد السياسة الائتمانية للبنوك. في عام ٢٠٠٢ أصدر بنك الكويت المركزي عدداً من التعليمات إلى البنوك وشركات الاستثمار وشركات الصرافة المحلية فيما يتعلق بالتعاملات بالقطع الأجنبي. كما اثبت أسلوب الإقناع الأدبي جدواه في حماية الجهاز المصرفي

والمالي. وقد استعان البنك المركزي بهذا الأسلوب في تعزيز تعامله المستمر مع البنوك المحلية من خلال التشاور المتبادل.

خاتمة

إضافة إلى الخصائص العامة للدول النامية والناشئة التي تؤثر سلباً على فعالية السياسة النقدية، فإن طبيعة الاقتصاد الكويتي هي الأخرى تقلص فعالية السياسة النقدية للأسباب التالية:

- 1- سيطرة قطاع النفط على الناتج المحلي الإجمالي.
- 2- ضيق القاعدة الإنتاجية نظراً للندرة النسبية لعناصر الإنتاج المتنوعة.
- 3- تحكم الإنفاق الحكومي في النشاط الاقتصادي العام.
- 4- ضيق سوق الأوراق المالية.

ويمكن بشكل عام القول أن أدوات السياسة النقدية غير المباشرة (عمليات السوق المفتوحة وسعر الخصم والمتطلبات الاحتياطية) ليست فعالة بشكل كاف، في حين أن الأدوات المباشرة مثل الإرشادات والإقناع الأدبي تبدو أكثر فعالية.

ملخص المناقشات

بدأ الحوار بسؤال لأحد الحضور عن التأثير المتوقع لأدوات السياسة النقدية غير المباشرة، وتحديدًا عمليات السوق المفتوحة في المدى القصير وفي المدى الطويل. وقد أجاب المحاضر بالقول أن تأثير السياسة النقدية غالباً ما يكون قصير الأجل من ناحية التأثير في الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يتفق مع وجهة النظر الكينزية القائلة بجمود الأجور والأسعار في الأجل القصير. فتأثير السياسة النقدية يكون مؤقت لحين تغير مستويات الأجور والأسعار بحيث يعود الناتج إلى مستواه الأصلي بعد تعديل مستويات الأجور. وقد أشار الدكتور/ عماد موسى إلى أن تأثير السياسة النقدية يمتد إلى آجال أطول خصوصاً في التأثير في مستويات التضخم، من خلال المحافظة على مستوى ثابت من التضخم، وبذلك نجد أن العديد من البلدان تستهدف مستوى التضخم بشكل مباشر.

وبعد ذلك توجه الدكتور/ عماد الإمام- وكيل المعهد- بمجموعة من الأسئلة بدأها بالسؤال عن توجه الدول العربية في استهداف التضخم ومدى جدواه وضرورته في البلدان العربية التي تعاني

من البطالة، وأيهما أجدى للدول العربية في هذا الموضوع أن تستهدف البطالة أم أن تستهدف التضخم. كما قام بالسؤال عن أهمية استقلالية البنوك المركزية ومدى ضرورتها وتأثيرها على السياسة النقدية، وكذلك السؤال عن مفهوم البنوك الشاملة وتأثيرها على السياسة النقدية غير المباشرة.

وقد أجاب المحاضر على هذه الأسئلة بأن استهداف التضخم قد يكون في بعض الحالات تقليد أعمى، فالتضخم يجب استهدافه في الدول التي تعاني من التضخم كمشكلة اقتصادية، أما الدول التي لا تعاني من التضخم فلا يجب أن يكون التضخم هو الهدف. وقد انتهجت الكثير من البلدان سياسة تثبيت معدلات التضخم عند مستويات محددة، بحيث تسعى السياسة النقدية إلى إبقاء معدلات التضخم عند هذه المستويات المستهدفة. وقد أشار الدكتور/ عماد موسى إلى أن بعض الدراسات أثبتت أن للتضخم تأثير سلبي على النمو الاقتصادي أكثر من البطالة في حين أن دراسات أخرى أثبتت العكس، بمعنى أن البطالة هي العدو الأول للنمو وليس التضخم. ولكن حسبما أشار المحاضر فإن سيطرة الأحزاب اليمينية على الحكم في بعض الدول المتقدمة قد حوّل السياسة النقدية في هذه الدول لتستهدف التضخم وليس البطالة. وعلى كل الأحوال فإن على الدول تقييم احتياجاتها لتحديد هدفها. أما بالنسبة لموضوع استقلالية البنوك المركزية فقد أشار المحاضر إلى أن هذا الموضوع يهدف إلى الحد من النفوذ السياسي في التأثير على السياسة النقدية وخصوصاً من ناحية إرغام البنك المركزي على إصدار نقد لتمويل نفقات الحكومة التي تعجز الإيرادات عن تغطيتها.

وقد أشار الدكتور/ موسى إلى تجربة العراق في مرحلة سابقة وسيطرة رجال السياسة على البنك المركزي وإرغام البنك المركزي على طبع النقود لتمويل كثير من النفقات الذي أدى إلى ارتفاع مستويات التضخم بشكل كبير جداً. وفي هذا المجال فقد أشار المحاضر إلى أن عدم استقلالية البنك المركزي قد تحدّ من قدرته في استهداف التضخم، فموضوع استقلالية البنوك المركزي يتفاوت بين الدول فالبنك المركزي النيوزيلندي يعتبر أكثر البنوك المركزية استقلالية، في حين أن بنك الكويت المركزي لا يتمتع بالاستقلالية التامة، وذلك يعود لتقدير الدول للمنافع والمضار المتأتية من استقلالية البنوك المركزية وفقاً لوجهة نظر المحاضر.

وفي موضوع البنوك الشاملة (Universal Banks) فقد أشار المحاضر أن لهذه البنوك دلالات هامة على السياسة النقدية فتداخل أعمال البنوك التجارية وبنوك الاستثمار يمكن أن يساعد في تنفيذ السياسة النقدية خاصة وأن بنوك الاستثمار أصبحت تقبل الودائع مثل البنوك التجارية، وبالتالي فإن قنوات الإقراض البنكي في نقل السياسة النقدية إلى أهدافها تتسع.

وفي مداخلة حول استقلالية البنوك المركزية، أشار الدكتور/ أحمد طلفاح- عضو الهيئة

العلمية بالمعهد- أن هناك ثلاث خصائص غير كمية للسياسة النقدية، وهذه الخصائص إن توفرت سوف تسهم بشكل فاعل في نجاح السياسة النقدية وبلوغها أهدافها، وهذه الخصائص غير الكمية هي التنسيق مع السياسة المالية والشفافية والإفصاح بالإضافة إلى الاستقلالية. فاستقلالية البنوك المركزية لا تنفي فكرة التنسيق مع السياسة المالية، وخصوصاً أن بعض الدراسات مثل سيرجنت وولاس 1981 أشارت إلى أن السياسة المالية قد تؤثر على السياسة النقدية والتضخم ليس فقط من خلال طبع النقود، بل أيضاً من خلال إصدار السندات.

ورداً على هذه المداخلة، فقد أشار المحاضر إلى ضرورة التنسيق الدائم بين السياسة النقدية والسياسة المالية بحيث لا تطغى إحداها على الأخرى، مع ضرورة المحافظة على استقلالية البنوك المركزية في بعض الحالات وخصوصاً في الحالات التي تكون فيها الحكومة مثقلة بعبء الدين الداخلي وفي الحالات التي لا تتصرف فيها أجهزة السياسة المالية التنفيذية بصورة مسؤولة. أما فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح فقد ذكر المحاضر أن توفر الشفافية والإفصاح المتعلق ببيانات السياسة النقدية يسهّل على السلطات النقدية مهمتها، حيث أن الفعاليات الاقتصادية تستطيع أن تتبأ بأهداف السلطة النقدية وقد تعمل على تسهيلها، وبالتالي لا بد من توفر الشفافية. وقد أشار المحاضر إلى أن السياسة النقدية في معظم الدول العربية لا تتمتع بالشفافية المطلوبة، فكثير من البنوك المركزية لا تنشر بياناتها ومسوحاتها النقدية بشكل دوري.

وفي الإجابة على سؤال حول التأثيرات المحتملة لمنظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة في الخدمات على السياسة النقدية، أجاب الدكتور/ عماد موسى أن عمليات تحرير المدفوعات المصرفية ودخول البنوك الأجنبية سوف يؤدي إلى إضعاف السياسة النقدية بسبب انكشاف الاقتصاد للخارج مما يزيد من مجموع العوامل الخارجة عن إدارة السلطة النقدية.

وفي مداخلة لأحد الحضور حول المضاعف النقدي في دولة الكويت وحجمه، وهل من الممكن أن يكون هذا المضاعف كبيراً بسبب عدم وجود وتطبيق مبدأ الاحتياطي الإلزامي في دولة الكويت؟ أجاب الدكتور/ عماد موسى أن هذا قد يكون ممكن ولكن يحتاج إلى دراسة متأنية.

وفي سؤال آخر لأحد الحضور حول تأثير تغيرات أسعار الفائدة وأسعار إعادة الخصم في دولة الكويت على مستوى أسعار الفائدة وعن جدوى سياسة بنك الكويت المركزي في المحاولة للحفاظ على هامش ثابت بين الفائدة على الدينار والفائدة على الدولار، أجاب المحاضر أن أسعار الفائدة في دولة الكويت محدودة بسقف عليا فقط ولا يوجد سقف دنيا، بحيث أن الفائدة على القروض طويلة الأجل تساوي سعر إعادة الخصم مضافاً إليه أربع نقاط مئوية، ولكن أسعار الفائدة السوقية في كثير من الأحيان لا تصل إلى هذه السقف العليا وخصوصاً في فترات ارتفاع نسب السيولة في البنوك. أما فيما يتعلق بالهامش الثابت في الفائدة بين الدينار والدولار والبالغة نحو 2.5 نقطة مئوية، فقد أشار المحاضرة أن المحافظة على هذا الهامش هدفها الإبقاء على الدينار كوعاء ادخاري.

وفي مداخلة أخيرة من الأستاذ/ عادل عبدالعظيم- عضو الهيئة العلمية بالمعهد- حول عدم إمكانية تنفيذ السياسة النقدية بفاعلية في ظل أسعار صرف مثبتة وعدم انفتاح وتحريك كامل للتحويلات الرأس مالية، أجاب المحاضر بأن هذا واقع في معظم الدول العربية وهو أحد أسباب عدم فاعلية السياسة النقدية في الدول النامية بشكل عام.

المراجع

Friedman, M. (1956) *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. and Schwartz, A. (1963) *A Monetary History of the United States, 1867_1960*, Princeton: Princeton University Press.

Lindsey, E. and Wallich, H.C. (1992) *Monetary Policy*, in Newman, P., Milgate, M. and Eatwell, J., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London: Macmillan.

Moosa, I. A. (1997) *On the Costs of Inflation and Unemployment*, *Journal of Post Keynesian Economic*, 19, 651-666.

Moosa, I.A. (2005) *Exchange Rate Regime Choice: Fixed, Flexible or Something in Between?* London: Palgrave.

Tobin, J. (1992) *Money*, in Newman, P., Milgate, M. and Eatwell, J., *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London: Macmillan.

بنك الكويت المركزي (1992)، أضاء على السياسة النقدية والاقتصاد الكويتي، الكويت.

بنك الكويت المركزي (1995)، علامات بارزه على مسيرة بنك الكويت المركزي، الكويت.

بنك الكويت المركزي (1997)، السياسة النقدية ودور البنك المركزي: الاهتمامات الراهنة والتطلعات المستقبلية، الكويت.

بنك الكويت المركزي (2002)، تصورات بنك الكويت المركزي حول جوانب العمل المصرفي الاهتمامات الراهنة والتطلعات المستقبلية، الكويت.

صدر عن هذه السلسلة:

- 1- موامة السياسات المالية والنقدية بدولة الكويت لظروف ما بعد التحرير
د. يوسف الابراهيم ، د. أحمد الكواز
- 2- الأوضاع والسياسات السكانية في الكويت بعد تحريرها
د. ابراهيم العيسوي (محرر)
- 3- إعادة التعمير والتنمية في الكويت
د. عمرو محي الدين
- 4- بعض قضايا الإصلاح الاقتصادي في الأقطار العربية
د. جميل طاهر ، د. رياض دهال ، د. عماد الامام
- 5- إدارة الموارد البشرية وتخطيط التعليم والعمالة في الوطن العربي
د. محمد عدنان وديع
- 6- حول مستقبل التخطيط في الأقطار العربية
د. ابراهيم العيسوي
- 7- مشاكل التعليم وأثرها على سوق العمل
د. محمد عدنان وديع
- 8- أهداف التنمية الدولية وصياغة السياسات الإقتصادية في الدول العربية
د. علي عبد القادر علي
- 9- تحديات النمو في الاقتصاد العربي الحديث
د. عماد الإمام
- 10- هل تؤثر السياسات الاقتصادية الكلية على معدلات نمو الدول العربية؟
د. علي عبد القادر علي
- 11- الصيرفة الإسلامية : الفرص والتحديات
د. محمد أنس الزرقا
- 12- دور التجارة العربية البنينة في تخفيف وطأة النظام الجديد للتجارة
اعداد : د. محمد عدنان وديع ، تحرير : أ. حسان خضر
- 13- العولمة وقضايا المساواة في توزيع الدخل في الدول العربية
اعداد : د. علي عبد القادر علي
- 14- السياسات الكلية وإشكالات النمو في الدول العربية
اعداد : أ. عامر التميمي ، تحرير مصطفى بابكر
- 15- الجودة الشاملة وتنافسية المشروعات
اعداد : أ. د. ماجد خشبة ، تحرير : د. عدنان وديع

أهداف سلسلة اجتماعات الخبراء:

تهدف هذه السلسلة إلى المساهمة في نشر الوعي بأهم القضايا التنموية عموماً ، وتلك المتعلقة بالدول العربية خصوصاً ، وذلك بتوفيرها لنصوص المحاضرات، وملخص المناقشات، التي تقدم في لقاءات عامة دورية يقوم بتنظيمها المعهد خلال فترة النشاط التدريبي، وحسب المناسبات. ونظراً لحرص المعهد على توسيع قاعدة المستفيدين يقوم بتوزيع إصدارات السلسلة على أكبر عدد ممكن من المؤسسات والأفراد والمهتمين بالقضايا الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية، آمليين أن تساهم هذه الإصدارات في دعم الوعي بالمشاكل الاقتصادية والاجتماعية ونشر الآراء المختلفة للتعامل مع هذه المشاكل في البلدان العربية.