

أثر العجز المالي على أداء السياسة النقدية في مصر

الدكتور/ أحمد فتحي الخضراوي

مدرس الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة دمياط

أستاذ مساعد - كلية العلوم الاقتصادية والمالية الإسلامية - جامعة أم القرى

الدكتور/ أسامه محمد بدر

أستاذ مساعد الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة طنطا

أستاذ مشارك - كلية إدارة الأعمال - جامعة أم القرى

أثر العجز المالي على أداء السياسة النقدية في مصر

الدكتور/ أحمد فتحي الخضراوي

مدرس الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة دمياط

أستاذ مساعد - كلية العلوم الاقتصادية والمالية الإسلامية - جامعة أم القرى

الدكتور/ أسامه محمد بدر

أستاذ مساعد الاقتصاد - كلية التجارة - جامعة طنطا

أستاذ مشارك - كلية إدارة الأعمال - جامعة أم القرى

ملخص

اهتم هذا البحث باستجلاء مدى تأثير السياسة النقدية بالعجز المالي وذلك من خلال بناء نموذج يصور الكيفية التي تستجيب بها السلطات النقدية، مستخدمة تغير القاعدة النقدية، لتطورات أهداف السياسة النقدية. حيث تم توسيع النموذج ليشتمل على العجز المالي بحيث يُظهر آثار السياسة المالية على القاعدة النقدية. وبتطبيق النموذج على الاقتصاد المصري خلال الفترتين (٢٠٠٢-٢٠١٠) و(٢٠١١-٢٠١٦) فقد توصلت الدراسة إلى نتائج متباينة خلال فترتي ما قبل ثورة ٢٠١١ وفترة ما بعد الثورة. حيث لم يكن للسياسة المالية دوراً أساسياً في تحديد الكيفية التي تدار بها السياسة النقدية في مصر خلال فترة ما قبل الثورة، وهو ما يعني ضمناً تمتع البنك المركزي المصري بدرجة من الإستقلالية خلال هذه الفترة. في حين أظهرت نتائج ما بعد الثورة أثراً معنوياً كبيراً للعجز المالي على القاعدة النقدية (عدم استقلالية البنك المركزي)، وهو ما يدفعنا إلى التساؤل حول مدى وقدرة البنك المركزي على تجنب ضغوط السياسة المالية الناتجة عن ظروف عدم الاستقرار الاقتصادي خلال الفترة.

يمتلئ الأدب الاقتصادي بالكتابات حول الدور الذي يلعبه العجز المالي في تحديد مسارات المتغيرات الاقتصادية بحيث لا نبالغ إذا قلنا أن البناء المالي للاقتصاد يُعد مدخلاً ضرورياً لفهم المحددات الرئيسية للتوازن الاقتصادي ولتقييم أداء السياسات الاقتصادية بصفة عامة والسياسة النقدية بصفة خاصة. ولما كانت معرفة مدى استقلالية البنك المركزي^(١)، شرطاً ضرورياً لتطوير سياسات نقدية أكثر فعالية وملائمة لظروف الاقتصاد المصري، فإن وجود العجز الكبير والمزمن في الميزانية العامة للدولة، يجعل الحاجة ملحة لاستجلاء آثار هذا العجز على المسار الزمني للقاعدة النقدية وعلى فعالية السياسة النقدية في التأثير على أهدافها.

ففي ظل وجود بنك مركزي مستقل يتبنى سياسة ضد التضخم، تقل توقعات السلطة المالية بقيام البنك المركزي بتدبير التمويل اللازم لمقابلة العجز المالي المتزايد، وهو ما سيحد من قدرة السلطة المالية على إحداث هذا العجز. فإذا استطاعت السلطة النقدية أن تصمم على سياستها ورفضت تمويل الدين الحكومي فإن السلطة المالية لن تجد مفرّاً من تقييد هذا العجز.

والفرضية العامة التي تبحثها هذه الدراسة هو أن سيطرة السلطات النقدية على القاعدة النقدية وما يلحق بأداء السياسة النقدية من أضرار، يتوقف أساساً على إمكانية تمويل العجز المالي بموارد حقيقية؛ وهذه الفرضية العامة يُمكن تجزئتها إلى الفرضيتين التاليتين:

١. إنَّ عجز السلطات المالية عن تدبير موارد حقيقية لتمويل الإنفاق الحكومي، مع عدم تمتع السلطات النقدية بالإستقلال التام، يجعل العجز المالي أبرز محدّدات المسار الزمني للقاعدة النقدية. وسنطلق على هذه الفرضية إسم فرضية التبعية.

٢. إن ما ينشأ عن العجز المالي من تقليل لسيطرة السلطات النقدية على القاعدة النقدية يضر بفعالية السياسة النقدية نحو تحقيق أهدافها، وسنطلق على هذه الفرضية اسم فرضية الفاعلية.

تستخدم هذه الدراسة في اختبارها لهاتين الفرضيتان نموذجاً يُصوّر الكيفية التي تستجيب بها القاعدة النقدية للتطور في أهداف السياسة النقدية والعجز المالي خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠١٦. ويتم تطوير

النموذج على مراحل تتصاعد بتصاعد الفرضية التي نقوم باختبارها. وتستند عملية التطوير على ثلاثة مفاهيم أساسية هي قيد الميزانية العامة، مطابقة التغير في القاعدة النقدية ودالة رد الفعل.¹

نعرض في الجزء الباقي من هذا البحث أبرز الدراسات المعنية في القسم الثاني، بينما نركز في القسم الثالث على الحالة المصرية ونقدم نظرة عامة عن تطوّر العجز المالي. أمّا في القسم الرابع فنختص بعرض المفاهيم التي يستند إليها النموذج المستخدم، ثم نُتبع ذلك بتطوير النموذج ونتائج التقدير مع تقييم للنتائج المستخلصة في القسم الخامس. وأخيراً نختم في القسم السادس بموجز للبحث.

٢. الدراسات السابقة

ترتبط السياستين المالية والنقدية ارتباطاً متبادلاً بحيث تعزّز كل منهما الأخرى في أغلب الحالات. فسلامة النظام المالي تؤثر بالضرورة في إدارة السياسة النقدية والعكس صحيح. وحيث أنّ اهتمامنا ينصبّ على مدى تأثير العجز المالي وما يرتبط به من سياسة مالية على فاعلية السياسة النقدية، فإنّ اهتمامنا في هذا الجزء سينصب فقط على استعراض الدراسات المعنية المرتبطة بهذا الخصوص.

في هذا الإطار، أبرز (Taylor (1995) العلاقة المباشرة بين السياستين المالية والنقدية من خلال قيد الميزانية الحكومية، حيث أشار إلى أنّ التغير في عجز الميزانية لابد وأنّ يؤدي بالضرورة إلى تغيير حجم السندات الحكومية المدرة للعائد Interest-Bearing Government Bonds أو تغيير حجم النقود عالية القوة وذلك لأغراض تمويل العجز المالي. فعلى سبيل المثال، إذا كان تحقيق المزيد من الإنضباط المالي يسهم في الحدّ من عجز الميزانية، فإنّ هذا يعني بالضرورة انخفاضاً في نمو حجم الديون المدرة للعائد وكذلك في القاعدة النقدية. وبطبيعة الحال، طالما توافرت للحكومة إمكانية الوصول إلى أسواق الديون Debt Market، فإن انخفاض العجز لن يُخفّض بالضرورة من عملية خلق النقود. بعبارة أخرى، بالنسبة للحكومات التي تتمتع بإمكانية الوصول إلى أسواق الائتمان Credit Markets فلا توجد ضرورة للربط بين حجم العجز المالي ومقدار خلق النقود وذلك لأنّ التغير في عجز الميزانية يُمكن تمويله من خلال إصدار السندات الحكومية. من ناحية أخرى، بالنسبة للحكومات التي تعتمد بالأساس على خلق النقود في تمويل

¹ لا ندعي أنّ بناء نموذجاً يصور كيف يكون رد فعل السلطات النقدية أمراً سهلاً، فلا شك أنّ المعلومات السلوكية في مثل هذا النموذج تتكيف بشكل دائم بحيث تأخذ في الحسبان، وبطريقة منتظمة، أية معلومات تتوفر عن سائر السياسة الاقتصادية في الدولة. ولكن ليس أمامنا من سبيل لدراسة أداء السلطات النقدية كميّاً إلاّ الافتراض بثبات هذه المعلومات خلال فترة الدراسة. لهذا، ننبه القارئ إلى أنّ أية نتائج يتم التوصل إليها في هذا البحث هي لتقريب الأوضاع إلى الأذان وليست من بابا الدقة العدديّة.

الجزء الأكبر من نفقاتها أو تلك التي لا تتمتع بسهولة الوصول إلى أسواق الائتمان، فإن خفض عجز الميزانية سيكون له تأثير إيجابي كبير على الحدّ من خلق النقود وهو ما سيمتد بالتبعية على استقرار الأسعار. ولذلك، فإن الحدّ من عجز الميزانية يُعدّ بمثابة خطوة أساسية نحو تخفيض النمو النقدي ومعدل التضخم في العديد من الدول النامية.

كما يرى (Neyapti 2003) أنّ عدم تطوّر الأسواق المالية والمقترنة بعدم تمتع البنك المركزي بدرجة عالية من الإستقلالية سيكون له حتماً آثاراً تضخمية كنتيجة لعجز الميزانية، حيث تؤدي العوامل سالفة الذكر إلى الإعتماد على خلق النقود كمصدر وحيد لتمويل العجز المالي.

بالإضافة إلى ما سبق، حاول كل من (Sargent & Wallace 1981) إبراز تأثير تزايد العجز المالي على فاعلية السياسة النقدية أو ما يعرف بفرضية الهيمنة المالية. فبفرض أن ارتفاع العجز المالي والدين الحكومي قد أدّى إلى ارتفاع معدل الفائدة إلى مستوى أعلى من معدل النمو الاقتصادي، فإنّ الإجراءات النقدية الرامية إلى خفض معدّل التضخم من خلال الحدّ من النمو النقدي ستؤدي إلى رفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يتمّ التحول من التمويل النقدي إلى التمويل من خلال السندات الحكومية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مدفوعات الفائدة وتزايد حجم العجز المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما سيتطلب مزيداً من النمو النقدي في المستقبل. وعلى العكس من ذلك، إذا كان معدل الفائدة الحقيقي أقلّ من معدل النمو الاقتصادي، فإنّ ذلك سيؤدي إلى استعادة فاعلية السياسة النقدية في السيطرة على التضخم وبالتالي التخفيف من مهمة واضعي السياسة النقدية.

ويري (King 1995) أنّ فرضية الهيمنة المالية هي فرضية غير مقنعة؛ حيث تقلّ أهميتها في الدول الصناعية الكبرى وذلك لسببين: الأول، هو محدودية الإعتماد على الإصدار النقدي الجديد في تمويل العجز المالي بالمقارنة بمصادر التمويل الأخرى. أما السبب الثاني، فيرتبط باتجاه حكومات هذه الدول إلى التعهّد بتبني سياسات تستهدف استقرار الأسعار في إطار بنوك مركزية تتمتع بالإستقلالية عن السلطات المالية.

من ناحية أخرى، يرى (Taylor 1985) أنّ ارتفاع مستويات العجز المالي والدين الحكومي يُمكن أن يقلل أو حتى أن يعكس الأثر السلبي لارتفاع أسعار الفائدة على تباطؤ الاقتصاد، وبالتالي في الحدّ من التضخم. وأرجع Taylor السبب في انخفاض حساسية أسعار الفائدة إلى ارتفاع دخل أصحاب الدين مع

ارتفاع أسعار الفائدة؛ وحيث أن المداخل المرتفعة تعني مزيداً من الاستهلاك، فإن الأثر النهائي سوف يعكس أثر الإحلال الزمني لارتفاع أسعار الفائدة على الإنفاق.

فيما يتعلق بالدراسات التطبيقية المعنية، فقد انقسمت إلى شقين: الأول يركز على العلاقة بين درجة استقلالية البنك المركزي والتضخم ومؤشرات الأداء الاقتصادي الأخرى. أما الثاني فيركز على العلاقة بين استقلالية البنك المركزي والعجز المالي.

ففي حين أيدت العديد من الدراسات (Rogoff, 1985, Crowe & Meade, 2007, Klomp and de Haan, 2010, Dincer and Eichengreen, 2014) الفكرة القائلة بوجود علاقة معنوية بين استقلالية البنك المركزي والتضخم، وأن متوسط التضخم يرتبط سلباً بدرجة استقلالية البنك المركزي، وهو ما يعنى أن البنك المركزي المستقل ينبغي أن يؤدي نظرياً إلى نتائج أفضل للتضخم. وعلى الرغم من ذلك، فقد أوضحت دراسات أخرى (Alesina and Summers, 1993, Simmons, 1996) أن العلاقة بين استقلالية البنك المركزي والنمو الاقتصادي كانت أقل وضوحاً حيث يساهم استقلال البنك المركزي في التوجه الانكماشى.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين درجة استقلالية البنك المركزي والعجز المالي، فقد تناول عدد من الدراسات طبيعة هذه العلاقة مثل دراسة (Lucotte, 2009) التي استهدفت تحليل تأثير استقلالية البنك المركزي على عجز الميزانية في مجموعة كبيرة من الدول النامية خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٤، وأظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين استقلال البنك المركزي والعجز في ميزانية الدول النامية، وهذا ما يتماشى مع الأدبيات النظرية. ما يعنى أن الدولة ذات البنك المركزي المستقل الضعيف تعاني من عجز أعلى في ميزانيتها، ولهذا يجب أن تنفذ الدول النامية إصلاحات هيكلية تعزز من استقلالية بنوكها المركزية.

بالإضافة إلى ماسبق، فقد أظهرت دراسة (Bodea & Higashijima, 2015) وجود علاقة معنوية بين المؤسسات السياسية المحلية واستقلالية البنك المركزي بما يؤثر على السياسة المالية، بحيث تُحدّد المؤسسات السياسية درجة إنفاذ قانون البنك المركزي. وبشكل أكثر تحديداً، أظهرت الدراسة أن الدول الديمقراطية التي لديها بنوك مركزية مستقلة تعاني من عجز مالي أقل، وهو ما يرجع إلى حرية وسائل الإعلام بالإضافة إلى القيود التي تفرضها هذه الدول على السلطة التنفيذية. كما توصلت الدراسة إلى أن مزيداً من استقلالية البنك المركزي سيقوّض من العجز المالي في السنوات غير الانتخابية. وعلى النقيض

من ذلك، لم تُظهر الدراسة دلائل على أنّ استقلالية البنك المركزي ستحسن من التوازن المالي بطريقة مثلى ومُضادة للتقلبات الدورية خلال فترات النمو الاقتصادي.

كما استهدفت دراسة (Burdekin & Laney, 2016) بحث العلاقة بين استقلالية البنك المركزي وعجز الميزانية بالنسبة لعينة من ١٤ دولة من دول أمريكا اللاتينية خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٢. خلصت هذه الدراسة إلى أنّ الإصلاحات التي تؤدي إلى المزيد من استقلالية البنوك المركزية يُمكن أن تعزّز الانضباط المالي بشكل كبير حتى في الدول التي شهدت أداءً تضحّماً في الماضي. وعلى الرغم من وجود اختلافات هامة بين التدابير البديلة لاستقلال البنوك المركزية، فإن جميع التدابير تُظهر علاقات سلبية كبيرة مع العجز في ميزانية دول أمريكا اللاتينية.

واستهدفت دراسة (Papadamou et al., 2017) التحقق فيما إذا كان لاستقلالية البنك المركزي تأثيراً على صافي رصيد الأوراق المالية الحكومية والدين العام، وذلك بالتطبيق على ٢٢ دولة خلال الفترة الزمنية الممتدة من ١٩٩٢ إلى ٢٠٠٠. خلصت هذه الدراسة إلى أنّ زيادة استقلالية البنوك المركزية قد تؤثر بشكل كبير على مجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي كما أنّ لها تأثير كبير على العجز ونمو الناتج المحلي الإجمالي وعلى إصدارات السندات الحكومية والدين العام. أي أنّ زيادة استقلالية البنك المركزي قد تؤدي إلى تفاقم تأثير العجز على الدين، كما أن حساسية الدين بتكلفة الإقتراض تتأثر بدرجة استقلالية البنك المركزي. وأخيراً، فإن الأثر المفيد لنمو الناتج المحلي الإجمالي على نشاط الدين ينخفض بدرجة كبيرة في الدول التي تقرر زيادة مستوى استقلالية البنك المركزي.

من ناحية أخرى، فقد استهدفت دراسة (Bodea & Higashijima, 2017) تحليل أثر استقلالية البنك المركزي على العجز (الفائض) في الميزانية لعدد من الدول، مع التركيز على تفضيلات البنوك المركزية المستقلة إزاء السياسة المالية وقدرة البنك واستعداده لإنفاذ هذه التفضيلات، وخلص الباحثان إلى أنّ الإستقلال القانوني للبنك المركزي هو رادع هام للعجز المالي يتأثر بمستوى الديمقراطية في الدولة. وأوضحت نتائج التقدير باستخدام بيانات من ٧٨ دولة خلال الفترة الزمنية ١٩٧٠-٢٠٠٧ أنّ استقلال البنك المركزي سيؤثر على التوازن المالي وسيؤدي الى تحسين النتائج بالنسبة للتضخم أو العجز المالي في الدول الديمقراطية التي تتمتع بسيادة القانون والصحافة الحرة وتضع قيود على السلطة التنفيذية. وعلى هذا فإنّ إصلاح البنك المركزي ومنحه المزيد من الإستقلال القانوني أصبح اتجاهاً واضحاً في

العقدين الماضيين. أما بالنسبة للدول غير الديمقراطية التي توجد بها بنوك مركزية تتمتع باستقلال اسمي كبير وليس باستقلال فعلي، فإنها لن تتمكن من التأثير على التوازن المالي كما لن تؤدي إلى تحسين النتائج بالنسبة للتضخم أو العجز المالي. وبالتالي فإن الإنضباط المالي يمكن تعزيزه من خلال زيادة استقلالية البنك المركزي، وأن العجز المالي هو نتيجة محتملة لتقليص استقلالية البنك المركزي. وقد أوضح الباحثان أنه من المرجح أن يساهم البنك المركزي في الفوائض المالية خلال سنوات الانتخابات.

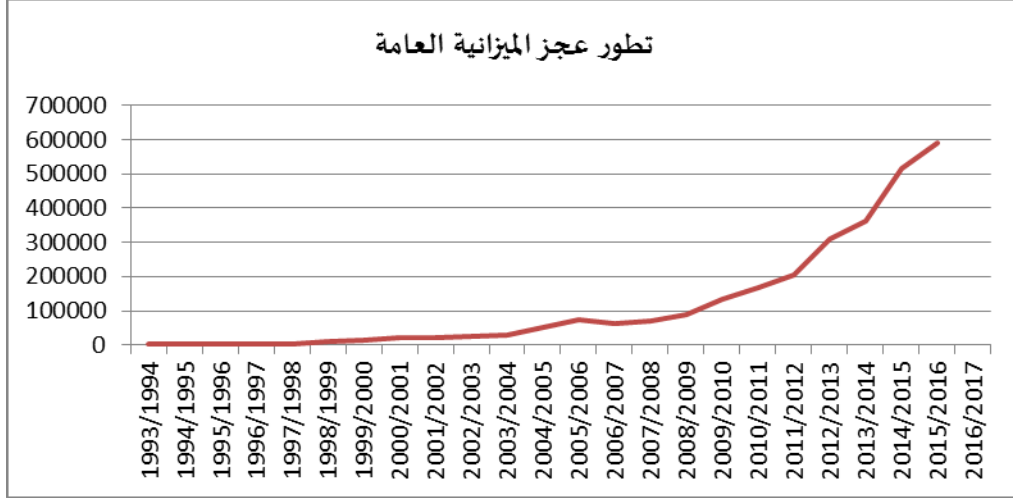
إن ما يثير اهتمامنا فيما يتعلق بالدراسات سألقة الذكر هو أن غالبية هذه الدراسات قد تمت بالتطبيق على دول منظمة التعاون والتنمية لكن عندما تُدرج الدول النامية في العينة، فإن النتائج تكون ضعيفة جداً وحساسة لمؤشر استقلالية البنك المركزي. وفي الواقع، فإن معظم الدراسات قد استخدمت مؤشراً يُعرف بمؤشر "الإستقلال القانوني" وهو مؤشر يستند إلى قوانين البنوك المركزية القائمة. لكن هذا التوجه القانوني لا يصلح للدول النامية وذلك لأن "الوضع القانوني للبنك المركزي" يُعد عنصر أ واحداً فقط من عناصر عديدة تُحدد استقلاليته الفعلية، خاصة وأن كثيراً من قوانين البنوك المركزية غير مكتملة وتترك مجالاً كبيراً للتفسير (Cukierman, Webb and Neyapti, 1992). ونتيجة لذلك، فإن عوامل مثل التقاليد أو شخصية الحاكم أو مدى تدخل كبار المسؤولين في البنك تشكل المستوى الفعلي لاستقلالية البنك المركزي. وبالتالي، قد يكون الإستقلال القانوني الأسمى للبنك المركزي مختلفاً بدرجة كبيرة عن الإستقلال الفعلي الحقيقي للبنك المركزي (Fuhrer, 1997). لهذا السبب، فقد وُضعت مؤشرات واقعية عن استقلال البنك المركزي لتكون أكثر ملاءمة من المؤشرات القانونية خاصة عندما ندرس استقلال البنك المركزي في الدول النامية والناشئة من خلال مؤشرين متكاملين لتقييم استقلال البنك المركزي: أحدهم قانوني وهو الأكثر استخداماً للتعبير عن استقلال البنك المركزي والآخر سلوكي من خلال فحص اختصاصات محافظي البنوك المركزية (Cukierman and Webb, 1995) and (Cukierman et al., 1992). كما أن الأدب النظري يبين أن استقلال البنك المركزي ينبغي أن يؤثر على تصميم السياسة المالية، أي أن درجة أكبر من الإستقلال تؤثر على الحكومة المركزية في الإنضباط المالي؛ وبالتالي، فإن ضعف الإستقلالية يُمكن أن يدفع الحكومة إلى التراخي المالي وهو ما يرتبط بالتساؤل عن مصادر تمويل العجز الحكومي (Masciandaro & Tabellini, 1988; Castellani & Debrun, 2001; Montiel, 2003).

٣. نظرة عامة حول تطور العجز المالي في مصر

حققت الميزانية العامة في مصر "تاريخياً" عجزاً إجمالياً كبيراً نسبياً. ورغم أن الميزانيات الفرعية الثلاث الجارية والاستثمارية والتحويلات الرأسمالية تمثل روافد هذا العجز، إلا أن مسؤولية تزايد هذا العجز تباينت بين الميزانيات سالفه الذكر.

فخلال فترتي السبعينات والثمانينيات وتحديداً فترة ما بعد الإنفتاح الاقتصادي عام ١٩٧٤ وقعت مسؤولية تفاقم العجز المالي على سياسة الإستثمار العام التي اتبعتها الدولة. فخلال الفترة ١٩٦٦ - ١٩٧٣ انتهجت الدولة سياسة إنكماشية انخفضت بمقتضاها الإستثمارات العامة بحيث لم تشكل سبباً للعجز في هذه المرحلة، وترتب على ذلك أن تداعت البنية الأساسية وأهملت عمليات الإحلال والتجديد. بينما شهدت الفترة ١٩٧٤ - ١٩٨٣ إرتفاعاً في قيمة الإستثمارات العامة لتطویر البنية الأساسية لتكون عامل جذب للإستثمارات الأجنبية التي استهدفت سياسة الإنفتاح زيادتها. ولقد ألقت هذه الإستثمارات على الميزانية العامة بأعباء ضخمة كانت أبرز أسباب زيادة العجز خلال هذه الفترة، وعلى الرغم من تزايد حجم الإيرادات العامة خلال الفترات اللاحقة حتى عام ١٩٨٨، فقد ظلّ العجز هو السمة المميّزة للموازنة العامة للدولة، حيث عجزت الحكومة عن أن تمول نفقاتها بمزيد من الضرائب أو بالإقتراض المحلي أو الأجنبي، وهو ما دفعها إلى اعتمادها اعتماداً متزايداً على البنك المركزي في تمويل هذا العجز.

مع بداية التسعينات وحتى العام ١٩٩٧ أخذ العجز الكلي في ظل سياسة الإصلاح الاقتصادي اتجاهاً مغايراً. حيث تراجع العجز الإجمالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إلى ٨,١%؛ وهو ما جاء نتيجة اتباع سياسة انكماشية استهدفت خفض الإنفاق الحكومي دون أن يقابل ذلك زيادة في حصيله إيرادات الدولة (عبدالله، ٢٠٠٧). منذ عام ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠٤ بدأ العجز الحكومي اتجاهاً تصاعدياً، حيث وقعت مسؤولية العجز خلال هذه الفترة على بنود النفقات الجارية في حين تراجع حجم النفقات الاستثمارية، وهو ما اقترن بضعف الأداء الضريبي وتقلّب الحصيله الضريبية (إبراهيم، ٢٠١٥).



المصدر: وزارة المالية، الحساب الختامي، أعداد مختلفة.

منذ عام ٢٠٠٥ وحتى العام ٢٠٠٧ بدأت الحكومة في تنفيذ عدداً من البرامج والسياسات المالية التي استهدفت السيطرة على العجز من خلال استهداف زيادة الحصيلة الضريبية مع إجراء خفض نسبي في معدل نمو الإنفاق العام بواقع ١% سنوياً (يونس، ٢٠١٢). وعلى الرغم من زيادة حجم الإيرادات الفعلية كنتيجة للسياسات السابقة، إلا أن ذلك لم ينجح في السيطرة على عجز الميزانية بل على العكس كان هناك تزايداً ملحوظاً في نمو العجز، وهذا ما يدل على أن تلك السياسات كانت بمعزل عن طبيعة هذا العجز بحيث لم تؤثر على طرفي الميزانية التأثير الواضح الذي يؤدي إلى تقليص العجز والسيطرة عليه، حيث تجاوز العجز في السنوات اللاحقة الحدود الآمنة بما يوازي أربعة أضعاف النسبة المتعارف عليها عالمياً^٢ بواقع ١٢,٥% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في عام ٢٠١٥.

٤. المفاهيم التي يستند عليها اشتقاق النموذج

أولاً: قيد الميزانية العامة

يمكن تعريف عجز الميزانية العامة للدولة، وتحديدًا العجز الإجمالي، بأنه الفرق بين إجمالي النفقات الحكومية النقدية بما فيها الفوائد المدفوعة مع استبعاد أقساط الديون المدفوعة وبين إجمالي المتحصلات

^٢ وضعت اتفاقية ماستريخت للاتحاد الأوروبي مؤشراً لحجم العجز المسموح به في الميزانية العامة في حدود ٣% من الناتج المحلي الإجمالي.

الحكومية بما فيها المنح مع إستبعاد حصيلة القروض. ويستهدف قياس العجز على هذا النحو تزويد المسؤولين بمؤشر عن حجم الموارد الإضافية التي ينبغي على الحكومة أن تقترضها من القطاع الخاص المحلي أو من المصادر الأجنبية أو من البنك المركزي. ورغم محدودية هذا المفهوم، فلا يزال أداة نافعة إذا ما تمّ تدعيمه بالتحليل الاقتصادي المناسب.

وما يهتمنا بالنسبة للعجز ليس مجرد وجوده في الميزانية العامة للدولة، وإنما الوسائل المستخدمة في تمويله. فمن المعروف أنّ بإمكان القطاع الحكومي تمويل نفقاته مستخدماً عدداً من الوسائل يعكسها ما يُسمّى بقيد الميزانية Budget Constraint. وقيد الميزانية العامة هو قيد يصوّر العلاقة بين التدفقات المالية الداخلة إلى القطاع الحكومي وتلك الخارجة منه. فالإنفاق الحكومي يُمول بالضرورة عن طريق إيرادات الضرائب أو حصيلة بيع السندات الحكومية أو عن طريق الإصدار النقدي الجديد. وهناك أمرين يجدر الإشارة إليهما في هذا الخصوص:

١. أنّ قيد الميزانية رغم أنّه يضع قيوداً على سلوك القطاع الحكومي إلاّ أنّه لا يعني عدم نمو العجز والدين الحكومي. فلا يُمكن للدين الحكومي أن ينمو بشكل دائم بمعدل يزيد عن معدل نمو الناتج القومي الصافي.

٢. يؤدي العجز المالي إلى ما يعرف بالعجز الاقتصادي؛ حيث تحول الموارد الحقيقية من الأجيال التي لم تولد بعد إلى الأجيال الحالية، ومن ثم ستتحمل الأجيال القادمة التكاليف المرتبطة بتراكم العجز المالي من فوائد الدين الحكومي والأقساط؛ خاصة إذا ما استُخدمت القروض في تمويل الإنفاق الاستهلاكي الجاري.

وجبرياً، يُمكن التعبير عن قيد الميزانية العامة على النحو التالي:

$$D = (G - T) = \partial L + \partial C \quad (1)$$

حيث D هي مقدار العجز الإجمالي، أي إجمالي النفقات الحكومية النقدية G مطروحاً منه إجمالي المتحصلات الحكومية T . أما ∂L فهي حصيلة القروض الجديدة المقدمة للحكومة من القطاع الخاص المحلي أو من المصادر الأجنبية. بينما تمثل ∂C النقود المصدرة حديثاً للمساعدة في تمويل العجز. وتشير هذه المعادلة إلى أن العجز الإجمالي يمكن تغطيته بالافتراض من القطاع الخاص أو بإصدار نقود

جديدة تعتبر جزءاً من القاعدة النقدية. ولأن اهتمامنا يتجه إلى إظهار ما إذا كانت ∂C تقع تحت رحمة السلطات المالية، فعليه يمكن أن نكتب المعادلة (١) كما يلي:

$$\partial C = (G - T) - \partial L \quad (2)$$

بحيث توضح المعادلة (٢) الأسباب المسؤولة عن تزايد تمويل عجز الميزانية عن طريق الإصدار النقدي مع انخفاض القدرة على $(G - T)$ الجديد؛ إذ تنحصر هذه الأسباب في تزايد العجز الإجمالي

وتشير المعادلة السابقة إلى انعدام الأثر الصافي على الإصدار النقدي الجديد إذا قوبلت الزيادة في الإنفاق الحكومي بزيادة الإيرادات المالية أو بالافتراض المحلي أو الأجنبي.

ثانياً: متطابقة التغير في القاعدة النقدية

تتكوّن متطابقة العرض النقدي من حاصل ضرب المضاعف النقدي في القاعدة النقدية، أي أن:

$$MS = m.B \quad (3)$$

حيث MS هي العرض النقدي، m هي المضاعف النقدي، B هي القاعدة النقدية^٢.

ومن المعروف أن حجم المضاعف النقدي يتوقف أساساً على نسبة العملات المتداولة إلى الودائع، ونسبة الإحتياطيات إلى الودائع. ومع ذلك، فإن المضاعف يمكن أن يتحدد بقسمة العرض النقدي على القاعدة النقدية.

أما القاعدة النقدية، فيمكن بالنظر إلى ميزانية البنك المركزي أن نعرفها من زاويتين. فمن زاوية الخصوم، تمثل القاعدة النقدية العملات المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافاً إليها احتياطيات البنوك التجارية بما فيها العملات التي في حوزتها والودائع التي لها عند البنك المركزي. أما من زاوية الأصول، فإن الغطاء الذي يقابل ١٠٠% من القاعدة النقدية يتألف من صافي الأصول الأجنبية (NFA) Net Foreign Assets مضافاً إليه صافي الأصول المحلية (NDA) Net Domestic Assets. أي أنّ القاعدة النقدية منظوراً إليها من زاوية أصول البنك المركزي هي:

$$B = NFA + NDA \quad (4)$$

^٢ إذا كان المضاعف النقدي مستقراً أو يُمكن التنبؤ به، فإن التغيرات في القاعدة النقدية ستحدّد التغيرات في العرض النقدي.

تمثل صافي الأصول الأجنبية أصول البنك المركزي من العملة الأجنبية والذهب وحقوق السحب الخاصة ومركز الدولة لدى صندوق النقد الدولي مطروحاً منها الخصوم الأجنبية المشابهة. أما صافي الأصول المحلية، فإن أهم بنودها في حالة مصر، هو صافي مديونية القطاع الحكومي لدى البنك المركزي، إذ لا تمثل مديونية القطاع المصرفي للبنك المركزي قدراً كبيراً. وإذا اعتبرنا أن التغير في صافي الأصول الأجنبية يمثل رصيد ميزان المدفوعات (θ)، وأن التغير في صافي الأصول المحلية يمثل مقدار العجز الذي تم تمويله عن طريق الإصدار النقدي الجديد ∂C ، فإن التغير في القاعدة النقدية ∂B يمكن التعبير عنه كما يلي:

$$\partial B = \theta + \partial C \quad (5)$$

والآن، إذا أخذنا في الاعتبار كلاً من قيد الميزانية العامة ومتطابقة التغير في القاعدة النقدية لتضحت لنا الصلة التي تربط بين ظاهرة العجز المالي وظاهرة النمو في القاعدة النقدية. ففي اقتصاديات السوق، نجد أن الصلة التي تربط بين هاتين الظاهرتين إنما تنشأ من محاولة السلطات النقدية جعل معدلات الفائدة عند حدود معينة لا تتجاوزها. وبالتالي، ما لم يُمول العجز المالي بالإصدار النقدي الجديد أي باقتراض الحكومة مباشرة من البنك المركزي أو بطريقة غير مباشرة عن طريق بيع السندات الحكومية، فإن من شأن هذا العجز أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة. ومن ثم، فإن اضطراب السلطات النقدية إلى الدفاع عن معدل الفائدة المستهدف يجعل نمو القاعدة النقدية ثمناً يتوجب عليها أن تقبل به.

والسؤال الذي يُطرح الآن، هو كيف يُمكن الربط بين نمو العجز المالي ونمو القاعدة النقدية في حالة ما إذا كان معدل الفائدة يتميز بالجمود النسبي؟ من أقوى المبررات التي قُدمت حول العلاقة بين عجز الميزانية ونمو القاعدة النقدية من منظور طويل الأجل أنه لا يعتمد على تحركات معدل الفائدة ذلك التبرير الذي يقول أنه إذا كان العجز ظاهرة متكررة ولم يكن إقبال الجمهور على شراء السندات الحكومية كافياً لتمويل عجز الميزانية، فإن الخيارات المتاحة أمام السلطات المالية في هذه الحالة هي إما أن تقوم بتخفيض الإنفاق العام أو أن تفرض ضرائب جديدة أو أن تقتصر من البنك المركزي. فإذا كانت للسلطة المالية سيطرة على السلطة النقدية، فإن الخيار الأخير سيكون هو الخيار الأسهل بحيث تكون السلطة النقدية مرغمة على تمويل القدر المتبقي من العجز.

ثالثاً: دالة رد فعل السلطات النقدية

تُعرف دالة رد فعل السلطات النقدية Monetary Policy Reaction Function بأنها العلاقة بين أدوات السياسة النقدية (المتغيرات الرقابية) والأهداف التي تتوخى السلطات النقدية تحقيقها (المتغيرات الهدفية)، بحيث تكون فيها الأخيرة بمثابة المتغيرات المستقلة وتكون الأولى بمثابة المتغيرات التابعة. ويمكن تحديد الشكل العام لدالة رد الفعل على النحو التالي:

$$Q_t = F(f_t, f_{t-1}, v_t, Q_{t-1}) \quad (6)$$

حيث تعبر Q_t عن أدوات السياسة النقدية أو المتغيرات الرقابية في الفترة t ، f_t تمثل القيم المرغوبة للمتغيرات الهدفية في الفترة نفسها، f_{t-1} تمثل القيم المتحققة للأهداف في الفترة السابقة. v_t تمثل قيم المتغيرات الأخرى التي تؤثر على المتغيرات الرقابية في الفترة الحالية. ويلاحظ أن وجود f_{t-1} ضمن المتغيرات المستقلة لا يكون إلا إذا كانت قيم المتغيرات الهدفية المتحققة صعبة التغيير، أو إذا كانت التكلفة الحدية لتغييرها تتزايد بتزايد تكرار تغييرها. كما أن وجود Q_{t-1} لا يكون إلا إذا كانت التكلفة الحدية لهذا التعديل تتزايد بتزايد تغيير الأدوات. لهذا يندر وجود هذين المتغيرين كلما ارتفعت فترة التجميع الزمني في البيانات المستخدمة في تقدير معاملات دالة رد الفعل.

وحيث أن دراستنا تستند إلى بيانات ربع سنوية، فإن دالة رد الفعل سوف تقتصر فقط على الأدوات الرقابية في الفترة الحالية وتحديداً تغير مستوى القاعدة النقدية. بينما ستقتصر المتغيرات الأخرى v_t على العجز المالي. أما المتغيرات الهدفية فسوف تشمل النمو الاقتصادي، التوظيف، استقرار الأسعار والتوازن الخارجي.

ومن بين أهداف السياسة النقدية يحتاج هدف التوازن الخارجي إلى التعليق، فلا شك أن المقصود بهذا الهدف يعتمد على نظام سعر الصرف المتبع. فإذا كانت الدولة تتبع نظام سعر الصرف الثابت، فإن هدف التوازن الخارجي يُترجم إلى توازن ميزان المدفوعات. في هذه الحالة، فإن التغيرات الاقتصادية الدولية سوف تجد طريقها إلى الاقتصاد المحلي عن طريق التغيرات التي تحدث في صافي الأصول الأجنبية التي يمتلكها البنك المركزي، وبالتالي في القاعدة النقدية ما لم يكن هناك تعقيم لهذه التغيرات. في مثل هذا الوضع، فإن البنك المركزي لا يتحكم مباشرة في ما يحدث في صافي الأصول الأجنبية، وإنما يستطيع التحكم فيها بطريقة غير مباشرة عن طريق توجيهه للاقتصاد المحلي. بعبارة أخرى، يُصبح هدف السياسة النقدية بالإضافة إلى الأهداف الأخرى، هو تحقيق الاستقرار في صافي الأصول الأجنبية. أما إذا

كانت الدولة تتبّع نظام سعر الصرف المرن، فإن التوازن الخارجي سوف يُترجم في هذه الحالة إلى استقرار سعر الصرف. بمعنى أنّ تحركات سعر الصرف تحلّ محلّ التغير في صافي الأصول الأجنبية كقناة ينتقل عبرها أثر التغيرات الاقتصادية الدولية إلى الاقتصاد المحلي. في هذه الحالة، يستطيع البنك المركزي أن يتحكّم مباشرة فيما يمتلكه من صافي الأصول الأجنبية؛ وبتغييره فإنه يستطيع تضيق نطاق التقلّب في سعر الصرف من خلال التدخّل بائعاً أو مشترياً للنقد الأجنبي. في مثل هذا الوضع يصبح استقرار سعر الصرف هدفاً للسياسة النقدية، بينما يصبح التغير في صافي الأصول الأجنبية ذاتها أداة جديدة تحت تصرّف السلطات النقدية.

٥. النموذج ونتائج التقدير

نتناول في هذا القسم النموذج وفرضي التبعية والفاعلية.

٥-١ النموذج وفرض التبعية

في اشتقاقنا لدالة رد الفعل سوف نفترض ما يلي:

١. أنّ السلطات المالية هي التي تحدّد مقدار العجز بالميزانية العامة.

٢. أنّ البنك المركزي هو الذي يحدّد كيف يتمّ تمويل العجز، بمعنى أن مقدار الإصدار النقدي الجديد ومقدار الاقتراض الحكومي من القطاع الخاص هما أمور تحدّدتها قرارات السياسة النقدية.

وللاستفادة من المعلومات التي يتضمّنها قيد الميزانية العامة، فإن نقطة البدء في صياغة النموذج هي المعادلة (١). ومن متطابقة التغير في القاعدة النقدية في المعادلة رقم (٥) نجد أنّ:

$$\partial C = \partial B - \theta \quad (7)$$

بالتعويض عن الإصدار النقدي الجديد في قيد الميزانية العامة بما تساويه من متطابقة التغير في القاعدة النقدية (المعادلة (٥))، وإعادة الترتيب نحصل على:

$$\partial B + \partial L = \theta + D \quad (8)$$

وهذه المعادلة يمكن إعادة صياغتها على النحو التالي:

$$\partial B = \varphi_0 - \varphi_1 \theta + \varphi_2 D \quad (9)$$

$$\partial L = \rho_0 - \rho_1 \theta + \rho_2 D \quad (10)$$

وتفترض هذه الصياغة أن المعلمات في المعادلتين (٩)، (١٠) تخضع للقيود التالية:

$$\varphi_0 + \rho_0 = 0$$

$$\varphi_i + \rho_i = 1, i = 1, 2$$

حيث تكفل هذه القيود تحقق المتطابقات في جميع الظروف، كما أنها تعني أن المعادلتين غير مستقلتين، فإذا ما تمّ تقدير معلمات إحداهما أمكن تحديد ما تساويه معلمات الأخرى. وتمثل المعادلتين (٩) ، (١٠) دوال رد فعل السلطات النقدية، حيث يتم شرح التغير في القاعدة النقدية (المعادلة (٩))، والتغير في الاقتراض الحكومي (المعادلة (١٠)) بالتغير في صافي الأصول الأجنبية والعجز المالي الإجمالي والأهداف الأخرى المحلية (النمو الاقتصادي، واستقرار الأسعار) والتي يعكسها ثابت المعادلة. ويلاحظ أنّ اختبار الفرضيتين الأساسيتين، التبعية والفعالية، سوف يعتمد أساساً على المعادلة (٩)؛ وذلك لارتباط هذه الفرضيات بسلوك القاعدة النقدية؛ وفي هذا الإطار يهتّمنا أن نلقي الضوء على أبرز المعلمات التي وردت بالمعادلة.

فبالنظر إلى المعلمة φ_1 ، نجد أنّها تقيس جهود السلطات النقدية في تعقيم آثار ميزان المدفوعات على القاعدة النقدية، وتتراوح قيمة هذه المعلمة بين الصفر والواحد الصحيح. ويكون التعقيم كاملاً عندما تكون هذه المعلمة مساوية للصفر. أما إذا كانت قيمة المعلمة مساوية للواحد الصحيح، فمعنى ذلك أنّ القاعدة النقدية تستجيب لتطورات ميزان المدفوعات. وطبقاً لما أورده كل من (Argy & Kouri 1974)، فإنه توجد طريقتان يمكن لتطورات ميزان المدفوعات أن تؤثر بها على القاعدة النقدية: الأولى، أن تكون السلطات النقدية غير مجهزة فنياً بالأدوات الفعالة التي تمكّنها من مواجهة التحركات الكبيرة في ميزان المدفوعات. فقد تُقيد عمليات السوق المفتوحة بضيق حجم السوق المالي. كما أنّ استخدام التغيرات في نسبة الاحتياطي القانوني لا تتم إلا في حالات نادرة. وأخيراً، فإن الطرائق الأخرى كوضع أسقف على إقراض البنوك التجارية وتغيير الودائع الحكومية لدى البنوك المركزية وغيرها؛ تتسم بكونها غير مرنة، فضلاً عن ضبابيتها وصعوبة التنبؤ بآثارها. الثانية، أن تأخذ السلطات النقدية في تحديدها لمقدار التغير المناسب في القاعدة النقدية التطورات الحالية في ميزان المدفوعات.

وتجدر الإشارة إلى أن قدرة السلطات النقدية على تحييد آثار ميزان المدفوعات على القاعدة النقدية يتوقف في المقام الأول على درجة التكامل المالي مع أسواق المال العالمية؛ حيث تفقد السلطات النقدية سيطرتها على القاعدة النقدية مع زيادة درجة التكامل. وهو ما يعني تضائل فرص تطبيق سياسة نقدية مستقلة عن التطورات الواقعة في الدول الأخرى.

وبالنظر إلى المعلمة ϕ_2 ، نجد أنها تمثل أثر العجز المالي على القاعدة النقدية؛ ويمكن النظر إليها باعتبارها نسبة مساهمة السلطات النقدية في تمويل العجز المالي في المتوسط خلال الفترة. وتتوقف قيمة هذه المعلمة على مدى قدرة السوق المالي على تلبية احتياجات الحكومة من التمويل وعلى قدرة الحكومة على الإقتراض من الخارج، وتتراوح قيمة هذه المعلمة بين الصفر والواحد الصحيح. فإذا كانت تساوي الصفر، دل ذلك على أن البنك المركزي لا يسهم في تمويل العجز المالي (استقلالية كاملة للسلطة النقدية). أما إذا كانت القيمة مساوية للواحد الصحيح فمعنى ذلك أن البنك المركزي يمول كامل العجز (عدم استقلال السلطة النقدية).

ويلاحظ أن قيمة الزيادة في القاعدة النقدية الناتجة عن قيام البنك المركزي بتمويل عجز الميزانية العامة لا تتوقف فقط على قيمة المعلمة وإنما أيضاً على قيمة هذا العجز والذي يتوقف بدوره على عبء الديون الخارجية، حجم الإنفاق الحكومي، تزايد الدور الاجتماعي والاقتصادي للدولة، كفاية الجهاز الضريبي فيها والتهديدات الخارجية التي يتعرض لها أمن الدولة.

نأتي الآن إلى اختبار الفرض الأول والذي ينص على أن العجز المالي يمثل أهم محددات المسار الزمني للقاعدة النقدية. ويعني ذلك أنه إذا تحدد إجمالي العجز المالي ومقدار مساهمة القطاع الخاص المحلي والأجنبي في تمويله، فإن الباقي يمثل ما يلتزم به البنك المركزي بتمويله عن طريق الإصدار النقدي الجديد بصرف النظر عن أية أوضاع أخرى في الاقتصاد قد لا تتطلب مثل هذه الزيادة في القاعدة النقدية كالتضخم أو الإختلال الخارجي. ويترتب على ذلك أن يصبح هذا العجز من وجهة نظر السلطات النقدية أحد المعطيات. وحتى نختبر هذه الفرضية يتوجب علينا تقدير المعادلة (٩).

$$\partial B = \frac{5.01}{(0.358)} + \frac{1.0}{(4.010)} + \frac{1.0}{(1.020)} D$$

$$R^2 = 0.90 \quad DW = 2.178 \quad DF = 57$$

استناداً إلى النتائج المستقاة من المعادلة (٩)، نجد أنّ القيمة المقدرة لكل من المعلمتين φ_1 و φ_2 هي الواحد الصحيح كما أنهما يختلفان جوهرياً عن الصفر عند مستوى معنوية ١%. ويشير معامل التحديد إلى أنّ التغيرات المشروحة من تغيرات القاعدة النقدية تبلغ ٩٠% وهي نسبة مرتفعة. ويقدم مؤشر DW دليلاً على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي معادلة الإنحدار.

تشير معلمتي ميزان المدفوعات والعجز المالي إلى أنّ السلطات النقدية في مصر تسمح لتطورات ميزان المدفوعات والميزانية أن تؤثر على القاعدة النقدية بنسبة ١٠٠% لكل منهما. وهو ما يمكن إرجاعه إلى المشاكل التي يعانها الاقتصاد المصري بسبب نقص النقد الأجنبي بما يجعل السلطات النقدية تولي إهتماماً بالغاً بوقف نزيف الإحتياجات الدولية من جهة، كما يعني أيضاً ضعف إستقلالية البنك المركزي وتبعية السياسة النقدية للسياسة المالية من جهة أخرى.

٥-٢ النموذج وفرض الفاعلية

يتضح لنا مما سبق أن تطورات القاعدة النقدية لا تتحدد بشكل أساسي بأحوال العجز في الميزانية العامة للدولة وإنما أيضاً بتأثير تطورات ميزان المدفوعات. ونودّ أن نختبر الآن ما إذا كان لضعف سيطرة السلطات النقدية على القاعدة النقدية أن تحققت الأهداف المحلية للسياسة النقدية والتي تتمثل في النمو الاقتصادي والتوظيف واستقرار الأسعار. وبالتحديد، هل ترتب على ذلك زيادة (ضعف) في قوة الصلة بين هذه الأهداف وتطورات القاعدة النقدية بحيث أصبحت تلعب دوراً مؤثراً في سلوك القاعدة النقدية مع وجود العجز؟

لاختبار هذه الفرضية، سنحتاج إلى تعديل الدالة رقم (٩) بحيث تشمل على الأهداف المحلية للسياسة النقدية لنعيد كتابة الدالة على النحو التالي:

$$\partial B = \eta_0 - \eta_1 Y + \eta_2 K + \eta_2 P + \eta_2 \theta + \eta_2 D \quad (11)$$

حيث Y هي معدل النمو الاقتصادي ويساوي التغير في لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة حيث الأخير هو الناتج المحلي بالأسعار الجارية مقسوماً على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين.

K معدل توظيف الموارد وهو نسبة الناتج المحلي بالأسعار الثابتة إلى اتجاهه العام نقصاً واحداً؛ حيث تمّ حساب الإتجاه العام بإجراء انحدار الناتج بالأسعار الثابتة على الزمن كدالة خطية. P معدل التضخم المحلي ويساوي التغير في لوغاريتم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين). من المهم أن نشير إلى أن المتغيرات المستقلة باستثناء العجز المالي والتغير في صافي الأصول الأجنبية يتحتم النظر إليها باعتبارها تنبؤات واطاعي السياسة؛ وسوف نفترض أن واطاعي السياسة النقدية يتمتعون بمقدرة على التنبؤ الصحيح وذلك من خلال الإستخدام الكفاء لكل المعلومات المتوفرة لديهم. ويقصد بالاستخدام الكفاء أن يكون التوزيع الإحتمالي المتوقع للناتج المستقبلية متطابقاً مع التوزيع الإحتمالي الفعلي لهذه النتائج في ضوء المعلومات المتوفرة^٤.

من المعادلة (١١) نجد أن تحقيق الأهداف المحلية الثلاثة وهي النمو، التوظيف واستقرار الأسعار يتطلب أن تكون تغيرات القاعدة النقدية في اتجاه عكسي لحركة هذه الأهداف. ويعني ذلك أن تكون الإشارات المتوقعة لهذه المعلمات الثلاث سالبة. وتفسير ذلك أن زيادة القاعدة النقدية يمكن أن تعمل على زيادة الإنتاج والتوظيف من خلال تأثير الرصيد النقدي على مستوى الطلب الكلي بفرض وجود طاقات عاطلة. فحين تكون هناك موارد عاطلة، فإن العرض الكلي يمكن أن يستجيب لتغيرات الطلب النهائي. ولكن استجابة العرض الكلي - بفرض اقتصاد مغلق - تتوقف على وضع العمالة في الاقتصاد، درجة استخدام رأس المال والمستوى التكنولوجي. ففي حالة التوظيف الكامل، نجد أن تغيرات الطلب الناشئة عن تغيرات القاعدة النقدية سوف تؤثر فقط على الأسعار بدلاً من التوسع في الإنتاج المحلي وتخفيض معدل البطالة؛ ويستلزم علاج التضخم في هذه الحالة تخفيض القاعدة النقدية.

يوضح الجدول (١) نتائج تطبيق النموذج حيث تم إجراء الاختبار خلال فترتين زمنيتين: الأولى، تغطي فترة ما قبل الثورة الاجتماعية في ٢٠١١ والثانية في السنوات التالية للثورة حتى عام ٢٠١٦؛ وذلك

^٤ إن الإنتقاد الرئيسي الموجه إلى هذا الأسلوب في تكوين التوقعات هو افتراضه أن لدى واطاعي السياسة معلومات كثيرة عن التحركات المتوقعة وغير المتوقعة في أهداف السياسة. وهذا الافتراض لا يكون واقعياً إذا كانت المتغيرات الرقابية (الأدوات) ثابتة خلال الفترة بأكملها. إذ كيف يتأتى لواطاعي السياسة معرفة قيم الأهداف في بداية الفترة عندما يتمّ تحديد المتغيرات الرقابية؟ وبالتالي، إذا كانت المتغيرات الرقابية تخضع للتعديل في كل مرة تتوافر فيها معلومات جديدة عن أهداف السياسة، فإن هذا الافتراض يكون مقبولاً.

بهدف التعرف على مدى تأثير السياسة المالية على تحقيق الأهداف المحلية للسياسة النقدية كنتيجة للأوضاع السياسية غير المستقرة خلال الفترة محل الدراسة.

يبين العمود الأول والثاني نتائج تقدير النموذج في الفترتين الزمنية (٢٠٠٢-٢٠١٠) و (٢٠١١-٢٠١٦) على التوالي. حيث أظهرت النتائج أن أداء السلطة النقدية لم ينسجم مع هدف رفع معدل النمو الاقتصادي خلال الفترتين محل الدراسة، إذ تؤدي زيادة معدل النمو إلى زيادة القاعدة النقدية (الإشارة موجبة) ولكنها لا تختلف معنوياً عن الصفر. كما تدل النتائج أيضاً على أن السلطات قد استجابت لتحقيق هدف التوظيف الكامل خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠١٠)، حيث كانت المعلمة المقدره سالبة إلا أنها لا تختلف معنوياً عن الصفر. وعلى النقيض أظهرت هذه المعلمة إشارة موجبة خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٦) وهو ما يشير إلى أن أداء السلطات النقدية لم يعد يستهدف التوظيف الكامل بالمقارنة بالفترة قبل الثورة. وبالنسبة لهدف استقرار الأسعار، تتضمن النتائج ما يدل على أن السلطات النقدية لا تستجيب بشكل سليم وجوهري بما يساعد على علاج التضخم، حيث كانت معلمة التضخم موجبة ولا تختلف جوهرياً عن الصفر وذلك لكل من الفترتين محل الدراسة.

جدول (١): نتائج تطبيق النموذج

المتغيرات	المتغير التابع: القاعدة النقدية (∂B)	
	(١) (2002-2010)	(٢) (2011-2016)
C	1.030 (1.017)	-0.476 (-1.855)***
Y	4.100 (0.630)	12.318 (0.840)
K	-3.860	0.727

	(-1.264)	(0.417)
<i>P</i>	2.69E+11	7.437
	(0.710)	(0.954)
<i>θ</i>	0.158	1.000
	(0.254)	(8.75)*
<i>D</i>	0.415	1.000
	(0.831)	(1.63)*
<i>R</i> ²	0.14	٠,٩٢
<i>DW</i>	1.14	2.30

ملاحظة: *، **، *** تشير إلى مستوى المعنوية عند ١%، ٥% و ١٠% على التوالي. الأرقام بين الأقواس تمثل قيمة (t).

ويلاحظ أنّ دخول الأهداف المحلية الثلاثة للسياسة النقدية إلى دالة رد الفعل كان لها تأثيرات متباينة على جوهرية الآثار المرتبطة بكل من العجز المالي وميزان المدفوعات. ففي حين لم تُظهر معلمات العجز المالي وميزان المدفوعات تأثيراً معنوياً على سلوك القاعدة النقدية خلال الفترة الأولى (قبل الثورة)، فقد أظهرت هذه المعلمات تأثيراً معنوياً كبيراً خلال الفترة الثانية (ما بعد الثورة). كما أنّ ميزان المدفوعات كان أكثر المتغيرات تأثيراً على القاعدة النقدية وهو ما يتضح من النسبة r الخاصة بمعلمة هذا المتغير مقارنة بالنسب الأخرى. وكما أشارت النتائج، فإن الآثار المرتبطة بتطورات ميزان المدفوعات (أولاً) ووجود العجز المالي (ثانياً) بهذه الصفة في دالة رد الفعل، وتحديدًا في فترة ما بعد الثورة، أنّ أصبحت السياسة النقدية لا تسهم جوهرياً في رفع معدل النمو الاقتصادي، أو في علاج مشكلة البطالة، أو في استقرار الأسعار والحدّ من التضخم. بعبارة أخرى، أدت سيطرة عجز ميزان المدفوعات والعجز المالي على نمو القاعدة النقدية إلى إضعاف قوة هذه الأداة الرقابية في تحقيق أهدافها وذلك بالمقارنة بفترة ما قبل الثورة والتي استهدفت على الأقل تحقيق هدف التوظيف الكامل. كما يمكن القول أنّ استمرار التضخم كأمر واقع يعاني منه الاقتصاد المصري إنّما يعود إلى جذور هيكلية تعود بدورها إلى التشوّه البنائي وقصور علاقات التشابك بالهيكل الاقتصادي وعدم تكامل عناصره وضعف أداء وإنتاجية قطاعاته الاقتصادية وعدم استجابتها تلقائياً للزيادة في الطلب بشكل مستمر، ذلك فضلاً عن التغيرات الكبيرة في سعر صرف الجنيه المصري والتي أدت بدورها إلى ارتفاع أسعار الواردات من السلع الوسيطة والاستثمارية والإستهلاكية. وعلى الرغم من أنّ النتائج السابقة تؤكد على تبني استقلالية أكبر للبنك المركزي وخاصة خلال فترة ما قبل الثورة الاجتماعية عام ٢٠١١، إلا أنّ ظهور أثر معنوي للعجز المالي لهو أمر يشير إلى تراجع في درجة الإستقلالية وهو ما يدفعنا إلى التساؤل حول مدى وقدرة البنك المركزي على تجنّب ضغوط السياسة المالية.

استهدفنا في هذا البحث بناء نموذج يصوّر الكيفية التي تستجيب بها السلطة النقدية لسيطرة الحكومة في ظل العجز المتزايد للميزانية وتأثيرها على تطور أهداف السياسة النقدية، مستخدمة في ذلك تغيير القاعدة النقدية، ولقد تمّ توسيع النموذج ليشتمل على العجز المالي بحيث يُظهر آثار السياسة المالية على القاعدة النقدية. استند بناء النموذج على ثلاثة مفاهيم أساسية هي قيد الميزانية العامة ومتطابقة التغير في القاعدة النقدية ودالة رد الفعل. كما افترضنا في هذا النموذج أنّ السلطات النقدية تُسيطر على القاعدة النقدية أو أنّ باستطاعتها السيطرة عليها إذا ما أرادت ذلك. واستهدف النموذج اختبار فرضيتين: الأولى، أن العجز المالي هو أحد محدّدات المسار الزمني للقاعدة النقدية (فرضية التبعية). والثانية، أنّ ما يترتب على ذلك من تقليل سيطرة السلطة النقدية يضرّ بأداء هذه السلطة (فرضية الفاعلية).

وقد اتّضح من خلال اختبار هاتين الفرضيتين، أنّ السياسة المالية تلعب دوراً أساسياً في تحديد الكيفية التي تُدار بها السياسة النقدية في مصر والغايات التي تستهدف هذه السياسة تحقيقها. وهذه النتيجة تعني ضمناً استقلالية أقل للبنك المركزي المصري في تحقيق أهدافه، حيث دلّت النتائج على عدم قدرة السلطات النقدية في السيطرة على القاعدة النقدية وتوجيهها بما يخدم أهداف الاقتصاد المصري من نمو وتوظيف واستقراراً للأسعار؛ ولم تحظى هذه الأهداف باهتمام البنك المركزي فيما عدا هدف التوظيف في سنوات ما قبل الثورة، وهو ما يعني أن البنك المركزي قد سمح لتطورات الميزانية أنّ تؤثر على القاعدة النقدية. على الرغم من أن الهدف المعلن من قبل البنك المركزي هو الحفاظ على استقرار الأسعار كهدف رئيسي للسياسة النقدية، إلا أن النتائج أظهرت واقعاً يبتعد عن تحقيق هذا الهدف؛ وهو ما يدفعنا إلى التساؤل حول مدى فاعلية استهداف السيطرة على الأسعار بالأدوات النقدية التقليدية. حيث تتضح الإجابة من طبيعة التضخم ذاته والذي أصبح مدفوعاً بسلسلة من الصدمات المحلية والدولية والتي تفاقمت بسبب عوامل عديدة منها: (١) التشوّهات السعرية الناتجة عن الممارسات الاحتكارية؛ (٢) عجز في المعروض من السلع كنتيجة عدم مرونة الجهاز الإنتاجي؛ (٣) الإختناقات في المعروض الناجمة عن قصور قنوات التوزيع.

ملحق:

- مفهوم استقلالية البنك المركزي:

يُقصد باستقلالية البنك المركزي Central Bank Independence إنفصاله عن سيطرة الحكومة، وهو مفهوم مشابه لاستقلالية القضاء. فالمؤسسة المستقلة هي التي تحدّد أهدافها وتتخذ قراراتها من دون تدخل من السلطة السياسية و التنفيذية. بمعنى آخر، يُقصد بالاستقلالية انعدام قدرة الحكومة على إجبار البنك المركزي على تمويل عجز الميزانية وحرية في استخدام آليات عمل أدوات السياسة النقدية.

لا يعنى استخدام تعبير استقلالية البنك المركزي الإنفصال التام بين الحكومة و البنك المركزي، حيث أن هذا الأخير ليس سوى مؤسسة حكومية من مؤسسات الدولة تعمل في الإطار المؤسساتاتي للدولة لتحقيق الأهداف التي حدّدها لها الدستور من خلال الوظائف التي خوّلتها لها القانون، ولكن تعني استقلالية قرارات البنك فيما يتعلّق بالسياسة النقدية وكيفية اختيار واستخدام أدواته النقدية والتي من شأنها تحقيق الأهداف Instrument Independence. وبالرغم من أن البنك المركزي في علاقتة بالحكومة يعمل باعتباره وكيلاً عنها و مستشاراً لها، إلا أن هذه العلاقة يجب أن تكون خالية من الضغوط الحكومية أو أي تدخل من المؤسسات الأخرى للدولة في إدارة السياسة النقدية. وكما يرى (Panizza (2000، فإنّ تمتع السياسة النقدية بالإستقلالية وكونها غير مقيدة باعتبارها مالية يعني أنّ يتمّ تمويل النفقات العامة بالكامل من مصادر تمويل حقيقية وعدم اعتماد الحكومة على ريع الإصدار Seigniorage .

وعادة ما ينشأ التعارض بين الحكومة والبنك المركزي نتيجة ميل الحكومة نحو تمويل عجز الميزانية عن طريق التمويل التضخمي و هو ما يهدّد استقرار السياسات النقدية و يُخرج التضخم من تحت سيطرة البنك المركزي. والإستقلالية هنا تعني حجم السلطات الممنوحة للبنك المركزي في صياغة السياسة النقدية و إدارتها و وهو ما يُمكن تلخيصه في النقاط التالية (Cargill, Ahsan et al, 2006; and Pisha, 2011):
:O'Driscoll, 2012;

١. أسلوب وطريقة تعيين الأشخاص المكلفين بصناعة القرار وكيفية إقالتهم، أي مدى سلطة الحكومة في تعيين وعزل محافظي البنوك المركزية وأعضاء مجالس إدارتها ومدة ولايتهم أو مدى تمثيل الحكومة في هذا المجلس. وهو ما نطلق عليه "الاستقلالية الشخصية".

٢. استقلالية التعليمات والأوامر عن الحكومة والبرلمان أي من هو صاحب القرار النهائي في حالة وجود خلاف بين البنك المركزي والحكومة و هو ما نطلق عليه "الاستقلالية المؤسسية".
٣. إتاحة استخدام أدوات السياسة النقدية بالكامل بدون أي تدخل من أي جهة حكومية، وهو ما نطلق عليه "استقلالية الأدوات".
٤. ما يتضمّنه النظام الأساسي للبنك من كيفية المساءلة من جانب الحكومة والسلطة القضائية. و تتمثل في حداها الأدنى، ضرورة قيام البنك المركزي بشرح وتبرير تصرفاته وسياساته في مواجهة الرأي العام من خلال التقارير المنشورة وهو ما نطلق عليه "الإستقلالية القانونية".

المراجع العربية:

- إيهاب محمد يونس، ٢٠١٢، نحو رؤية لتشخيص وعلاج عجز الميزانية العامة في مصر، النهضة، المجلد ١٣، العدد ٢.

- عبدالله عبداللطيف عبدالله، ٢٠٠٧، تطوّر عجز الميزانية العامة للدولة (الأسباب، الآثار والحلول)، مجلة البحوث المالية، المجلد الأول، وزارة المالية، الإدارة المركزية للبحوث المالية والتنمية الإدارية.
- نيفين فرج إبراهيم، ٢٠١٥، أثر عجز الميزانية العامة في مصر في الدين الخارجي باستخدام التكامل المشترك والسببية، بحوث اقتصادية عربية، العدد ٧١.

References :

- Ahsan, A., Skully, M. T., & Wickramanayake, J. (2006), Determinants of Central Bank Independence and Governance: Problems and Policy Implications". Journal of Administration and Governance, Vol.1, Issue 1, pp. 47 – 67.
- Alesina, A. & Summers L.H., (1993), Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 25, Issue 2, pp. 151-162.
- Argy, V. , & P. J. K. Kouri. (1974), Sterilization Policies and The Volatility in International Reserves. In R. Z. Aliber, ed., National Monetary Policies and The International Monetary System. Chicago: University of Chicago Press.
- Bodea, C., & Higashijima, M., (2015), Central Banks and Fiscal Policy: Why Independent Central Banks can Lead to Lower Fiscal Deficits, The London School of Economics and Political Science (LSE), European Politics and Policy (EUROPP) Blog.
- Bodea, C., & Higashijima, M., (2017), Central Bank Independence and Fiscal Policy: Can the Central Bank Restrain Deficit Spending?, British Journal of Political Science, Vol. 47, Issue 1, pp. 47-70.
- Burdekin, R.C., & Laney, L. O., (2016), Fiscal Policymaking and The Central Bank Institutional Constraint, Una Vez Más: New Latin American evidence. Public Choice, Vol. 167, Issue (3-4), pp. 277-289.
- Cargill, T.F., & O'Driscoll Jr, G. P. (2012), Measuring Central Bank Independence, Policy implications, and Federal Reserve Independence, In American Economic Association Meeting, San Diego, January.
- Castellani, F., & Debrun, X., (2001), Central Bank Independence and the Design of Fiscal Institutions, IMF Working Paper, WP/01/205.
- Crowe, C., & E. Meade, E., (2007), The Evolution of Central Bank Governance Around the World, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, pp. 69- 90.
- Cukierman A., & Webb, S.B., (1995), Political Influence on the Central Bank: International Evidence, The World Bank Economic Review, Vol. 9, Issue 3, pp. 397-423.
- Cukierman A., Webb S.B., & Neyapti, B., (1992), Measuring the Independence of Central Banks and its Effect on Policy Outcomes, The World Bank Economic Review Vol. 6, Issue 3, pp. 353-398
- Dincer, N.N., & Eichengreen, B., (2014), Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, International Journal of Central Banking, Vol. 10, Issue 1, pp. 189-253.
- Fuhrer J.C., (1997), Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for the Next Millennium?, New England Economic Review, Issue Jan, pp. 19-36.

- King, M., (1995), Commentary: Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline, in "Budget Deficit and Debt : Issues and Options, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming, pp. 171-177.
- Klomp, J. & de Haan, J., (2010), Inflation and Central Bank Independence: A Meta-Regression Analysis, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 24, Issue 4, pp. 593- 621.
- Lucotte, Y., (2009), The Influence of Central Bank Independence on Budget Deficits in Developing Countries: New Evidence From Panel Data Analysis, *Laboratoire d'Economie d'Orléans, Université d'Orléans*.
- Masciandaro, D. & Tabellini, G., (1988), Monetary Regimes and Fiscal Deficit: A Comparative Analysis, *Federal Reserve Bank of San Francisco, in Monetary policy in Pacific Basin countries, Kluwer Academic Publishers, pp.125-152.*
- Montiel, P.J., (2003), *Macroeconomics in Emerging Markets*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
- Neyapti, B., (2003), Budget Deficit and Inflation: The Roles of Central Independence and Financial Market Development, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 21, No. 4, pp. 458-475.
- Panizza, U., (2000), *Monetary and Fiscal Policies in Emerging Markets*, The Egyptian Center for Economic, Studies Working Paper No. 50.
- Papadamou, S., Sidiropoulos, M., & Spyromitros, E., (2017), Is There a Role for Central Bank Independence on Public Debt Dynamics?, *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 7, Issue 1, p.103-117.
- Pisha, A., (2011), Eurozone Indices: a New Model for Measuring Central Bank Independence. Including Discussion by Eugenie Garganas, *Special Conference Paper, Bank of Greece Printing Works*,
- Rogoff, K., (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, Issue 4, pp. 1169-1189.
- Sargent, T., & Wallace, N. (1981), Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 5, Issue Fall, No. 3, pp. 1-17
- Simmons, B.A., (1996), Rulers of the Game: Central Bank Independence during the Interwar Years. *International Organization*, Vol. 50, pp. 407-443.
- Taylor, J.B., (1995), Monetary Policy Implications of Greater Fiscal Discipline, in "Budget Deficit and Debt: Issues and Options", A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming, pp. 151-170.