

السياسة النقدية في العراق: من التبعية إلى الاستقلال غير الفعال

محمود محمد داغر(*)

جامعة بغداد، كلية الإدارة والاقتصاد، ورئيس
قسم التمويل والمصارف.

مقدمة

تقيّم فاعلية السياسة النقدية وإدارتها المتمثلة بالبنك المركزي من خلال الاقتراب أو الابتعاد من حزمة أهدافها:

• الاستقرار السعري ويكاد ان يكون الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، والذي تنفرد بإدارته نسبياً، ويعد مقياساً لأدائها^(١).

• حفز النمو الاقتصادي، توسع الاستخدام، دعم السوق المالية، توازن ميزان المدفوعات؛ وهي أهداف تمارسها السياسة النقدية مع السياسات الاقتصادية الأخرى (السياسة المالية، السياسة التجارية، سياسة الاستخدام) من أجل تحقيقها، وتعكس مدى انتقال تأثير السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي في الاقتصاد الكلي.

ولكن أداء البنك المركزي يرتبط بمدى استقلاليته^(٢) التي يعبر عنها:

أ - مدى التحكم في الكتلة النقدية.

ب - مدى استقلال ميزانيته عن الموازنة العامة.

كما يمكن النظر إلى استقلالية المصرف كونها^(٣):

(١) استقلالية وظيفية، وتتعلق بقدرة المركزي على تقرير ما يتعلق بالأسعار.

(٢) استقلالية شخصية، وتتعلق بقدرته على اختيار أعضاء ورئيس مجلس الإدارة.

(٣) استقلالية أدوات، وتتعلق بقدرته على استخدام الأدوات النقدية، وعلى رأسها عرض النقود

ومعدل الفائدة للسياسة في التأثير في الأسعار ومنع التمويل المباشر لعجز الموازنة العامة أو تقييدها.

تحاول الورقة عبر محطاتها تقييم بعض جوانب السياسة النقدية في العراق خلال مدتين: الأولى

(١٩٩٠ - ٢٠٠٤) وهي السنوات التي سبقت اصدار قانون البنك المركزي (٥٦ لعام ٢٠٠٤). والثانية

(٢٠٠٤ - ٢٠١١) وهي السنوات التي مارس فيها البنك نشاطه في ظل القانون الجديد. وتعكس هاتان

الفترتان صيغاً تشريعية ومؤسسية وأدوات تميزهما من بعضهما البعض، وتؤثر في مدى فاعلية السياسة

النقدية خلالهما.

Price Stability: Why it is Important for You? (Frankfurt: European Central Bank, 2009), chaps. 3-5. (١)

Kenichi Ueda and Fabian Valencia, «Central Bank Independence and Macro-prudential Regulation,» (٢)

International Monetary Fund, Working Paper WP/12/101 (1 April 2012), pp. 1-14, <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25872.0>>.

T. Mboweni, «Central Bank Independence,» Returns Forum Lecture, Held in Johannesburg (2000), p. 4, (٣)

<<http://www.bis.org/review/r001018b.pdf>>, and Mahmoud M. Dagher, «Indicative Supervision on the Monetary Business Organizations (Banks): Case Study: Iraq,» *Journal of Economics and Administrative Sciences*, vol. 81, no. 65 (2012), p. 8.

لذلك في ظل فرضية بحث مركزة على أن «السياسة النقدية في العراق عانت خلال ١٩٩٠-٢٠٠٣ تبعية للسياسة المالية وهيمنتها، بينما تمتع المركزي بالاستقلالية ٢٠٠٤-٢٠١٠ المقترنة بعدم الفاعلية»، فإن الاقتراب من أهداف البحث ستم من خلال تناول المتغيرات النقدية، وآثار انتقال السياسة لكل مدة زمنية وتحليل مقارن يساعد في قبول الفرضية أو رفضها.

أولاً: الثبوت من الهيمنة (١٩٩٠ - ٢٠٠٤)

إن محاكمة التحليل الاقتصادي للسياسة النقدية خلال هذه الحقبة تتم من خلال سلوك متغيراتها الرئيسية.

١ - عرض النقد

توسع عرض النقد عبر ممارسة سياسة النقد الرخيص (Cheap Money) من خلال ربط توسع الكتلة النقدية بعجز الموازنة المطرد. إذ أصبحت مديونية الخزنة (عبر حوالاتها) مصدراً للإصدار أو ما يطلق عليه تنقيد الدين العام (Debt Monetization)، وولى خلق النقد «مطلوبات» (Liabilities) انعكاساً لحيازة «الأصول» (Assets) من الحوالات (Treasury Bills).

ويساعد الجدول الرقم (١) على متابعة توسع الكتلة النقدية للسنوات (١٩٩١ - ٢٠٠٤). وحتى مع توقيع وسريان مذكرة التفاهم ١٩٩٦ وتحقق إيرادات أجنبية، فإن معدل نمو عرض النقد استمر بالنمو الواسع ولكن بوتيرة أقل.

وبشكل مواز كانت معدلات نمو عجز الموازنة عالية جداً، وكان الاقتراض المباشر من المركزي سبيلاً لردم العجز، وهو ما يسرع من وتيرة نمو الكتلة النقدية. وكأن المركزي وسياسته النقدية وميزانيته العمومية تابعة للسياسة المالية ومتطلبات الموازنة العامة بغض النظر عن الآثار الناتجة من ذلك: التضخم، وتقلب سعر الصرف.

رافق ذلك وعمق من تداعياته السالبة، خلل بنية الناتج وتدني أداء الناتج المحلي الاجمالي غير النفطي، وجلّه ناتج خدمات (كون الناتج النفطي معطلاً بسبب الحصار) باعتباره مدخلاً إلى توفير جزء من العرض الكلي مقابل موجات الطلب الكلي المحفزة بالمعروض النقدي المنفلت.

٢ - الضغوط التضخمية

يلاحظ من الجدول الرقم (١) مستوى التضخم الجامع (Hyperinflation) الذي شهدته السنوات ١٩٩١ - ١٩٩٥، وحتى بعد التدني النسبي لمستوى التضخم بعد عام ١٩٩٦؛ إلا أن معدل التضخم احتفظ برقمين عشرين (Two digits) عاكساً استمرار الضغوط التضخمية.

الجدول الرقم (١)

معدلات نمو: عرض النقد، عجز الموازنة العامة،

إجمالي الناتج المحلي وإجمالي الناتج المحلي الاسمي (١٩٨٨)

(نسبة مئوية)

السنة	عرض النقد	عجز الموازنة	إجمالي الناتج المحلي	إجمالي الناتج المحلي الاسمي / مليون	معدل التضخم
١٩٩٠	-	-	-	١٣٣٥٣,٨	-
١٩٩١	٦٠,٦	١٣٣,٢	٥٦,٤	٧٧٧١,٩	١٨٦,٥
١٩٩٢	٧٧,٩	١٠٩,٧	٣٢,٦	١٣٦٨٤٣,٠	٨٣,٨
١٩٩٣	٩٦,٨	١١٥,٤	٣٠,٣	١٥٠٠٥,٣	٢٠٤,٦
١٩٩٤	١٧٦,٨	١٨٩,٨	٣,٨	١٨٧٢٨١,٨	٤٩٢,١
١٩٩٥	١٩٥,١	٣٩١,٣	٢,١	١٤٦٥٤,٧	٣٥١,٤
١٩٩٦	٣٦,٢	(٥٧,٣)	١١,٠	١٦٢٨٩,٠	(١٥,٤)
١٩٩٧	٨,٠	(٤٦,٤)	٢١,٢	١٣٦٨٦,٣	٢٣,١
١٩٩٨	٣٠,٢	١٠٤,٨	٣٤,٨	١٤٥٧٨,٤	١٤,٨
١٩٩٩	٩,٧	(٢١,٨)	١٧,٦	١٦٤٦٠,٦	١٢,٦
٢٠٠٠	١٦,٤	١٦,٢	١,٤	١٦٤٨١,١	٤,٩
٢٠٠١	٢٤,٩	١١٣,٢	٢,٣	١٧٦٥٩,٤	١٦,٤
٢٠٠٢	٣٩,٥	٧٦,٠	٦,٩	١٨٢٤٥,٩	١٩,٣
٢٠٠٣	٩١,٥	١٩,٥	٣٣,١	١٣٠٣٧,٣	٣٢,٦
٢٠٠٤	٣٦,٤	-	٥٤,٢	٢١٨١٨,٤	٢٦,٩
٢٠٠٥	٤٤,٧	-	٤,٤	٢٥١١٩,٢	٣٦,٩
٢٠٠٦	٣٥,٦	-	١٠,١	٢٨٥٢٣,٩	٥٣,٢
٢٠٠٧	٤٠,٥	-	١,٤	٢٧٧٣٢,١	٣٠,٨
٢٠٠٨	٢٩,٨	-	٦,٦	٢٨٣٤٤,٩	٢,٦
٢٠٠٩	٣٢,٣١	-	٥,٨	٣٠٨٤٣,١	-٢,٨
٢٠١٠	٣٨,٧	-	٥,٨	٣٤٣٩٦,٣	٢,٥
٢٠١١	٢٠,٧	-	١٠,٦	٣٦٩٥٨,٣	٥,٦
متوسط ١٩٩١-٢٠٠٤	٦٤,٢٨٥٧١	٨٧,٩٦٩٢٣	٢١,٩٧٨٥٧	٣٤٨٧٧,٧٩	١٠٣,٨٢٨٦
متوسط ٢٠٠٤-٢٠١١	٣٤,٨٣٨٧٥	-	١٢,٣٦٢٥	٢٩٢١٧,٠٣	٢٢,٦٤٢٨٦

(*) الأرقام ما بين قوسين تعني سالبة.

المصدر: البنك المركزي العراقي (نشرات مختلفة لسنوات متعددة).

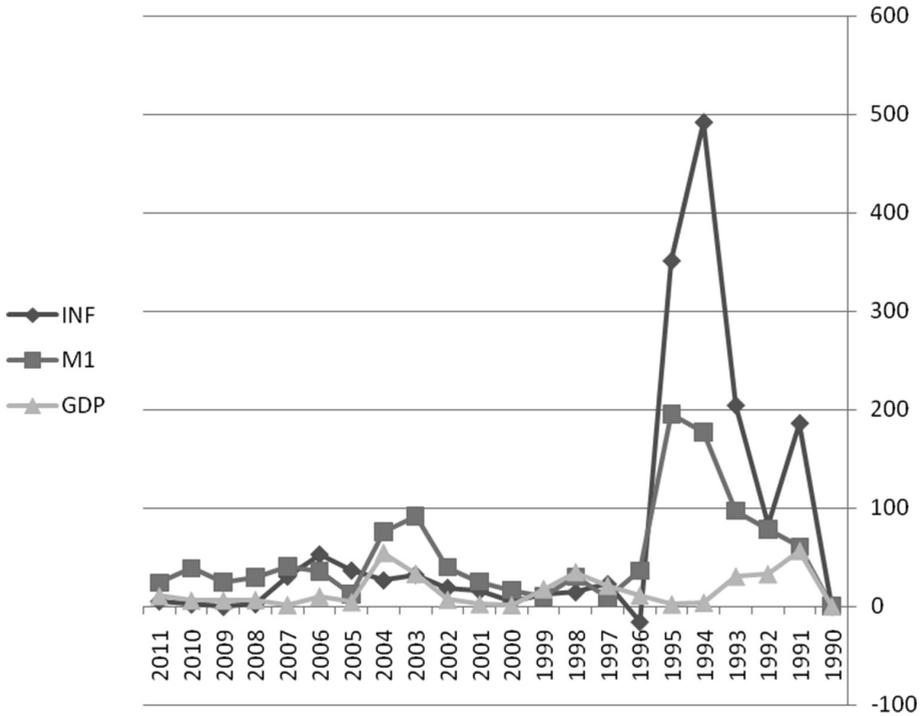
إن سيادة الهيمنة المالية للخزانة العامة العراقية على المركزي وسياسته النقدية، وعدها رافعة مالية (Leverage) لسد عجز الموازنة، انعكس بهذا النمط من التقلب السعري والاختلال التضخمي. وبالتالي انكفاء نشاط المركزي بتمويل الدين العام، ولأكثر من عقد كان له تداعيات في الاستقرار الاقتصادي الكلي، طالما ضرب أساسه وهو الاستقرار السعري^(٤).

يساعد الشكل الرقم (١) على متابعة آثار التبعية المالية في متغير التضخم.

أما معدلات الفائدة فكانت تسعر إدارياً من قبل السلطة النقدية، مع هامش كبير وغير معقول ما بين الفائدة الدائنة والمدينة، وبما يلغي دور الوساطة المالية للجهاز المصرفي؛ بل إن ارتفاع معدل التضخم وجموحه أودى بدور الفائدة بعد أن جعل قيمتها الحقيقية سالبة، وهو ما ألغى أي دور للفائدة خلال هذه السنوات.

الشكل الرقم (١)

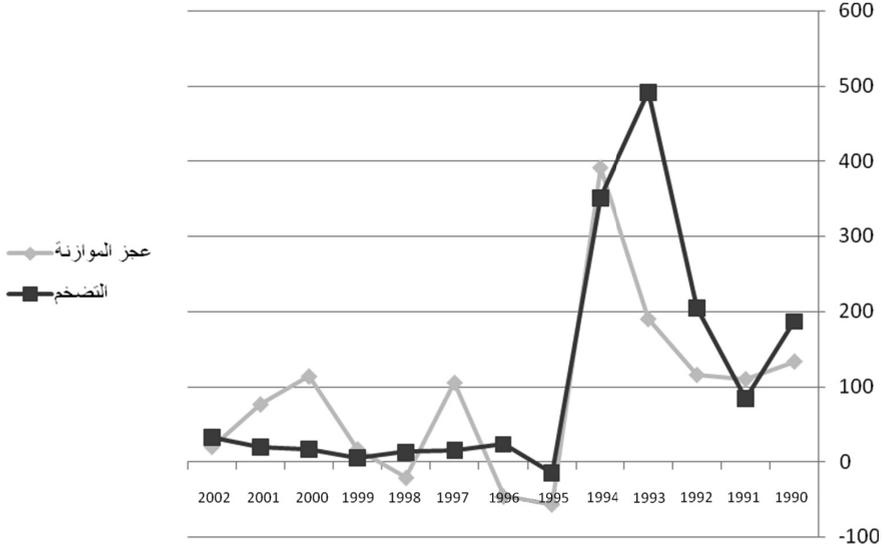
التضخم والناتج وعرض النقود للسنوات ١٩٩٠ - ٢٠٠٣



(٤) مظهر محمد صالح، «حجم الآثار التضخمية الناشئة في جانب العرض على الاستقرار الاقتصادي»، دراسات اقتصادية (بيت الحكمة)، العدد ٢ (٢٠٠٠)، ص ٦٣.

الشكل الرقم (٢)

عجز الموازنة والتضخم في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠ - ٢٠٠٣



٣- سعر الصرف

يستورد العراق جل حاجاته من الخارج وتكاد السلع والخدمات المستوردة تهيمن على معظم المعروض السلعي والخدمي. من جهة أخرى تعد الصادرات النفطية مصدراً للعملة الأجنبية، لذلك فإن العقوبات الاقتصادية خلال هذه السنوات أدت إلى ارتفاع الرقم القياسي للأسعار كما تعكسه معدلات التضخم (الجدول الرقم (١)) بسبب أن معظم مكونات الرقم القياسي هي من السلع القابلة للتجارة (Tradable)، وإلى تدهور في سعر صرف الدينار العراقي.

من هنا؛ فإن الاصرار على العمل بنظام الصرف الثابت من قبل الحكومة، مع تعدد مستويات الصرف الرسمية الذي يمكن توصيفه بنظام تعدد الصرف الثابت (Fixed Multiple Regime)، ثم قبول الاستيراد دون تحويل (١٩٩٣)، ترتب عليه مضاربات سوقية على القطع الأجنبي^(٥). عندها برزت بوضوح سوق صرف موازية تقود النشاط الكلي، وتحول الصرف إلى نظام مرن عملياً، وبشكل يمكن وصفه بالتعويم الصافي (Purely Floating)^(٦)، ويعد ذلك من أخطر الاختلالات التي واجهت الاقتصاد العراقي فضلاً

(٥) إكرام عبد العزيز، «الاختلالات المالية والنقدية للاقتصاد العراقي خلال ١٩٩١ - ١٩٩٥»، ورقة قُدمت إلى: دراسات في الاقتصاد العراقي: بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثاني لقسم الدراسات الاقتصادية في بيت الحكمة المنعقد تحت عنوان السياسة الاقتصادية أداة لتنفيذ الاقتصاد العراقي، ١٦ - ١٨ كانون الثاني/يناير ٢٠٠١ (بغداد: بيت الحكمة، ٢٠٠٢)، ص ٤٧٨ - ٤٧٧.

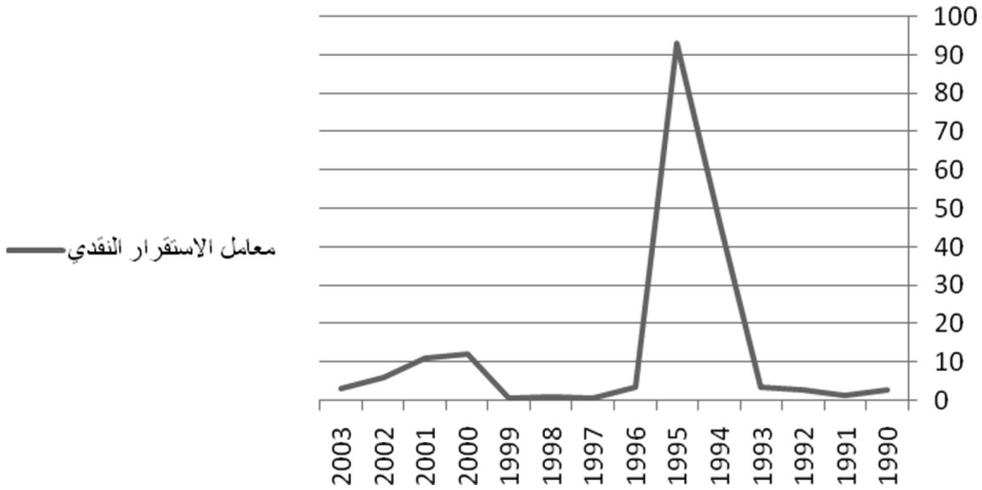
(٦) مظهر محمد صالح، «التضخم المستهدف: هل يحقق الاستقرار في معدلات الصرف»، ورقة قدمت إلى: ندوة تفعيل الاقتصاد العراقي (بغداد: بيت الحكمة، ٢٠٠١)، ص ٣٦.

عن عجز السياسة النقدية عن تبني أي نظام صرف قادر على تخفيض تقلبات الدينار. وبتركيز؛ فإن هيمنة المالية العامة على السياسة النقدية انعكست بشكل عميق في الأسعار ومعدلات تبادلها بأسعار الشركاء التجاريين، وعجز نظام الصرف عن ممارسة دوره كمثبت (Anchor) لاقتصاد مفتوح عملياً، محاصر شرعياً.

ويساعد الشكلان ذاتا الرقمين (٣) و(٤) لمعامل الاستقرار النقدي، ومعامل الفجوة التضخمية، في تلخيص حالة تعطيل السياسة النقدية عن أداء دورها التوازني وممارستها لدور الممول فضلاً عن دور الرافعة المالية لعجز الموازنة العامة.

الشكل الرقم (٣)

معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠ - ٢٠٠٣



المصدر: الملحق الرقم (٢) مع طريقة الاحتساب للمعامل.

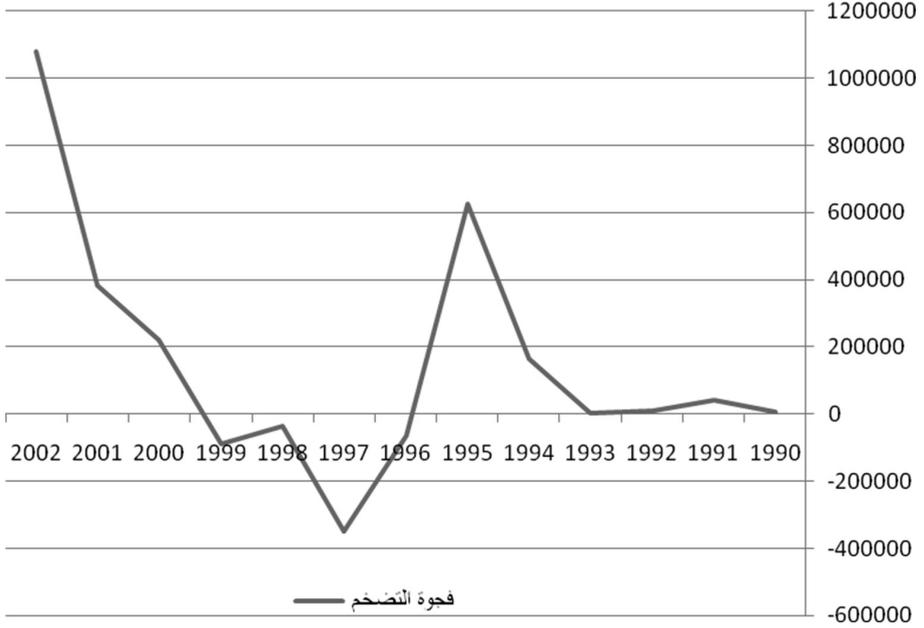
ثانياً: التحقق من جدوى الاستقلالية

(٢٠٠٤ - ٢٠١١)

١ - برزت ملامح رؤيا جديدة للسياسة النقدية منسجمة مع النزوع إلى التحول نحو اقتصاد السوق ومن خلال القانون ٥٦ لسنة ٢٠٠٤ الذي منح المركزي بموجب الاستقلالية بنشاطه وأدواته وإدارته. حيث جاء في الفقرة (٢) من المادة (٢) من القانون: تمتع البنك المركزي بالاستقلال الكامل عن الحكومة عن وضع خططه وتسيير عملياته المصرفية، وأن لا يتلقى أي تعليمات من أي شخص أو جهة بما في ذلك الحكومة.

الشكل الرقم (٤)

الفجوة التضخمية في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠ - ٢٠٠٣



المصدر: الملحق الرقم (٣) مع طريقة الاحساب.

فضلاً عن ذلك، أصبح البنك المركزي بموجب المادة ٢٦ بمنأى عن ضغوط السلطة المالية وتمويل خزانتها العامة مباشرة أو غير مباشرة، وحصر ذلك فقط من خلال شرائه الأوراق المالية الحكومية عن طريق سوق الأوراق المالية. وبموجب ذلك لم يعد البنك المركزي مصدراً لتمويل العجز الاتحادي عند حدوثه كما في الحقبة السابقة. حتى المصارف الحكومية الخاضعة لرقابته وتسهيلاته، يتم التعامل معها من خلال قنوات وأدوات السوق الثانوية^(٧). وحددت علاقة البنك المركزي بالحكومة (المادتان ٢٤ و ٢٥) بإطار التشاور والتنسيق وتبادل المعلومات وحضور الاجتماعات الحكومية ذات العلاقة بنشاطه.

كما يمثل البنك المركزي الحكومة بفعل وظائفه في المؤسسات المالية والنقدية الدولية ولكن دون تحمل التزامات مالية نيابة عنها^(٨). وعبر القانون الجديد عن اتجاه السياسة النقدية نحو اقتصاد السوق بفعل المواد (٢٨، ٢٩، ٣٠) من الباب السادس، حيث أشارت إلى الأدوات النقدية غير المباشرة كونها مدخلاً إلى التأثير والتحكم بالمتغيرات النقدية^(٩).

<<http://www.cbi.iq>>.

(٧) البنك المركزي العراقي، «قانون المصارف رقم ٩٤ لسنة ٢٠٠٤»، ص ٥١ - ٥٣.

(٨) مظهر محمد صالح، «الاقتصاد الريعي المركزي، ومآزق انفلات السوق: رؤية في المشهد الاقتصادي العراقي الراهن»،

البنك المركزي العراقي (٢٠١٢)، ص ٢٢.

<<http://www.cbi.org>>.

(٩) الموقع الإلكتروني للبنك المركزي العراقي،

جاء قانون المصارف الجديد (٩٤ سنة ٢٠٠٤) ليعمق نموذج الاستقلالية ويرسي أسساً جديدة لعلاقة البنك المركزي بالمصارف، وإشارته الواضحة إلى حرية المصارف في وضع معدلات الفائدة المختلفة وفق سياستها النقدية وبالتنسيق مع السياسة النقدية للمركزي، وتفعيل ذلك عبر أدوات نقدية بعيداً من التحكم الإداري^(١٠).

٢ - عرض النقد

على الرغم من محاولة السلطة النقدية، في ظل تشريعها الجديد، اللجوء إلى تفعيل معدل الفائدة لجذب الودائع المختلفة، وبخاصة الادخارية، بشكل منح المصارف حرية إقرار معدلات الفائدة الدائنة والمدينة، واعتماد المزداد في السيطرة على الكتلة النقدية، إلا أن الذي تحقق هو تخفيض نسبة العملة في التداول لتتخفف من ٧٠,٥ بالمئة عام ٢٠٠٤ إلى ٦٥ بالمئة عام ٢٠٠٨ لتصل إلى ٤٥ بالمئة عام ٢٠١١. كما تحقق تدنُّ نسبيٌّ في معدل نمو عرض النقود ليبلغ ٢٠,٢ بالمئة عام ٢٠١١ (الجدول الرقم (٢)). ولكن لا يزال معدل نمو عرض النقود مرتفعاً مقارنة بمعدلات نمو النشاط الكلي (معامل الاستقرار، الشكل الرقم (٦)).

الجدول الرقم (٢)

تطور عرض النقد والإنفاق العام ونسبة العملة في العراق
(٢٠٠٤ - ٢٠١١)

(مليون دينار)

السنة	عرض النقد	الإنفاق العام	نسبة العملة بالمئة
٢٠٠٤	١٠١٤٨٦٢٦	٣٢١١٧٤٩١	٧٠,٥
٢٠٠٥	١١٣٩٩١٢٥	٢٦٣٧٥١٧٥	٧٩,٩
٢٠٠٦	١٥٤٦٠٠٦٠	٣٨٨٠٦٦٧٩	٧٠,٩
٢٠٠٧	٢١٧٢١١٦٧	٣٩٠٣١٢٣٢	٦٥,٥
٢٠٠٨	٢٨١٨٩٩٣٤	٥٩٤٠٣٣٧٥	٦٥,٦
٢٠٠٩	٣٧٧٠٠٠٣٠	٦٥٦٥٨٠٠٠	٥٨,٤
٢٠١٠	٥١٧٤٣٤٨٩	٨٣٨٢٣٠٠٠	٤٧,٠
٢٠١١	٦٢١٩٦٠٠٠	٩٦٦٦٢٧٦٧	٤٥,٥

المصدر: البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، النشرات السنوية (٢٠٠٤ - ٢٠١١).

(١٠) البنك المركزي العراقي، المصدر نفسه، ص ٥٣ - ٥٥.

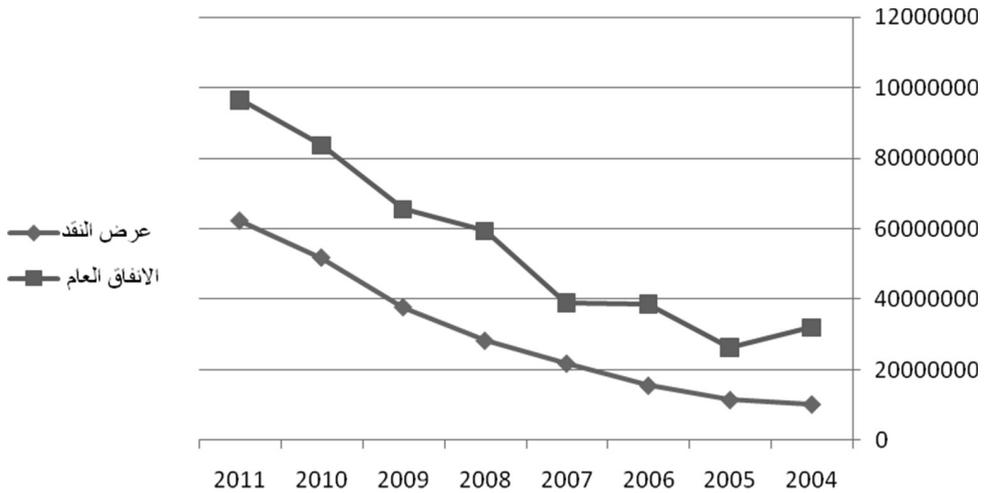
إن هذا الخلل مرده طبيعة الاقتصاد الريعي وقيادة القطاع النفطي لمعظم الإيرادات العامة (٩٥ بالمئة)، أي التأثير الكبير للطلب على النقود من قبل الحكومة بفعل العائد النفطي لتمويل الموازنة العامة، حيث تتضخم الكتلة النقدية باستمرار زيادة الطلب الحكومي على العملة المحلية لتغطية نفقاتها المتنامية. وإذا ما تابعنا تغيرات عرض النقود خلال ٢٠٠٤ - ٢٠١١ مع الحركة المناظرة والمحفزة لها للإنفاق العام، لتوصلنا إلى أن استقلالية البنك المركزي تقيناً واجهت معضلة في التحرر من القيد الحكومي ليس بصورة تمويل العجز، بل بصورة تمويل الإنفاق العام المتنامي بشكل كبير (المجدول الرقم (٢)).

ومن ثم توسع الأساس النقدي (Monetary Base) بفعل موجات تنقيد الدولارات النفطية إلى دنانير عراقية لمصلحة الموازنة العامة ودائع وعملة خلال السنوات ٢٠٠٤ - ٢٠١١.

ويعكس الشكل الرقم (٥) هذه الحقيقة عبر تزامن الاتجاه التصاعدي لمنحنى عرض النقود والإنفاق العام خلال هذه السنوات.

الشكل الرقم (٥)

اتجاهات الإنفاق العام وعرض النقد في العراق ٢٠٠٤ - ٢٠١١

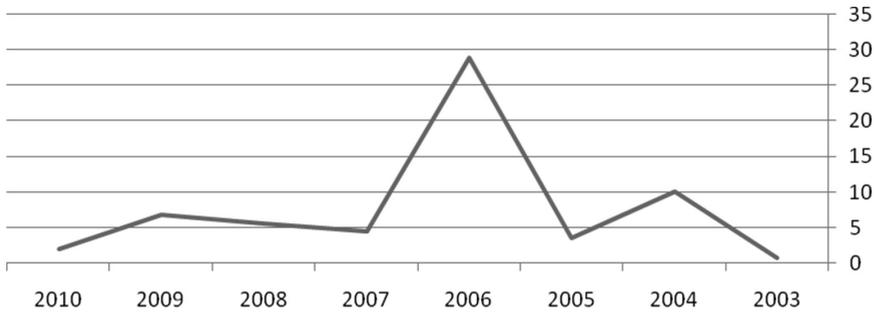


٣ - معدل الفائدة

إن التحرر المالي للأسواق يتطلب منح حرية واسعة للمصارف إزاء تحديد معدلات الفائدة تجاه وحدات العجز (Dept Units) ووحدات الفائض (Surplus Units) مع أهمية قيادة البنك المركزي لمنظومة الفائدة تأشيرياً. وهو ما دفع البنك المركزي لتحرير الفائدة المصرفية بقرار منه عام ٢٠٠٤، واعتماد سعر فائدة السياسة (Policy Rate) كمعدل تأشيرتي قصير الامد للتأثير في مستويات السيولة وعبر التحويلات البنينة للمنظومة المصرفية.

الشكل الرقم (٦)

معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي للمدة ٢٠١٠ - ٢٠٠٣



المصدر: الملحق الرقم (٢) مع بيان طريقة الاحتساب للمعامل.

إن اعتماد سعر السياسة هدفاً تشغيلياً جاء لتحفيز المصارف تجاه مجموعة التسهيلات القائمة اقراضاً وايداعاً، فضلاً عن عدها اداة لمواجهة التقلبات قصيرة الأجل^(١١). ويوضح الجدول الرقم (٣) حركة معدل السياسة ومعدل الفائدة المصرفية الدائنة قصيرة الأمد، حيث ترتبط تقلبات المعدلين خلال السنوات ٢٠١١ - ٢٠٠٤ بشكل واضح، وهو ما يدعمه ايضاً الشكل الرقم (٧).

الجدول الرقم (٣)

اتجاهات سعر السياسة والفائدة الدائنة قصيرة الاجل في العراق (٢٠١١ - ٢٠٠٤)

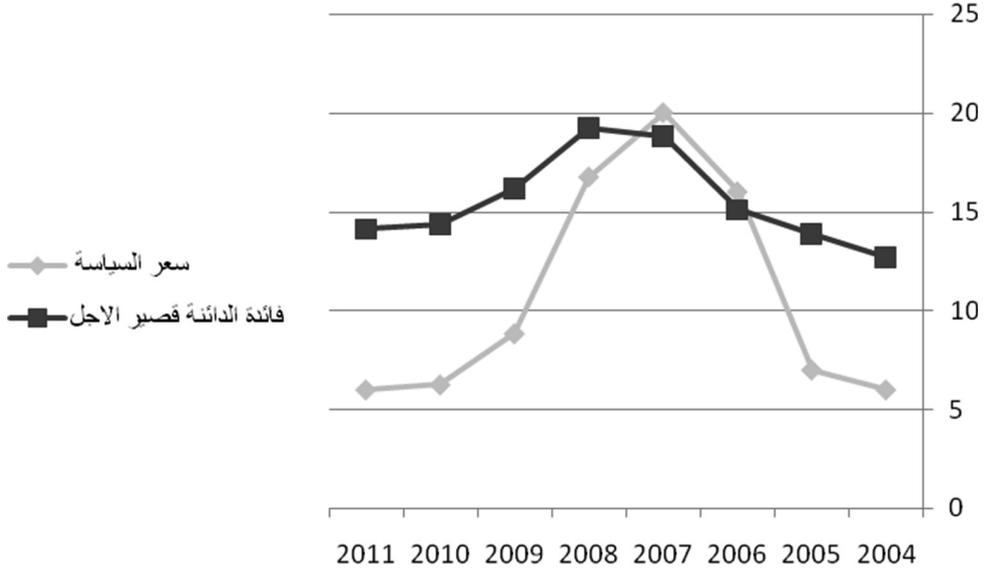
السنوات	سعر السياسة بالمئة	فائدة دائنة قصيرة الأجل بالمئة	سعر الصرف
٢٠٠٤	٦,٠	١٢,٧	١٤٥٣
٢٠٠٥	٧,٠	١٣,٩	١٤٧٢
٢٠٠٦	١٦,٠	١٥,١٠	١٤٦٧
٢٠٠٧	٢٠,٠	١٨,٧٨	١٢٥٥
٢٠٠٨	١٦,٧٥	١٩,٢٢	١١٩٣
٢٠٠٩	٨,٨٣	١٦,١٦	١١٧٠
٢٠١٠	٦,٢٥	١٤,٣٥	١١٧٠
٢٠١١	٦,٠٠	١٤,١٣	١١٧٠

المصدر: المصدر نفسه.

(١١) مظهر محمد صالح، «الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق»، ورقة قُدمت إلى: التضخم ودور السياسات المالية والاقتصادية: أعمال ندوة التضخم وأوراق بحثية (تشرين الأول/أكتوبر ٢٠٠٦)، ص ١٢، <<http://www.iier.org/Inflation/Iraq%20Journal%20for%20Economic%20Reform.pdf>>.

الشكل الرقم (٧)

علاقة سعر السياسة والفائدة قصيرة الأمد



ولأول مرة منذ ثمانينيات القرن السابق وبفعل السيطرة على معدلات التضخم نسبياً خاصة للاعوام ٢٠٠٨ وما بعدها، كما سوضح لاحقاً، تحققت معدلات فائدة حقيقية موجبة تحفز على الاقتراض من الجهاز المصرفي.

توجهت معظم البلدان المتقدمة والنامية إلى استخدام معدلات الفائدة قصيرة الأمد جداً كأداة رئيسة للسياسة النقدية بدلاً من المجمعات النقدية (عرض النقود)^(١٢)، وبالتالي اعتماد فائدة البنك المركزي القصيرة الأمد جداً مثبتاً اسمياً (Nominal Anchor). وهو ما حاول المركزي العراقي استهدافه، إلا أن تخلف الجهاز المصرفي، وضعف وساطته المالية وهيمنة القطاع العام على ما يقارب ٨٠ بالمئة من (GDP) تاركة ٢٠ بالمئة للقطاع الخاص وبأنشطة خدمية في الغالب، جعل من دور الفائدة منخفضاً. لذلك فإن الطبيعة الربعية للاقتصاد العراقي واستحواذ القطاع النفطي على ٧٠ بالمئة من (GDP) فضلاً عن كون إيراداته تساهم بأكثر من ٩٤ بالمئة من إيرادات الموازنة العامة، دفعت هي الأخرى إلى تساؤل دور الفائدة المصرفية والوساطة المصرفية في تسيير النشاط الكلي^(١٣). لذا فإن سعر الصرف هو المتغير المرشح للعب دور المثبت الاسمي للسياسة النقدية في العراق.

(١٢) Mervyn King, «Challenges for Monetary Policy: New and Old.» Federal Reserve Bank of Kansas City (1999), pp. 17-44, <<http://testing.kansascityfed.org/publicat/sympos/1999/s99king.pdf>>.

(١٣) مظهر محمد صالح، مدخل في الاقتصاد السياسي للعراق: الدولة الربعية من المركزية الاقتصادية الى ديمقراطية السوق (بغداد: بيت الحكمة، ٢٠١٠)، ص ٥٩.

٤ - استهداف التضخم

إن التعامل مع التضخم هدف رئيس للسياسة النقدية ينطلق من مفردات نظرية وعملية مرتبطة بجوهر الاستقرار الاقتصادي^(١٤)، وبخاصة في اقتصاد ريعي يعتمد عائدات ثروته النفطية محورياً في تمويل نشاطه الكلي. لذلك فإن استقرار التضخم يعني:

- استقرار المثبت الاسمي للسياسة النقدية (سعر الفائدة أو سعر الصرف).

- التعامل مع متغيرات الاستهلاك والاستثمار والطلب الخارجي بقيمتها الحقيقية دون تقلبات (Fluctuation) تجعل مسارها الزمني خطراً (Risky) وغير مستقر.

حاولت السياسة النقدية في ظل قانونها الجديد الاهتمام بالاستقرار السعري كثيراً، ساعدها في ذلك تنامي الاحتياطات من النقد الأجنبي، والإدارة المستقلة عن تدخلات السلطة التنفيذية. لذلك يلاحظ انتهاء ظاهرة النقد الرخيص والتبعية للسياسة المالية بشكل مباشر وزوال قيود التجارة وحركة الاموال.

وعند متابعة معدل التضخم (الجدول الرقم (١)) يلاحظ تحرك الأسعار إلى الأعلى للسنوات (٢٠٠٤ - ٢٠٠٧) وبشكل متوازٍ مع زيادة الكتلة النقدية وحفز الإنفاق العام وضعف العرض المحلي في السلع القابلة للمتاجرة (Tradable) وتنامي محدودية السلع غير القابلة للمتاجرة (Non Tradable) (مثل خدمات الإدارة الحديثة، والإيواء والسكن والأراضي والبنية التحتية وغيرها) بشكل كبير لمواجهة الطلب الكلي المتنامي المحفز بالإنفاق العام^(١٥).

أخذت آثار السياسة النقدية تتعمق إيجابياً بعد عام ٢٠٠٨ حيث شهد التضخم انخفاضاً واضحاً إلى (١، ٧ بالمئة) عام ٢٠٠٩، ثم ٢، ٩ بالمئة و ٦، ٥ بالمئة لعامي ٢٠١٠ و ٢٠١١ على التوالي. وكان لمزادات العملة اليومية (Daily Auction) التي يقيمها البنك المركزي كجزء من عمليات السوق المفتوح (OMO) دور في السيطرة على المعروض النقدي وثبات الأسعار. لذلك فإنه على الرغم من استمرار تنامي معدلات الكتلة النقدية ٢٠ بالمئة - ٣٠ بالمئة خلال السنوات بعد ٢٠٠٨ وهو معدل مرتفع (ولكنه أقل من السابق)، إلا أن السياسة النقدية نجحت نسبياً بالحد من تصاعد الأسعار وهو ما انعكس على تحسن سعر صرف الدينار.

إزاء هذا التحسن ما زال الاقتصاد العراقي يعاني تأثير تضخم سحب الطلب (Demand Pull) المعزز بالإنفاق العام بشكل خاص، فضلاً عن تأثيرات اختلال بنية النشاط الكلي بتفرد القطاع النفطي، واستمرار معدل البطالة عالياً، وبالتالي فإن مثل هذه الاختلالات انعكست في بروز الركود التضخمي

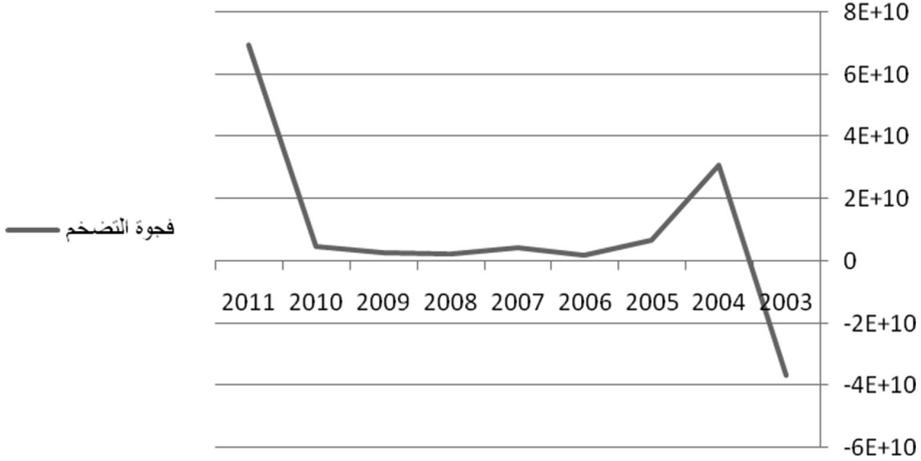
(١٤) Otmar Issing, «Lessons for Monetary Policy: What Should the Consensus Be?», International Monetary Fund, Working Paper WP/11/97 (2011), pp. 1-5, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1197.pdf>>; Charles Jones, *Macroeconomics* (New York: W. W. Norton, 2008), pp. 234-218, and Gerald A. Epstein and A. Erinc Yeldan, *Beyond Inflation Targeting: Assessing the Impact and Policy Alternatives* (New York: Edward Elgar Publication, 2009), pp. 4-28.

(١٥) حاتم جورج، «دور سعر الصرف في تحديد المستوى العام للأسعار وإشكالية السياسة النقدية في العراق»، بحوث اقتصادية عربية، العددان ٥٩ - ٦٠ (صيف - خريف ٢٠١٢)، ص ٩٠ - ١٠٠.

(Stagflation). بمعنى أدق؛ إن السياسة النقدية نجحت في لجم (Depress) توسع الكتلة النقدية نسبياً، وانعكس ذلك في انخفاض الأسعار، دون أن تستطيع نقل أثر السياسة (The Monetary Transmission Effect) في الاقتصاد الحقيقي. وبقي القطاع العام وإنفاقه مهيمناً من خلال نشاطه الربعي مع مستوى عرض محلي ينحصر في ناتج القطاع الخدمي^(١٦).

الشكل الرقم (٨)

الفجوة التضخمية في الاقتصاد العراقي للمدة ٢٠٠٣-٢٠١١



المصدر: الملحق الرقم (٣) مع بيان طريقة الاحساب.

٥- سعر الصرف

أثبتت المسوحات والدراسات الصادرة عن صندوق النقد الدولي أن هناك تبايناً ما بين واقع نظام الصرف (de Facto Regime) والنظام المعلن شرعياً (de Jure) وعبر وثائق وكتابات المسؤولين الرسميين للمصارف المركزية. لذلك أصبح من الصعوبة تشخيص طبيعة التعويم المزمع (Identified Floating) ومن ثم أصبح القبول قائماً بإيراد نظام للربط يدعى الربط الناعم (Soft Peg) لتمييزه من الربط المُحكّم (Hard) المفضي إلى الصرف الثابت.

لكن تبقى ثمة صعوبة وتشويش في إطلاق التسمية واقعياً، المحددة لنظام الصرف بخاصة في الاقتصادات التي تتبنى سعر الصرف كمثبت (Anchor) لسياستها النقدية، ولا يشاركها بشكل واضح في التثبيت نظام استهداف التضخم عبر معدل فائدة السياسة أو حتى المجملات النقدية بسبب التخلف النسبي المصرفي والضحالة المالية (Financial Shallowness) وغياب العمق المالي (Financial Depth)

(١٦) صالح، «الاتجاهات الراهنة للتضخم في العراق»، ص ٢٠.

كما هو حاصل في العراق. لذلك كان نظام الصرف الواقعي في العراق - كونه الأساس في تقويم السياسة النقدية - نظاماً للصرف المحفز للاستقرار: (Stabilized (Peg-Like) Arrangements or Crawl-like Arrangements)^(١٧).

بتركيز شديد؛ فإن مستويات التدخل عبر السوق المفتوحة، ومنها مثلاً في العراق مزادات العملة، هي التي تعكس حقيقة نظام الصرف بواقعيته وليس بإعلانه عبر الوثائق الرسمية، وهو حال نظام سعر الصرف للدينار العراقي بعد ٢٠٠٤.

ركزت السياسة النقدية الجديدة على استقرار سعر الصرف بشكل كبير، وهو أمر ينسجم مع ريعية الاقتصاد العراقي وطبيعة التدفق للعملات الاجنبية المولد للنشاط الكلي. ولأجل نجاح سعر الصرف كمشيت اسمي وصمام تحديد مستويات الكتلة النقدية ونقل الأثر إلى القطاع الحقيقي، لجأت السلطة النقدية إلى أسلوب مزادات العملة الأجنبية اليومية، من أجل السيطرة على مناسيب العرض من جهة، والحفاظ على استقرار العملة الوطنية عند مستوى: ١١٧٠ ديناراً للدولار، تقريباً.

وتمكنت السلطة النقدية عبر مزاداتها من توحيد معدلات الصرف من خلال إشباع حاجة السوق من العملة الأجنبية، لتمويل استيراداته، ومن ثم محاولة ضبط التوازن ما بين العملة الوطنية والعملية الأجنبية (الدولار).

ارتفع معدل صرف الدينار خلال السنوات ٢٠٠٤ - ٢٠١١ بمعدل ١٩ بالمئة، وبدأ الفرق يتلاشى تدريجياً بين سعر المزاد وسعر السوق للعملية (الجدول الرقم (٤))، والشكل الرقم (٩)).

الجدول الرقم (٤)

اتجاهات تغير سعر الصرف بعد عام ٢٠٠٤ (دينار/دولار)

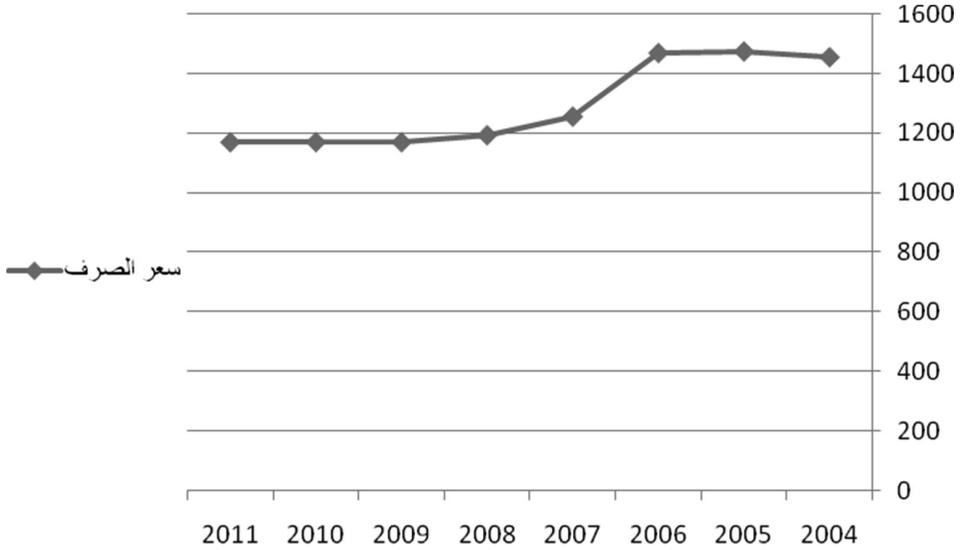
السنة	سعر صرف المزاد	سعر الصرف الموازي
٢٠٠٤	١٤٥٢	١٤٥٣
٢٠٠٥	١٤٦٩	١٤٧٢
٢٠٠٦	١٤٦٧	١٤٧٥
٢٠٠٧	١٢٥٥	١٢٦٧
٢٠٠٨	١١٩٣	١٢٠٣
٢٠٠٩	١١٧٠	١١٨٢
٢٠١٠	١١٧٠	١١٨٢
٢٠١١	١١٧٠	١١٩٦

المصدر: المصدر نفسه.

Simon Gray [et al.], *Monetary Issues in the Middle East and North Africa Region: A Policy (17) Implementation Handbook for Central Bankers* (Washington, DC: International Monetary Fund, 2013), pp. 4-45.

الشكل الرقم (٩)

اتجاهات تغير سعر الصرف في العراق للمدة ٢٠٠٤ - ٢٠١١



انعكس تحسن واستقرار العملة العراقية على مستوى المعيشة نسبياً من خلال تحسن واستقرار مستوى الأسعار، وساهم ذلك في انخفاض التضخم إلى ٣ بالمئة بعد عام ٢٠٠٨ قبل أن يعاود التزايد النسبي بعد ٢٠١٠، ولا سيما أن معظم سلة الرقم القياسي لأسعار المستهلك من سلع وخدمات هي قابلة للمتاجرة (٨٠ بالمئة).

إن السبب الأهم وراء تحسن سعر الصرف هو تزايد احتياطات البنك المركزي الأجنبية التي وصلت إلى أكثر من ٦٠ ملياراً نهاية ٢٠١١، وتجاوزت ذلك بعد ٢٠١٢. ولكن في الوقت نفسه؛ فإن استقرار سعر الصرف هو من النوع الحرج (Critical) لكون الإيرادات النفطية هي المصدر وهي معرضة لتقلبات السوق النفطية، فضلاً عن أن تنامي موجات الإنفاق العام الدينامية التي تنعكس طلباً قوياً على الدولار وتسبب تقلبات في سعر الصرف مفاجئة، وهي كثيراً ما تحدث في السوق العراقية. لذلك يبقى الاستقرار الذي سعت إليه السياسة النقدية عبر استقرار سعر الصرف، وبوابتها المزدادات اليومية، رهينة تنوع إيرادات النقد الاجنبي، وهذا لا يحدث إلا بتنوع البنية الإنتاجية في العراق.

يبقى البنك المركزي - خلاف ذلك - وبشكل يومي معقماً لفائض السيولة الناجمة عن الإنفاق العام، مستهدفاً الحد من الموجات التضخمية، ولكن مستنزفاً لاحتياطياته الأجنبية ■

الملاحق

الملحق الرقم (١)

التضخم والناتج وعرض النقد في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠-٢٠١١

السنوات	GDP بالأسعار الثابتة ١٠٠ = ١٩٨٨ (٢)	عرض النقد M1 (٢)	الرقم القياسي لأسعار المستهلك (٣)	معدل تغير GDP (٤)	معدل نمو M1 (٥)	معدل تغير التضخم (٦)
١٩٩٠	٢٩٧١١,١	١٥٣٥٩,٣	٦,٢	-	-	-
١٩٩١	١٠٦٨٢	٢٤٦٧٠	١٧,٧	٦٤,٠٤-	٦٠,٦١	١٨٦,٥
١٩٩٢	١٤١٦٣,٥	٤٣٩٠٩	٣٢,٥	٣٢,٥	٧٧,٩٨	٨٣,٨
١٩٩٣	١٨٤٥٣,٦	٨٦٤٣٠	١٠٠	٣٠,٢٨	٩٦,٨٣	٢٠٤,٦
١٩٩٤	١٩١٦٤,٩	٢٣٨٩٠١	٥٤٨,٥	٣,٨٥	١٧٦,٤٠	٤٩٢,١
١٩٩٥	١٩٥٧١,٢	٧٠٥٠٦٤	٢٦٧٢,٩	٢,١٢	١٩٥,١٣	٣٥١,٤
١٩٩٦	٢١٧٢٨,١	٩٦٠٥٠٣	٢٢٤٢,١	١١,٠٢	٣٦,٢	١٥,٤-
١٩٩٧	٢٦٣٤٢,٧	١٠٣٨٠٩٧	٢٧٥٩,٢	٢١,٢٣	٨,٠٧	٢٣,١
١٩٩٨	٣٥٥٢٥	١٣٥١٨٧٦	٣١٦٦,٧	٣٤,٨٥	٣٠,٢٢	١٤,٨
١٩٩٩	٤١٧٧١,١	١٤٨٣٨٣٦	٣٥٦٥,٠	١٧,٥٨	٩,٧٦	١٢,٦
٢٠٠٠	٤٢٣٥٨,٦	١٧٢٨٠٠٦	٣٧٤٢,٥	١,٤٠	١٦,٤٥	٤,٩
٢٠٠١	٤٣٣٣٥,١	٢١٥٩٠٨٩	٤٣٥٥,٣	٢,٣٠	٢٤,٩٤	١٦,٤
٢٠٠٢	٤٠٣٤٤,٩	٣٠١٣٦٠١	٥١٩٦,٦	٦,٩٠-	٣٩,٥٧	١٩,٣
٢٠٠٣	٢٦٩٩٠,٤	٥٧٧٣٦٠١	٦٩٤٣,٥	٣٣,١٠-	٩١,٥٨	٣٢,٦
٢٠٠٤	٤١٦٠٧,٨	١٠١٤٨٦٢٦	٨٨١٥,٦	٥٤,١٥	٧٥,٧٧	٢٦,٩
٢٠٠٥	٤٣٤٣٨,٨	١١٣٩٩١٢٥	١٢٠٧٣,٨	٤,٤٠	١٢,٣٢	٣٦,٩
٢٠٠٦	٤٧٨٥١,٤	١٥٤٦٠٠٦٠	١٨٥٠٠,٨	١٠,١٥	٣٥,٦٢	٥٣,٢
٢٠٠٧	٤٨٥١٠,٦	٢١٧٢١١٠٧	٢٤٢٠٥,٥	١,٤	٤٠,٤٩	٣٠,٨
٢٠٠٨	٥١٧١٦,٦	٢٨١٨٩٩٣٤	٢٤٨٥١,٣	٦,٦٠	٢٩,٧٨	٢,٦
٢٠٠٩	٥٤٧٢٠,٨	٣٧٣٠٠٠٣٠	٢٤١٥٥,١	٥,٨٠	٣٢,٣١	٢,٨-
٢٠١٠	٥٨٤٩٥,٩	٥١٧٤٣٤٨٩	٢٤٧٤٨,٤	٦,٩	٣٨,٧٢	٢,٥
٢٠١١	٦٤٠٨١,٧	٦٢٤٧٤٠٠٠	٢٦١٣٣,٣	١٠,٦	٢٠,٧٣	٥,٦

المصدر: البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، النشرات السنوية ١٩٩٠-٢٠١١.

الملحق الرقم (٢)

معامل الاستقرار النقدي في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠ - ٢٠١١

السنوات	عرض النقود M1 (١) بليون دينار	GDP بالأسعار الثابتة ١٠٠ = ١٩٩٣ (٢)	ΔM1 (٣) نسبة مئوية	ΔGDP (٤) نسبة مئوية	معامل الاستقرار النقدي (B) (٥)
١٩٩٠	١٥,٣٥٩٣	٨٨,٧	-	-	٢,٦
١٩٩١	٢٤,٦٧٠	٥٧,٩	٦٠,٦	٥٦,٤	١,١
١٩٩٢	٤٣,٩٠٩	٧٦,٧	٧٨,٠	٣٢,٦	٢,٤
١٩٩٣	٨٦,٤٣٠	١٠٠	٩٦,٨	٣٠,٣	٣,٢
١٩٩٤	٢٣٨,٩٠١	١٠٣,٨	١٧٤,٤	٣,٨	٤٦,٤
١٩٩٥	٧٠٥,٠٦٤	١٠٦,١	١٩٥,١	٢,١	٩٢,٩
١٩٩٦	٩٦٠,٥٠٣	١١٧,٧	٣٦,٢	١١,٠	٣,٣
١٩٩٧	١٠٣٨,٠٩٧	١٤٢,٨	٨,٠	٢١,٢	٠,٤
١٩٩٨	١٣٥١,٨٧٦	١٩٢,٥	٣٠,٢	٣٤,٨	٠,٩
١٩٩٩	١٤٣,٨٣٦	٢٢٦,٤	٩,٨	١٧,٦	٠,٥
٢٠٠٠	١٧٢٨,٠٠٦	٢٢٩,٥	١٦,٥	١,٤	١١,٨
٢٠٠١	٢١٥٩,٠٨٩	٢٣٤,٨	٢٤,٩	٢,٣	١٠,٨
٢٠٠٢	٣٠١٣,٦٠١	٢١٨,٦	٣٩,٦	٦,٩	٥,٧
٢٠٠٣	٥٧٧٣,٦٠١	١٤٦,٢	٩١,٦	٣٣,١	٢,٨
٢٠٠٤	٧٨٧٣٨,٢٠١	٢٢٥,٥	٣٦,٤	٥٤,٢	٠,٧
٢٠٠٥	١١٣٩٩,١٢٥	٢٥٣,٤	٤٤,٧	٤,٤	١٠,١
٢٠٠٦	١٥٤٦٠,٠٦٠	٢٥٩,٣	٣٥,٦	١٠,١	٣,٥
٢٠٠٧	٢١٧٢١,١٠٧	٢٦٢,٩	٤٠,٥	١,٤	٢٨,٩
٢٠٠٨	٢٨١٨٩,٩٣٤	٢٨٠,٣	٢٩,٨	٦,٦	٤,٥
٢٠٠٩	٣٧٣٠٠,٠٣٠	٢٩٦,٥	٣٢,٣١	٥,٨	٥,٦
٢٠١٠	٥١٧٤٣,٤٨٩	٣١٣,٩	٣٨,٧	٥,٨	٦,٧
٢٠١١	٦٢٤٧٤,٠٠٠	٣٤٧,٣	٢٠,٧	١٠,٦	١,٩

المصدر: المصدر نفسه.

احتسب معامل الاستقرار النقدي عبر المعادلة الآتية:

$$\frac{\Delta MI}{\Delta GDP} = \text{معامل الاستقرار النقدي (B)}$$

الملحق الرقم (٣)
النفجوة التضخمية في الاقتصاد العراقي للمدة ١٩٩٠ - ٢٠١١

السنوات	الرقم القياسي العام ١٠٠=١٩٨٨ (١)	معدل التضخم السنتي بالمئة (٧)	عرض النقود MI (٣)	معدل التغير عرض النقد بالمئة (٤)	GDP بالأسعار الثابتة ١٩٩٣=١٠٠ (٥)	التغير في GDP بالمئة (٦)	الريادة في GDP (٦)	الزيادة في عرض النقد MI (٦)	النفجوة التضخمية
١٩٩٠	٢٩٧١١,١	-	١٥٣٥٩,٣	٢٩,٤١	٨٨,٧	١٣,٠٢-	٢٤٥٢,٨-	٣٤٩١,٩	٥٧٩١,٩
١٩٩١	١٠٦٨٢	١٨٥,٥	٢٤٦٧٠	٦٠,٦١	٥٧,٩	٥٦,٤٢-	٩٢٣٨,٦-	٩٣١٠,٧	٤١٢٥٥
١٩٩٢	١٤١٦٣,٥	٨٣,٦	٤٣٩٠٩	٧٧,٩٨	٧٦,٧	٢٥,٦٣	١٨٢٩,٢	١٩٢٣٩	١٠٢٧٨,٩
١٩٩٣	١٨٤٥٣,٦	٢٠٧,٧	٨٦٤٣٠	٩٦,٨٣	١٠٠	٤٨,٥٧	٤٣٥٤,٤	٤٢٥٢١	١٤٢٦,٣
١٩٩٤	١٩١٦٤,٩	٤٤٨,٥	٣٣٨٩٠١	١٧٦,٤٠	١٠٣,٨	٤,٦١-	٦١٥-	١٥٢٤٧١	١٦٤٠٣٦,٧
١٩٩٥	١٩٥٧١,٢	٣٨٧,٣	٧٠٥٠٦٤	١٩٥,١٢	١٠٦,١	١٨,٣١-	٢٣٢٦,٦-	٤٦٦١٦٣	٦٢٤٢٤٦,٦
١٩٩٦	٢١٧٢٨,١	١٦,١-	٩٦٥٥٣	٣٦,٢٢	١١٧,٧	٤٩,٦٣	٥١٥١	٢٥٥٤٣٩	٦٣١٨٦,٤-
١٩٩٧	٢٦٣٤٢,٧	٢٣,١	١٠٣٨٠٩٧	٨,٠٧	١٤٢,٨	٦٩,٦٤	١٠٨١٤,٩	٧٧٥٩٤	٣٤٨٥٩٢,٩-
١٩٩٨	٣٥٥٢٥	١٤,٨	١٣٥١٨٧٦	٣٠,٢٢	١٩٢,٥	٣٤,٨٥	٩١٨٢,٣	٣١٣٧٧٩	٣٥٦٤٦,٢-
١٩٩٩	٤١٧٧١,١	١٢,٦	١٤٨٣٨٣٦	٩,٧٦	٢٢٦,٤	١٧,٥٨	٦٢٤٦,١	١٣١٩٦٥	٨٩٩٢٠,٤-
٢٠٠٠	٤٢٣٥٨,٦	٤,٩	١٧٢٨٠٠٦	١٦,٤٥	٢٢٩,٥	١,٤٠	٥٨٧,٥	٢٤٤١٧٠	٢٢٠٢٠٣,١
٢٠٠١	٤٢٣٣٥,١	١٦,٤	٢١٥٩٠٨٩	٢٤,٩٤	٢٣٤,٨	٢,٣٠	٩٧٦,٥	٤٣١٠٨٣	٣٨٢٤٣٠,٧
٢٠٠٢	٤٠٣٤٤,٩	١٩,٣	٣٠١٣٦٠١	٣٩,٥٧	٢١٨,٦	٦,٩٠-	٢٩٩٠,٢-	٨٥٤٥١٢	١٠٧٧٨٦٧,٩

تبع

٣٦٨٥٦١١٥٤٢٩-	٢٧٦٠٠٠٠	١٣٣٥٤,٧-	٣٣,١٠-	١٤٦,٢	٩١,٥٨	٣٤٦٨٣٨٤,٨	٣٣,٦	٦٩٤٣,٥	٢٠٠٣
٣٠٦٩٧٣٩٥٦٠٤	٢١٠٠٢١٩,١	١٤٦١٧,٦	٥٤,٢	٢٢٥,٥	٧٥,٧٧	٧٨٧٣٨٠,١	٢٦,٩	٨٨١٥,٦	٢٠٠٤
٦٤٥٤٣٥٢٨١٧	٣٥٢٥٣٠٤,٩	١٨٣١	٤,٤	٢٥٣,٤	١٢,٣٢	١١٣٩٩١٢٥	٣٦,٩	٤٣٤٣٨,٨	٢٠٠٥
١٧٩١٧٨٥٦٠٧	٤٠٦٠٩٣٥	٤٤١٢,٦	١٠,١	٢٥٩,٣	٣٥,٦٢	١٥٤٦٠٠٦٠	٥٣,٢	٤٧٨٥١,٤	٢٠٠٦
٤١٢٦٩٨٧٠٥٩	٦٢٦١٠٤٧	٦٥٩,٢	١,٤	٢٦٢,٩	٤٠,٤٩	٢١٧٢١١٠٧	٣٠,٨	٤٨٥١٠,٦	٢٠٠٧
٢٠٧٣٧٣١١٧٧	٦٤٦٨٨٢٧	٣٢٠٦	٦,٦	٢٨٠,٣	٢٩,٧٨	٢٨١٨٩٩٣٤	٢,٧	٥١٧١٦,٦	٢٠٠٨
٢٧٣٦٦٥٠٢٧٤	٩١١٠٠٩٦	٣٠٠٤,٢	٥,٨	٢٩٦,٥	٢٤,٤	٣٧٣٠٠٠٣٠	٢,٨-	٥٤٧٢٠,٨	٢٠٠٩
٤٦٢٢٨٩٨٦٧٣٣	١٤٤٤٣٤٥٩	٣٢٠٥,١	٦,٩	٣١٣,٩	٣٨,٧	٥١٧٤٣٤٨٩	٢,٥	٥٨٤٩٥,٩	٢٠١٠
٦٩٤٨٧٩٤٩١٧٨	١٢٤٤٠٠٠٦٧,٥	٥٥٨٥,٨	١٠,٦	٣٤٧,٣	٢٤,١	٦٤١٨٣٥٥٦,٥	٥,٦	٦٤٠٨١,٧	٢٠١١

تابع

المصدر: المصدر نفسه.

تم حساب الفجوة التضخمية عن طريق العلاقة الآتية:

$$\text{فجوة التضخم} = \text{زيادة عرض النقد} + M + \frac{MI}{GDP} \times \text{زيادة GDP}$$